

港股公司 | 公司深度 | 波司登 (03998)

国民羽绒龙头，品类经营专家



| 报告要点

波司登 2018 年作出“聚焦主航道”的战略变革，实现了国内消费品中较为罕见的品牌力重塑。同时，公司从库存危机中吸收经验，投资智能快反供应链，使得公司在过去两年的行业库存周期中保持轻盈，FY2024 收入、利润再创新高。中长期，公司将羽绒品类专家的运营方法论复制到冲锋衣、夏季防晒等更多非羽品类上，在消费弱景气时期把握潮流、拓展增量。立足优质国货品牌基因，公司正向“时尚功能科技服饰集团”的目标进化。

| 分析师及联系人



高旭和

SAC: S0590523110007

波司登 (03998)

国民羽绒龙头，品类经营专家

行业： 纺织服饰/服装家纺
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 4.30 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 11,095/11,095
 流通市值(百万港元) 47,709.64
 每股净资产(元) 1.21
 资产负债率(%) 48.55
 一年内最高/最低(港元) 5.14/3.08

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 2018年精彩转型，“羽绒服专家”重生

提到波司登，就不得不提2018年品牌的精彩转型：公司作出“聚焦主航道”的战略变革，将品牌聚焦在“羽绒品类专家”定位之上，最终实现了消费品中较为罕见的品牌力重塑。同时，公司从库存危机中吸收经验，投资智能快反供应链，使得公司在过去两年的行业库存周期中保持轻盈——2024财年公司收入实现38%增速（5年复合增速18%），经营利润率达到新高，库存周转天数降低，零售折扣率可控。

➤ 羽绒的功能属性，成为品牌升级的土壤

当前公司依然坚持“聚焦”，挖掘羽绒品类需求潜力，致力于在2026年前后将品牌势能向上提升至“羽绒服第一品牌”。羽绒服品类本身具备高功能性、高体验感特征，因此易于在更长消费周期中驱动渗透率提升与龙头成长。展望公司未来发展计划，羽绒产品业务将围绕品牌力提升、产品创新、渠道升级三个维度展开。

➤ 复制羽绒经营方法，拓展更多细分赛道

中长期，立足优质国货品牌基因，公司正向“时尚功能科技服饰集团”的目标进化。公司将羽绒品类专家的运营方法论复制到更多非羽品类上，扩展“时尚功能性”服装赛道，围绕“功能性”与“高价值感”，研发迭代冲锋衣、防晒衣新品。我们认为，新品的销售高增体现了公司“销售导向”的强化，背后是快反实力的支撑。通过营销、供应链、渠道全流程的快速响应，公司更能抓住当下的消费潮流。

➤ 盈利预测与投资建议

FY2025-2027，预计公司分别实现营业收入265.6、301.5、336.1亿元，对应同比增速14%、13%、12%；实现归母净利润35.8、41.2、45.9亿元，对应同比增速16%、15%、12%。我们看好波司登作为羽绒龙头在品类经营中磨砺出的运营实力：1) 品牌羽绒服基本盘有望稳健提升，2) 冲锋衣、夏季防晒等新产品近两年快速成长、贡献增量，3) 加盟业态仍有空间、有望提供弹性；首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：零售表现不及预期；单价下滑折扣加大；品类扩张进度缓慢；原材料成本上涨。

财务数据和估值	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	16,774.2	23,214.03	26,562.04	30,145.50	33,614.71
增长率(%)	3.46	38.39	14.42	13.49	11.51
EBITDA(百万元)	3,753.51	5,600.44	6,139.64	6,855.06	7,488.82
归母净利润(百万元)	2,138.57	3,074.07	3,577.80	4,116.11	4,593.21
增长率(%)	3.70	43.74	16.39	15.05	11.59
EPS(元/股)	0.19	0.28	0.32	0.37	0.42
市盈率(P/E)	20.64	14.36	12.34	10.72	9.61
市净率(P/B)	3.52	3.21	3.05	2.89	2.73
EV/EBITDA	-1.09	-1.06	-0.85	-0.82	-0.82

数据来源：公司公告、iFIND，国联证券研究所预测；股价为2024年11月27日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

波司登为中国最大的羽绒服装公司，自 2018 年精彩转型，过去 5 年收入复合增速高达 18%，2024 财年上市公司收入规模突破 200 亿元。复盘来路，2018 年公司作出“聚焦主航道”的战略变革，将品牌聚焦在“羽绒品类专家”定位之上，最终实现了消费品中较为少见的品牌力重塑。同时，公司从库存危机中吸收经验，投资智能快反供应链，使得公司在过去两年的行业库存周期中保持轻盈。

展望未来，公司将羽绒品类专家的运营方法论复制到更多非羽品类上，围绕“功能性”与“高价值感”研发迭代冲锋衣、防晒衣新品，在消费弱景气时期把握潮流、拓展增量。立足优质国货品牌基因，公司正向“时尚功能科技服饰集团”的目标进化。

核心假设

- 收入端：1) 品牌羽绒服业务 FY2025 预计保持双位数增长，公司将持续推动产品创新迭代、品牌势能拔高、运营效率提升等工作，延续增长势头。2) 贴牌加工管理业务 FY2025 预计延续近 20% 增速，公司研发设计优势或为订单获取提供韧性。
- 利润端：1) 毛利率与经营利润率 FY2025 预计基本持平，公司多年数字化投入有望提升渠道效率，但也应考虑 2024 年白鹅绒成本上涨、气候变化或导致产品结构变化等潜在负面因素。2) 实际所得税率因投融资活动阶段性结束逐步优化回归 25%。

盈利预测、估值与评级

FY2025-2027，预计公司分别实现营业收入 265.6、301.5、336.1 亿元，对应同比增速 14%、13%、12%；实现归母净利润 35.8、41.2、45.9 亿元，对应同比增速 16%、15%、12%。公司当前（2024 年 11 月 27 日）收盘价为 4.30 港元，对应 FY2025E PE 约为 13 倍；当前同行业 FY2024 PE 均值为 11 倍，考虑到公司龙头地位及成长性，我们给予公司 15 倍 PE 估值，综合考虑 DCF 测算结果，对应目标价 5.3 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 主业竞争优势巩固、销售稳健增长：关注产品创新、品牌升级、渠道提质带来的销售增长与运营优化。
- 新品类、新渠道贡献业绩弹性：关注冲锋衣、防晒衣等新品类、线上新兴渠道与私域渠道、加盟业务等增量弹性。

正文目录

1.	2018 年精彩转型，“羽绒服专家”重生.....	7
1.1	公司简介：羽绒服产业龙头公司.....	7
1.2	转型复盘：“聚焦主航道，聚焦主品牌”.....	10
1.3	转型成效：品牌升级，修炼内功.....	17
2.	羽绒的功能属性，成为品牌升级的土壤.....	22
2.1	产品升级：工艺进步，产品创新.....	26
2.2	品牌向上：专业专家，形象升级.....	28
2.3	运营护航：渠道升级，需求挖掘.....	31
3.	复制羽绒经营方法，拓展更多细分赛道.....	33
3.1	拓品可行性：强功能性、强价值感基因.....	34
3.2	夏季防晒衣赛道：快反支撑，引领时尚.....	37
3.3	秋冬冲锋衣赛道：技术先进，场景延伸.....	42
3.4	冰雪运动赛道：高举高打，放大影响.....	45
4.	盈利预测、估值与投资建议.....	46
4.1	盈利预测.....	46
4.2	估值与投资建议.....	47
5.	风险提示.....	48

图表目录

图表 1:	中国服装集团销售额市占率：波司登集团位列第六，仅次于大众运动、时尚快消龙头.....	7
图表 2:	公司发展历史：经过战略改革与品牌调整，当前聚焦主航道、主品牌..	8
图表 3:	公司主营业务构成与收入占比（FY2024）：品牌羽绒服为核心业务.....	9
图表 4:	公司具备上游成衣先进制造能力.....	9
图表 5:	公司具备中游供应链仓配能力.....	9
图表 6:	公司总收入 FY2018-FY2024 7-yr CAGR 高达 19%.....	10
图表 7:	公司归母净利润增速快于收入端，7-yr CAGR 达 34%.....	10
图表 8:	公司 ROE 水平随净利率持续攀升至高位 23%.....	10
图表 9:	公司股息支付率近三年维持在 80% 以上.....	10
图表 10:	2007 年公司上市后遭遇了宏观、中观下行周期.....	11
图表 11:	公司品牌战略复盘：2018 年提出“羽绒专家”定位，开启品牌转型重塑	12
图表 12:	公司聚焦战略下的董事高管团队（灰/红底色为 2017-2018 年期间退任/擢升的人员）.....	13
图表 13:	波司登 2018 年“聚焦羽绒服”战略转型方案.....	14
图表 14:	多元化服装业务收入占比明显收缩.....	14
图表 15:	多元化服装业务渠道逐步关闭.....	14
图表 16:	主品牌 2018 年 logo 焕新，强调品类专家概念.....	15
图表 17:	主品牌 2018 年举行水立方走秀、纽约时装周等宣传.....	15
图表 18:	公司旗下羽绒服各品牌战略调整复盘.....	15
图表 19:	羽绒服业务门店总数减少，纠正过度扩张.....	16

图表 20:	羽绒服业务直营门店数量占比提升, 配合品牌塑造.....	16
图表 21:	供应链管理全面数字化、智能化升级, 纵向一体化程度提升.....	17
图表 22:	羽绒服业务线上渠道快速增长, 收入占比同步提升.....	17
图表 23:	2018 年天猫“双 11”服装品类波司登份额跃居第二.....	17
图表 24:	羽绒服业务带动整体毛利率逐步攀升至 60% 上下.....	18
图表 25:	库存周转天数自高点大幅改善, 此后周期有所平抑.....	18
图表 26:	波司登品牌收入与同比增速.....	19
图表 27:	波司登品牌销售毛利率.....	19
图表 28:	雪中飞品牌收入与同比增速.....	19
图表 29:	雪中飞品牌销售毛利率.....	19
图表 30:	冰洁品牌收入与同比增速.....	19
图表 31:	冰洁品牌销售毛利率.....	19
图表 32:	我国羽绒服产量自 2015 年峰值持续下滑.....	20
图表 33:	我国羽绒服出口量自 2017 年起波动下滑.....	20
图表 34:	波司登合作 Jean Paul Gaultier.....	20
图表 35:	波司登合作 Ralph Lauren 前设计总监.....	20
图表 36:	波司登集合国际一线明星亮相 2019 米兰时装周.....	21
图表 37:	波司登羽绒风衣推新获得时尚五大刊联合宣传.....	21
图表 38:	常熟羽绒服内销价格自 2016 年起持续向上.....	21
图表 39:	波司登旺季价格带分布 (2023 年 11 月天猫官旗).....	21
图表 40:	常熟作为国内羽绒制品核心产区, 工业附加值相对更高.....	22
图表 41:	公司未来三年目标: 定位“全球领先的羽绒服专家”.....	23
图表 42:	全球上市羽绒服品牌均定位中高端, 近三年平均毛利率近 66%.....	23
图表 43:	羽绒服上市公司较四季化成衣公司周转率偏低.....	24
图表 44:	波司登 FY2021-23 ROE 近 17%, FY2024 提至 23%.....	24
图表 45:	中国羽绒服市场规模 2022 年或超 1500 亿元.....	24
图表 46:	中国羽绒服平均单价 2014-2020 年期间持续提升.....	24
图表 47:	波司登旺季价格带销量占比 (淘系全平台), 2000-3000 元为核心区间.....	25
图表 48:	公司各板块发展路径, 羽绒业务围绕品牌、产品、渠道.....	25
图表 49:	中国羽绒行业高质量发展要素 (2019 年).....	26
图表 50:	羽绒服新国标以“绒子含量”替代“含绒量”.....	26
图表 51:	当前线上主要消费产品绒子含量标准仍有提升空间.....	26
图表 52:	波司登引领高质量产品开发创新, FY2023 推出轻薄羽绒服.....	27
图表 53:	波司登创新羽绒风衣产品.....	27
图表 54:	波司登创新羽绒三合一冲锋衣产品.....	27
图表 55:	羽绒服、棉服进入融合竞争阶段: 时尚、运动品牌争抢专业品牌份额.....	28
图表 56:	波司登与始祖鸟、加拿大鹅、盟可睐吊牌价格带对比.....	29
图表 57:	加拿大鹅 (GOOS) 复盘: 2021 年底中国退款难事件导致阶段性估值下杀.....	29
图表 58:	加拿大鹅营业收入与同比增速.....	30
图表 59:	加拿大鹅中国市场营业收入表现.....	30
图表 60:	波司登、始祖鸟、加拿大鹅羽绒服极限环境下的保暖效果测评.....	30
图表 61:	波司登“登峰概念店” (北京王府井) 外墙.....	31
图表 62:	波司登“登峰概念店” (北京王府井) 内景.....	31
图表 63:	波司登“品类运营”策略分析.....	31
图表 64:	TOP 店内设置体验、社群空间 (上海南京西路店).....	32
图表 65:	快闪店为适配产品季节性的差异性渠道.....	32
图表 66:	品牌羽绒服销售网络布局收缩集中于高线核心市场.....	32

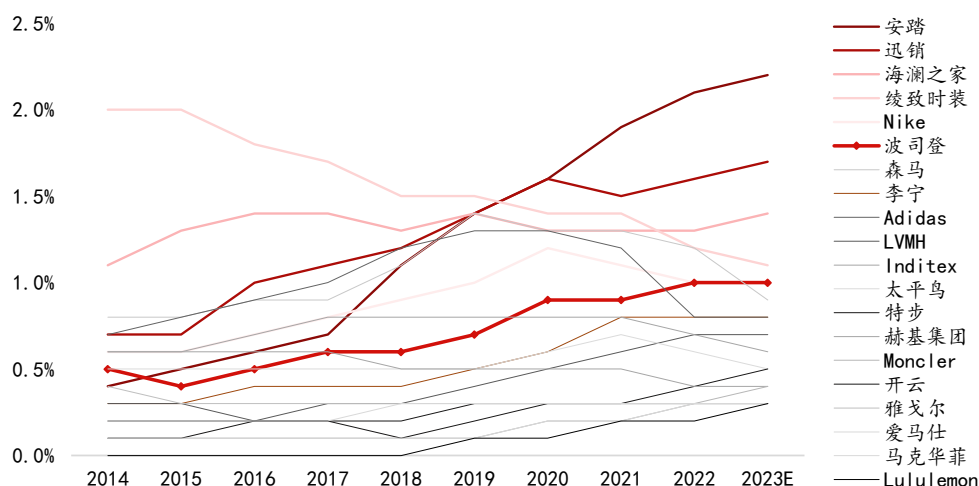
图表 67:	品牌羽绒服销售网络布局趋于稳定, 提质重于扩量.....	32
图表 68:	波司登直营专卖店精简提质, 经销专门店小幅增长.....	33
图表 69:	波司登经销专卖店数量占比近三年稳健提升.....	33
图表 70:	品牌羽绒服批发收入近三年 CAGR 23%, 略快于自营.....	33
图表 71:	品牌羽绒服批发收入占比近年来呈稳步提升趋势.....	33
图表 72:	波司登发展策略之一: 强化品类经营战略.....	34
图表 73:	中国功能性服饰品牌外套销售额市占率: 北面、始祖鸟等快速崛起..	34
图表 74:	功能性服饰潮流: 专业运动装备科技下放至大众休闲市场, 产品创新涌现.....	35
图表 75:	购物中心开关店情况: 零售业态微缩, 功能性服饰开店势能突显....	36
图表 76:	波司登极限探险品牌基因.....	37
图表 77:	戈尔极限探险品牌基因.....	37
图表 78:	全球地表大气温: 较工业革命前大幅抬升直至新高.....	37
图表 79:	大气温异常与极端: 多地迎来史上“最热”5 月.....	37
图表 80:	中国广义防晒服饰市场规模 2021 年达 611 亿元, 预测远期冲击千亿..	38
图表 81:	防晒衣功效关键词社媒分析.....	39
图表 82:	防晒衣功效属性卖点描述.....	39
图表 83:	波司登防晒衣大秀 2024 年亮相北京电影节.....	39
图表 84:	波司登 2024 春夏防晒衣产品线甄于完善.....	39
图表 85:	波司登防晒衣热销产品 (天猫官旗 2024 年 6 月), 时尚款排名靠前..	40
图表 86:	波司登上、下半财年收入占比.....	41
图表 87:	波司登上、下半财年归母净利润率.....	41
图表 88:	夏季线下渠道复用: 固定门店通铺防晒产品.....	41
图表 89:	夏季线下渠道: 热门商圈开设“快闪店”.....	41
图表 90:	夏季线上渠道销售量占比: 防晒产品支撑超过五成.....	41
图表 91:	夏季线上渠道销售额占比: 防晒产品支撑超过三成.....	41
图表 92:	户外运动层叠式穿搭法 Layering 可应对复杂多变的天气.....	42
图表 93:	户外销售品类分布 (淘系全平台 2023 年 10 月).....	43
图表 94:	冲锋衣销售额及同比增速 (抖音平台).....	43
图表 95:	冲锋衣月销量及同比增速 (淘系全平台).....	43
图表 96:	冲锋衣月销额及同比增速 (淘系全平台).....	43
图表 97:	波司登为 GORE 公司的重要服装品牌合作方.....	44
图表 98:	波司登“三合一”冲锋衣对中间层进行创新.....	44
图表 99:	波司登冲锋衣产品得到国家标准、设计奖项、登山队背书.....	44
图表 100:	波司登 2024 年秋季单壳冲锋衣产品矩阵.....	45
图表 101:	波司登冰雪运动赛道多场景品牌、营销、渠道布局.....	46
图表 102:	DCF 绝对估值法.....	47
图表 103:	可比公司估值表.....	48

1. 2018 年精彩转型，“羽绒服专家”重生

提到波司登，就不得不提 2018 年品牌的精彩转型：公司作出“聚焦主航道”的战略变革，将品牌聚焦在“羽绒品类专家”定位之上，最终实现了国内消费品中较为罕见的品牌力重塑。同时，公司从库存危机中吸收经验，投资智能快反供应链，使得公司在过去两年的行业库存周期中保持轻盈——2024 财年公司收入实现 38% 增速（5 年复合增速 18%），经营利润率达到新高，库存周转天数降低，零售折扣率可控。

