

2025年06月27日

暖冬影响好于悲观预期，存货风险可控

波司登 (3998.HK)

评级:	买入	股票代码:	3998
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	4.66/3.58
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	533.34
最新收盘价(港元):	4.62	自由流通市值(亿港元)	533.34
		自由流通股数(亿)	11,544.13

事件概述

公司 FY24/25 收入/羽绒服收入/归母净利/经营活动现金流为 259.02/216.7/35.14/39.8 亿元，同比增长 11.6%/11%/14.3%/-45.7%，我们分析，虽然受到暖冬影响，收入端仍好于悲观预期，主要增长主要来自加盟端增长及户外、轻薄羽、防晒服等拓品类贡献。FY24/25 公司其他收入 4.92 亿元（去年同期为 2.16 亿元），商誉减值亏损为 1.7 亿元（去年同期为 0.7 亿元）剩余商誉余额为 7 亿元，应占联营公司及合营企业亏损为 0.22 亿元（去年同期为 0.14 亿元），剔除其他收入、商誉减值亏损、应占联营公司及合营企业亏损的影响后，公司归母净利为 32.1 亿元，同比增长 9.3%。拆分上下半年来看，上半年收入/归母净利同比增长 18%/23%，下半年同比下降 22%/25%。

公司拟每股派发末期股息 22 港仙，叠加中期股息 6 港仙，派息率 84.1%，股息率为 6.1%。

分析判断

羽绒服/主品牌波司登收入增长 11%/10%，加盟快速增长、线上放缓。（1）分业务来看，FY24/25 羽绒服/OEM/女装/多元化服装收入分别为 216.7/33.7/6.51/2.09 亿元、同比增长 11.0%/26.4%/-20.6%/2.8%，OEM 受益于行业补库存增速较快。分上下半年来看，羽绒服/OEM/女装/多元化服装上半年收入同比增长 23%/13%/-22%/21%，下半年同比增长 7%/69%/-20%/-14%，下半年羽绒服收入增速受暖冬影响放缓。（2）羽绒服分品牌来看，波司登/雪中飞/冰洁收入分别为 184.8/22.1/1.27 亿元，同比增长 10.1%/9.2%/-12.9%，雪中飞聚焦高性价比、持续发力线上业务。（3）羽绒服分渠道来看，直营/批发/其他（原材料销售）收入分别为 150.90/57.24/8.55 亿元，同比增长 5.2%/24.3%/49.4%，线上收入为 75.75 亿元，同比增长 9.3%，从而推出线下直营收入为 75.15 亿元，同比增长 1.4%，主要受到线下消费低迷及暖冬影响，线上放缓则由于抖音政策变化及竞争加剧。分上下半年来看，上半年线下直营/批发/线上收入同比增长 23%/13%/23%，下半年同比增长-3.5%/47%/7%，下半年加盟高增但直营线下和线上放缓。（4）分内生和外延来看，公司门店数为 3470 家、净增加 253 家（+7.9%），其中直营/加盟分别增加 100/153 家至 1236/2234 家（8.8%/7.4%），从而推出直营店效/加盟单店出货增长约-6.8%/15.8%至 608/256 万元；目前一二线店数占比 31%。

毛利率下降，净利率稳定主要来自销售费用率下降+政府补助增加。（1）FY24/25 公司毛利率同比下降 2.3pct 至 57.3%；分业务来看，品牌羽绒服/OEM/女装/多元化服装业务毛利率分别为 63.4%/19.1%/63.2%/21.7%，同比提高-1.6/-1.5/-4.3/1.5PCT，品牌羽绒服毛利率下降主要由于：1）渠道结构变化，经销商渠道增长高于自营渠道，经销商毛利率相对较低；2）毛利率相对较低的防晒服产品收入增速快于羽绒服产品；3）羽绒等核心原材料成本上升；OEM 板块毛利率下降主要由于海外合作工厂加工成本小幅上升；女装毛利率下降主要由于市场竞争及商品结构调整。（2）FY24/25 OPM/归母净利率为 19.2%/13.6%，同比增加 0.2/0.3PCT，毛利率下降而 OPM 提升主要由于销售费用率下降、其他收入占比提升，净利率增幅高于 OPM 增幅主要由于财务收入提升。销售费用率下降 1.8PCT 至 32.9%，主要由于公司持续加强日常运营费用的管控、关注费用使用的效率；管理费用率同比下降 0.1PCT 至 6.4%；财务收入/收入同比提升 0.1PCT，有关商誉的减值亏损/收入同比提升 0.4PCT，其他收入占比提升 1PCT 至 1.9%，所得税/收入同比持平。

存货增长主要来自原材料备货、产成品存货仅增 10%，存货及存货周转天数上升。公司存货为 39.5 亿元，同比增长 23.6%，其中原材料/在制品/制成品占比 36.4%/0.7%/62.9%，同比变化 7.6/0.3/-7.9PCT；存货/收入

为 15.3%，同比提升 1.5PCT；库存周转天数为 118 天，同比增加 3 天。应收账款同比下降 20.2%至 11.95 亿元，应付账款周转天数为 171 天，同比增加 10 天。

