

买入

高股息稳健经营；“雪中飞”品牌持续深挖大众市场机遇

波司登 (3998.HK)

2026-08-21 星期五

【投资要点】

 目标价: **5.41 港元**

 现价: **4.65 港元**

 预计升幅: **16.6%**

重要数据

日期	2026-08-21
收盘价 (港元)	4.65
总股本 (亿股)	117.23
总市值 (亿港元)	545.13
净资产 (亿港元)	206.88
总资产 (亿港元)	333.98
52 周高低 (港元)	5.30/3.55
每股净资产 (港元)	1.81

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	24.27%
盛天创投资有限公司	17.12%
盈新国际投资有限公司	11.25%
进富有限公司	5.23%

相关报告

 波司登 (3993.HK) 更新报告 -
 20241202

 波司登 (3993.HK) 更新报告 -
 20251202

研究部

姓名: 冯浩

SFC: BUQ780

电话: 755-2151 9167

Email: fenghao@gzyq.com.hk

➤ 高股息及高护城河，公司财务健康稳健并持续提升运营效率

公司主品牌过去五个财年毛利率保持在约 70% 左右，而过去五年核心原材料价格上涨约 25~50%。公司在原料价格上涨的背景下维持稳定的毛利率水平，我们认为公司是通过“高质价比”产品矩阵提升了品牌势能，再结合高效供应链管理能力的成果。

公司过去五个财年存货周转天数由 150 天降至 117 天，应收帐款周转天数由 24 天下降至 17 天。公司 FY26 应收账款周转天数同比减少 2 天至 17 天，存货周转天数同比减少 1 天至 117 天，期末存货同比下降 9.5%。公司过去五年经营性现金流均为净利润的 1.1x 以上，FY26 经营活动现金流净额同比增长 61.5% 至 64.3 亿元，为净利润的 1.6x，公司的高效运营和供应链的精细化把控使得相关财务指标表现优异。

➤ 未来深挖雪中飞品牌“大众化”潜力；OEM 业务预期恢复双位数增长

根据 FY26 业绩会，公司认为对应大众消费市场的雪中飞品牌规模有持续提升潜力，目标深挖雪中飞品牌的冰雪运动和户外基因定位，通过产品年轻化升级、提升质价比、渠道扩充等举措提升雪中飞品牌收入和影响力。

OEM 业务目标约 10% 增长，同业累计收入自 4 月起保持正增长。根据 FY26 业绩会，新财年 OEM 增量来自核心客户订单、新客户合作及印尼合资工厂投产，公司预计新财年 OEM 业务增长约 10%。参考行业可比公司 2026 年 7 月累计合并营收同比增速提升至 6.7%。

➤ 给予“持有”评级，目标价 5.41 港元

我们认为，公司经营稳健，主品牌在行业竞争和原材料上涨的背景下依旧维持稳定的毛利率水平，说明公司主品牌护城河深厚，同时公司在健康稳健的背景下，运营效率持续提升，为稳定的分红派息提供保障，建议关注。

更新盈利预测，我们预计公司 FY27E-FY29E 营收分别为 291.6、308.4、325.4 亿元，同比+6.6%、+5.8%、+5.5%；预计归母净利润分别为 43.5、47.0、50.2 亿元，同比+9.0%、+7.9%、+6.9%。给予“持有”评级，给予目标估值 PE (FY2027E) 12.5 倍，对应 PE (TTM) 13.6 倍，目标价 5.41 港元，对应现价预计升幅 16.6%。

人民币亿元	FY2025	FY2026	FY27E	FY28E	FY29E
营业额	25,902	27,350	29,158	30,840	32,539
同比增长 (%)	11.6%	5.6%	6.6%	5.8%	5.5%
归母净利润	3,514	3,994	4,354	4,700	5,024
同比增长 (%)	14.3%	13.7%	9.0%	7.9%	6.9%
净利润率 (%)	13.6%	14.6%	14.9%	15.2%	15.4%
每股盈利 (RMB)	0.30	0.34	0.37	0.40	0.43