中长期，公司将羽绒品类专家的运营方法论复制到更多非羽品类上，围绕“功能性”与“高价值感”研发迭代冲锋衣、防晒衣新品，在消费弱景气时期把握潮流、拓展增量。立足优质国货品牌基因，公司正向“时尚功能科技服饰集团”的目标进化。

图表1：中国服装集团销售额市占率：波司登集团位列第六，仅次于大众运动、时尚快消龙头



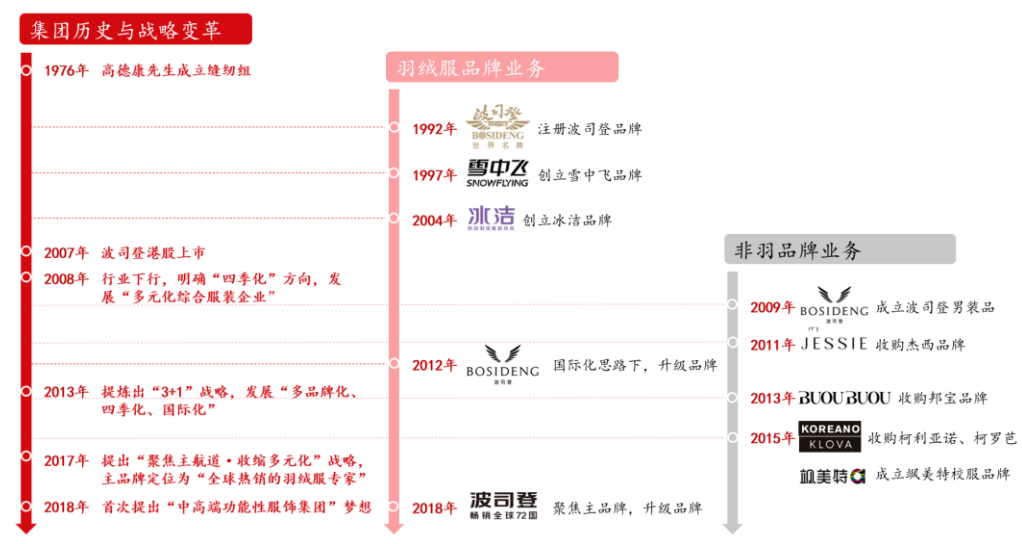
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

1.1 公司简介：羽绒服产业龙头公司

集团创始人、董事会主席兼首席执行官高德康先生 1976 年以 8 台缝纫机起家，开启了波司登的创业之路。1992 年，波司登品牌注册，主营产品羽绒服 1995 年-2022 年连续 28 年中国市场销量第一，规模总量全球领先。世纪之交，随着居民需求快速增长，雪中飞、冰洁品牌分别于 1997 年、2004 年成立，以满足不同客群需求、巩固集团份额优势。2007 年，公司港股上市。2008 年-2016 年期间，公司曾探索发展男女童装等非羽业务，但最终回归聚焦至羽绒服主品类。目前，公司品牌矩阵主要包括

波司登、雪中飞、冰洁 3 个羽绒品牌、杰西等 4 个女装品牌，及飒美特校服品牌。

图表2：公司发展历史：经过战略改革与品牌调整，当前聚焦主航道、主品牌



资料来源：公司公告，国联证券研究所

品牌羽绒服业务、贴牌加工管理业务、女装业务及多元化服装业务为公司主营业务单元，2024 财年除多元化服装以外业务均实现较快增长。其中，品牌羽绒服业务为集团最大收入来源，包括波司登、雪中飞、冰洁三大品牌产品销售及其他原料、授权收入，2024 财年收入占比约 84%；贴牌加工管理业务服务 Adidas 等一线国际品牌，收入占比约 12%；女装业务包括杰西、邦宝、柯利亚诺及柯罗芭 4 个中高端女装品牌，收入占比约为 4%；多元化服装业务主要包括飒美特校服品牌，收入占比约 1%。

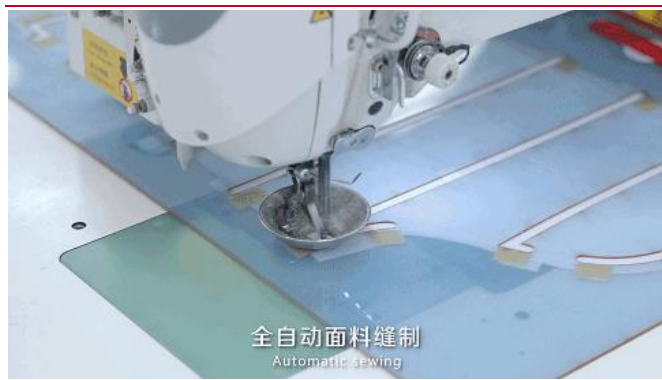
图表3：公司主营业务构成与收入占比（FY2024）：品牌羽绒服为核心业务



资料来源：公司公告，国联证券研究所

集团公司在羽绒服饰产业上下游的一体化程度较高。上游兼具大规模先进生产能力，为上市子公司提供制造外包：根据代理框架协议公告，集团母公司向上市子公司提供制造所需的人力、厂房、场地、设备及水电，上市公司提供原材料、设计及规格并支付加工费；集团母公司亦为上市公司 OEM 业务采购原材料。制造下游，公司建立了行业先进的智能配送中心，服务全国所有线下门店、经销门店及线上电商。

图表4：公司具备上游成衣先进制造能力



资料来源：公司官网，《常熟发布》，国联证券研究所

图表5：公司具备中游供应链仓配能力

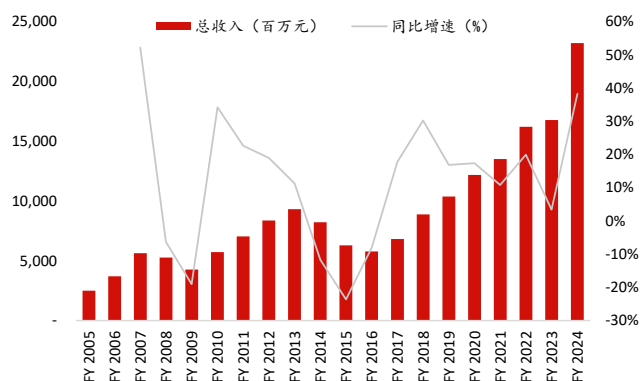
波司登集团智能配送中心：

总部仓库 江苏常熟

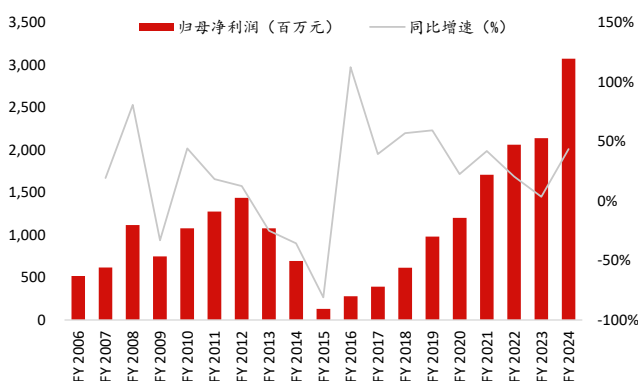
八大分仓 华中库区、山东库区、华北库区、东北库区、黑龙江库区、西北库区、西南库区、新疆库区

资料来源：公司官网，国联证券研究所

落实到业绩表现，自 2018 年正式转型升级，公司收入、业绩重启高速增长，2024 财年收入规模已突破 200 亿元、归母净利润突破 30 亿元。收入端，2024 财年公司实现总收入 232.1 亿元、同比增长 38%，2018 年起 7 年复合增速达 19%。业绩端，2024 财年公司实现归母净利润 30.7 亿元、同比增长 44%，2018 年起 7 年复合增速达 34%。

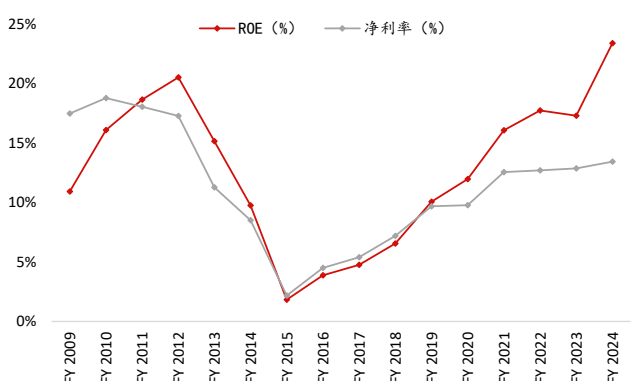
图表6: 公司总收入 FY2018-FY2024 7-yr CAGR 高达 19%


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

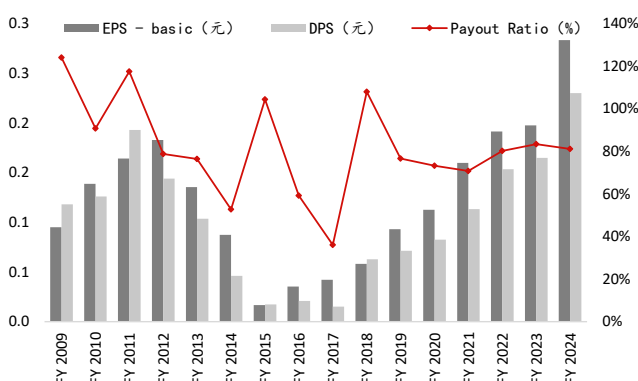
图表7: 公司归母净利润增速快于收入端, 7-yr CAGR 达 34%


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从股东回报来看, 公司盈利能力强, 分红比例高。2018 财年以来, 公司 ROE 近 7 年均值约 15%, 2024 财年达 23%; 净利率均值约 11%, 2021-2024 连续 4 财年稳定在 13%。公司派息比率 2018-2021 财年维持 70% 以上, 2022-2024 财年维持 80% 以上。

图表8: 公司 ROE 水平随净利率持续攀升至高位 23%


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

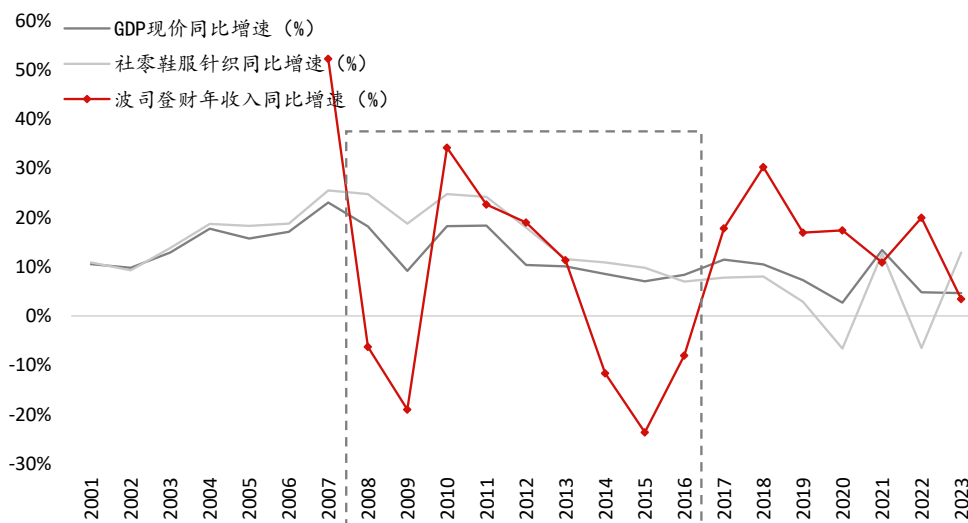
图表9: 公司股息支付率近三年维持在 80% 以上


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.2 转型复盘: “聚焦主航道, 聚焦主品牌”

2007 年 10 月公司上市后, 几乎立刻就遭遇了全球金融危机与消费下行周期; 因此, 波司登上市后的前十年都在尝试以四季化、多元化等方式寻求增量, 以对抗需求降速与清库竞争。回顾 FY2008 公司上市后第一份年报, 冬季晚来, 加之上年暖冬已导致地方性品牌库存积压, 最终触发行业清库与价格战, 波司登当年收入下滑 6%; 次年, 金融危机影响加剧, 大批中小企业出清, 行业销售大幅下滑, 公司收入下滑 19%。

图表10：2007年公司上市后遭遇了宏观、中观下行周期



资料来源：国家统计局，公司公告，国联证券研究所

2010年宏观GDP与社零纺服环境企稳，但增速中枢开始逐年下移；出于寻求增量、对冲单品类风险等目的，公司决定“彻底改变原来只做单季产品的模式，打开四季化格局……发展成一个多元化的综合服装企业¹”，FY2010-2013期间以较为激进的节奏投入“四季化、多元化、国际化”战略，推进非羽品牌收购、培育与开店。然而，非羽领域的同质化竞争也很激烈，公司多元化服装板块收入在高举高打的重投资下快速增长，但持续盈利能力不佳。FY2014公司对非羽品牌进行兼职调整，重新审视部分品牌的盈利能力并考虑终止项目；FY2015非羽业务继续减值调整，多元化服装板块收入端开始下滑，波司登男装下滑42%，调整产品收缩渠道。

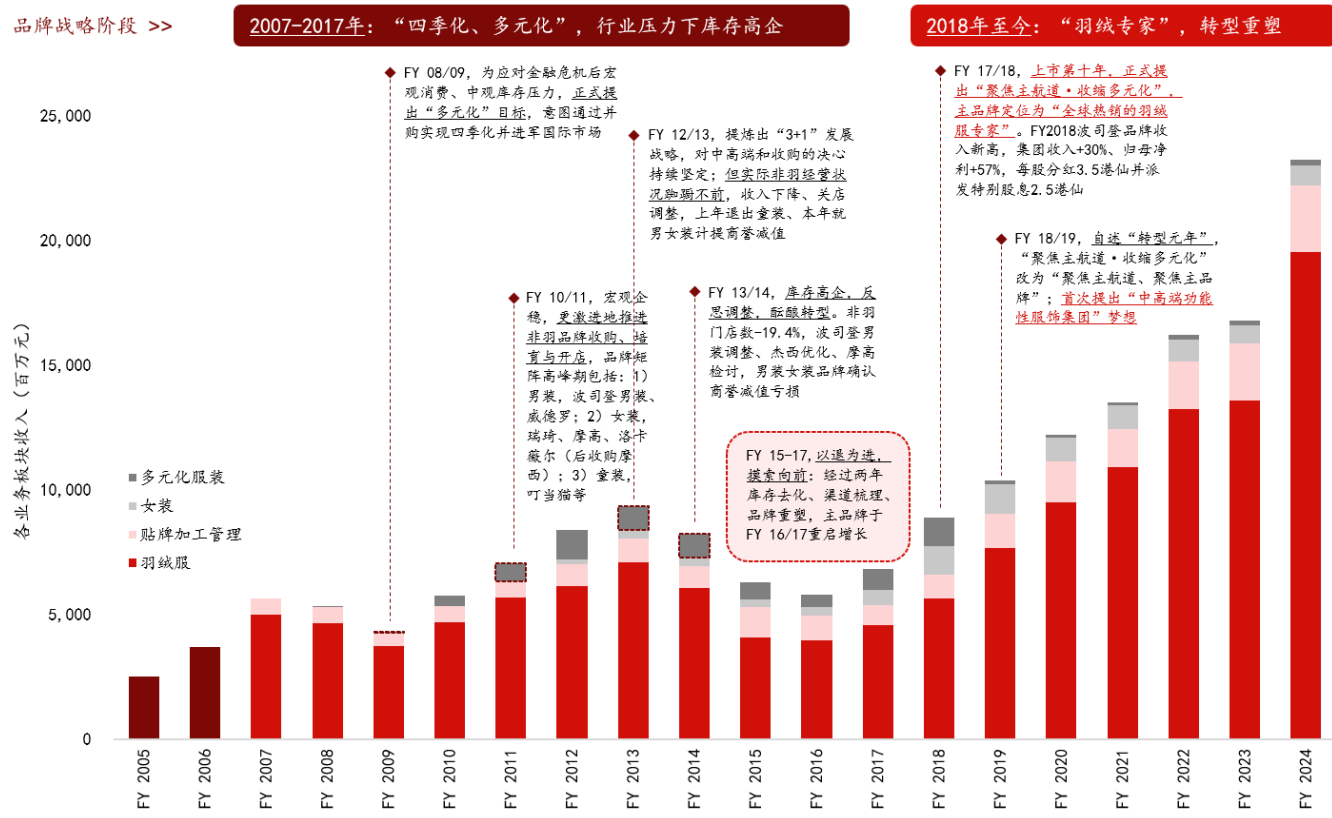
FY2015-2017期间，面对“产能过剩、过度扩张、品牌形象老化、产品差异化不足和电商冲击²”等困境，公司以退为进、摸索向前，对主业进行了大刀阔斧的库存清理与渠道优化，上市公司报表于FY2017收缩至最低点，为后续改革做好准备。

FY2018公司上市十周年之际，波司登宣告改革方案：“聚焦主航道，收缩多元化”确立波司登品牌“全球热销的羽绒服专家”战略定位。彼时，四季化品牌已全面进入羽绒品类、共同做大市场，专业化品牌中可借鉴的海外公司采取了高端化路径；因此，公司将增长动能重新切回羽绒主业，年内对渠道、品牌形象、零售运营全面升级，并在当年即取得了销售额、利润率、渠道库存等维度立竿见影的成效。

¹ 摘自波司登FY2009公司年报

² 摘自波司登FY2018公司年报

图表11: 公司品牌战略复盘: 2018年提出“羽绒专家”定位, 开启品牌转型重塑



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司对于本次改革的决心极大, 具体可体现在高管团队变动与员工激励上。2017年, 1位资深董事及2位高管卸任, 为公司转型铺垫。2018年, 公司聘请君智咨询为参谋团队并从内部培养人才中提拔5名高管, 分别负责外贸、供应链、物流、线下零售、电商业务。同期, 创始人之子高晓东先生加入公司并进入董事会, 全面负责多元化服装业务。两年内, 公司3次更新、新设股权激励, 为改革打下组织基础。

图表12：公司聚焦战略下的董事高管团队（灰/红底色为 2017-2018 年期间退任/擢升的人员）

执行董事	职务	任职日期	出生年份	简介
高德康	董事长/执行董事	上市前	1952	集团创办人，负责本集团的整体策略发展，为第十至十二届全国人大代表及全国劳动模范。
梅冬	执行董事	2006	1968	于 2006 年获任执行董事，负责本集团全面运营管理工作，在羽绒服行业拥有 30 多年经验。梅女士为高德康先生的配偶和高晓东先生的母亲。
黄巧莲	执行董事	2007	1965	于 2007 年获任执行董事，负责羽绒服流行趋势研究与服装产品设计。
芮劲松	执行董事	2013	1973	于 2013 年获任执行董事，全面负责本集团主品牌波司登的经营管理业务。
高妙琴	执行董事	2006	1951	2017-08-25 退任执行董事
麦润权	执行董事	2008	1976	2019-05-01 退任执行董事
高晓东	执行董事	2017	1976	于 2017 年 3 月获任执行董事，全面负责管理本集团的多元化服装业务。高先生是高德康先生和梅冬女士的儿子。
高管成员	职务	任职日期	出生年份	简介
戴建国	总裁助理/部门总监 (供应链)	2019	1970	于 2002 年加入公司担任厂长助理，并于 2021 年获委任为执行总裁助理、物流管理中心总监兼数字运营中心总监。
梅冬	执行总裁	上市前	1968	于 1994 年加入公司，负责本集团全面运营管理工作。
高德康	首席执行官	2015	1952	创始人，负责本集团的整体策略发展。
麦润权	首席财务官/副总裁/ 公司秘书	2008	1976	2017-06-26 卸任首席财务官，2019 年卸任副总裁、董事秘书
朱高峰	首席财务官/副总裁	2019	1975	于 2005 年加入公司，先后担任审计经理、财务副总监、财务总监、总裁助理等职位。
芮劲松	高级副总裁（波司登 品牌管理）	上市前	1973	于 2004 年 5 月加入公司，负责本集团主品牌波司登的经管。
何茂生	副总裁/总裁助理/部 门总经理（供应链）	2023	1978	于 2010 年 12 月加入公司，先后担任集团供应链总监助理、总监，并于 2017 年获委任为本公司执行总裁助理兼本集团供应链管理中心总经理。
王利军	副总裁/部门总经理 (外贸)	2023	1979	副总裁兼外贸事业部总经理，于 2000 年 7 月加入公司，并于 2017 年 4 月获委任为外贸事业部总经理，负责本集团的外贸业务。
吴晓明	副总裁/人力资源总监	2023	1985	于 2018 年加入本集团，并于 2023 年委任为集团副总裁兼集团人力资源总监。
赵翔	副总裁/部门总经理 (波司登电商)	2023	1985	于 2010 年加入波司登股份有限公司，并于 2020 年 4 月获委任为波司登品牌事业部电子商务中心总经理。
刘卫	副总裁	上市前	1968	2018-06-28 卸任副总裁，曾分管审计监察、法务中心和行政中心工作。
高晓东	副总裁	上市前	1976	于 2002 年加入公司并担任高级副总裁，负责管理本集团的多元化服装业务。
黄巧莲	副总裁	上市前	1965	于 1997 年 3 月加入公司，现任上海波司登服装设计开发中心总经理。
梁爽	公司秘书	2019	1989	于 2018 年加入本集团并于 2019 年获委任为公司秘书。

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

1.2.1 转型维度一：品牌重定位

焕新波司登主品牌的生命力是改革的重心，公司采取了“聚焦理论”指导转型，将资源从男装、内衣、童装、夏季服饰等领域“回收成拳”，重新挖掘主品牌潜力。2017 年 9 月，波司登与君智签署合作协议，调研形成主品牌“羽绒服专家”战略。

图表13: 波司登 2018 年“聚焦羽绒服”战略转型方案

“君智发现2017年波司登等面临的三大难题:

1、品牌远离主流人群。波司登被认为是父母辈才穿的品牌,这也是很多品牌在经过几十年发展以后留下的通病。

2、前有标杆,后有追兵。国内外品牌纷纷逐鹿羽绒服市场。外资高端品牌加拿大鹅深受年轻消费群体喜爱,一些四季时尚品牌也推出了设计时尚的羽绒服抢夺市场份额。使得波司登面临腹背受敌的困境。

3、信息粉尘化,无法抓住用户注意力。在信息大爆炸时代,如何让品牌信息吸引用户关注也成为巨大的挑战。

回归主业,
聚焦羽绒服

“波司登品牌的潜力:

- 专注羽绒服42年,具备专业认知基础;
- 产品品质广受认可,畅销全球72国;
- 品类价值明确,品牌代表品类;
- 大品牌认知普遍,易于品牌激活等优势。

君智战略落地:

1、整合传播力量。为强化“羽绒服专家”的认知优势,波司登加强与顾客之间的沟通,提高传播效率,重塑波司登在全球的地位。

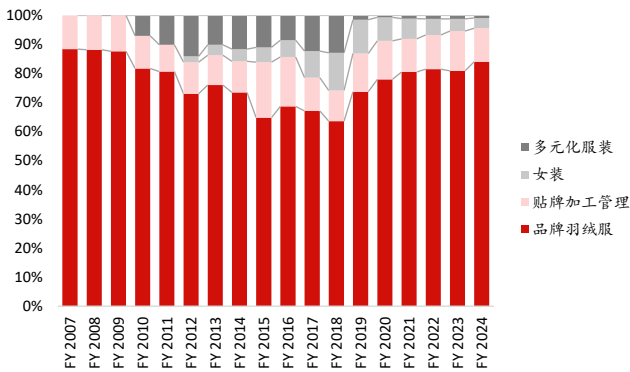
2、产品优化创新。波司登在原创设计、制造工艺、科技功能、产品定价、产品结构方面持续优化升级。

3、全面升级渠道。一是优化渠道结构布局,入驻主流渠道,分别在核心购物商圈、高端时尚百货开设品牌专营店。二是全面提升终端形象,给主流消费群体耳目一新的感觉。

资料来源: 君智战略咨询文章, 国联证券研究所

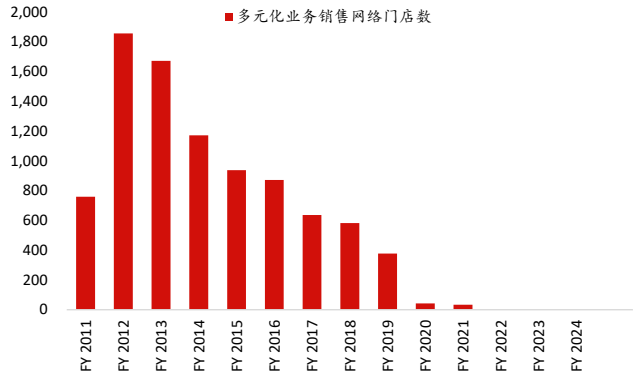
公司首先大刀阔斧地收缩了非羽业务,为聚焦改革释放资源。FY2019年,多元化服装业务占公司收入比例从上年的12.8%大幅下降至1.5%,门店于两年内全面关停;其中主要削减的为男装与波司登居家品牌,童装、校服品牌予以保留。

图表14: 多元化服装业务收入占比明显收缩



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表15: 多元化服装业务渠道逐步关闭



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

针对主品牌,2018年公司采取了一系列重磅、高调的营销宣传策略,焕新消费者认知:1)公司更换新的品牌 logo,放大波司登汉字、传达民族品牌特质,同时新添“畅销全球72国”文字强化品类专家认知;2)品牌发布日当天,全国近千家门店同时更换门头,升级渠道系统;3)水立方走秀,为全新品牌形象发声;4)登录纽约时装周,传递全球羽绒服专家信息;5)携手国际设计师,引起消费者关注与讨论等等。

图表16: 主品牌 2018 年 logo 焕新, 强调品类专家概念



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表17: 主品牌 2018 年举行水立方走秀、纽约时装周等宣传



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

其他羽绒品牌亦经历了数次定位调整, 雪中飞、冰洁当前正在分层市场、多种渠道中帮助公司共同抢占份额。在主品牌品牌持续拔高的过程中, 雪中飞瞄准中端大众市场, 2019 年曾肩负渠道下沉、电商会员系统实验的任务, 当前在消费分级趋势中主打线上性价比。冰洁 2019 年曾定位普惠性品牌, 当前已收缩线下、全面转型线上。

图表18: 公司旗下羽绒服各品牌战略调整复盘

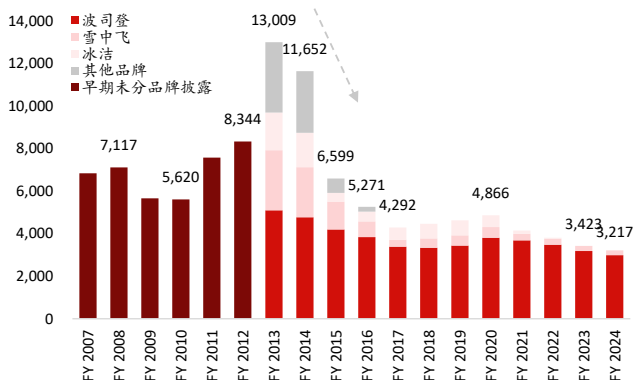
「羽绒+」多品牌战略调整			
	FY1997: 市场快速扩容, 多品牌充分享受红利	FY2009: 行业出清加剧, 品牌定位作出差异	FY2019: 主品牌重塑, 副品牌定位清晰化
			FY2021: 疫情改变消费场景, 借力直播渠道转型
波司登 畅销全球 72 国	行业领军品牌	重塑为中高端功能性时代品牌	
雪中飞 SNOWFLYING	1997年成立	重新定位为运动羽绒服	中端市场, 肩负渠道下沉、电商会员系统实验的任务 明确以线上为重点发力方向
冰洁 时尚羽绒服新风尚	2004年成立	中端大众 (偏潮流女装)	高性价比普惠品牌 大力收缩线下代理渠道, 全面转型线上直营/分销
康博 Combo SINCE 1976	品牌历史可追溯到 1970s	中端大众 (偏基本款男装)	曾尝试转向四季化男装, 2016年清库、退出市场

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

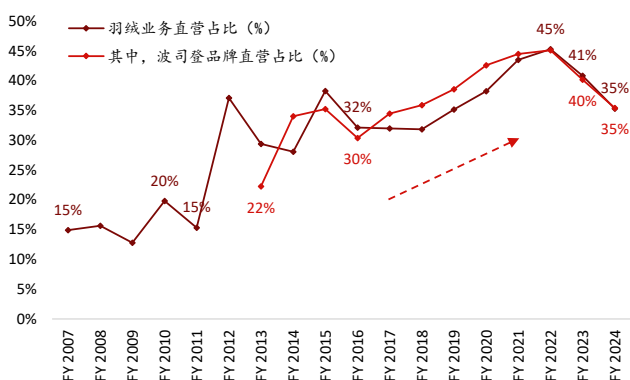
1.2.2 转型维度二: 新零售转型

公司从库存危机中吸取教训, 转型磨砺出的运营核心竞争力优势延续至今。公司对终端渠道、快反工厂、数字供应链、经销商政策等方面进行全方位升级, 各环节相辅相成服务品牌塑造。此外, 公司也开始在天猫等线上新渠道展现份额优势。

终端门店方面，公司淘汰低质量门店，矫正过度扩张；增强直营控制，配合品牌塑造。FY2017 年至今，公司始终控制门店数量增速，以直营模式探索高势能购物中心与时尚商圈，做实单店销售（后探索升级形成 Top 店体系、快闪店等渠道策略）。

图表19：羽绒服业务门店总数减少，纠正过度扩张


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表20：羽绒服业务直营门店数量占比提升，配合品牌塑造


资料来源：公司公告，国联证券研究所

供应链方面，公司在各个环节进行全面数字化、智能化升级，使得纵向一体化程度提升至较高水平，最终服务于更灵活的直营管理、更精细的经销管理。

- 订单管理：**延续直营与批发完全分开，直营门店单店订货、按照单店的销售需求匹配货品；经销商则根据各自不同的规模，采取不同的订货和返利模式，2018年起，每年冬羽绒订货会的首次订单比例总体不超过40%，余下订单以旺季实际需求反馈进行多批次补单。
- 快反生产：**作为集团的核心竞争力，目前每一批羽绒服产品订单均通过拉式补货、快速上新、小单快反运营，旺季进行滚动下单，以缩短周转时间；公司优质快反的基础在于全渠道数据的打通监测，以及高水平自动化产线。
- 仓储物流：**基于全国一盘货、线上线下融合共享理念，自研算法不断推动零售精细化管理。公司的中央配送中心 CDC+分布式区域仓服务所有门店，FY2019 完全取消了零售公司 RDC，采取 CDC 直接分拨至门店的一级配送流程；此后几年，公司自研库存计算中心 ICC、订单处理中心 OPC 等先进算法，实时捕捉、匹配、定位、计算每一笔订单，利用高自动化物流设备配送。

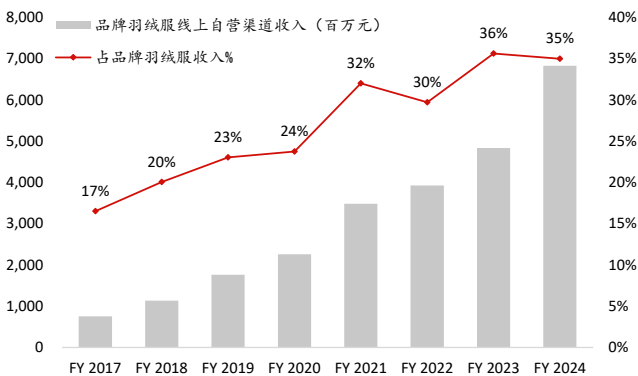
图表21：供应链管理全面数字化、智能化升级，纵向一体化程度提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

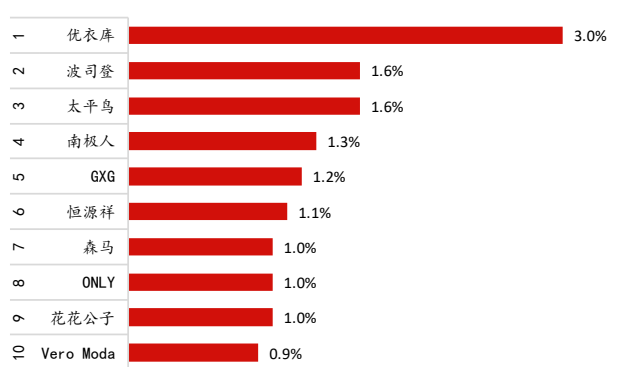
新兴渠道方面，波司登品牌自 2018 年起开始展现出线上的绝对优势。2018 年“双 11”波司登销售份额位列第二，为首个销售破亿的品牌服装，当日销量 5.6 亿；2020 年起，波司登天猫旗舰店开始领跑内衣服饰类，且在大促中折扣率相对较低。

图表22：羽绒服业务线上渠道快速增长，收入占比同步提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表23：2018 年天猫“双 11”服装品类波司登份额跃居第二



资料来源：ECdataway，国联证券研究所

1.3 转型成效：品牌升级，修炼内功

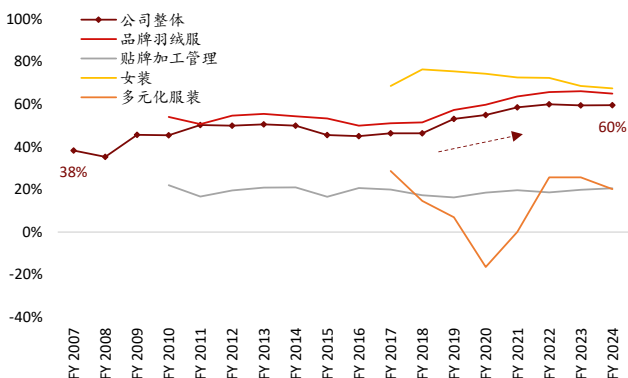
总结本阶段零售转型，我们认为最大的意义在于通过多环节补强，公司纵向一体化的效率提升，因此能达到各环节相辅相成的效果：若无快反供应链基础，公司将很难推行灵活的经销政策、将资源投入高质量直营与品牌塑造；若无渠道结构的重

塑与渠道间数据的打通，公司亦很难建设数字化、智能化、一体化供应链管理。总之，各环节、各渠道共同服务了品牌战略目标，成功重启了集团其后八年高质量成长。

1.3.1 短期，摆脱当下库存焦虑，重启集团成长

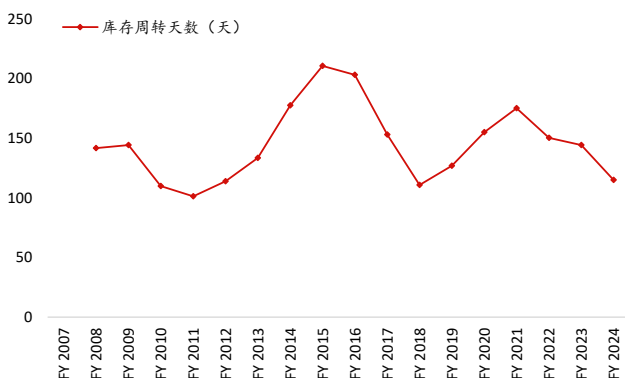
短期，通过重新分配集团资源，公司毛利率、周转天数等效率指标改善显著，摆脱了库存焦虑。毛利率层面，FY2017 品牌羽绒服业务毛利率自 50%水平开始反弹并持续提升，直至近三年稳定在 65%-66%水平，集团整体毛利率近四年稳定在 59%-60%水平。周转天数层面，公司业务属性天然与四季化服饰不同，但库存周转天数纵向对比改善显著，FY2017 自 200 天以上大幅回落至 153 天；其后几年受行业环境影响体现出库存周期，但压力峰值相对可控，最新报告期 FY2024 回落至 115 天相对低值。

