

今日焦點:

► 波司登（3998 HK，股價5.02港元，市值580億港元）中期業績符合預期，營收展現韌性

1H26業績符合預期。波司登是中國最大羽絨服品牌，2026年中期營收同比增長1%至89億元人民幣，符合市場預期及公司先前指引。營收增速從1H25的18%及2H25的9%放緩至低單位數，反映女裝與代工業務持續承壓。但受益於毛利率提升及財務收入增長，淨利潤同比上升5%至12億元，淨利率達13.3%。毛利率同比微升0.1個百分點至50.0%，主要由於高毛利羽絨服業務表現穩健。公司宣派中期股息每股6.3港仙，派息比率為61%。

圖 1：1H26 業績回顧

	1H25		1H26				Results comments
	RMB mn	% of Rev	RMB mn	% of Rev	YoY chg		
Total revenues	8,804		8,928		1%		Down apparel+8%, ladieswear -19%, OEM -12%
Cost of sales	-4,413		-4,461		1.1%		
Gross profit	4,391	49.9%	4,467	50.0%	1.7%		Down apparel business with higher GPM outperformed
Other gains and losses	196		239		21.7%		
Selling and distribution costs	-2,275	-25.8%	-2,458	-27.5%	8.0%		
Administrative expenses	-769	-8.7%	-645	-7.2%	-16.1%		
Operating profit	1,472	16.7%	1,517	17.0%	3.1%		OPM+0.3ppts YoY
Profit before income tax	1,558		1,680		7.8%		
Income tax expense	-416		-479		15.0%		
Net profit	1,130	12.8%	1,189	13.3%	5.3%		NPM+0.5ppts due to higher financial income

資料來源：公司數據，新華滙富研究

主品牌波司登展現韌性。羽絨服分部收入同比增長8%至66億元，佔總收入74%。其中高端品牌波司登（+8%）表現穩健，大眾品牌雪中飛因去年高基數同比下跌3%。批發業務（+8%）增速超越零售業務（+6.6%），線上銷售表現優於線下。期內淨增88家羽絨服門店（3家直營+85家經銷商經營），總門店數達3,558家。在直營門店數量保持穩定的情況下，其零售營收依然實現增長，意味著同店銷售增速得到了提升。

女裝與代工業務持續面臨挑戰。女裝分部收入同比下滑19%至2.51億元，主要由於高端女裝市場競爭加劇，分部經營虧損擴大至7,200萬元。代工業務因關稅問題持續受拖累，收入同比下降12%至20億元。多元化服裝業務同比銳減45%。

我們觀點：儘管消費情緒疲弱，公司核心業務與盈利能力保持穩定。波司登將持續聚焦主業與核心品牌，提升營運效率並強化客戶體驗。近日華北與西北地區氣溫驟降，提前來臨的冷天氣可望支持其營收表現。該股2026財年預測市盈率為14倍，股息率為5.5%。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,945	0.1%	29.3%
中資企業指數	9,164	0.0%	25.7%
紅籌指數	4,215	0.0%	11.5%
滬深300指數	4,515	-0.0%	14.8%
上海A股	4,063	0.3%	-6.3%
上海B股	250	-0.5%	-6.3%
深圳A股	2,542	-0.1%	24.2%
深圳B股	1,289	-0.0%	6.3%

