

纺织服饰

2025 年 10 月 23 日

波司登

(03998)

—— 降温催化提振销售，顶奢设计师加盟强化产品引领

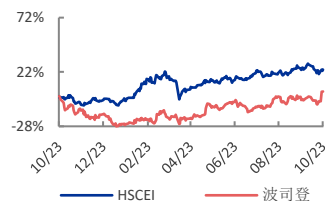
报告原因：有信息公开需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 10 月 23 日

收盘价（港币）	4.92
恒生中国企业指数	9300.74
52 周最高/最低（港币）	5.02/3.46
H 股市值（亿港元）	570.21
流通 H 股（百万股）	11,589.64
汇率（港币/人民币）	0.9130

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

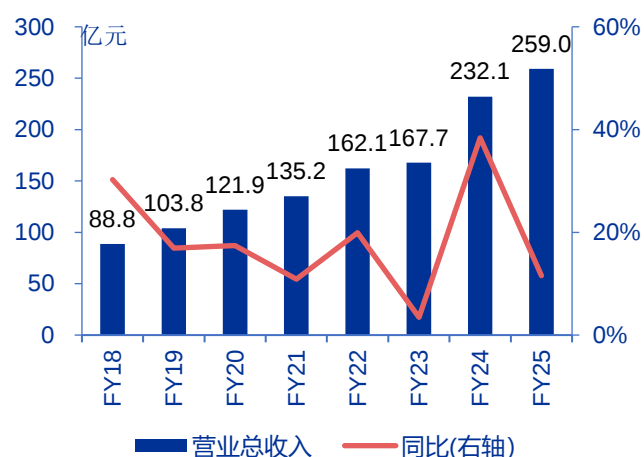
- **近期全国范围降温来袭，利好冬装销售，2 月春节拉长旺季销售时间。**近期全国范围内降温明显，冷空气南下快速结束南方高温，断崖式气温下降带动御寒需求激增。根据京东数据，自 10 月 9 日晚 8 点双十一开启到 10 月 20 日 18 时，京东女士羽绒服、男士羽绒马甲等成交额同比增长翻倍，冰洁、FILA 等品牌增长超 2 倍。据中央气象台预计，25 日至 26 日新一轮冷空气又将影响我国，主要波及北方地区，将给北方大部分地区带来 4°C 至 6°C 降温，继续利好羽绒服等保暖服饰销售。同时，2026 年春节为 2 月 17 日，较 25 年 1 月春节延后 19 天，旺季窗口期拉长，有望提升旺季销售上限，后续表现值得期待。
- **上半年平稳收官，预计业绩稳健增长，全年指引维持双位数增长。**我们预计，上半财年收入同比持平，其中，羽绒服业务表现好于贴牌业务，贴牌业务因关税影响部分订单前置到上个财年发货，或对上半年增速有一定影响。但高毛利率的羽绒服业务增速更快，预计毛利率将小幅提升，并带动利润增长快于收入，经营质量优化。全年而言，公司指引维持不变，即收入增长 10%，毛利率持平或微增、利润增速高于收入，即超过 10%。
- **分红率维持在 80% 以上，兼具红利投资价值。**FY22-25 财年波司登分红率持续保持在 80% 以上，FY24 财年达 84%。预计今年高分红基调延续，以 FY26 年利润增长 11%，分红率 80% 测算，当前股息率约 6%，估值约 13 倍，兼具红利投资价值。
- **近期成功亮相巴黎时装周，发布“大师泡芙”系列新品，强化全球品牌影响力。**10 月 7 日，波司登携“大师泡芙”系列在巴黎时装周全新亮相，通过立体剪裁和“云感轻暖科技”，实现了保暖性与舒适度的平衡，打破传统羽绒服厚重臃肿刻板印象，成为从容优雅、轻盈保暖的时尚载体，在国际舞台进一步传递“中国羽绒服专家”的全球形象。有助于提升品牌在海外及国内高线市场的认知度，为中长期品牌价值提升奠定基础。
- **Dior 及 LV 前男装艺术总监 Kim Jones 正式加盟，引领设计升级及高端化突破。**公司近期正式宣布聘任国际知名设计师 Kim Jones，Kim Jones 将担任新创设的 AREAL 高级都市线创意总监，此前曾任 Dior 及 Louis Vuitton 男装艺术总监，其个人品牌 Wales Bonner 亦以跨文化设计与精湛剪裁著称。此前波司登与 Kim Jones 已有部分联名合作，产品销售反馈积极。此次正式聘任有望不仅有望提升波司登的产品力，引领设计升级及高端化突破，更是波司登在全球化审美与品牌叙事上的重要战略布局。
- **波司登深耕羽绒服行业四十余年，以其深厚的行业积淀与高效的组织变革能力，从产品、营销、渠道、运营等全方面拓宽护城河。**维持盈利预测，预计 FY26-28 年公司归母净利润分别为 39.0/43.4/47.5 亿元，对应 PE 分别为 13/12/11 倍。中长期来看，公司在羽绒服领域建立了较强的消费者认知，并积极拓展户外冰雪、功能性服饰等赛道，有望持续贡献增量，持续看好未来发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：消费复苏不及预期；暖冬库存增加风险；行业竞争加剧风险。**

