

2025年12月8日

波司登 (3998.HK) : 10-11月表现出色， 多重动力推动旺季动销，期待全年高质量增长

民银国际研究团队

分析师：何丽敏
 电 话：37288036
 Email：liminhe@cmbcint.com

评级

买入

波司登 (3998.HK)

目标价 (港元)	5.80
潜在升幅/降幅	+18.4%
目前股价 (港元)	4.90
52周内股价区间 (港元)	5.37-3.46
总市值 (亿港元)	571.8
近3月日均成交额 (亿港元)	1.2

注：截至2025年12月8日收盘价

股价表现



资料来源：iFind

FY26H1 符合预期，波司登自主品牌稳健增长，主动去库轻装上阵：

FY26H1 集团收入同比+1.4%至 89.3 亿元，归母净利润同比+5.3%至 11.9 亿元，利润增长快于收入。期末存货额同比-20%，主因公司放缓原材料采购节奏+主动去库铺垫旺季，应收周转天数同比-4 天至 59 天。(1) 分部收入中，品牌羽绒服同比+8%至 65.7 亿元，OEM/ 女装收入分别同比-12% / -19%，OEM 因关税变动及海外消费力而承压。

(2) 品牌羽绒服业务，自主品牌增长好于其他，线下好于线上。FY26H1 主品牌收入同比+8%至 57.2 亿元，雪中飞/冰洁收入分别-3% / -26%；批发/自营同比+8% / +7%，线上营收同比+2.4%。

(3) 品牌羽绒服占比上升使集团利润率提升。FY26H1 集团毛利率同比+0.1pp 至 50.0%，品牌羽绒服/OEM 毛利率同比-2pp / +0.4pp，自主品牌毛利率同比-1.5pp 至 64.8%，因 1H 批发增长快于自营及主动去库。

深化功能科技+时尚美学，多动力推动旺季动销，10-11月表现亮眼：

(1) 产品端，自主品牌新品阵容强大，夯实功能科技+时尚美学，差异化竞争。期内户外极寒、小香风、泡芙创新系列增长亮丽，聚焦户外/休闲/商务/时尚四大场景，与国际顶尖设计大师合作。自主品牌合作前顶奢创意总监 Kim Jones 推出 Areal 高端线、合作机能风设计大师 Errolson Hugh 推出 Vertex 叠变三合一羽绒，市场反馈热烈。

(2) 主品牌单店提质增效+1H 存货有效去化+有利的销售周期（26 春节晚于 25 年），有望推动折扣和毛利率改善，推动旺季动销。FY26H1 主品牌净关 67 家，因精细化运营及打造 Top 店；雪中飞净增 126 个。

(3) 据业绩会，FY26 全年指引维持（收入同比+10%，利润增长快于收入）；10-11 月线下动销同比增长双位数，折扣同比改善。

给予买入评级，目标价 5.80 港元：

公司股息率吸引，预计 FY26 保持 80%以上派息率，现价对应 FY26 股息率约 6.0%。预计公司 FY26E-FY28E 营收 285.1 / 316.0 / 349.3 亿元，同比分别+10.1% / +10.8% / +10.5%，归母净利润 39.0 / 43.7 / 49.0 亿元，同比+10.9% / +12.0% / +12.2%。现价对应 26EPE 为 13 倍。

表 1：盈利预测和财务指标

百万元人民币	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	23,214	25,902	28,511	31,602	34,929
同比增速 (%)	38.4%	11.6%	10.1%	10.8%	10.5%
毛利率	59.6%	57.3%	57.7%	57.9%	58.2%
归母净利润	3,074	3,514	3,898	4,367	4,900
同比增速 (%)	43.7%	14.3%	10.9%	12.0%	12.2%
EPS (元)	0.29	0.32	0.34	0.38	0.43
PE@4.90HKD	15.5	14.0	13.0	11.6	10.3

资料来源：公司公告、民银国际预测

财务报表分析与预测 – 波司登 (3998.HK)

资产负债表						利润表					
会计年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	会计年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
流动资产	19,019	19,222	20,978	22,517	24,214	营业收入	23,214	25,902	28,511	31,602	34,929
现金	6,227	4,185	4,849	5,634	6,429	营业成本	-9,380	-11,062	-12,067	-13,292	-14,604
应收账款	2,786	2,748	3,912	3,887	4,739	毛利	13,834	14,840	16,444	18,311	20,325
应收关联方款项	94	470	479	489	498	销售费用	-8,055	-8,524	-9,432	-10,460	-11,527
存货	3,197	3,951	3,852	4,597	4,606	管理费用	-1,508	-1,652	-1,825	-2,023	-2,218
其他	6,715	7,870	7,886	7,910	7,941	商誉减值损失	-70	-171	-171	-150	-150
非流动资产	6,753	8,181	8,484	8,809	9,156	营业利润	4,398	4,967	5,491	6,152	6,904
物业、厂房及设备	1,544	1,919	2,092	2,280	2,485	财务收入/(费用)净额	158	204	242	269	297
预付租金	0	0	0	0	0	除税前盈利	4,541	5,149	5,711	6,399	7,179
递延税项资产	498	541	569	597	627	所得税	-1,421	-1,596	-1,771	-1,984	-2,226
无形资产	1,236	1,138	1,161	1,184	1,208	净利润	3,074	3,514	3,898	4,367	4,900
其他	3,475	4,582	4,663	4,748	4,836	少数股东损益	46	39	43	48	54
资产总计	25,771	27,403	29,462	31,325	33,370	归母净利润	3,074	3,514	3,898	4,367	4,900
流动负债	11,183	9,508	10,889	11,992	13,187	EPS(元)	0.29	0.32	0.34	0.38	0.43
短期借款	768	896	1,030	1,185	1,363						
应付账款	7,765	7,834	9,050	9,969	10,953						
应交税费	497	324	341	358	376						
其他	2,152	453	467	481	495						
非流动负债	769	865	880	895	912						
长期借款	0	0	0	0	0						
递延税项负债	309	299	314	329	346						
其他	72	50	50	50	50						
负债合计	11,952	10,373	11,768	12,888	14,099						
股本	1	1	1	1	1						
储备	13,735	16,918	17,539	18,234	19,014						
少数股东权益	84	111	154	203	257						
归属于母公司的所有者	13,735	16,919	17,540	18,235	19,015						
负债及权益合计	25,771	27,403	29,462	31,325	33,370						
现金流量表						盈利能力					
会计年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	营业收入	59.6%	57.3%	57.7%	57.9%	58.2%
净利润	3,120	3,553	3,941	4,415	4,954	营业利润率	38.4%	11.6%	10.1%	10.8%	10.5%
折旧摊销	1,217	1,226	1,001	1,066	1,136	营业利润年oy	55.6%	12.9%	10.6%	12.0%	12.2%
利息收入	-10	-86	242	269	297	归母净利润年oy	43.7%	14.3%	10.9%	12.0%	12.2%
资产减值损失	70	171	0	0	0						
营运资金变动	2,927	-726	145	193	117						
经营活动现金流	7,339	3,982	5,088	5,674	6,207						
投资活动现金流	-2,426	-3,098	-1,278	-1,386	-1,485						
筹资活动现金流	-2,380	-2,941	-3,129	-3,503	-3,927						
现金净增加额	2,533	-2,058	680	785	795						
现金期初金额	3,718	6,227	4,169	4,849	5,634						
现金期末金额	6,227	4,169	4,849	5,634	6,429						
每股资料(元)						偿债能力					
每股市收益	0.29	0.32	0.34	0.38	0.43	资产负债率	46.4%	37.9%	39.9%	41.1%	42.2%
每股净资产	1.3	1.5	1.6	1.7	1.7	负债权益比	5.6%	5.3%	5.8%	6.4%	7.1%
PE@4.9HKD	15.5	14.0	13.0	11.6	10.3	流动比率	1.7	2.0	1.9	1.9	1.8
PB	3.9	3.2	3.1	3.0	2.8	速动比率	1.4	1.6	1.6	1.5	1.5
营运能力						存货周转天数	115	118	118	116	115
应收帐款天数	19	19	19	19	19	应收账款天数	19	19	19	19	19

资料来源：E=民银国际预测

表 1：波司登财务摘要及盈利预测

收入拆分 单位：百万元人民币	历史年度		预测区			上半财年	
	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E	FY25H1	FY26H1
品牌羽绒服	19,521	21,668	24,404	27,218	30,244	6,063	6,568
yoynoy	44% 占总收入	11% 84%	13% 86%	12% 86%	11% 87%	23% 69%	8% 74%
波司登品牌	16,785	18,481	20,699	22,976	25,388	5,280	5,719
yoynoy	43% 占品牌羽绒服之比	10% 85%	12% 85%	11% 84%	11% 84%	19% 87%	8% 87%
雪中飞品牌	2,019	2,206	2,602	2,993	3,442	390	378
yoynoy	65% 冰洁品牌	9% 145	18% 137	15% 157	15% 181	47% 21	-3% 15
yoynoy	16% OEM	-13% 2,670	8% 3,373	15% 3,441	15% 3,716	62% 4,013	-26% 2,316
yoynoy	16% 占总收入	26% 12%	2% 12%	8% 12%	8% 11%	13% 26%	-12% 23%
女装	820	651	541	541	541	308	251
yoynoy	17% 多元化	-21% 203	-17% 125	0% 128	0% 130	-22% 117	-19% 64
yoynoy	0% 总收入	3% 23,214	-40% 25,902	2% 28,511	2% 31,602	21% 34,929	-45% 8,804
yoynoy	38% yoy	12% 38%	10% 10%	11% 11%	11% 11%	18% 18%	1% 1%

财务摘要 单位：百万元人民币	历史年度		预测区			上半财年	
	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E	FY25H1	FY26H1
整体毛利率	59.6%	57.3%	57.7%	57.9%	58.2%	49.9%	50.0%
品牌羽绒服	65.0%	63.4%	63.4%	63.4%	63.5%	61.1%	59.1%
波司登品牌	69.6%	69.0%	69.2%	69.3%	69.5%	66.3%	64.8%
雪中飞品牌	46.0%	42.8%	42.5%	42.5%	43.0%	50.1%	47.9%
冰洁品牌	39.2%	24.2%	10.0%	35.0%	38.0%	19.1%	-63.4%
OEM	20.6%	19.1%	19.2%	19.2%	19.2%	20.1%	20.5%
女装	67.5%	63.2%	55.0%	58.0%	60.0%	61.8%	59.9%
多元化	20.2%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%	27.6%	27.8%
销售费用率	34.7%	32.9%	33.1%	33.1%	33.0%	25.8%	27.5%
管理费用率	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	8.7%	7.2%
有效税率	31.3%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	26.7%	28.5%
归母净利润	3,074	3,514	3,898	4,367	4,900	1,130	1,189
yoynoy	44% 归母净利润率	14% 13.2%	11% 13.6%	12% 13.7%	12% 13.8%	23% 14.0%	5% 12.8%
存货周转天数	115	118	118	116	115	189	178
应收周转天数	19	19	19	19	19	63	59
应付周转天数	161	162	160	160	160	260	258

资料来源：公司公告、E=民银国际预测

表2：波司登可比公司估值

日期	2025/12/8		当地货币	收入(亿报表货币)				收入,yoy		归母净利润(亿报表货币)				归母净利润yoy		PE		
	代码	公司简称		收盘价	市值(亿)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
2020.HK	安踏体育	81.25	2,280.9	708	786	869	14%	11%	11%	156.0	132.3	148.6	52%	-15%	12%	13	16	14
2331.HK	李宁	16.81	434.5	287	289	303	4%	1%	5%	30.1	24.3	27.2	-5%	-19%	12%	13	16	15
GOOS	加拿大鹅	13.38	13.0	13.5	14.4	15.1	1%	6%	5%	1.1	0.9	1.1	8%	-14%	18%	15	17	15
MONRF	Moncler	64.64	177.6	31.1	30.6	32.1	4%	-1%	5%	6.4	5.9	6.4	5%	-7%	7%	22	23	22
3998.HK	波司登	4.90	571.8	259	285	316	12%	10%	11%	35.1	39.0	43.7	14%	11%	12%	15	13	12

资料来源：公司公告、E=民银国际预测

风险提示：

终端消费力波动，终端销售不及预期；

行业竞争加剧；

线下客流承压，线上流量成本提升；

气温波动影响旺季动销等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准
中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平
减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准
持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平
卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

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司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。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。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。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。

民银证券及其高级职员、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。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队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。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

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，应咨询独立的专业意见。民银集团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送至日本、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），民银证券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。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团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。

民银集团的雇员包括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。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。