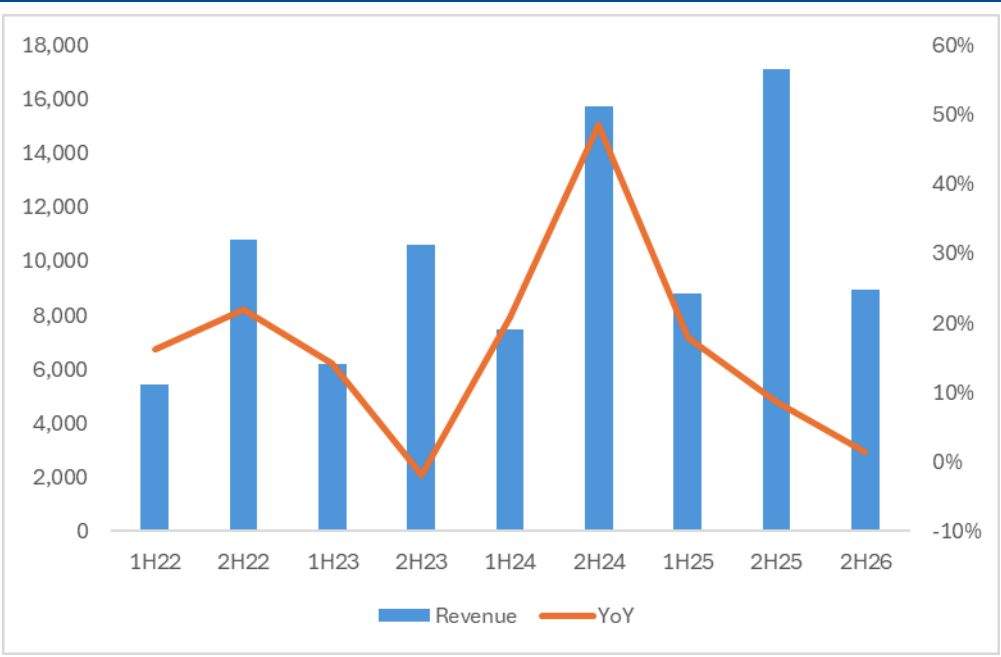
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	47,427	0.7%	11.5%
標普500	6,812	0.7%	15.8%
美國納斯達克指數	23,214	0.8%	20.2%
日經平均指數	50,089	-0.2%	25.6%
英國富時指數	9,693	0.0%	18.6%
法國證券公會指數	8,099	0.0%	9.7%
德國法蘭克福指數	23,767	0.2%	19.4%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,157	-0.1%	59.2%
銅價 (美元/盎司)	2,429	3.9%	36.0%
銀價 (美元/盎司)	53	0.1%	85.3%
原油 (美元/桶)	58	1.2%	-17.8%
鋁價 (美元/盎司)	10,939	1.1%	24.8%
鎳價 (美元/盎司)	2,828	1.0%	10.9%
鎘價 (美元/盎司)	1,614	1.6%	78.8%
鎘價 (美元/盎司)	3,015	0.7%	1.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	529	1.3%	-4.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	445	1.9%	-2.2%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,131	0.7%	9.5%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-18.9%
CRB 指數	297	0.6%	3.0%
BDI			140.8%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	156.3	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	20.1	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.0		181.3	1.1	8.2
日元	0.0	5.0	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	194.2		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.1	0.1	

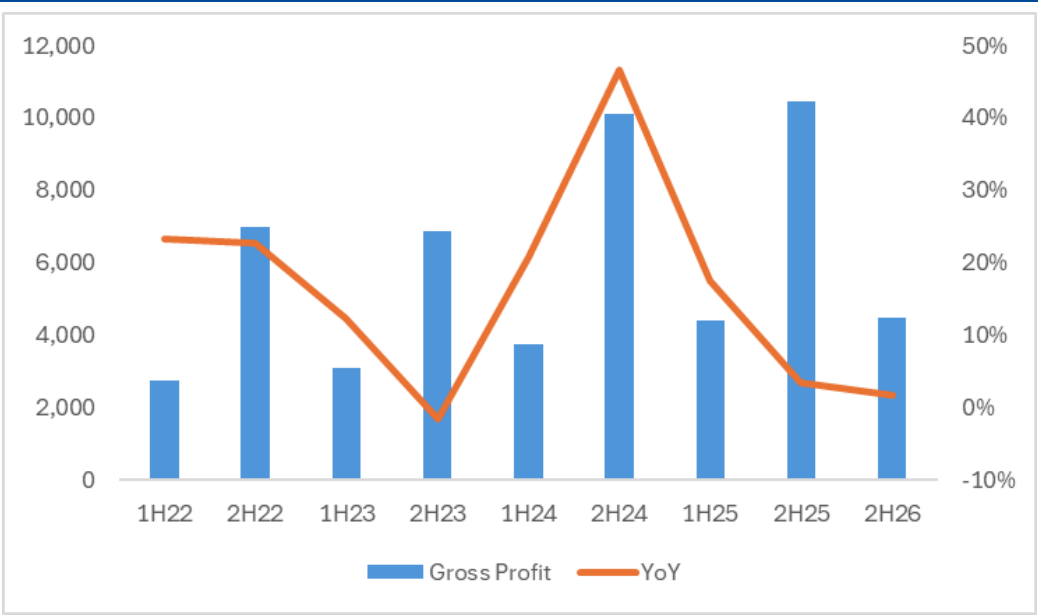
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-34.9%