图表24：羽绒服业务带动整体毛利率逐步攀升至 60%上下



资料来源：公司公告，国联证券研究所

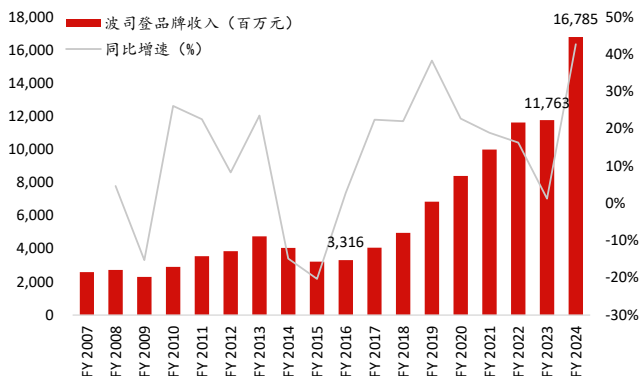
图表25：库存周转天数自高点大幅改善，此后周期有所平抑



资料来源：公司公告，国联证券研究所

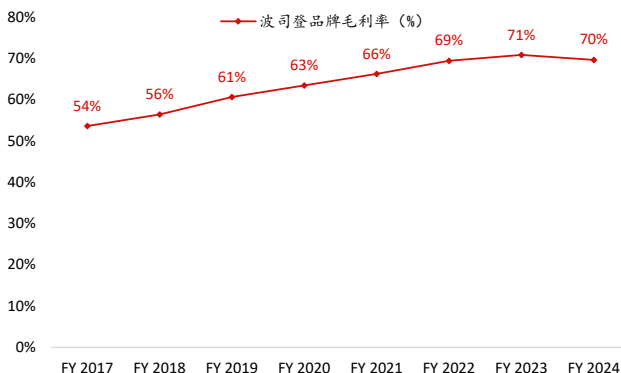
更重要的是，企业从此坚持聚焦品牌羽绒服赛道，“二次创业”、重启增长。经过动态调整，公司品牌羽绒服业务的品牌矩阵围绕波司登品牌为重心，线下零售网络呈精简升级趋势，通过单店提效与线上发展，收入体量现为 FY2016 年的五倍有余、FY2024 达 168 亿元，毛利率稳步提升至 70%左右；雪中飞定位“质价比”、迎合分层需求，通过持续发力线上爆品实现快速增长，FY2024 收入体量约 20 亿元，毛利率约 46%；冰洁线下网络当前已全部关闭，FY2024 收入体量约 1.5 亿元，毛利率约 39%。

图表26: 波司登品牌收入与同比增速



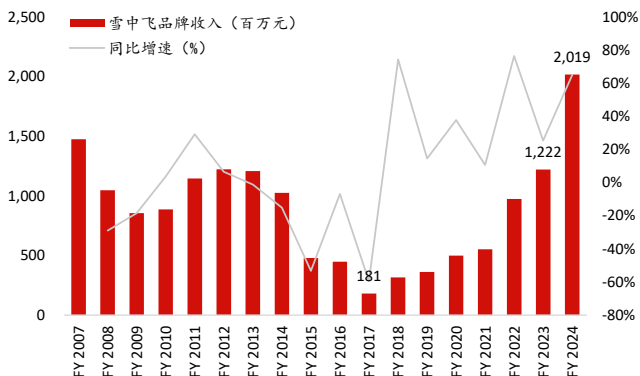
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表27: 波司登品牌销售毛利率



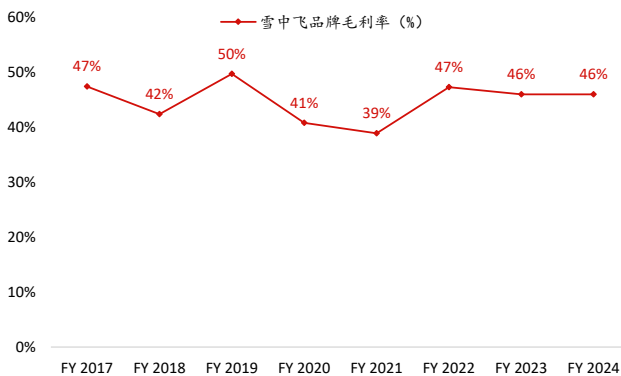
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表28: 雪中飞品牌收入与同比增速



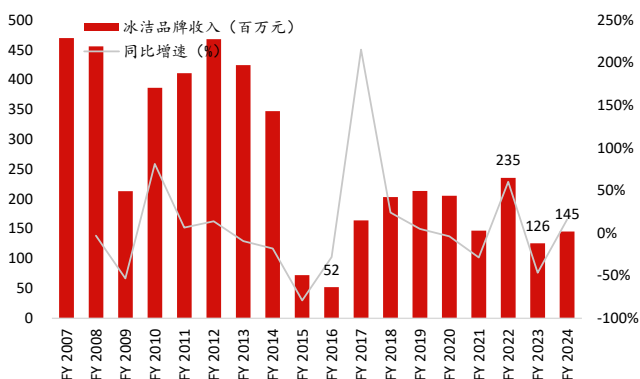
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表29: 雪中飞品牌销售毛利率



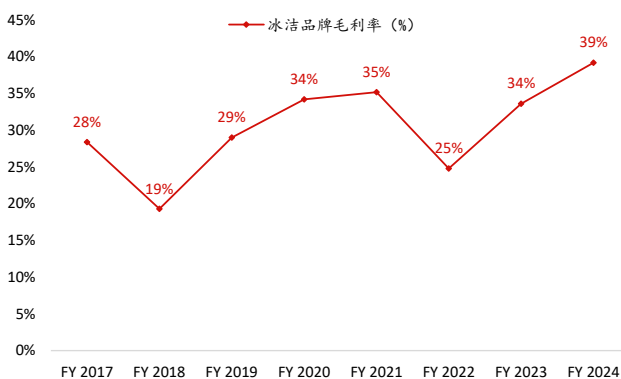
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表30: 冰洁品牌收入与同比增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表31: 冰洁品牌销售毛利率



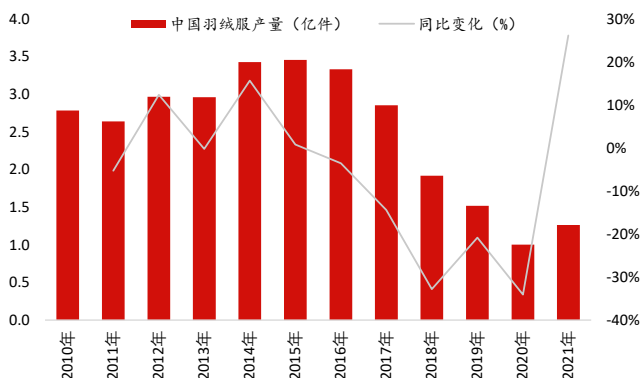
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.3.2 中期, 赶上消费升级末班车, 品牌力升级

中期, 在消费升级大门关闭之前, 波司登成功冲击了高端化。观察羽绒服行业数

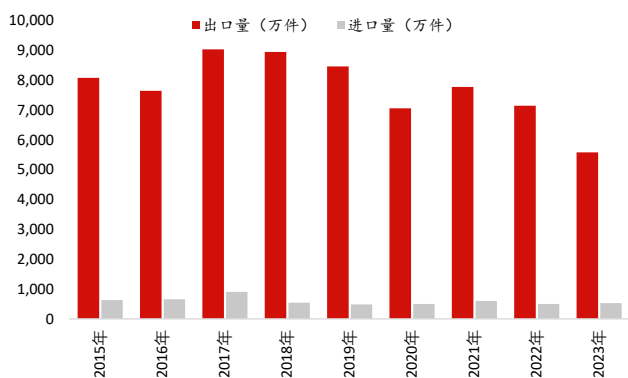
据，我国羽绒服产量高点出现在 2015 年，出口量高点出现在 2017 年，其后便进入产能出清、平价竞争阶段。彼时消费者信心尚未受到疫情冲击，公司带领波司登品牌、乃至整个常熟产业带实现了品牌、产品附加值跃升，保持了全球范围内的产业竞争力。

图表32：我国羽绒服产量自 2015 年峰值持续下滑



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表33：我国羽绒服出口量自 2017 年起波动下滑



资料来源：海关总署，国联证券研究所

波司登在公司高举高打的时尚资源投入与产品渠道塑造下，品牌力持续向上。镜鉴海外，羽绒赛道发展呈现出清晰的高端化路径：随着品类渗透率提升，更多四季服饰品牌进入羽绒服领域，原先的专业羽绒服品牌上升为高端品牌。因此，波司登调动时尚资源，多年来持续推动顶级设计师联名、国际时装周曝光、时尚社媒发声等品宣动作，主品牌成功焕新，产品提价、高线城市增长、客群时尚化等进程皆较为顺利。

图表34：波司登合作 Jean Paul Gaultier



资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

图表35：波司登合作 Ralph Lauren 前设计总监



资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

图表36：波司登集合国际一线明星亮相 2019 米兰时装周



资料来源：海外社媒，国联证券研究所

图表37：波司登羽绒风衣推新获得时尚五大刊联合宣传



资料来源：微博，国联证券研究所

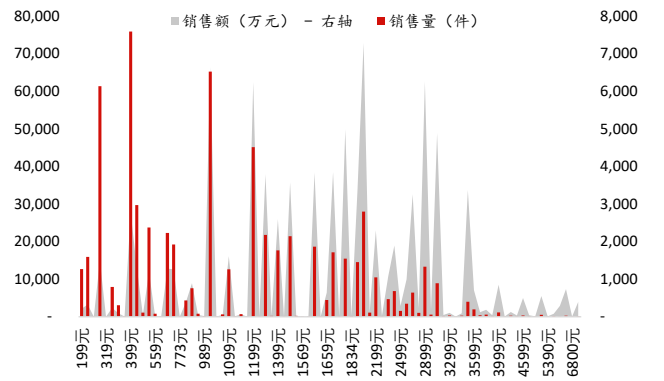
验证品牌力的最直接指标为产品均价：从常熟男装价格指数来看，2016 年之后区域休闲羽绒服较棉服价格优势持续拉大，羽绒服产业相对竞争力显著；波司登产品单价分布来看，2023 年旺季天猫官旗原价 0-499 元、500-999 元、1000-1999 元、2000 元以上的产品销售量占比分别为 36%、19%、34%、11%，销售额占比分别为 9%、12%、47%、24%、9%——也即，千元以上产品贡献当月线上收入的 80%。

图表38：常熟羽绒服内销价格自 2016 年起持续向上



资料来源：商务部，国联证券研究所

图表39：波司登旺季价格带分布（2023 年 11 月天猫官旗）



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

纵观当前国内的几大核心羽绒工业产区，常熟因为成功实现品牌化，稳固住了龙头地位。平湖前几年主要作为贴牌代工中心，近几年开始借力杭州电商优势，在政府支持下进行转型升级。共青城作为鸭鸭品牌源头，前几年在竞争中势能有所衰减，直至近两年鸭鸭在跟随策略下进行品牌焕新，开始合作华与华、签约佟丽娜。两广地区缺少强势的区域品牌，更多作为羽绒工业上游养殖、原羽加工、制造出口基地。

图表40：常熟作为国内羽绒制品核心产区，工业附加值相对更高

省份	羽绒制品主要产区	产区竞争力简介
江苏省	苏州市常熟市	波司登集团诞生地，全国最大的羽绒服饰先进产业带
浙江省	杭州市萧山区、嘉兴市平湖区	萧山为较早的华东羽绒加工基地；平湖为羽绒贴牌代工基地，近年来发展电商直播与出口
江西省	九江市共青城市	鸭鸭品牌诞生地（品牌运营设计职能已转至宁波），拥有全面的羽绒加工、羽绒服饰产业链
广东省	广州市番禺区、湛江市吴川市	番禺区拥有广州文华等知名羽绒出口企业；吴川的原羽加工产业辐射广东、广西、海南三省
广西省	贵港市港南区	港南为全国核心羽绒加工基地之一，主打原羽加工、羽绒制品制造

资料来源：市场监管总局，中国羽绒工业协会，各地方政府官网，国联证券研究所

1.3.3 长期，摸索品类经营经验，打下拓品基础

长期，公司摸索了“品类专家型”品牌的运营经验，在单季节、单需求等较为严苛的环境中磨砺了供应链管理能力和供应链管理能力，为后续消费分层、需求细分的市场环境打下拓品基础。这一意义构成了当下拓品类增长基础，将在后文第三章展望中详细阐述。

2. 羽绒的功能属性，成为品牌升级的土壤

当前公司依然坚持“聚焦”，挖掘羽绒品类需求潜力。根据公司 FY2024 年业绩发布会说明，公司未来三年目标定位为“全球领先的羽绒服专家”，致力于在 2026 年前后将品牌势能从“羽绒服大品牌”向上提升至“羽绒服第一品牌”。

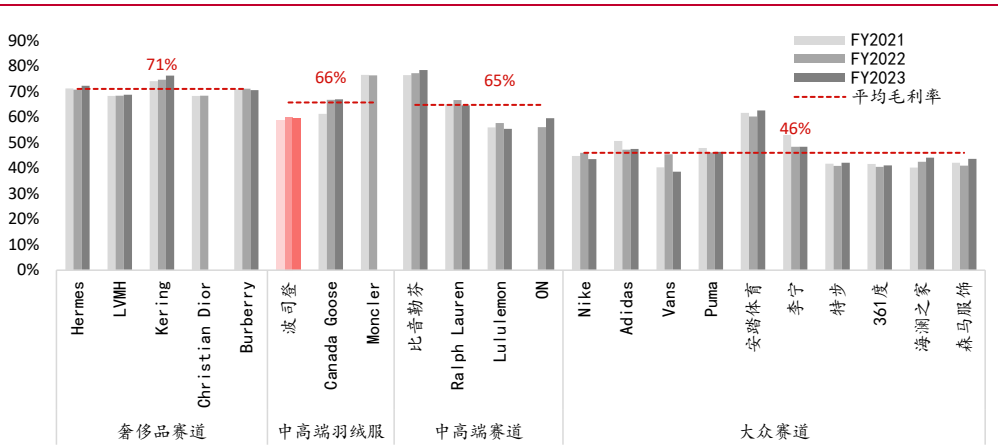
图表41：公司未来三年目标：定位“全球领先的羽绒服专家”



资料来源：公司 FY2024 业绩发布会 IR 材料，国联证券研究所

羽绒服品类本身具备高功能性、高体验感特征，因此易于在更长消费周期中驱动渗透率提升与龙头成长。横向对比成衣细分领域头部上市公司，较成功的羽绒服赛道龙头均定位高端化：面对非四季化品牌全面涌入羽绒服赛道后的竞争，专业品牌转而挖掘功能属性与品牌溢价，拔高品牌势能与产品定价，取得接近奢侈品的毛利率。

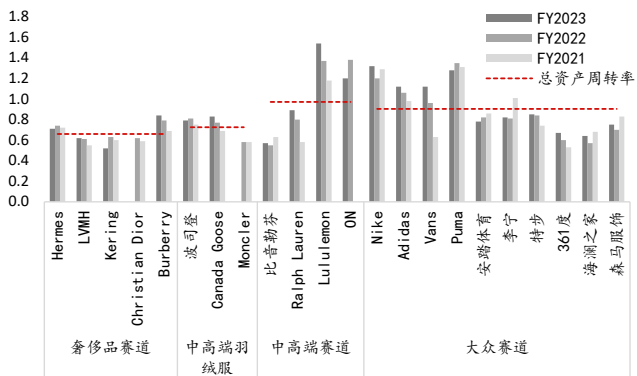
图表42：全球上市羽绒服品牌均定位中高端，近三年平均毛利率近 66%



资料来源：Wind，国联证券研究所

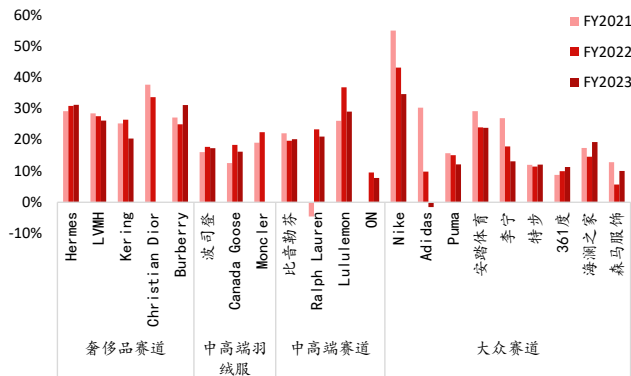
因此，在杜邦分析框架内，对比其他成衣赛道，中高端羽绒服品牌主要以相对高的毛利率支撑 ROE；而周转层面受季节性影响不占优势，因而库存运营也成为核心竞争力之所在。波司登公司 FY2024 最新报告期 ROE 提升至 23.4%，具备较强竞争力。

图表43: 羽绒服上市公司较四季化成衣公司周转率偏低



资料来源: Wind, 国联证券研究所

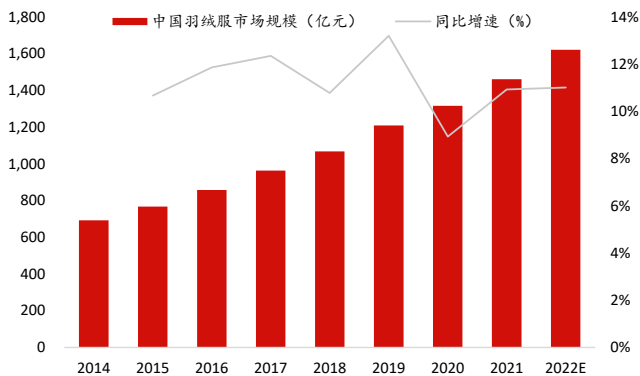
图表44: 波司登 FY2021-23 ROE 近 17%, FY2024 提至 23%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

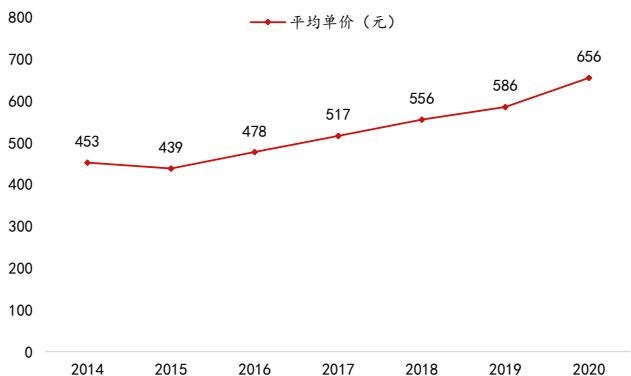
国内羽绒服市场前几年受益于消费品质升级趋势推动, 量、价维度均呈现稳健增长, 单价提升尤其亮眼。根据中国服装协会数据, 中国羽绒服市场于 2014 年至 2021 年期间维持每年 10% 以上增速, 2022 年或超 1500 亿元; 另外, 根据中华全国商业信息中心测算, 羽绒服单价从 2014 年的 453 元提升至 2020 年 656 元, 6 年 CAGR 约 6%。

