



波司登 (03998.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

聚焦羽绒服主业，优质供应链护航成长

公司亮点

公司近年规模增长何以大幅跑赢行业？公司羽绒服业务占比 84%，近年波司登主品牌在消费降级背景下完成逆势升级，根据久谦线上数据，波司登主品牌天猫平台羽绒服产品均价从 2017 的 183 元提升至 2025 年 847 元。近 8 年公司营收 CAGR 超 18%，高于行业平均增长水平（约 10%）。我们认为公司跑赢行业主要有几大因素。

1) 品牌升级：2017 年-2021 年我国中高端羽绒服品牌相对空缺，公司通过国际时装周等营销曝光顺应国潮趋势完成品牌升级。2022 年后国牌羽绒服竞争逐步激烈，公司通过布局登峰等高端渠道进一步提升品牌形象。**2) 精准选品：**在传统羽绒服之外公司拓展新品类寻求四季化扩张，包括 2022/2023/2024 年推出轻薄羽/爆品冲锋衣/骄阳 2.0 防晒衣，均取得了较好的市场反馈，助力品牌规模快速增长。**3) 高质量供应链：**波司登供应链和产品设计能力为行业内顶级，营收增速存货周转效率和毛利率三高，高质量供应链助力品牌快速发展，FY2025 年 OEM 营收为 33.73 亿元，7 年复合增速超 20%，体现供应链实力。

投资逻辑：

展望未来，波司登市占率有望持续提升，同时拓展新品类增量。

1) 市占率有望持续提升。①新消费热度上升反映出消费趋势的变化，即 Z 世代消费者更看中产品的情绪价值、科技含量，对国际品牌逐步祛魅。公司产品端依托顶级供应链在防寒、防跑绒等方面达到行业顶级，相较国际大牌更有质价比优势。②渠道端大力布局旺季店，FY25 开设超 1500 家，近年维持提升趋势，助力旺季销售的同时控制渠道费用。③发力高性价比雪中飞品牌，根据久谦电商数据，2024 年大众羽绒服市场占比 70%，雪中飞依托供应链优势持续提升市占率，近 6 年营收 CAGR 达 35%，与主品牌形成较好补充。

2) 行业空间仍大，公司积极拓展新品类：我国人均年羽绒服消费额 136 元，从潜在空间来看①拥有我国 2/3 人口的南方地区羽绒服渗透率/市场规模仍有较大提升空间。②我国低收入家庭占比最高，但对应羽绒服市场规模仅为高收入人群的约 1/18。公司推出轻薄羽/防晒衣/防晒衣等新品适应南方气候，挖掘增量市场，轻薄羽、冲锋衣、防晒衣等助力波司登主品牌店效增长，FY2025 年波司登直营/加盟单店收入/提货额分别为 548/322 万元，门店店效快速提升。

盈利预测、估值和评级

波司登主品牌持续提升渠道质量，未来品牌增量更多来源于线上与店效的提升。我们预计公司 FY2026-FY2028 年净利润分别为 39.20/43.22/47.39 亿元，对应 PE 分别为 12/11/10 倍。公司近三年分红率保持在 60%以上，当前股价对应 FY26 股息率超 6.5%，具备较高吸引力。我们给予 FY2026 年 15 倍估值，目标价 5.58 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

终端消费需求不及预期、行业竞争加剧、新品类拓展不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

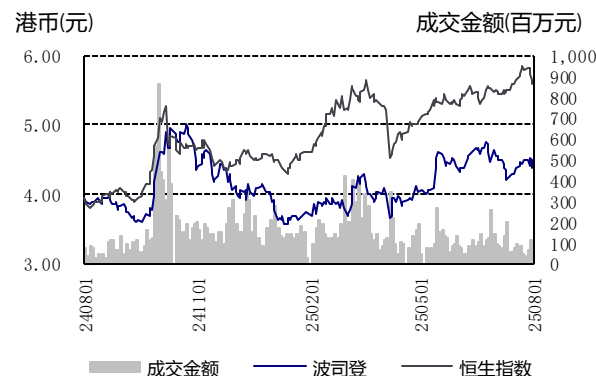
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：4.370 元

目标价 (港币)：5.58 元



公司基本情况 (人民币)

项目	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	23,214	25,902	28,503	31,423	34,458
营业收入增长率	38.39%	11.58%	10.04%	10.24%	9.66%
归母净利润(百万元)	3,074	3,514	3,920	4,322	4,739
归母净利润增长率	43.74%	14.31%	11.56%	10.26%	9.63%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.30	0.34	0.37	0.41
每股经营性现金流净额	0.67	0.35	0.32	0.33	0.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.38%	20.77%	22.12%	23.24%	24.22%
P/E	12.29	10.97	11.78	10.69	9.75
P/B	2.84	2.49	2.85	2.72	2.58

来源：公司年报、国金证券研究所（公司财年为 4 月 1 日至 3 月 31 日）



内容目录

一、国牌羽绒服龙头，聚焦主航道快速成长.....	4
二、品牌何以逆势升级？供应链、产品为基，精准营销建设消费者心智.....	6
2.1 产品升级：摆脱大众红海市场竞争.....	7
2.2、供应链升级：供应链快反+精准产品开发，存货周转较优衣库更快.....	8
2.3、渠道升级：集中资源打造 TOP 店，品牌向上建设消费者心智.....	10
三、未来成长空间几何？市占率有望持续提升，新品类持续拓展.....	11
3.1、市占率：多品牌矩阵发力，产品渠道营销多维度驱动品牌向上.....	11
3.2、增量挖掘：公司积极拓展新品类与品牌.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	15
投资建议及估值.....	16
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司营业收入、归母净利润及其增长（亿元）	4
图表 2： 各类业务品牌收入及占比（亿元）	4
图表 3： 1985-2007 年我国城镇居民人均可支配收入增速较高.....	5
图表 4： 公司四季化战略 1.0 遇阻（亿元）	5
图表 5： 波司登轻薄羽绒和防晒衣均具有较高时尚性.....	6
图表 6： FY2019-2025 公司营业收入高速增长.....	6
图表 7： 公司羽绒服产品在天猫京东平台售价整体有明显提升趋势（单位：元）	7
图表 8： 2023 年奥莱渠道快速增长.....	7
图表 9： 中国奥莱销售规模（亿元）	7
图表 10： 我国羽绒服行业线上市场格局.....	7
图表 11： 公司近年营收增速显著跑赢行业.....	9
图表 12： 公司毛利率领跑行业.....	9
图表 13： 存货周转天数对比（单位：天）	9
图表 14： 波司登北京三里屯登峰概念店.....	10
图表 15： 公司 ROE 持续提升穿越周期.....	11
图表 16： Z 世代消费看中产品质价比.....	12
图表 17： 公司专利数量增长提升（项）	12
图表 18： 公司羽绒服产品对比加拿大鹅.....	12
图表 19： 波司登旺季快闪店.....	13
图表 20： 我国高度重视冰雪运动发展.....	13



图表 21: 波司登轻薄羽	14
图表 22: 波司登冲锋衣	14
图表 23: 防晒服规模快速提升 (亿元)	14
图表 24: 公司品牌矩阵	14
图表 25: 公司收入拆分表 (亿元)	15
图表 26: 公司财务数据预测表 (亿元)	15
图表 27: 公司 PE-TTM 估值处于近年最低水平	16
图表 28: 可比公司估值比较 (市盈率法)	16



一、国牌羽绒服龙头，聚焦主航道快速成长

公司为我国羽绒服行业龙头。主营业务包括羽绒服品牌经营，贴牌加工业务，女装业务及多元化服装业务等，旗下羽绒服品牌包括波司登、雪中飞、冰洁等。FY2025 年公司营业收入为 259.02 亿元，同比增长 11.58%，归母净利润为 35.14 亿元，同比增长 14.31%。

FY2025 年羽绒服品牌业务营收为 216.68 亿元，占总收入的 83.70%，同比增长 11.00%，其中主品牌波司登营收 184.81 亿元，同比增长 10.10%，连续 30 年（1995-2024 年）全国销量遥遥领先，并连续第三年入选“全球最具价值服饰品牌 50 强”。雪中飞聚焦高性价比羽绒服赛道，与主品牌波司登形成差异化，FY25 实现营收 22.06 亿元，同比增长 9.20%。此外，公司为国际大牌提供 OEM/ODM 服务，FY24 实现营收 33.73 亿元，同比增长 26.40%。公司聚焦核心主业，通过构建 2C 羽绒服多品牌矩阵+2B 代工制造带动营收快速增长。

