

FY26H1 淡季业绩稳健，冬季有望迎来更佳表现

核心观点

FY26H1（自然年 25 年 4 月-9 月）公司营收、归母净利润分别同比+1.4%、+5.3%，其中 FY26H1 羽绒服业务同比+8.3%，主品牌波司登、雪中飞品牌分别同比+8.3%、-3.2%；批发模式营收增速（+7.9%）快于直营（+6.6%）。截止 9 月底，波司登、雪中飞品牌门店分别为 3140、389 家，较财年初分别-67、+126 家。FY26H1 公司 OEM 和女装业务承压。FY26H1 公司毛利率 50.0%/+0.1pct，主要系毛利率较高的羽绒服业务占比提升。财务费用率同比-1.3pct 和其他收入占比同比+0.4pct 共同助力下，公司经营利润率 17.0%/+0.3pct、归母净利率 13.3%/+0.5pct。展望 FY26H2，波司登主品牌将加大羽绒品类投入以及强化品类竞争优势，积极推进产品科技研发以及优化渠道布局，伴随着下半财年销售旺季来临，预计有望提速增长，泡芙和极寒系列有望引领。10 月至今公司羽绒服主业销售表现良好。

事件

公司发布 FY26H1 业绩公告（业绩期为 2025 年 4 月 1 日-9 月 30 日）：FY26H1 营收 89.3 亿元/+1.4%，营业利润 15.2 亿元/+3.1%，归母净利润 11.9 亿元/+5.3%，公司拟每股派中期股息 6.3 港仙、对应现金分红比例 60.9%。

简评

品牌羽绒服业务（FY26H1 营收占比 73.6%）：淡季下波司登主品牌增长稳健，加盟增速略快于直营。 FY26H1 公司品牌羽绒服业务营收 65.7 亿元/+8.3%，具体而言：①分品牌：FY26H1 主品牌波司登营收 57.2 亿元/+8.3%，为羽绒服业务增长的核心驱动，公司深耕核心优势品类，拓展春夏季产品丰富产品结构和组合，推出极地系列升级款、户外轻量化羽绒冲锋衣等新品，与顶级英国设计师 Kim Jone 合作、再度联手“机能教父”Errolson Hugh 推出 VERTEX 叠变三合一羽绒系列深化品牌升级，上半年预计防晒服收入保持平稳。雪中飞品牌营收 3.78 亿元/-3.2%，聚焦高性价比市场并持续发力线上；冰洁品牌营收 0.15 亿元/-26.0%。②分模式：FY26H1 品牌羽绒服直营、经销营收分别为 24.1 亿元/+6.6%、37.0 亿元/+7.9%，公司持续推进经销渠道精细化管理，通过终端赋能提升单店效率，直营渠道聚焦核心商圈门店升级。③分渠道：线上营收 14.3 亿元/+2.2%，线下渠道营收 47.3 亿元/+9%。截止

波司登 (3998. HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 12 月 01 日

当前股价：4.96 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.81/2.99	11.46/8.85	15.35/-16.56
12 月最高/最低价（港元）		5.20/3.57
总股本（万股）		1,162,975.33
流通 H 股（万股）		1,162,975.33
总市值（亿港元）		575.27
流通市值（亿港元）		575.27
近 3 月日均成交量（万）		2442.26
主要股东		
康博投资有限公司		24.59%

股价表现



相关研究报告

- 25.07.02 【中信建投轻工纺织及服务】波司登 (3998):FY25 暖冬下韧性增长，FY26 强化羽绒服品类竞争优势
- 24.12.03 【中信建投轻工纺织及服务】波司登 (3998):FY25H1 业绩表现优异，防晒服等新品类贡献增量

9月底，波司登、雪中飞、冰洁品牌门店分别为3140、389、29家，较财年初分别-67、+126、+29家。

OEM和女装业务短期承压。 FY26H1公司OEM、女装营收为20.4亿元/-11.7%、2.51亿元/-18.6%。OEM业务收入下滑主要系关税下提前到3月（上一财年）发货等因素影响，预计下半财年改善；女装业务延续收缩策略，聚焦核心品类与优质渠道，逐步剥离低效资产。

业务结构变化下毛利率略有提升，库存健康运营。 FY26H1公司毛利率50.0%/+0.1pct，主要系毛利率较高的羽绒服业务占比提升。其中品牌羽绒服、OEM、女装、多元化服装业务毛利率分别为59.1%/-2pct、20.5%/+0.4pct、59.9%/-1.9pct、27.8%/+0.2pct，品牌羽绒服毛利率下降主要由于经销商渠道增长高于自营渠道。费用端，FY26H1公司销售、管理、财务费用率分别为27.5%/+1.7pct、7.2%/-1.5pct、-2.3%/-1.3pct，其他收入占比同比+0.4pct，对应公司经营利润率17.0%/+0.3pct、归母净利率13.3%/+0.5pct。截至FY26H1期末，公司库存周转天数为178天/下降11天，库存结构持续优化。

展望后续，FY26H2旺季下增长有望提速，公司加大波司登主品牌建设，泡芙和极寒系列预计引领增长。 近两年中高端羽绒服市场竞争有所加剧，公司围绕“全球领先的羽绒服专家”定位，强化“专业+时尚”双属性，积极推进产品科技研发以及渠道升级，其中2025年10月巴黎时装周期间发布“大师泡芙系列”大秀；与前顶级奢侈品牌创意总监合作推出高级产品线波司登AREAL；10月上海南京东路登峰旗舰店焕装启幕。伴随着下半财年销售旺季来临，预计有望提速增长。10月至今公司羽绒服主业销售表现良好，公司将继续深化精细化运作，预计泡芙和极寒等系列有望引领增长。

盈利预测：预计公司FY26-FY28营收分别为285.0、312.2、340.9亿元，分别同比+10.0%、+9.6%、+9.2%；归母净利润分别为39.2、43.4、48.0亿元，分别+11.6%、+10.8%、+10.6%；对应PE为13.4x、12.1x、10.9x，维持“买入”评级。

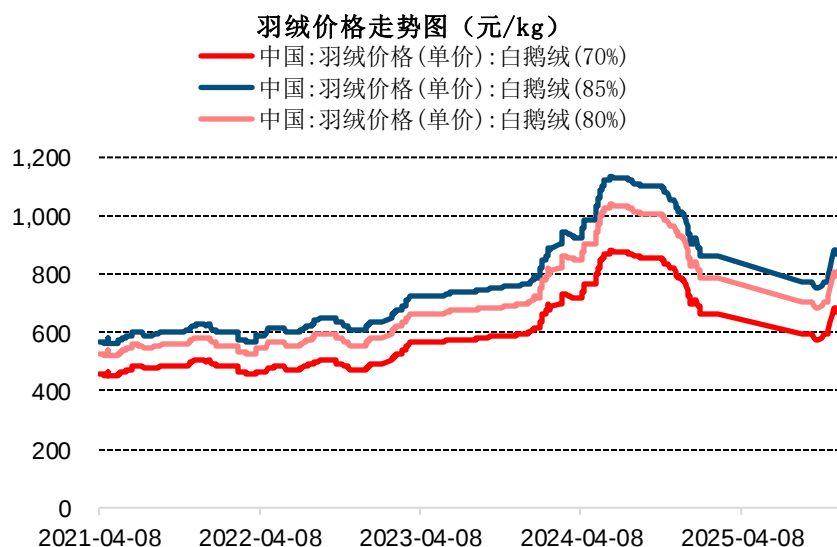
风险提示：1) **暖冬影响冬季销售：**公司主要产品为羽绒服，产品销售季节性明显，每年11月至次年1月占公司财年收入较高。羽绒服品类保暖功能性明显，冬季气温偏暖将直接影响公司产品需求。2) **消费复苏进展不达预期：**公司经营受消费信心影响，目前国内外市场的经营环境、供应链也将面临不确定性，从而对行业内公司生产经营目标达成带来不确定性。3) **原材料价格波动风险：**原材料采购成本占公司营业成本比重较大，如果上游原材料价格上涨，将直接影响公司盈利能力。

图 1:波司登营收拆分

波司登营收拆分 (人民币亿元)		FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY2026E
营业总收入		135.2	162.1	167.7	232.1	259.0	284.9
	yoy	10.9%	20.0%	3.5%	38.4%	11.6%	10.0%
1.波司登品牌		99.9	116.2	117.6	167.8	184.8	207.1
	yoy	18.9%	16.3%	1.2%	42.7%	10.1%	12.0%
	占比	73.9%	71.7%	70.1%	72.3%	71.4%	72.7%
2.雪中飞品牌		5.5	9.7	12.2	20.2	22.1	25.3
	yoy	10.7%	76.6%	25.4%	65.3%	9.2%	14.6%
	占比	4.1%	6.0%	7.3%	8.7%	8.5%	8.9%
二、女装业务		9.5	9.0	7.0	8.2	6.5	5.6
	yoy	-3.7%	-4.5%	-22.2%	16.6%	-20.6%	-13.9%
	占比	7%	6%	4%	4%	3%	2%
三、多元化服装		1.4	1.9	2.0	2.0	2.3	1.6
	yoy	72.7%	28.3%	9.2%	0.3%	14.1%	-30.0%
	占比	1.1%	1.1%	1.2%	0.9%	0.9%	0.6%
四、贴牌加工		15.4	19.0	22.9	26.7	34.2	34.2
	yoy	-4.7%	23.8%	20.7%	16.4%	27.9%	0.0%
	占比	11.4%	11.7%	13.7%	11.5%	13.2%	12.0%

数据来源: wind, 中信建投证券

图 2:羽绒价格走势图



数据来源: wind, 中信建投证券

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,019	19,222	24,912	26,708	28,595
现金	6,880	4,627	8,548	9,366	10,228
应收票据及应收账款合计	1,498	1,195	1,574	1,724	1,883
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1,194	1,828	1,911	2,094	2,286
存货	3,197	3,951	4,339	4,759	5,197
其他流动资产	6,249	7,622	8,540	8,765	9,001
非流动资产	6,753	8,181	7,928	7,628	7,281
长期投资	253	524	504	484	464
固定资产	1,544	1,919	1,745	1,674	1,556
无形资产	1,315	2,042	1,838	1,633	1,429
其他非流动资产	3,640	3,697	3,842	3,837	3,833
资产总计	25,771	27,403	32,840	34,336	35,876
流动负债	11,183	9,508	13,315	13,025	12,591
短期借款	2,478	896	3,209	1,944	493
应付票据及应付账款合计	5,177	5,206	5,986	6,566	7,169
其他流动负债	3,528	3,406	4,121	4,515	4,928
非流动负债	769	865	883	883	883
长期借款	0	0	19	19	19
其他非流动负债	769	865	865	865	865
负债合计	11,952	10,373	14,199	13,908	13,474
少数股东权益	84	111	155	203	256
股本	1	1	1	1	1
资本公积	13,735	16,918	16,918	16,918	16,918
留存收益	0	0	1,568	3,306	5,227
归属母公司股东权益	13,735	16,919	18,487	20,225	22,146
负债和股东权益	25,771	27,403	32,840	34,336	35,876

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	3864	4526	4937
净利润	3120	3553	3964	4392	4857
折旧摊销	1217	1226	533	580	627
财务费用	-158	-204	-115	-165	-244
其他经营现金流	3159	-593	-517	-281	-303
投资活动现金流	-2426	-3098	-37	-3	14
资本支出	473	1236	300	300	300
其他投资现金流	-2899	-4334	-337	-303	-286
筹资活动现金流	-2380	-2941	94	-3706	-4089
短期借款	1708	-1582	2312	-1264	-1451
长期借款	-1603	0	19	0	0
其他筹资现金流	-2484	-1359	-2237	-2442	-2638
现金净增加额	2533	-2058	3921	817	862

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23,214	25,902	28,495	31,220	34,093
营业成本	9,380	11,062	12,149	13,326	14,551
其他费用	19	18	20	22	24
销售费用	8,055	8,524	9,375	10,240	11,148
管理费用	1,508	1,652	1,681	1,842	2,011
其他经营收益	146	321	380	430	455
营业利润	4,398	4,967	5,650	6,220	6,813
财务费用	-158	-204	-115	-165	-244
其他非经营损益	-14	-22	-20	-20	-20
利润总额	4,541	5,149	5,745	6,365	7,038
所得税	1,421	1,596	1,781	1,973	2,181
净利润	3,120	3,553	3,964	4,392	4,857
少数股东损益	46	39	43	48	53
归属母公司净利润	3,074	3,514	3,920	4,344	4,804
EBITDA	5,600	6,171	6,163	6,780	7,420
EPS（元）	0.26	0.30	0.34	0.37	0.41

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	10.0	9.6	9.2
归母净利润(%)		14.3	11.6	10.8	10.6
经营利润(%)		12.9	13.8	10.1	9.5
获利能力					
毛利率(%)	59.6	57.3	57.4	57.3	57.3
OP Margin(%)	18.9	19.2	19.8	19.9	20.0
净利率(%)	13.4	13.7	13.9	14.1	14.2
ROE(%)	22.4	20.8	21.2	21.5	21.7
ROIC(%)	26.5	26.0	30.9	25.4	27.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	37.9	43.2	40.5	37.6
净负债比率(%)	-31.9	-21.9	-28.5	-36.2	-43.4
流动比率	1.70	2.02	1.87	2.05	2.27
速动比率	1.21	1.46	1.37	1.49	1.64
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.95	0.87	0.91	0.95
应收账款周转率	15.50	21.68	18.11	18.11	18.11
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.30	0.34	0.37	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.34	0.33	0.39	0.42
每股净资产(最新摊薄)	1.18	1.45	1.59	1.74	1.90
估值比率					
P/E	17.08	14.94	13.39	12.08	10.93
P/B	3.82	3.10	2.84	2.60	2.37
EV/EBITDA	-0.25	-0.84	-0.46	-0.59	-0.73

数据来源：wind，中信建投证券

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk