

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服装

波司登 (03998.HK)

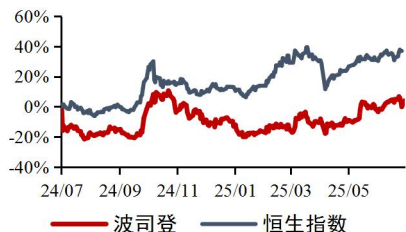
买入-A(维持)

业绩高质量增长，品牌羽绒服业务彰显经营韧性

2025 年 6 月 30 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 6 月 30 日

收盘价（港元）：	4.640
年内最高/最低（港元）：	5.140/3.460
总股本（亿股）：	115.44/115.44
流通市值（亿港元）：	535.65
总市值（亿港元）：	535.65

来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

6 月 26 日，波司登发布 2024/25 财年年度业绩。报告期内，公司实现营收 259.02 亿元，同比增长 11.6%，实现归母净利润 35.14 亿元，同比增长 14.3%。公司宣派末期股息每股普通股 22.0 港仙，全年派息率 84.1%。

事件点评

➤ **品牌羽绒服业务收入实现稳健增长，贴牌加工业务增速领先。** FY2024/25，公司实现营收 259.02 亿元，同比增长 11.6%。分业务板块看：1) 品牌羽绒服业务方面，公司进一步在春夏季打造防晒衣和单壳冲锋衣等功能性外套，同时，积极拓展冲锋衣鹅绒服品类、发力极寒系列，品牌羽绒服业务共实现收入 216.68 亿元，同比增长 11.0%，其中波司登主品牌实现收入 184.81 亿元，同比增长 10.1%。雪中飞品牌收入同比增长 9.2%至 22.06 亿元。冰洁品牌收入同比下降 12.9%至 1.27 亿元。2) 贴牌加工业务实现收入 33.73 亿元，同比增长 26.4%。3) 女装业务实现收入 6.51 亿，同比下降 20.6%。4) 多元化服装业务实现收入 2.09 亿元，同比增长 2.8%，其中飒美特校服业务营收 1.94 亿元，同比增长 3.0%。

➤ **品牌羽绒服业务全年净开门店 253 家，夯实渠道精细化运营能力。** 品牌羽绒服业务分渠道看，自营渠道实现收入 150.90 亿元，同比增长 5.2%；批发渠道实现收入 57.24 亿元，同比增长 24.3%。截至 2025/3/31 末，公司羽绒服业务常规零售门店较期初净增加 253 家至 3470 家，其中自营门店净增加 100 家至 1236 家，经销门店净增加 153 家至 2234 家；波司登品牌门店较期初净增加 210 家至 3207 家，雪中飞品牌门店较期初净增加 43 家至 263 家。报告期内，公司持续优化渠道结构和质量，巩固分层级经营体系，持续提升门店的盈利能力和顾客满意度。线上渠道方面，品牌羽绒服业务线上渠道收入同比增长 9.4%至 74.78 亿元，占品牌羽绒服业务比重 34.5%。

➤ **波司登品牌销售毛利率整体平稳，运营效率提升带动公司持续高质量增长。** 毛利率方面，FY2024/25，公司毛利率同比下滑 2.3pct 至 57.3%，其中品牌羽绒服业务毛利率同比下滑 1.6pct 至 63.4%（波司登品牌下滑 0.6pct 至 69.0%，雪中飞品牌下滑 3.2pct 至 42.8%，冰洁品牌下滑 15.0pct 至 24.2%），贴牌加工业务毛利率同比下滑 1.5pct 至 19.1%，女装毛利率同比下滑 4.3pct 至 63.2%，多元化服装毛利率同比提升 1.5pct 至 21.7%。品牌羽绒服业务毛利率下滑，主因：经销渠道增速快于自营渠道；波司登品牌推出的防晒服等新品类毛利率较羽绒服



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

品类略低；羽绒等核心原材料成本上涨。**费用率方面**，分销开支占收入比重同比下滑 1.8pct 至 32.9%，主因广告及宣传费用、使用权资产折旧费、或有租金以及销售雇员开支下降、运营效率提升；行政开支占收入比重同比下滑 0.1pct 至 6.4%。叠加政府补助增加、女装业务商誉减值，综合影响下，公司经营利润率同比提升 0.3pct 至 19.2%，公司归母净利率同比提升 0.4pct 至 13.6%。**存货方面**，FY2024/25，平均存货周转天数为 118 天，同比小幅增加 3 天，主要得益于：持续保持较低的首次订单比例；积极采用拉式补货和小单快反的调节机制；有效推进全渠道商品一体化运营管理。截至 FY2024/25 末，公司净现金为 130.59 亿元。