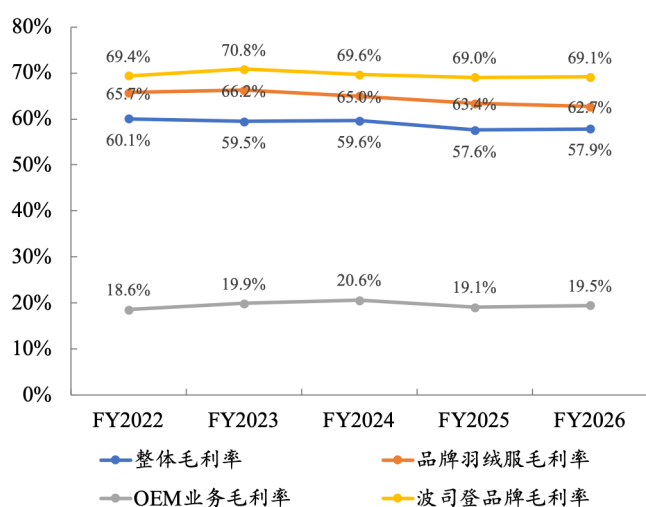
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 高股息及高护城河，公司财务健康稳健并持续提升运营效率

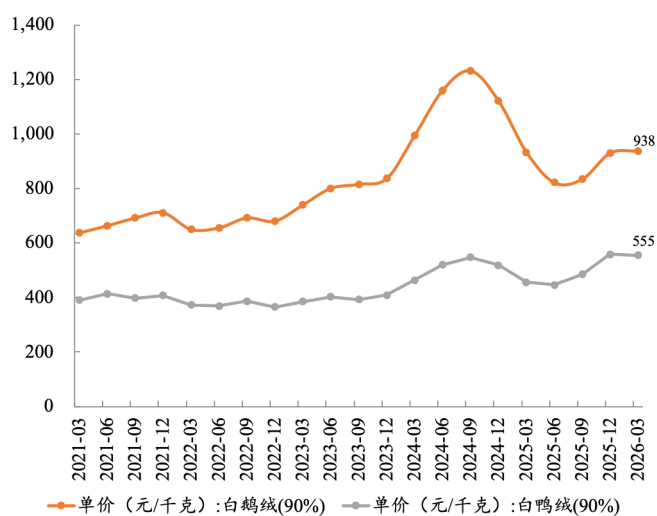
主品牌在原材料价格攀升的背景下毛利率维持稳健。公司主品牌过去五个财年毛利率保持在约70%左右,其中FY24-FY26毛利率分别为69.6%、69.0%和69.1%,而过去五年核心原材料白鸭绒、白鹅绒价格上涨约25~50%。公司在原料价格上涨的背景下维持稳定的毛利率水平,我们认为公司是通过“高质价比”产品矩阵提升了品牌势能,再结合高效供应链管理能力的成果。

