

波司登 (03998.HK)

FY26H1 业绩稳健增长，库存健康期待旺季表现

公司25/26上半财年收入+1.4%，净利润+5.3%，其中品牌羽绒服业务贡献主要增长，线下好于线上，批发好于自营。利润率稳中有升，现金流及存货周转效率改善。预计FY26-FY28公司净利润为39.0亿人民币、43.6亿人民币、48.4亿人民币，同比增速为11%、12%、11%。当前市值对应FY26PE12X、FY27PE11X，维持强烈推荐评级。

- 25/26上半财年，公司营业收入同比增长1.4%至89.28亿元(人民币，下同)，经营溢利同比增长3.1%至15.17亿元，股东应占溢利同比增长5.3%至11.89亿元。每股普通股派发中期股息6.3港仙，同比增长5%。
- 上半财年品牌羽绒服营收同比增长8.3%至65.68亿元，其他业务有所下滑。
 - 1) 品牌羽绒服分品牌：波司登品牌营收同比增长8.3%至57.19亿元，雪中飞、冰洁营收分别为3.78亿元(-3.2%)、0.15亿元(-26.0%)。
 - 2) 品牌羽绒服分渠道：线下好于线上，批发略好于自营。线上营收为13.83亿元(+2.4%)，占品牌羽绒服营收的21.1%。自营、批发渠道营收分别为24.11亿元(+6.6%)、37.01亿元(+7.9%)，占品牌羽绒服营收的比重为36.7%、56.4%。
 - 3) 零售网点：公司持续优化渠道结构和质量，实现盈利能力与经营效率提升。截至2025年9月30日，品牌羽绒服零售网点较期初净增加88家至3558家，其中自营、第三方经营零售网点数量分别为1239家(+3家)、2319家(+85家)，一、二线城市渠道占比32.8%。波司登品牌3140家(合计净-67家)，其中自营1113家(-25家)，第三方经营2027家(-42家)；雪中飞389家(+126家)；冰洁从零开店至29家。
 - 4) 其他业务：a) 贴牌代工：25/26上半财年营收同比-11.7%至20.44亿元，营收占比22.9%。b) 女装：25/26上半财年营收同比-18.6%至2.51亿元，营收占比2.8%；其中杰西、邦宝、柯利亚诺&柯罗芭营业收入同比-14.2%、-14.1%、-25.4%。c) 多元化服装：25/26上半财年营收同比-45.3%至0.64亿元，营收占比0.7%；其中飒美特校服营收同比-49.3%至0.56亿元。
- 高毛利率的羽绒服业务占比提升使得综合毛利率与经营溢利率稳中有升。
 - 1) 总体盈利能力：25/26上半财年公司毛利率同比+0.1pct至50.0%；分销开支占收入比重+1.7pct至27.5%；行政开支占收入比重-1.5pct至7.2%，主要系员工持股计划对应的摊销费用及咨询顾问费用同比下降所致；经营溢利率+0.3pct至17.0%。
 - 2) 分业务毛利率：品牌羽绒服毛利率同比-2.0pct至59.1%，主要系低毛利率的经销渠道增速快于自营所致。其中波司登、雪中飞、冰洁毛利率分别为64.8%(同比-1.5pct)、47.9%(-2.2pct)、-63.4%(-82.5pct)。贴牌加工毛利率同比+0.4pct至20.5%，主要系供应链管理提质增效及降本节支的有效落实。女装毛利率同比-1.9pct至59.9%。多元化服装毛利率同比+0.2pct至27.8%。
- 放缓原材料采购节奏&主动去库存，现金流及存货周转效率改善。截至2025年9月30日，公司经营现金流净流出10.84亿元，较去年同期净流出金额减少；应收账款周转天数同比-4天至59天；存货周转天数同比-11天至178天，主要系公司为控制采购成本放缓了原材料采购节奏以致原材料库存同比下

强烈推荐(维持)

消费品/轻工纺服

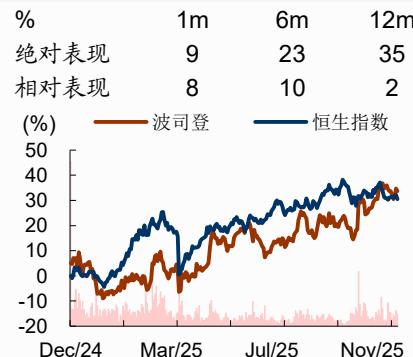
目标估值：NA

当前股价：5.08 港元

基础数据

总股本(百万股)	11669
香港股(百万股)	11669
总市值(十亿港元)	59.3
香港股市值(十亿港元)	59.3
每股净资产(港元)	1.4
ROE(TTM)	21.9
资产负债率	43.0%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《波司登(03998)——降温拉开序幕，新品新店迎旺季》2025-10-23
- 《波司登(03998)——FY25保持高质量增长，期待时尚功能服饰发力》2025-06-29
- 《波司登(03998)——品牌引领渠道升级，稳健增长可期》2025-03-13

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣炀 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

降、上半财年主动去库存为旺季销售打基础。

- **盈利预测及投资建议。**波司登品牌积极布局时尚功能科技服饰赛道，深耕核心品类拓宽产品系列，优化渠道质量提升经营效率；同时雪中飞、冰洁品牌也将发力满足不同客群差异化需求。预计 FY2026-FY2028 年公司营业收入为 285 亿人民币、314 亿人民币、344 亿人民币，同比增速为 10%、10%、10%。净利润为 39.0 亿人民币、43.6 亿人民币、48.4 亿人民币，同比增速为 11%、12%、11%。当前市值对应 FY26PE12X、FY27PE11X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**终端销售不及预期风险、线上流量成本提升侵蚀利润风险、气温波动影响当季新品动销的风险。

财务数据与估值

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	23214	25902	28485	31400	34428
同比增长	38%	12%	10%	10%	10%
营业利润(百万元)	4251	4646	5310	5961	6636
同比增长	61%	9%	14%	12%	11%
归母净利润(百万元)	3074	3514	3903	4362	4836
同比增长	44%	14%	11%	12%	11%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42
PE	14.5	13.4	12.0	10.8	9.7
PB	3.2	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：公司数据、招商证券（注：货币单位为人民币）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	19019	19222	22186	25208	28152
现金及现金等价物	6227	4185	6407	8608	10700
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	6062	7427	7427	7427	7427
应收账款及票据	1498	1195	1314	1449	1588
其它应收款	1381	2022	2224	2452	2688
存货	3198	3951	4328	4736	5160
其他流动资产	653	443	487	536	588
非流动资产	6753	8181	7371	6967	6764
长期投资	2451	2920	2920	2920	2920
固定资产	1544	1919	1109	705	502
无形资产	2195	2750	2750	2750	2750
其他	563	592	592	592	592
资产总计	25771	27403	29558	32175	34916
流动负债	11183	9508	10197	11048	11929
应付账款	5177	5206	5703	6242	6800
应交税金	511	390	390	390	390
短期借款	2478	896	800	800	800
其他	3017	3016	3304	3616	3939
长期负债	769	865	865	865	865
长期借款	0	0	0	0	0
其他	769	865	865	865	865
负债合计	11952	10373	11062	11912	12794
股本	1	1	1	1	1
储备	13735	16918	18341	20060	21866
少数股东权益	84	111	154	202	256
归属于母公司所有者权益	13735	16919	18342	20060	21867
负债及权益合计	25771	27403	29558	32175	34916

现金流量表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	7339	3982	4509	4535	4794
净利润	3074	3514	3903	4362	4836
折旧与摊销	1217	1226	959	555	352
营运资本变动	2927	(726)	43	30	30
其他非现金调整	120	(32)	(396)	(412)	(424)
投资活动现金流	(2426)	(3098)	340	358	375
资本性支出	(560)	(1332)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产净额	0	0	0	0	0
投资增减	15202	11497	0	0	0
其它	194	184	490	508	525
筹资活动现金流	(2380)	(2941)	(2627)	(2692)	(3078)
债务增减	0	107	(96)	0	0
股本增减	29	147	0	0	0
股利支付	1845	2646	2480	2644	3030
其它筹资	(564)	(549)	(51)	(48)	(48)
其它调整	(3690)	(5293)	(4961)	(5287)	(6059)
现金净增加额	2509	(2042)	2222	2202	2092

资料来源：公司数据、招商证券（注：货币单位为人民币）

利润表

单位：百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营业收入	23214	25902	28485	31400	34428
主营收入	23214	25902	28485	31400	34428
营业成本	9380	11062	12117	13262	14448
毛利	13834	14840	16368	18138	19981
营业支出	9582	10194	11058	12177	13344
营业利润	4251	4646	5310	5961	6636
利息支出	193	145	51	48	48
利息收入	203	232	42	60	77
权益性投资损益	(14)	(22)	(22)	(22)	(22)
其他非经营性损益	7	470	470	470	470
非经常项目损益	287	(31)	(31)	(31)	(31)
除税前利润	4541	5149	5718	6390	7083
所得税	1421	1596	1772	1980	2193
少数股东损益	46	39	43	48	53
归属普通股东净利润	3074	3514	3903	4362	4836
EPS(元)	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42

主要财务比率

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
年成长率					
营业收入	38%	12%	10%	10%	10%
营业利润	61%	9%	14%	12%	11%
净利润	44%	14%	11%	12%	11%
盈利能力					
毛利率	59.6%	57.3%	57.5%	57.8%	58.0%
净利率	13.2%	13.6%	13.7%	13.9%	14.0%
ROE	22.4%	20.8%	21.3%	21.7%	22.1%
ROIC	18.8%	20.5%	20.8%	21.2%	21.6%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	37.9%	37.4%	37.0%	36.6%
净负债比率	9.6%	3.3%	2.7%	2.5%	2.3%
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.3	2.4
速动比率	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.2	3.1	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	8.8	8.5	8.4	8.4	8.4
应付帐款周转率	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.30	0.34	0.38	0.42
每股经营现金	0.67	0.35	0.39	0.39	0.42
每股净资产	1.26	1.47	1.59	1.74	1.89
每股股利	0.23	0.27	0.28	0.32	0.35
估值比率					
PE	14.5	13.4	12.0	10.8	9.7
PB	3.2	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	8.9	7.7	7.4	7.2	6.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。