



波司登 (03998.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

H1 经营符合预期，期待旺季销售提速

业绩简评

公司于 11 月 27 日公布 FY2026 年中期业绩。上半年实现营收 89.28 亿元，同增 1.4%，实现归母净利润 11.89 亿元，同增 5.3%，业绩符合预期。公司 2025 年中期预计派发股息每股 6.3 港仙，合计 6.69 亿港元，派息率为 56%。

经营分析

直营/加盟渠道稳健增长驱动羽绒服业务发展。FY26H1 羽绒服业务营收为 65.68 亿元，同比增长 8.3%。分品牌看，波司登/雪中飞/冰洁/其他收入分别为 57.19/3.78/0.15/4.56 亿元，同比+8.3%/-3.2%/-26.0%/+22.8%，波司登主品牌通过增强产品设计以及顶级渠道建设实现稳健增长。分渠道看，公司羽绒服业务线上渠道收入为 13.83 亿元，同比增长 2.4%，公司持续聚焦线上平台经营能力，强化老会员体验和有效拓客。线下直营和加盟渠道实现营收 24.11/37.01 亿元，同增 6.6%/7.9%，店效+门店数量提升共驱增长。期末公司波司登品牌渠道数量 3140 家，同比增加 267 家。雪中飞门店同增 74 家至 389 家。

OEM、女装/多元化服装业务略有承压。贴牌加工业务 H1 营收同降 11.7%至 20.44 亿元，主要受到关税政策、地缘政治及海外消费力低迷影响。女装和多元化服装业务收入分别为 2.51/0.64 亿元，同比下降 18.6%/49.3%，女装和多元化服装营收占比较低。

毛利率结构性变化，库存管控优秀。公司毛利率同比提升 0.1pct 至 50.0%，其中羽绒服毛利率下降 2.0pct 至 59.1%，主要由于低毛利率经销渠道占比提升。公司营销管理费用率同比+1.69/-1.51pct 至 27.53%/7.22%，控费情况良好。公司库存管理优秀，库存周转天数较去年同期下降 11 天，主要由于公司减少原材料备货以及加强旧库清理。

新品蓄势旺季，低库存下看好公司 H2 表现。1) 产品方面，25 年 10 月公司联手顶级奢侈品牌创意总监 Kim Jones 推出波司登高级产品线 AREAL，包括与 Errolson Hugh 推出 VERTEX 系列羽绒服，收获良好市场反馈，期待新品未来持续发力。2) FY25 暖冬高库存背景下，公司 H1 自身以及加盟商库存清理进度良好，为秋冬新品销售蓄势。3) 从 10-11 月份数据来看公司终端销售实现良好增长。公司坚定品牌向上战略，持续优化产品渠道，看好 H2 经营表现。

盈利预测、估值与评级

波司登主品牌持续提升经营质量，新产品系列有望贡献增量，同时加盟渠道库存去化有望带动后续表现。我们预计公司 FY2026-FY2028 年净利润分别为 39.20/43.22/47.39 亿元，对应 PE 分别为 13/12/11 倍。维持买入评级。

风险提示

终端消费需求不及预期、行业竞争加剧、新品类拓展不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：4.960 元

相关报告：

1. 《波司登公司深度研究：聚焦羽绒服主业，优质供应链护航成长》，2025.8.4



公司基本情况 (人民币)

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,214	25,902	28,503	31,423	34,458
营业收入增长率	38.39%	11.58%	10.04%	10.24%	9.66%
归母净利润(百万元)	3,074	3,514	3,920	4,297	4,712
归母净利润增长率	43.74%	14.31%	11.56%	9.61%	9.67%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.30	0.34	0.37	0.41
每股经营性现金流净额	0.67	0.35	0.32	0.33	0.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.38%	20.77%	22.14%	23.15%	24.16%
P/E	12.36	11.04	13.45	12.27	11.19
P/B	2.84	2.49	3.26	3.11	2.96

