

2025 年 12 月 01 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(HKD)

5.7

公司基本资讯

产业别	纺织服饰
H 股价(2025/11/28)	4.96
恒生指数(2025/11/28)	25,858.9
股价 12 个月高/低	5.2/3.41
总发行股数(百万)	11,629.75
H 股数(百万)	11,629.75
H 市值(亿元)	414.99
主要股东	高德康 (60.92%)
每股净值(元)	1.38
股价/账面净值	3.59
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	18.73% 10.47% 4.20%

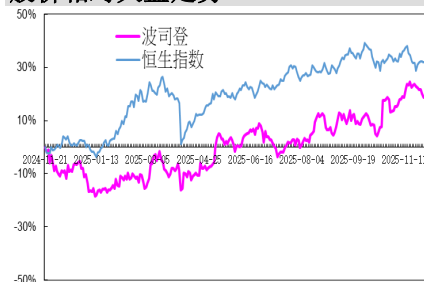
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-06-26	4.62	买进
2024-12-02	4.05	买进
2024-06-27	4.33	买进
2023-12-01	3.28	买进

产品组合

品牌羽绒服业务	73.6%
贴牌加工管理业务	22.9%
女装业务	2.8%
多元化服装业务	0.7%

股价相对大盘走势



波司登(03998.HK)

BUY 买进

核心品牌稳健，提效去库旺季轻装上阵

业绩概要：

公司公告 2025/26 上半财年实现营收 89.3 亿，同比增 1.4%，录得归母净利润 11.9 亿，同比增 5.3%，低于预期。

分红方案：公司拟每股派发现金股息 0.063 港币。

点评与建议：

- 公司羽绒服主业保持稳健增长，2025/26 上半财年，实现营收 65.7 亿，同比增 8%。其中，主品牌波司登实现营收 57.2 亿，同比增 8%，雪中飞实现营收 3.8 亿，同比下降 3%，受品牌战略调整和去库影响，冰洁实现营收约 1530 万，同比下降 26%。其他业务方面，贴牌实现收入 20.5 亿，同比下降 12%，受关税、地缘政治、海外消费力低迷等多因素影响；非羽绒服业务合计实现营收 3.1 亿，同比下降 26%，其中，多元服装收入约 6400 万，同比下降 64%，主要由于飒美特校服业务收缩，H1 营收录得 49.3% 的下滑，女装业务收入 2.5 亿，同比下降 19%。
- 上半财年毛利率同比上升 0.15pct 至 50.03%，主要受羽绒服业务占比上升影响。分业务看，羽绒服业务毛利率同比下降 2pcts 至 59.1%，主要由于经销商渠道销售增速快于自营；贴牌业务收益降本增效，毛利率同比提升 0.4pct 至 20.5%；女装业务毛利率同比下降 1.9pcts，多元化服装毛利率同比提升 0.2pct。
- 费用率方面，H1 综合费用率同比下降 1.13pcts 至 32.4%。其中，销售费用率同比上升 1.69pcts，主要由于费用增长快于收入；管理费用率同比下降 1.51pcts，主要由于员工持股计划涉及的摊销费用及咨询顾问费用同比下降；财务费用率同比下降 1.31pcts，主要由于可转债利息支出减少及理财收益、存款利息等增加。
- 上半财年，公司库存周转天数为 178 天，同比下降 11 天，主要由于原料采购节奏放缓，并进行了一部分库存去化工作以提升全渠道商品运营、库存管理及资金周转能力。
- 此外，公司录得合营和联营企业亏损约 4660 万。
- 目前，羽绒服销售旺季已至，经过上半年去库后，旺季轻装上阵有望提升公司运营效率，并通过延续小单快返的拉式铺货机制进行动态管理；双十一期间，波司登品牌获天猫服饰第二、京东服饰第一和抖音羽绒服单店第一。品牌运营方面，“全球领先的羽绒服专家”的战略定位预计持续深化，积极布局时尚功能科技服饰赛道，通过分品类、分人群、分市场层级、分店态的四维差异化策略进行差异化运营，进而提升品牌影响力。
- 预计 2025/26 财年-2027/28 财年将分别实现净利润 39.4 亿、44 亿和 48.6 亿，分别同比增 12%、11.7%和 10.4%，EPS 分别为 0.34 元、0.38 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 13 倍、12 倍和 11 倍，公司运营能力稳健，股息率较高（本财年预估 6%），维持“买进”的投资建议。
- 风险提示：终端销售不及预期，费用支出超预期、成本增长超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2026/27E	FY2027/28E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2139	3074	3514	3944	4406	4863
同比增减	%	25%	44%	14%	12%	12%	10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.20	0.28	0.32	0.34	0.38	0.42
同比增减	%	3%	43%	11%	7%	12%	10%
市盈率(P/E)	X	23	16	14	13	12	11
股利 (DPS)	HKD 港元	0.18	0.25	0.28	0.30	0.33	0.37
股息率 (Yield)	%	3.63%	5.04%	5.65%	6.02%	6.72%	7.42%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2026/27E	FY2027/28E
营业总收入	16774	23214	25902	27543	30188	32609
营业总支出	6798	9380	11062	11761	12830	13761
营业利润	2826	4398	4967	5316	5842	6552
除税前利润	2887	4541	5149	5949	6548	7227
持续经营净利润	2156	3120	3553	3985	4452	4915
归属普通股股东净利润	2139	3074	3514	3944	4406	4863

附二：合并资产负债表

人民币百万元	FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2026/27E	FY2027/28E
货币资金	3718	6227	4185	5700	7813	10422
存货	2689	3197	3951	4662	5361	5897
应收账款	923	1498	1195	980	833	750
流动资产合计	14722	19019	19222	23644	28372	33479
固定资产	1990	1809	1954	2301	2641	2903
非流动资产合计	6221	6753	8181	9586	11006	12353
资产总计	20943	25771	27403	33230	39378	45832
流动负债合计	6054	11183	9508	11790	14149	16837
非流动负债合计	2284	769	865	1003	1115	1264
负债合计	8338	11952	10373	12794	15264	18100
少数股东权益	57	84	111	122	132	136
股东权益合计	12604	13819	17030	20436	24115	27732

附三：合并现金流量表

人民币百万元	FY2022/23	FY2023/24	FY2024/25	FY2025/26E	FY2026/27E	FY2027/28E
经营活动产生的现金流量净额	3051	7339	6475	7023	7849	8804
投资活动产生的现金流量净额	617	-2426	-2590	-2203	-2113	-2283
筹资活动产生的现金流量净额	-2493	-2380	-2849	-3305	-3623	-3913
现金及现金等价物净增加额	1174	2533	1036	1515	2113	2609

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。