雅戈尔 20260831

雅戈尔 2026H1 研报：投资分红与多品牌驱动增长，地产加速去化

摘要

- 地产业务加速收缩，2026H1 营收 13.4 亿（-6%），明湖一秋苑项目预计年内完成结转，为全年利润提供保障，但 23 亿存量货值（含大量车位）去化难度加大。
- 投资板块贡献核心增量，2026H1 净利 18.2 亿（+30.6%），通过增持中信股份等高股息标的，目标在 2027 年将年度分红收益恢复至 5-6 亿元水平。
- 主品牌雅戈尔承压，2026H1 营收 24 亿（-3.8%），团购业务（-24.5%）及街边店下滑是主因；产品端衬衫西服缩水 1.8 亿，羽绒服、T 恤等新品类增速超 10%。
- 多品牌矩阵表现亮眼，2026H1 营收 8.5 亿（+5.9%），UND 增幅超 50%并贡献利润，HellyHansen 营收翻倍，Bonpoint 实现大幅减亏并争取全年盈利。
- 财务费用受大额存单到期影响呈 3 年周期性波动，2026H1 利息收入增加致财务费用同比减少 2.2 亿；公司整体负债率约 30%，有息负债率低于 30%，财务稳健。
- 分红策略维持高位，2026H1 派息 0.2 元/股（vs 去年 0.16 元），派息能力由时尚板块现金流（约 10 亿）及投资分红（约 11 亿）共同支撑。
- 渠道战略向购物中心与奥莱转移，商务会馆作为品牌高地已开 20 家，虽折旧摊销高，但旨在通过行商制度改革提升会员复购与品牌溢价。

Q&A

请介绍一下公司 2026 年上半年的整体业绩以及各业务板块（地产、投资、时尚）的具体表现？

2026 年上半年，公司营业收入实现小幅增长，主要得益于时尚板块的业绩恢复；净利润实现两位数增长，主要由投资板块驱动。 地产板块方面，目前全部为现房销售。上半年结转营收 13.4 亿元，同比下降 6.0%；实现净利润 6,538 万元，同比下降 25.2%。其中，明湖一秋苑项目贡献了 9.3 亿元的营收。截至 2025 年

末，可售货值约 25 亿元，但 2026 年上半年仅预售 2.9 亿元，去化难度在加大。期末已计提约 4,800 万元的存货跌价准备。 投资业务方面，上半年实现净利润 18.2 亿元，同比增长 4.3 亿元，增幅为 30.6%。分红收益为 2.3 亿元，与去年同期基本持平。上半年增持了中信股份 1.15 亿股，作为高股息标的配置。以长期股权投资计量的宁波银行和盛泰集团，其权益法投资收益分别增加了约 1.8 亿元和 1,500 万元。此外，由于收到大额利息收入，财务费用同比减少了 2.2 亿元。时尚板块方面，品牌服装业务营收为 32.5 亿元，同比下降 1.5%。其中，主品牌雅戈尔营收 24 亿元，同比下降 3.8%；多品牌业务合计贡献营收 8.5 亿元，同比增长 5.9%，销售占比提升至 26.2%。尽管主品牌营收下滑，但多品牌的增长部分弥补了缺口，且毛利率有所修复，使得品牌服装板块整体毛利转为正增长。 费用方面，主要增项为门店装修费用，与“三馆建设”（商务会馆、商务馆、雅公馆）战略相关，旨在通过标杆店的调改提升同店业绩。折旧摊销总额虽略有下降，但预计未来将持续处于高位。 现金流方面，2026 年上半年经营性现金净流入 5.99 亿元，主要由服装板块贡献，为公司的分红提供了有力支撑。分红节奏有所变化，2026 年半年度合计分红每股 0.2 元，高于去年同期的每股 0.16 元。

