

波司登 (03998.HK)

品牌引领积势蓄能，降温加码旺季销售

买入（维持）

2025 年 10 月 22 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

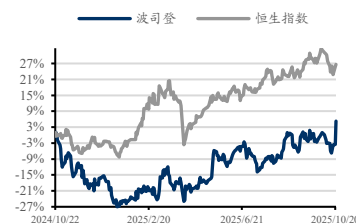
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	23,214	25,902	28,512	31,420	34,626
同比(%)	38.39	11.58	10.08	10.20	10.20
归母净利润（百万元）	3,074	3,514	3,938	4,393	4,897
同比(%)	43.74	14.31	12.06	11.57	11.45
EPS-最新摊薄（元/股）	0.27	0.30	0.34	0.38	0.42
P/E（现价&最新摊薄）	16.85	14.74	13.15	11.79	10.58

投资要点

- **巴黎时装周发布“大师泡芙”系列新品，新财年主品牌深化品牌引领及渠道差异化运营。**1) **品牌建设方面**，2025 年 10 月 7 日波司登携手意大利设计大师 Pietro Ferragina 在巴黎时装周期间发布“大师泡芙”系列，世界跳水冠军郭晶晶、演员董洁、吴千语、兰西雅现身秀场演绎新品，有效提升品牌声量；10 月 20 日公司官宣著名英国设计师 Kim Jones（前 LV 集团旗下 Dior 男装艺术总监）出任新创设的 AREAL 高级都市线创意总监，进一步巩固品牌时尚审美调性，提升国际影响力。2) **渠道运营方面**，公司预计 10 月底在上海南京东路新开登峰概念店，门店在空间、视觉、场景设计方面显著区别于常规店铺，提高消费者体验感，更好满足高质量客群需求。在登峰店外，波司登品牌门店还按层级划分为中高端、主流、大众店型，差异化运营有助提升渠道效率。3) **销售方面**，我们预计 FY26H1 主品牌经销渠道终端流水大幅增长，有效降解库存，以更好实现下半财年轻装上阵。
- **FY2025 公司经营韧性凸显，波司登主品牌收入双位数增长。**FY25（2024/4/1-2025/3/31）营收 259.0 亿元/yoy+11.6%，归母净利润 35.1 亿元/yoy+14.3%，在暖冬环境下公司业绩保持稳健增长，体现经营韧性。分业务来看，1) **品牌羽绒服**：FY25 收入 216.7 亿元/yoy+11.0%/占比 83.7%，其中波司登/雪中飞/冰洁收入分别同比+10.1%/+9.2%/-12.9%，批发/自营业务收入分别同比+24.3%/+5.2%。截至 FY25 末常规零售网点净增加 253 家至 3,470 家。2) **贴牌加工**：FY25 收入 33.7 亿元/yoy+26.4%，受益于关税政策变化预期下订单前置。3) **女装**：FY25 收入 6.5 亿元/yoy-20.6%，受市场环境低迷影响承压，关闭低效亏损店铺。4) **多元化服装**：FY25 收入 2.1 亿元/yoy+2.8%，其中飒美特校服收入 1.9 亿元/yoy+3.0%。
- **FY2025 精细化运营助力盈利水平稳中有升。**1) **毛利率**：FY25 同比-2.3pct 至 57.3%，主要因毛利率相对较低的批发渠道和贴牌加工业务收入占比提升、新品类（如防晒服）毛利率低于羽绒服以及原材料成本上涨所致，我们预计 FY26 毛利率有望改善。2) **费用率**：FY25 分销/行政开支费用率分别为 32.9%/6.4%，同比-1.8/-0.1pct，运营效率提升，费用管控成效显著。3) **净利润率**：FY25 归母净利率为 13.6%，同比提升 0.3pct。4) **存货**：截至 FY25 末存货周转天数为 118 天，同比微增 3 天，在暖冬环境下仍保持高质量稳健管理。5) **现金流**：经营活动现金流净额 39.82 亿元，财务状况健康。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计 FY2026 公司有望延续稳健增长趋势，叠加冷冬催化及春节前旺季时间延长，看好公司旺季销售表现。我们预计 FY26-28 归母净利润分别为 39.4/43.9/49.0 亿元，分别同比+12.1%/11.6%/11.5%，对应 PE 分别为 13/12/11X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济疲软影响消费需求，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.91
一年最低/最高价	3.46/5.08
市净率(倍)	3.06
港股流通市值(百万港元)	51,954.37

基础数据

每股净资产(元)	1.47
资产负债率(%)	37.85
总股本(百万股)	11,589.64
流通股本(百万股)	11,589.64

相关研究

《波司登(03998.HK): FY2025H1 业绩点评：主品牌高质量增长，期待旺季销售》

2024-12-02

《波司登(03998.HK): FY24 业绩点评：超预期高质量增长，新财年品类拓展仍值得期待》

2024-06-28

波司登三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,222.39	23,854.82	28,985.37	34,625.57	营业总收入	25,901.71	28,512.24	31,419.73	34,625.88
现金及现金等价物	4,184.84	7,927.75	12,182.80	16,856.47	营业成本	11,061.86	12,162.36	13,427.77	14,826.34
应收账款及票据	1,194.97	1,425.61	1,570.99	1,731.29	销售费用	8,523.80	9,409.04	10,368.51	11,426.54
存货	3,950.63	4,223.04	4,662.42	5,148.03	管理费用	1,652.32	1,853.30	2,042.28	2,250.68
其他流动资产	9,891.95	10,278.42	10,569.16	10,889.78	其他费用	17.96	0.00	0.00	0.00
非流动资产	8,180.88	8,378.99	8,677.28	9,075.75	经营利润	4,645.79	5,087.55	5,581.17	6,122.32
固定资产	1,918.93	1,917.04	1,915.33	1,913.80	利息收入	231.81	125.55	237.83	365.48
商誉及无形资产	2,163.68	2,163.68	2,263.68	2,463.68	利息支出	145.35	35.84	35.84	35.84
长期投资	523.71	523.71	523.71	523.71	其他收益	416.99	308.94	338.01	370.07
其他长期投资	2,396.64	2,596.64	2,796.64	2,996.64	利润总额	5,149.24	5,486.19	6,121.17	6,822.03
其他非流动资产	1,177.92	1,177.92	1,177.92	1,177.92	所得税	1,596.49	1,508.70	1,683.32	1,876.06
资产总计	27,403.27	32,233.81	37,662.65	43,701.32	净利润	3,552.74	3,977.49	4,437.85	4,945.97
流动负债	9,508.41	10,345.99	11,321.52	12,398.75	少数股东损益	38.83	39.77	44.38	49.46
短期借款	896.06	896.06	896.06	896.06	归属母公司净利润	3,513.91	3,937.71	4,393.47	4,896.51
应付账款及票据	5,206.18	5,743.34	6,340.89	7,001.33	EBIT	5,062.78	5,396.49	5,919.18	6,492.39
其他	3,406.16	3,706.59	4,084.57	4,501.36	EBITDA	6,279.86	6,098.38	6,520.89	6,993.93
非流动负债	864.67	864.67	864.67	864.67					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	864.67	864.67	864.67	864.67					
负债合计	10,373.07	11,210.66	12,186.18	13,263.42					
股本	0.86	0.86	0.86	0.86	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	111.18	150.95	195.33	244.79	每股收益(元)	0.30	0.34	0.38	0.42
归属母公司股东权益	16,919.02	20,872.20	25,281.13	30,193.11	每股净资产(元)	1.48	1.81	2.20	2.63
负债和股东权益	27,403.27	32,233.81	37,662.65	43,701.32	发行在外股份(百万股)	11,589.64	11,589.64	11,589.64	11,589.64
					ROIC(%)	20.41	19.64	17.77	16.31
					ROE(%)	20.77	18.87	17.38	16.22
					毛利率(%)	57.29	57.34	57.26	57.18
					销售净利率(%)	13.57	13.81	13.98	14.14
					资产负债率(%)	37.85	34.78	32.36	30.35
					收入增长率(%)	11.58	10.08	10.20	10.20
					净利润增长率(%)	14.31	12.06	11.57	11.45
					P/E	14.74	13.15	11.79	10.58
					P/B	3.03	2.46	2.03	1.70
					EV/EBITDA	6.15	7.34	6.21	5.12

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>