图表45: 中国羽绒服市场规模 2022 年或超 1500 亿元



资料来源: 中国服装协会, 国联证券研究所

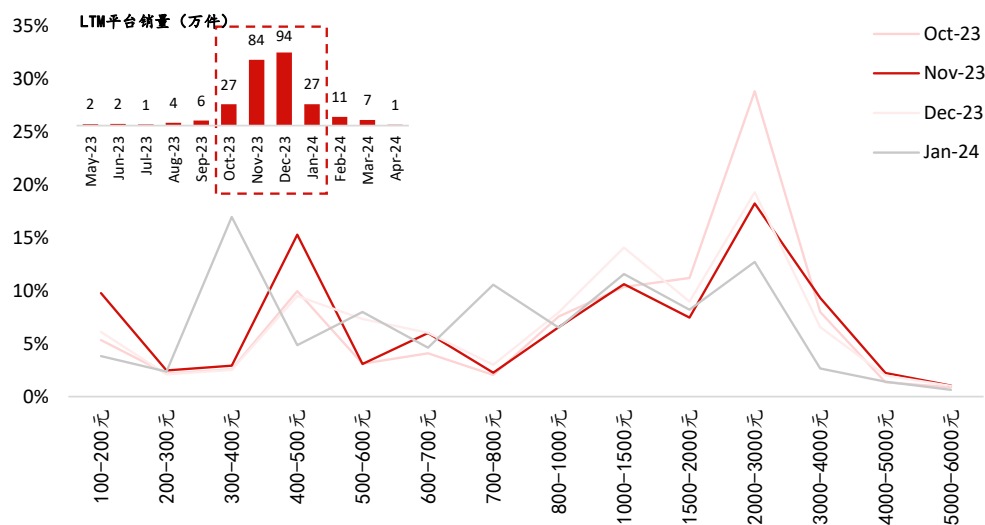
图表46: 中国羽绒服平均单价 2014-2020 年期间持续提升



资料来源: 中华全国商业信息中心, 国联证券研究所

波司登的主力价格带向上移动至近两千元, 已初步区别于大众品牌。从 2023 年秋冬线上淘系全平台数据来看, 10 月-12 月销量占比最高的价格均为 2000 元-3000 元 (10 月刚启动时当月占比达 29%, 其后随着电商大促回落至 18%、19%, 但占比依然最高), 1000 元以上产品销量占比 10 月-12 月期间在五成上下浮动。

图表47：波司登旺季价格带销量占比（淘系全平台），2000-3000元为核心区间



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

展望公司未来发展计划，羽绒产品业务将围绕品牌力提升、产品创新、渠道升级三个维度展开：1) 品牌引领方面，公司将进一步抢到温暖基因、领先专家的价值主张，提升品销转化效率；2) 产品创新方面，公司认为产品为核心竞争力，预计开展时尚功能科技品类的创新延伸，深挖新品类价值；3) 渠道升级方面，公司预计仍以提升单店店效为驱动力，分业态精细化运营，并加强与客户的沟通和VIP挖掘维护。

图表48：公司各板块发展路径，羽绒业务围绕品牌、产品、渠道



资料来源：公司FY2024业绩发布会IR材料，国联证券研究所

2.1 产品升级：工艺进步，产品创新

当下，品类升级将主要由工艺进步与产品创新驱动。首先，波司登作为核心起草单位参与制定的《羽绒服装 GB/T 14272-2022》新国标已于 2022 年 4 月发布，引领新一轮卖点营销与需求更新。实际上，当前市场上的低质羽绒服仍存在气味重、钻绒、粉尘残留等质量问题，保暖性好、蓬松度高的高品质羽绒服仍有持续渗透的广阔空间。

图表49：中国羽绒行业高质量发展要素（2019年）

两大质量问题：

气味	很多因素导致，例如原料问题（鹅鸭饲养周期短，绒朵不成熟的比例大）、工艺问题（洗涤或漂洗不充分等）、管理问题（储存环境高温高湿、未水洗绒乱放串味等）
钻绒/粉尘	“丝”和“尘”过多，即绒羽丝含量>7%、杂质含量>1.0%，导致保暖性、舒适性变差。具体原因包括采购饲养周期较短的鸭绒、不法商贩混入粉碎毛丝及陆禽丝、水洗加工除灰不彻底等。

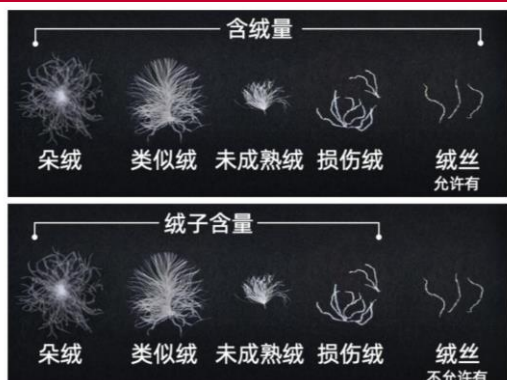
高质量要素：

绒子含量	最常见品质性指标，代替旧国标的绒量指标，指仅“绒子”在羽毛中所占比例。相同体积的羽绒，绒子含量越高保暖性越好。市场上大多数羽绒制品绒子含量标称值为 80%、90%，少数高端产品称为 95%。
蓬松度	最重要品质性指标，直接反应羽绒品质与价格（国标不强制表示）。国际标准蓬松度单位为 $\text{in}^3/30\text{g}$ ，一般 500 蓬起步，650 蓬较好，800 蓬很好，最高可达到 1000+蓬但不可量产；国内 2011 国标采取 cm 为单位，四档分别换算为 12.5、16、20、25 cm。
浊度（清洁度）	安全性指标，反映羽绒中残留的杂质、微尘及游离有机物含量。一般要求清洁度达到 500 mm 即可，高品质羽绒多数可达到 1000 mm。
陆禽毛/丝含量	安全性指标，多数情况下指鸡毛混入。澳大利亚严令禁止绒子含量 85% 以上的羽绒中出现陆禽毛，我国散户收集的灰鸭毛中或混入少量陆禽毛、但不会超过 1.0%，高质量羽绒可控制在 0.2% 以下。

资料来源：中国羽绒工业协会，国联证券研究所

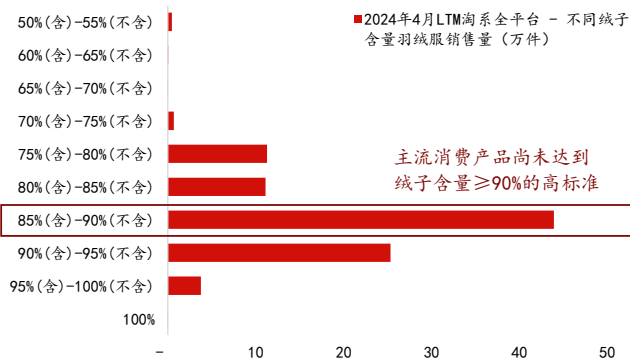
以本次国标更新的重点指标“绒子含量”做释：旧国标下绒量计算内允许含绒丝，新国标则以“绒子含量”代替“含绒量”，只计算朵绒至损伤绒含量，即，旧国标下的“90 绒”在新国标下的绒子含量仅仅 $\geq 81\%$ 。而从当前电商截面数据来看，主流消费产品实际尚未达到绒子含量 $\geq 90\%$ 的高标准，消费品质升级仍有较大进步空间。

图表50：羽绒服新国标以“绒子含量”替代“含绒量”



资料来源：国联证券研究所

图表51：当前线上主要消费产品绒子含量标准仍有提升空间



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

另一大推动力在于产品创新，尤其是国标带动填充物品质升级后：1) 同等保暖度的产品可以做得更轻更薄，迎合了更多气候条件与使用场景需求。FY2023，公司推出轻薄羽，显著带动羽绒服产品全面升级，打开春秋羽绒、南方羽绒、混搭羽绒场景。此外，轻薄羽可以降低气温变化带来的销售不确定性，做到“温度适销”。

图表52：波司登引领高质量产品开发创新，FY2023 推出轻薄羽绒服



资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

2) 打开了“羽绒+”的赛道融合创新机遇，集其他功能性材料之长，补羽绒性能、设计短板。羽绒材料作为“静态保暖之王”，亦有很多缺点，例如：怕水怕潮，遇水后吸水，丧失保暖效果；透气性差，尤其是吸收汗气与水蒸气后，影响保暖性与透气性。但是，通过与软硬壳冲锋衣结合，FY2024 的“三合一冲锋衣”产品增强了外层防风、防水、透汽性能，成功与户外时尚融合，成为刺激更新需求的优秀创新产品。

图表53：波司登创新羽绒风衣产品



资料来源：品牌抖音号，国联证券研究所

图表54：波司登创新羽绒三合一冲锋衣产品

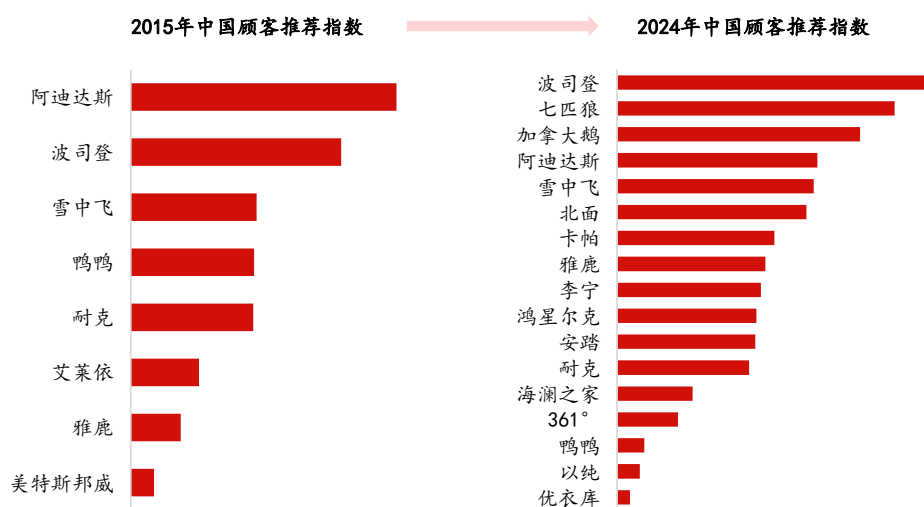


资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

2.2 品牌向上：专业专家，形象升级

当前，羽绒服赛道已进入融合竞争阶段，四季化品牌全面涌入，波司登竞争对手从以往的专业羽绒服与运动品牌新增运动户外、大众快时尚品牌等。即使竞争烈度不减，波司登仍实现了品牌口碑的不断向上，在2024年CNBrand调研中再次位列第一。

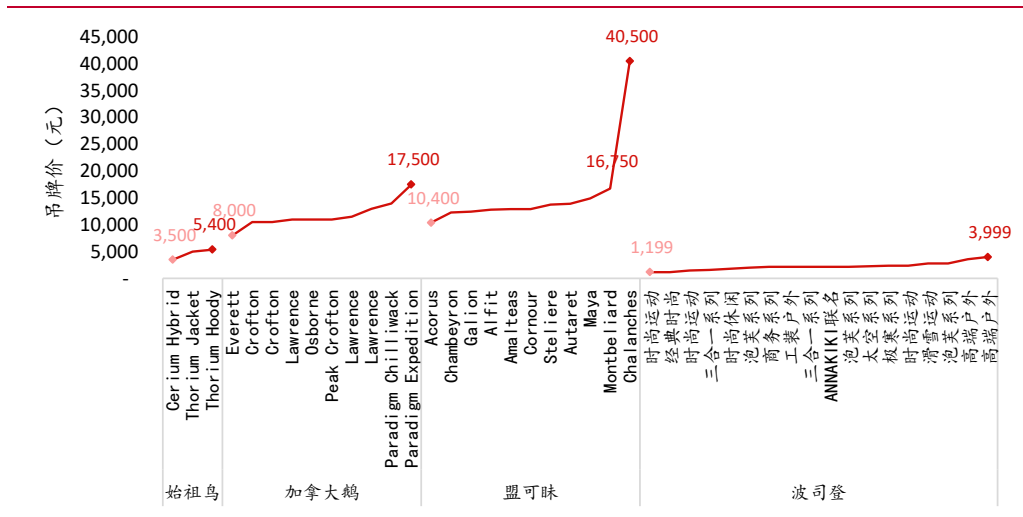
图表55：羽绒服、棉服进入融合竞争阶段：时尚、运动品牌争抢专业品牌份额



资料来源：CNBrand，国联证券研究所

对比同样定位中高端的竞争对手，波司登风格全面、定价亲民，产品性价比高。始祖鸟、加拿大鹅、Moncler 羽绒外套分别代表三个风格：功能户外、工装羽绒、休闲泡芙，且当前价格带整体高于波司登；波司登的产品风格与价格带矩阵更加丰富，满足更广阔客群的细分需求，同时也在横向对比中可以期待品牌未来的向上空间。

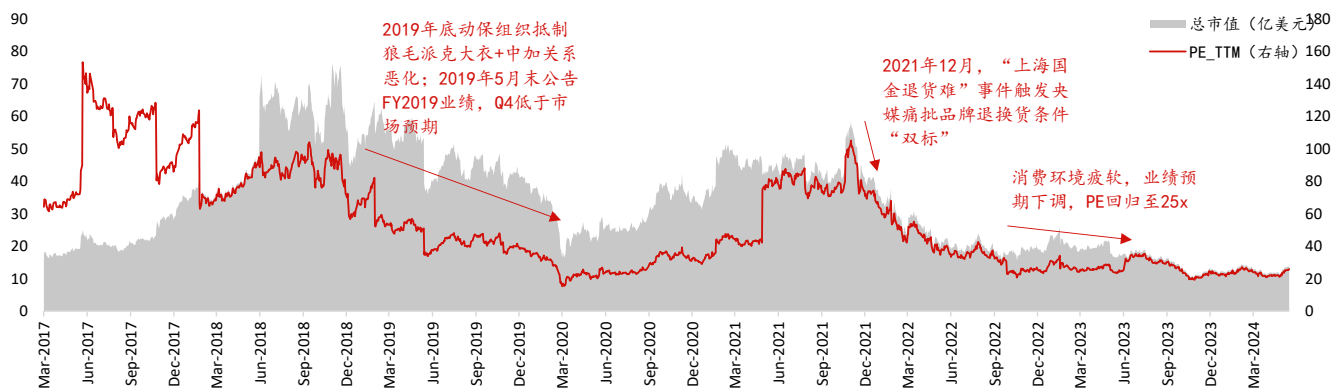
图表56：波司登与始祖鸟、加拿大鹅、盟可睐吊牌价格带对比



资料来源：天猫官旗，国联证券研究所

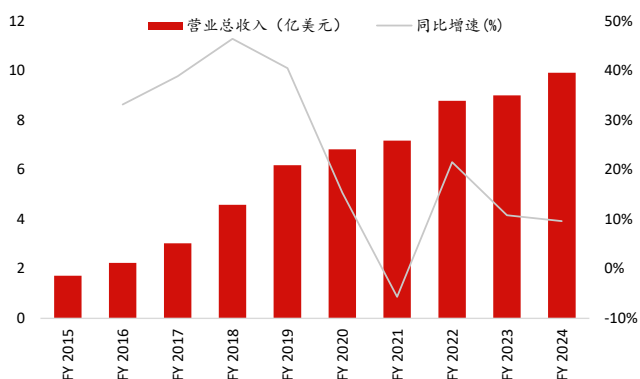
我们认为，在海外品牌祛魅与文化自信趋势下，国货品牌竞争力提升仍是可以观察的重要逻辑。2021年12月，加鹅歧视事件的舆情直接导致公司股价下挫，成为观察海外品牌在华竞争力的小小侧面：11月29日，消费者反映“加拿大鹅”中国大陆地区退款难，央媒痛批其“双标”；12月1日，上海消保委约谈加拿大鹅，质疑其区别对待消费者；次日，加拿大鹅股价大跌后优化退换货条款，引发更广泛的抵制舆情。

图表57：加拿大鹅 (GOOS) 复盘：2021年底中国退款难事件导致阶段性估值下杀



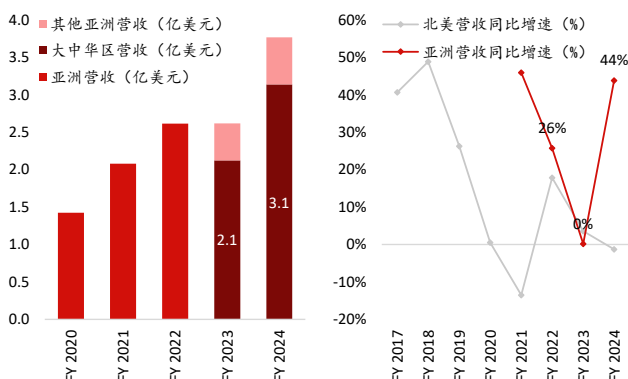
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表58: 加拿大鹅营业收入与同比增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

