

纺织服饰

2025 年 11 月 30 日

波司登

(03998)

——业绩表现符合预期，连续八年利润增长快于收入

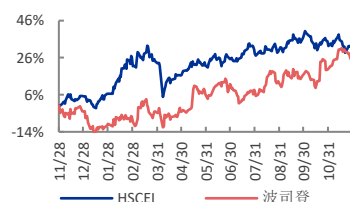
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 11 月 28 日

收盘价（港币）	4.96
恒生中国企业指数	9130.18
52 周最高/最低（港币）	5.37/3.46
H 股市值（亿港元）	576.84
流通 H 股（百万股）	11,629.75
汇率（港币/人民币）	0.9100

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

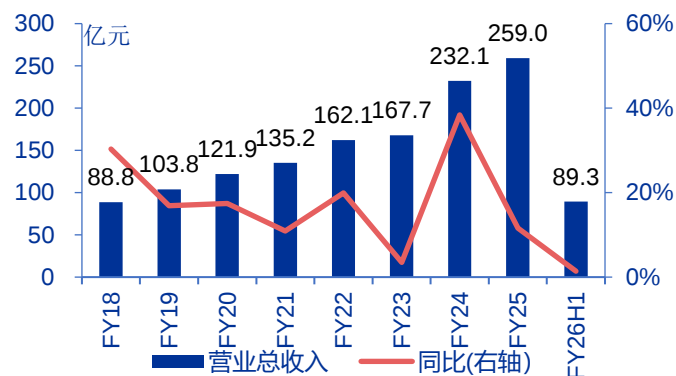
- **波司登发布 FY25/26 财年中中期业绩，表现符合预期，延续高质量增长。** FY2025/26 上半年财年，公司收入同比增长 1.4% 至 89.3 亿元，归母净利润同比增长 5.3% 至 11.9 亿元，业绩表现符合预期。自 2018 年战略转型以来，连续八年利润增长快于收入，彰显公司卓越的经营质量与持续的增长韧性。派发中期股息 0.063 港元/股，派息比率约为 55%。
- **分业务看，羽绒服主业稳健增长，波司登品牌增长优异。** 分业务看，品牌羽绒服业务作为核心引擎，上半年收入同比增长 8.3% 至 65.7 亿元，占总收入的 73.6%。其中，波司登主品牌收入同比增长 8.3% 至 57.2 亿元；雪中飞品牌收入小幅下滑 3.2%，后续将聚焦性价比赛道，深挖“冰雪”及“运动”基因；冰洁品牌上半年启动重塑，聚焦新时代女性细分市场，打造差异化竞争优势，短期内因重启品牌及去库导致收入下降 26%。第二大业务贴牌加工因关税政策、地缘政治及海外消费力低迷等不确定因素的影响，收入同比下降 11.7% 至 20.4 亿元。女装与多元化服装业务尚在调整期，收入分别下降 18.6% 和 45.3%，但占比较小。
- **分渠道看，自营与加盟均稳健增长，零售网络稳步扩张。** 上半财年自营与加盟均实现稳健增长，其中自营收入同比增长 6.6% 至 24.1 亿元，加盟收入同比增长 7.9% 至 37.0 亿元，得益于公司在库存去化上对加盟商的支持，实际加盟的终端流水表现远高于收入增长。截止到 9 月 30 日，公司羽绒服业务零售网点（不含旺季店）总数净增加 88 家至 3558 家，其中，自营渠道净增 3 家、加盟净增 85 家。财年内公司持续打造具有波司登基因的门店，巩固和拓展 Top 店体系，打造门店聚类经营模式。基于顾客分层构建分店态精细化运营体系。
- **净利率稳步提升，费用投入总体平稳。** 上半财年公司毛利率同比小幅提升 0.1pct 至 50.0%。其中，品牌羽绒服业务毛利率下降 2pct 至 59.1%，主要因毛利率较低的经销商渠道增速较快；贴牌业务通过供应链提效与降本，毛利率逆势提升 0.4 个百分点至 20.5%；女装业务毛利率下降 1.9pct 至 59.9%。费用方面，销售费用率同比上升 1.7pct 至 27.5%，主要是用于战略拓展头部势能门店及持续优化渠道结构和质量，管理费用率因员工持股计划的摊销及咨询费用减少，同比下降 1.5pct 至 7.2%。最终归母净利率提升 0.5pct 至 13.3%。
- **运营效率显著提升，库存及现金管理优异。** 上半财年公司库存周转天数较去年同期大幅下降 11 天至 178 天，主要因放缓了原材料采购节奏，以及进行了库存去化以便为旺季销售打下灵活健康的库存基础。截止到 9 月 30 日，现金及现金等价物约 30 亿元，净现金值达到约 103 亿元，较上年同期的约 64 亿元净增加了 38.8 亿元，体现金流表现非常优异。
- **波司登深耕羽绒服行业四十余年，以其深厚的行业积淀与高效的组织变革能力，从产品、营销、渠道、运营等全方面拓宽护城河。** 维持盈利预测，预计 FY26-28 年公司归母净利润分别为 39.0/43.4/47.5 亿元，对应 PE 分别为 13/12/11 倍。中长期来看，公司在羽绒服领域建立了较强的消费者认知，并积极拓展户外冰雪、功能性服饰等赛道，有望持续贡献增量，持续看好未来发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：消费复苏不及预期；暖冬库存增加风险；行业竞争加剧风险。**

