

纺织服饰

2025年06月29日

# 波司登 (03998)

## ——营收与净利润创历史新高，派息比率继续提升

报告原因：有业绩公布需要点评

### 买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025年06月27日

收盘价 (港币)	4.46
恒生中国企业指数	8762.47
52周最高/最低 (港币)	5.14/3.46
总市值 (亿港元)	514.87
流通股本 (百万股)	11,544.13
汇率 (人民币/港币)	1.0959

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
刘佩 A0230523070002  
liupeis@swsresearch.com

联系人

刘佩  
(8621)23297818x  
liupeis@swsresearch.com

- **公司发布 FY25 财年业绩，营收与净利润均创新高，表现略超预期。** FY25 财年集团实现收入 259.0 亿元，同比上升 11.6%，归母净利润 35.1 亿元，同比上升 14.3%，集团营收与净利润创同期历史新高，利润增速连续 8 年高于收入增速，表现超预期。公司拟派发末期每股股息 0.22 港元，财年整体派息率高达 84.1%，在 FY24 年 81.1% 的基础上继续提升。
- **羽绒服业务仍为核心收入来源，贴牌业务发展迅速。** FY25 财年公司羽绒服业务收入同比上升 11% 至 216.7 亿元，收入占比 83.7%，实现稳健增长，其中，波司登主品牌收入同比上升 10.1% 至 184.8 亿元，雪中飞收入同比上升 9.2% 至 22.1 亿元。羽绒服业务毛利率同比下降 1.6pct 至 63.4%，主要因低毛利率的经销渠道与防晒服等产品销售占比增加，以及原材料价格上涨所致。贴牌业务收入同比增长 26.4% 至 33.7 亿元，占比 13.0%，通过积极拓展高质量新客户，打造快反能力和拓展海外产能，实现快速发展，毛利率同比下降 1.5pct 至 19.1%，主要因原材料价格上涨导致。女装收入同比下降 20.6% 至 6.5 亿元，占比 2.5%，毛利率同比下降 4.3pct 至 63.2%，公司基于谨慎性原则对女装业务计提 1.7 亿元商誉减值。此外，多元化业务收入同比上升 2.8% 至 2.1 亿元，毛利率同比提升 1.5pct 至 21.7%。
- **线下持续做实单店运营，线上保持稳健增长。** 年内公司继续优化渠道质量，打造 Top 店体系、关注战略增量市场，满足不同层级顾客需求。其中，羽绒服自营业务收入同比增长 5.2% 至 150.9 亿元，占羽绒服销售收入的 69.6%，自营门店净增 100 家至 1236 家，其中，波司登净增 76 家至 1138 家，雪中飞净增 24 家至 98 家。加盟业务收入同比增长 24.3% 至 57.2 亿元，占羽绒服销售的 26.4%，加盟店净增 153 家至 2234 家，其中，波司登净增 134 家至 2069 家，雪中飞净增 19 家至 165 家。就线上业务而言，财年内集团旗下全品牌线上收入为 75.8 亿元，同比上升 9.3%，其中，品牌羽绒服业务及女装业务线收入分别约为 74.8 亿元及 0.97 亿元，分别占各自业务收入的 34.5% 及 14.9%，支撑业务稳健增长。
- **盈利能力稳步提升，费用率管控优异，资产质量稳健。** 本财年集团毛利率同比下降 2.3pct 至 57.3%，主因低毛利率的贴牌加工业务、以及羽绒服业务中的加盟渠道增长较快，叠加原材料价格上涨导致。得益于公司运营效率的提升，销售费用率同比下降 1.8pct 至 32.9%，管理费用率同比下降 0.1pct 至 6.4%，且政府补贴增加 2.7 亿元，带动经营利润率同比提升 0.2pct 至 19.2%，若剔除女装减值后同口径提升 0.6pct 至 19.8%。所得税率下降 0.3pct 至 31.0%，最终归母净利润率提升 0.3pct 至 13.6%。本年度存货周转天数为 118 天，同比小幅上升 3 天，在暖冬下实现良好的库存管理，经营活动产生的现金流量净额为 39.8 亿元，为同期净利润的 1.1 倍，净现金为 130.6 亿元，资产质量稳健。
- **波司登深耕羽绒服行业四十余年，以其深厚的行业积淀与高效的组织变革能力，从产品、营销、渠道、运营等全方面拓宽护城河。** 考虑到短期消费环境仍在复苏，我们略微下调公司 FY26-27 年并新增 FY28 年盈利预测，预计 FY26-28 年公司归母净利润分别为 39.0/43.4/47.5 亿元 (原 FY26-27 年为 39.2/44.3 亿元)，对应 PE 分别为 12/11/10 倍。中长期来看，公司在羽绒服领域建立了较强的消费者认知，并积极拓展户外冰雪、功能性服饰等赛道，有望持续贡献增量，持续看好未来发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：消费恢复不及预期；市场竞争加剧风险；新产品表现不及预期风险。**

