华福证券

公司研究

公司财报点评

证券研究报告

波司登（03998.HK）

买入（维持评级）

FY25 业绩点评：暖冬不改稳健增长，聚焦羽绒主业引领

事件：公司于 6.26 发布 FY2025 业绩，全年实现营收 259.02 亿元，同比+11.6%，实现权益股东应占溢利 35.14 亿元，同比+14.3%，末期派息 22.0 港仙/股，利润增长快于收入端，表现符合预期。

经营分析：

- **羽绒服品牌&贴牌加工高质量增长，批发渠道表现亮眼**

分业务，品牌羽绒服/贴牌加工/女装/多元化服装收入分别同比+11.0%/+26.4%/-20.6%/+2.8%。①羽绒服业务仍为核心增长引擎，其中波司登/雪中飞/冰洁品牌分别贡献收入 184.8/22.1/1.3 亿元，同比+10.1%/+9.2%/-12.9%，围绕“羽绒+”差异化定位。②贴牌加工聚焦核心客户（Top5 客户收入贡献 90.4%）并积极拓展新客户，快反能力赋能品牌客户。③受到低迷市场环境影响，女装同比下滑。

分渠道，品牌羽绒服批发渠道收入同比+24.3%至 57.24 亿元，增速显著高于自营渠道的+5.2%。公司持续优化渠道网络，巩固及拓展 Top 店体系，并采取分层级经营体系。羽绒服业务常规零售网点净增加 253 家至 3470 家。此外，公司全品牌线上销售收入达 75.75 亿元，同比+9.3%，其中品牌羽绒服线上收入占该业务总收入的 34.5%；财年内公司持续继续拓展新兴平台并加大平台自营比例，截至财年末波司登品牌约 80%抖音收入来自直播销售。

- **费用管控成效显著，经营溢利率稳中有升**

毛利率方面，FY2025 公司整体毛利率同比-2.3Pct 至 57.3%，主要系毛利率偏低的贴牌加工收入增速快于品牌羽绒服；而品牌羽绒服业务毛利率同比-1.6Pct 至 63.4%，主要系：①毛利率相对较低的批发渠道收入占比较高；②防晒服等新品类毛利率低于羽绒服产品；③羽绒等核心原材料成本上涨。费用方面，FY2025 公司的销售/管理费用率分别为 32.9%/6.4%，同比-1.8Pct/-0.1Pct，费用投放效率提升。得益于有效的费用管控，公司经营溢利同比+12.9%至 49.67 亿元（其中女装商誉减值 1.7 亿），经营溢利率同比+0.2Pct 至 19.2%（剔除女装减值后为 19.8%）。

- **快反供应链优势凸显，运营质量保持健康**

运营质量方面，截至 FY2025 末，公司库存周转天数 118 天，较去年同期微增 3 天。在暖冬环境下，公司凭借行业领先的期/现货商品运营模式，将首期订单比例控制在 40%以内，并于旺季通过拉式补货及小单快反机制灵活调节生产，有效保障了库存健康度。公司持续通过数字化赋能设计、制造、物流等环节，夯实优质快反能力，为高效运营提供坚实保障。

- **盈利预测与投资建议**

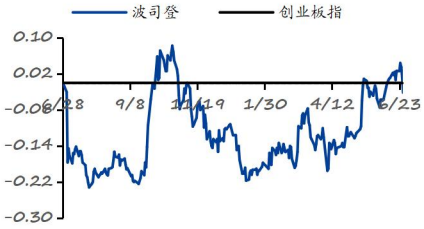
公司在巩固羽绒服主业基础上聚焦“时尚功能科技服饰”赛道，全局打造品牌矩阵，并持续做实单店经营提质增效，构建用户价值驱动的经营增长模型。考虑到当前多变的经营环境，我们调整 FY26~27 预测，新增 FY28 预测，预计 FY26~FY28 公司分别实现归母净利 39.3 亿元（原值 42 亿元）/43.7 亿元（原值 47.8 亿元）/49.1 亿元，对应 PE 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

基本数据

日期	2025-06-27
收盘价:	4.46 港元
总股本/流通股本(百万股)	11,544.13/11,544.13
流通市值(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/最低价(港元)	5.14/3.46

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： **谢丽媛(S0210524040004)**
xly30495@hfzq.com.cn
分析师： **李施璇(S0210524100001)**
lsx30549@hfzq.com.cn

