

波司登 (03998.HK)

中期业绩稳健，期待旺季销售带动 FY2026 亮眼表现

FY2026H1 公司收入同比+1.4%/归母净利润同比+5.3%。1) 公司发布 FY2026H1 (截至 2025/9/30 的 6 个月) 业绩公告: 主营业务收入/归母净利润分别同比增长 1.4%/5.3%至 89.3/11.9 亿元, 宣派中期股息每股普通股 6.3 港仙。2) 盈利质量方面: FY2026H1 公司毛利率+0.1pcts 至 50.0%; 销售/管理费用率同比分别+1.7pcts/-1.5pcts 至 27.5%/7.2%, 归母净利润率同比+0.5pcts 至 13.3%。

分业务: 品牌羽绒服同比+8% (主要系波司登主品牌带动增长), OEM 业务同比-12%。

1、品牌羽绒服业务: FY2026H1 收入同比+8%至 65.7 亿元, 加盟增速略快于直营, 业务毛利率同比-2.0pcts 至 59.1% (我们判断主要系渠道结构变化影响)。

➢ **分品牌来看:** 主品牌增速领先副品牌。1) 主品牌 FY2026H1 收入同比+8%至 57.2 亿元, 毛利率同比-1.5pcts 至 64.8%。波司登持续迭代推新产品, 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、进而带动后续主品牌收入实现稳健增长; 2) 雪中飞 FY2026H1 收入同比-3%至 3.8 亿元, 我们估计全财年有望实现快速增长。3) 冰洁 FY2026H1 仍在调整中。

➢ **分渠道来看:** 加盟增速略快于直营, 电商表现平稳。1) 线上销售收入 FY2026H1 同比+2%至 13.8 亿元。电商目前成为品牌建设、会员营销的重要渠道, 期待后续高质量增长。2) 线下销售收入 FY2026H1 同比+9%至 47.3 亿元。①拆分来看: 公司战略性聚焦单店经营, 针对高线/低线城市、购物中心店/街边店等不同店态, 寻求匹配的精细化管理: 包括差异化产品铺货、店面陈列、店铺面积等, 我们判断渠道管理进展顺利, 取得较好成效。FY2026H1 直营/经销渠道数量同比分别+85/+285 家至 1239/2319 家, 我们估计 FY2026 年末业务门店数量有望同比保持平稳。②分拆销售模式: FY2026H1 品牌羽绒服业务直营/经销销售 (均包含线上与线下) 分别同比+7%/+8%至 24.1/37.0 亿元。3) 其他渠道 (原材料销售) 收入同比+23%至 4.6 亿元。

2、OEM 业务: FY2026H1 收入同比-12%至 20.4 亿元, 销售占比 23%, 毛利率同比+0.4pcts 至 20.5%。我们判断收入下滑主要系关税政策预期变化影响客户下单节奏, 估计 FY2026 全年订单销售收入仍有望同比表现稳健。

3、女装业务: FY2026H1 收入同比-19%至 2.5 亿元, 销售占比 3%, 整体经营表现符合行业趋势。

4、多元化服装业务: FY2026H1 收入同比-46%至 0.6 亿元, 销售占比 1%。

渠道库存健康, 延续商品管理的灵活性。 1) 公司近年来精细化订货管理, 其中直营单店订货, 经销商根据规模灵活采购、保持较低的首次订货比例, 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) FY2026H1 公司库存周转天数同比-11 天至 178 天, 主要系公司合理控制原材料采购结构、同时积极进行去化库存。

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健康增长, 考虑 OEM 业务 FY2026 全财年收入有望同比表现稳健, 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。

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, 近年来积极扩充品类、寻求中长期增长, 我们预计 FY2026~2028 归母净利润分别 38.99/43.86/49.59 亿元, 对应 FY2026 PE 为 14 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 (百万元)	23,214	25,902	28,483	31,526	34,889
增长率 yoy (%)	38.4	11.6	10.0	10.7	10.7
归母净利润 (百万元)	3,074	3,514	3,899	4,386	4,959
增长率 yoy (%)	43.7	14.3	11.0	12.5	13.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.26	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)	17.5	15.3	13.8	12.2	10.8
P/B (倍)	3.9	3.2	2.6	2.1	1.8

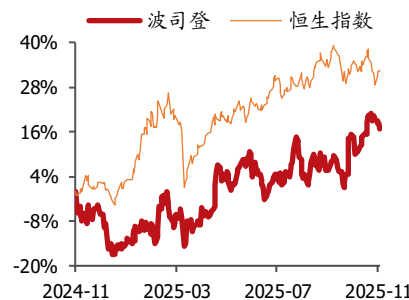
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
11 月 27 日收盘价 (港元)	5.02
总市值 (百万港元)	58,381.36
总股本 (百万股)	11,629.75
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	32.86

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

- 1、《波司登 (03998.HK): 旺季开始启动, 期待全财年业绩高质量增长》 2025-10-23
- 2、《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
- 3、《波司登 (03998.HK): FY2025 收官在即, 期待业绩高质量稳健增长》 2025-03-09

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	22,146	27,481	32,908
现金	6,227	4,185	5,024	8,091	11,152
应收票据及应收账款	1,498	1,195	1,314	1,454	1,610
其他应收款	1,381	2,022	2,224	2,461	2,724
预付账款	0	0	0	0	0
存货	3,197	3,951	4,306	4,778	5,302
其他流动资产	6,715	7,870	9,279	10,697	12,120
非流动资产	6,753	8,181	9,870	9,979	10,687
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	2,977	2,661	2,931
资产总计	25,771	27,403	32,016	37,461	43,594
流动负债	11,183	9,508	10,303	11,313	12,433
短期借款	2,478	896	883	871	858
应付票据及应付账款	5,177	5,206	5,674	6,296	6,987
其他流动负债	3,528	3,406	3,746	4,146	4,588
非流动负债	769	865	740	740	740
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	769	865	740	740	740
负债合计	11,952	10,373	11,043	12,053	13,174
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	21,375	25,761	30,720
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13,735	16,919	20,818	25,204	30,163
负债和股东权益	25,771	27,403	32,016	37,461	43,594

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	3,918	4,386	4,917
净利润	3,074	3,514	3,899	4,386	4,959
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	88	120	134
其他经营现金流	-59	-2,554	-326	-353	-385
投资活动现金流	-2,426	-3,098	-3,048	-1,288	-1,825
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	-2,363	-603	-1,140
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	3,899	4,386	4,959
其他筹资现金流	-3,752	-4,601	-3,917	-4,403	-4,976
现金净增加额	2,509	-2,042	839	3,067	3,062

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23,214	25,902	28,483	31,526	34,889
营业成本	9,380	11,062	12,056	13,378	14,846
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	8,055	8,524	9,345	10,312	11,377
管理费用	1,508	1,652	1,817	1,917	2,016
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-10	-86	-66	-83	-145
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	294	439	436	491	552
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	5,246	5,898	6,626
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	5,714	6,427	7,267
所得税	1,421	1,596	1,772	1,993	2,253
净利润	3,120	3,553	3,943	4,434	5,014
少数股东损益	46	39	43	48	55
归属母公司净利润	3,074	3,514	3,899	4,386	4,959
EBITDA	5,749	6,083	5,921	6,604	7,370
EPS (元/股)	0.26	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	10.0	10.7	10.7
营业利润(%)	61.4	9.3	12.9	12.4	12.3
归属母公司净利润(%)	43.7	14.3	11.0	12.5	13.1
获利能力					
毛利率(%)	59.6	57.3	57.7	57.6	57.4
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	16.7	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	37.9	34.5	32.2	30.2
净负债比率(%)	-27.1	-19.3	-19.7	-28.4	-33.8
流动比率	1.7	2.0	2.1	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)	0.26	0.30	0.34	0.38	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.34	0.34	0.38	0.42
每股净资产(最新摊薄)	1.18	1.45	1.79	2.17	2.59
估值比率					
P/E	17.5	15.3	13.8	12.2	10.8
P/B	3.9	3.2	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	6.2	6.4	8.4	7.0	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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