www.research.cicc.com

波司登

FY26 表现优异，龙头显示经营韧性



林骥川 分析员
纺织服装
SAC 执证编号：S0080522080008
SFC CE Ref：BSY374
jichuan.lin@cicc.com.cn



华思怡 联系人
纺织服装
SAC 执证编号：S0080126040003
siyi.hua@cicc.com.cn

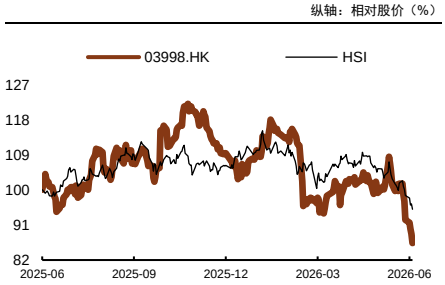


杨润渤 分析员
纺织服装
SAC 执证编号：S0080523060006
SFC CE Ref：BTS547
runbo.yang@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
03998.HK	→ 跑赢行业	港币 5.65

股票代码	03998.HK
最新收盘价	港币 3.63
52 周最高价/最低价	港币 5.30~3.55
总市值(亿)	港币 424.2



(人民币 百万)	2025A	2026A	2027E	2028E
营业收入	25,902	27,350	29,131	30,945
增速	11.6%	5.6%	6.5%	6.2%
归属母公司净利润	3,514	3,994	4,293	4,603
增速	14.3%	13.7%	7.5%	7.2%
扣非后净利润	3,514	3,994	4,293	4,603
增速	14.3%	13.7%	7.5%	7.2%
每股净利润	0.30	0.34	0.37	0.39
每股净资产	1.45	1.56	1.64	1.71
每股股利	0.26	0.27	0.29	0.32
每股经营现金流	0.34	0.34	0.29	0.72
市盈率	10.8	9.2	8.4	8.1
市净率	2.3	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	5.7	5.6	5.4	4.5
股息收益率	7.8%	8.7%	9.6%	9.9%
平均总资产收益率	13.2%	14.0%	14.6%	14.9%
平均净资产收益率	22.9%	22.7%	23.0%	23.5%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

业绩回顾

FY26 业绩高于我们预期

公司公布 FY26 财年业绩：收入 273.5 亿元，同比+5.6%；归母净利润 39.9 亿元，同比+13.7%，略超我们预期，主因主品牌收入略超预期。公司宣派末期股息 0.25 港元/股，派息率 80%。

FY26 波司登主品牌及雪中飞均延续健康增长趋势，羽绒服业务收入同比增长 8.7%。FY26 在波动的环境下，集团品牌羽绒服业务表现持续稳健增长，其中波司登主品牌录得 6.9%的增长，其中极寒、泡芙等核心IP系列销售占比持续提升，产品结构持续优化。同时在品牌打造上，波司登通过亮相巴黎时装周走秀、入驻巴黎老佛爷、香港K11 开设快闪店等系列活动持续提升品牌影响力。高端都市线AREAL系列销售表现出色，成功建立消费者认知。雪中飞持续聚焦性价比羽绒服市场，发力线上业务，依靠苏超等赞助提升品牌影响力，收入同比提升 16.6%。

线上线下直营渠道均表现出色。FY26 波司登羽绒服业务直营渠道收入同增 16.7%，成为驱动公司增长的重要引擎。公司线上线下直营渠道均表现优异，线下直营渠道依靠持续打造具有特色的高效势能门店和精细化管理，同店收入增长出色。线上渠道，受益于波司登自身突出的品牌力和产品力，以及抖音团队出色的运营能力，带动集团线上业务在FY26 表现出色。

全渠道库存健康，集团盈利水平持续提升。FY26 集团整体库存仍保持健康水平，库存周转天数下降 1 天至 117 天。基于良好的库存管理能力，波司登主品牌毛利率以及集团利润率持续提升。

发展趋势

公司在波动环境中展现出经营韧性。随着产品系列成功拓展和品牌影响力持续提升，我们认为其有望在 FY27 持续健康增长。

盈利预测与估值

由于公司作为行业龙头经营韧性显著，我们上调 FY27 EPS 预测 7.6%至 0.37 元，并引入 FY28 EPS 预测 0.39 元。当前股价对应 8.4/8.1 倍 FY27/FY28 年市盈率，对应 FY27 股息率 9.6%。考虑行业估值中枢下移，维持跑赢行业评级和目标价 5.65 港元不变，对应 13 倍 FY27 市盈率，较当前有 56%的上行空间。