图 1：公司主营业务过去 5 个财年毛利率情况



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

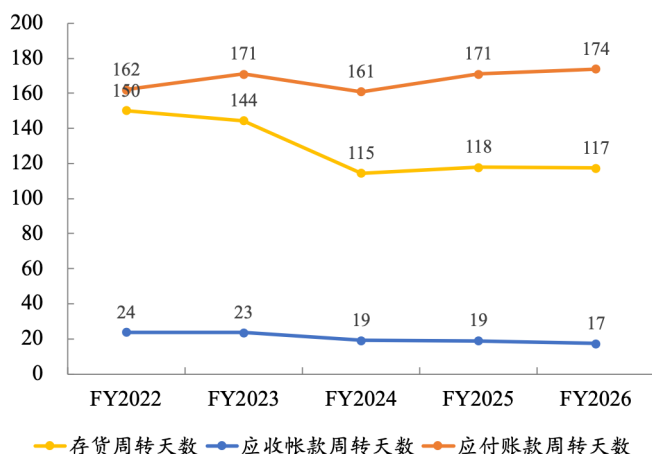
图 2：白鹅绒、白鸭绒过去五年价格趋势（元/千克）



资料来源：Datayes、国元证券经纪（香港）整理

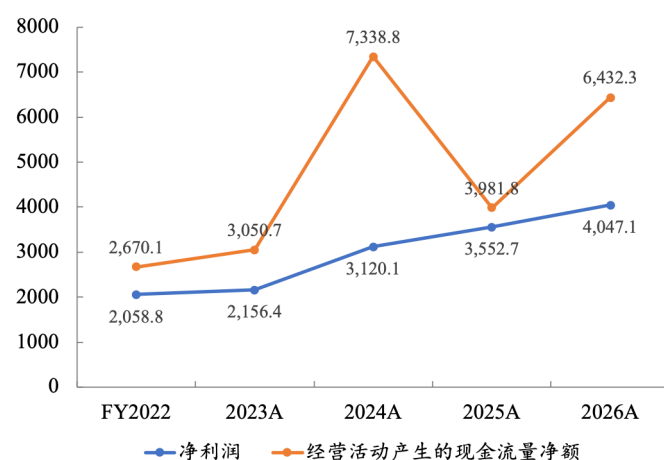
公司近年来运营效率持续提升。公司过去五个财年存货周转天数由 150 天降至 117 天，应收帐款周转天数由 24 天下降至 17 天。公司 FY26 应收账款周转天数同比减少 2 天至 17 天，存货周转天数同比减少 1 天至 117 天，期末存货同比下降 9.5%。公司过去五年经营性现金流均为净利润的 1.1x 以上，FY26 经营活动现金流净额同比增长 61.5%至 64.3 亿元，为净利润的 1.6x，公司的高效运营和供应链的精细化把控使得相关财务指标表现优异。

图 3：过去五个财年运营效率指标（天）



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：过去五个财年经营性现金流和净利润（百万元）



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

高派息由稳定盈利和现金流支撑。 FY26 全年每股股息 31.3 港仙，同比+11.8%，派息率 80.2%；公司派息率已连续五年保持在 80%以上。公司静态股息率约为 6.7%。上述稳健健康的运营效率亦是维持稳定分红的基础和前提，为长期股东回报提供保障。

➤ 未来深挖雪中飞品牌“大众化”潜力；OEM 业务预期恢复双位数增长

新财年“雪中飞”品牌提升势能，主品牌持续强化品牌力。 根据 FY26 业绩会，公司认为对应大众消费市场的雪中飞品牌规模有持续提升潜力，目标深挖雪中飞品牌的冰雪运动和户外基因定位，通过产品年轻化升级、提升质价比、渠道扩充等举措提升雪中飞品牌收入和影响力。

波司登主品牌，心智品类收入占比由前几年的 40%升至 63%。与 Kim Jones 合作的高级产品线 AREAL 已进入巴黎老佛爷百货，并在香港 K11 MUSEA 发布第二季作品；合作项目曝光量超过 11 亿次。公司计划在第二年打磨单店盈利模型，并向中高阶门店复制。

OEM 业务目标约 10%增长，同业累计收入自 4 月起保持正增长。 根据 FY26 业绩会，新财年 OEM 增量来自核心客户订单、新客户合作及印尼合资工厂投产，公司预计新财年 OEM 业务增长约 10%。参考行业可比羽绒服代工公司广越（4438.TW）2026 年累计合并营收同比增速由 3 月的 0.6%升至 7 月的 6.7%，4-7 月单月营业收入分别实现同比+38.3%、-10.0%、+7.2%、+12.7%的增（减）。

图 5：广越（4438.TW）2026 年 1-7 月营业收入（千新台币）和同比变化情况

月份	当月营收金额	年度增(减)比率	累至当月营收	累至当月增(减)
01	1,039,301	2.35%	1,039,301	2.35%
02	772,311	-6.56%	1,811,612	-1.65%
03	960,944	5.02%	2,772,556	0.57%
04	1,506,567	38.32%	4,279,123	11.26%
05	1,635,438	-9.95%	5,914,561	4.45%
06	2,025,339	7.15%	7,939,900	5.13%
07	2,209,017	12.72%	10,148,917	6.69%

