

波司登(03998)

报告日期: 2025 年 11 月 28 日

高质量成长，旺季品销加码拉动零售热度

——波司登点评报告

投资要点

波司登披露中报，羽绒服业务如期稳健成长+盈利上行，存货周转改善

25/9/30 为止的上半财年，集团收入 89.3 亿，同比+1.4%，毛利率 50.0%，同比+0.1pct，来自羽绒服业务占比提升；归母净利 11.89 亿，同比+5.3%，淡季仍然展现高质量稳健增长，受益本身的灵活快反能力和淡季集中的清库去化动作，公司库存 47.4 亿，同比-20%，周转天数下降 11 天至 178 天，受益存货周转改善，经营性现金流亦呈现优化。

羽绒服业务：波司登主品牌领跑、折扣控制优秀

羽绒服主业上半财年收入 65.8 亿，同比+8.3%，营业利润率 20.3%，同比+0.1pp，营业利润 13.3 亿，同比+8.9%，是集团增长的核心动力。分品牌看，波司登主品牌收入 57.2 亿，同比+8.3%，年内集中发力羽绒服新品，且折扣控制优秀，叠加积极推动经销库存去化，增长表现领跑；雪中飞/冰洁品牌收入同比-3%/-26%，波动主要来自渠道调整/品牌定位重塑，预计下半财年正式销售发力。分渠道看，自营/批发+6.6%/7.9%，表现均衡，线上/线下+2.4%/8.9%，折扣控制良好。

旺季销售值得期待

10/20，波司登任命英国著名设计师 Kim Jones 为新设立的 AREAL 高级都市线创总监，其曾担任 LVMH 男装艺术总监、Dior 男装艺术总监、Fendi 女装艺术总监，擅长高级时装与功能性结合，AREAL 系列产品目前已旗舰店上市，首季包括超过 20 款设计。Errolson Hugh 的机能户外系列、KIM JONES 的 AREAL 系列、大师泡芙系列类奢侈品的发布+渠道+品宣配合带动社交媒体声量向上，结合本身深入人心的羽绒服专家定位，有效拉动进店成交。主品牌发力同时，雪中飞 10 月官宣代言人成毅、王玉雯，冰洁 10 月官宣品牌大使吴昕，同样抓住旺季窗口实现品牌声量扩大，叠加北方城市如北京十一后、南方城市如上海 10 月中旬开始有明显气温下降，有望对后续旺季销售形成拉动，双十一全周期线上天猫服饰类第二、京东服饰类第一、抖音羽绒服单店第一，展现旺季销售活力。

盈利预测及估值：

新财年在聚焦羽绒服核心主业基础上，公司将聚焦时尚功能科技服饰赛道持续推动产品创新，渠道商推动分店态运营、做实单店提效，并推动多品牌矩阵覆盖不同客户群体需求，推动集团高质量成长。我们预计 26/3/31、27/3/31、28/3/31 财年公司收入 285/313/340 亿元，同比+10.1%/9.7%/8.8%，归母净利 39.4/43.9/48.6 亿元，同比+12.0%/+11.5%/+10.8%，对应 PE 13.5/12.1/10.9X。当前估值具备性价比，FY22-FY25 连续四个财年分红率超过 80%，低估值、稳增长、高分红属性凸显，维持“买入”评级。

风险因素：降温频率低于预期，消费者消费力低于预期

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$5.02
总市值(百万港元)	58,381.36
总股本(百万股)	11,629.75

股票走势图



相关报告

- 《旺季品销有序铺开，降温拉动消费热度》 2025.10.23
- 《年报及分红如期亮丽，新财年继续聚焦主航道高质量增长》 2025.06.28
- 《旺季持续积极推新，稳健成长表现可期》 2025.03.07

财务摘要

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	25,902	28,524	31,280	34,038
(同比+/-) (%)	11.58%	10.12%	9.66%	8.82%
归母净利润	3,514	3,935	4,387	4,861
(同比+/-) (%)	14.31%	11.97%	11.49%	10.81%
每股收益(元)	0.32	0.36	0.40	0.44
P/E	15.1	13.5	12.1	10.9

