

2025 年 12 月 01 日

投资评级： 买入（维持）

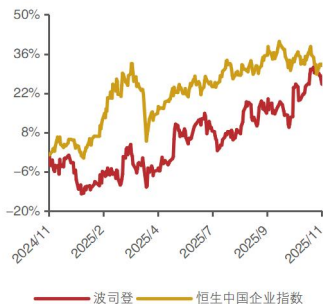
证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 28 日
收盘价（港元）	4.96
一年内最高/最低（港元）	5.37/3.46
总市值（百万港元）	57,683.58
流通市值（百万港元）	57,683.58
资产负债率（%）	42.99

资料来源：聚源数据

波司登 (03998. HK)

——收入及利润正增长，全新设计师系列推动品牌价值提升

投资要点：

- **2025/26 上半财年营收在高基数下同增 1.4%**。公司发布 FY2025/26 中报，上半财年实现营收 89.3 亿元，同比+1.4%；实现归母净利润 11.9 亿元，同比+5.3%，归母净利润率 13.3%，同比+0.5pct，在高基数下公司上半财年仍实现收入与利润的双增长。此外，公司维持较强派息意愿，中期宣派股息 0.063 港元/股，同比+5.0%。
- **分业务看，核心主业品牌羽绒服营收同增 8.3%**。公司持续锚定“双聚焦”战略。**分业务看，1）品牌羽绒服**：FY25/26H1 实现营收 65.7 亿元，同比+8.3%（其中，波司登主品牌营收同增 8.3%，为核心驱动），营收占比同增 4.7pct 至 73.6%，毛利率同降 2.0pct 至 59.1%，系期间经销渠道销售增速更高（经销毛利率低于自营），下半财年与 Kim Jones、Errolson Hugh 等国际顶级设计师合作产品发布有望提升品牌形象；**2）贴牌加工**：FY25/26H1 实现营收 20.4 亿元，同比-11.7%，我们认为主要系关税等外部因素影响，伴随关税等因素逐步消退，营收增速有望修复；**3）女装及多元化服饰业务仍在调整**，公司运用多重手段着力提升整体运营和管理效率。
- **多渠道协同推动品牌羽绒服业务高质量发展**。公司近年不断深化 Top 店改革，定制“一店一设”、“一店一策”的精细化策略提升店铺运营效率。**拆分核心业务品牌羽绒服：从销售类别看**，品牌羽绒业务的自营及批发渠道 FY25/26H1 营收同比分别+6.6%/+7.9%，协同驱动公司营收增长。**拆分线上线下看，线下端**，波司登、雪中飞线下店铺较 FY24/25 年底分别-67/+126 家至 3140/389 家，雪中飞开店速度提升，冰洁开启品牌重塑及焕新，于 FY25/26H1 开启线下渠道布局；**线上端**，公司通过发力核心品类、注重品牌建设、聚焦内容创新及精细化运营，持续提升经营能力和运营效率，推动上半财年线上营收同增 2.4%，“双十一”战绩位于多平台榜单前列。
- **盈利预测与评级**：公司深耕行业多年并具备优秀的品牌力及产品研发设计能力、供应链管理高效带来行业领先的库存管理能力、优秀的代工能力，形成竞争壁垒，公司聚焦主业的战略将推动羽绒服等核心商品快速发展，未来增长空间较大。我们预计公司 FY2026–FY2028 年归母净利润分别为 39.14 亿元/44.03 亿元/48.97 亿元，同比分别增长 11.38%/12.50%/11.22%，考虑到公司在羽绒服赛道的品牌形象、产品研发能力及供应链管理位于上乘，维持“买入”评级。
- **风险提示**。新品推广不及预期风险，极端气候影响风险，内外需不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	23214.03	25901.71	28496.40	31352.57	34471.15
同比增长率（%）	38.39%	11.58%	10.02%	10.02%	9.95%
归母净利润（百万元）	3074.07	3513.91	3913.81	4403.07	4897.10
同比增长率（%）	43.74%	14.31%	11.38%	12.50%	11.22%
每股收益（元/股）	0.28	0.32	0.34	0.38	0.42
ROE（%）	22.38%	20.77%	18.79%	17.45%	16.25%
市盈率（P/E）	15.93	14.29	13.41	11.92	10.72

