

2025年7月7日
波司登 (3998.HK)

维持良好增长势头，期待新财年表现

事件：近日，波司登公布 FY25 业绩，收入同比上升 11.6%，归母净利润同比上升 14.3%，宣派末期股息 22 港仙/股，全年派息率高达 84.1%。我们预测 2026-2028 财年 EPS 为 0.34/0.38/0.42 元，目标价 5.6 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

收入利润双增长，维持良好增长态势。截至 2025 年 3 月 31 日止，集团财年收入录得 259.02 亿元，同比上升 11.6%，归母净利润录得 35.14 亿元，同比上升 14.3%，毛利率下滑 2.3pp 至 57.3%。收入和利润均取得亮眼增长，且利润保持快于收入的增速。

品牌羽绒服业务：收入同比增长 11.0% 至 216.68 亿元，毛利率下滑 1.6pp 至 63.4%。波司登主品牌录得收入 184.81 亿元，同比增长 10.1%，公司新推出了骄阳系列和都市轻户外系列防晒衣，并新上市了冲锋衣、泡芙主题羽绒服，均取得不错的表现，但由于夏季品类毛利率不及冬羽，产品组合的变化影响了毛利率端，毛利率同比下降 0.6pp 至 69.0%；雪中飞聚焦高性价比赛道，收入同比增长 9.2% 至 22.06 亿元，毛利率同比下滑 3.2pp 至 42.8%；冰洁持续聚焦线上，收入同比增长 12.9% 至 1.27 亿元，毛利率同比下滑 15pp 至 24.2%。

OEM 业务：尽管受到地缘政治风险、部分区域市场低迷等外部挑战，收入同比上升 26.4% 至 33.73 亿元。由于海外合作工厂加工成本小幅上升，毛利率同比下降 1.5pp 至 19.1%。目前前五大客户收入占比约 9 成。公司聚焦核心客户，并积极拓展高质量新客户，打造订单快反能力和拓展海外产能布局。

女装业务：受持续低迷的市场环境影响，女装业务收入为 6.51 亿元，同比下降 20.6%，同时由于产品结构调整，毛利率提同比下滑 4.3pp 至 63.2%。

多元化业务：收入同比增长 2.8% 至 2.09 亿元，其中校服业务同比增长 3.0%，毛利率同比提升 1.5pp 至 21.7%。

持续优化渠道质量，做实单店运营。公司持续优化渠道质量，扩大打造 Top 店体系、关注战略增量市场、强化分店态资源差异化匹配，满足不同层级顾客需求。截至 3 月 31 日，羽绒服业务门店数较上一财年末净增加 253 家至 3470 家，其中自营净增加 100 家，经销净增加 153 家。

投资建议：公司持续聚焦主航道、聚焦主品牌，并通过推出创新产品拓宽品牌的覆盖范围，从而带动业绩增长。综合考虑，我们预测 2026-2028 财年 EPS 为 0.34/0.38/0.42 元，给予公司 2025/26 财年 15 倍 PE，目标价 5.6 港元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费需求疲软；气候变化使销售不及预期。

财务及估值摘要

(年结 31/3; RMB 百万)	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E	2027/28E
营业收入	23,214	25,902	28,505	31,558	34,772
增长率 (%)	38.4%	11.6%	10.1%	10.7%	10.2%
归母净利润	3,074	3,514	3,897	4,332	4,811
增长率 (%)	43.7%	14.3%	10.9%	11.2%	11.1%
毛利率 (%)	59.6%	57.3%	57.3%	57.4%	57.4%
归母净利率 (%)	13.2%	13.6%	13.7%	13.7%	13.8%
每股盈利 (元)	0.28	0.32	0.34	0.38	0.42
每股净资产 (元)	1.24	1.50	1.57	1.65	1.73
市盈率 (x)	14.61	13.11	12.04	10.83	9.75
市销率 (x)	3.34	2.76	2.63	2.51	2.39
股息收益率 (%)	5.41	6.30	6.64	7.39	8.20

数据来源：公司资料，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

纺织服装

投资评级：买入

维持评级

6 个月目标价 5.6 港元

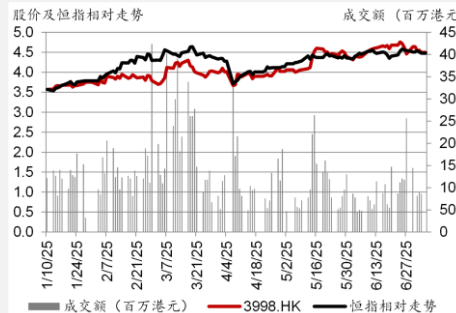
股价 2025-7-4 4.5 港元

总市值(亿港元)	52,032.45
流通市值(亿港元)	52,032.45
总股本(亿股)	11,562.77
流通股本(亿股)	11,562.77
12 个月低/高(港元)	3.5/4.8
平均成交(百万港元)	107.64