相关报告

1、FY25H1 业绩点评：中报高质量兑现，期待旺季销售——2024.12.01
2、多维度探讨品牌的焕新与未来——2024.11.12

华福证券

天气异常、内需复苏不及预期、新品拓展不及预期、原材料涨价。

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	23,214	25,902	28,592	31,489	34,788
增长率	38%	12%	10%	10%	10%
归母净利润（百万元）	3,074	3,514	3,926	4,365	4,905
增长率	44%	14%	12%	11%	12%
EPS（元/股）	0.27	0.30	0.34	0.38	0.42
市盈率（P/E）	15.3	13.4	12.0	10.8	9.6
市净率（P/B）	3.4	2.8	2.6	2.5	2.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万人民币	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4,185	7,731	8,779	9,980
应收款项合计	3,217	3,674	4,361	4,818
存货	3,951	4,021	4,428	4,873
其他流动资产	7,869	7,459	7,873	7,785
流动资产合计	19,222	22,885	25,441	27,456
固定资产净额	1,919	1,459	1,522	1,717
权益性投资	524	338	372	411
其他长期投资	2,397	2,427	2,457	2,487
商誉及无形资产	2,164	1,182	711	505
土地使用权	586	516	494	457
其他非流动资产	591	578	584	581
非流动资产合计	8,181	6,500	6,140	6,158
资产总计	**27,403**	**29,385**	**31,581**	**33,614**
应付账款及票据	5,206	5,914	6,511	7,166
循环贷款	896	500	500	500
其他流动负债	3,406	4,100	4,515	4,975
流动负债合计	9,508	10,514	11,526	12,641
长期借贷	0	20	40	60
其他非流动负债	865	800	800	800
非流动负债合计	865	820	840	860
负债总计	**10,373**	**11,334**	**12,366**	**13,501**
归属母公司所有者权益	16,919	17,911	19,043	19,907
少数股东权益	111	140	171	206
股东权益总计	**17,030**	**18,050**	**19,214**	**20,113**
负债及股东权益总计	**27,403**	**29,385**	**31,581**	**33,614**

现金流量表

单位:百万人民币	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,339	6,420	4,978	5,345
净利润	3,514	3,926	4,365	4,905
折旧和摊销	**0**	**2,100**	**1,080**	**709**
营运资本变动	-3,048	597	-158	125
其他非现金调整	6,873	-203	-309	-394
投资活动现金流	448	403	-867	-294
资本支出	0	-700	-720	-750
长期投资	**-470**	**156**	**-64**	**-69**
其他长期资产	918	947	-83	525
融资活动现金流	-1,685	-3,277	-3,063	-3,850
借款增加	-1,582	-376	20	20
股利分配	**-2,513**	**-2,934**	**-3,232**	**-4,040**
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	2,410	33	149	170

利润表

单位:百万人民币	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**25,902**	**28,592**	**31,489**	**34,788**
主营业务收入	25,902	28,592	31,489	34,788
营业总支出	**21,256**	**23,464**	**25,775**	**28,561**
营业成本	11,062	11,827	13,023	14,332
营业开支	10,194	11,637	12,753	14,228
营业利润	4,646	5,128	5,713	6,227
净利息支出	-86	-98	-149	-171
权益性投资损益	-22	-15	-15	-15
其他非经营性损益	470	153	210	278
非经常项目前利润	5,180	5,364	6,057	6,661
非经常项目损益	-31	128	48	200
除税前利润	**5,149**	**5,492**	**6,106**	**6,861**
所得税	1,596	1,538	1,710	1,921
少数股东损益	39	29	31	35
持续经营净利润	**3,514**	**3,926**	**4,365**	**4,905**
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股东净利润	**3,514**	**3,926**	**4,365**	**4,905**
EPS（最新股本摊薄）	**0.30**	**0.34**	**0.38**	**0.42**

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	11.6%	10.4%	10.1%	10.5%
归母公司净利润增长率	14.3%	11.7%	11.2%	12.4%
获利能力				
毛利率	57.3%	58.6%	58.6%	58.8%
净利率	13.6%	13.7%	13.9%	14.1%
ROE	22.9%	22.5%	23.6%	25.2%
ROA	13.2%	13.8%	14.3%	15.0%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	38.6%	39.2%	40.2%
流动比率	2.0	2.2	2.2	2.2
速动比率	1.6	1.8	1.8	1.8
每股指标（元）				
每股收益	0.3	0.3	0.4	0.4
每股经营现金流	0.6	0.6	0.4	0.5
每股净资产	1.5	1.6	1.6	1.7
估值比率				
P/E	13	12	11	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	25	17	18	17

数据来源：公司公告、华福证券研究所

华福证券

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所　上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn