

2025年12月4日
波司登(3998.HK)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

纺织服装

投资评级:

买入

维持评级

6个月目标价

6.0 港元

股价 2025-12-3

5.08 港元

| | |
|-------------|-----------|
| 总市值(百万港元) | 59,278.71 |
| 流通市值(百万港元) | 59,278.71 |
| 总股本(百万股) | 11,669.04 |
| 流通股本(百万股) | 11,669.04 |
| 12个月低/高(港元) | 3.5/5.4 |
| 平均成交(百万港元) | 122.15 |

股东结构

| | |
|------|--------|
| 康博投资 | 24.51% |
| 康博发展 | 17.29% |
| 盈新国际 | 11.36% |
| 花旗银行 | 5.29% |
| 其他 | 41.55% |
| 总共 | 100.0% |

股价表现



| | % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|------|-------|-------|------|
| 相对收益 | 7.29 | 13.81 | -1.04 | |
| 绝对收益 | 6.72 | 15.45 | 30.73 | |

数据来源: Wind、港交所、公司

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

羽绒服业务持续引领增长，期待旺季表现

事件: 近日，波司登公布 FY26H1 业绩，上半财年收入同比上升 1.4%，归母净利润同比上升 5.3%，并宣派中期股息 6.3 港仙/股。我们预测 2026-2028 财年 EPS 为 0.35/0.38/0.43 元，目标价 6.0 港元，维持“买入”评级。

报告摘要

利润增速快于收入，持续健康增长。截至 2025 年 9 月 30 日止，集团上半财年收入录得 89.28 亿元，同比上升 1.4%，归母净利润录得 11.89 亿元，同比上升 5.3%，毛利率增长 0.1pp 至 50.0%。利润保持快于收入的增速，整体维持健康增长。

品牌羽绒服业务:收入同比增长 8.3%至 65.68 亿元，毛利率下滑 2.0pp 至 59.1%。波司登主品牌录得收入 57.19 亿元，同比增长 8.3%，公司推出骄阳系列和都市轻户外系列防晒衣，以及冲锋衣羽绒服、泡芙羽绒服，为消费者提供更多的消费选择，但由于经销渠道增速快于自营使得毛利率同比下降 1.5pp 至 64.8%；雪中飞继续聚焦高性价比赛道，积极布局线上平台，提升全域运营能力，收入同比下降 3.2%至 3.78 亿元，毛利率同比下滑 2.2pp 至 47.9%；冰洁上半财年重塑品牌定位并进行库存去化，对老款库存进行了拨备计提，收入同比下降 26%至 0.15 亿元，毛利率同比下滑 82.5pp 至 -63.4%。

OEM 业务:受到关税政策、地缘政治、海外消费力低迷等因素影响，收入同比下降 11.7%至 20.44 亿元。但由于供应链管理提质增效及降本节支的有效落实，毛利率同比提升 0.4pp 至 20.5%。目前前五大客户收入占比约 88.4%。公司聚焦核心客户并积极拓展高质量新客户，把握户外发展机会，打造订单快反能力和拓展海外产能布局。

女装业务:四个品牌均受持续低迷的市场环境影响录得不同程度的下降，整体女装业务收入为 2.51 亿元，同比下降 18.6%，毛利率同比下滑 1.9pp 至 59.9%。

多元化业务:收入同比下降 45.3%至 0.64 亿元，毛利率同比提升 0.2pp 至 27.8%，主要是因为学龄人口下降，公司对校服业务进行了梳理，校服收入同比下降 49.3%。

优化渠道质量，做实单店运营。公司重视渠道质量的优化，持续打造 Top 店体系，满足不同层级顾客需求。截至 3 月 31 日，羽绒服业务门店数较上一财年同期净增加 88 家至 3558 家，其中自营净增加 3 家至 1239 家，经销净增加 85 家至 2319 家。

投资建议:公司持续聚焦主航道和主品牌，相信在即将到来的旺季也将取得不错的表现。综合考虑，我们预测 2026-2028 财年 EPS 为 0.35/0.38/0.43 元（前值为 0.34/0.38/0.42 元），参考行业及历史估值，给予 2025/26 财年 16 倍 PE，目标价 6.0 港元（前值为 5.6 港元），维持“买入”评级。

风险提示:宏观经济下行，消费需求疲软；气候变化使销售不及预期。

财务及估值摘要

| (年结 31/3: RMB 百万) | 2023/24 | 2024/25 | 2025/26E | 2026/27E | 2027/28E |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 23,214 | 25,902 | 28,509 | 31,492 | 34,695 |
| 增长率 (%) | 38.4% | 11.6% | 10.1% | 10.5% | 10.2% |
| 归母净利润 | 3,074 | 3,514 | 3,912 | 4,361 | 4,859 |
| 增长率 (%) | 43.7% | 14.3% | 11.3% | 11.5% | 11.4% |
| 毛利率 (%) | 59.6% | 57.3% | 57.3% | 57.5% | 57.6% |
| 归母净利率 (%) | 13.2% | 13.6% | 13.7% | 13.8% | 14.0% |
| 每股盈利 (元) | 0.28 | 0.32 | 0.35 | 0.38 | 0.43 |
| 每股净资产 (元) | 1.24 | 1.50 | 1.57 | 1.65 | 1.74 |
| 市盈率 (x) | 14.61 | 13.11 | 13.47 | 12.08 | 10.84 |
| 市净率 (x) | 3.34 | 2.76 | 2.96 | 2.82 | 2.68 |
| 股息收益率 (%) | 5.41 | 6.30 | 5.94 | 6.62 | 7.38 |

数据来源: 公司资料，国投证券国际预测

附表：财务报表预测

| 利润表 (RMB 百万) | | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023/24FY | 2024/25FY | 2025/26E | 2026/27E | 2027/28E |
| 营业收入 | 23,214 | 25,902 | 28,509 | 31,492 | 34,695 |
| 营业成本 | -9,380 | -11,062 | -12,165 | -13,388 | -14,717 |
| 毛利 | 13,834 | 14,840 | 16,344 | 18,103 | 19,978 |
| 销售费用 | -8,055 | -8,524 | -9,408 | -10,392 | -11,449 |
| 管理费用 | -1,508 | -1,652 | -1,882 | -2,047 | -2,220 |
| 经营溢利 | 4,487 | 5,156 | 5,522 | 6,122 | 6,803 |
| 财务开支 | 158 | 204 | 194 | 209 | 213 |
| 除税前溢利 | 4,541 | 5,149 | 5,493 | 6,126 | 6,826 |
| 所得税 | -1,421 | -1,596 | -1,538 | -1,715 | -1,911 |
| 期内净利润 | 3,120 | 3,553 | 3,955 | 4,411 | 4,915 |
| 股东应占利润 | 3,074 | 3,514 | 3,912 | 4,361 | 4,859 |
| 少数股东应占利润 | 46 | 39 | 44 | 49 | 56 |
| EPS(元) | 0.28 | 0.32 | 0.35 | 0.38 | 0.43 |
| 同比增长率 | | | | | |
| 收入(%) | 38.39% | 11.58% | 10.07% | 10.46% | 10.17% |
| 净利润(%) | 43.74% | 14.31% | 11.31% | 11.50% | 11.42% |

| 资产负债表 (RMB 百万) | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023/24FY | 2024/25FY | 2025/26E | 2026/27E | 2027/28E |
| 现金及现金等价物 | 6,227 | 4,185 | 5,966 | 7,948 | 9,726 |
| 应收账款 | 1,498 | 1,195 | 1,929 | 1,522 | 2,280 |
| 存货 | 3,197 | 3,951 | 3,915 | 4,742 | 4,774 |
| 流动资产总额 | 19,019 | 19,222 | 21,038 | 22,854 | 24,908 |
| 固定资产 | 1,809 | 2,377 | 2,367 | 2,357 | 2,347 |
| 无形资产 | 1,236 | 1,138 | 1,115 | 1,093 | 1,071 |
| 非流动资产总额 | 6,753 | 8,181 | 7,785 | 7,421 | 7,086 |
| 总资产 | 25,771 | 27,403 | 28,823 | 30,275 | 31,994 |
| 应付账款 | 5,177 | 5,206 | 5,792 | 6,312 | 6,993 |
| 计息借贷 | 768 | 896 | 914 | 932 | 951 |
| 应付即期税项 | 497 | 324 | 357 | 393 | 432 |
| 流动负债总额 | 11,183 | 9,508 | 10,175 | 10,781 | 11,554 |
| 递延税项负债 | 309 | 299 | 293 | 287 | 281 |
| 非流动负债总额 | 769 | 865 | 830 | 798 | 766 |
| 总负债 | 11,952 | 10,373 | 11,005 | 11,578 | 12,320 |
| 归属股东权益 | 13,735 | 16,919 | 17,701 | 18,574 | 19,545 |
| 少数股东权益 | 84 | 111 | 117 | 123 | 129 |
| 股东权益 | 13,819 | 17,030 | 17,818 | 18,696 | 19,674 |

(转下页)

| 现金流量表 (RMB 百万) | | | | | |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023/24FY | 2024/25FY | 2025/26E | 2026/27E | 2027/28E |
| 经营活动现金流 | 7,339 | 2,885 | 7,095 | 7,556 | 7,817 |
| 投资活动现金流 | -2,426 | 817 | -1,401 | -1,401 | -1,401 |
| 融资活动现金流 | -2,380 | -5,744 | -3,913 | -4,174 | -4,637 |
| 净现金流 | 2,533 | -2,042 | 1,781 | 1,981 | 1,778 |
| 期初持有现金 | 3,718 | 6,227 | 4,185 | 5,966 | 7,948 |
| 期末持有现金 | 6,227 | 4,185 | 5,966 | 7,948 | 9,726 |

| 重点财务数据 | | | | | |
|-------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| | 2023/24FY | 2024/25FY | 2025/26E | 2026/27E | 2027/28E |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 59.6% | 57.3% | 57.3% | 57.5% | 57.6% |
| 净利率 | 13.2% | 13.6% | 13.7% | 13.8% | 14.0% |
| ROE | 23.3% | 22.8% | 22.4% | 23.9% | 25.3% |
| 营运表现 | | | | | |
| 行销费用/收入(%) | 41.2% | 39.3% | 39.6% | 39.5% | 39.4% |
| 实际税率(%) | 31.3% | 31.0% | 28.0% | 28.0% | 28.0% |
| 股息支付率(%) | 81.1% | 84.1% | 80.0% | 80.0% | 80.0% |
| 库存周转天数 | 115 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 应收账款天数 | 19 | 19 | 20 | 20 | 20 |
| 应付账款天数 | 161 | 171 | 165 | 165 | 165 |
| 资本结构 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 46.4% | 37.9% | 38.2% | 38.2% | 38.5% |
| 权益乘数 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 利息覆盖倍数 | 20.7 | 30.9 | 29.3 | 33.1 | 36.1 |

资料来源：公司公告，国投证券国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多为董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传递至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010