财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万元）	23,214	25,902	28,465	31,272	34,210
同比增长率（%）	38%	12%	10%	10%	9%
归母净利润（百万元）	3,074	3,514	3,899	4,340	4,754
同比增长率（%）	44%	14%	11%	11%	10%
每股收益（元/股）	0.28	0.32	0.34	0.37	0.41
毛利率（%）	59.6%	57.3%	57.8%	57.9%	57.5%
市盈率	17	15	13	12	11

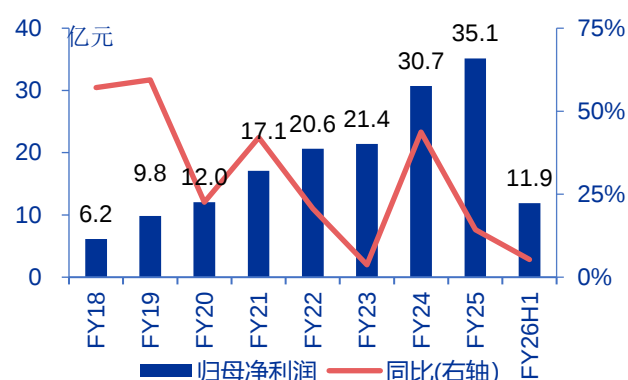
注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本

图 1: FY26H1 营收同比上升 1.4%至 89.3 亿元



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: FY26H1 归母净利润同比增长 5.3%至 11.9 亿元



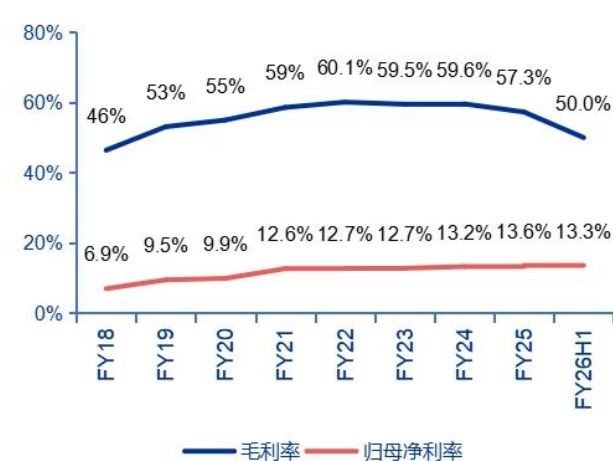
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: FY26H1 销售费用率同比上升 1.7pct 至 27.5%, 管理费用率同比下降 1.5pct 至 7.2%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: FY26H1 毛利率同比小幅提升 0.1pct 至 50%, 归母净利润率提升 0.5pct 至 13.3%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

合并利润表

百万元 (人民币)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	23,214	25,902	28,465	31,272	34,210
成本	-9,380	-11,062	-12,012	-13,170	-14,522
毛利	13,834	14,840	16,453	18,102	19,688
其他收入	216	492	450	500	500
销售费用	-8,055	-8,524	-9,513	-10,516	-11,498
管理费用	-1,508	-1,652	-1,853	-2,036	-2,172
商誉及无形资产的减值损失	-70	-171	-100	-50	0
其他开支	-19	-18	-18	-18	-18
经营溢利	4,398	4,967	5,419	5,982	6,499
财务收入/(费用)净额	158	204	228	250	274
除税前溢利	4,541	5,149	5,625	6,211	6,751
所得税	-1,421	-1,596	-1,687	-1,832	-1,958
净利润	3,120	3,553	3,937	4,378	4,793
归母净利润	3,074	3,514	3,899	4,340	4,754
少数股东损益	46	39	39	39	39

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。