

FY25 暖冬下韧性增长，FY26 强化羽绒服品类竞争优势

核心观点

FY25（自然年 24 年 4 月-25 年 3 月）公司营收、归母净利润分别同比+11.6%、+14.3%，其中 FY25 羽绒服业务在暖冬挑战下同比+11%，批发模式营收增速（+24.3%）快于直营（+5.3%）。FY25 公司直营、经销渠道数量为 1236 家/净增 100 家、2234 家/净增 153 家。FY25 公司 OEM 业务高增，高端女装继续承压减值。受原材料价格上涨影响以及业务结构变化公司毛利率有所承压，费用率下降+政府补助助力下，FY25 公司经营利润率为 19.2%/+0.2pct、净利率为 13.6%/+0.3pct。展望 FY26，主品牌将加大羽绒品类投入以及强化品类竞争优势，多品牌矩阵满足不同群体需求、预计下沉品牌有望逐步向好。

事件

公司发布 FY25 财年业绩公告（业绩期为 2024 年 4 月 1 日-3 月 31 日）：FY25 营收 259 亿元/+11.6%，营业利润 49.67 亿元/+12.9%，归母净利润 35.14 亿元/+14.3%，公司宣派末期股息每股普通股 22.0 港仙，叠加中期派息每股 6.0 港元，对应现金分红比例 84%。

简评

品牌羽绒服业务（FY25 营收占比 83.7%）：暖冬下增长凸显韧性，批发渠道增速快于直营。 FY25 公司品牌羽绒服业务营收 216.7 亿/+11.0%，其中 FY25H1、FY25H2 分别为 60.6 亿元/+22.7%、150.1 亿元/+7.0%，下半财年在暖冬挑战下公司仍实现稳健增长。具体而言：①**分品牌**：FY25 波司登、雪中飞、冰洁营收分别 184.8 亿元/+10.1%、22.1 亿元/+9.2%、1.3 亿元/-12.9%，主品牌波司登布局功能性户外服饰赛道，并持续升级羽绒新品品质，拓展单壳冲锋衣、防晒服等品类，FY25 推出三合一叠变轻薄羽绒服、联名机能教父 Errolson Hugh、泡芙系列等。②**分模式**：FY25 品牌羽绒服直营、批发营收分别为 150.9 亿元/+5.2%、57.2 亿元/+24.3%。FY25 末公司直营、经销渠道数量为 1236 家/净增 100 家、2234 家/净增 153 家。③**分渠道**：FY25 公司线上收入为 74.8 亿元/+9%、渠道占比 34.5%。

OEM 业务高增，高端女装继续承压减值。 FY25 公司 OEM、女装营收分别为 33.7 亿元/+26.4%、6.5 亿元/-20.6%。OEM 业务得益于核心客户订单稳定增长+拓展高质量新客；女装业务发生商誉减值 1.7 亿（去年减值 0.70 亿）。

波司登 (3998. HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 07 月 02 日

当前股价：4.46 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.68/-3.63	13.20/9.79	3.00/-31.24
12 月最高/最低价（港元）		5.01/3.57
总股本（万股）		1,154,413.45
流通 H 股（万股）		1,154,413.45
总市值（亿港元）		517.28
流通市值（亿港元）		517.28
近 3 月日均成交量（万）		2535.47
主要股东		
康博投资有限公司		25.68%

股价表现



相关研究报告

24.12.03	【中信建投轻工纺服及教育】波司登 (3998):FY25H1 业绩表现优异，防晒服等新品类贡献增量
24.06.29	【中信建投轻工纺服及教育】波司登 (3998):FY24 业绩高增，品类扩张持续推进

经营效率优化下盈利能力继续提升，库存周转保持稳定。 FY25 公司毛利率 57.3%/-2.3pct，主要系品牌羽绒服、贴牌业务、女装毛利率下滑，且较低毛利率的贴牌业务收入占比提升。FY25 羽绒服业务毛利率 63.4%/-1.6pct，主要系经销渠道占比提升、防晒服等品类增加以及羽绒成本上升导致。FY25 羽绒服业务营业利润 49.8 亿/+14.4%、营业利润率 23.0%/+0.7pct，主要得益于费用管控。FY25 销售及管理费用率分别为 32.9%/-1.8pct、6.4%/-0.1pct，其他收入（主要系政府补助）为 4.92 亿元（FY24 为 2.16 亿元）、营收占比 1.9%/+1pct。费用率下降+政府补助助力下，FY25 公司经营利润率为 19.2%/+0.2pct、净利率为 13.6%/+0.3pct。FY25 期末公司存货 39.5 亿元/+23.6%，存货周转天数 118 天/同比+3 天。

展望后续，FY26 主品牌将专注于羽绒品类以及强化品类竞争优势，多品牌矩阵满足不同群体需求、预计下沉品牌有望逐步向好。 ①主品牌 FY26 将专注于羽绒品类，继续推进产品创新以及渠道精细化运营，预计 FY26 业务门店数量将保持平稳、但单店质量有望提升，②OEM 业务 FY26 订单预计将保持 10%以上的稳健增长势头；③公司旗下多品牌矩阵布局以满足不同消费群体需求，预计下沉品牌雪中飞、冰洁等将逐步向好；④公司将继续深化精细化运作和降本增效，预计业绩端将保持稳健增长势头。

盈利预测：预计公司 FY26-FY28 营收分别为 285.3、312.2、340.8 亿元，分别同比+10.2%、+9.4%、+9.2%；归母净利润分别为 39.2、43.4、48.0 亿元，分别+11.5%、+10.7%、+10.5%；对应 PE 为 12.0x、10.8x、9.8x，维持“买入”评级。

风险提示：1) **暖冬影响冬季销售：**公司主要产品为羽绒服，产品销售季节性明显，每年 11 月至次年 1 月占公司财年收入较高。羽绒服品类保暖功能性明显，冬季气温偏暖将直接影响公司产品需求。2) **消费复苏进展不达预期：**公司经营受消费信心影响，目前国内外市场的经营环境、供应链也将面临不确定性，从而对行业内公司生产经营目标达成带来不确定性。3) **原材料价格波动风险：**原材料采购成本占公司营业成本比重较大，如果上游原材料价格上涨，将直接影响公司盈利能力。

图 1: 波司登营收按业务拆分 (亿元)

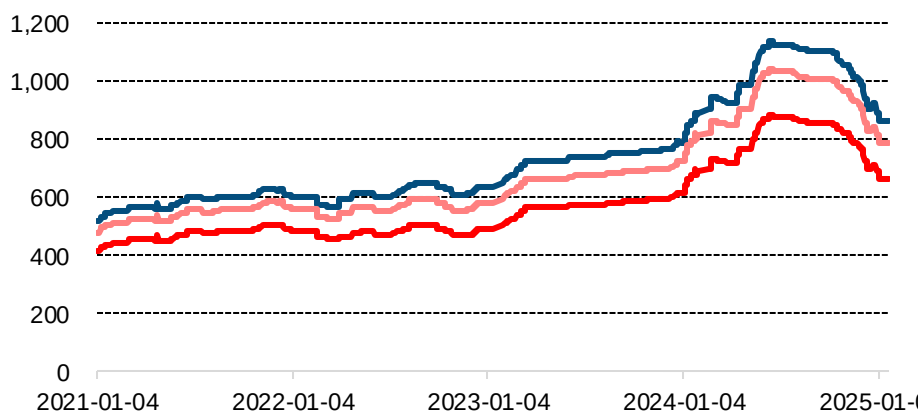
波司登营收拆分 (人民币亿元)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入	135.2	162.1	167.7	232.1	259.0	285.3	312.2	340.8
yoy	10.9%	20.0%	3.5%	38.4%	11.6%	10.2%	9.4%	9.2%
1.波司登品牌	99.9	116.2	117.6	167.8	184.8	202.0	219.4	237.4
yoy	18.9%	16.3%	1.2%	42.7%	10.1%	9.3%	8.6%	8.2%
占比	73.9%	71.7%	70.1%	72.3%	71.4%	70.8%	70.3%	69.7%
2.雪中飞品牌	5.5	9.7	12.2	20.2	22.1	26.5	31.1	36.4
yoy	10.7%	76.6%	25.4%	65.3%	9.2%	20.2%	17.4%	17.1%
占比	4.1%	6.0%	7.3%	8.7%	8.5%	9.3%	10.0%	10.7%
二、女装业务	9.5	9.0	7.0	8.2	6.5	6.1	6.1	6.1
yoy	-3.7%	-4.5%	-22.2%	16.6%	-20.6%	-6.1%	0.0%	0.0%
占比	7%	6%	4%	4%	3%	2%	2%	2%
三、多元化服装	1.4	1.9	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3
yoy	72.7%	28.3%	9.2%	0.3%	14.1%	0.0%	0.0%	0.0%
占比	1.1%	1.1%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%
四、贴牌加工	15.4	19.0	22.9	26.7	34.2	37.6	41.3	45.5
yoy	-4.7%	23.8%	20.7%	16.4%	27.9%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	11.4%	11.7%	13.7%	11.5%	13.2%	13.2%	13.2%	13.3%

数据来源: 公司公告, 中信建投

图 2: 羽绒价格走势

羽绒价格走势 (元/kg)

