

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服饰

波司登 (03998.HK)

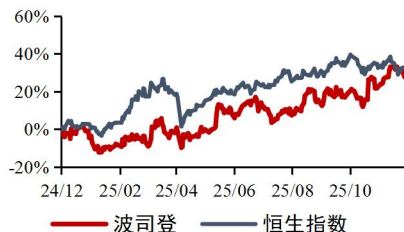
买入-A(维持)

品牌羽绒服板块引领营收稳健增长，库存周转速度显著提升

2025 年 12 月 1 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 11 月 28 日

收盘价（港元）：	4.960
年内最高/最低（港元）：	5.370/3.460
总股本（亿股）：	116.30/116.30
流通市值（亿港元）：	576.84
总市值（亿港元）：	576.84

来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

11 月 28 日，波司登发布 2025/26 财年上半年业绩。报告期内，公司实现营收 89.28 亿元，同比增长 1.4%，实现归母净利润 11.89 亿元，同比增长 5.3%。公司宣派中期股息每股普通股 6.3 港仙。

事件点评

➤ **品牌羽绒服业务引领公司收入稳健增长，贴牌加工业务受关税影响有所承压。** FY2025/26H1，公司实现营收 89.28 亿元，同比增长 1.4%。分业务板块看：

1) 品牌羽绒服业务方面，公司持续基于“强化品牌引领、强化品类经营、强化渠道运营、强化客户体验”的经营策略，打造核心能力和竞争优势，品牌羽绒服业务共实现收入 65.68 亿元，同比增长 8.3%，其中波司登主品牌实现收入 57.19 亿元，同比增长 8.3%。雪中飞品牌收入同比下降 3.2%至 3.78 亿元。冰洁品牌收入同比下降 26.1%至 0.15 亿元。2) 贴牌加工业务实现收入 20.44 亿元，同比下降 11.7%。3) 女装业务实现收入 2.51 亿，同比下降 18.6%。4) 多元化服装业务实现收入 0.64 亿元，同比下降 45.3%。

➤ **加盟渠道库存去化后轻装上阵，主品牌电商平台会员数量持续增长。** 品牌羽绒服业务分渠道看，自营渠道实现收入 24.11 亿元，同比增长 6.6%；批发渠道实现收入 37.01 亿元，同比增长 7.9%，上半年，公司通过与加盟商沟通设定去库目标、店铺规划、货品置换支持等措施，帮助加盟商进行库存去化，预计公司加盟渠道零售流水实现大幅增长。截至 2025/9/30 末，公司羽绒服业务常规零售门店较期初净增加 88 家至 3558 家，其中自营门店净增加 3 家至 1239 家，经销门店净增加 85 家至 2319 家；波司登品牌门店较期初净减少 67 家至 3140 家，雪中飞品牌门店较期初净增加 126 家至 389 家。上半年，公司持续优化渠道质量，优化渠道结构，提升门店的服务水平与管理能力，以提升门店的盈利能力和顾客满意度。线上渠道方面，品牌羽绒服业务线上渠道收入同比增长 2.4%至 13.83 亿元，占品牌羽绒服业务比重 21.1%。截止 FY2025/26H1 末，波司登品牌在天猫及京东平台共计会员约 2140 万；在抖音平台共计粉丝约 1100 万，分别新增粉丝约 40 万、超 100 万。

➤ **渠道结构变化致使波司登主品牌毛利率波动，存货周转速度显著提升。** 毛利率方面，FY2025/26H1，公司毛利率同比轻微提升 0.1pct 至 50.0%，其中品牌羽绒服业务毛利率同比下滑 2.0pct 至 59.1%（波司登品牌下滑 1.5pct 至 64.8%，



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

雪中飞品牌下滑 2.2pct 至 47.9%)，贴牌加工业务毛利率同比提升 0.4pct 至 20.5%，女装毛利率同比下滑 1.9pct 至 59.9%，多元化服装毛利率同比提升 0.2pct 至 27.8%。波司登主品牌毛利率下滑，主因毛利率相对较低的加盟渠道收入占比提升。费用率方面，分销开支占收入比重同比提升 1.7pct 至 27.5%；行政开支占收入比重同比下滑 1.5pct 至 7.2%，主因咨询顾问费用、员工持股计划所涉及的摊销费用下降。叠加其它收入增长、女装业务商誉减值基本稳定、财务费用下降、有效税率上升，综合影响下，公司归母净利率同比提升 0.5pct 至 13.3%。存货方面，FY2025/26H1，平均存货周转天数为 178 天，同比减少 11 天，存货周转速度提升主因：期内放缓原材料采购的节奏，以致原材料于本期结余同比下降；期内进行部分库存去化工作，为旺季销售打下灵活的库存基础。经营活动现金流方面，FY2025/26H1，公司经营活动现金流净额为-10.84 亿元，较上年同期的-34.83 亿元大幅收窄。

投资建议

➤ FY2025/26H1，公司营收在品牌羽绒服业务的引领下实现稳健增长，综合毛利率稳中有升，利润增速继续快于营收增速。其中以波司登品牌为代表的品牌羽绒服板块在线上、线下渠道均实现规模的稳步健康增长，预计零售折扣保持坚挺。代工业务受到关税影响，上半财年有所承压，预计下半财年有望逐步企稳，重回增长通道。公司持续深耕产品创新、致力渠道质量提升，今年冬装旺季销售时间拉长，看好公司达成全年销售目标。维持盈利预测，预计公司 2026-2028 财年净利润分别为 39.31/43.82/47.86 亿元，11 月 27 日收盘价，对应 2026-2028 财年 PE 分别为 13.5/12.1/11.1 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 羽绒服行业市场竞争加剧；雪中飞及冰洁品牌重塑不及预期；电商增速不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,214	25,902	28,509	31,320	34,113
YoY(%)	38.4	11.6	10.1	9.9	8.9
净利润(百万元)	3,074	3,514	3,931	4,382	4,786
YoY(%)	43.7	14.3	11.9	11.5	9.2
毛利率(%)	59.6	57.3	57.6	57.8	57.8
EPS(摊薄/元)	0.26	0.30	0.34	0.38	0.41
ROE(%)	22.6	20.9	21.7	21.4	20.8
P/E(倍)	17.3	15.1	13.5	12.1	11.1
P/B(倍)	3.9	3.1	2.9	2.6	2.3
净利率(%)	13.2	13.6	13.8	14.0	14.0

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19019	19222	23408	26727	30404
现金	6227	4185	8785	11966	13994
应收票据及应收账款	94	470	150	531	211
存货	3198	3951	4272	4324	5169
其他流动资产	9500	10617	10200	9906	11029
非流动资产	6753	8181	6936	6779	6425
长期投资	253	524	631	748	906
固定资产	1544	1919	1546	1111	621
无形资产	1236	1138	983	839	695
其他非流动资产	3719	4600	3776	4080	4203
资产总计	25771	27403	30344	33506	36828
流动负债	11183	9508	10685	11830	12450
短期借款	768	896	812	825	844
应付票据及应付账款	7765	7834	8419	9378	10319
其他流动负债	2649	778	1455	1627	1287
非流动负债	769	865	1306	980	1050
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	769	865	1306	980	1050
负债合计	11952	10373	11991	12810	13500
少数股东权益	84	111	156	211	267
股本	1	1	1	1	1
资本公积	13735	16918	16918	16918	16918
留存收益	0	0	974	2060	
归属母公司股东权益	13735	16919	18196	20485	23061
负债和股东权益	25771	27403	30344	33506	36828

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7339	3982	5943	5787	4041
净利润	3120	3553	3976	4437	4842
折旧摊销	1217	1217	628	693	759
财务费用	-158	-204	-289	-423	-514
投资损失	14	22	22	22	22
营运资金变动	0	0	1676	993	-1048
其他经营现金流	3145	-606	-70	65	-20
投资活动现金流	-2426	-3098	616	-587	-415
筹资活动现金流	-2380	-2941	-1959	-2019	-1599

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.26	0.30	0.34	0.38	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.34	0.51	0.50	0.35
每股净资产(最新摊薄)	1.18	1.45	1.56	1.76	1.98

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23214	25902	28509	31320	34113
营业成本	9380	11062	12075	13208	14406
营业费用	8055	8524	9368	10336	11223
管理费用	1508	1652	1813	1989	2166
财务费用	-158	-204	-289	-423	-514
资产减值损失	70	171	158	158	196
投资净收益	-14	-22	-22	-22	-22
营业利润	4398	4967	5762	6430	7014
利润总额	4541	5149	5745	6412	6996
所得税	1421	1596	1770	1975	2155
税后利润	3120	3553	3976	4437	4842
少数股东损益	46	39	45	55	56
归属母公司净利润	3074	3514	3931	4382	4786
EBITDA	5618	6295	6231	6843	7417

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	38.4	11.6	10.1	9.9	8.9
营业利润(%)	55.6	12.9	16.0	11.6	9.1
归属于母公司净利润(%)	43.7	14.3	11.9	11.5	9.2
获利能力					
毛利率(%)	59.6	57.3	57.6	57.8	57.8
净利率(%)	13.2	13.6	13.8	14.0	14.0
ROE(%)	22.6	20.9	21.7	21.4	20.8
ROIC(%)	20.2	19.1	19.3	19.3	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	37.9	39.5	38.2	36.7
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.3	2.4
速动比率	0.7	0.6	1.0	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	196.3	91.9	91.9	91.9	91.9
应付账款周转率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
估值比率					
P/E	17.3	15.1	13.5	12.1	11.1
P/B	3.9	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	8.6	8.0	7.4	6.3	5.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