图表1：公司营业收入、归母净利润及其增长（亿元）

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
营业收入	103.83	121.91	135.17	162.14	167.74	232.14	259.02
yoy	16.92%	17.40%	10.88%	19.95%	3.46%	38.39%	11.58%
归母净利润	9.81	12.03	17.10	20.62	21.39	30.74	35.14
yoy	59.44%	22.61%	42.09%	20.63%	3.70%	43.74%	14.31%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：各类业务品牌收入及占比（亿元）

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
品牌羽绒服业务	76.58	95.13	108.89	132.23	135.75	195.21	216.68
yoy	35.51%	24.23%	14.47%	21.43%	2.66%	43.81%	11.00%
占比	73.75%	78.03%	80.56%	81.55%	80.92%	84.09%	83.70%
波司登	68.49	84.03	99.94	116.18	117.63	167.85	184.81
yoy	38.26%	22.69%	18.93%	16.25%	1.25%	42.69%	10.10%
雪中飞	3.62	4.98	5.52	9.74	12.22	20.19	22.06
yoy	14.58%	37.81%	10.74%	76.58%	25.38%	65.28%	9.20%
冰洁	2.13	2.06	1.47	2.35	1.26	1.45	1.27
yoy	4.97%	-3.70%	-28.56%	60.29%	-46.66%	15.86%	-12.90%
贴牌加工管理业务	13.68	16.11	15.36	19.01	22.94	26.70	33.73
yoy	46.05%	17.77%	-4.67%	23.78%	20.66%	16.37%	26.40%
占比	13.18%	13.22%	11.36%	11.73%	13.68%	11.50%	13.02%
女装业务	12.02	9.83	9.47	9.04	7.03	8.20	6.51
yoy	4.19%	-18.24%	-3.67%	-4.54%	-22.21%	16.62%	-20.6%
占比	11.57%	8.06%	7.00%	5.57%	4.19%	3.53%	2.50%

来源：公司公告，国金证券研究所

复盘公司发展历程，历经近 50 年发展，从江苏省常熟村大队作坊起家到如今成为中国羽绒服龙头品牌，从尝试羽绒服代工到拥有多元羽绒服品牌矩阵，从大众羽绒服品牌到中高端功能性时代品牌定位，公司的成长与转型主要可以分为四个阶段：

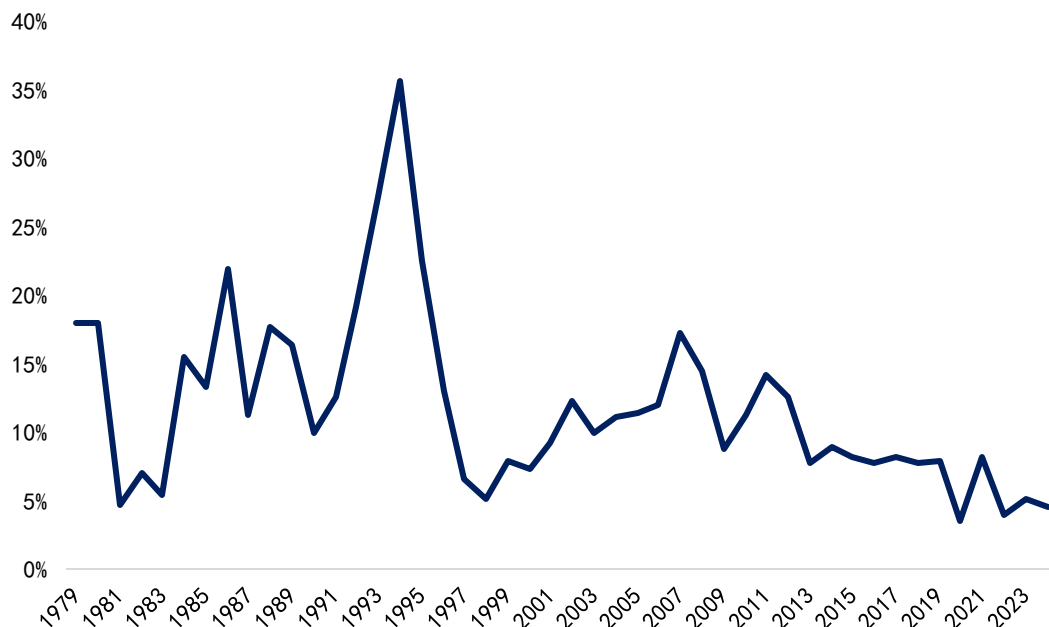
第一阶段（1976-1994 年）：从代工起家向品牌转型。1976 年公司创始人高德康以 8 台缝纫机起家，主要为上海的工厂代工罩衣，随后高德康通过中国登山队新闻报道了解羽绒服的功能性和专业性以及广阔的市场，彼时羽绒服刚进入我国市场，1975 年上海飞达成立我国第一个羽绒服品牌“双羽”，公司进入羽绒服赛道后得到了上海飞达的生产订单。羽绒服由于面料多、制作周期长、成本高等原因在服装行业内壁垒较高，仅羽绒加工就有多道流程，公司经过探索在代工业务中积累了羽绒服用料挑选、产品加工、成衣制造等生产技术与经验。于 1992 年推出自主品牌“波司登”，进行羽绒服自主生产。1994 年，公司完成股份制改革，波司登品牌羽绒服正式面市销售。

第二阶段（1995-2007 年）：品牌力迅速提升+羽绒服行业需求高增催化。1) 波司登品牌羽绒服率先提出让防寒服从“厚、重、肿”向“轻、薄、美”的方向发展，以更时尚的设



计提升产品接受度，1995 年波司登品牌首次成为全国羽绒服销量第一，产品力及品牌知名度提升助力公司的发展提速。1997 年开始公司实行多品牌战略，先后拓展了中端运动羽绒服品牌“雪中飞”、中低端大众市场品牌“冰洁”等，覆盖多层级消费群体。2) 从行业层面来看，1985-2007 年我国城镇居民人均可支配收入从 739 元提升至 13786 元，复合增速 14.22%，彼时羽绒度概念刚刚普及，我国居民收入提升推动羽绒服行业渗透率快速增长。FY2007 年公司实现营收 56.83 亿元，同增 47.35%，同年在港交所顺利上市。

图表3：1985-2007 年我国城镇居民人均可支配收入增速较高



来源：国家统计局，国金证券研究所

第三阶段(2008-2017 年)：多元业务分散经营重心，四季化战略 1.0 遇阻。2008-2009 年，金融危机下消费者对相对高价格的羽绒服需求降低，公司营收连续两年下降。为减少季节性对公司带来的波动，公司制定“四季化产品”的发展战略，相继收购康博、杰西、邦宝等品牌，拓展女装、男装、童装等品类。但行业层面随着 2011 年开始国外快时尚品牌迅速渗透叠加 2014 年开始线上渠道快速发展，对当时产品差异化不足及以传统渠道销售为代表的公司形成较大冲击。FY2014-FY2016 年公司营业收入连续 3 年下滑，净利润/存货周转天数从 FY2013 年 10.79 亿元/132 天恶化到 FY2016 年 2.81 亿元/200 天。随后公司通过关店、反季促销、对多品牌重新定位进行自救，至 2017 年迎来趋势逆转。

图表4：公司四季化战略 1.0 遇阻 (亿元)

	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
羽绒服营收	70.94	60.57	40.80	39.77	45.79	56.51
yoy	15.93%	-14.62%	-32.64%	-2.52%	15.14%	23.41%
公司净利润	10.79	6.95	1.32	2.81	3.92	6.15
yoy	-24.92%	-35.60%	-80.97%	112.52%	39.48%	57.07%
存货周转天数	131.75	175.25	207.83	200.36	151.01	109.30

来源：公司公告，国金证券研究所

第四阶段(2018 至今)：聚焦羽绒服主赛道，品牌形象升级推动成长再加速。2018 年开始公司在经营策略、产品设计、渠道布局、营销宣传等方面进行多元调整：

1) 经营战略：2018 年，公司明确了“聚焦主航道、聚焦主品牌”的战略方向，重心回归羽绒服主业，全面重塑波司登主品牌定位为中高端功能性时代品牌。同时收窄多元化服装业务，出售业绩贡献低的品类、暂停国际化业务的开展。

2) 产品设计：推出极寒、冲锋衣、轻薄、泡芙、时尚运动、轻暖环保、防晒服等主题系列，兼具功能性和时尚性，与各大 IP、设计师联名，深入年轻群体市场。其中防晒服和轻薄羽绒服的推出标志着公司四季化战略 2.0 的推进，即以羽绒服产品技术为核心拓展春、夏、秋季服饰，使得旗下产品矩阵之间拥有更多协同。



