

波司登 (03998.HK)

降温拉开序幕，新品新店迎旺季

波司登近期亮相巴黎时装周，相继推出新品系列，并获得奢牌设计师的加盟，继续以标杆门店迎接旺季来临。预计 FY26-FY28 公司净利润为 39.3 亿人民币、43.8 亿人民币、48.0 亿人民币，同比增速为 12%、11%、10%。当前市值对应 FY26PE12X、FY27PE11X，维持强烈推荐评级。

□ 近期新品相继推出，前奢牌设计师加入。10 月 7 日，波司登亮相巴黎时装周并发布“大师泡芙”系列，展现轻盈、自由、高舒适度的设计。10 月 20 日，波司登宣布携手英国著名设计师 Kim Jones（曾执掌 LV、Dior 男装设计）推出全新“高级都市线 AREAL”系列，该系列定位高端商务时尚，采用超轻高密柔肤功能面料，融合奢侈品级的科技工艺与版型，实现功能与美学的平衡。

□ 继续打造标杆门店，分店态运营提高效率。公司优化渠道布局，聚焦核心区域，持续开设标杆门店，近日上海南京东路旗舰店以登峰店形象焕新重启；通过落实分店态经营策略、高峰周和标杆店的打造，加强终端服务和管理标准化，打造会员运营和新零售运营增量。

□ 气温下降&春节同比推迟，拉动旺季需求与销售周期。根据央视新闻，近一周全国多地降温，20 余省气温普遍大幅下降，新一轮冷空气将继续影响，有望带动羽绒服品类消费需求。此外，2026 年春节较 2025 年推迟 21 天，有望拉长节前冬季货品销售周期，带动旺季销售进一步增长。

□ 盈利预测及投资建议。波司登聚焦羽绒服主航道，聚焦“时尚功能科技服饰”赛道，积极拓展产品品类，优化渠道质量，打造标杆门店；同时雪中飞、冰洁品牌也将发力满足不同客群差异化需求。预计 FY2026-FY2028 年公司营业收入为 285 亿人民币、313 亿人民币、342 亿人民币，同比增速为 10%、10%、9%。净利润为 39.3 亿人民币、43.8 亿人民币、48.0 亿人民币，同比增速为 12%、11%、10%。当前市值对应 FY26PE12X、FY27PE11X，维持强烈推荐评级。

□ 风险提示：终端销售不及预期风险、线上流量成本提升侵蚀利润风险、气温波动影响当季新品动销的风险。

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	23214	25902	28510	31325	34219
同比增长	38%	12%	10%	10%	9%
营业利润(百万元)	4251	4646	5347	5982	6590
同比增长	61%	9%	15%	12%	10%
归母净利润(百万元)	3074	3514	3928	4377	4804
同比增长	44%	14%	12%	11%	10%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42
PE	14.5	13.4	12.0	10.7	9.8
PB	3.2	2.8	2.6	2.3	2.2

资料来源：公司数据、招商证券（注：货币单位为人民币）

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服

目标估值：NA

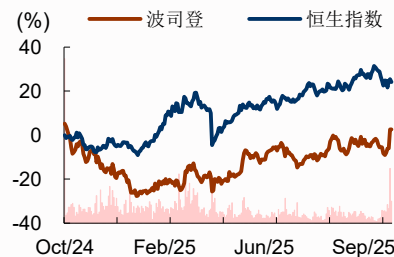
当前股价：4.91 港元

基础数据

总股本（百万股）	11590
香港股（百万股）	11590
总市值（十亿港元）	56.9
香港股市值（十亿港元）	56.9
每股净资产（港元）	1.5
ROE（TTM）	20.8
资产负债率	37.9%
主要股东	梅冬
主要股东持股比例	60.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	34	6
相对表现	9	12	-21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《波司登（03998）—FY25 保持高质量增长，期待时尚功能科技服饰发力》2025-06-29
- 2、《波司登（03998）—品牌引领渠道升级，稳健增长可期》2025-03-13
- 3、《波司登（03998）—FY25 中期业绩靓丽，品类迭代创新增效》2024-12-01

刘丽

S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬

S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

n

图 1：波司登高级都市线 AREAL 系列



资料来源：波司登官方公众号、招商证券

图 2：波司登亮相巴黎时装周



资料来源：中新经纬、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	19019	19222	22195	25178	28066
现金及现金等价物	6227	4185	6420	8612	10673
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	6062	7427	7427	7427	7427
应收账款及票据	1498	1195	1315	1445	1579
其它应收款	1381	2022	2226	2446	2672
存货	3198	3951	4320	4713	5131
其他流动资产	653	443	487	535	585
非流动资产	6753	8181	7371	6967	6764
长期投资	2451	2920	2920	2920	2920
固定资产	1544	1919	1109	705	502
无形资产	2195	2750	2750	2750	2750
其他	563	592	592	592	592
资产总计	25771	27403	29567	32144	34830
流动负债	11183	9508	10181	10998	11868
应付账款	5177	5206	5693	6210	6761
应交税金	511	390	390	390	390
短期借款	2478	896	800	800	800
其他	3017	3016	3298	3597	3917
长期负债	769	865	865	865	865
长期借款	0	0	0	0	0
其他	769	865	865	865	865
负债合计	11952	10373	11045	11863	12733
股本	1	1	1	1	1
储备	13735	16918	18366	20078	21840
少数股东权益	84	111	155	203	256
归属于母公司所有者权益	13735	16919	18367	20079	21841
负债及权益合计	25771	27403	29567	32144	34830

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	7339	3982	4522	4546	4775
净利润	3074	3514	3928	4377	4804
折旧与摊销	1217	1226	959	555	352
营运资本变动	2927	(726)	31	27	43
其他非现金调整	120	(32)	(396)	(412)	(424)
投资活动现金流	(2426)	(3098)	341	358	375
资本性支出	(560)	(1332)	(150)	(150)	(150)
出售资产及现金	0	0	0	0	0
投资增减	15202	11497	0	0	0
其它	194	184	491	508	525
筹资活动现金流	(2380)	(2941)	(2627)	(2713)	(3090)
债务增减	0	107	(96)	0	0
股本增减	29	147	0	0	0
股利支付	1845	2646	2480	2665	3042
其它筹资	(564)	(549)	(51)	(48)	(48)
其它调整	(3690)	(5293)	(4961)	(5330)	(6083)
现金净增加额	2509	(2042)	2235	2192	2061

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入	23214	25902	28510	31325	34219
主营收入	23214	25902	28510	31325	34219
营业成本	9380	11062	12096	13195	14366
毛利	13834	14840	16414	18130	19853
营业支出	9582	10194	11067	12148	13263
营业利润	4251	4646	5347	5982	6590
利息支出	193	145	51	48	48
利息收入	203	232	42	60	77
权益性投资损益	(14)	(22)	(22)	(22)	(22)
其他非经营性损益	7	470	470	470	470
非经常项目损益	287	(31)	(31)	(31)	(31)
除税前利润	4541	5149	5755	6411	7036
所得税	1421	1596	1784	1986	2179
少数股东损益	46	39	43	48	53
归属普通股股东净利润	3074	3514	3928	4377	4804
EPS(元)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
年成长率					
营业收入	38%	12%	10%	10%	9%
营业利润	61%	9%	15%	12%	10%
净利润	44%	14%	12%	11%	10%
获利能力					
毛利率	59.6%	57.3%	57.6%	57.9%	58.0%
净利率	13.2%	13.6%	13.8%	14.0%	14.0%
ROE	22.4%	20.8%	21.4%	21.8%	22.0%
ROIC	18.8%	20.5%	20.9%	21.3%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	37.9%	37.4%	36.9%	36.6%
净负债比率	9.6%	3.3%	2.7%	2.5%	2.3%
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.2	3.1	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	8.8	8.5	8.4	8.4	8.4
应付帐款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42
每股经营现金	0.67	0.35	0.39	0.39	0.41
每股净资产	1.26	1.47	1.59	1.74	1.89
每股股利	0.23	0.27	0.29	0.32	0.35
估值比率					
PE	14.5	13.4	12.0	10.7	9.8
PB	3.2	2.8	2.6	2.3	2.2
EV/EBITDA	8.9	7.7	7.4	7.1	6.7

资料来源：公司数据、招商证券（注：货币单位为人民币）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。