风险

零售环境不及预期，天气不确定性，原材料价格波动。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026A	2027E	2028E
利润表				
营业收入	25,902	27,350	29,131	30,945
营业成本	-11,062	-11,699	-12,365	-13,160
销售费用	-8,524	-8,934	-9,458	-10,026
管理费用	-1,652	-1,785	-1,748	-1,857
其他	-189	-189	-194	-197
营业利润	4,967	5,294	5,891	6,263
财务费用	204	371	256	326
其他利润	0	0	0	0
利润总额	5,149	5,633	6,127	6,569
所得税	-1,596	-1,586	-1,777	-1,905
少数股东损益	-39	-53	-57	-61
归属母公司净利润	3,514	3,994	4,293	4,603
EBITDA	5,890	6,213	6,762	7,232
扣非后净利润	3,514	3,994	4,293	4,603
资产负债表				
货币资金	4,185	2,977	1,871	5,415
应收账款及票据	3,217	3,387	3,647	3,825
存货	3,951	3,576	4,379	4,087
其他流动资产	7,870	12,020	12,040	12,040
流动资产合计	19,222	21,959	21,937	25,367
固定资产及在建工程	1,919	2,116	2,070	2,001
无形资产及其他长期资产	6,262	5,414	5,354	5,234
非流动资产合计	8,181	7,529	7,424	7,235
资产合计	27,403	29,489	29,361	32,602
短期借款	896	957	990	1,021
应付账款	7,834	8,688	7,573	9,733
其他流动负债	778	776	791	857
流动负债合计	9,508	10,421	9,354	11,611
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	865	638	670	682
非流动负债合计	865	638	670	682
负债合计	10,373	11,059	10,024	12,293
股本	1	1	1	1
未分配利润	16,918	18,265	19,116	20,027
归母所有者权益	16,919	18,266	19,117	20,028
少数股东权益	111	163	220	281
负债及股东权益合计	27,403	29,489	29,361	32,602
现金流量表				
税前利润	5,149	5,633	6,127	6,569
折旧和摊销	1,226	1,282	1,201	1,329
营运资本变动	-642	486	-2,179	2,275
其他	-1,751	-3,419	-1,738	-1,802
经营活动现金流	3,982	3,982	3,411	8,371
资本开支	-884	-884	-583	-619
其他	-2,214	-2,214	-525	-547
投资活动现金流	-3,098	-3,098	-1,108	-1,166
股权融资	369	369	0	0
银行借款	120	120	33	31
其他	-3,430	-3,430	-3,443	-3,691
筹资活动现金流	-2,941	-2,941	-3,410	-3,661
汇率变动对现金的影响	15	15	0	0
现金净增加额	-2,058	-1,223	-1,106	3,544

主要财务比率	2025A	2026A	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	11.6%	5.6%	6.5%	6.2%
营业利润	12.9%	6.6%	11.3%	6.3%
EBITDA	7.3%	5.5%	8.8%	7.0%
净利润	14.3%	13.7%	7.5%	7.2%
扣非后净利润	14.3%	13.7%	7.5%	7.2%
盈利能力				
毛利率	57.3%	57.2%	57.6%	57.5%
营业利润率	19.2%	19.4%	20.2%	20.2%
EBITDA 利润率	22.7%	22.7%	23.2%	23.4%
净利润率	13.6%	14.6%	14.7%	14.9%
扣非后净利率	13.6%	14.6%	14.7%	14.9%
偿债能力				
流动比率	2.02	2.11	2.35	2.18
速动比率	1.61	1.76	1.88	1.83
现金比率	0.44	0.29	0.20	0.47
资产负债率	37.9%	37.5%	34.1%	37.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	13.2%	14.0%	14.6%	14.9%
净资产收益率	22.9%	22.7%	23.0%	23.5%
每股指标				
每股净利润(元)	0.30	0.34	0.37	0.39
每股净资产(元)	1.45	1.56	1.64	1.71
每股股利(元)	0.26	0.27	0.29	0.32
每股经营现金流(元)	0.34	0.34	0.29	0.72
估值分析				
市盈率	10.8	9.2	8.4	8.1
市净率	2.3	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	5.7	5.6	5.4	4.5
股息收益率	7.8%	8.7%	9.6%	9.9%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

