

波司登 (03998.HK)

旺季开始启动，期待全财年业绩高质量增长

近期多地陆续降温，羽绒服旺季启动在即，公司上市多款创新产品系列。1) 近期华北、华东、华南地区先后降温，带动消费者秋冬季节置装需求，我们判断公司品牌羽绒服业务（包括秋羽绒、冬羽绒）销售旺季开始启动。2) 为迎合市场需求，公司持续迭代推新产品，升级羽绒服品质（新品多采用鹅绒填充物，价格一般贵于鸭绒），重点发力户外及都市场景，推出 2025 秋冬新款产品包括高级都市线 AREAL（KIM JONES 合作系列）、三合一冲锋衣鹅绒服、泡芙系列、极寒系列等等，我们判断有望凭借卓越品质及时尚创新设计获得消费市场认可、进而带动后续波司登主品牌收入实现稳健增长。

渠道端门店升级、分业态精细化运营取得较好成效，旺季店开有望助力销售。1) 线下：近年来公司战略性聚焦单店经营，针对高线/低线城市、购物中心店/街边店等不同业态，寻求相匹配的精细化管理：包括差异化的产品铺货、店面陈列、店铺面积等，我们判断渠道相关管理进展顺利、取得较好成效。FY2025 末直营/经销渠道数量同比分别净增 100 家/净增 153 家至 1236/2234 家，我们估计 FY2026 年末业务门店数量有望同比保持平稳（考虑开关店节奏，估计 FY2026H1 末店数较年初或有下降）、同时加强旺季店的开设以助力销售。2) 线上：FY2025 销售占比 30%+，电商目前已成为品牌建设、会员营销的重要渠道，后续有望高质量增长。

我们判断 FY2026H1 收入平稳、利润有望实现健康增长。1) 我们估计 FY2026H1（截至 2025/9/30 的 6 个月）公司收入同比持平/利润有望稳健增长，根据业务节奏及行业情况我们判断：其中品牌羽绒服业务收入同比有增长、OEM 业务收入同比下降。2) 盈利质量方面，考虑业务结构占比变化，我们估计 FY2026H1 公司层面毛利率同比略有提升。

期待公司 FY2026 全财年持续实现高质量增长。我们估计在产品创新的带动下 FY2026 波司登主品牌销售有望继续实现稳健增长，考虑 OEM 业务 FY2026 订单有望同比增长低个位数，综合来看我们估计 FY2026（截至 2026/3/31 的 12 个月）公司收入预计增长 10% 左右/净利润增速有望快于收入，维持高质量增长趋势。

品牌羽绒服业务：考虑今年销售旺季时间长（2026 年春节前的销售窗口期较长），我们期待业务销售有望在低基数下健康增长。1) 分渠道：我们判断公司加盟渠道积极去化库存，FY2026H1 加盟终端流水同比快速增长、发货估计稳健增长；考虑公司调整防晒品类策略，我们估计 FY2026H1 直营收入同比基本持平。2) 分品牌：考虑品牌发展阶段，我们判断 FY2026 全财年雪中飞、冰洁增速快于波司登主品牌。

OEM 业务：考虑行业情况我们判断此前因关税政策变化客户下单积极（FY2025 OEM 业务收入同比+26%，销售占比 13%）。近期节奏恢复正常后我们判断 OEM 业务收入 FY2026H1 同比下降双位数、FY2026 全财年同比有望略有增长。

公司快反能力领先行业，我们判断营运状态有望保持健康。1) 公司近年来保持较低的首付比例，年内经销商首次订货比例不超过 40%（我们判断这一比例远低于四季化品牌平均水平），后续 60%按照销售情况滚动下单，以拉式补货、快速上新、小单快反等模式及时灵活进行补充。2) FY2025 公司库存周转天数同比+3 天至 118 天，期末库存金额较年初增加 7.5 亿元（+24%）至 39.5 亿元，其中原材料增加 5.2 亿元、产成品增加 2.2 亿元，我们判断主要系公司合理备货原材料、以保持运营状态健康。

投资建议。公司始终坚持产品与渠道创新，过去品牌升级卓有成效，近年来积极寻求中长期增长，我们预计 FY2026~2028 归母净利润分别 39.01/43.92/49.51 亿元，对应 FY2026 PE 为 13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动；冷暖冬影响终端销售；新品类孵化不及预期；渠道优化不达预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万人民币）	23,214	25,902	28,538	31,581	34,943
增长率 yoy (%)	38.4	11.6	10.2	10.7	10.6
归母净利润（百万人民币）	3,074	3,514	3,901	4,392	4,951
增长率 yoy (%)	43.7	14.3	11.0	12.6	12.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.27	0.30	0.34	0.38	0.43
净资产收益率 (%)	22.4	20.8	18.7	17.4	16.4
P/E（倍）	17.0	14.9	13.4	11.9	10.6
P/B（倍）	3.8	3.1	2.5	2.1	1.7

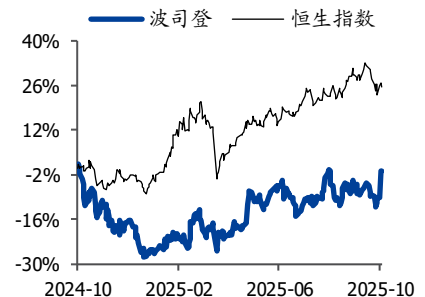
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
10 月 22 日收盘价（港元）	4.91
总市值（百万港元）	56,905.11
总股本（百万股）	11,589.64
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	22.88

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《波司登 (03998.HK)：FY2025 圆满收官，期待产品创新驱动羽绒主业持续增长》 2025-06-27
- 《波司登 (03998.HK)：FY2025 收官在即，期待业绩高质量稳健增长》 2025-03-09
- 《波司登 (03998.HK)：FY2025H1 净利润同增 23%，期待全财年业绩稳健释放》 2024-11-29

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,019	19,222	22,888	27,646	33,069
现金	6,227	4,185	5,728	8,216	11,271
应收票据及应收账款	1,498	1,195	1,317	1,457	1,612
其他应收款	1,381	2,022	2,228	2,466	2,728
预付账款	0	0	0	0	0
存货	3,197	3,951	4,335	4,810	5,337
其他流动资产	6,715	7,870	9,280	10,698	12,121
非流动资产	6,753	8,181	9,300	9,996	10,703
长期投资	2,197	2,397	2,982	3,568	4,153
固定资产	1,544	1,919	1,872	1,827	1,784
无形资产	2,044	2,164	2,039	1,923	1,818
其他非流动资产	968	1,702	2,408	2,678	2,948
资产总计	25,771	27,403	32,188	37,642	43,773
流动负债	11,183	9,508	10,349	11,362	12,487
短期借款	2,478	896	883	871	858
应付票据及应付账款	5,177	5,206	5,712	6,338	7,033
其他流动负债	3,528	3,406	3,753	4,153	4,595
非流动负债	769	865	865	865	865
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	769	865	865	865	865
负债合计	11,952	10,373	11,213	12,227	13,351
少数股东权益	84	111	154	203	258
股本	1	1	1	1	1
资本公积	14,380	17,476	21,377	25,769	30,720
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13,735	16,919	20,820	25,213	30,164
负债和股东权益	25,771	27,403	32,188	37,642	43,773

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,339	3,982	3,877	4,342	4,859
净利润	3,074	3,514	3,901	4,392	4,951
折旧摊销	1,217	1,020	272	260	248
财务费用	193	145	18	18	17
投资损失	-14	-22	-33	-45	-56
营运资金变动	2,927	1,878	96	121	135
其他经营现金流	-59	-2,554	-377	-404	-436
投资活动现金流	-2,426	-3,098	-2,304	-1,824	-1,774
资本支出	-560	-495	-100	-100	-100
长期投资	-1,415	-199	-586	-586	-586
其他投资现金流	-451	-2,404	-1,618	-1,138	-1,089
筹资活动现金流	-2,380	-2,941	-30	-30	-30
短期借款	1,708	-1,582	-13	-13	-13
长期借款	-1,603	0	0	0	0
普通股增加	29	147	0	0	0
资本公积增加	1,238	3,095	3,901	4,392	4,951
其他筹资现金流	-3,752	-4,601	-3,919	-4,410	-4,968
现金净增加额	2,509	-2,042	1,543	2,488	3,055

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23,214	25,902	28,538	31,581	34,943
营业成本	9,380	11,062	12,137	13,468	14,944
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	8,055	8,524	9,363	10,330	11,394
管理费用	1,508	1,652	1,820	1,920	2,019
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-10	-86	-66	-97	-147
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	294	439	487	542	603
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-14	-22	-33	-45	-56
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,251	4,646	5,198	5,842	6,561
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4,541	5,149	5,717	6,436	7,255
所得税	1,421	1,596	1,773	1,996	2,249
净利润	3,120	3,553	3,945	4,441	5,006
少数股东损益	46	39	43	49	55
归属母公司净利润	3,074	3,514	3,901	4,392	4,951
EBITDA	5,749	6,083	5,923	6,599	7,357
EPS (元/股)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.43

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	10.2	10.7	10.6
营业利润 (%)	61.4	9.3	11.9	12.4	12.3
归属母公司净利润 (%)	43.7	14.3	11.0	12.6	12.7
获利能力					
毛利率 (%)	59.6	57.3	57.5	57.4	57.2
净利率 (%)	13.2	13.6	13.7	13.9	14.2
ROE (%)	22.4	20.8	18.7	17.4	16.4
ROIC (%)	19.1	19.5	17.8	16.6	15.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.4	37.9	34.8	32.5	30.5
净负债比率 (%)	-27.1	-19.3	-23.1	-28.9	-34.2
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.4	1.6	1.7	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	19.2	19.2	22.7	22.8	22.8
应付账款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.30	0.34	0.38	0.43
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.63	0.34	0.33	0.37	0.42
每股净资产 (最新摊薄)	1.19	1.46	1.80	2.18	2.60
估值比率					
P/E	17.0	14.9	13.4	11.9	10.6
P/B	3.8	3.1	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	6.2	6.4	8.0	6.8	5.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com