

波司登 (03998.HK)

FY26H1 业绩点评：业绩符合预期，看好旺季销售表现

买入（维持）

2025 年 12 月 01 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	23,214	25,902	28,512	31,420	34,626
同比(%)	38.39	11.58	10.08	10.20	10.20
归母净利润（百万元）	3,074	3,514	3,938	4,393	4,897
同比(%)	43.74	14.31	12.06	11.57	11.45
EPS-最新摊薄（元/股）	0.26	0.30	0.34	0.38	0.42
P/E（现价&最新摊薄）	17.08	14.94	13.33	11.95	10.72

投资要点

■ 公司公布 FY2026H1 业绩：营收 89.28 亿元/yoy+1.4%，归母净利 11.89 亿元/yoy+5.3%，中期派息每股 6.3 港仙。

■ 品牌羽绒服：主品牌稳健增长，批发有效去库。FY26H1 品牌羽绒服业务收入 65.68 亿元/yoy+8.3%/占比 73.6%。1) 按品牌分，波司登主品牌收入 57.19 亿元/yoy+8.3%，雪中飞收入 3.78 亿元/yoy-3.2%，冰洁收入 0.15 亿元/yoy-26.0%。主品牌持续在品牌、产品、渠道维度优化向上，延续高质量增长表现；雪中飞聚焦性价比羽绒服赛道，深挖品牌“冰雪”及“运动”基因，持续发力线上业务；冰洁品牌上半年启动重塑，关注年轻女性羽绒服品牌产品的高质量发展。2) 按模式分，自营/批发收入分别同比+6.6%/+7.9%，批发收入增长快于自营，使得 FY26H1 品牌羽绒服毛利率同比-2.0pct 至 59.1%。我们预计批发终端销售增长进一步快于报表表现，批发商库存有效去化，为旺季销售做好准备。截至 FY26H1 末，羽绒服业务零售网点总数较本财年初净增加 88 家至 3,558 家，公司持续优化渠道质量，提升单店经营效率。

■ 贴牌加工业务因订单前置有所下滑，女装及多元化业务战略性收缩。1) 贴牌加工：FY26H1 收入 20.44 亿元/yoy-11.7%，主因关税原因订单前置到 3 月，因此 4-9 月 OEM 收入下滑；但通过供应链提效，毛利率同比+0.4pct 至 20.5%。2) 女装：FY26H1 收入 2.51 亿元/yoy-18.6%，毛利率同比-1.9pct 至 59.9%。受市场环境低迷影响，公司主动调整，关闭低效门店，聚焦核心品类。3) 多元化服装：FY26H1 收入 0.64 亿元/yoy-45.3%，主因公司对校服业务进行梳理，该业务收入同比下滑 49.3%。

■ 毛利率及期间费用率微升，净利润率稳中有升，库存及经营效率显著改善。1) 毛利率：FY26H1 同比+0.1pct 至 50.0%，主要得益于高毛利的品牌羽绒服业务收入占比提升。2) 费用率：FY26H1 分销开支/行政开支费用率分别为 27.5%/7.2%，同比+1.7pct/-1.5pct。行政开支费用率下降主要因员工持股计划相关费用减少。3) 净利润率：结合融资收入同比大幅增加，FY26H1 归母净利率同比+0.5pct 至 13.3%，盈利能力保持稳中有升趋势。4) 存货：截至 FY26H1 末，存货周转天数 178 天，同比下降 11 天，主因公司放缓原材料采购节奏并积极进行库存去化，为旺季销售打下良好基础。5) 现金流：FY26H1 经营活动现金流净额为-10.84 亿元。截至期末，公司持有现金及现金等价物 30.34 亿元。

■ 盈利预测与投资评级：展望下半财年，冷冬预期及春节旺季延长有望催化销售，看好高品牌势能下公司业绩高质量增长。维持 FY26-28 归母净利润 39.4/43.9/49.0 亿元的预测，对应 PE13/12/11X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济疲软影响消费需求、异常天气影响羽绒服销售、行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.96
一年最低/最高价	3.46/5.37
市净率(倍)	3.26
港股流通市值(百万港元)	52,486.29

基础数据

每股净资产(元)	1.38
资产负债率(%)	42.99
总股本(百万股)	11,629.75
流通股本(百万股)	11,629.75

相关研究

《波司登(03998.HK)：品牌引领积蓄蓄能，降温加码旺季销售》

2025-10-22

《波司登(03998.HK)：FY2025H1 业绩点评：主品牌高质量增长，期待旺季销售》

2024-12-02

波司登三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,222.39	23,145.51	28,260.26	33,884.83	营业总收入	25,901.71	28,512.24	31,419.73	34,625.88
现金及现金等价物	4,184.84	7,218.44	11,457.69	16,115.73	营业成本	11,061.86	12,162.36	13,427.77	14,826.34
应收账款及票据	1,194.97	1,425.61	1,570.99	1,731.29	销售费用	8,523.80	9,409.04	10,368.51	11,426.54
存货	3,950.63	4,223.04	4,662.42	5,148.03	管理费用	1,652.32	1,853.30	2,042.28	2,250.68
其他流动资产	9,891.95	10,278.42	10,569.16	10,889.78	其他费用	17.96	0.00	0.00	0.00
非流动资产	8,180.88	8,948.54	9,246.84	9,645.30	经营利润	4,645.79	5,087.55	5,581.17	6,122.32
固定资产	1,918.93	1,917.04	1,915.33	1,913.80	利息收入	231.81	125.55	216.55	343.73
商誉及无形资产	2,163.68	2,163.68	2,263.68	2,463.68	利息支出	145.35	35.84	35.84	35.84
长期投资	523.71	523.71	523.71	523.71	其他收益	416.99	308.94	338.01	370.07
其他长期投资	2,396.64	2,596.64	2,796.64	2,996.64	利润总额	5,149.24	5,486.19	6,099.89	6,800.28
其他非流动资产	1,177.92	1,747.48	1,747.48	1,747.48	所得税	1,596.49	1,508.70	1,677.47	1,870.08
资产总计	27,403.27	32,094.05	37,507.10	43,530.14	净利润	3,552.74	3,977.49	4,422.42	4,930.20
流动负债	9,508.41	10,345.99	11,321.52	12,398.75	少数股东损益	38.83	39.77	44.22	49.30
短期借款	896.06	896.06	896.06	896.06	归属母公司净利润	3,513.91	3,937.71	4,393.30	4,896.50
应付账款及票据	5,206.18	5,743.34	6,340.89	7,001.33	EBIT	5,062.78	5,396.49	5,919.18	6,492.39
其他	3,406.16	3,706.59	4,084.57	4,501.36	EBITDA	6,279.86	6,098.38	6,520.89	6,993.93
非流动负债	864.67	740.37	740.37	740.37					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	864.67	740.37	740.37	740.37					
负债合计	10,373.07	11,086.36	12,061.89	13,139.12					
股本	0.86	0.86	0.86	0.86	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	111.18	150.95	195.18	244.48	每股收益(元)	0.30	0.34	0.38	0.42
归属母公司股东权益	16,919.02	20,856.73	25,250.03	30,146.53	每股净资产(元)	1.48	1.81	2.19	2.61
负债和股东权益	27,403.27	32,094.05	37,507.10	43,530.14	发行在外股份(百万股)	11,629.75	11,629.75	11,629.75	11,629.75
					ROIC(%)	20.41	19.65	17.79	16.34
					ROE(%)	20.77	18.88	17.40	16.24
					毛利率(%)	57.29	57.34	57.26	57.18
					销售净利率(%)	13.57	13.81	13.98	14.14
					资产负债率(%)	37.85	34.54	32.16	30.18
					收入增长率(%)	11.58	10.08	10.20	10.20
					净利润增长率(%)	14.31	12.06	11.57	11.45
					P/E	14.94	13.33	11.95	10.72
					P/B	3.06	2.50	2.06	1.73
					EV/EBITDA	6.15	7.57	6.43	5.33

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>