2026 年上半年公司主品牌雅戈尔的业务承压，其在渠道端和产品端的具体表现如何？

主品牌雅戈尔上半年营收同比下降 3.8%，减少了约 9,500 万元。从渠道端来看，公司持续执行大店战略，主品牌自营店铺数量净减少 19 家，但营业面积较年初增加了 0.35 万平方米。渠道结构上，从传统百货商场向购物中心和奥莱渠道转移的策略取得成效，这部分渠道实现了同比小个位数增长。然而，街边店业务出现两位数降幅，其中商务会馆的增量未能完全弥补其他街边店近 6,000 万元的下滑缺口，导致线下零售整体下降 1%左右。此外，团购业务是影响最大的渠道，同比下降 24.5%，占整体下降金额的一半左右。电商业务在第二季度表现不佳，出现两位数下降，导致半年度整体也呈现小个位数下滑。 从产品端来看，核心品类衬衫和西服的销售收入减少了 1.8 亿元，未能止跌。不过，在稳定核心品类的同时，扩充新品类的战略取得了一定成效，其他品类销售额合计增加了 0.8 亿元。目前，衬衫、西服和裤子三大传统品类销售占比约为 55%，而羽绒服、夹克和 T 恤的销售占比已提升至三分之一，且上半年增速达到两位数以上。

请介绍一下公司旗下各多品牌矩阵在 2026 年上半年的经营业绩和渠道发展情况？

2026 年上半年，多品牌业务合计贡献营收 8.5 亿元，同比增长 5.9%。 UND 品牌延续了快速增长势头，增幅超过 50%，线上增速快于线下。渠道数量较年初净增加 3 家，同店同比增长在 15%以上。该品牌在 2025 年全年实现盈利，2026 年上半年也已开始贡献利润。 MAYOR 品牌增幅超过 20%，实现了止跌回升。 宝姿品牌在中国市场的营收实现了中个位数上涨，但受国际市场影响，整体营收为个位数下跌。渠道数量没有变化。盈利能力大幅改善，2026 年上半年在报表口径和管理口径上均已实现盈利，按管理口径计算的盈利水平与 2025 年全年相当，而

去年同期因收购对价分摊亏损 650 万元。 Helly Hansen 品牌尚未并表，其上半年营收同比实现翻倍增长。渠道数量从年初的 90 家扩展到 101 家。自营、经销和线上三个渠道均保持快速增长，线上增速快于线下。线下门店同店同比增长约 15%以上，经销店增速更快。随着规模效应释放，净利润增速显著快于营收增速。权益法确认的净利润从去年同期的 1,460 万元增长至今年的 5,423 万元。

对于 2026 年下半年投资板块的利润增长趋势有何展望？

投资板块下半年的业绩趋势相对清晰。从权益法核算的部分来看，主要取决于宁波银行的表现，其全年的增速预计将保持相对匀速，三季报可以提供进一步的验证。从分红收益来看，由于 2025 年下半年公司持续减持中信股份，导致当时的中期分红有所减少。相比之下，预计 2026 年下半年的分红收益将稳中有增。综合判断，2026 年全年投资板块对公司整体利润的贡献，无论从增速还是权重来看，都可能在现有趋势上进一步增加。

在投资配置方面，除了将高股息作为核心考量外，未来在选择标的时还会考虑哪些其他维度？

在投资配置上，高股息是一个核心考量。未来在选择标的时，还会考量其他维度。

雅戈尔公司当前的投资策略主要涵盖哪几个方向？未来在品牌并购、分红收益及新兴产业投资方面有何具体规划？

公司的投资策略主要围绕三个方向展开，且这一策略保持稳定。 首先是品牌并购，这是最重要的方向之一，但合适的标的可遇不可求。尽管过去一两年持续在关注和跟进，但目前尚未有成功落地的项目。从上海时尚板块的未来规划来看，仍存在增加一到两个品牌的空间，不过这需要标的、价格等多方面因素契合，因此没有明确的时间表。 其次是获取稳健的分红收益。前两年，公司每年的分红收益稳定在 5 至 6 亿元的水平。2025 年的分红收益为 3.3 亿元，预计 2026 年也难以完全恢复到历史高位。但从未来几年的规划看，目标是重新回到每年 5 至 6 亿元的稳定分红收益水平。这部分收益不仅体现在投资收益上，更是公司现金分红的重要支撑和来源。 最后是面向未来的新兴产业投资与探索。这部分属于更长远的布局，公司会采取相对谨慎的态度，在投资金额和项目选择上不会有特别快速或大额的动作，但会逐步进行布局。