波司登是专业运营羽绒服品牌的中国服装品牌运营商，公司在羽绒服业务打造的品牌影响力广受消费者认可。目前公司羽绒服业务的品牌包括波司登、雪中飞、冰洁等，其中波司登品牌连续 20 多年全国销量领先。公司同时运营多个非羽绒服业务品牌。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

羽绒服龙头壁垒坚固

波司登是国内羽绒服行业龙头，产品升级、品牌营销、全渠道精细化运营和供应链快反等竞争优势持续巩固其份额优势。1976 年创立以来，公司深耕羽绒服行业，深化“羽绒服=波司登”的消费者认知。我们认为公司品牌势能较高、壁垒坚固：

产品体系强功能性与设计感并存，满足多元人群的保暖与风格需求。公司持续投入研发，推进面料、工艺和设计升级，打造极寒、登峰系列等专业羽绒服 IP 产品、时尚类泡芙系列、高端户外/商务等联名系列，在消费者端巩固强保暖、强功能认知，同时通过设计师合作和时尚化表达提升产品高端感与年轻化吸引力。

极寒与泡芙产品系列精准锚定专业高寒、都市时尚两类客群，FY26 销售占比提升。极地极寒系列为中国南北极考察选用产品，搭载动态御寒科技 2.0，通过三重保暖体系实现 8 级防风与持久锁温；同时成衣减重 500g、暖重比提升 10%，配套专利排湿系统使透气性提升 15%，解决极寒环境“动暖静冷”的核心痛点，持续强化品牌专业御寒形象。泡芙系列解决都市人群“保暖与时尚难以兼顾”的痛点，设计端融合前沿时装设计、多元廓形与趋势色彩，契合消费审美升级需求；技术端依托高蓬松鹅绒与分区充绒技术实现轻暖有型，精准覆盖都市时尚客群，拓宽品牌大众消费边界。

图表 1：“大师泡芙”系列产品亮相巴黎时装周



资料来源：波司登集团微信公众号，中金公司研究部

图表 2：波司登极寒系列助力中国南北极考察



资料来源：波司登集团微信公众号，中金公司研究部

AREAL 高端商务系列助力品牌势能提升。AREAL 高端商务系列由英国设计师、前奢侈品创意总监 Kim Jones 打造，将国际奢侈品的设计语言与波司登多年来的专业服饰工艺深度结合，主要面向商务精英客群。AREAL 系列第一季秋冬产品于 2025 年 10 月推出，均价超 2600 元；销售情况来看，多款产品在短时间售罄，综合售罄率超 95%，获得时尚界和消费者高度好评。2026 年 3 月底，公司于中国香港发布新一季 AREAL 系列春夏产品，从羽绒拓展至完整的多品类系列，产品设计进一步强化功能美学理念，通过重塑廓形使轻薄羽、夹克、长裤、衬衫等服饰更轻盈流畅，且强调以叠穿作为穿搭核心以满足消费者在都市生活中不同场景下的需求。渠道布局来看，一方面，AREAL 成功入驻巴黎老佛爷百货奥斯曼旗舰店，成为首

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

个受邀开设快闪店的中国羽绒服品牌；同时在国内，当前 AREAL 系列产品在高线城市销售，我们认为该系列产品的推出有望巩固波司登品牌在高线城市、高层级消费者心中的中高端品牌形象。

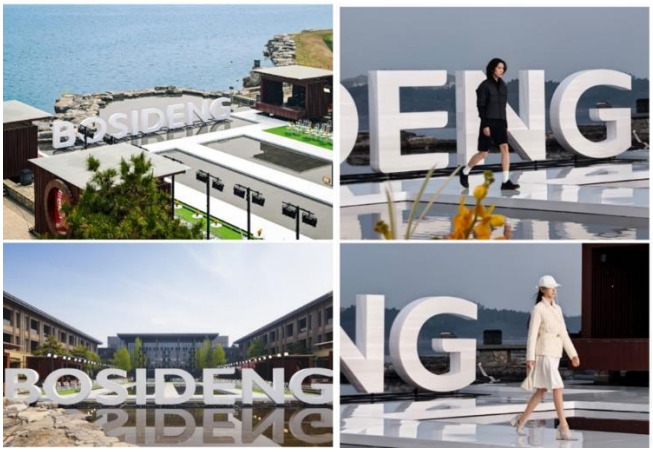
图表 3：AREAL2026 年春夏系列产品



资料来源：AREAL 天猫官方旗舰店，中金公司研究部

多维品牌营销全域推进，强化国货品牌价值认同。公司品牌建设持续加码，先后亮相北京国际电影节与世界品牌莫干山大会。“多面登场”开幕大秀融合影视镜头语言与时装设计美学，依托文化场景赋能品牌调性升级；“向上之境”巅峰风尚大秀汇聚国际设计视野、东方文化意蕴与功能科技属性，传递高端时尚价值主张。产品端，Vertex 机能户外、巴黎大师泡芙、轻薄羽绒、风衣羽绒服等核心品类亮相，覆盖硬核户外至都市日常多元消费场景，构建全场景“温暖生态”产品矩阵，持续夯实国货产品力认知。我们认为集团多维度的品牌营销将驱动品牌势能与国际影响力长期上行，激发国民国货消费自信。

图表 4：波司登“多面登场”光影风尚开幕大秀



资料来源：波司登集团微信公众号，中金公司研究部

图表 5：向上之境·波司登巅峰风尚大秀



资料来源：波司登集团微信公众号，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

全渠道精细化运营、效率领先。线下坚持 Top 店和优质点位策略，聚焦核心商圈及地标门店，如北京三里屯、上海南京东路等登峰店，并通过开大店、关小店提升店效；线上则推进多平台、多账号矩阵运营，抖音等内容电商渠道表现突出。同时，公司近年来在线上线下各层级渠道强化精细化运营，推出线上专供款以匹配年轻客群的性价比和产品设计需求，同时在线下将产品定价与所在城市、商圈进行精细化匹配。我们认为公司精细化的渠道运营能够满足各层级市场的差异化需求，提升单店运营效率。

图表 6：波司登上海南京东路登峰旗舰店



资料来源：波司登集团官网，中金公司研究部

图表 7：波司登在抖音平台打造多账号矩阵运营



资料来源：抖音 APP，中金公司研究部

供应链快反优势领先，库存水平维持健康。基于羽绒服品类的单旺季特殊性，公司通过拉式补货机制降低前期备货压力，首单订货比例控制在 40%以下，旺季补货周期约 7-14 天，从而在 Top 款需求放量时及时补货、对滞销款减少生产，存货周转天数维持在 120-140 天左右的健康区间。

管理层专注主业，管理体系权责分明。以高德康主席为核心的管理团队长期深耕羽绒服主赛道，对品牌定位和经营节奏保持稳定把控，是公司持续增长的重要支撑。同时，集团通过权责清晰的管理体系提升组织协同，在调动员工主动性的同时，保障战略方向能够完整高效地落地执行。

FY2027 有望保持健康增长趋势，高股息具备吸引力

展望 FY27，我们预计集团收入有望实现中高单位数增长，同时预计有望延续净利润增速快于收入增速的趋势。我们预计波司登主品牌有望延续中单位数的增长趋势。产品方面，在延续 FY26 核心产品系列的基础上，预计 FY27 极寒、泡芙、高端商务、高端户外四大产品系列将继续驱动品牌羽绒服收入增长。此外，我们认为随着 AREAL 系列春夏新品的亮相且受到渠道的高度认可，预计集团也会在新的产品品类上寻找更多突破。

人在草木间

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

渠道方面，我们预计集团坚持优化门店质量，“开大店、关小店”策略下店效有望持续提升；同时，集团集中于山东、河南、安徽、云南等目前门店渗透率较低的省份，有望持续提升行业市占率。

我们也预计雪中飞在 FY27 有望延续双位数的增长趋势。我们认为随着雪中飞在品牌用户认知、渠道资源整合、品类价值创新等多个方面的持续进步，其有望在性价比羽绒服市场依靠差异化的定位，持续获得高增长，成为推动集团羽绒服业务增长的另一重要驱动。

同时我们认为 OEM 业务有望在 FY27 恢复双位数的增长。FY26 由于基数以及部分海外客户订单转移的问题，OEM 业务收入同比下降 8.3%。但我们认为在 FY27 随着基数影响的消退、部分客户的订单回流以及公司持续的客户拓展，该业务有望恢复较快的增长势头。

整体看，我们预计公司 FY27 收入有望延续中高单位数增长的势头，同时在核心产品占比持续提升以及集团的高效运营下，我们认为集团利润率有望持续保持提升态势。

同时，波司登持续保持高水平的派息比例。FY26 派息比例超过 80%（连续 5 年保持 80%以上），对应 FY27 股息率 9.6%，目前的股息率已具备吸引力。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 8：财务及运营重点数据

（人民币 百万元）	FY24	FY25	FY26	1HFY24	2HFY24	1HFY25	2HFY25	1HFY26	2HFY26
收入	23,214	25,902	25,903	7,472	15,742	8,804	17,098	8,928	16,975
同比增速	38%	12%	0%	21%	49%	18%	9%	1.4%	-1%
毛利	13,834	14,840	14,841	3,733	10,100	4,391	10,449	4,467	10,374
毛利率	60%	57%	57%	50%	64%	50%	61%	50%	61%
经营利润	4,398	4,967	4,968	1,231	3,167	1,472	3,495	1,517	3,451
经营利润率	19%	19%	19%	16%	20%	17%	20%	17%	20%
净利润	3,074	3,514	3,515	919	2,155	1,130	2,384	1,189	2,326
同比增速	44%	14%	0%	25%	53%	23%	11%	5.3%	-2%
净利润率	13%	14%	14%	12%	14%	13%	14%	13%	14%
存货周转天数	115	118	119	160	115	189	136	178	115
负债比率	46.4%	37.9%	37.5%	48.6%	46.4%	50.4%	37.9%	43.0%	37.5%
净资产收益率	23.4%	22.9%	22.7%	7.5%	16.7%	8.4%	15.8%	7.2%	13.6%
按业务划分：									
收入金额									
品牌羽绒服业务	19,521	21,668	21,669	4,940	14,582	6,063	15,606	6,568	15,101
OEM	2,670	3,373	3,373	2,043	627	2,316	1,057	2,044	1,329
女装	820	651	651	393	427	308	343	251	400
多元化服装业务	203	209	210	96	107	117	92	64	146
同比增速									
品牌羽绒服业务	44%	11%	0%	28%	50%	23%	7%	8.3%	-3%
OEM	16%	26%	0%	8%	57%	13%	69%	-12%	26%
女装	17%	-21%	0%	15%	18%	-22%	-20%	-19%	17%
多元化服装业务	0%	3%	0%	10%	-7%	21%	-14%	-45%	59%
羽绒服业务按品牌划分：									
收入金额									
波司登	16,785	18,481	18,481	4,421	12,364	5,280	13,201	5,719	12,762
雪中飞	2,019	2,206	2,206	265	1,754	390	1,815	378	1,828
冰洁	145	127	127	13	133	21	106	15	111
其他	573	855	855	241	332	372	483	456	399
合计	**19,521**	**21,668**	**21,668**	**4,940**	**14,582**	**6,063**	**15,606**	**6,568**	**15,100**
同比增速									
波司登	43%	10%	0%	26%	50%	19%	7%	8%	-3%
雪中飞	65%	9%	0%	52%	67%	47%	4%	-3%	1%
冰洁	16%	-13%	0%	-65%	49%	62%	-20%	-26%	5%
其他	23%	49%	0%	94%	-3%	55%	46%	23%	-18%
毛利率									
波司登	70%	69%	69%	65%	71%	66%	70%	64.8%	71%
雪中飞	46%	43%	43%	44%	46%	50%	41%	48%	42%
冰洁	39%	24%	24%	27%	40%	19%	25%	-63%	36%
按品牌划分：									
门店数									
波司登	2,997	3,207	3,208	3,037	2,997	2,873	3,207	3,140	3,208
雪中飞	220	263	264	276	220	315	263	389	264
冰洁	0	0	1	0	0	0	0	29	1
合计	**3,217**	**3,470**	**3,473**	**3,313**	**3,217**	**3,188**	**3,470**	**3,558**	**3,473**
线上收入									
按业务划分：									
全品牌	6,932	7,575	7,575	1,133	5,798	1,396	6,180	1,426	6,149
品牌羽绒服	6,836	7,478	7,478	1,088	5,748	1,351	6,128	1,383	6,095
女装	95	97	97	45	50	45	52	43	54
同比增速									
全品牌	41%	9%	0%	24%	44%	23%	7%	2%	0%
品牌羽绒服	41%	9%	0%	25%	45%	24%	7%	2%	-1%
女装	7%	2%	0%	6%	8%	1%	3%	-5%	4%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 9：FY26 业绩回顾