投资建议

➤ FY2024/25，公司在具备挑战性的暖冬外部环境下，通过强化品牌引领、产品品类迭代创新、渠道精细化管理、扎实单店经营等举措，品牌羽绒服业务收入实现稳健增长，受益于运营效率提升，业绩取得高质量增长，充分彰显经营韧性。我们继续看好波司登作为羽绒服龙头品牌的经营韧性及成长潜力，预计公司 2026-2028 财年 EPS 分别为 0.34\0.38\0.41 元，2026-2028 财年 PE 分别为 11.9\10.8\9.9 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 羽绒服行业市场竞争加剧；雪中飞及冰洁品牌重塑不及预期，原材料成本上升。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,214	25,902	28,705	31,515	34,327
YoY(%)	38.4	11.6	10.8	9.8	8.9
净利润(百万元)	3,074	3,514	3,935	4,339	4,761
YoY(%)	43.7	14.3	12.0	10.3	9.7
毛利率(%)	59.6	57.3	57.6	57.6	57.5
EPS(摊薄/元)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.41
ROE(%)	22.6	20.9	21.7	21.3	20.7
P/E(倍)	15.3	13.4	11.9	10.8	9.9
P/B(倍)	3.4	2.8	2.6	2.3	2.0
净利率(%)	13.2	13.6	13.7	13.8	13.9

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19019	19222	23534	26757	30524
现金	6227	4185	8815	11968	14004
应收票据及应收账款	94	470	155	531	216
存货	3198	3951	4342	4353	5250
其他流动资产	9500	10617	10222	9905	11054
非流动资产	6753	8181	6952	6790	6433
长期投资	253	524	631	748	906
固定资产	1544	1919	1560	1121	628
无形资产	1236	1138	983	839	695
其他非流动资产	3719	4600	3778	4082	4204
资产总计	25771	27403	30486	33547	36957
流动负债	11183	9508	10824	11896	12612
短期借款	768	896	812	825	844
应付票据及应付账款	7765	7834	8557	9443	10481
其他流动负债	2649	778	1455	1627	1287
非流动负债	769	865	1306	980	1050
其他非流动负债	769	865	1306	980	1050
负债合计	11952	10373	12130	12876	13662
少数股东权益	84	111	156	210	266
股本	1	1	1	1	1
资本公积	13735	16918	16918	16918	16918
留存收益	0	0	975	2050	3230
归属母公司股东权益	13735	16919	18200	20461	23029
负债和股东权益	25771	27403	30486	33547	36957

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7339	3982	5990	5742	4034
净利润	3120	3553	3980	4393	4817
折旧摊销	1217	1217	631	698	765
财务费用	-158	-204	-291	-424	-515
投资损失	14	22	22	22	22
营运资金变动	0	0	1718	989	-1034
其他经营现金流	3145	-606	-70	65	-20
投资活动现金流	-2426	-3098	597	-587	-417
筹资活动现金流	-2380	-2941	-1957	-2002	-1581

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.34	0.52	0.50	0.35
每股净资产(最新摊薄)	1.19	1.47	1.58	1.77	1.99

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23214	25902	28705	31515	34327
营业成本	9380	11062	12177	13360	14572
营业费用	8055	8524	9444	10432	11294
管理费用	1508	1652	1826	2001	2180
财务费用	-158	-204	-291	-424	-515
资产减值损失	70	171	159	159	197
投资净收益	-14	-22	-22	-22	-22
营业利润	4398	4967	5767	6366	6978
利润总额	4541	5149	5751	6348	6961
所得税	1421	1596	1771	1955	2144
税后利润	3120	3553	3980	4393	4817
少数股东损益	46	39	45	54	56
归属母公司净利润	3074	3514	3935	4339	4761
EBITDA	5618	6295	6238	6784	7386

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	38.4	11.6	10.8	9.8	8.9
营业利润(%)	55.6	12.9	16.1	10.4	9.6
归属于母公司净利润(%)	43.7	14.3	12.0	10.3	9.7
获利能力					
毛利率(%)	59.6	57.3	57.6	57.6	57.5
净利率(%)	13.2	13.6	13.7	13.8	13.9
ROE(%)	22.6	20.9	21.7	21.3	20.7
ROIC(%)	20.2	19.1	19.3	19.2	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	37.9	39.8	38.4	37.0
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.2	2.4
速动比率	0.7	0.6	1.0	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	196.3	91.9	91.9	91.9	91.9
应付账款周转率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
估值比率					
P/E	15.3	13.4	11.9	10.8	9.9
P/B	3.4	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	7.5	7.0	6.4	5.4	4.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

