

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服饰

波司登 (03998.HK)

买入-A(维持)

推出高级都市线 AREAL 系列, 坚持产品创新

2025 年 10 月 23 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源: 最闻, 山西证券研究所

市场数据: 2025 年 10 月 22 日

收盘价 (港元):	4.910
年内最高/最低 (港元):	5.080/3.460
流通股本 (亿股):	115.90/115.90
流通市值 (亿港元):	569.05
总市值 (亿港元):	569.05

来源: 最闻, 山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

10 月 20 日, 公司官宣英国著名时装设计师 KIM JONES 担任波司登高级都市线 AREAL 系列创意总监, 携手推出波司登高级都市线 AREAL 系列, 重新定义商务羽绒服概念。

事件点评

➤ **官宣前 Dior 男装设计师担任波司登高级都市线 AREAL 系列创意总监, 契合公司“专业羽绒+高品质设计”战略。**英国著名时装设计师 KIM JONES, 2011 年加入 LV, 担任男装艺术总监, 2018 年加入 Dior, 担任男装设计师。10 月 20 日, 公司官宣 KIM JONES 担任波司登高级都市线 AREAL 系列创意总监, 与波司登合作推出 AREAL 高级都市线, 深度参与 AREAL 系列的全方位打造, 包括设计、视觉艺术及全球营销策略。该系列瞄准高端商务时尚领域, 采用可蜕变式叠穿设计, 同时选用超轻高密柔肤面料等高品质材料, 实现功能与美学的平衡。根据波司登天猫官方旗舰店, AREAL 系列产品定价 2399-3999 元。

➤ **公司坚持产品持续创新, 分店态精细化运营。**产品端, 公司冬季产品继续打造泡芙、户外、极寒三大心智系列产品, 泡芙系列产品在原有的经典系列基础上, 陆续推出创新泡芙、大师泡芙、秀款泡芙, 有望带动销售持续增长。极寒系列产品, 在经典极寒、高端极寒基础上, 推出轻量极寒系列, 极寒系列收入规模有望突破 35 亿元。渠道端, 近年来, 公司持续优化店铺位置及门店形象, 带动渠道结构升级, 并通过打造“TOP 店”等店态, 聚焦店铺销售规模稳健增长的同时, 不断提升店铺经营质量。

➤ **旺季销售时间延长, 近期多地降温刺激终端需求。**2025 年春节时间为 1 月 29 日, 2026 年春节时间为 2 月 17 日, 春节旺季销售时间至 3 周, 利于公司冬装销售, 且公司快反机制优势显著, 终端需求响应迅速。今年十一黄金周后, 北京、上海等地迅速降温, 根据中国天气网, 预计 10 月 25-26 日, 北方大部地区气温将下降 4 至 6℃, 局地降幅可达 8℃, 北方气温将在波动中维持偏低水平, 10 月 30 日起, 冷空气将自北向南影响中东部大部地区, 有望刺激终端冬装消费需求。

投资建议

➤ 公司持续深耕产品创新、致力渠道质量提升, 今年旺季销售时间拉长, 看



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

好公司达成全年销售目标。预计公司 2026-2028 财年净利润分别为 39.31/43.82/47.86 亿元，10 月 21 日收盘价，对应 2026-2028 财年 PE 分别为 13.2/11.9/10.9 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 羽绒服行业市场竞争加剧；雪中飞及冰洁品牌重塑不及预期；电商增速不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,214	25,902	28,509	31,320	34,113
YoY(%)	38.4	11.6	10.1	9.9	8.9
净利润(百万元)	3,074	3,514	3,931	4,382	4,786
YoY(%)	43.7	14.3	11.9	11.5	9.2
毛利率(%)	59.6	57.3	57.6	57.8	57.8
EPS(摊薄/元)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.41
ROE(%)	22.6	20.9	21.7	21.4	20.7
P/E(倍)	16.9	14.8	13.2	11.9	10.9
P/B(倍)	3.8	3.1	2.9	2.5	2.3
净利率(%)	13.2	13.6	13.8	14.0	14.0

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19019	19222	23408	26735	30419
现金	6227	4185	8785	11974	14009
应收票据及应收账款	94	470	150	531	211
存货	3198	3951	4272	4324	5169
其他流动资产	9500	10617	10200	9906	11029
非流动资产	6753	8181	6936	6779	6425
长期投资	253	524	631	748	906
固定资产	1544	1919	1546	1111	621
无形资产	1236	1138	983	839	695
其他非流动资产	3719	4600	3776	4080	4203
资产总计	25771	27403	30344	33514	36844
流动负债	11183	9508	10685	11830	12450
短期借款	768	896	812	825	844
应付票据及应付账款	7765	7834	8419	9378	10319
其他流动负债	2649	778	1455	1627	1287
非流动负债	769	865	1306	980	1050
其他非流动负债	769	865	1306	980	1050
负债合计	11952	10373	11991	12810	13500
少数股东权益	84	111	156	211	267
股本	1	1	1	1	1
资本公积	13735	16918	16918	16918	16918
留存收益	0	0	974	2060	3246
归属母公司股东权益	13735	16919	18196	20493	23077
负债和股东权益	25771	27403	30344	33514	36844

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	5943	5787	4041
净利润	3120	3553	3976	4437	4842
折旧摊销	1217	1217	628	693	759
财务费用	-158	-204	-289	-423	-514
投资损失	14	22	22	22	22
营运资金变动	0	0	1676	993	-1048
其他经营现金流	3145	-606	-70	65	-20
投资活动现金流	-2426	-3098	616	-587	-415
筹资活动现金流	-2380	-2941	-1959	-2012	-1591

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.34	0.51	0.50	0.35
每股净资产(最新摊薄)	1.19	1.46	1.57	1.77	1.99

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23214	25902	28509	31320	34113
营业成本	9380	11062	12075	13208	14406
营业费用	8055	8524	9368	10336	11223
管理费用	1508	1652	1813	1989	2166
财务费用	-158	-204	-289	-423	-514
资产减值损失	70	171	158	158	196
投资净收益	-14	-22	-22	-22	-22
营业利润	4398	4967	5762	6430	7014
利润总额	4541	5149	5745	6412	6997
所得税	1421	1596	1770	1975	2155
税后利润	3120	3553	3976	4437	4842
少数股东损益	46	39	45	55	56
归属母公司净利润	3074	3514	3931	4382	4786
EBITDA	5618	6295	6231	6843	7417

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	10.1	9.9	8.9
营业利润(%)	55.6	12.9	16.0	11.6	9.1
归属于母公司净利润(%)	43.7	14.3	11.9	11.5	9.2
获利能力					
毛利率(%)	59.6	57.3	57.6	57.8	57.8
净利率(%)	13.2	13.6	13.8	14.0	14.0
ROE(%)	22.6	20.9	21.7	21.4	20.7
ROIC(%)	20.2	19.1	19.3	19.3	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	37.9	39.5	38.2	36.6
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.3	2.4
速动比率	0.7	0.6	1.0	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	196.3	91.9	91.9	91.9	91.9
应付账款周转率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
估值比率					
P/E	16.9	14.8	13.2	11.9	10.9
P/B	3.8	3.1	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA	8.4	7.8	7.3	6.1	5.4

数据来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