（人民币 百万元）	FY25A	FY26E	FY26A	YoY	vs CICC estimate	FY27E	YoY
收入	25,902	27,018	27,350	5.6%	1.2%	29,131	6.5%
毛利	14,840	15,617	15,651	5.5%	0.2%	16,766	7.1%
营业利润	4,967	5,259	5,294	6.6%	0.7%	5,891	11.3%
净利润	3,514	3,708	3,994	13.7%	7.7%	4,293	7.5%
全面摊薄每股收益（元）	**0.30**	**0.32**	**0.34**	**13.7%**	**7.7%**	**0.37**	**7.5%**
毛利率	57.3%	57.8%	57.2%	-0.1ppt	-0.6ppt	57.6%	0.3ppt
营业利润率	19.2%	19.5%	19.4%	0.2ppt	-0.1ppt	20.2%	0.9ppt
净利润率	13.6%	13.7%	14.6%	1ppt	0.9ppt	14.7%	0.1ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

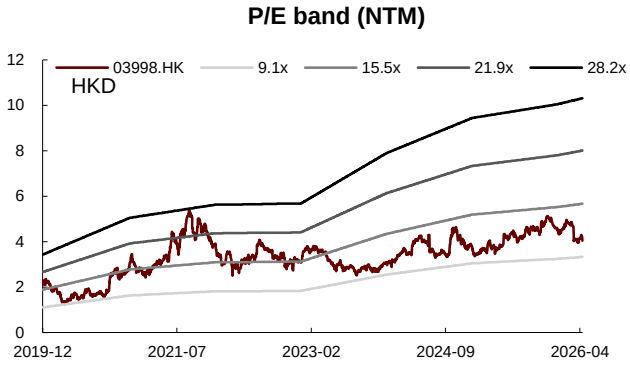
图表 10：历史业绩拆分

损益表（人民币 百万元）	1HFY25	2HFY25	FY25	1HFY26	2HFY26	FY26	1HFY25+/-	2HFY25+/-	FY25+/-	1HFY26+/-	2HFY26+/-	FY26+/-
营业收入	**8,804**	**17,098**	**25,902**	**8,928**	**18,422**	**27,350**	**17.8%**	**8.6%**	**11.6%**	**1.4%**	**7.7%**	**5.6%**
营业成本	(4,413)	(6,649)	(11,062)	(4,461)	(7,238)	(11,699)	18.0%	17.8%	17.9%	1.1%	8.9%	5.8%
毛利	**4,391**	**10,449**	**14,840**	**4,467**	**11,184**	**15,651**	**17.6%**	**3.5%**	**7.3%**	**1.7%**	**7.0%**	**5.5%**
其他收入	196	296	492	239	314	552	77.7%	179.9%	127.7%	21.7%	5.9%	12.2%
销售费用	(2,275)	(6,249)	(8,524)	(2,458)	(6,477)	(8,934)	12.1%	3.7%	5.8%	8.0%	3.6%	4.8%
管理费用	(769)	(884)	(1,652)	(645)	(1,140)	(1,785)	32.0%	-4.5%	9.6%	-16.1%	29.0%	8.0%
商誉及无形资产减值亏损	(70)	(101)	(171)	(81)	(67)	(148)	-	-	-	-	-	-
其他开支	(2)	(16)	(18)	(5)	(36)	(41)	-	-	-	-	-	-
营业利润	**1,472**	**3,495**	**4,967**	**1,517**	**3,778**	**5,294**	**19.6%**	**10.4%**	**12.9%**	**3.1%**	**8.1%**	**6.6%**
财务收入	197	174	371	281	198	479	10.8%	-11.3%	-0.8%	42.4%	13.6%	28.9%
财务费用	(105)	(62)	(167)	(71)	(37)	(108)	9.3%	-48.6%	-22.8%	-32.5%	-40.1%	-35.3%
应占联营公司及合营企业亏损	(5)	(17)	(22)	(47)	15	(32)	-	-	-	-	-	-
除税前溢利	1,558	3,591	5,149	1,680	3,953	5,633	19.8%	10.8%	13.4%	7.8%	10.1%	9.4%
减：所得税	(416)	(1,180)	(1,596)	(479)	(1,107)	(1,586)	8.3%	13.8%	12.3%	15.0%	-6.2%	-0.6%
有效税率	26.7%	32.9%	31.0%	28.5%	28.0%	28.2%	-	-	-	-	-	-
净利润	1,142	2,411	3,553	1,201	2,846	4,047	24.7%	9.4%	13.9%	5.2%	18.1%	13.9%
少数股东损益	12	26	39	12	41	53	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	**1,130**	**2,384**	**3,514**	**1,189**	**2,805**	**3,994**	**23.0%**	**10.6%**	**14.3%**	**5.3%**	**17.6%**	**13.7%**
盈利指标	**1HFY25**	**2HFY25**	**FY25**	**1HFY26**	**2HFY26**	**FY26**	**1HFY25+/-**	**2HFY25+/-**	**FY25+/-**	**1HFY26+/-**	**2HFY26+/-**	**FY26+/-**
毛利率	49.9%	61.1%	57.3%	50.0%	60.7%	57.2%	-0.1ppt	-3ppt	-2.3ppt	0.2ppt	-0.4ppt	-0.1ppt
销售费用率	25.8%	36.5%	32.9%	27.5%	35.2%	32.7%	-1.3ppt	-1.7ppt	-1.8ppt	1.7ppt	-1.4ppt	-0.2ppt
管理费用率	8.7%	5.2%	6.4%	7.2%	6.2%	6.5%	0.9ppt	-0.7ppt	-0.1ppt	-1.5ppt	1ppt	0.1ppt
营业利润率	16.7%	20.4%	19.2%	17.0%	20.5%	19.4%	0.2ppt	0.3ppt	0.2ppt	0.3ppt	0.1ppt	0.2ppt
净利润率	12.8%	13.9%	13.6%	13.3%	15.2%	14.6%	0.5ppt	0.3ppt	0.3ppt	0.5ppt	1.3ppt	1ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