股东结构

康博投资	24.72%
康博发展	17.43%
盈新国际	11.46%
花旗银行	5.33%
其他	41.06%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.70	7.55	-16.56
绝对收益	2.74	12.22	17.81

数据来源：Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表 (RMB 百万)					
	2023/24FY	2024/25FY	2025/26E	2026/27E	2027/28E
营业收入	23,214	25,902	28,505	31,558	34,772
营业成本	-9,380	-11,062	-12,164	-13,451	-14,811
毛利	13,834	14,840	16,342	18,107	19,961
销售费用	-8,055	-8,524	-9,407	-10,414	-11,475
管理费用	-1,508	-1,652	-1,881	-2,051	-2,225
经营溢利	4,487	5,156	5,501	6,081	6,735
财务开支	158	204	194	209	213
除税前溢利	4,541	5,149	5,473	6,084	6,758
所得税	-1,421	-1,596	-1,532	-1,704	-1,892
期内净利润	3,120	3,553	3,940	4,381	4,866
股东应占利润	3,074	3,514	3,897	4,332	4,811
少数股东应占利润	46	39	44	49	55
EPS (元)	0.28	0.32	0.34	0.38	0.42
同比增长率					
收入 (%)	38.39%	11.58%	10.05%	10.71%	10.19%
净利润 (%)	43.74%	14.31%	10.89%	11.17%	11.05%

资产负债表 (RMB 百万)					
	2023/24FY	2024/25FY	2025/26E	2026/27E	2027/28E
现金及现金等价物	6,227	4,185	5,970	7,964	9,738
应收账款	1,498	1,195	1,929	1,529	2,281
存货	3,197	3,951	3,914	4,783	4,794
流动资产总额	19,019	19,222	21,041	22,919	24,941
固定资产	1,809	2,377	2,367	2,357	2,347
无形资产	1,236	1,138	1,115	1,093	1,071
非流动资产总额	6,753	8,181	7,785	7,421	7,086
总资产	25,771	27,403	28,826	30,340	32,027
应付账款	5,177	5,206	5,791	6,370	7,021
计息借贷	768	896	914	932	951
应付即期税项	497	324	357	393	432
流动负债总额	11,183	9,508	10,174	10,838	11,582
递延税项负债	309	299	293	287	281
非流动负债总额	769	865	830	798	766
总负债	11,952	10,373	11,004	11,636	12,348
归属股东权益	13,735	16,919	17,698	18,565	19,527
少数股东权益	84	111	117	123	129
股东权益	13,819	17,030	17,815	18,687	19,656

(转下页)

现金流量表 (RMB 百万)					
	2023/24FY	2024/25E	2025/26E	2026/27E	2027/28E
经营活动现金流	7,339	2,885	6,367	6,822	7,049
投资活动现金流	-2,426	817	-672	-672	-672
融资活动现金流	-2,380	-5,744	-3,910	-4,156	-4,604
净现金流	2,533	-2,042	1,786	1,994	1,774
期初持有现金	3,718	6,227	4,185	5,970	7,964
期末持有现金	6,227	4,185	5,970	7,964	9,738

重点财务数据					
	2023/24FY	2024/25FY	2025/26E	2026/27E	2027/28E
盈利能力					
毛利率	59.6%	57.3%	57.3%	57.4%	57.4%
净利率	13.2%	13.6%	13.7%	13.7%	13.8%
ROE	23.3%	22.8%	22.4%	23.7%	25.1%
营运表现					
行销费用/收入(%)	41.2%	39.3%	39.6%	39.5%	39.4%
实际税率(%)	31.3%	31.0%	28.0%	28.0%	28.0%
股息支付率(%)	81.1%	84.1%	80.0%	80.0%	80.0%
库存周转天数	115	118	118	118	118
应收账款天数	19	19	20	20	20
应付账款天数	161	171	165	165	165
资本结构					
资产负债率(%)	46.4%	37.9%	38.2%	38.4%	38.6%
权益乘数	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
利息覆盖倍数	20.7	30.9	29.1	32.9	35.7

资料来源：公司公告，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010