2026 年上半年公司利息收入大幅增加，财务费用相应下降，这是否与结算周期有关？未来一至两年，利息收入的趋势将如何演变？

利息收入的波动确实是周期性影响所致。公司采取较为谨慎的会计政策，对于大额存单的利息并非分期确认，而是在到期后一次性确认。因此，公司的财务报表呈现出以三年为周期的规律：其中一年，利息收入会大幅增加，导致当期财务费用大幅减少；第二年，由于没有大额利息收入，财务费用会同比大幅增加；第三

年，财务费用则会恢复到一个相对平衡的状态。这种周期性波动主要受单笔大额存单到期确认的影响。

在地产业务逐步收缩的背景下，公司目前主要存量项目的开发和去化进展如何？对 2026 年及未来的盈利贡献有何预期？

目前公司所有地产项目均处于待售阶段。其中，已完全预售的明湖逸秋苑项目，剩余的 8.3 亿元余额预计绝大部分将在 2026 年完成结转交付，为今年的利润提供了较强的保障。除非有少量延迟到明年，但主体部分会在今年完成。因此，2026 年的利润端不必过分担忧。 当前更大的不确定性来自存量未售项目的减值风险。尤其是宁波杭州湾的绿城雅苑和珠海金湾这两个项目，构成了减值的主要部分。杭州湾项目的成本已低于剔除土地成本后的纯建安成本，但市场交易停滞，缺乏可比价格，需要委托专业评估机构采用复杂的评估模型在年底进行测算，才能确定是否还有减值空间。不过，地产业务的利润对公司整体估值和现金流影响有限，即使 2027 年或之后产生负面影响，对公司的实质经营影响不大。 截至年初，公司总货值为 25 亿元，扣除今年已预售的 2.9 亿元，还剩约 23 亿元。其中，杭州湾和珠海金湾项目占比超过一半。对于剩余的非核心项目，住宅部分团队有信心在 2026 至 2027 年间基本消化完毕，实现现金流平衡。但车位的去化将非常困难，因为早期规划的车位配比较高，加之投资需求减弱，导致剩余十几亿货值的车位去化前景不乐观。

雅戈尔主品牌上半年业绩承压，从七八月的短期趋势来看，下半年的销售表现有何展望？

从近期的销售数据看，7 月份整体销售额转正，实现微增；但 8 月份销售额再度下滑。综合七八两个月，销售额合计下降约 3 个百分点。 分渠道来看，线下零售业务展现出一定的韧性，七八月份单独核算基本持平。若从业态结构分析，购物中心和奥特莱斯渠道的增长能够弥补传统商场渠道的下滑，七八月份这两个渠道合计实现了约 3%的增长。业绩的主要拖累来自团购业务和电商业务，其中电商在 8 月份出现了高个位数的下降。 展望未来，9 月份线下零售能否持续企稳是关键观察点。从利润端看，第三季度是传统淡季，收入通常难以覆盖刚性费用，主品牌预计将出现亏损，这会侵蚀上半年的利润。因此，全年的业绩压力将集中在第四季度。考虑到 2025 年第四季度的营收基数不低，今年四季度要实现增长以弥补上半年的缺口，压力巨大。客观来看，下半年收入能实现持平已是相对可行的目标，但主品牌全年营收要实现打平难度较大，因为上半年存在 9,000 多万元的缺口。 一个积极的方面是，今年的营业成本有所优化。由于 2025 年供应链存在一些特殊问题，2026 年公司整体产能利用率提高，单位营业成本得到改善。这使得毛利端的表现相对稳定，能在一定程度上减缓营收下滑对利润的影响。