图表5: 波司登轻薄羽绒和防晒衣均具有较高时尚性



来源: 国金证券研究所

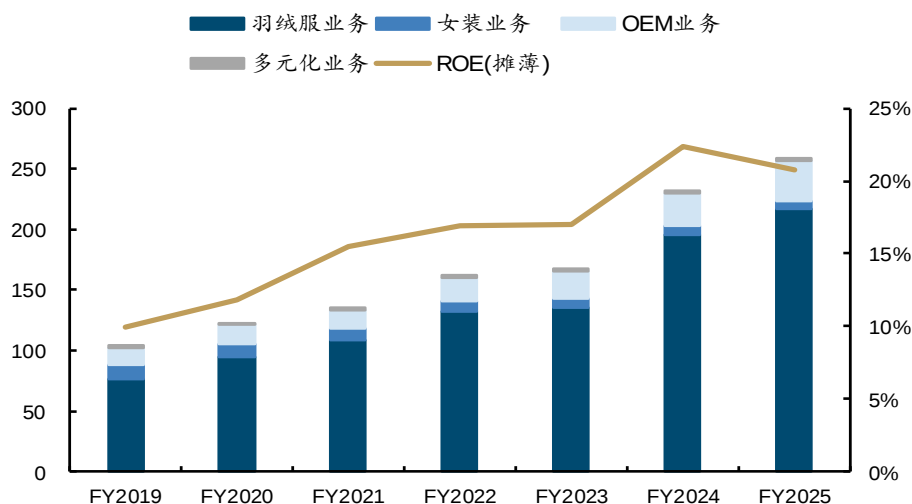
3) 渠道建设:线上方面公司积极进行直播渠道拓展,建立以天猫为主的多平台直播矩阵,还通过与头部直播 KOL 合作,实现产品快速种草、精准触达。FY2025 公司在天猫及京东平台新增粉丝约 700 万人,新增会员约 300 万人。截至 2025 年 3 月,波司登品牌在天猫及京东平台拥有粉丝约 5200 万人,会员数量 2100 万人。公司线上销售额从 FY2017 年 7.6 亿元提升至 FY2025 年 75.8 亿元, CAGR 为 33.3%。

线下方面公司持续提升渠道质量,聚焦核心商圈。I) 注重高线城市布局。FY2019 年至 FY2025 年,公司品牌羽绒服业务一、二线城市的门店占比由 24.3%提升至 31.2%。II) 重视渠道质量。通过开大店,关小店的方式在购物中心、时尚商圈和城市的核心地带铺设更多高质量的门店,并持续迭代门店形象,促进了渠道质量和效率的提升。

4) 品牌营销: 1) 公司自 2018 年开始登陆纽约、米兰、伦敦等时装周秀场,提升了品牌的全球知名度,推动品牌形象的时尚化转型。2) 签约肖战、谷爱凌、易烊千玺等新生代偶像为代言人,力争与年轻消费群体产生共鸣。3) 线上策划明星直播与抖音超品日联合活动,取得良好效果。

聚焦羽绒服赛道战略叠加产品、渠道、营销多维度改变带动公司品牌力向上, FY2019-FY2025 年,核心羽绒服业务占比由 73.8%提升至 83.7%,公司营业收入 5 年 CAGR 为 16.46%。

图表6: FY2019-2025 公司营业收入高速增长



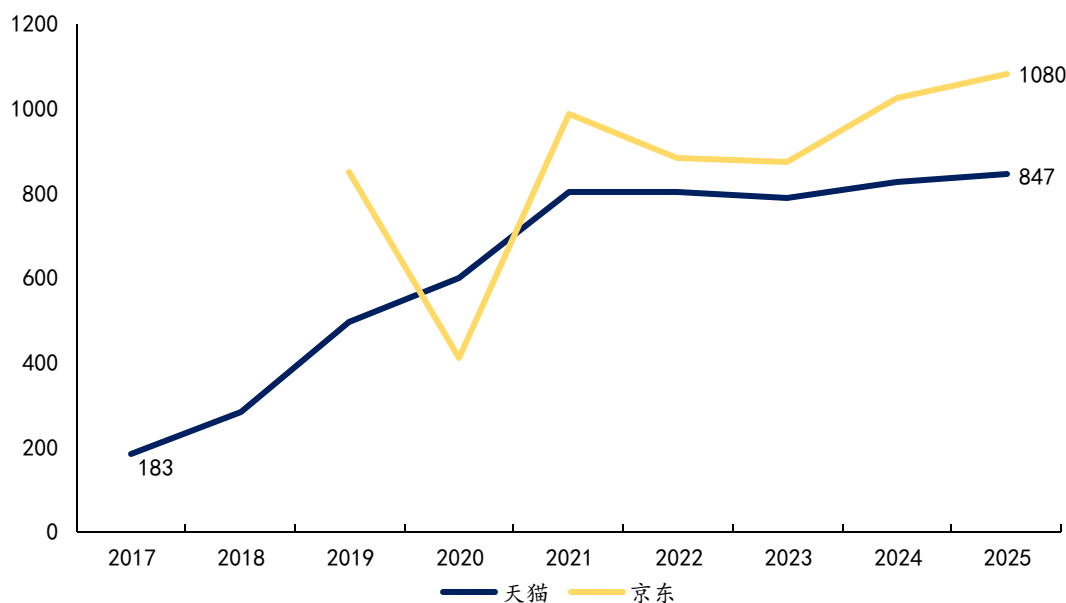
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、品牌何以逆势升级? 供应链、产品为基, 精准营销建设消费者心智

近年公司品牌升级推动公司产品单价快速上行, 根据久谦数据, 截至 2025 年 4 月, 公司羽绒服产品在天猫平台销售均价从 2017 的 183 元提升至 2025 年 847 元, 8 年 CAGR 约 21%, 京东平台提升至 1080 元, 实现较大幅度增长。



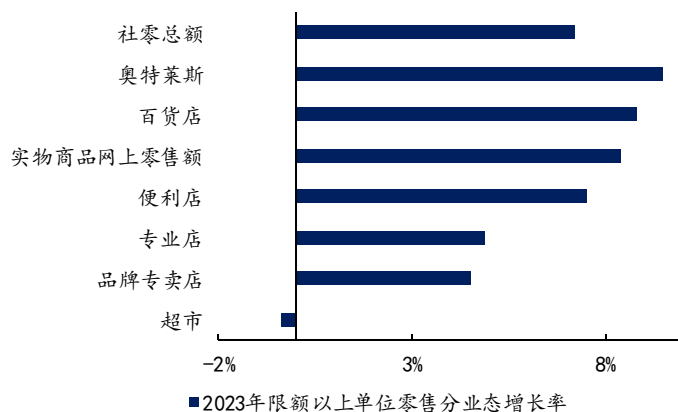
图表7：公司羽绒服产品在天猫京东平台售价整体有明显提升趋势（单位：元）



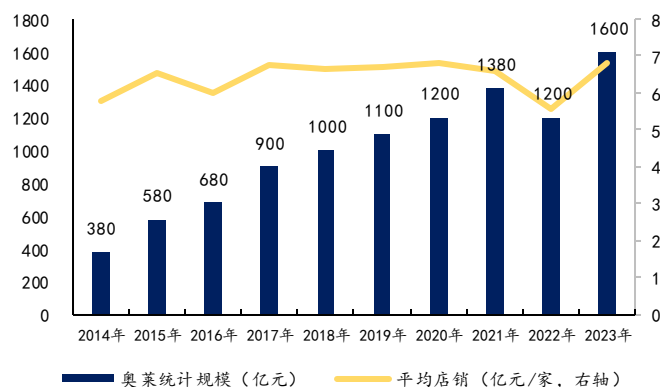
来源：久谦，国金证券研究所

从行业环境来看，近年消费整体呈现降级趋势，比如以奥莱为代表的折扣业态发展趋势较好。2023 年限额以上单位奥莱渠道增长 9.5%，总规模达 1600 亿元，领先其他渠道。从当前消费特点来看，消费者更追求产品的质价比，即以更低的价格买到与大牌质量相当的产品。公司何以逆势完成品牌升级？我们认为供应链和产品是公司此轮转变的基础，TOP 渠道+精准营销建设消费者心智同样不可或缺。