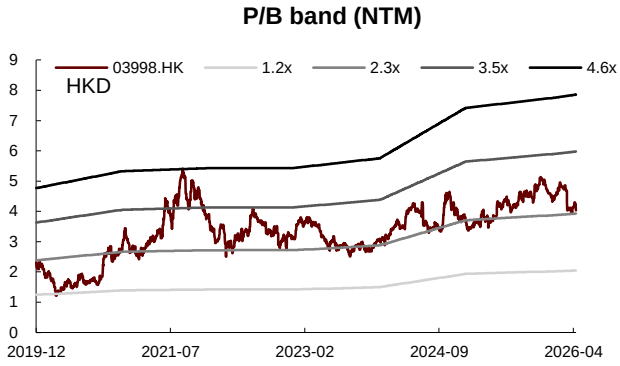
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 11：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 12：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 13：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	收盘价	财报货币	营业收入（财报货币 百万）			净利润（财报货币 百万）			市盈率		
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
运动户外													
02020.HK	安踏体育*	HKD	68.90	CNY	80,219	89,265	96,856	13,588	13,953	15,060	13.0	11.9	10.8
02331.HK	李宁*	HKD	15.09	CNY	29,598	31,887	34,154	2,936	3,088	3,374	12.2	10.9	9.8
01368.HK	特步国际*	HKD	3.83	CNY	14,151	14,654	15,428	1,372	1,274	1,404	7.2	7.3	6.5
01361.HK	361 度*	HKD	4.06	CNY	11,146	12,166	13,228	1,309	1,485	1,635	5.9	4.9	4.3
06110.HK	滔搏*	HKD	2.05	CNY	25,740(a)	25,115(a)	25,107(a)	1,267(a)	1,269(a)	1,307(a)	8.7(a)	8.5(a)	8.5(a)
AS.US	亚玛芬体育*	USD	35.10	USD	6,566	8,008	9,371	427	637	847	46.2	32.3	24.3
NKE.US	耐克*	USD	41.82	USD	46,257(a)	46,532(a)	47,328(a)	2,141(a)	2,500(a)	2,679(a)	28.9(a)	24.8(a)	23.1(a)
ADS.GR	阿迪达斯公司*	EUR	174.10	EUR	24,811	26,397	28,440	1,340	1,628	1,961	23.2	18.7	15.3
LULU.US	露露乐蒙*	USD	113.09	USD	11,103(a)	11,004(a)	11,360(a)	1,579(a)	1,249(a)	1,293(a)	8.1(a)	10.3(a)	9.9(a)
603908.SH	牧高笛*	CNY	17.62	CNY	1,984	2,293	2,642	158	165	190	7.5	7.1	6.2
002832.SZ	比音勒芬*	CNY	21.05	CNY	4,314	5,020	5,684	551	699	898	21.8	17.2	13.4
300005.SZ	探路者*	CNY	22.77	CNY	1,381	1,952	2,220	79	131	161	254.7	153.8	124.8
羽绒服													
03998.HK	波司登*	HKD	3.63	CNY	27,350(a)	29,131(a)	30,945(a)	3,994(a)	4,293(a)	4,603(a)	9.2(a)	8.4(a)	8.1(a)
纺织													
02313.HK	申洲国际*	HKD	40.16	CNY	30,994	32,631	34,551	5,825	6,149	6,592	9.5	8.5	7.7
00551.HK	裕元集团*	HKD	12.81	USD	8,031	7,874	8,053	381	308	340	7.0	8.6	7.8
300979.SZ	华利集团*	CNY	30.48	CNY	24,980	24,972	27,007	3,207	3,008	3,587	11.1	11.8	9.9
000726.SZ	鲁泰 A*	CNY	5.69	CNY	5,904	6,093	6,276	594	467	504	7.8	10.0	9.2
002687.SZ	乔治白*	CNY	4.56	CNY	1,941	2,238	2,581	266	350	405	8.7	6.6	5.7