从品类维度看，传统衬衫和西服品类面临压力，而户外和轻便外套等品类增长较好，公司如何应对这一趋势？此外，2026 年原材料成本上涨对公司的具体影响如何？

关于原材料成本上涨问题，经过内部多个部门的核实，其对公司的影响相对有限。从最终数据来看，整体生产成本（包括人工和原材料）并未出现明显影响。具体而言，涨价幅度较大的原材料品类，在公司的成本构成中占比较小，因此从直观感受和数据反馈两个层面，成本上涨的影响都不显著。 关于品类结构调整，公司已注意到衬衫和西服品类的下滑趋势，这一下降趋势可能难以逆转。对此，公司的策略主要有两个方面：一方面，对衬衫西服品类本身进行创新挖掘，开发一些风格不那么商务、更具设计感的款式，拓展其应用场景。另一方面，认识到这一存量市场终将存在，公司致力于稳固并提升在该市场的份额，采取“胜者为王”的策略。稳住衬衫西服这一基本盘，其重要性甚至高于弥补某些渠道的缺口。目前，这一品类的下滑势头尚未被完全遏制，公司正积极设法“踩住刹车”。

公司增加对分红股票的投资是否有预期的总金额，以及此举是否会影响未来的派息情况？

投资分红股票的目标是希望全年的分红收益能回到过往 5 至 6 亿元的水平。未来的派息情况取决于当年的现金利润，而非单纯的报表利润。以 2025 年为例，公司全年分红 20 亿元，其中时尚板块贡献了约 10 亿元的现金净流入，另外 10 亿元主要来自投资收益的现金流。具体来看，宁波银行 2025 年两次分红合计每股 1.2 元，为公司带来约 8 亿元的现金流；中信股份则贡献了约 3.3 亿元。这两项合计带来了约 11 亿元的分红现金流，加上时尚板块的流入，总计约 21 亿元。扣除财务费用等影响后，2025 年 20 亿元的分红按当年的现金流来看略有超出。因此，未来派息能力需要基于各板块实际的现金流入情况来判断，以此支撑能否维持上一年度的分红水平。

公司对未来的整体负债比率有何计划？

目前公司的负债率情况较为良好，整体负债率约为 30%多，有息负债率不到 30%。未来计划主要是在此基础上进行一些结构性调整。例如，2026 年上半年，公司的长期借款和短期借款之间已进行了一些结构性变动，但没有特别大的总体变化。

公司对中信股份的持仓有买有卖，请问是否有最终的持有总金额目标？

目前没有设定一个长远的持有总金额目标。2025 年减持境外持有的中信股份属于被动操作，由于股价上涨，并未全额减持。2026 年的卖出主要是处理剩余的境外持股，同时在境内进行换仓买回。此外，基于对股息率的测算，在 2026 年上半年股价相对合适时也进行了一定增持。此举的初衷是寻找类似中信股份股息替代标的，当其自身股息率具备吸引力时，增持便符合投资逻辑。核

人在草木间

是使公司的整体分红收益能够回到历史水平，预计 2027 年可以实现这一目标。

公司旗下多品牌业务（UND、Helly Hansen、Bonpoint）2026 年上半年的高速增长趋势能否持续，以及这些业务目前的盈利状况和发展阶段是怎样的？

UND 预计全年能保持上半年的增长速度，利润方面，上半年实现约 2000 万元，预计全年可达 4,000 万元左右。Helly Hansen 上半年增速超过 90%，考虑到其产品结构的淡旺季差异明显，秋冬季是发力期，预计全年维持高速增长没有问题；但在利润方面，由于品牌需要投入以充实产品线和拓展渠道，下半年的利润率可能不会像上半年那么高。Bonpoint（小樱桃）方面，受第二季度下滑影响，全年收入要与 2025 年的 10 亿元持平有一定挑战，但预计能达到 9 亿多元；利润端改善会比较明显，2025 年会计口径亏损 6,000 多万元，预计 2026 年将实现大幅减亏，并争取盈利。