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

➤ **FY26 财年收入保持韧性，净利润率同比提升 1.0 个百分点**

公司 FY26 全年收入保持韧性，净利润增速快于收入。公司实现营业收入 273.5 亿元，同比+5.6%；实现毛利润 156.5 亿元，同比+5.5%，期间毛利率为 57.2%，同比-0.1pts；实现经营利润 52.9 亿元，同比+6.6%，经营利润率为 19.4%，同比+0.2pts；实现归母净利润 39.9 亿元，同比+13.7%，归母净利润率为 14.6%，同比+1.0pts。

收入部分，品牌羽绒服主业增长 8.7%，收入结构进一步向核心业务集中。品牌羽绒服业务收入 235.6 亿元，同比+8.7%，占集团收入 86.2%；其中波司登主品牌收入 197.5 亿元，同比+6.9%，雪中飞收入 25.7 亿元，同比+16.6%。贴牌加工管理业务收入 30.9 亿元，同比-8.3%；女装业务收入 5.6 亿元，同比-14.3%；多元化服装业务收入 1.4 亿元，同比-34.0%。

毛利率部分，整体毛利率维持平稳，主品牌及 OEM 毛利率同比提升。集团整体毛利率 57.2%，同比-0.1pts。其中品牌羽绒服业务毛利率 62.7%，同比-0.7pts，主要受品牌及渠道结构变化影响，其中波司登主品牌毛利率 69.1%，同比+0.1pts，雪中飞品牌毛利率 40.9%，同比-1.9pts；贴牌加工管理业务毛利率 19.5%，同比+0.4pts；女装业务毛利率 45.9%，同比-17.3pts。

费用部分，三项费用率同比下降 0.3 个百分点。其中分销费率为 32.7%，同比-0.2pts；行政费率为 6.5%，同比+0.1pts，财务费率 0.4%，同比-0.2pts。

➤ **给予“持有”评级，目标价 5.41 港元**

公司经营稳健，主品牌在行业竞争和原材料上涨的背景下依旧维持稳定的毛利率水平，说明公司主品牌护城河深厚，同时公司在健康稳健的背景下，运营效率持续提升，为稳定的分红派息提供保障，建议关注。

更新盈利预测，我们预计公司 FY27E-FY29E 营收分别为 291.6、308.4、325.4 亿元，同比+6.6%、+5.8%、+5.5%；预计归母净利润分别为 43.5、47.0、50.2 亿元，

同比+9.0%、+7.9%、+6.9%。给予“持有”评级，给予目标估值 PE（FY2027E）12.5 倍，对应 PE（TTM）13.6 倍，目标价 5.41 港元，对应现价预计升幅 16.6%。

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			
				2025/26	26/27E	27/28E	28/29E
港股							
6288.HK	迅销-DRS	37.20	11,502.3	46.4	50.2	43.2	39.4
2020.HK	安踏体育	74.10	2,072.3	13.8	12.2	11.3	10.2
1913.HK	普拉达	41.10	1,051.7	14.8	14.0	12.6	11.1
2331.HK	李宁	14.25	368.3	10.6	11.4	10.1	9.1
3709.HK	赢家时尚	5.17	36.6	8.3	6.8	6.2	5.8
A 股							
600177.SH	雅戈尔	7.89	364.8	14.2	12.8	11.3	10.2
600398.SH	海澜之家	5.90	283.4	13.0	12.2	11.3	10.3
平均值				17.3	17.1	15.1	13.7
3998.HK	波司登	4.65	542.7	11.7	10.7	9.9	9.3