圖 2: 收入（百萬人民幣）及同比增長



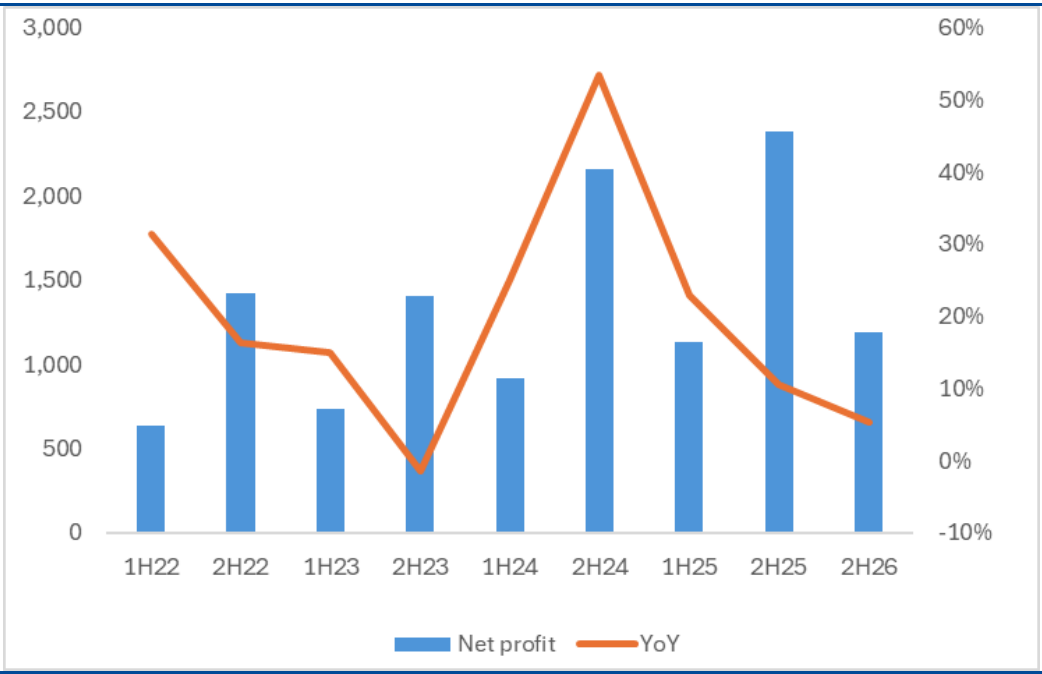
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3: 毛利（百萬人民幣）及同比增長