002003.SZ	伟星股份*	CNY	8.43	CNY	4,800	5,320	5,862	645	700	800	15.5	14.3	12.5
300918.SZ	南山智尚*	CNY	11.17	CNY	1,793	2,241	2,618	128	160	201	44.1	35.4	28.1
603558.SH	健盛集团*	CNY	11.23	CNY	2,589	2,771	2,939	405	405	442	9.5	9.5	8.7
601339.SH	百隆东方*	CNY	7.13	CNY	7,861	9,206	9,740	656	1,024	1,108	16.3	10.4	9.6
休闲													
002563.SZ	森马服饰*	CNY	5.15	CNY	15,090	16,061	16,954	892	1,043	1,146	15.5	13.3	12.1
603877.SH	太平鸟*	CNY	12.40	CNY	6,334	6,389	6,725	174	279	402	33.5	20.9	14.5
603808.SH	歌力思*	CNY	8.05	CNY	2,857	3,003	3,138	165	222	263	17.8	13.2	11.1
603518.SH	锦泓集团*	CNY	7.33	CNY	4,202	4,489	4,773	226	296	339	11.2	8.5	7.5
03306.HK	江南布衣*	HKD	17.15	CNY	5,548	6,014	6,420	893	988	1,069	9.4	8.0	7.2
男装													
600398.SH	海澜之家*	CNY	5.45	CNY	21,626	23,179	24,809	2,166	2,281	2,434	12.1	11.5	10.8
601566.SH	九牧王*	CNY	8.22	CNY	2,975	3,303	3,563	294	303	331	16.0	15.6	14.3
002154.SZ	报喜鸟*	CNY	3.82	CNY	5,169	5,531	5,880	342	404	441	16.3	13.8	12.7
家纺													
002293.SZ	罗莱生活*	CNY	9.90	CNY	4,839	5,141	5,393	520	598	663	15.9	13.8	12.5
002327.SZ	富安娜*	CNY	6.17	CNY	2,585	2,934	3,228	336	400	440	15.4	12.9	11.8
内衣													
02111.HK	超盈国际控股*	HKD	2.34	HKD	5,021	5,353	5,621	551	560	613	4.4	4.3	4.0
其他													
09896.HK	名创优品*	HKD	22.32	CNY	21,444	25,683	29,823	1,205	2,274	2,590	21.0	10.5	9.0
MNSO.US	名创优品*	USD	11.35	CNY	21,444	25,683	29,823	2,898	3,146	3,468	8.6	7.5	6.7
01086.HK	好孩子国际*	HKD	0.81	HKD	8,659	9,177	9,737	219	447	505	6.4	3.0	2.7
301078.SZ	孩子王*	CNY	7.07	CNY	10,273	11,519	12,326	298	421	514	30.0	21.2	17.4

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
A 股收盘于北京时间 2026-06-25；港股收盘于北京时间 2026-06-25；美股收盘于北京时间 2026-06-24
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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中金公司的客户、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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：金灿

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。