图表8：2023 年奥莱渠道快速增长



图表9：中国奥莱销售规模（亿元）



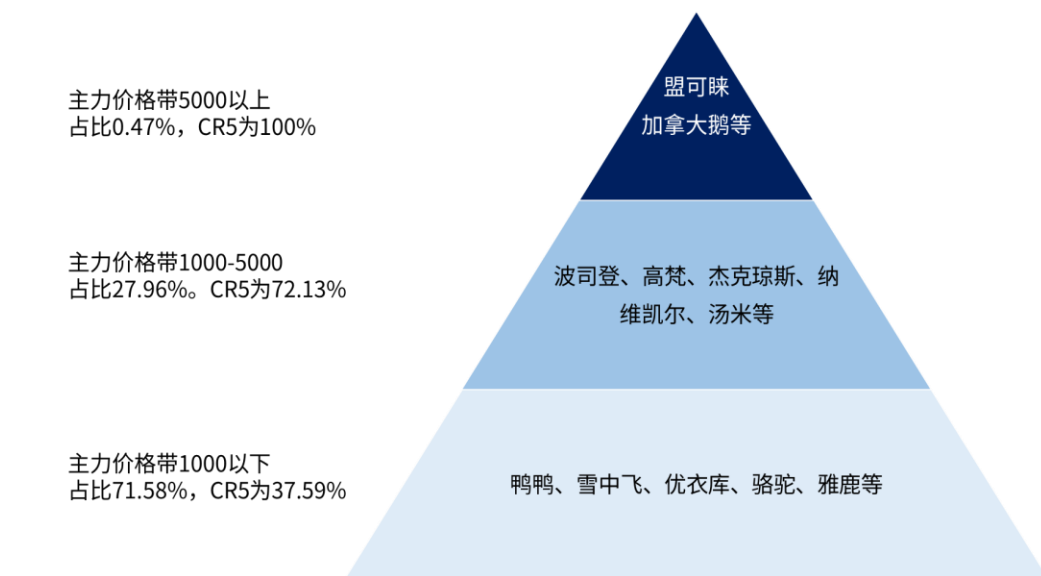
来源：《2023-2024 中国奥特莱斯行业白皮书》，国金证券研究所

来源：奥莱领秀，国金证券研究所

2.1 产品升级：摆脱大众红海市场竞争

从我国当前羽绒服市场格局看，国际高端品牌 Moncler、加拿大鹅主打高奢路线，羽绒服定价普遍在 5000 元以上。波司登布局中高端市场，根据久谦数据定价在千元附近。鸭鸭、雪中飞、优衣库等定位大众消费市场，价格主要位于 1000 元以下。从竞争格局来看，大众市场由于品牌属性较弱，行业竞争聚焦在产品性价比上，市场竞争最为激烈，根据久谦数据，2024 年羽绒服线上 1000 元以下市场占比约 72%，CR5 约 38%，1000-5000 价格带对应有一定经济实力的消费者，占比约 28%，2024 年 CR5 为 72.13%，5000 元以上价格带进入奢侈品行列，占比较小，2024 年 CR5 为 100%，公司依托多年产品与品牌运营经验，摆脱低价红海竞争市场，通过打造更强的品牌力享受产品溢价。

图表10：我国羽绒服行业线上市场格局



来源：久谦，国金证券研究所

2.2、供应链升级：供应链快反+精准产品开发，存货周转较优衣库更快

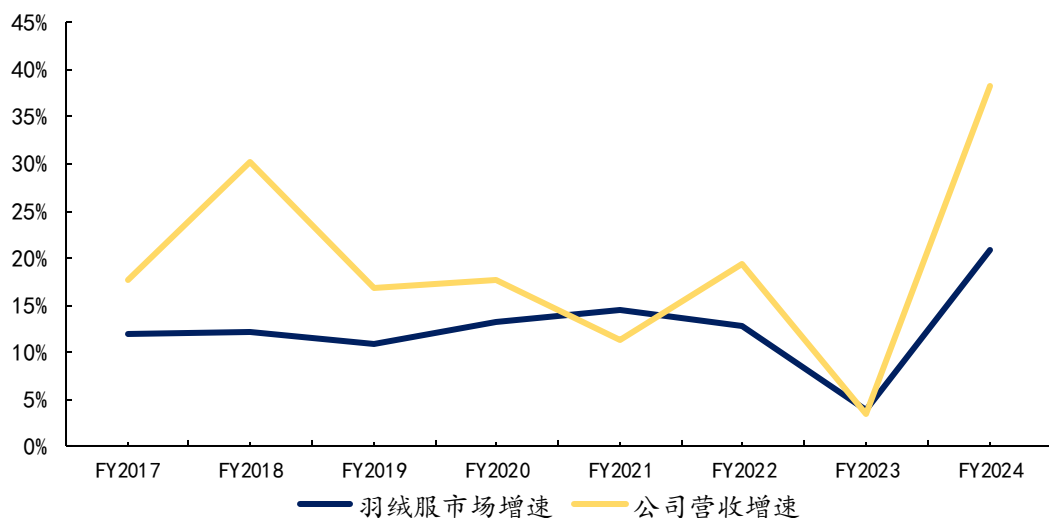
公司采用 SPA 生产模式，即通过垂直整合的方式，自主掌握商品策划、设计、生产、物流和销售等环节，并缩短供应链长度，从而高效响应市场需求。SPA 模式难项在于 1) 需要企业具备强大的供应链管理能力和无缝衔接。2) 强调快速反应和精准供应，如果市场需求预测失误，可能会导致库存积压或断货现象。例如，GAP 曾因产品市场接受度低而不得不大幅打折清仓，导致毛利下降。3) 需要大量资金投入用于快速生产和物流。

公司供应链优质柔性快反的能力是核心竞争优势之一。公司自主研发“服装智慧仓储物联网技术柔性供应链专业解决方案”，连接 2556 家供应商、加工厂和加盟商，覆盖超过 3000 余家零售网点和近 3000 万电商会员用户，实现每日订单动态补货，经销商的首次订货比例控制在 40% 左右，其余根据旺季市场反馈补单，补单频次达 8 次以上，快反周期稳定在 7-18 天，快反能力领先于行业水平。此外，公司实施全渠道商品一体化运营管理。全国 9 大直营仓及 12 个小经销商仓的智能物流中心，采用自动化仓储与智能调度算法，实现库存灵活调配。

产品开发端力求精准，跑赢市场竞争。公司通过数字化系统，结合消费者喜好及认知模式，对不同产品系列进行链接消费者的精准开发。实现从顾客研究、市场调研、趋势分析、商品企划、设计企划、推广企划、产品开发、顾客品鉴会、订货会反馈、销售反馈、总结复盘的完整链条，精准产品开发+供应链快反支持使得公司羽绒服产品在高端化过程中可以较好地匹配消费者需求，同时依托供应链优势享受更低的制造成本，从而可以让利给消费者，以更优惠的价格提供更好的产品，跑赢市场的竞争同时存货水平逐年优化。



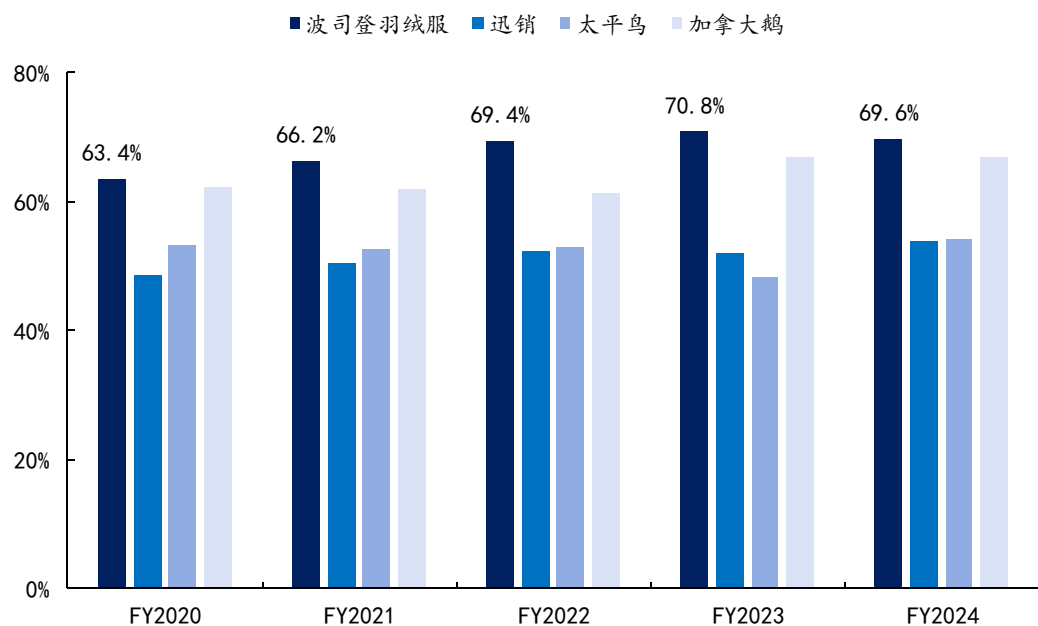
图表11: 公司近年营收增速显著跑赢行业



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

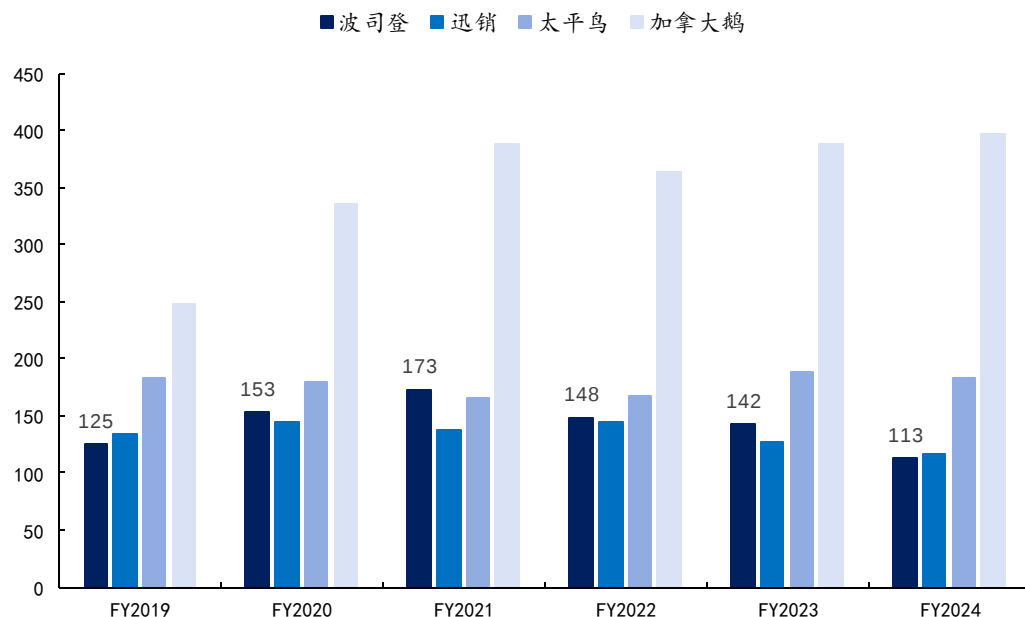
毛利率与存货周转率双高，彰显实力。我们对比公司与太平鸟（羽绒服单价比波司登低，同样以直营渠道为主）、加拿大鹅（高端羽绒服品牌）、优衣库（同样拥有高效供应链 SPA 模式）的毛利率和存货周转天数，波司登主品牌毛利率和存货周转天数均领跑行业，毛利率与羽绒服奢侈品加拿大鹅相近，且近四年存货周转天数呈现下降趋势，甚至库存周转较优衣库更快，充分反应出公司供应链的高效与产品研发的实力。

图表12: 公司毛利率领跑行业



来源：ifind, 国金证券研究所(太平鸟 FY2024 年为其 2023 年数据，因为波司登 FY2024 大部分都是在 2023 年发生的)

图表13: 存货周转天数对比 (单位: 天)



来源：ifind，国金证券研究所(太平鸟 FY2024 年使用其 2023 年数据，因波司登 FY2024 大部分在 2023 年发生)

2.3、渠道升级：集中资源打造 TOP 店，品牌向上建设消费者心智

优质渠道+明星代言提升品牌调性，建设消费者心智助力价格升级。公司通过打造 TOP 店体系、做实单店运营，将有限的、优质的资源聚焦在明确的目标市场。公司拥有多种店态，包括旗舰店、高端店、主流店、大众店以及超过 1400 家旺季快闪店（旺季店主要指在销售旺季开设时间为 1 周至 3 个月不等的门店，其主要聚焦省会城市进行开设，以当季流行的 Top 款为主要销售产品，且落位主要集中在核心商圈及体育运动场等）。TOP 店凭借华丽的外观以及时尚的陈设提升品牌形象。FY2024 年，公司全球首家登峰主题概念店开业，2024 年 12 月第二家登峰概念店在北京三里屯开业，门店以“珠穆朗玛峰、南极和北极”为核心设计理念，结合“珠峰+冰雪之龙”视觉元素，成为时尚地标之一，是公司近年渠道转型的代表作之一。

图表14：波司登北京三里屯登峰概念店



来源：国金证券研究所

参考加拿大鹅品牌升级路径，看好民族品牌波司登市占率持续提升。加拿大羽绒服奢侈品牌加拿大鹅近年亦是实现了从功能性品牌到全球高端奢侈品牌的转型。加拿大鹅由 Sam Tick 于 1957 年在加拿大多伦多创立，最初名为 Metro Sportswear Ltd.，主要为北极探

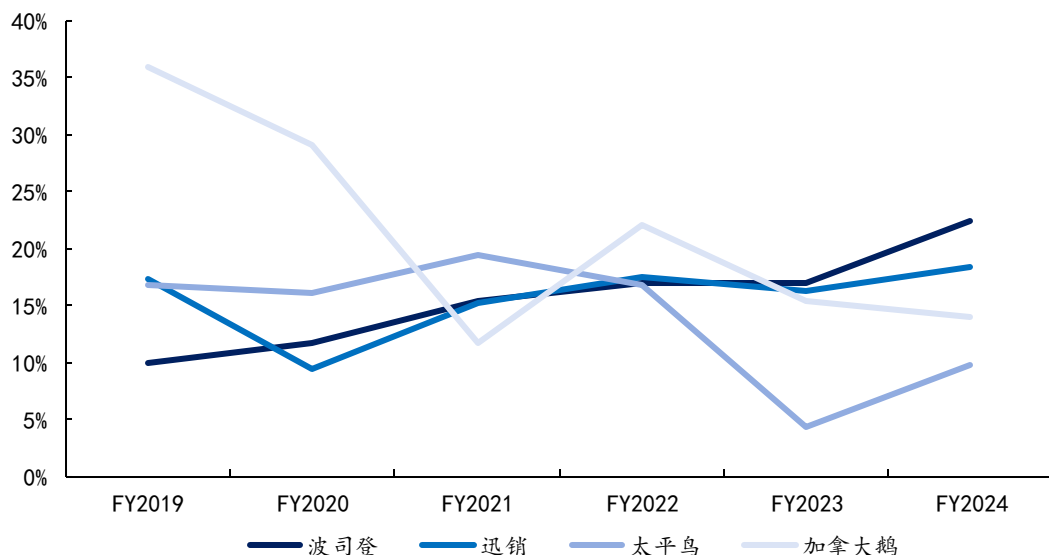


险者提供防寒外套。品牌早期以功能性为核心，专注于生产高品质的羽绒服，满足极端寒冷环境的需求。其标志性产品如Expedition Parka(大红衣)和Skreslet Parka(小红衣)。

2011 年开始加拿大鹅开始多维度重塑品牌形象。1) 产品方面：发布包括 HyBridge Lite 夹克在内的多款适合各种气候及高强度运动的轻盈产品，2015 年拓展至雨衣、风衣领域并发布首个春季系列，打破季节性限制，通过收购 Baffin 进军鞋类市场，推出豪华羊毛针织系列，逐步构建全品类高端矩阵。2) 渠道方面：2016 年分别在多伦多和纽约开设两家旗舰店，由集团采购业务向直营 (DTC) 模式转型，通过实体专门店与消费者加深联系，其后几年内在美国、欧洲和亚洲也相继开设了网上商店，完成主要市场电商布局。3) 营销方面：通过与好莱坞剧组合作，免费提供羽绒服给演员和明星，使旗下产品频繁出现在电影和电视剧中。例如好莱坞明星丹尼尔·克雷格、贝克汉姆、艾玛·斯通等都曾穿着加拿大鹅拍摄，极大地提升了品牌的曝光率和影响力。

总体来看，加拿大鹅通过推出四季化产品以及推动品牌建设，实现了品牌的升级，产品单价和营收快速增长。波司登作为少有的本土中高端羽绒服品牌，既有较长时间的产品积淀，也有顶级的供应链水平，在消费者民族自信增强以及各行业国产替代的背景下市占率提升是大势所趋，波司登需要在中国市场开拓，中国也需要民族品牌波司登。从 ROE 情况来看，公司 ROE 从 FY2019 年 9.91% 提升至 FY2024 年 20.77%，实现逐年提升，在消费环境波动的背景下实现穿越周期，是近年服装品牌升级的典型成功案例。

图表15：公司 ROE 持续提升穿越周期



来源：ifind，国金证券研究所(太平鸟 FY2024 年使用其 2023 年数据，因波司登 FY2024 大部分在 2023 年发生)

三、未来成长空间几何？市占率有望持续提升，新品类持续拓展

3.1、市占率：多品牌矩阵发力，产品渠道营销多维度驱动品牌向上

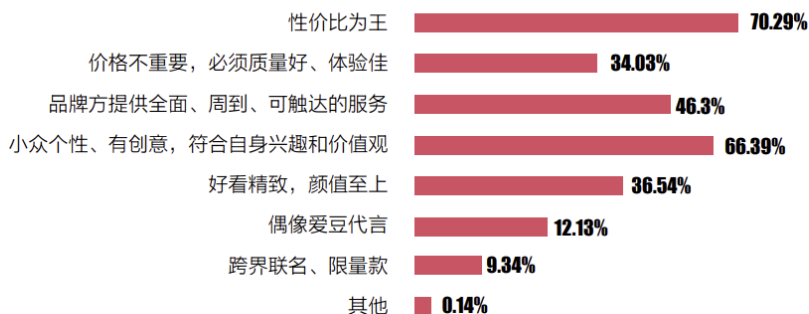
3.1.1、产品：质量供应链保障产品质价比，顺应 Z 世代消费需求

Z 世代消费观念中民族自信与品质性价比并重。Z 世代泛指 1995 年后出生的消费人群，这一消费群体大多成长于我国经济高速增长期，受过良好的教育，并成熟于我国经济增长降速的环境下。因此 Z 世代消费呈现几个特征：1) Z 世代成长过程享受的条件普遍优于上一代，对生活/产品品质要求较高，追求悦己消费。这个体现在①Z 世代重构了消费时空观。根据 Insight LAB 白皮书显示，提前消费、信贷消费已深度融入 Z 世代的生活方式。90 后人均持有 3.2 张信用卡，00 后大学生中，超过 60%首次使用信贷产品的年龄低于 18 岁。②Z 世代较为看重创新精神，愿意为创意独特的商品买单，好看的颜值与独特的设计成为第一吸引力。2) Z 世代当前普遍面临一定生活压力，因此对产品/服务性价比比较为注重，体现在 Z 世代既会购买奢侈品，也会在拼多多上为了几元钱的差价货比三家。Z 世代对国产品牌的关注度相较上一代有了较大程度的提高，一方面是民族自信感提升驱动，另外一方面也是基于国牌品质提升理性选择。



图表16: Z世代消费看中产品质价比

Z世代在购物过程中看重的因素?



来源:《2021 新一线城市 Z 世代青年消费趋势报告》, 国金证券研究所

公司重视产品质量, 依靠持续研发创新推动产品力提升。截至 2025 年 3 月, 公司累计取得专利 1498 项, 近四年有非常明显的提升趋势。研发投入驱动产品质量快速提升, 1) 面料: 采用国际领先的轻质纤维材料, 具有较强的防水防风性能, 并经过上万次面料摩擦测试和零下 30°C 的极寒材料测试。2) 防跑绒: 公司采用针孔更细的德国防绒针, 每 3 厘米缝 13 针, 叠加高密度超细纤维内胆, 在质量更轻的同时拥有较好的防跑绒效果。3) 含绒量&蓬松度: 相较入门级羽绒服 50% 的含绒量以及 480 蓬松度, 公司每件羽绒服含绒量达到 90% 以上, 并采用蓬松度最高达 1000+ 的 5A 级羽绒。

图表17: 公司专利数量增长提升 (项)

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
累计专利	>214	231	369	606	971	1498
年内新增	-	<17	138	237	365	527

来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们在公司与加拿大鹅官网/小程序里选取两款相似的户外羽绒服作对比, 可以看到波司登主品牌羽绒服价格大约为加拿大鹅相似款的 40%, 在保暖性、填充材料等方面与加拿大鹅相似或者更优, 体现了公司产品较强的质价比。我们认为公司产品时尚性逐步提升叠加质价比相较国际大牌更有优势较好契合了 Z 世代的消费需求, 市占率有望持续提升。

图表18: 公司羽绒服产品对比加拿大鹅

产品参数	波司登	加拿大鹅
价格	3799 元	1395 美元 (约合 10184 元)
面料	戈尔公司开发的 WINDSTOPPER 面料	100% 可再生尼龙
填充物	鹅绒	鸭绒
蓬松度	800+	750+
保暖性 (最低抵御温度)	-30°C	-25°C

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 美元兑人民币汇率按照 7.30 计算)

3.1.2、渠道: 旺季店持续开设, 具备较高费效比

渠道端公司开设较多旺季店。公司在传统店态例如旗舰店、高端店、主流店及大众店外亦开设了多家旺季店, 旺季店主要指在销售旺季开设时间为 1 周至 3 个月不等的门店, 其主要聚焦省会城市进行开设, 以当季流行的 Top 款为主要销售产品, 且落位主要集中在核心商圈及体育运动场等。FY2025 年公司总计开设 1500 家以上旺季店。旺季店 1) 地段更好, 位于人流密集处。2) 外观时尚, 充分吸引消费者尤其是 Z 时代群体。3) 费效比较高, 基本只在冬季开设, 保障旺季销售的同时控制租金成本。总体来看旺季店是公司进行市场竞争的有力帮助。



图表19: 波司登旺季快闪店



来源：公司官网，国金证券研究所

3.1.3、雪中飞：依托冰雪经济发展快速成长

雪中飞品牌定位冰雪运动市场，近年持续深化品牌冰雪基因，将“为雪而生”、“时尚玩雪”作为与消费者的关键沟通点，在凸显产品的高性价比与时尚度的同时，助力消费者层级年轻化，践行普惠美好生活的品牌使命与承诺，得到广泛消费者的认同和青睐，与主品牌波司登在价格定位与品牌基因方面均形成差异性。

随着 2022 年北京冬奥会的成功申办，政府高度重视冰雪运动，冰雪运动在中国迅速普及。2023 年全国冰雪运动带动发展的整体市场规模已从 2016 年的 3401.8 亿元增至 8297.5 亿元，预计 2025 年冰雪运动带动市场规模将超 11000 亿元。在“带动三亿人参与冰雪运动”及哈尔滨冰雪旅游热的带动下，更多年轻人涌入雪场，滑雪服饰也因此热销。

图表20: 我国高度重视冰雪运动发展

政策名称	发布时间	发布单位	相关内容
《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》	2016 年 11 月	国家体育总局	形成冰雪运动基础更加坚实，普及程度大幅提升，竞技实力极大提高，产业体系较为完备的冰雪运动发展格局。到 2025 年直接参加冰雪运动的人数超过 5000 万，并“带动 3 亿人参与冰雪运动”；到 2020 年我国冰雪产业总规模达到 6000 亿元，到 2025 年冰雪产业总规模达到 10000 亿元。
《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	2019 年 3 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	力争到 2022 年，我国冰雪运动总体发展更加均衡，普及程度明显提升，参与人数大幅增加，冰雪运动影响力更加广泛；冰雪产业蓬勃发展，产业规模明显扩大，结构不断优化，产业链日益完备。大力普及群众性冰雪运动，广泛开展青少年冰雪运动，加快发展冰雪产业。
《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	2024 年 11 月	国务院办公厅	以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。到 2027 年冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元；到 2030 年冰雪经济主要产业链条实现高水平协调融合发展，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，冰雪经济总规模达到 1.5 万亿元。

来源：中国政府网，国金证券研究所

作为舶来品，冰雪服饰赛道在过去长期被技术、产品成熟的国际品牌占据，但随着本品牌不断发力，国际品牌独大的局面正在被打破。从滑雪运动的参与人群来看，80%以上为非专业人士，因此催生了入门级滑雪装备的市场需求。而雪中飞等国产品牌冰雪服饰性价比高且品质较优，满足了这部分消费者的消费诉求，因而有着较为广阔的市场增长空间，目前雪中飞品牌体量超 22 亿，近 6 年复合增速 35%。

3.2、增量挖掘：公司积极拓展新品类与品牌

3.2.1、增量品类：挖掘我国南方以及冬季外消费需求

近年主品牌波司登推出轻薄羽、冲锋衣等产品。当然我国羽绒服市场仍有较大挖掘空间，



未来最主要的增量来源于拥有我国 2/3 人口的南方地区为挖掘我国增量需求，波司登 2022/2023 年相继推出轻薄羽/爆品冲锋衣等产品，这些产品相较羽绒服更单薄因此单价更低并且外观更时尚，更加适配我国南方地区消费群体需求，取得良好效果。

