

波司登 (03998)

再创佳绩，经营效率提升

公司发布 24/25 财年报告

营收 259 亿，同比+12%，毛利率 57%，同比-2pct，OPM19% 略有提升，净利润 36 亿元，同比+14%。

营收和净利润连续 8 年创同期历史新高，其中经营溢利增速再次快于收入增速，经营溢利提升 13%。

毛利率下降 2pct，主要受到三个因素的影响：1) 渠道结构变化：经销商渠道销售增长高于自营，且经销商毛利率相比自营较低；2) 产品品类结构变化：防晒服等新品类毛利率相较羽绒服产品略低；3) 成本变化：羽绒等核心原材料成本上涨。

库存周转天数 118 天，同比小幅上升 3 天。在暖冬环境下良好的库存管理，得益于积极采用拉式补货和小单快反的调节机制，并有效推进全渠道商品一体化运营管理。

聚焦羽绒服主业，实现高质量发展

波司登品牌营收 185 亿元，同比+10%，公司一方面打造“中国好羽绒”IP、开创“尔滨×波司登”城市品牌联名；另一方面，通过产品的优化与拓展、数字化转型、精细化运营渠道。

雪中飞品牌营收 22 亿元，同比+9%，公司深挖品牌“冰雪”基因，通过聚焦品类价值创新延伸、聚焦渠道核心资源整合、聚焦核心客户突破及聚焦品牌用户心智重塑等方式，实现经营业绩的稳定增长。

贴牌加工业务营收 34 亿元，同比+26%，保持健康良好的发展。前五大客户贡献 90%，同比+1pct，公司一方面拓展品类开发及技术研创，实现核心客户订单的稳定增长，另一方面拓展高质量新客户，新增订单持续带来稳定且优质的业务增量。

拓展全渠道融合

线上方面，波司登积极推动抖音等新兴平台的建设与发展。截止 2025 年 3 月 31 日，波司登品牌在天猫及京东平台共计会员约 2100 万，在抖音平台共计粉丝约 1000 万。线下方面，波司登拓展 TOP 店优化渠道质量，分层级分店态精细化运营提升效率，关注战略性增量市场。

调整盈利预测，维持“买入”评级

考虑到业务结构变化，我们小幅调整 FY26-27 公司盈利预测并新增 FY28 盈利预测，预计 FY26-28 年营收分别为人民币 284 亿元、311 亿元、341 亿元（FY26-27 原值为 286 亿元、322 亿元）；

归母净利分别为 40 亿元、44 亿元、50 亿元（FY26-27 原值为 39 亿、44 亿）；

EPS 分别为 0.34 元、0.38 元、0.43 元（FY26-27 原值为 0.34 元、0.38 元）。

风险提示：行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，品牌经营风险等。

证券研究报告
2025 年 06 月 30 日

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 4.46 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	11,544.13
港股总市值(百万港元)	51,486.84
每股净资产(港元)	1.59
资产负债率(%)	37.85
一年内最高/最低(港元)	5.14/3.46

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《波司登-公司点评:期待春夏户外新品》 2025-03-13
- 2 《波司登-公司点评:期待旺季表现》 2024-12-01
- 3 《波司登-公司点评:战略投资 Moose Knuckles, 降温或促轻薄羽绒积极销售》 2024-10-11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com