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

中国冬季气温超预期上升；

公司大股东持续减持；

零售环境超预期波动

【财务报表摘要】

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	FY2025	FY2026	FY27E	FY28E	FY29E
流动资产	19,222	21,959	23,301	24,659	26,488
现金	4,185	2,977	3,569	4,115	5,069
应收账款	2,748	3,074	3,236	3,423	3,612
应收关联方款项	470	312	328	344	362
存货	3,951	3,576	3,875	4,138	4,418
其他	7,870	12,020	12,292	12,638	13,027
非流动资产	8,181	7,529	7,850	8,113	8,128
物业、厂房及设备	1,919	2,116	2,306	2,398	2,374
使用权资产	1,612	1,259	1,196	1,137	898
递延税项资产	541	597	627	658	691
无形资产	1,138	995	1,015	1,035	1,056
其他	2,970	2,562	2,705	2,885	3,109
资产总计	27,403	29,489	31,151	32,772	34,616
流动负债	9,508	10,421	11,103	11,665	12,372
短期借款	896	957	1,100	1,266	1,455
应付账款	7,834	8,688	9,137	9,429	9,849
应交税费	324	388	408	428	449
其他	453	388	458	542	618
非流动负债	865	638	706	782	869
租赁负债	512	362	416	478	550
递延税项负债	299	268	282	296	311
其他	50	5	5	5	5
负债合计	10,373	11,059	11,809	12,447	13,241
股本	1	1	1	1	1
储备	16,918	18,266	19,128	20,059	21,054
少数股东权益	111	163	212	264	320
归属于母公司的所有者权益	16,919	18,267	19,129	20,060	21,054
负债及权益合计	27,403	29,489	31,150	32,771	34,615

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	FY2025	FY2026	FY27E	FY28E	FY29E
净利润	3,553	4,047	4,402	4,752	5,080
折旧摊销	1,226	1,280	915	933	933
利息收入	-86	-125	-117	-123	-130
资产减值损失	171	148	-1	0	0
营运资金变动	-726	1,195	-25	-170	-63
经营活动现金流	3,982	6,432	5,291	5,516	5,949
投资活动现金流	-3,098	-4,444	-1,158	-1,217	-1,261
筹资活动现金流	-2,941	-3,160	-3,224	-3,458	-3,692
现金净增加额	-2,058	-1,172	909	840	996
现金期初金额	6,227	4,185	4,185	5,093	5,934
现金期末金额	4,185	2,977	5,093	5,934	6,930

利润表					
单位：百万元					
会计年度	FY2025	FY2026	FY27E	FY28E	FY29E
营业收入	25,902	27,350	29,158	30,840	32,539
营业成本	-11,062	-11,699	-12,348	-12,871	-13,460
毛利	14,840	15,651	16,810	17,969	19,080
销售费用	-8,524	-8,934	-9,447	-9,930	-10,413
管理费用	-1,652	-1,785	-1,866	-1,943	-2,050
商誉减值损失	-171	-41	1	0	0
营业利润	4,967	5,204	6,088	6,746	7,207
财务收入/(费用)净额	-167	-108	-117	-123	-130
除税前溢利	5,149	5,633	5,949	6,601	7,055
所得税	-1,596	-1,586	-1,547	-1,848	-1,975
净利润	3,514	3,994	4,354	4,700	5,024
少数股东损益	39	53	48	52	56
归属于母公司净利润	3,514	3,994	4,354	4,700	5,024
EPS (元)	0.30	0.34	0.37	0.40	0.43

会计年度	FY2025	FY2026	FY27E	FY28E	FY29E
成长性					
营业收入yoy	11.6%	5.6%	6.6%	5.8%	5.5%
营业利润yoy	12.9%	4.8%	17.0%	10.8%	6.8%
归母净利润yoy	14.3%	13.7%	9.0%	7.9%	6.9%
盈利能力					
毛利率	57.3%	57.2%	57.7%	58.3%	58.6%
净利率	13.6%	14.6%	14.9%	15.2%	15.4%
归母净利率	13.6%	14.6%	14.9%	15.2%	15.4%
ROE	20.9%	22.0%	22.8%	23.4%	23.8%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	37.5%	37.9%	38.0%	38.3%
负债权益比	5.3%	5.2%	5.7%	6.2%	6.8%
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.6	1.8	1.7	1.8	1.8
营运能力					
存货周转天数	118	117	108	114	116
应收账款天数	19	17	19	18	18
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.34	0.37	0.40	0.43
每股净资产	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8
估值比率					
PE	13.1	11.7	10.7	9.9	9.3
PB	2.6	2.5	2.8	2.7	2.5

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

免责声明

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著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收到任何形式的补偿。

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>