资料来源：浙商证券研究所，FY2025 指 25/3/31 为止的财年

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	19,222	20,848	22,773	24,106
现金	4,185	5,492	6,068	7,406
交易性金融资产	1,655	1,943	1,943	1,943
应收账款	1,195	1,197	1,757	1,457
其它应收款	2,022	2,123	2,230	2,341
存货	3,951	4,093	4,775	4,959
其他	6,214	6,000	6,000	6,000
非流动资产	8,181	7,781	7,918	8,077
金融资产类	458	504	554	610
长期投资	524	558	595	636
固定资产	1,919	1,907	1,870	1,833
无形资产	1,138	990	920	850
有使用权资产	1,612	1,773	1,950	2,145
其他	2,530	2,049	2,028	2,003
资产总计	27,403	28,629	30,691	32,184
流动负债	9,508	10,040	11,252	11,799
短期借款	896	900	900	900
应付款项	7,834	8,253	9,484	9,985
租赁-流动负债	450	473	497	521
其他	327	414	371	393
非流动负债	865	814	829	846
长期借款	0	0	0	0
租赁-非流动负债	512	500	500	500
其他	353	314	329	346
负债合计	10,373	10,854	12,081	12,645
少数股东权益	111	154	201	253
归属母公司股东权	16,919	17,622	18,409	19,286
负债和股东权益	27,403	28,629	30,691	32,184

现金流量表

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	3,982	5,651	5,999	7,296
净利润	3,514	3,935	4,387	4,861
折旧摊销	97	180	185	190
财务费用	(180)	(195)	(214)	(229)
投资损失	22	15	10	0
营运资金变动	(1,108)	173	(118)	506
其它	1,636	1,543	1,749	1,969
投资活动现金流	(3,098)	(1,884)	(2,669)	(2,887)
资本支出	(500)	(99)	(100)	(100)
长期投资	(4,152)	(1,554)	(2,626)	(2,844)
其他	1,554	(231)	58	58
筹资活动现金流	(2,941)	(2,460)	(2,754)	(3,071)
短期借款	128	4	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(3,069)	(2,464)	(2,754)	(3,071)
现金净增加额	2,431	1,307	576	1,338

利润表

(百万元)	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	25,902	28,524	31,280	34,038
营业成本	(11,062)	(12,065)	(13,303)	(14,602)
销售费用	(8,524)	(9,449)	(9,989)	(10,643)
管理费用	(1,652)	(1,826)	(2,221)	(2,417)
其他收入及收益	492	500	555	620
营业利润	4,967	5,529	6,168	6,842
财务费用	204	194	212	227
应占联营公司损益	(22)	(15)	(10)	0
利润总额	5,149	5,723	6,380	7,068
所得税费用	(1,596)	(1,745)	(1,946)	(2,156)
净利润	3,553	3,977	4,434	4,913
少数股东损益	(39)	(43)	(47)	(52)
归属母公司净利润	3,514	3,935	4,387	4,861
EBITDA	4,761	5,364	5,953	6,566
EPS (最新摊薄)	0.32	0.36	0.40	0.44

主要财务比率

	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力				
营业收入	11.58%	10.12%	9.66%	8.82%
营业利润	12.95%	11.31%	11.56%	10.92%
归属母公司净利润	14.31%	11.97%	11.49%	10.81%
获利能力				
毛利率	57.29%	57.70%	57.47%	57.10%
净利率	13.57%	13.79%	14.02%	14.28%
ROE	22.93%	22.78%	24.35%	25.79%
ROIC	22.63%	24.06%	25.61%	31.59%
偿债能力				
资产负债率	37.85%	37.91%	39.36%	39.29%
净负债比率	60.91%	61.06%	64.92%	64.72%
流动比率	2.02	2.08	2.02	2.04
速动比率	1.39	1.46	1.40	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.97	1.02	1.05	1.08
应收账款周转率	16.34	20.00	20.00	20.00
应付账款周转率	1.42	1.50	1.50	1.50
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.36	0.40	0.44
每股经营现金	0.36	0.52	0.55	0.00
每股净资产	1.54	1.61	1.68	1.76
估值比率				
P/E	15.12	13.50	12.11	10.93
P/B	3.14	3.01	2.89	2.75
EV/EBITDA	16.04	14.22	13.06	11.86

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>