

买入
FY26H1 利润增长快于收入，未来聚焦打造羽绒品牌矩阵
波司登 (3998.HK)

2025-12-02 星期二

目标价:	6.02 港元
现 价:	5.01 港元
预计升幅:	20.2%

重要数据

日期	2025-12-02
收盘价 (港元)	5.01
总股本 (亿股)	116.30
总市值 (亿港元)	579.30
净资产 (亿港元)	176.90
总资产 (亿港元)	310.30
52周高低 (港元)	5.37/3.30
每股净资产 (港元)	1.52

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

康博投资有限公司	24.59%
盛天创投有限公司	17.34%
盈新国际投资有限公司	11.40%
进富有限公司	5.30%

相关报告

 波司登 (3993.HK) 更新报告 -
 20241202

【投资要点】

➤ FY26 中期 (4/1-9/30) 收入保持韧性，净利润率同比+0.5pts

公司 FY26 中期 (4/1-9/30) 实现营业收入 89.3 亿元，同比+1.4%；实现毛利润 44.7 亿元，同比+1.7%，期间毛利率为 50.0%，同比+0.1 pts；实现归母净利润 11.9 亿元，同比+5.3%，归母净利润率为 13.3%，同比+0.5 pts。

收入部分，品牌羽绒服业务同比+8.3%，其中波司登同比+8.3%，雪中飞同比-3.2%；贴牌加工管理业务同比-11.7%；女装业务同比-18.6%。

毛利率部分，品牌羽绒服业务毛利率 61.3%，其中波司登毛利率 64.8%，雪中飞毛利率 47.9%；贴牌加工业务毛利率 20.5%；女装业务毛利率 59.9%。

➤ 品牌聚焦羽绒服主航道，目标搭建针对不同消费人群和使用场景矩阵

根据业绩会内容，公司分享了未来各个品牌定位及规划，我们梳理如下：1. 波司登主品牌，强化“羽绒服第一品牌”的心智。2. BONGER、Moose Knuckles，BONGER 强化“高端滑雪全球第一品牌”认知，针对中国高端滑雪时尚运动人群；Moose Knuckles 定位高端奢华先锋人群。3. 雪中飞，定位“中国冰雪融合第一品牌”，针对冰雪经济发展趋势，将针对这一机遇长期打造品牌。4. 冰洁，品牌重启，聚焦女性消费市场，扩大市场份额。

➤ 公司 10-11 月线下全渠道高质量增长

根据业绩会内容，公司 10-11 月全渠道零售双位数增长；新款折扣比同期轻 4%，老款折扣比同期轻 7%。分渠道方面，上半年加盟增速快于直营增速，但 10-11 月两者差异缩小，直营增长提速。双十一期间，公司在天猫、京东平台服饰类排名分别位列第一、第二，抖音羽绒赛道单店排名第一，同时实现了折扣力度更轻的销售。

➤ 维持“买入”评级，目标价为 6.02 港元

我们认为，公司目前主品牌聚焦高质量增长、品牌心智向上，同时致力于打造覆盖羽绒服细分赛道、价格带、消费人群的品牌矩阵，预计将在公司长期发展中展现成效。受 2024 年自然年暖冬影响，公司 FY25 财年业绩处于低基数，本年度冬季气温恢复正常后有望保持增长态势。

更新盈利预测，我们预计公司 FY26E-FY28E 营收分别为 283.9、316.4、349.8 亿元，同比+9.6%、+11.4%、+10.6%；预计归母净利润分别为 38.6、43.5、48.4 亿元，同比+9.7%、+12.8%、+11.4%。维持“买入”评级，给予目标估值 PE (FY2026E) 16.4 倍，对应 PE (TTM) 18.0 倍，提升目标价至 6.02 港元，对应现价预计升幅 20.2%。

百万人民币	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
营业额	23,214	25,902	28,394	31,636	34,977
同比+ (%)	38.4%	11.6%	9.6%	11.4%	10.6%
归母净利润	3,074	3,514	3,856	4,350	4,844
同比+ (%)	43.7%	14.3%	9.7%	12.8%	11.4%
净利润率(%)	13.2%	13.6%	13.6%	13.7%	13.8%
每股盈利 (元)	0.28	0.30	0.33	0.38	0.42

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 冯浩
 SFC: BUQ780
 电话: 755-2151 9167
 Email: fenghao@gyzq.com.hk

【報告正文】

➤ FY26 中期 (4/1-9/30) 收入保持韧性，净利润率同比+0.5pts

公司 FY26 中期 (4/1-9/30) 实现营业收入 89.3 亿元，同比+ 1.4%；实现毛利润 44.7 亿元，同比+1.7%，期间毛利率为 50.0%，同比+0.1 pts；实现归母净利润 11.9 亿元，同比+5.3%，归母净利润率为 13.3%，同比+0.5 pts，连续八年中期净利润增速快于收入增速；拟派发中期派息每股 6.3 港仙，同比+5.0%，中期股息支付率约为 56%。

- 收入部分，羽绒服主业增长 8.3%，非核心业务短期承压但占比低，收入结构进一步向核心聚焦。具体信息如下：品牌羽绒服业务录得 65.7 亿元，同比+8.3%，占比 73.6%（同比+4.7 pts），其中波司登主品牌收入 57.2 亿元，同比+8.3%，雪中飞收入 3.8 亿元，同比-3.2%；贴牌加工管理业务录得 20.4 亿元，同比-11.7%，占比 22.9%（同比-3.4pts）；女装业务录得 2.5 亿元，同比-18.6%，占比 2.8%（同比-0.7 pts）。
- 毛利率部分，提升至 50%，核心羽绒服品牌支撑作用显著，非核心业务短期调整略有拖累。具体信息如下：品牌羽绒服业务毛利率 61.3%，同比-2.0pts，其中波司登主品牌毛利率 64.8%，同比-1.5 pts，雪中飞毛利率 47.9%，同比-2.2pts；贴牌加工业务毛利率 20.5%，同比+0.4 pts；女装业务毛利率 59.9%，同比-1.9 pts；多元化服装业务毛利率 27.8%，同比+0.2pts。
- 费用部分，整体费用率同比-0.2pts。其中分销开支费率 27.5%，同比+1.7 pts；行政开支费率 7.2%，同比-1.5 pts。

➤ 品牌聚焦羽绒服主航道，目标搭建针对不同消费人群和使用场景矩阵

根据业绩会内容，公司分享了未来各个品牌定位及规划，我们梳理如下：

- 波司登主品牌，强化“羽绒服第一品牌”的心智，持续提升品牌终端形象，加强消费者洞察和链接，打造创新产品。例如与国际顶尖设计大师 Kim Jones 合作打造的 AREAL 系列，推动品牌向中高端市场渗透。
- BONGER、Moose Knuckles，BONGER 强化“高端滑雪全球第一品牌”认知，针对中国高端滑雪时尚运动人群。Moose Knuckles 定位高端奢华先锋人群。
- 雪中飞，定位“中国冰雪融合第一品牌”，针对冰雪经济发展趋势，将针对这一机遇长期打造品牌。产品上围绕运动功能时尚三维，营销上通过新代言人对话年轻一代，渠道上以线上电商平台为主、线下则布局重要城市形象店。

- 冰洁，品牌重启，聚焦女性消费市场，扩大市场份额。营销上聚焦为消费者提供情绪价值，产品上围绕女性精英职场、松弛生活、精致价格带三大场景，渠道上聚焦线上直播和内容电商，线下布局试点渠道。

➤ **公司 10-11 月线下全渠道高质量增长**

根据业绩会内容，公司 10-11 月全渠道零售双位数增长；新款折扣比同期轻 4%，老款折扣比同期轻 7%。分渠道方面，上半年加盟增速快于直营增速，但 10-11 月两者差异缩小，直营增长提速。双十一期间，公司在天猫、京东平台服饰类排名分别位列第一、第二，抖音羽绒赛道单店排名第一，同时实现了折扣力度更轻的销售。

➤ **维持“买入”评级，目标价为 6.02 港元**

我们认为，公司目前主品牌聚焦高质量增长、品牌心智向上，同时致力于打造覆盖羽绒服细分赛道、价格带、消费人群的品牌矩阵，预计将在公司长期发展中展现成效。受 2024 年自然年暖冬影响，公司 FY25 财年业绩处于低基数，本年度冬季气温恢复正常后有望保持增长态势。

更新盈利预测，我们预计公司 FY26E-FY28E 营收分别为 283.9、316.4、349.8 亿元，同比+9.6%、+11.4%、+10.6%；预计归母净利润分别为 38.6、43.5、48.4 亿元，同比+9.7%、+12.8%、+11.4%。维持“买入”评级，给予目标估值 PE(FY2026E) 16.4 倍，对应 PE (TTM) 18.0 倍，提升目标价至 6.02 港元，对应现价预计升幅 20.2%。

表 1：行业可比公司估值

代码	简称	最新价（港元/元）	市值（亿港元/元）	PE			
				2024/25	25/26E	26/27E	27/28E
港股							
6288.HK	迅销-DRS	27.16	8,881.2	37.6	39.6	35.9	31.7
2020.HK	安踏体育	84.10	2,360.9	14.4	16.1	14.3	12.8
1913.HK	普拉达	46.46	1,188.8	15.3	14.8	13.5	12.4
2331.HK	李宁	17.48	451.8	14.7	16.6	14.8	13.4
3709.HK	赢家时尚	8.26	58.5	11.2	9.4	8.3	7.5
A股							
600177.SH	雅戈尔	7.74	357.9	13.7	12.6	10.9	9.3
600398.SH	海澜之家	6.19	297.3	14.1	12.9	11.5	10.4
平均值			785.9	13.9	13.7	12.2	11.0
3998.HK	波司登	5.01	579.3	15.0	13.6	12.1	10.9

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

零售消费环境超预期波动；
原材料价格超预期波动；
品牌建设和产品推广不及预期

【财务报表摘要】

资产负债表

会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
流动资产	19,019	19,222	21,092	23,145	25,625
现金	6,227	4,185	7,499	8,596	9,896
应收账款	2,786	2,748	3,703	3,963	4,471
应收关联方款项	94	470	493	518	544
存货	3,198	3,951	3,164	3,742	4,277
其他	6,715	7,870	6,232	6,326	6,437
非流动资产	6,753	8,181	8,120	8,076	7,711
物业、厂房及设备	1,544	1,919	1,900	1,881	1,768
使用权资产	958	1,612	1,531	1,455	1,149
递延税项资产	498	541	569	597	627
无形资产	1,236	1,138	1,158	1,181	1,205
其他	2,516	2,970	2,962	2,962	2,962
资产总计	25,771	27,403	29,212	31,221	33,336
流动负债	11,183	9,508	10,549	11,692	12,840
短期借款	768	896	1,030	1,185	1,363
应付账款	7,765	7,834	8,680	9,601	10,499
应交税费	497	324	341	358	376
其他	2,152	453	499	548	603
非流动负债	769	865	956	1,060	1,178
租赁负债	384	512	589	677	779
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	11,506	12,752	14,018
股本	1	1	1	1	1
储备	13,735	16,918	17,555	18,274	19,074
少数股东权益	84	111	150	194	243
归属于母公司的所有者权益	13,735	16,919	17,556	18,275	19,075
负债及权益合计	25,771	27,403	29,212	31,221	33,336

现金流量表

会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	3,120	3,553	3,895	4,394	4,893
折旧摊销	1,217	1,226	697	970	940
利息收入	-10	-86	-183	-204	-226
资产减值损失	70	171	100	0	0
营运资金变动	2,927	-726	-592	63	-167
经营活动现金流	7,339	3,982	4,100	5,427	5,665
投资活动现金流	-2,426	-3,098	361	-991	-983
筹资活动现金流	-2,380	-2,941	-2,613	-3,339	-3,710
现金净增加额	2,533	-2,058	1,848	1,097	973
现金期初金额	3,717	6,226	6,226	8,074	9,171
现金期末金额	6,226	-2,058	8,074	9,171	10,144

利润表

会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	23,214	25,902	28,394	31,636	34,977
营业成本	-9,380	-11,062	-11,954	-13,191	-14,463
毛利	13,834	14,840	16,440	18,445	20,514
销售费用	-8,055	-8,524	-9,370	-10,535	-11,717
管理费用	-1,508	-1,652	-1,732	-1,993	-2,204
商誉减值损失	-70	-171	-100	0	0
营业利润	4,398	4,967	5,770	6,503	7,238
财务收入/(费用)净额	-216	-167	-183	-204	-226
除税前溢利	4,541	5,149	5,565	6,277	6,990
所得税	-1,421	-1,596	-1,669	-1,883	-2,097
净利润	3,074	3,514	3,856	4,350	4,844
少数股东损益	46	39	39	44	49
归属于母公司净利润	3,074	3,514	3,856	4,350	4,844
EPS (元)	0.28	0.30	0.33	0.38	0.42

会计年度

会计年度	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
成长性					
营业收入yoy	38.4%	11.6%	9.6%	11.4%	10.6%
营业利润yoy	55.6%	12.9%	104.1%	12.7%	11.3%
归母净利润yoy	43.7%	14.3%	9.7%	12.8%	11.4%
盈利能力					
毛利率	59.6%	57.3%	57.9%	58.3%	58.6%
净利率	13.2%	13.6%	13.6%	13.7%	13.8%
归母净利率	13.2%	13.6%	13.6%	13.7%	13.8%
ROE	22.6%	20.9%	22.0%	23.8%	25.3%
偿债能力					
资产负债率	46.4%	37.9%	39.4%	40.8%	42.1%
负债权益比	5.6%	5.3%	5.8%	6.4%	7.1%
流动比率	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7
营运能力					
存货周转天数	115	118	105	96	101
应收帐款天数	19	19	21	23	23
每股资料 (元)					
每股收益	0.28	0.30	0.33	0.38	0.42
每股净资产	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7
估值比率					
PE	16.2	15.0	13.6	12.1	10.9
PB	3.1	3.1	3.3	3.1	3.0

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>