图表21：波司登轻薄羽



图表22：波司登冲锋衣



来源：大众点评，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

FY25 公司将防晒衣作为品类突破重点，以“更时尚的专业防晒衣”开启防晒衣 2.0 时代，凭借其潮流时尚设计和良好防晒性能，上市即引起广泛关注、并得到消费者市场正向反馈。

参考久谦数据 2024 年天猫京东抖音平台防晒衣规模为 83 亿元，近四年 CAGR 超 58%，2024 年行业内前五大品牌为蕉下、茉寻、小野和子、骆驼、蕉内，CR5 约为 42%，波司登防晒服规模排名第八。对比波司登防晒服产品和竞品比较的特点，公司防晒指数可达 80-100，比竞品水平更高。24 年波司登防晒衣线上均价 334 元，较行业平均 288 元更高。波司登防晒服依托羽绒服技术及渠道快速发展，有望开拓第二成长曲线。

图表23：防晒服规模快速提升（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024
线上防晒服规模	13.15	20.2	34.92	66.76	83.15
yoy	-	53.61%	72.87%	91.18%	24.55%

来源：久谦，国金证券研究所

3.2.2、增量品牌：持续拓展新品牌，差异化品牌矩阵有望带来增量

收购 Moose Knuckles，进一步丰富品牌矩阵。 FY2025 公司战略投资加拿大奢侈羽绒服品牌慕瑟纳可 (Moose Knuckles) 约 31.6% 的股份，体现了公司聚焦羽绒服核心主业的战略，收购 Moose Knuckles 是公司拓展国际业务版图的重要举措。Moose Knuckles 在全球 30 多个国家逐步扩大其零售版图，截至 2024 年已在中国、北美和欧洲开设了 36 家门店，在中国拥有昵称“小剪刀”。

通过此次投资，公司将进一步优化品牌矩阵。波司登主品牌围绕全球领先的羽绒服专家品牌定位，发力中高端羽绒服市场；雪中飞品牌专注于扩大在高性价比大众羽绒服市场的份额；冰洁未来定位新一代高质女性群体；21 年在中国引进的博格纳 (BOGNER) 品牌定位于高奢专业滑雪全球第一，专注高端滑雪时尚运动人群；Moose Knuckles 品牌将定位于高端奢华潮流人群，从而形成更完善的品牌矩阵，做强羽绒服核心主业，期待多品牌矩阵助力公司持续成长。

图表24：公司品牌矩阵

品牌	定位
博格纳 Bogner	高奢专业滑雪全球第一
慕瑟纳可 Moose Knuckles	高端奢华潮流人群
波司登	中高端羽绒服专家
雪中飞	高性价比大众羽绒服市场
冰洁	新一代高质女性群体

来源：公司公告，国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

品牌羽绒服业务收入：随着登峰系列、极寒系列等高端产品占比提升，防晒衣、冲锋衣等填补春秋产品空白，关闭低效门店，聚焦购物中心和核心商圈，品牌羽绒服业务高端化和四季化双轮驱动，我们预计 FY2026-FY2028 年羽绒服业务收入分别为 239.17/262.59/287.15 亿元，同比变动 10.38%/9.79%/9.35%”。

女装业务收入：随着品牌矩阵优化，女装业务进行的恢复性增长与品牌重塑，我们预计 FY2026-FY2028 年女装业务收入维持平稳，分别为 6.58/6.71/6.86 亿元，同比变动 1.11%/1.87%/2.36%。

OEM 业务收入：作为波司登的核心业务之一，FY2024 年新增加拿大鹅、盟可睐等高端客户，核心客户驱动稳健增长；同时推出环保羽绒填充技术（RDS 认证），提升高端代工竞争力，我们预计 FY2026-FY2028 年 OEM 业务收入分别为 37.11/42.67/48.22 亿元，同比变动 10.00%/15.00%/13.00%。

多元服装业务收入：校服业务与户外新品类双轮突破，战略投资加拿大高端户外品牌 Moose Knuckles，我们预计 FY2026-FY2028 年多元服装业务业务收入稳健增长。

图表25：公司收入拆分表（亿元）

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	232.14	259.02	285.03	314.23	344.58
yoy	38.39%	11.58%	10.04%	10.24%	9.66%
毛利率	59.59%	57.29%	58.00%	57.72%	57.52%
羽绒服	195.21	216.68	239.17	262.59	287.15
yoy	43.81%	11.00%	10.38%	9.79%	9.35%
占比	84.09%	83.66%	83.91%	83.57%	83.33%
女装业务	8.20	6.51	6.58	6.71	6.86
yoy	16.62%	-20.58%	1.11%	1.87%	2.36%
占比	3.53%	2.51%	2.31%	2.13%	1.99%
OEM 业务	26.70	33.73	37.11	42.67	48.22
yoy	16.37%	26.36%	10.00%	15.00%	13.00%
占比	11.50%	13.02%	13.02%	13.58%	13.99%
多元服装业务	2.03	2.09	2.17	2.26	2.35
yoy	0.28%	2.85%	4.00%	4.00%	4.00%
占比	0.88%	0.81%	0.76%	0.72%	0.68%

来源：公司公告，国金证券研究所

总毛利率：高端化与新品类扩张形成对冲，高端产品占比提升推动主品牌毛利率维持，但防晒衣、冲锋衣等新品类拉低整体毛利率。拉式补货、小单快反模式使库存周转天数下降，间接支撑了毛利率。我们预计 FY2026-2028 年公司毛利率分别为 58.00%/57.72%/57.52%。

费用率：随着数字化运营的推进和线上渠道的铺开，销售费用投放效率将得到提升，我们预计 FY2026-2028 年公司销售费用率分别为 33.60%/33.20%/32.90%。管理费用率分别为 6.50%/6.50%/6.50%。

预计公司 FY2025-2027 年营收分别为 285.03/314.23/344.58 亿元，同比增长 10.04%/10.24%/9.66%；归母净利润分别为 39.20/43.22/47.39 亿元，同比增长 11.56%/10.26%/9.63%。

图表26：公司财务数据预测表（亿元）

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总收入	232.14	259.02	285.03	314.23	344.58
yoy	38.39%	11.58%	10.04%	10.24%	9.66%
毛利率	59.59%	57.29%	58.00%	57.72%	57.52%
销售费用率	34.70%	32.91%	33.60%	33.20%	32.90%



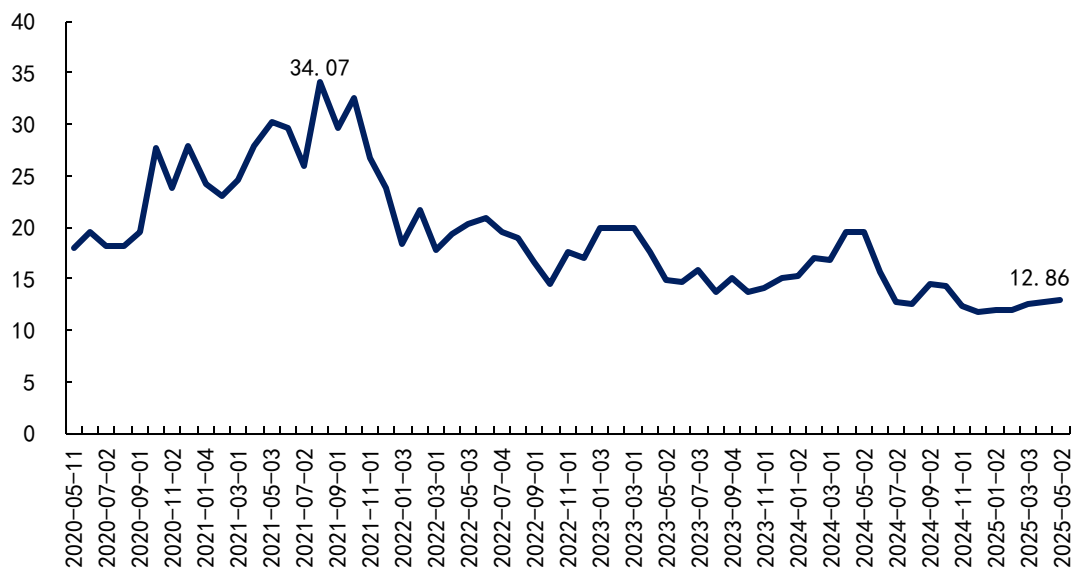
	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
管理费用率	6.50%	6.38%	6.50%	6.50%	6.50%
营业利润率	18.31%	17.94%	17.83%	17.95%	18.05%
所得税率	31.29%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
归母净利润	30.74	35.14	39.20	43.22	47.39
yoy	43.74%	14.31%	11.56%	10.26%	9.63%
净利润率	13.24%	13.57%	13.75%	13.76%	13.75%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