— 中国: 羽绒价格 (单价): 白鹅绒 (70%)
— 中国: 羽绒价格 (单价): 白鹅绒 (85%)
— 中国: 羽绒价格 (单价): 白鹅绒 (80%)



数据来源: wind, 中信建投证券

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,019	19,222	24,920	26,692	28,588
现金	6,880	4,627	8,559	9,365	10,225
应收票据及应收账款合计	1,498	1,195	1,576	1,724	1,882
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1,194	1,828	1,913	2,093	2,286
存货	3,197	3,951	4,316	4,733	5,183
其他流动资产	6,249	7,622	8,556	8,776	9,012
非流动资产	6,753	8,181	7,928	7,628	7,281
长期投资	253	524	504	484	464
固定资产	1,544	1,919	1,745	1,674	1,556
无形资产	1,315	2,042	1,838	1,633	1,429
其他非流动资产	3,640	3,697	3,842	3,837	3,833
资产总计	25,771	27,403	32,848	34,320	35,869
流动负债	11,183	9,508	13,315	13,004	12,582
短期借款	2,478	896	3,241	1,968	509
应付票据及应付账款合计	5,177	5,206	5,954	6,529	7,150
其他流动负债	3,528	3,406	4,119	4,507	4,922
非流动负债	769	865	892	892	892
长期借款	0	0	27	27	27
其他非流动负债	769	865	865	865	865
负债合计	11,952	10,373	14,207	13,896	13,474
少数股东权益	84	111	154	202	255
股本	1	1	1	1	1
资本公积	13,735	16,918	16,918	16,918	16,918
留存收益	0	0	1,568	3,303	5,221
归属母公司股东权益	13,735	16,919	18,487	20,222	22,140
负债和股东权益	25,771	27,403	32,848	34,320	35,869

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	3855	4556	4969
净利润	3120	3553	3963	4385	4848
折旧摊销	1217	0	533	580	627
财务费用	-158	-204	-114	-163	-243
其他经营现金流	3159	633	-526	-246	-263
投资活动现金流	-2426	-3098	-58	-37	-17
资本支出	473	-96	300	300	300
其他投资现金流	-2899	-3002	-358	-337	-317
筹资活动现金流	-2380	-2941	135	-3713	-4092
短期借款	1708	-1582	2345	-1274	-1458
长期借款	-1603	0	27	0	0
其他筹资现金流	-2484	-1360	-2237	-2439	-2634
现金净增加额	2533	-2058	3932	806	860

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23,214	25,902	28,531	31,218	34,084
营业成本	9,380	11,062	12,084	13,252	14,512
其他费用	19	18	20	22	24
销售费用	8,055	8,524	9,330	10,177	11,077
管理费用	1,508	1,652	1,797	1,936	2,079
其他经营收益	146	321	350	380	410
营业利润	4,398	4,967	5,650	6,212	6,801
财务费用	-158	-204	-114	-163	-243
其他非经营损益	-14	-22	-20	-20	-20
利润总额	4,541	5,149	5,744	6,355	7,024
所得税	1,421	1,596	1,781	1,970	2,177
净利润	3,120	3,553	3,963	4,385	4,848
少数股东损益	46	39	43	48	53
归属母公司净利润	3,074	3,514	3,920	4,337	4,795
EBITDA	5,600	4,945	6,162	6,772	7,408
EPS (元)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.42

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	10.2	9.4	9.2
归母净利润(%)		14.3	11.5	10.7	10.5
经营利润(%)		12.9	13.7	10.0	9.5
获利能力					
毛利率(%)	59.6	57.3	57.6	57.6	57.4
OP Margin(%)	18.9	19.2	19.8	19.9	20.0
净利率(%)	13.4	13.7	13.9	14.0	14.2
ROE(%)	22.4	20.8	21.2	21.4	21.7
ROIC(%)	26.5	26.0	31.1	25.5	27.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	37.9	43.2	40.5	37.6
净负债比率(%)	-31.9	-21.9	-28.4	-36.1	-43.3
流动比率	1.70	2.02	1.87	2.05	2.27
速动比率	1.21	1.46	1.37	1.49	1.64
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.95	0.87	0.91	0.95
应收账款周转率	15.50	21.68	18.11	18.11	18.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.34	0.33	0.39	0.43
每股净资产(最新摊薄)	1.19	1.47	1.60	1.75	1.92
估值比率					
P/E	15.24	13.33	11.95	10.80	9.77
P/B	3.41	2.77	2.53	2.32	2.12
EV/EBITDA	-0.25	-1.05	-0.45	-0.59	-0.73

数据来源：wind，中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk