

買入

2025年07月04日

24/25 全年業績維持穩定和高品質的增長，股息率吸引

- **2024/2025 全年業績概覽：**截至 2025 年 3 月 31 日，公司實現營業收入 259 億元（人民幣，下同）、同比增加 11.6%（主要由品牌羽絨服和貼牌加工管理業務來帶動）。毛利率比去年同期減少 2.3PCT 到 57.3%（主要受管道+產品+業務結構變化和成本上升的影響）。經營利潤同比增長 12.9% 到 49.7 億元（受益於營運效率的提升），撇除女裝商譽減值後的經營利潤增長 15.0% 到 51.4 億元。歸母淨利潤 35.1 億元、同比增加 14.3%，歸母淨利率同比提升 0.4PCT 至 13.6%，擬派末期股息每股 22 港仙，全年派息比率增加 3PCT 達 84.1%。存貨周轉天數增加 3 天到 118 天（維持穩定）；主要得益於 1) 持續保持較低的首次訂單比例；2) 積極採用拉式補貨和小單快反的調節機制；3) 有效推進全管道商品一體化運營管理。集團持有淨現金為 130.6 億，資產負債水準健康。集團繼續維持穩定和高品質的業績增長。
- **品牌羽絨服，貼牌加工均錄得雙位數的增長：**分業務：1) 品牌羽絨服業務收入 216.7 億元/yoy+11.0%/占比 83.7%，毛利率 63.4%/-1.6PCT（受益其品牌引領，品類經營，管道營運，客戶體驗強化的策略；毛利率的下降是受經銷商管道增長較快（其毛利率較低），產品品類結構變化（如放曬服的推出）及羽絨等核心原材料成本上漲的影響。管道來看：自營業務增長 5.2%，批發業務增長 24.3%。品牌羽絨服總門店數增加 253 家到 3470 家，其中經銷商門店數增加 153 家。2) 貼牌加工業務收入 33.7 億元/yoy+26.4%/占比 13.0%、毛利率 19.1%（-1.5 pp）（受益於現有核心客戶訂單的穩定增長，新高品質客戶的拓展，訂單快反的能力及夯實高效且開放的管理機制；毛利率則受海外合作工廠的加工成本上升的影響）。3) 女裝收入 6.5 億元/yoy-20.6%/占比 2.5%（受低迷市場環境的影響）、毛利率 63.2%/-4.3pp（受激烈市場競爭和商品結構調整的影響）。4) 多元化服裝：收入 2.1 億元/yoy+2.8%/占比 0.8%，毛利率 21.7%/+1.5pp。分羽絨服品牌：1) 波司登品牌收入 184.8 億元/+10.1%，占比品牌羽絨服收入 85.3%，毛利率 69.0%/-0.6pp 2) 雪中飛品牌收入 22.1 億元/+9.2%，占品牌羽絨服收入的 10.2%，毛利率 42.8%/-3.2pp，3) 冰潔品牌實現收入 1.3 億元/-12.9%，占品牌羽絨服收入的 0.6%，毛利率 24.2%/-15.0pp。
- **目標價 5.58 港元，維持買入評級：**縱使在不利的環境中，公司核心業務仍然錄得良好增長，實現穩定且健康的發展。公司將持續聚焦主航道主品牌價值戰略，繼續優化經營品質，創新產品研發，重視客戶體驗。由於集團擁有良好的品牌，能維持穩定和高品質增長，願意派發股息回饋股東，股息率達 6.9%，估值吸引而且資產負債水準健康；我們維持買入評級。目標價為 5.58 港元，相等於公司 FY2026 年 13.8 倍 PE。
- **風險提示：**宏觀經濟的影響、天氣偏暖風險、行業競爭加劇風險等。

王柏俊

+ 852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

行業	服裝行業
股價	4.55 港元
目標價	5.58 港元 (+23.40%)
股票代碼	3998.HK
已發行股本	115.6 億股
市值	526 億港元
52 周高/低	5.08/3.45 港元
每股淨資產	1.61 港元
主要股東	高德康 (60.78%)

盈利摘要

截止3月31日財政年度	23/24	24/25	25/26E	26/27E	27/28E
收入 (百万人民币)	23,214.0	25,901.7	28,773.7	31,719.1	34,766.1
变动 (%)	38.4%	11.6%	11.1%	10.2%	9.6%
归母净利润 (百万人民币)	3,074.1	3,513.9	4,006.1	4,418.7	4,847.9
变动 (%)	43.7%	14.3%	14.0%	10.3%	9.7%
每股收益(人民币)	0.28	0.32	0.37	0.41	0.44
市盈率(基于4.55港元)	14.6	13.1	11.3	10.2	9.3
每股股息 (港元)	0.23	0.27	0.31	0.34	0.38
股息率	5.1%	6.0%	6.9%	7.6%	8.3%

來源：公司資料，第一上海

股價表現



來源：彭博

附錄 1：主要財務報表

截止3月31日財政年度（人民幣 百萬元）

損益表	23/24实际	24/25实际	25/26预测	26/27预测	27/28预测	财务分析	23/24实际	24/25实际	25/26预测	26/27预测	27/28预测
销售收入	23,214.0	25,901.7	28,773.7	31,719.1	34,766.1	增长					
品牌羽绒服	19,521.3	21,668.2	23,696.9	25,799.0	27,960.4	销售收入	38.4%	11.6%	11.1%	10.2%	9.6%
贴牌加工业务	2,669.7	3,373.4	4,216.8	5,060.1	5,945.6	毛利润	38.7%	7.3%	10.1%	9.5%	8.9%
女装	819.8	651.1	651.1	651.1	651.1	股权持有人应占利	43.7%	14.3%	14.0%	10.3%	9.7%
多元化业务	203.2	209.0	209.0	209.0	209.0	盈利能力					
毛利润	13,833.5	14,839.9	16,332.2	17,882.3	19,470.8	毛利率 (%)	59.6%	57.3%	56.8%	56.4%	56.0%
其他收入	216.1	492.1	492.1	492.1	492.1	经营利润率	18.9%	19.2%	19.6%	19.6%	19.7%
经营开支	(9,562.9)	(10,176.1)	(11,160.6)	(12,128.6)	(13,112.9)	净利率 (%)	13.2%	13.6%	13.9%	13.9%	13.9%
营运收入	4,397.6	4,966.9	5,645.7	6,227.8	6,832.0	营运表现					
净财务开支	157.8	204.3	224.7	247.2	271.9	存货周转天数	115	118	139	139	139
摊占联营公司溢利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转天数	19	19	17	18	20
税前盈利	4,541.2	5,149.2	5,870.5	6,475.0	7,104.0	应付账款周转天数	161	171	145	143	143
所得税	(1,421.1)	(1,596.5)	(1,820.1)	(2,007.6)	(2,202.6)	营运开支/收入 (%)	41.2%	39.3%	38.8%	38.2%	37.7%
税后盈利	3,120.1	3,552.7	4,050.4	4,467.5	4,901.4	实际税率 (%)	31.3%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
少数股东应占利润	46.1	38.8	44.3	48.8	53.6	财务状况					
股权持有人应占利润	3,074.1	3,513.9	4,006.1	4,418.7	4,847.9	负债/股本	86.5%	60.9%	63.6%	66.4%	69.2%
						ROA	13.2%	13.2%	13.8%	14.1%	14.7%
						ROE	23.3%	22.8%	23.1%	24.5%	25.8%
资产负债表	23/24实际	24/25实际	25/26预测	26/27预测	27/28预测	现金流量表	23/24预测	24/25预测	25/26预测	26/27预测	27/28预测
现金	6,227.0	4,184.8	4,581.2	5,880.0	5,089.2	税前盈利	4,541.2	5,149.2	5,870.5	6,475.0	7,104.0
应收关联方款项账	93.8	469.7	469.7	469.7	469.7	折旧及摊销	243.0	253.3	264.2	275.6	287.6
应收账款	1,497.9	1,195.0	1,434.0	1,720.8	2,064.9	营运资金变化	1,031.3	(2,618.3)	(3,160.9)	(1,293.2)	(3,668.7)
存货	3,197.5	3,950.6	5,525.4	5,013.4	6,636.2	其他	1,523.3	0.0	0.0	0.0	0.0
已抵押银行存款	653.1	442.5	442.5	442.5	442.5	营运现金流	7,338.8	2,784.3	2,973.7	5,457.4	3,722.8
其他	7,349.4	8,979.7	9,290.2	9,662.9	10,110.0	资本开支	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
总流动资产	19,018.6	19,222.4	21,743.0	23,189.2	24,812.5	其他投资活动	(1,926.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1,544.0	1,918.9	2,191.0	2,451.7	2,700.4	投资活动现金流	(2,426.5)	(500.0)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
无形资产	1,236.4	1,138.2	1,390.8	1,354.5	1,318.3	负债变化	(2.0)	127.6	89.6	98.6	108.4
预付租赁款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延税项资产	497.7	541.5	541.5	541.5	541.5	股息	(2,530.4)	(2,987.9)	(3,406.4)	(3,757.2)	(4,122.1)
其他	22,493.2	23,804.7	26,325.3	27,771.6	29,394.8	其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	25,771.2	27,403.3	30,448.5	32,119.2	33,954.9	融资活动现金流	(2,532.4)	(2,860.2)	(3,316.7)	(3,658.6)	(4,013.7)
应付账款	7,765.2	7,834.4	8,617.8	9,479.6	10,427.6	现金变化	2,379.9	(632.6)	(842.0)	1,299.9	(789.8)
计息借贷	768.4	896.1	985.7	1,084.2	1,192.7	期初持有现金	3,676.9	6,056.8	5,424.2	4,581.2	5,880.0
其他	2,649.5	777.9	777.9	777.9	777.9	期末持有现金	6,056.8	5,424.2	4,581.2	5,880.0	5,089.2
总短期负债	11,183.1	9,508.4	10,381.5	11,341.8	12,398.2						
递延税项负债	309.0	298.8	298.8	298.8	298.8						
总负债	11,951.7	10,373.1	11,246.1	12,206.5	13,262.9						
公司拥有人应占权益	13,735.4	16,919.0	17,518.7	18,180.2	18,906.0						
少数股东权益	84.0	111.2	155.4	204.3	257.8						
股东权益	13,819.5	17,030.2	17,674.2	18,384.5	19,163.8						

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。