

2025年06月27日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(元)

5.4

公司基本资讯

产业别	纺织服饰
H 股价(2025/06/26)	4.62
恒生指数(2025/06/26)	24,325.4
股价 12 个月高/低	4.94/3.5
总发行股数(百万)	11,544.13
H 股数(百万)	11,544.13
H 市值(亿元)	423.39
主要股东	高德康 (63.63%)
每股净值(元)	1.47
股价/账面净值	3.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.67% 19.07% 8.69%

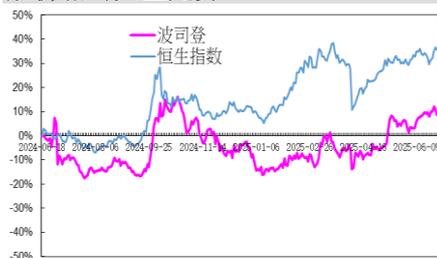
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-12-02	4.05	买进
2024-06-27	4.33	买进
2023-12-01	3.28	买进

产品组合

品牌羽绒服业务	83.7%
贴牌加工管理业务	13.0%
女装业务	2.5%
多元化服装业务	0.8%

股价相对大盘走势



波司登(03998.HK)

BUY 买进

运营效率提升，暖冬背景下业绩稳健增长

结论与建议：

业绩概要：

2024/25 财年全年实现营收 259 亿，同比增 11.6%，录得归母净利润 35.1 亿，同比增 14.3%，略低于我们预期。

分红方案：公司拟每股派发现金股息 0.22 港币，财年股息率为 6.1%。

- 聚焦核心主业，竞争力持续升级。全年羽绒服业务实现收入 216.7 亿，同比增 11%，贴牌加工业务收入 33.7 亿，同比增 26%，其他非羽绒服业务收入 8.6 亿，同比下降 16%，主要受女装业务收缩（实现收入 6.5 亿，同比下降 21%）影响。主业羽绒服业务来看，受益于资源、战略聚焦和品牌建设，公司羽绒服业务竞争力持续提升，主品牌波司登实现收入 184.8 亿，同比增 10%，雪中飞收入 22 亿，同比增 9%，冰洁收入 1.3 亿，同比下降 13%，其他收入 8.6 亿，同比增 49%。
- 多因素导致毛利率下滑。报告期毛利率同比下降 2.3pcts 至 57.3%，其中，羽绒服业务毛利率同比下降 1.6pcts 至 63.4%，贴牌毛利率同比下降 1.5pcts，女装毛利率同比下降 4.3pcts，多元化业务毛利率同比上升 1.5pcts。整体看，毛利率下降主要由于：1) 渠道结构变化，毛利率相对较低的经销渠道增速快于自营；2) 产品结构变化，年内波司登品牌推出防晒服等新品，毛利率较羽绒服产品略低；3) 成本方面看，羽绒等核心原料在财年内价格上涨；4) 海外合作工厂加工成本上升导致贴牌业务毛利下降；5) 女装业务则主要由于市场竞争和商品结构调整，毛利率下降较为显著。
- 运营提效优化净利率。尽管报告期毛利率下滑，但由于经营效率提升，公司净利率同比提升 0.4pct 至 13.6%。具体看，报告期销售费用率同比下降 1.79pcts 至 32.91%，推动全年综合费用率同比下降 2.01pcts。运营数据方面，受暖冬天气影响，报告期库存周转天数同比上升 3 天，但整体仍保持较快周转，显示公司拉式铺货和小单快返的调节机制卓有成效。
- 我们认为在暖冬背景下，2024/25 财年公司经营彰显强大韧性，业绩实现稳健增长。新一年展望：渠道方面，渠道结构、门店结构调整、市场下沉和重点市场侧重变化将进一步优化渠道效率、完善市场布局；品牌方面，通过合资，公司推出博格纳品牌，布局高端滑雪市场，并战略投资加拿大奢侈羽绒服品牌 Moose Knuckles，完善了品牌矩阵建设，同时，内生品牌上，预计新财年雪中飞和冰洁品牌建设将加快，与主品牌资源互补的同时，更好拱卫公司在羽绒服方面的竞争力。
- 预计 2025/26 财年-2028/29 财年将分别实现净利润 41 亿、46.5 亿和 51.6 亿，分别同比增 16.8%、13.2%和 11.1%，EPS 分别为 0.36 元、0.40 元和 0.45 元，当前股价对应港股 PE 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍，公司经营稳健、股息率较高，维持“买进”的投资建议。
- 风险提示：终端销售不及预期，费用支出超预期、成本增长超预期

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2027/28E	FY2028/29E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2139	3074	3514	4106	4648	5164
同比增减	%	25%	44%	14%	17%	13%	11%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.20	0.28	0.32	0.36	0.40	0.45
同比增减	%	3%	43%	11%	13%	13%	11%
市盈率(P/E)	X	21	15	13	12	10	9
股利 (DPS)	HKD 港元	0.18	0.25	0.28	0.31	0.35	0.39
股息率 (Yield)	%	3.90%	5.41%	6.06%	6.75%	7.64%	8.49%

【投资评等说明】
评等 定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2027/28E	FY2028/29E
营业总收入	16774	23214	25902	28794	31555	34131
营业总支出	6798	9380	11062	12237	13316	14301
营业利润	2826	4398	4967	5630	6345	7081
除税前利润	2887	4541	5149	6013	6808	7564
持续经营净利润	2156	3120	3553	4149	4697	5219
归属普通股股东净利润	2139	3074	3514	4106	4648	5164

附二：合并资产负债表

人民币百万元	FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2027/28E	FY2028/29E
货币资金	3718	6227	4185	5912	8437	11509
存货	2689	3197	3951	4741	5215	5476
应收账款	923	1498	1195	980	833	750
流动资产合计	14722	19019	19222	24028	28834	34024
固定资产	1990	1809	1954	2243	2465	2587
非流动资产合计	6221	6753	8181	8973	10270	11010
资产总计	20943	25771	27403	33001	39104	45034
流动负债合计	6054	11183	9508	11410	13692	15746
非流动负债合计	2284	769	865	1154	1297	1556
负债合计	8338	11952	10373	12564	14989	17302
少数股东权益	57	84	111	122	132	136
股东权益合计	12604	13819	17030	20436	24115	27732

附三：合并现金流量表

人民币百万元	FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2027/28E	FY2028/29E
经营活动产生的现金流量净额	3051	7339	6475	7486	8520	9557
投资活动产生的现金流量净额	617	-2426	-2590	-2304	-2209	-2389
筹资活动产生的现金流量净额	-2493	-2380	-2849	-3455	-3787	-4096
现金及现金等价物净增加额	1174	2533	1036	1728	2524	3072

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。