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,902	28,496	31,353	34,471	货币资金	4,185	7,495	11,892	16,610
增长率	11.6%	10.0%	10.0%	9.9%	应收款项	3,217	3,420	3,562	3,696
营业成本	11,062	12,076	13,124	14,405	存货	3,951	4,227	4,521	4,882
%销售收入	42.7%	42.4%	41.9%	41.8%	其他流动资产	7,870	8,055	8,203	8,372
毛利	14,840	16,421	18,228	20,066	流动资产	19,222	23,195	28,178	33,560
%销售收入	57.3%	57.6%	58.1%	58.2%	权益性投资	524	608	693	777
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,919	1,853	1,816	1,798
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	2,164	2,017	1,950	1,987
销售费用	8,524	8,919	9,876	10,893	非流动资产	8,181	8,782	8,921	9,184
%销售收入	32.9%	31.3%	31.5%	31.6%	资产总计	27,403	31,977	37,099	42,744
管理费用	1,652	1,767	1,953	2,154	应付款项	5,206	5,702	6,125	6,602
%销售收入	6.4%	6.2%	6.2%	6.3%	短期借款	896	1,046	1,166	1,266
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	3,406	3,505	3,637	3,757
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	9,508	10,254	10,928	11,626
财务费用	-86	-83	-169	-286	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.8%	其他长期负债	865	740	740	740
息税前利润 (EBIT)	5,063	5,630	6,267	6,883	非流动负债	865	740	740	740
%销售收入	19.5%	19.8%	20.0%	20.0%	负债总计	10,373	10,994	11,668	12,366
投资收益	-22	0	0	0	归属母公司股东权益	16,919	20,833	25,236	30,133
%税前利润	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	111	151	195	245
除税前利润	5,149	5,713	6,436	7,169	负债股东权益合计	27,403	31,977	37,099	42,744
利润率	19.9%	20.0%	20.5%	20.8%	比率分析				
所得税	1,596	1,760	1,989	2,222		2025A	2026E	2027E	2028E
所得税率	31.0%	30.8%	30.9%	31.0%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	3,553	3,953	4,448	4,947	每股收益	0.32	0.34	0.38	0.42
少数股东损益	39	40	44	49	每股净资产	1.47	1.79	2.17	2.59
归属于母公司的净利润	3,514	3,914	4,403	4,897	每股经营现金净额	0.35	0.47	0.51	0.55
增长率	14.3%	11.4%	12.5%	11.2%	每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00
净利率	13.6%	13.7%	14.0%	14.2%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	20.77%	18.79%	17.45%	16.25%
单位：人民币(百万)					总资产收益率	12.82%	12.24%	11.87%	11.46%
	2025A	2026E	2027E	2028E	投入资本收益率	19.49%	17.69%	16.28%	15.01%
净利润	3,514	3,914	4,403	4,897	增长率				
少数股东损益	39	40	44	49	营业收入增长率	11.58%	10.02%	10.02%	9.95%
营运资金变动	-726	132	169	134	EBIT增长率	11.72%	11.21%	11.31%	9.82%
其他变动	1,155	1,380	1,336	1,326	净利润增长率	14.31%	11.38%	12.50%	11.22%
经营活动现金流量净额	3,982	5,465	5,952	6,407	总资产增长率	6.33%	16.69%	16.02%	15.21%
资本开支	-1,332	-1,050	-1,110	-1,220	资产管理能力				
投资	-1,950	-444	-443	-442	应收账款周转天数	18.7	16.5	16.9	16.5
其他	184	-778	-84	-85	存货周转天数	116.3	121.9	120.0	117.5
投资活动现金流量净额	-3,098	-2,273	-1,638	-1,747	应付账款周转天数	169.0	162.6	162.2	159.0
股权募资	147	0	0	0	固定资产周转天数	24.1	23.8	21.1	18.9
债权募资	107	150	120	100	偿债能力				
其他	-3,195	-33	-37	-41	流动比率	2.02	2.26	2.58	2.89
筹资活动现金流量净额	-2,941	117	83	59	速动比率	1.56	1.81	2.13	2.44
现金净变动	-2,042	3,310	4,397	4,719	净负债/股东权益	-19.31%	-30.73%	-42.18%	-50.51%
					EBIT利息保障倍数	34.8	173.1	169.1	168.9
					资产负债率	37.85%	34.38%	31.45%	28.93%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。