公司旗下几个核心多品牌（UND、Helly Hansen、Bonpoint）在会员、渠道、供应链及后台管理方面是资源共享还是独立运营？

各品牌目前保持相对独立的管理模式。Helly Hansen 是合资品牌，由公司控盘，但聘请了独立的品牌负责人及其团队。UND 的赛道偏向潮牌，其团队完全由公司内部组建。Bonpoint 则是一个全球化品牌，收购后初期沿用了原有团队和区域事业部架构，自 2025 年下半年起开始进行调整。由于三个品牌的原有组织架构、供应链资源各不相同，进行大规模整合的难度较大。不过，在某些方面可以进行协同，例如品牌联名活动或部分供应链资源的分享，但总体上仍以独立运营为主。

从当前时点看，之前为这三个品牌制定的三到五年远期成长规划的推进进度和达成概率如何？另外，Bonpoint 的短期增长是否主要依赖中国市场？

当初收购 Bonpoint 的战略考量，一是作为公司国际化的第一步，二是将增长重点放在中国市场和护肤品条线。目前来看，中国市场的增长与预期相比存在一定压力。护肤品条线经过调整后，预计要到 2027 年才能真正发力并推出增量产品。对于各个品牌的三到五年规划而言，打造“第二增长曲线”至关重要，相关的新产品或业务预计将在 2027 年陆续推向市场，届时将是一个关键的验证节点。

这三个品牌分别处于高端户外、潮牌和中高端婴童等差异化赛道，目前在各自市场的竞争格局以及目标客群的消费行为偏好方面观察到哪些变化？

从各品牌运营团队反馈来看，确实感受到了市场压力。即使是在高景气度的赛道中，市场分化和内部竞争（内卷）现象也日趋严重。这既是压力也是动力，促使各品牌必须寻求突破，关键点在于打造“第二增长曲线”。预计在未来两到三年内，各品牌仍将从多个维度努力实现增长。

作为渠道升级的重要尝试，商务会馆目前的单店收入和会员运营效果如何？

公司规划开设 30 家商务会馆，目前已开出约 20 家，部分因未达标而被降级。从规划来看，商务会馆的单店年销售额目标是 2000 万元以上，但目前约有一半尚未达到此标准。原因多样，包括部分城市（如贵阳、昆明）消费能力有限、公司自身在产品与服务方面有提升空间，以及部分门店尚处于培育期等。上海南京东路店和宁波的两家店是运营较好的案例，已实现收支平衡。为提升终端业绩，公司内部正在试点推行体制和机制改革。 在功能上，商务会馆与街边店、购物中心渠道有明显区别。它不仅像街边店一样注重熟客生意和会员复购，其会员复购数据通常高于购物中心。更重要的是，自 2025 年推行行商制度改革以来，商务会馆已成为邀请客群、开展各类活动和建立链接的重要平台。这不仅对经营业绩有明显促进作用，也提升了品牌建设和无形价值。因此，尽管投入和折旧摊销较大，但不能完全用经济账来衡量，其在核心地段的品牌宣传作用等无形价值同样重要。

中报显示的存货额明显下降，可否按服装和地产业务进行拆分说明？

存货下降的一个比较明显的部分来自地产业务，主要是由于项目结算带来的影响。服装业务的存货也有所减少，这主要与期初相比，秋冬产品的备货节奏存在差异。此外，公司重资产的产业链模式在调节投产与销售平衡、实现库存管理方面具备一定优势。

公司目前在时尚产业投入、金融资产配置、债务管理和现金分红等多条主线上进行资金投入，未来在资金使用上是否有优先顺序？

公司的资金使用并非“非此即彼”的单选题，因为整体资金较为充裕，不像费用控制那样需要严格设定优先级。时尚产业的投入属于可遇而不可求的机会型投资，资金会为此储备，但具体使用时间取决于项目出现。相比之下，补充高股息标的投资在时间上具有一定的优先级，因为需要在 2026 年和 2027 年将分红收益恢复到原有水平。但这只是从时间紧迫性角度看的优先，并不意味着在总资金分配上会挤占其他用途。