财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万元）	23,214	25,902	28,465	31,272	34,210
同比增长率（%）	38%	12%	10%	10%	9%
归母净利润（百万元）	3,074	3,514	3,899	4,340	4,754
同比增长率（%）	44%	14%	11%	11%	10%
每股收益（元/股）	0.28	0.32	0.35	0.39	0.43
毛利率（%）	59.6%	57.3%	57.4%	57.6%	57.3%
市盈率	17	15	13	12	11

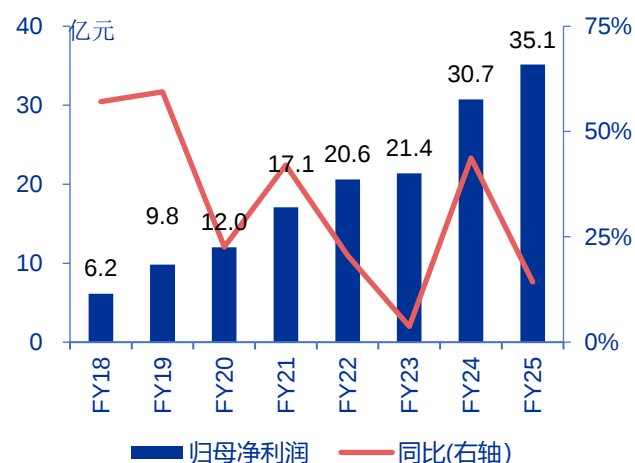
注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本

图 1: FY25 营收同比上升 11.6%至 259 亿元



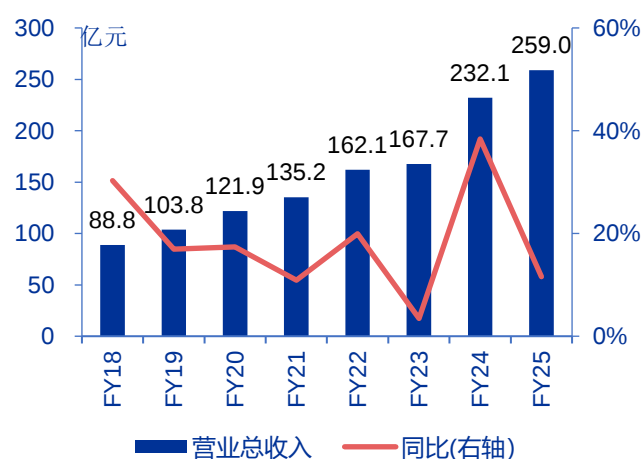
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: FY25 归母净利润同比增长 14.3%至 35.1 亿元



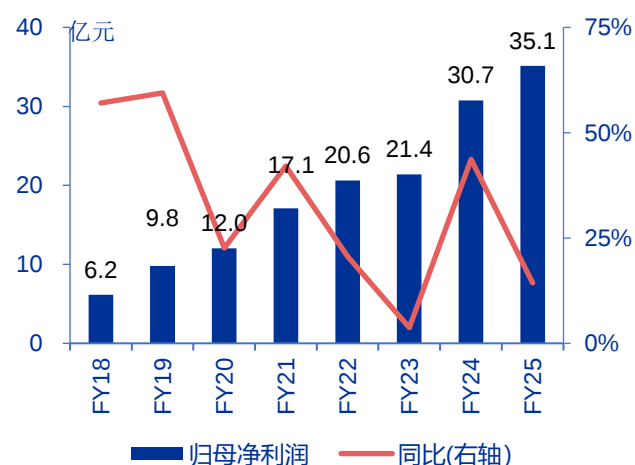
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: FY25 营收同比上升 11.6%至 259 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: FY25 归母净利润同比增长 14.3%至 35.1 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并利润表

百万元 (人民币)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	23,214	25,902	28,465	31,272	34,210
成本	-9,380	-11,062	-12,132	-13,261	-14,595
毛利	13,834	14,840	16,334	18,011	19,615
其他收入	216	492	450	500	500
销售费用	-8,055	-8,524	-9,394	-10,425	-11,426
管理费用	-1,508	-1,652	-1,853	-2,036	-2,172
商誉及无形资产的减值损失	-70	-171	-100	-50	0
其他开支	-19	-18	-18	-18	-18
经营溢利	4,398	4,967	5,419	5,982	6,498
财务收入/(费用)净额	158	204	228	250	274
除税前溢利	4,541	5,149	5,625	6,211	6,750
所得税	-1,421	-1,596	-1,687	-1,832	-1,957
净利润	3,120	3,553	3,937	4,378	4,792
归母净利润	3,074	3,514	3,899	4,340	4,754
少数股东损益	46	39	39	39	39

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。