

波司登 (03998.HK)

FY25 保持高质量增长，期待时尚功能科技服饰发力

24/25 财年公司收入+11.6%，归母净利润+14.3%，在旺季暖冬的背景下展现出较强经营韧性。渠道及产品结构变化导致品牌羽绒服毛利率有所下滑，费用优化助力净利率稳中有升，现金流与存货周转效率保持健康。预计 FY26-FY28 公司净利润为 39.1 亿人民币、43.4 亿人民币、47.6 亿人民币，当前市值对应 FY26PE12X，维持强烈推荐评级。

□ 公司发布 24/25 财年年报：本财年公司营业收入同比+11.6%至 259.0 亿人民币，其中其他收入 4.9 亿人民币（同比+128%，主要系政府补贴增加）；经营利润同比+12.9%至 49.7 亿人民币；股东应占溢利同比+14.3%至 35.1 亿人民币，其中商誉减值 1.71 亿人民币（同比+144%，主要系女装业务计提减值）。每股普通股派发末期股息 22 港仙，全年派息率约 84%。

□ 24/25 财年公司品牌羽绒服营收同比增长 11.0%至 216.7 亿人民币，批发渠道好于自营。

1) 品牌羽绒服分品牌：24/25 财年波司登品牌营收同比+10.1%至 184.8 亿人民币，占品牌羽绒服营收的比重为 85.3%；雪中飞、冰洁营业收入为 22.1 亿人民币（+9.2%）、1.3 亿人民币（-12.9%）。

2) 品牌羽绒服分渠道：24/25 财年线上、线下营收为 74.8 亿人民币（+9.4%）、141.9 亿人民币（+11.9%），占品牌羽绒服营收的比重为 34.5%、65.5%。自营、批发渠道营收为 150.9 亿人民币（+5.2%）、57.2 亿人民币（+24.3%），占品牌羽绒服营收的比重为 69.6%、26.4%。

3) 零售网点：截至 2025 年 3 月 31 日，品牌羽绒服零售网点较上财年净增加 253 家至 3470 家，其中自营、第三方经营零售网点数量分别为 1236 家（+100 家）、2234 家（+153 家），一二线城市渠道占比 31.2%。波司登零售网点 3207 家（+210 家，自营+76 家，第三方经营+134 家）、雪中飞零售网点 263 家（+43 家）。冰洁仅线上销售。

4) 其他业务：a) 贴牌代工：24/25 财年营收同比+26.4%至 33.7 亿人民币，营收占比 13.0%；前五大客户占比 90.4%。b) 女装：营收同比-20.6%至 6.5 亿人民币，营收占比 2.5%；其中杰西、邦宝、柯利亚诺&柯罗芭营业收入同比-16.4%、-25.7%、-21.3%。c) 多元化服装：营收同比+2.8%至 2.1 亿人民币；其中飒美特校服营收同比+3.0%至 1.9 亿人民币。

□ 渠道及产品结构变化导致品牌羽绒服毛利率有所下滑，费用优化助力净利率稳中有升。

1) 总体盈利能力：24/25 财年公司毛利率同比-2.3pct 至 57.3%；分销开支占收入比重-1.8pct，行政开支占收入比重-0.1pct；经营溢利率+0.3pct 至 19.2%；净利率+0.4pct 至 13.6%。

2) 分业务毛利率：品牌羽绒服毛利率同比-1.6pct 至 63.4%，主要系毛利率较低的经销渠道销售增速高于自营渠道、波司登品牌防晒服等新品类毛利率较羽绒服产品略低、羽绒等原材料成本上升等原因所致。其中波司登、雪中飞、冰洁毛利率分别为 69.0%（同比-0.6pct）、42.8%（-3.2pct）、24.2%（-15.0pct）。贴牌加工毛利率同比-1.5pct 至 19.1%，主要系海外合作工厂加工成本上升。女装毛利率同比-4.3pct 至 63.2%，主要系市场竞争激烈及商品结构调整。多元化服装毛利率同比+1.5pct 至 21.7%。

强烈推荐（维持）

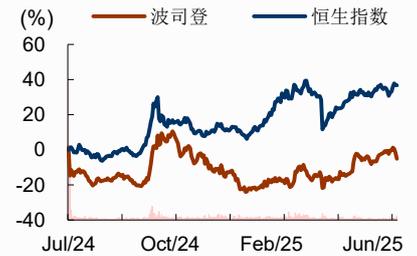
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：4.46 港元

基础数据

总股本（百万股）	11544
香港股（百万股）	11544
总市值（十亿港元）	51.5
香港股市值（十亿港元）	51.5
每股净资产（港元）	1.5
ROE（TTM）	20.8
资产负债率	37.9%
主要股东	梅冬
主要股东持股比例	63.6299%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	8	10
相对表现	-3	-13	-27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《波司登 (03998) — 品牌引领渠道升级，稳健增长可期》2025-03-13
- 《波司登 (03998) — FY25 中期业绩靓丽，品类迭代创新增效》2024-12-01
- 《波司登 (03998) — 配售释放流动性，无碍长期发展趋势》2024-07-04