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	16,774	23,214	25,902	28,503	31,423	34,458
增长率	3.5%	38.4%	11.6%	10.0%	10.2%	9.7%
主营业务成本	6,798	9,380	11,062	11,971	13,286	14,638
%销售收入	40.5%	40.4%	42.7%	42.0%	42.3%	42.5%
毛利	9,976	13,834	14,840	16,532	18,136	19,820
%销售收入	59.5%	59.6%	57.3%	58.0%	57.7%	57.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	6,125	8,055	8,524	9,577	10,432	11,337
%销售收入	36.5%	34.7%	32.9%	33.6%	33.2%	32.9%
管理费用	1,204	1,508	1,652	1,853	2,042	2,240
%销售收入	7.2%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	2,928	4,532	5,063	5,627	6,232	6,865
%销售收入	17.5%	19.5%	19.5%	19.7%	19.8%	19.9%
财务费用	40	-10	-86	-117	-64	-40
%销售收入	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
投资收益	-22	-14	-22	-23	-28	-30
%税前利润	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
营业利润	2,635	4,251	4,646	5,083	5,640	6,220
营业利润率	15.7%	18.3%	17.9%	17.8%	17.9%	18.0%
营业外收支						
税前利润	2,887	4,541	5,149	5,744	6,296	6,905
利润率	17.2%	19.6%	19.9%	20.2%	20.0%	20.0%
所得税	731	1,421	1,596	1,781	1,952	2,141
所得税率	25.3%	31.3%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
净利润	2,156	3,120	3,553	3,963	4,344	4,764
少数股东损益	18	46	39	43	47	52
归属于母公司的净利润	2,139	3,074	3,514	3,920	4,297	4,712
净利率	12.7%	13.2%	13.6%	13.8%	13.7%	13.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2,139	3,074	3,514	3,920	4,297	4,712
少数股东损益	18	46	39	43	47	52
非现金支出	-63	120	-32	-396	-410	-429
非经营收益						
营运资金变动	26	2,927	-726	-88	-264	-488
经营活动现金净流	3,051	7,339	3,982	3,674	3,843	3,999
资本开支	-508	-560	-1,332	-480	-500	-500
投资	983	-2,061	-1,950	-538	-548	-543
其他	142	194	184	-150	592	645
投资活动现金净流	617	-2,426	-3,098	-1,168	-456	-398
股权募资	27	29	147	0	0	0
债权募资	-408	0	107	300	300	300
其他	-2,112	-2,409	-3,195	-3,241	-3,572	-3,934
筹资活动现金净流	-2,493	-2,380	-2,941	-2,941	-3,272	-3,634
现金净流量	1,216	2,509	-2,042	-435	114	-33

资产负债表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,718	6,227	4,185	3,750	3,864	3,831
应收账款	2,421	2,879	3,217	3,680	4,054	4,493
存货	2,689	3,197	3,951	4,244	4,613	5,240
其他流动资产	5,893	6,715	7,870	8,753	9,351	9,933
流动资产	14,722	19,019	19,222	20,427	21,882	23,497
%总资产	70.3%	73.8%	70.1%	69.3%	70.0%	70.8%
长期投资	236	253	524	562	610	654
固定资产	1,728	1,544	1,919	2,132	2,350	2,573
%总资产	8.2%	6.0%	7.0%	7.2%	7.5%	7.8%
无形资产	2,164	2,044	2,164	2,193	2,255	2,328
非流动资产	6,221	6,753	8,181	9,031	9,359	9,699
%总资产	29.7%	26.2%	29.9%	30.7%	30.0%	29.2%
资产总计	20,943	25,771	27,403	29,458	31,242	33,195
短期借款	770	2,478	896	1,196	1,496	1,796
应付款项	3,097	5,177	5,206	5,487	5,720	5,896
其他流动负债	2,186	3,528	3,406	4,178	4,521	5,004
流动负债	6,054	11,183	9,508	10,860	11,737	12,696
长期贷款	1,603	0	0	0	0	0
其他长期负债	681	769	865	740	740	740
负债	8,338	11,952	10,373	11,601	12,477	13,436
普通股股东权益	12,547	13,735	16,919	17,703	18,562	19,505
其中：股本	1	1	1	1	1	1
未分配利润	13,142	14,380	17,476	18,260	19,119	20,061
少数股东权益	57	84	111	154	202	254
负债股东权益合计	20,943	25,771	27,403	29,458	31,242	33,195

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.20	0.28	0.32	0.34	0.37	0.41
每股净资产	1.15	1.26	1.47	1.52	1.60	1.68
每股经营现金净流	0.28	0.67	0.35	0.32	0.33	0.34
每股股利	0.16	0.23	0.26	0.27	0.30	0.32
回报率						
净资产收益率	17.04%	22.38%	20.77%	22.14%	23.15%	24.16%
总资产收益率	10.21%	11.93%	12.82%	13.31%	13.75%	14.20%
投入资本收益率	14.60%	19.10%	19.49%	20.38%	21.22%	21.97%
增长率						
主营业务收入增长率	3.46%	38.39%	11.58%	10.04%	10.24%	9.66%
EBIT 增长率	7.68%	54.78%	11.72%	11.15%	10.75%	10.15%
净利润增长率	3.70%	43.74%	14.31%	11.56%	9.61%	9.67%
总资产增长率	-1.60%	23.06%	6.33%	7.50%	6.05%	6.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.2	18.8	18.7	18.7	20.6	20.7
存货周转天数	142.4	113.0	116.3	123.2	120.0	121.2
应付账款周转天数	168.9	158.8	169.0	160.8	151.8	142.8
固定资产周转天数	37.4	25.4	24.1	25.6	25.7	25.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.26%	-21.57%	-14.23%	-10.16%	-8.68%	-6.55%
EBIT 利息保障倍数	15.7	23.4	34.8	53.8	46.3	41.7
资产负债率	39.81%	46.38%	37.85%	39.38%	39.94%	40.48%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	15	15	43
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究