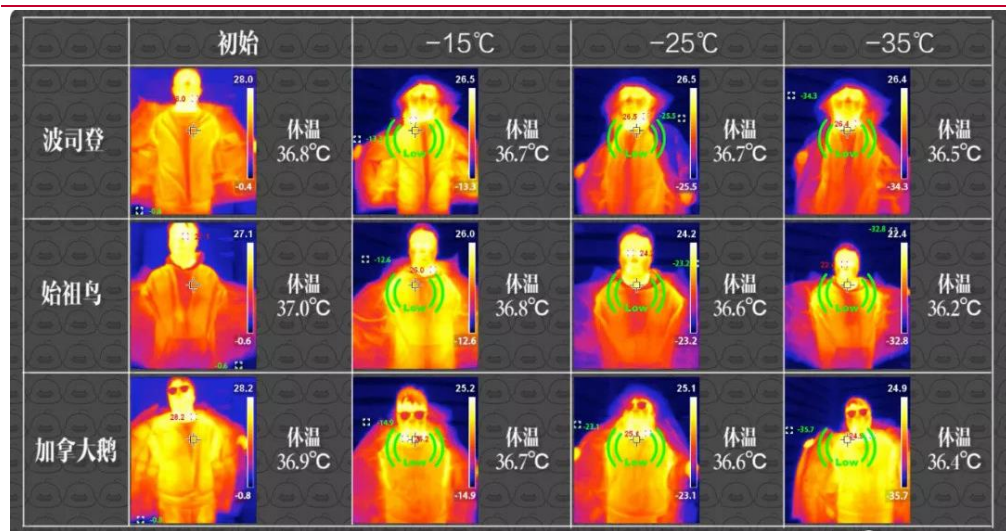
图表59: 加拿大鹅中国市场营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

海外品牌祛魅的同时, 近年来自媒体不乏各类测评内容, 教育消费市场国产产品的竞争力毫不逊色、甚至更有优势。波司登品牌本身拥有近半个世纪的产品研发历史, 结合当下流行的面料科技、功能科技宣传与设计奖项曝光, 预计将取得延续良好口碑。

图表60: 波司登、始祖鸟、加拿大鹅羽绒服极限环境下的保暖效果测评



资料来源: 什么值得买, 国联证券研究所

公司的品宣将紧密围绕“专业专家”概念运作, 除了前文介绍的明星代言、时尚活动、海外大秀等宣传途径, 随着零售渠道持续向着高端、高效方向努力, 门店装潢焕新或许能更直接地向消费者传递品牌概念。2023年, 北京王府井旗舰店作为首家“登峰概念店”启幕, 新门店强调了产品在极端气候条件下的专业表现、新增了实验室与沙龙区等消费者互动场景、体现了对极限运动爱好者的热情支持。我们预计近两年品牌在门店升级、品牌活动方面将作出更多大胆创新, 有望持续提升品牌形象。

图表61：波司登“登峰概念店”（北京王府井）外墙



资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

图表62：波司登“登峰概念店”（北京王府井）内景



资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

2.3 运营护航：渠道升级，需求挖掘

我们认为，公司作为单品类经营公司，常年面对特殊的运营挑战：羽绒销售季节性极强，存在明显的淡旺季区分、销售时间窗口较短；且近年来随着气候异常频繁发生，气温扰动的不确定性增强，销售时机缩短、地域间差异加大——在这样的环境中，公司打磨出了系统性方法论，其品类经营策略在我们理解中可拆分为三步：1)“想得到”，指强化品牌心智，尤其是提升旗舰店、概念店调性；2)“能挑中”，将需求进行不同维度的拆分，设计门店规制与货盘陈列，挖掘个性化需求；3)“能给到”，受益于多年耕耘的商品全渠道一体化库存管理，打造销售导向的快反供货能力。

图表63：波司登“品类运营”策略分析



资料来源：国联证券研究所

渠道升级方面，我们认为最值得强调的是公司正在有意识地改变与消费者沟通

互动的方**式**，围绕品牌基因开展线上线下社群运营，增强体验式消费、情绪式消费价值感，最终达到巩固核心会员的目的。此外，中后台能力的提升也支撑了公司采取更加灵活的渠道策略，购物中心“快闪店”（10月至次年2月旺季店）经历数年发展，FY2024年数量超1400家，已成为差别于其他四季化品牌的差异性曝光渠道。

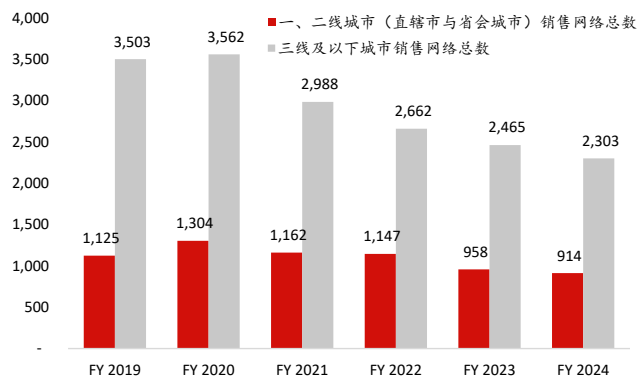
图表64：TOP店内设置体验、社群空间（上海南京西路店）


资料来源：上海市静安区融媒体中心，国联证券研究所

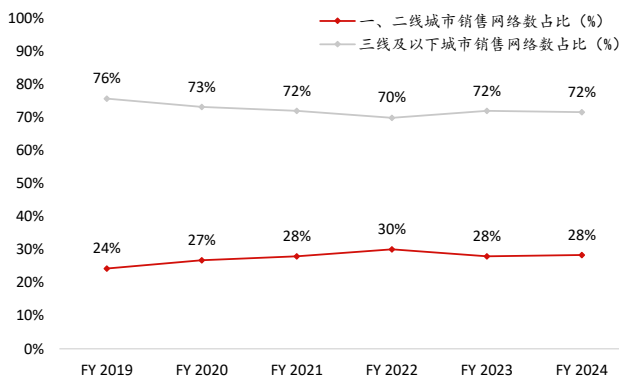
图表65：快闪店为适配产品季节性的差异性渠道


资料来源：元素谷，国联证券研究所

落实到项目计划，FY2024公司打造了Top店体系，争取坐实单店运营，将有限的优质资源聚焦在明确的目标市场。Top店项目甄选出标杆门店，进行系统性、体系化运营和管理，上一财年起250个项目覆盖了约500个销售网点，实现了Top店快速增长，亦为未来渠道迭代提升塑造经营标杆。此外，公司亦对全过各层级市场进行了梳理，改善现有渠道结构、布局、质量及终端形象，提升渠道综合运营效率。

图表66：品牌羽绒服销售网络布局收缩集中于高线核心市场


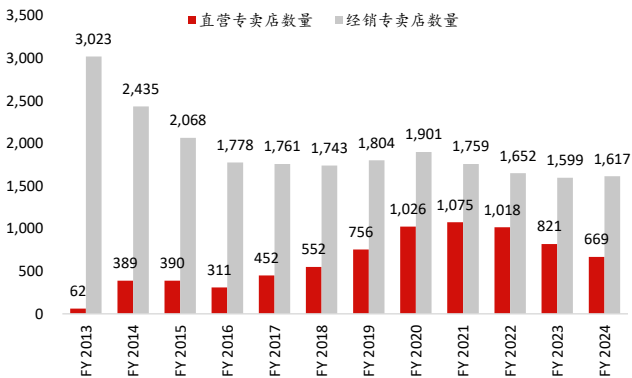
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表67：品牌羽绒服销售网络布局趋于稳定，提质重于扩量


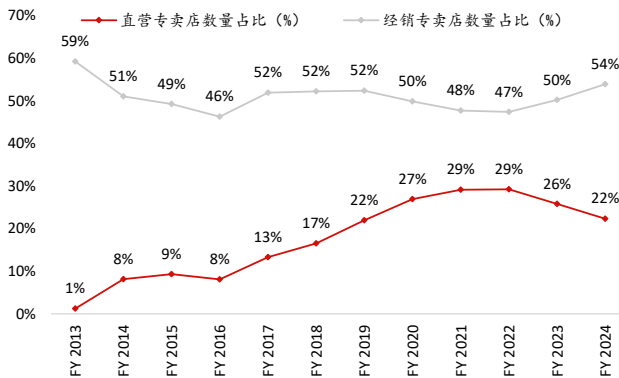
资料来源：公司公告，国联证券研究所

此外，经销体系总体当前配合整体渠道策略，主抓提质、控制扩张，公司采取严格的首单订货比例限制，以快反为主控制业务库存良性健康。但在谨慎扩张之外，过去几年经销渠道已展现出健康活跃的销售成绩，批发业务营收增速连续两年快于自

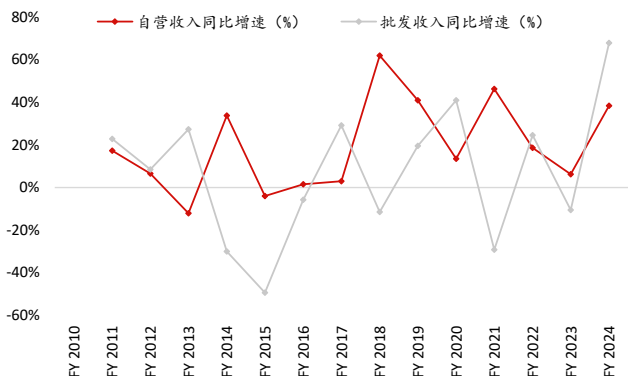
营，FY2024 实现 46.0 亿元，同比增速 68%，近三年 CAGR 23%。展望未来，随着渠道调整自上而下探入更多潜力城市市场，经销或成为公司业绩弹性来源之一。

图表 68：波司登直营专卖店精简提质，经销专门店小幅增长


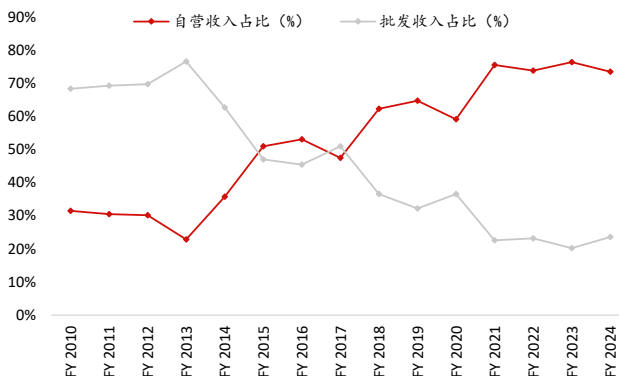
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 69：波司登经销专卖店数量占比近三年稳健提升


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 70：品牌羽绒服批发收入近三年 CAGR 23%，略快于自营


资料来源：公司公告，国联证券研究所

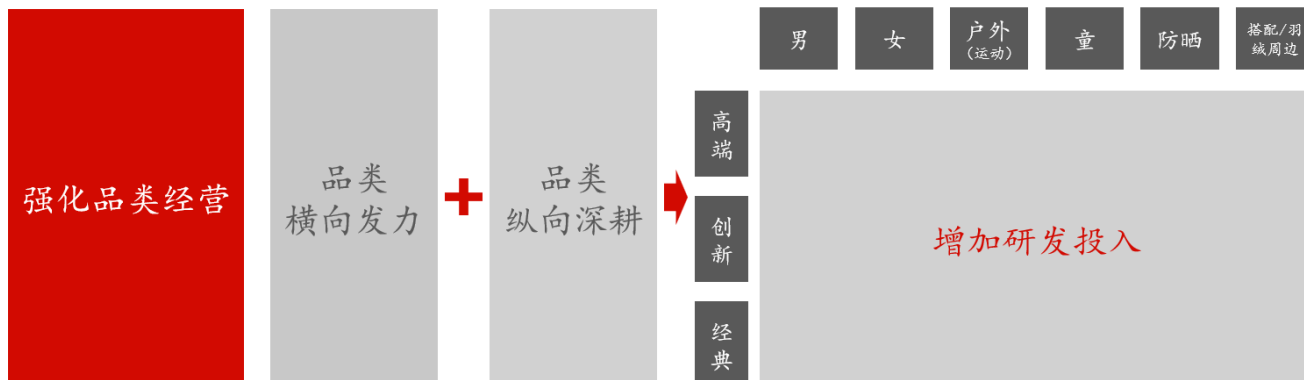
图表 71：品牌羽绒服批发收入占比近年来呈稳步提升趋势


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 复制羽绒经营方法，拓展更多细分赛道

总结上一章波司登“品类经营”的部分经验：通过将防寒需求在客群、气温、场景等维度进行细化与组合，挑选出相对具备潜力的组合对照设计货盘，并结合渠道一体化与快反供应链实时调整，达到紧贴市场、引领潮流的目标——我们认为，公司已摸索出一套相当有效的实践方法论，支持公司资源复制、延伸进入更多品类市场。

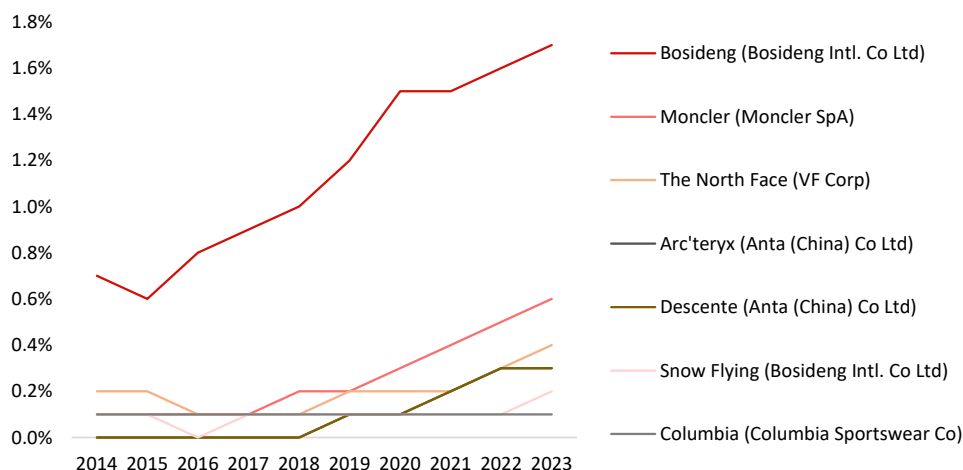
图表72：波司登发展策略之一：强化品类经营战略



资料来源：公司 FY2024 业绩发布会 IR 材料，国联证券研究所

FY2018 年报，公司首次明确提出“致力于成为全球最受尊敬的功能服饰集团”愿景，当下将定位进一步凝炼为“时尚功能性”，近三年试探性延伸进入春夏防晒、运动户外、冰雪运动等品类赛道。我们认为，去年冲锋衣、今年防晒服的销售高增体现了公司“销售导向”的强化，背后是数字化快反实力的支撑。通过营销、制造、渠道全流程的快速响应，公司更能抓住当下的消费潮流，为中期多元化增长创造机遇。

图表73：中国功能性服饰品牌外套销售额市占率：北面、始祖鸟等快速崛起



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

3.1 拓品可行性：强功能性、强价值感基因

近三年，运动功能性服饰的大众化是中长期确定性较高的行业主线，品类拓展

将带来从0到1的增长。复盘行业历程，专业运动装备功能性“下放”至日常休闲场景，大众消费者往往可以明确感知到体验升级，强化品牌方产品差异性认知的竞争力；这个过程中专利材料渗透率快速提升，产品创新亦将涌现。近年来，全民户外运动风潮、全球时尚潮流、极端异常天气、面料功能性追求等因素正助推这一趋势。

图表74：功能性服饰潮流：专业运动装备科技下放至大众休闲市场，产品创新涌现



资料来源：国联证券研究所

购物中心开关店数据亦侧面印证了品类的增长动能，当前发展阶段，中高端品牌尚有信心投资 Capex 步入传统的“消费升级”的路径，抬升品牌调性、教育消费市场——其中，蕉下、萨洛蒙、骆驼等运动户外品牌开店势能在横向对比³中居前。当然，线上渠道蕴藏着更多“质价比”需求，下文将通过数据分析对供需进行探底。

³ 参考中国连锁经营协会、汇纳科技（300609.SZ）联合发布的《2022-2024 购物中心开关店研究报告》，研究时段为 2022 年 7 月-2024 年 3 月，样本覆盖 13 座重点城市 447 个样本购物中心。

图表75：购物中心开关店情况：零售业态微缩，功能性服饰开店势能突显

	原有	新开	关闭	净增	±%		原有	新开	关闭	净增	±%		原有	新开	关闭	净增	±%		
零售	39,440	8,956	9,597	(641)	-2%	>>	服装	20,017	4,620	5,142	(522)	-3%	>>	女装	7,040	2,042	1,916	126	2%
餐饮	20,213	7,278	5,095	2,183	11%		鞋履	2,426	387	490	(103)	-4%		男女装	4,965	1,012	1,253	(241)	-5%
娱乐、服务等	13,106	4,270	3,550	720	5%		化妆品	2,332	437	513	(76)	-3%		运动户外	3,312	603	803	(200)	-6%
							珠宝	5,714	896	840	56	1%		男装	1,954	336	401	(65)	-3%
							数码家电	3,436	729	567	162	5%		童装	1,653	625	779	(154)	-9%
							奢侈品	1,688	191	189	2	0%		母婴儿童	457	250	217	33	7%
													运动儿童	636	131	127	4	1%	

#	样本分类	品牌	原有	新开	关闭	净增↓	±%	#	样本分类	品牌	原有	新开	关闭	净增↓	±%
1	运动户外	安踏	115	31	4	27	23%	32	运动户外	探路者	11	5	5	0	0%
2	运动户外	蕉下	49	27	2	25	51%	33	运动户外	特步	35	7	8	-1	-3%
3	运动户外	MBL	138	27	3	24	17%	34	运动户外	乔丹	25	6	7	-1	-4%
4	运动户外	NB1906	75	20	2	18	24%	35	运动户外	NERDY	10	5	6	-1	-10%
5	运动户外	Salomon	13	19	2	17	131%	36	运动户外	匹克极态	9	7	8	-1	-11%
6	男女装	曼妮芬	52	19	2	17	33%	37	男女装	Resimple	3	1	2	-1	-33%
7	运动户外	李宁	169	26	10	16	9%	38	运动户外	NERDY	1	5	6	-1	-1
8	男女装	nautica white sail	8	14	1	13	163%	39	运动户外	DESCENTE	31	5	7	-2	-6%
9	运动户外	骆驼	13	16	4	12	92%	40	运动户外	SKECHERS	79	15	18	-3	-4%
10	男女装	no one else	18	11	0	11	61%	41	运动户外	acupuncture	13	2	5	-3	-23%
11	运动户外	HOKA	7	10	0	10	143%	42	运动户外	FILA	131	6	10	-4	-3%
12	运动户外	Lululemon	50	10	0	10	20%	43	运动户外	美津浓	9	1	5	-4	-44%
13	男女装	蕉内	6	10	1	9	150%	44	运动户外	KAPPA	23	6	11	-5	-22%
14	运动户外	KAILAS	12	9	0	9	75%	45	运动户外	回力/回力1927	94	44	50	-6	-6%
15	运动户外	361°	28	12	3	9	32%	46	运动户外	FILA Fusion	41	0	7	-7	-17%
16	男女装	the north face/城市探索	46	18	9	9	20%	47	运动户外	NIKE	225	9	18	-9	-4%
17	男女装	歌瑞尔	7	11	3	8	114%	48	运动户外	New Balance	48	4	13	-9	-19%
18	男女装	CalvinKlein	7	10	2	8	114%	49	运动户外	Timberland	37	1	11	-10	-27%
19	男女装	卡帝乐鳄鱼	16	16	8	8	50%	50	运动户外	安踏体育	29	0	12	-12	-41%
20	运动户外	鸿星尔克	35	13	6	7	20%	51	运动户外	飞跃	12	2	14	-12	-100%
21	男女装	Tommy Hilfiger	82	10	3	7	9%	52	运动户外	Adidas	174	9	24	-15	-9%
22	运动户外	李宁1990	5	6	0	6	120%	53	运动户外	NIKE Kicks Lounge	128	9	26	-17	-13%
23	运动户外	On昂跑	16	6	0	6	38%	54	运动户外	Onitsuuka Tiger	45	3	20	-17	-38%
24	运动户外	MAIA ACTIVE	21	7	1	6	29%	55	运动户外	POLOWALK	80	14	33	-19	-24%
25	男女装	波司登	109	33	27	6	6%	56	运动户外	Under Armour	62	5	24	-19	-31%
26	运动户外	K SWISS	0	5	0	5		57	运动户外	Puma	72	6	28	-22	-31%
27	运动户外	Le Coq Sportif	9	10	5	5	56%	58	运动户外	Champion	105	3	28	-25	-24%
28	运动户外	Saucony	13	5	1	4	31%	59	运动户外	Adidas Originals	126	2	28	-26	-21%
29	运动户外	KOLON SPORT	17	5	3	2	12%	60	运动户外	Converse	53	5	31	-26	-49%
30	运动户外	Columbia	26	5	4	1	4%	61	运动户外	Adidas NEO	12	1	27	-26	-217%
31	男女装	安莉芳	27	11	10	1	4%	62	运动户外	Vans	50	4	43	-39	-78%

资料来源：中国连锁经营协会，汇客云，国联证券研究所

波司登产品线向功能性服饰领域延伸具备天然优势，羽绒服品类本身制衣工艺较为复杂、产品功能属性强、价值体验感高，易于与户外赛道产生联系；甚至，连品牌发展脉络中“技术从极端探险活动下放至日常场景”的营销思路甚至与戈尔公司不谋而合。此外，公司多年为世界一线品牌代工积累了充足设计经验，并积极与科技面料厂商合作、参与行业标准制定，产品开发能力具备领先优势。最后，在各户外品牌纷纷绑定源头运动、寻找差异性定位时，波司登立足冬季冰雪运动，消费者感知清晰。

图表76：波司登极限探险品牌基因



资料来源：品牌官网，国联证券研究所

图表77：戈尔极限探险品牌基因

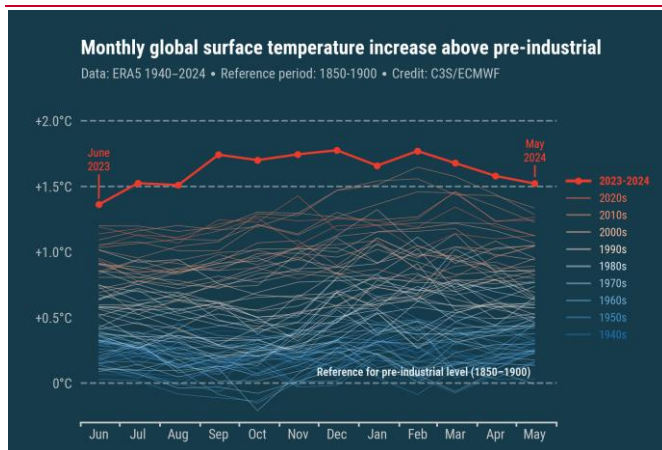


资料来源：品牌官网，国联证券研究所

3.2 夏季防晒衣赛道：快反支撑，引领时尚

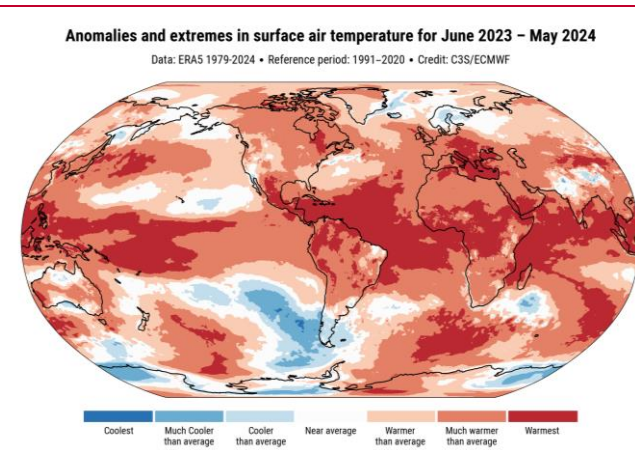
去年，我国气象条件进入了一个新的厄尔尼诺周期，典型特征是在平均气温升高的同时阶段性的冷暖交替变得越来越频繁、剧烈。而如今，2024 年我们经历了有气象记录以来最热的5月⁴，高温酷暑与冷热交替为防晒衣创造了需求场景。

图表78：全球地表大气温：较工业革命前大幅抬升直至新高



资料来源：Climate Copernicus，国联证券研究所

图表79：大气温异常与极端：多地迎来史上“最热”5月



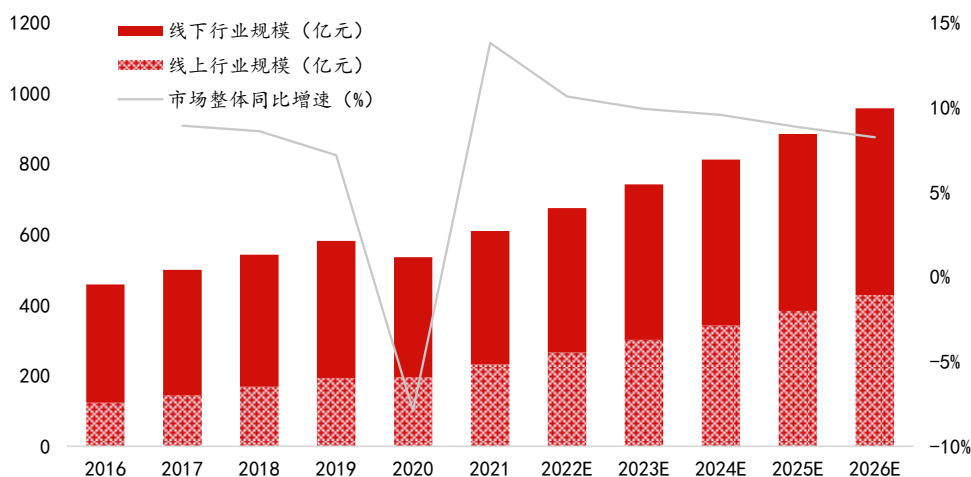
资料来源：Climate Copernicus，国联证券研究所

经过三年快速发展，本报告测算狭义（国标）防晒衣市场约有百亿规模。蕉下聆讯资料引用灼识咨询数据，2021 年中国广义防晒服饰市场（含防晒功能衣服、伞具、帽子、墨镜、口罩等）规模达 611 亿元，其中线下、线上渠道分别为 378 亿元、232

⁴ 参考 Copernicus 2024 年 5 月报告 <https://climate.copernicus.eu/surface-air-temperature-may-2024>

亿元。而本报告监测的狭义防晒衣 2023 年线上淘系全平台 4 大类目（户外、女装、男装、童装）下销售额约 55 亿，同比增速约 60%，考虑抖音、京东、小红书等其他线上平台以及线下商超渠道，狭义防晒衣市场或也已达到百亿规模。

图表80：中国广义防晒服饰市场规模 2021 年达 611 亿元，预测远期冲击千亿



资料来源：蕉下聆讯资料，灼识咨询，国联证券研究所

注：广义防晒服饰包括具有防晒功能的衣服、伞具、帽子、墨镜、口罩、披肩、袖套及手套等产品

当前的品牌竞争的重点可以总结为两方面：卷产品，卷营销。产品方面，当前研发的重点早已不是防晒性能，而是舒适性与设计感。防晒衣执行的是 GB/T 18830-2009《纺织品防紫外线性能的评定》，只要能做到 UPF>40 与 UVA 透射率<5%就都已经可以很好应对日常通勤甚至户外运动的需求，对比美、澳、新等国标已经“遥遥领先”——随着大量测评视频的教育，不少消费者已经意识到“防晒数值”无须追求极致。防晒衣渗透率提升过程中真正要解决的问题是舒适性，摆脱“塑料袋”的闷热感，凉感面料、吸湿速干、易携带不怕洗，才能将品类市场持续做大。另外，与大多数户外服饰逻辑类似，防晒衣市场的基本盘并非硬核党而是穿搭党，日常场景中防晒衣如何更加休闲、时尚，风格如何融入通勤工作场景，也成为产品开发新的差异化发力点。

图表81：防晒衣功效关键词社媒分析



资料来源：艺思营销智库，国联证券研究所
注：统计周期 2023. 05-2024. 04（微博、抖音、小红书、B 站、快手）

图表82：防晒衣功效属性卖点描述

属性趋势	卖点描述
紫外线防护系数	upf50+, upf40+, upf100+, upf200+
紫外线穿透指数	uva<5%, uva<2%
吸湿速干性能	蒸发速率(g/h)≥0, 液态水扩散速度 s/(mm/s)
防晒工艺	原纱型, 助剂型, 涂层型
领型	连帽, 立领, 翻领, 圆领, 可脱卸帽
凉感性能/面料	J/cm ² ·s>0.15, coolmax, lycra, gore-tex

资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

2024 是波司登销售防晒衣的第三年，且今年产品研发与营销力度都明显加大，预示着品牌更积极的增长目标。相对于羽绒服撑起的百亿销售规模，防晒衣在短期边际贡献上或许无法提供一个较高的比例，但从盘活渠道淡季活力、迈向“时尚功能服饰”目标的角度来看，今夏波司登的防晒衣销售值得密切关注。

今年公司加入品宣竞争，调动品牌优势和时尚资源抢占市场。品牌于 4 月 18 日北京国际电影节发布全球首个防晒衣大秀，打出了“不怕水洗、持久防晒”的产品概念。今年的产品矩阵也根据不同防晒场景完善出了六大系列，时尚风格多样。

图表83：波司登防晒衣大秀 2024 年亮相北京电影节



资料来源：凤凰网，国联证券研究所

图表84：波司登 2024 春夏防晒衣产品线甄于完善



资料来源：天猫品牌官旗，国联证券研究所

我们认为，在品牌认可与功能性之外，设计感或成为波司登面对竞争时重要的优势，骄阳系列的薄荷曼波风格、Annakiki 联名系列从设计上与市场产品做出了差异。波司登连续三年与 Annakiki 联名，系列产品比起早年斗篷型防晒衣更具时尚感。

图表85：波司登防晒衣热销产品（天猫官旗 2024 年 6 月），时尚款排名靠前

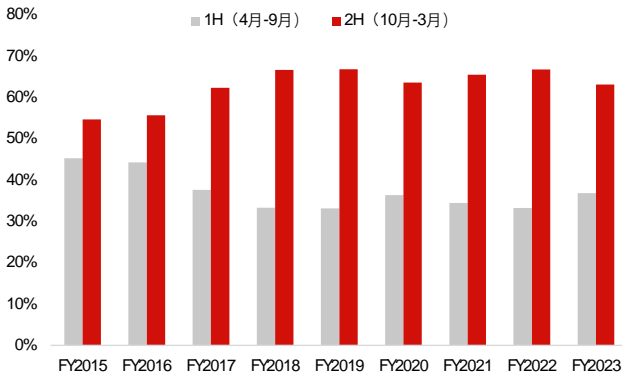
#	商品图片	商品名称	原价（元）	均价（元）
1		波司登防紫外线 UPF100 透气凉感斗篷原纱防晒衣-达播	289	289
2		【蜂狂 618】波司登夏季防紫外线 UPF100 冰丝修身防晒衣-达播	279	279
3		【呼呼专享】杨紫同款波司登夏季防紫外线 UPF100 修身原纱防晒衣女	269	269
4		杨紫同款波司登夏季防紫外线 UPF100 冰丝凉感透气薄荷曼波防晒衣女	369	309
5		杨紫同款波司登夏季防紫外线 UPF100 冰丝凉感透气收腰显瘦防晒衣女	254	249
6		波司登冬季中长款经典时尚小个子保暖羽绒服男女同款-达播	1099	1099
7		【呼呼专享】波司登防紫外线防晒裙 UPF100 透气修身长款原纱防晒衣	519	519
8		杨紫亲子款波司登儿童防晒衣女童防晒衣宝宝防晒衣冰丝凉感斗篷	169	149
9		波司登 2024 新款户外防紫外线 UPF100 冰丝凉感透气原纱防晒衣男	424	379
10		波司登 2024 夏季户外防紫外线外套冰丝凉感透气微弹舒适防晒衣男	424	379

资料来源：知衣炼丹炉，天猫官旗，国联证券研究所

注：炼丹炉“均价”，即所选时间范围商品价格的平均值

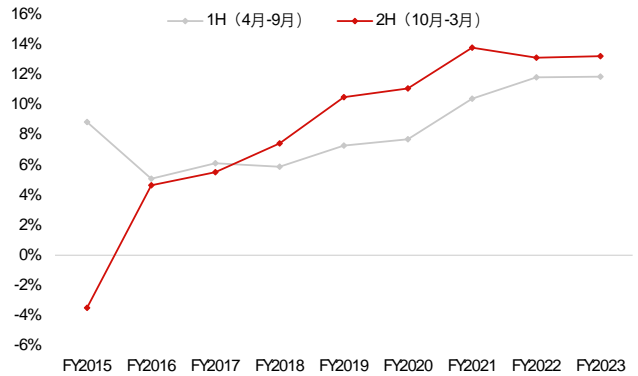
从“四季化”的意义来看，防晒赛道是公司的绝对增量，尤其有利于线下门店淡季效率的盘活。从公司战略转型之后近几年数据来看，公司财报上半年（4 月至 9 月）收入贡献不足四成，净利率与下半年的差距在低个位数。

图表86：波司登上、下半财年收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表87：波司登上、下半财年归母净利润率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

今年夏天，波司登渠道销售得到复用，防晒产品支撑作用显著。线下，门店中羽绒产品展示面积减少，通铺多系列夏季防晒产品，并借助冬季经验、在热门商圈中庭开设“快闪店”。线上，防晒服饰销量占比或超过五成，销售额占比或超过三成。

图表88：夏季线下渠道复用：固定门店通铺防晒产品



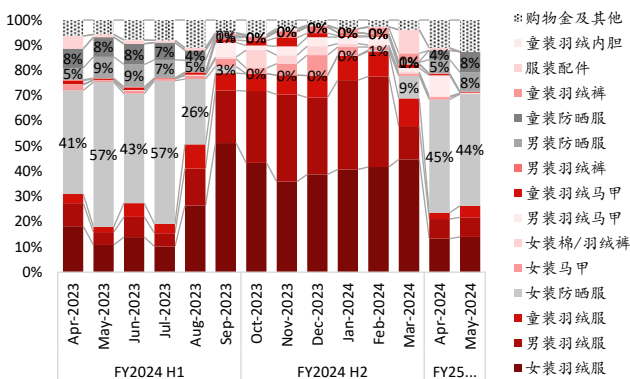
资料来源：市界，国联证券研究所

图表89：夏季线下渠道：热门商圈开设“快闪店”



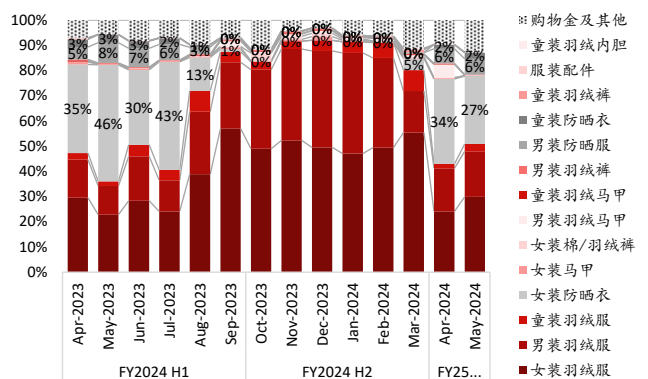
资料来源：国联证券研究所

图表90：夏季线上渠道销售量占比：防晒产品支撑超过五成



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

图表91：夏季线上渠道销售额占比：防晒产品支撑超过三成



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

3.3 秋冬冲锋衣赛道：技术先进，场景延伸

秋冬转凉，冲锋衣接棒防晒衣热销。冲锋衣产品概念源于专业户外层叠式 Layering 穿搭法：1) 打底层 Baselayer，贴身轻薄、吸湿速干，主要起到保持皮肤干爽、避免运动后大量汗水集中蒸发带走体温的作用；2) 中层 Middle layer，隔温保暖，主要起到调节温度的作用；3) 外壳 Outer layer，防水、透湿、防污、耐磨、防切割，主要起到防风防雨、部分预防意外伤害的作用。由于层叠式穿搭法可以应对极端多变的天气情况，因此，产品场景逐渐从户外向休闲运动、日常生活场景延伸。

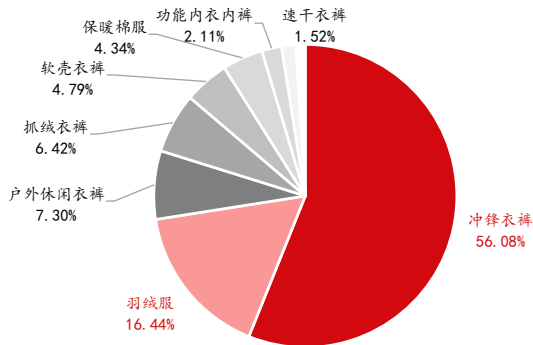
图表92：户外运动层叠式穿搭法 Layering 可应对复杂多变的天气



资料来源：REI (Recreational Equipment, Inc.)，国联证券研究所

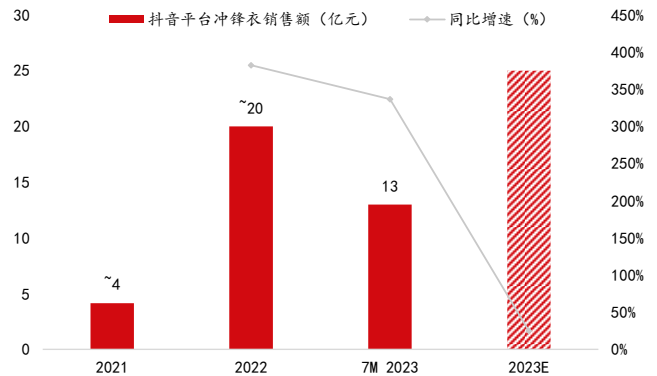
从销售数据推算市场规模，2023年10月（集中体现“双11”预售表现）冲锋衣裤品类占比超过户外大类的56%，羽绒服仅占16%；此外，抓绒衣裤占比超6%、软壳衣裤占比约5%。推总全年，淘系平台2023年前11个月冲锋衣销售量（含预售）约1170万件、同比增长26%，销售额约58亿元、同比增长19%；抖音平台2023年前7个月冲锋衣销售额约13亿元，预计2023全年销售额超25亿、同比增长约25%。

图表93：户外销售品类分布（淘系全平台 2023 年 10 月）



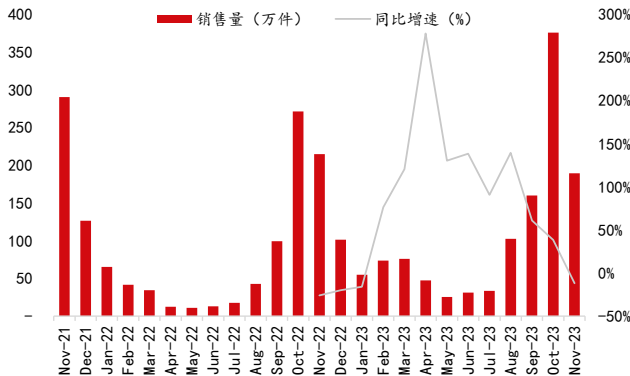
资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

图表94：冲锋衣销售额及同比增速（抖音平台）



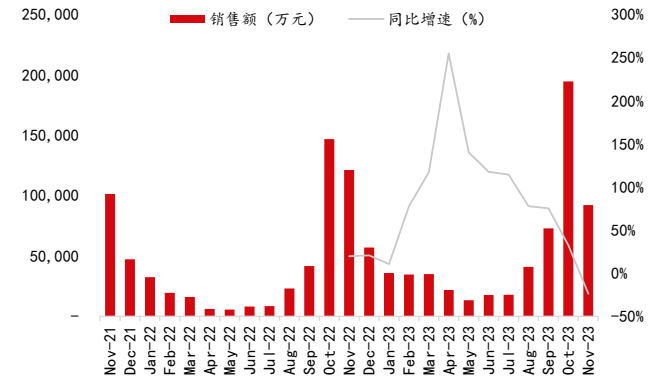
资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

图表95：冲锋衣月销量及同比增速（淘系全平台）



资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

图表96：冲锋衣月销额及同比增速（淘系全平台）

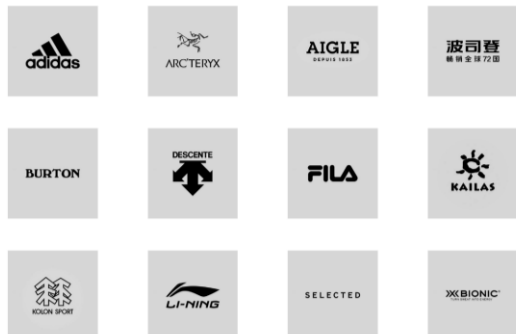


资料来源：知衣炼丹炉，国联证券研究所

观察行业趋势，我们认为波司登开辟了差异性的产品创新卖点——当前消费者心智通常认为外壳是科技含量较高的一层，愿意为 GORE-TEX（戈尔科技面料）、Tief（特氟龙材料）等材料支付溢价；然而，当前面向大众市场的冲锋衣往往是“软壳”或“三合一”，弱化了户外防水、耐磨性能，增强了柔软、舒适性能。因此，都市通勤场景中，中间层带来的体验提升或许比外壳更加显著，适宜的羽绒中间层或许比抓绒、摇粒绒、羊毛等材料更加保暖舒适。事实上，GORE-TEX 与艾高合作开发的女士休闲风衣、与波司登合作的羽绒冲锋衣，是戈尔官网重点展示的材料创新案例。

图表97：波司登为 GORE 公司的重要服装品牌合作方

应用 GORE-TEX 产品技术的品牌



资料来源：戈尔官网，国联证券研究所

图表98：波司登“三合一”冲锋衣对中间层进行创新



资料来源：品牌公众号，国联证券研究所

波司登从产品研发层面已积累了较强实力，口碑营销强势：1) 公司作为《户外运动服装冲锋衣 GB/T 32614-2023》核心起草单位，获得行业权威机构背书；2) 公司获得户外界奥斯卡 ISPO 全球设计大奖与《Outside》新户外年度装备大奖；3) 公司长期合作国家登山队，提供装备支持、组织行业交流，在专业圈层具备口碑。

图表99：波司登冲锋衣产品得到国家标准、设计奖项、登山队背书

**2023版冲锋衣国家标准
核心起草单位之一**

已获得的认可
核心起草单位！

- GB/T 32614-2023 《户外运动服装 冲锋衣》核心起草单位
- GB/T 14272-2021 《羽绒服装》核心起草单位
- GB/T 10288-2016 《羽绒羽毛检验方法》核心起草单位
- TB/T CFDA 004-2018 《高品质羽绒服装》核心起草单位

品牌拥有
241项 235项
专利 企业技术指标

*国际羽绒羽毛局IDFB认证实验室 *全国服装标委会羽绒服装分标委
*中国合格评定国家认可委员会CNAS认可实验室

已斩获的认可

户外界的奥斯卡——ISPO全球设计大奖
《Outside》新户外年度装备大奖

**为中国国家登山队
提供装备支持**

资料来源：天猫官旗，国联证券研究所

2024 年，预计公司将全面发力产品营销，大户外系列销售表现值得期待：产品矩阵的覆盖场景从冬季向秋季延伸，而冬季羽绒冲锋衣有望较去年进一步增长。经过 2023 年爆款三合一冲锋衣羽绒服的试水，公司今年秋季上新了单壳冲锋衣，补全了 0°C-20°C 不同气温下的产品矩阵，产品定位 870 元、1359 元、2189 元三个价格档。

图表100：波司登 2024 年秋季单壳冲锋衣产品矩阵



资料来源：品牌天猫官旗，国联证券研究所

3.4 冰雪运动赛道：高举高打，放大影响

北京冬奥会的举办推动了我国冰雪运动跨越式发展，哈尔滨冬季休闲旅游等热点进一步打开了大众市场；波司登紧抓行业机遇，近两年合资建设专业线品牌，调动灵活的品宣手段与客群互动，高举高打放大波司登品牌在寒冬场景中的影响力。

- **极限探险活动：**围绕“登峰”门店渠道升级计划，长期支持合作中国南极科考队、中国登山队，并定时举行名人堂分享等活动触达客群，取得专业背书。
- **专业冰雪运动：**随着体育总局公布“三亿人参与冰雪运动”，专业冰雪运动参与人群已从小众走向大众、参与空间已从地区走向全国、参与时间已从冬季变为全年。波司登 2021 年 12 月公告战略合资德国高端滑雪品牌博格纳 Bogner，深挖国内高端运动时尚市场潜力，延续中长期创新动力；同时，公司合作顶级时尚运动员，探索雪场等渠道机会，针对性增加品牌曝光。
- **冬季旅游休闲：**2023 年冰城哈尔滨成为最火爆的冬季度假旅游目的地，全年接待游客量总数达 1.35 亿人次，实现旅游收入 1692 亿元，计划 2024 年进一步提升至 1.5 亿人次、1700 亿元；波司登 2024 年 6 月与哈尔滨马迭尔文旅投资集团签署战略合作协议，共同打造“尔滨”服装大 IP、使用冰雪大世界和索菲亚教堂场地及广告资源，借助哈尔滨市冰雪经济及亚运等机遇开拓渠道。

图表101：波司登冰雪运动赛道多场景品牌、营销、渠道布局

活动场景	波司登品牌、营销、渠道布局
极限探险活动	中国南极科考队、中国登山队长期合作，名人堂系列主题分享会等
专业冰雪运动	博格纳（2021年12月公告战略合资）调整发力、顶级冰雪专业、时尚明星运动员背书、雪场渠道开发等
冬季旅游休闲	与哈尔滨市战略合作（国潮城市×领先国牌“波司登&尔滨”品牌羽绒服制造、哈尔滨时装周发布、“冰雪大世界”冰雕设置等）

资料来源：公司公告，品牌公众号，哈尔滨政府官网，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

收入端，FY2025-2027 预计公司分别实现营业收入 265.6、301.5、336.1 亿元，对应同比增速 14%、13%、12%。

- 品牌羽绒服业务 FY2025 预计保持双位数增长，公司将持续推动产品创新迭代、品牌势能拔高、运营效率提升等工作，延续增长势头。拆分来看，在线下直营稳健发展以外，新兴线上渠道的精准营销、加盟业态的弹性释放、新品类新产品的销售或成为驱动增长的重要因素。
- 贴牌加工管理业务 FY2025 预计延续中高双增速，公司研发设计优势或为订单获取提供韧性。
- 女装业务 FY2025 预计取得双位数增长，恢复性增长，经过上一财年底部调整，低基数下有望明显改善。
- 多元化服装业务 FY2025 预计取得双位数增长，作为 2B 业务相对稳定，预测时取近三年均值增速。

业绩端，FY2025-2027 预计公司实现归母净利润 35.8、41.2、45.9 亿元，对应同比增速 16%、15%、12%。

- 毛利率与经营利润率 FY2025 预计基本持平，公司多年数字化投入有望提升渠道、库存、销售效率，但考虑 2024 年白鹅绒原材料成本上涨、气候变化或导致产品结构变化等潜在负面因素，且上一财年库存周转等效率指标来到周期较好水平，

我们预测经营利润率维持上年近似水平。

- 实际所得税率 FY2025 预计高单位数改善，投融资活动阶段性结束后实际税率或逐步回归 25% 基准值。

4.2 估值与投资建议

绝对估值：采用 DCF 对公司进行估值，假设无风险利率为 2%，市场预期回报率为 8%，税后债务资本成本约 3%，股权资本成本约 11%，债务资本比重约 32%， β 系数约 1.48。测得波司登企业价值 484 亿元，对应的测算股价为 4.9 港元。

图表102：DCF 绝对估值法

第一阶段	2025E	2026E	2027E					
FCFF	2,779.1	4,330.5	4,845.6					
WACC	10.8%	10.9%	11.1%					
现值系数(WACC)	0.97	0.87	0.78					
单位：百万元								
第二阶段	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
FCFF	4,942.5	5,041.3	5,142.2	5,203.9	5,266.3	5,329.5	5,388.1	5,447.4
WACC	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
现值系数(WACC)	0.71	0.63	0.57	0.51	0.46	0.42	0.37	0.34
FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比						
第一阶段	10,251.4	21.17%						
第二阶段	20,803.1	42.95%						
第三阶段（终值）	17,376.1	35.88%						
企业价值AEV	48,430.6							
加：非核心资产	3,963.0	8.18%						
减：带息债务(账面价值)	2,478.0	5.12%						
减：少数股东权益	84.0	0.17%						
股权价值	49,831.6	102.89%						
除：总股本(股)	11,095,265,431							
每股价值(元)	4.49							
每股价值(港元)	4.89							

资料来源：ifind，国联证券研究所

相对估值：公司当前（2024 年 11 月 27 日）收盘价为 4.30 港元，对应 FY2025E PE 约为 12 倍；当前同行业 FY2024 PE 均值为 11 倍，考虑到公司龙头地位及成长性，我们给予公司 15 倍 PE 估值，对应目标价 5.3 港元。

图表103：可比公司估值表

证券代码	证券简称	净利润 (人民币亿元)			EPS (人民币元)			PE		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
2020.HK	安踏体育	102.36	135.30	138.49	3.6	4.78	4.90	15.12	14.66	15.12
2331.HK	李宁	31.87	31.47	34.96	1.23	1.22	1.35	12.14	10.97	12.14
1368.HK	特步国际	10.30	12.51	14.22	0.4	0.47	0.53	10.34	9.14	10.34
1361.HK	361度	9.61	11.16	12.93	0.47	0.54	0.63	6.60	5.63	6.60
行业平均								<u>11.1</u>	<u>10.1</u>	

资料来源：ifind，国联证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，收盘价日期为 11 月 27 日。

综合相对估值与绝对估值测算结果，我们给予公司目标价 5.3 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

零售表现不及预期：居民消费力、商圈客流、气温变化等因素对零售造成负面影响，导致商圈到店客流、线上销量下降以及客单价下滑，公司收入下滑。

单价下滑折扣加大：居民消费力、行业竞争、渠道策略等因素对价格造成负面影响，导致品牌折扣率难以控制在健康水平，公司毛利率下降。

品类扩张进度缓慢：防晒衣、冲锋衣等新品类增速不及预期，导致公司短期收入增速下滑、长期发展受限。

原材料成本上涨：白鹅绒等原料成本波动，导致品牌提价受限、成本压力上升，公司利润率不及预期。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	14,722	19,019	20,100	22,358	24,713	营业收入	16,774	23,214	26,562	30,146	33,615
现金	4,246	6,880	6,214	6,971	7,855	营业成本	6,798	9,380	10,911	12,457	14,005
应收票据及应收账款合计	923	1,498	1,734	1,968	2,194	其他收入	310	216	173	173	173
预付账款	1,328	1,194	1,837	2,085	2,325	销售费用	6,125	8,055	9,164	10,340	11,462
存货	2,689	3,197	3,826	4,505	5,180	管理费用	1,204	1,508	1,725	1,958	2,183
其他流动资产	5,535	6,249	6,489	6,830	7,160	其他开支	12	19	22	25	28
非流动资产	6,221	6,753	6,765	6,635	6,442	商誉减值损失	118	70	56	28	6
长期投资	236	253	236	219	202	投资净收益	61	144	137	157	179
固定资产	1,728	1,544	1,302	1,060	818	除税前溢利	2,887	4,541	4,995	5,668	6,282
无形资产	1,371	1,315	1,335	1,524	1,612	所得税	731	1,421	1,363	1,490	1,620
其他非流动资产	2,886	3,640	3,891	3,831	3,809	净利润	2,156	3,120	3,631	4,178	4,662
资产总计	20,943	25,771	26,864	28,993	31,155	少数股东损益	18	46	54	62	69
流动负债	6,054	11,183	11,507	12,750	13,925	归属母公司净利润	2,139	3,074	3,578	4,116	4,593
短期借款	770	2,478	2,186	2,127	2,009	EBITDA	3,754	5,600	6,140	6,855	7,489
应付票据及应付账款合计	3,097	5,177	5,508	6,288	7,070	EPS (元)	0.19	0.28	0.32	0.37	0.41
其他流动负债	2,186	3,528	3,813	4,335	4,847	财务比率	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
非流动负债	2,284	769	769	769	769	成长能力					
长期借款	1,603	0	0	0	0	营业收入 (%)	3.46	38.39	14.42	13.49	11.51
其他非流动负债	681	769	769	769	769	净利润 (%)	4.74	44.69	16.39	15.05	11.59
负债合计	8,338	11,952	12,276	13,519	14,694	获利能力					
少数股东权益	57	84	138	199	268	毛利率 (%)	59.47	59.59	58.92	58.68	58.34
股本	1	1	1	1	1	净利率 (%)	12.86	13.44	13.67	13.86	13.87
资本公积与留存收益	12,546	13,735	14,450	15,273	16,192	ROE (%)	17.04	22.38	24.76	26.95	28.37
归属母公司股东权益	12,547	13,735	14,451	15,274	16,193	ROIC (%)	23.62	34.61	45.26	43.75	46.66
负债和股东权益	20,943	25,771	26,864	28,993	31,155	偿债能力					
现金流量表	单位:百万元					资产负债率 (%)	29.26	32.39	31.25	31.88	39.81
	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	净负债比率 (%)	-14.86	-31.85	-27.61	-31.30	-35.51
经营活动现金流	3,051	7,339	3,662	5,184	5,706	流动比率	2.43	1.70	1.75	1.75	1.77
净利润	2,156	3,120	3,631	4,178	4,662	速动比率	1.73	1.21	1.19	1.18	1.17
折旧摊销	949	1,217	1,299	1,362	1,401	营运能力					
财务费用	-83	-158	-154	-175	-195	总资产周转率	0.80	0.90	0.99	1.04	1.08
其他经营现金流	28	3,159	-1,115	-181	-162	应收账款周转率	18.17	15.50	15.32	15.32	15.32
投资活动现金流	617	-2,426	-573	-523	-548	每股指标 (元)					
资本支出	674	473	573	523	548	每股收益	0.19	0.28	0.32	0.37	0.41
其他投资现金流	-58	-2,899	-1,146	-1,046	-1,096	每股经营现金流	0.27	0.66	0.33	0.47	0.51
筹资活动现金流	-2,493	-2,380	-3,755	-3,904	-4,274	每股净资产	1.13	1.24	1.30	1.38	1.46
短期借款	-164	1,708	-826	-551	-545	估值比率					
长期借款	4	-1,603	-	-	-	P/E	20.64	14.36	12.34	10.72	9.61
其他筹资现金流	-2,333	-2,484	-2,929	-3,353	-3,729	P/B	3.52	3.21	3.05	2.89	2.73
现金净增加额	1,174	2,533	-666	757	884	EV/EBITDA	-1.09	-1.06	-0.85	-0.82	-0.82

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 11 月 27 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