财务数据及盈利预测

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (百万元)	23,214	25,902	28,465	31,272	34,210
同比增长率 (%)	38%	12%	10%	10%	9%
归母净利润 (百万元)	3,074	3,514	3,899	4,340	4,754
同比增长率 (%)	44%	14%	11%	11%	10%
每股收益 (元/股)	0.28	0.32	0.35	0.39	0.43
毛利率 (%)	.%	.%	.%	.%	.%
市盈率	15	13	12	11	10

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



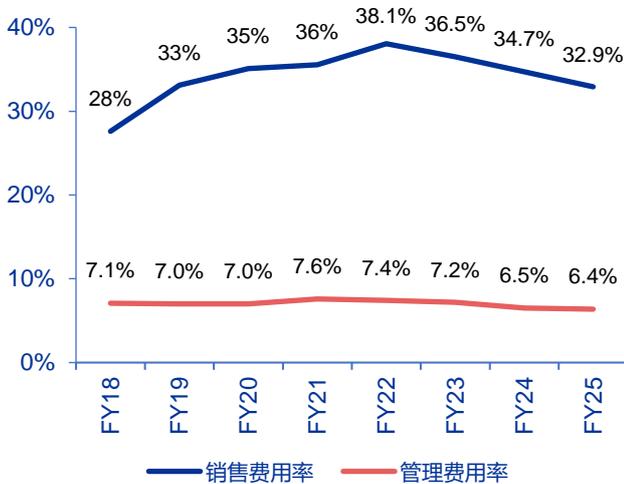
申万宏源研究微信服务号

**图 1: FY25 营收同比上升 11.6%至 259 亿元**

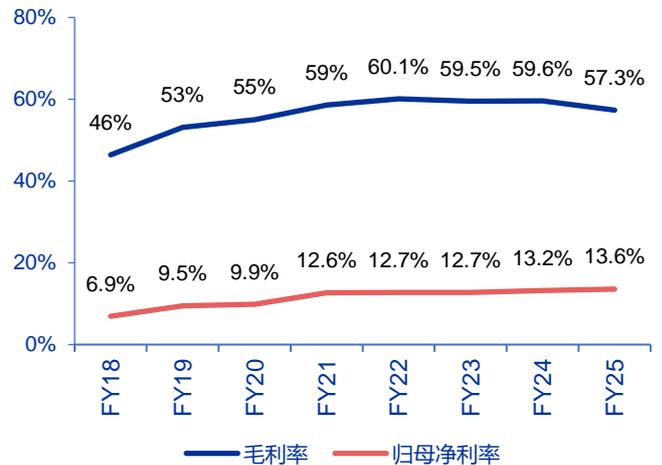

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 2: FY25 归母净利润同比增长 14.3%至 35.1 亿元**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 3: FY25 销售费用率同比下降 1.8pct 至 32.9%，管理费用率同比下降 0.1pct 至 6.4%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 4: FY25 毛利率下降 2.3pct 至 57.3%，归母净利率提升 0.3pct 至 13.6%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**合并利润表**

百万元 (人民币)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>收入</b>	<b>23,214</b>	<b>25,902</b>	<b>28,465</b>	<b>31,272</b>	<b>34,210</b>
成本	-9,380	-11,062	-12,134	-13,275	-14,594
毛利	13,834	14,840	16,331	17,997	19,616
其他收入	216	492	450	500	500
销售费用	-8,055	-8,524	-9,393	-10,413	-11,426
管理费用	-1,508	-1,652	-1,850	-2,033	-2,172
商誉及无形资产的减值损失	-70	-171	-100	-50	0
其他开支	-19	-18	-18	-18	-18
经营溢利	4,398	4,967	5,419	5,983	6,499
财务收入/(费用)净额	158	204	228	250	274
除税前溢利	4,541	5,149	5,625	6,211	6,751
所得税	-1,421	-1,596	-1,687	-1,832	-1,958
<b>净利润</b>	<b>3,120</b>	<b>3,553</b>	<b>3,937</b>	<b>4,379</b>	<b>4,793</b>
<b>归母净利润</b>	<b>3,074</b>	<b>3,514</b>	<b>3,899</b>	<b>4,340</b>	<b>4,754</b>
少数股东损益	46	39	39	39	39

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。