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

n

- **现金流与存货周转效率保持健康。**24/25 财年公司存货周转天数+3 天至 118 天，应收账款周转天数 19 天同比持平。经营现金流净额同比-46%至 39.8 亿元，是归母净利润的 1.13 倍，保持健康。
- **盈利预测及投资建议。**波司登定位中高端市场，在聚焦羽绒服主航道的基础上，聚焦“时尚功能科技服饰”赛道，积极拓展产品品类，优化渠道质量，打造标杆门店；多品牌发力满足不同客群差异化需求。预计 FY2026-FY2028 年公司营业收入为 285 亿人民币、313 亿人民币、342 亿人民币，同比增速为 10%、10%、9%。净利润为 39.1 亿人民币、43.4 亿人民币、47.6 亿人民币，同比增速为 11%、11%、10%。当前市值对应 FY26PE12X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：新品类销售不及预期风险、线上流量成本提升侵蚀利润风险、气温波动影响当季新品动销的风险。**

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	23214	25902	28508	31312	34194
同比增长	38%	12%	10%	10%	9%
营业利润(百万元)	4251	4646	5317	5928	6530
同比增长	61%	9%	14%	11%	10%
归母净利润(百万元)	3074	3514	3908	4340	4763
同比增长	44%	14%	11%	11%	10%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.41
PE	14.5	13.4	12.0	10.8	9.9
PB	3.2	2.8	2.6	2.3	2.2

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：人民币）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	19019	19222	22196	25171	28047
现金及现金等价物	6227	4185	6411	8591	10642
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	6062	7427	7427	7427	7427
应收账款及票据	1498	1195	1315	1445	1578
其它应收款	1381	2022	2226	2445	2670
存货	3198	3951	4330	4729	5147
其他流动资产	653	443	487	535	584
非流动资产	6753	8181	7371	6967	6764
长期投资	2451	2920	2920	2920	2920
固定资产	1544	1919	1109	705	502
无形资产	2195	2750	2750	2750	2750
其他	563	592	592	592	592
资产总计	25771	27403	29567	32138	34812
流动负债	11183	9508	10202	11032	11901
应付账款	5177	5206	5706	6232	6782
应交税金	511	390	390	390	390
短期借款	2478	896	800	800	800
其他	3017	3016	3305	3610	3929
长期负债	769	865	865	865	865
长期借款	0	0	0	0	0
其他	769	865	865	865	865
负债合计	11952	10373	11066	11897	12766
股本	1	1	1	1	1
储备	13735	16918	18346	20038	21790
少数股东权益	84	111	154	202	255
归属于母公司所有者权益	13735	16919	18347	20038	21791
负债及权益合计	25771	27403	29567	32138	34812

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	7339	Na	4513	4517	4735
净利润	3074	Na	3908	4340	4763
折旧与摊销	1217	Na	959	555	352
营运资本变动	2927	Na	42	35	44
其他非现金调整	120	Na	(396)	(412)	(424)
投资活动现金流	(2426)	Na	340	358	375
资本性支出	(560)	Na	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	0	Na	0	0	0
投资增减	15202	Na	0	0	0
其它	194	Na	490	508	525
筹资活动现金流	(2380)	Na	(2627)	(2696)	(3058)
债务增减	0	Na	(96)	0	0
股本增减	29	Na	0	0	0
股利支付	1845	Na	2480	2648	3010
其它筹资	(564)	Na	(51)	(48)	(48)
其它调整	(3690)	Na	(4961)	(5296)	(6021)
现金净增加额	2509	Na	2226	2180	2052

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入	23214	25902	28508	31312	34194
主营业务收入	23214	25902	28508	31312	34194
营业成本	9380	11062	12124	13241	14410
毛利	13834	14840	16384	18071	19783
营业支出	9582	10194	11067	12143	13254
营业利润	4251	4646	5317	5928	6530
利息支出	193	145	51	48	48
利息收入	203	232	42	60	77
权益性投资损益	(14)	(22)	(22)	(22)	(22)
其他非经营性损益	7	470	470	470	470
非经常项目损益	287	(31)	(31)	(31)	(31)
除税前利润	4541	5149	5726	6357	6976
所得税	1421	1596	1774	1969	2160
少数股东损益	46	39	43	48	53
归属普通股股东净利润	3074	3514	3908	4340	4763
EPS(元)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.41

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
年成长率					
营业收入	38%	12%	10%	10%	9%
营业利润	61%	9%	14%	11%	10%
净利润	44%	14%	11%	11%	10%
获利能力					
毛利率	59.6%	57.3%	57.5%	57.7%	57.9%
净利率	13.2%	13.6%	13.7%	13.9%	13.9%
ROE	22.4%	20.8%	21.3%	21.7%	21.9%
ROIC	18.8%	20.5%	20.8%	21.1%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	37.9%	37.4%	37.0%	36.7%
净负债比率	9.6%	3.3%	2.7%	2.5%	2.3%
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.2	3.1	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	8.8	8.5	8.4	8.4	8.4
应付帐款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.30	0.34	0.38	0.41
每股经营现金	0.67	0.00	0.39	0.39	0.41
每股净资产	1.26	1.47	1.59	1.74	1.89
每股股利	0.23	0.27	0.28	0.32	0.35
估值比率					
PE	14.5	13.4	12.0	10.8	9.9
PB	3.2	2.8	2.6	2.3	2.2
EV/EBITDA	8.9	9.4	7.4	7.2	6.8

资料来源：公司数据、招商证券（注：表中数据货币单位均为人民币，现金流量表披露不全，FY25 数据为 Na）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。