各电商平台粉丝数平稳增长。24/25 财年，波司登品牌在天猫及京东平台新增粉丝约 700 万人，新增会员约 300 万人；截至 2025 年 3 月 31 日，波司登品牌在天猫及京东平台共计会员超 2100 万人。同时波司登品牌在抖音平台共计粉丝约 1000 万人。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，公司增长主要来自线上、加盟、线下快闪店等渠道共振，线上有望跟随平台策略调整推出性价比产品；（2）中期来看，户外第二增长曲线持续驱动，防晒服、轻薄羽绒服二次迭代升级以及一衣三穿冲锋衣鹅绒服等四季户外品类仍在快速增长；（3）长期看来，公司作为功能性品类龙头市占率仍有提升空间，公司在部分地区仍有渠道空白，且面积增长有望高于店数增长；且公司仍存在控费空间，净利率仍有望提升。调整盈利预测，下调公司 FY26-27 收入预测 301/342 亿元至 286/322 亿元，新增 FY28 收入预测 362 亿元；下调 FY26-27 归母净利预测 41.8/48.6 亿元至 39.7/45.8 亿元，新增 FY28 归母净利预测 52.8 亿元；对应下调 FY26-27EPS 0.36/0.42 元至 0.34/0.40 元，新增 28 年 EPS 预测 0.46 元，2025 年 6 月 26 日收盘价 4.62 港元对应 PE 为 12.3/10.6/9.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示

开店不及预期风险；暖冬风险；防晒衣销售不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	23214.03	25901.71	28580.06	32207.73	36191.91
YoY (%)	38.39%	11.58%	10.34%	12.69%	12.37%
归母净利润(百万元)	3074.07	3513.91	3966.23	4582.61	5275.53
YoY (%)	43.74%	14.31%	12.87%	15.54%	15.12%
毛利率 (%)	59.59%	57.29%	57.50%	58.00%	58.50%
每股收益 (元)	0.28	0.30	0.34	0.40	0.46
ROE (%)	0.22	0.21	0.19	0.18	0.17
市盈率	12.69	11.97	12.28	10.63	9.24

资料来源：公司公告，华西证券研究所 注：1 港元=0.9135 元人民币

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入	25901.71	28580.06	32207.73	36191.91	净利润		3966.23	4582.61	5275.53
YoY(%)	11.58%	10.34%	12.69%	12.37%	折旧和摊销		82.93	83.94	85.21
营业成本	11061.86	12146.53	13527.25	15019.64	营运资金变动		999.42	-338.50	1183.86
营业税金及附加					经营活动现金流		4889.97	4169.44	6385.99
销售费用	8523.80	9145.62	10306.47	11581.41	资本开支		-127.38	-140.12	-154.13
管理费用	1652.32	1746.24	1951.79	2178.75	投资		0.00	0.00	0.00
财务费用	-86.46	44.80	44.80	44.80	投资活动现金流		114.03	101.29	87.28
资产减值损失					股权募资		0.00	0.00	0.00
投资收益	-21.96	-21.96	-21.96	-21.96	债务募资		0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流		-44.80	-44.80	-44.80
营业外收支					现金净流量		4959.19	4225.94	6428.47
利润总额	5149.24	5720.33	6600.87	7590.76	主要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
所得税	1596.49	1716.10	1980.26	2277.23	成长能力				
净利润	3552.74	4004.23	4620.61	5313.53	营业收入增长率	38.39%	11.58%	10.34%	12.69%
归属于母公司净利润	3513.91	3966.23	4582.61	5275.53	净利润增长率	14.31%	12.87%	15.54%	15.12%
YoY(%)	14.31%	12.87%	15.54%	15.12%	盈利能力				
每股收益(元)	0.30	0.34	0.40	0.46	毛利率	57.29%	57.50%	58.00%	58.50%
资产负债表 (百万元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	净利润率	13.57%	13.88%	14.23%	14.58%
货币资金	4184.84	9144.03	13369.97	19798.43	总资产收益率 ROA	12.82%	13.42%	13.22%	12.60%
预付款项					净资产收益率 ROE	20.77%	18.99%	17.99%	17.16%
存货	3950.63	4440.65	5238.83	5907.32	偿债能力				
其他流动资产	442.53	314.38	354.29	398.11	流动比率	1.70	2.02	2.79	3.24
流动资产合计	19222.39	21326.25	26390.27	33531.06	速动比率	1.36	1.56	2.17	2.55
长期股权投资	523.71	523.71	523.71	523.71	现金比率	0.44	1.19	1.64	1.97
固定资产	1918.93	2006.66	2105.24	2215.72	资产负债率	46.38%	37.85%	28.82%	26.01%
无形资产	2163.68	2120.40	2077.99	2036.43	经营效率				
非流动资产合计	8180.88	8225.33	8281.50	8350.42	总资产周转率	0.97	1.00	1.00	0.95
资产合计	27403.27	29551.58	34671.78	41881.48	每股指标 (元)				
短期借款	896.06	896.06	896.06	896.06	每股收益	0.30	0.34	0.40	0.46
应付账款及票据	5206.18	6756.42	7256.01	9152.18	每股净资产	1.47	1.81	2.21	2.66
其他流动负债	3015.76	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.00	0.42	0.36	0.55
流动负债合计	9508.41	7652.49	8152.07	10048.25	每股股利	0.18	0.06	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	864.67	864.67	864.67	864.67	PE	11.97	12.28	10.63	9.24
非流动负债合计	864.67	864.67	864.67	864.67	PB	2.49	2.33	1.91	1.58
负债合计	10373.07	8517.15	9016.74	10912.91					
股本	0.86	0.86	0.86	0.86					
少数股东权益	111.18	149.18	187.18	225.18					
股东权益合计	17030.20	21034.43	25655.04	30968.57					
负债和股东权益合计	27403.27	29551.58	34671.78	41881.48					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。