从公司近五年估值来看整体呈现倒V字形，2020年-2021年中公司PE-TTM受益于消费牛市行情达到最高点34x，在此之后公共卫生事件叠加终端消费走弱，公司估值一路走低，目前PE-TTM不到13x为近年最低水平。我们认为市场对公司的内生增长α没有充分定价，公司凭借优质产品及供应链配合近年品牌升级较好地穿越经济周期，应当享有更高溢价。

图表27：公司PE-TTM估值处于近年最低水平



来源：ifind，国金证券研究所

我们预计公司FY2026-FY2028年净利润分别为39.20/43.22/47.39亿元，对应PE分别为12/11/10倍。我们选取3家可比公司对波司登进行估值。我们认为波司登品牌壁垒突出，增长韧性强劲，估值安全边际高，给予FY2026年15倍估值，目标价5.58港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表28：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元） /港元）	EPS					PE		
			FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2025	FY2026E	FY2027E
2020.HK	安踏体育	89.60	3.65	5.56	4.81	5.36	5.88	11.72	17.03	15.28
2331.HK	李宁	16.62	1.23	1.17	0.94	1.09	1.21	11.78	15.91	13.66
603877.SH	太平鸟	14.36	0.89	0.55	0.83	1.01	1.16	27.13	17.31	14.28
	平均值							16.88	16.75	14.41
03998.HK	波司登	4.36	0.27	0.30	0.34	0.37	0.41	10.97	11.78	10.69

来源：ifind，国金证券研究所（可比公司如FY25数据对应24年数据，安踏体育、李宁采用国金预测数据，太平鸟使用8月1日同花顺一致预期）

五、风险提示



终端消费需求不及预期：当前终端消费市场仍有压力，若未来终端需求恢复不及预期，可能会对羽绒服等消费品行业有所冲击。

行业竞争加剧风险：国际高端品牌加速本土化布局，并通过降价策略争夺中高端市场；此外，国内运动品牌（如李宁、安踏）加大羽绒服品类投入，行业竞争或有所加剧。

新品类拓展不及预期：公司推进四季化 2.0 战略，推出防晒衣等多种新品类，新品类正处于快速增长期，若未来新品类发展遇阻，增速不及预期可能会对公司成长性形成一定影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
主营业务收入	16,774	23,214	25,902	28,503	31,423	34,458
增长率	3.5%	38.4%	11.6%	10.0%	10.2%	9.7%
主营业务成本	6,798	9,380	11,062	11,971	13,286	14,638
%销售收入	40.5%	40.4%	42.7%	42.0%	42.3%	42.5%
毛利	9,976	13,834	14,840	16,532	18,136	19,820
%销售收入	59.5%	59.6%	57.3%	58.0%	57.7%	57.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	6,125	8,055	8,524	9,577	10,432	11,337
%销售收入	36.5%	34.7%	32.9%	33.6%	33.2%	32.9%
管理费用	1,204	1,508	1,652	1,853	2,042	2,240
%销售收入	7.2%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	2,928	4,532	5,063	5,627	6,232	6,865
%销售收入	17.5%	19.5%	19.5%	19.7%	19.8%	19.9%
财务费用	40	-10	-86	-117	-102	-79
%销售收入	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
投资收益	-22	-14	-22	-23	-28	-30
%税前利润	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
营业利润	2,635	4,251	4,646	5,083	5,640	6,220
营业利润率	15.7%	18.3%	17.9%	17.8%	17.9%	18.0%
营业外收支						
税前利润	2,887	4,541	5,149	5,744	6,334	6,944
利润率	17.2%	19.6%	19.9%	20.2%	20.2%	20.2%
所得税	731	1,421	1,596	1,781	1,964	2,153
所得税率	25.3%	31.3%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
净利润	2,156	3,120	3,553	3,963	4,370	4,791
少数股东损益	18	46	39	43	48	52
归属于母公司的净利润	2,139	3,074	3,514	3,920	4,322	4,739
净利率	12.7%	13.2%	13.6%	13.8%	13.8%	13.8%

现金流量表(人民币 百万)

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
净利润	2,139	3,074	3,514	3,920	4,322	4,739
少数股东损益	18	46	39	43	48	52
非现金支出	-63	120	-32	-396	-410	-428
非经营收益						
营运资金变动	26	2,927	-726	-88	-264	-488
经营活动现金净流	3,051	7,339	3,982	3,674	3,869	4,026
资本开支	-508	-560	-1,332	-480	-500	-500
投资	983	-2,061	-1,950	-538	-548	-543
其他	142	194	184	544	592	645
投资活动现金净流	617	-2,426	-3,098	-474	-456	-398
股权募资	27	29	147	0	0	0
债权募资	-408	0	107	300	300	300
其他	-2,112	-2,409	-3,195	-3,241	-3,592	-3,955
筹资活动现金净流	-2,493	-2,380	-2,941	-2,941	-3,292	-3,655
现金净流量	1,216	2,509	-2,042	274	135	-12

资产负债表(人民币 百万)

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
货币资金	3,718	6,227	4,185	4,459	4,595	4,583
应收款项	2,421	2,879	3,217	3,680	4,054	4,493
存货	2,689	3,197	3,951	4,244	4,613	5,240
其他流动资产	5,893	6,715	7,870	8,753	9,351	9,933
流动资产	14,722	19,019	19,222	21,136	22,613	24,248
%总资产	70.3%	73.8%	70.1%	71.4%	72.0%	72.6%
长期投资	236	253	524	562	610	654
固定资产	1,728	1,544	1,919	2,132	2,350	2,573
%总资产	8.2%	6.0%	7.0%	7.2%	7.5%	7.7%
无形资产	2,164	2,044	2,164	2,193	2,255	2,328
非流动资产	6,221	6,753	8,181	8,462	8,790	9,129
%总资产	29.7%	26.2%	29.9%	28.6%	28.0%	27.4%
资产总计	20,943	25,771	27,403	29,598	31,402	33,377
短期借款	770	2,478	896	1,196	1,496	1,796
应付款项	3,097	5,177	5,206	5,487	5,720	5,896
其他流动负债	2,186	3,528	3,406	4,178	4,521	5,004
流动负债	6,054	11,183	9,508	10,860	11,737	12,696
长期贷款	1,603	0	0	0	0	0
其他长期负债	681	769	865	865	865	865
负债	8,338	11,952	10,373	11,725	12,602	13,561
普通股股东权益	12,547	13,735	16,919	17,719	18,598	19,562
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	13,142	14,380	17,476	18,275	19,155	20,118
少数股东权益	57	84	111	154	202	255
负债股东权益合计	20,943	25,771	27,403	29,598	31,402	33,377

比率分析

	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股指标						
每股收益	0.20	0.28	0.32	0.34	0.37	0.41
每股净资产	1.15	1.26	1.47	1.53	1.61	1.69
每股经营现金净流	0.28	0.67	0.35	0.32	0.33	0.35
每股股利	0.00	0.18	0.06	0.27	0.30	0.33
回报率						
净资产收益率	17.04%	22.38%	20.77%	22.12%	23.24%	24.22%
总资产收益率	10.21%	11.93%	12.82%	13.24%	13.76%	14.20%
投入资本收益率	14.60%	19.10%	19.49%	20.36%	21.18%	21.92%
增长率						
主营业务收入增长率	3.46%	38.39%	11.58%	10.04%	10.24%	9.66%
EBIT 增长率	7.68%	54.78%	11.72%	11.15%	10.75%	10.15%
净利润增长率	3.70%	43.74%	14.31%	11.56%	10.26%	9.63%
总资产增长率	-1.60%	23.06%	6.33%	8.01%	6.10%	6.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.2	18.8	18.7	18.7	20.6	20.7
存货周转天数	142.4	113.0	116.3	123.2	120.0	121.2
应付账款周转天数	168.9	158.8	169.0	160.8	151.8	142.8
固定资产周转天数	37.4	25.4	24.1	25.6	25.7	25.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.26%	-21.57%	-14.23%	-13.42%	-11.88%	-9.70%
EBIT 利息保障倍数	15.7	23.4	34.8	53.8	46.3	41.7
资产负债率	39.81%	46.38%	37.85%	39.61%	40.13%	40.63%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	27	27	39
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	地址：北京市东城区建内大街26号	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心



紫竹国际大厦 5 楼

新闻大厦 8 层南侧

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究