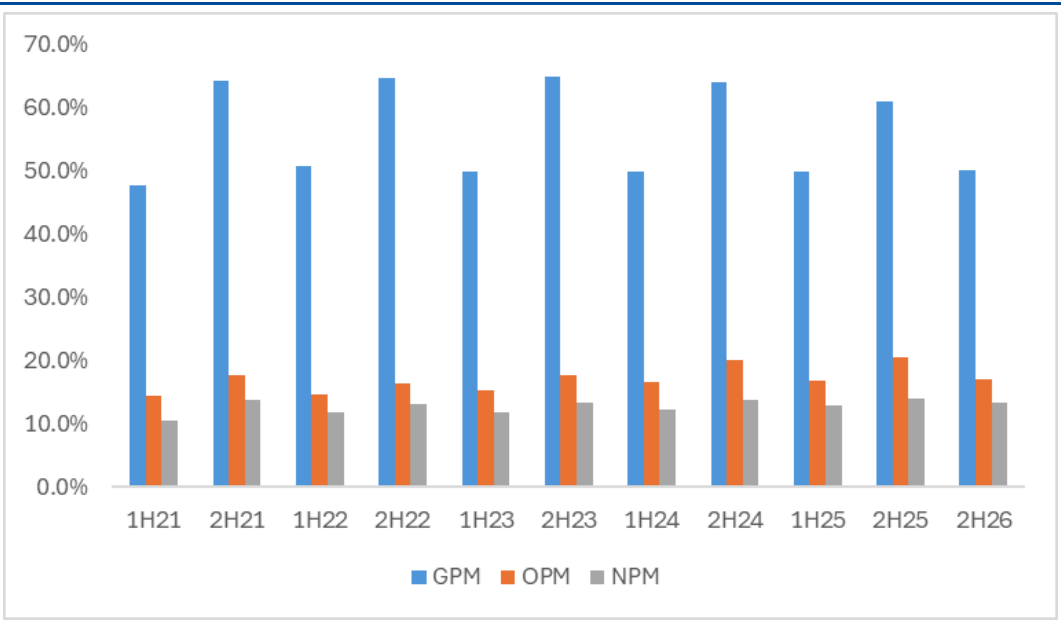
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4: 淨利潤（百萬人民幣）及同比增長



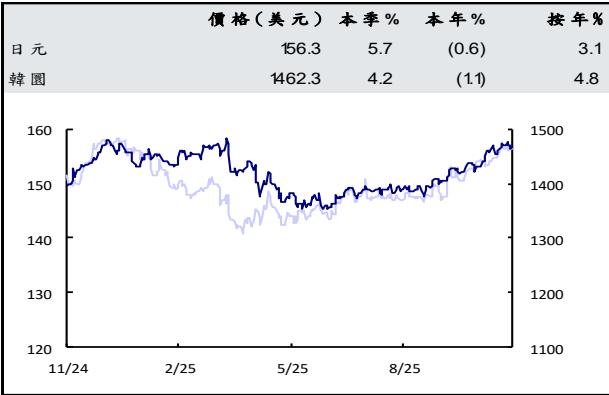
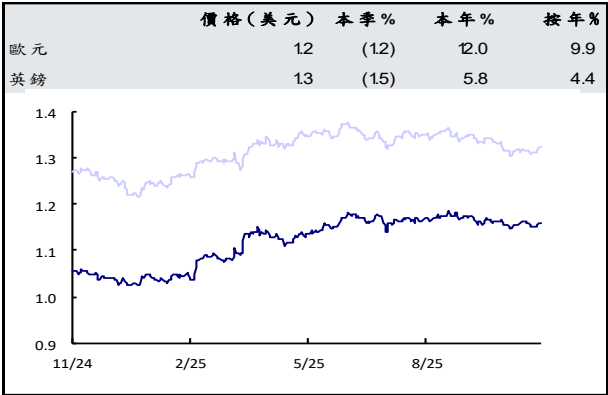
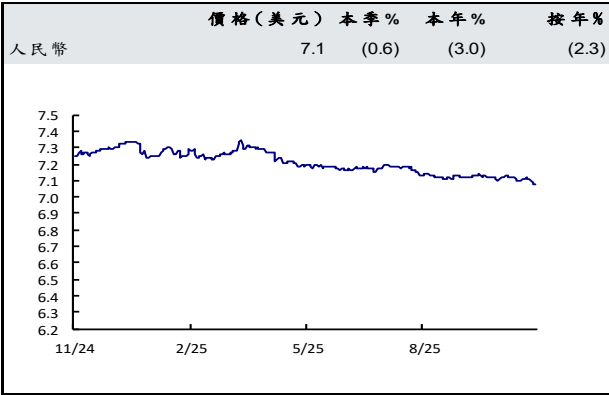
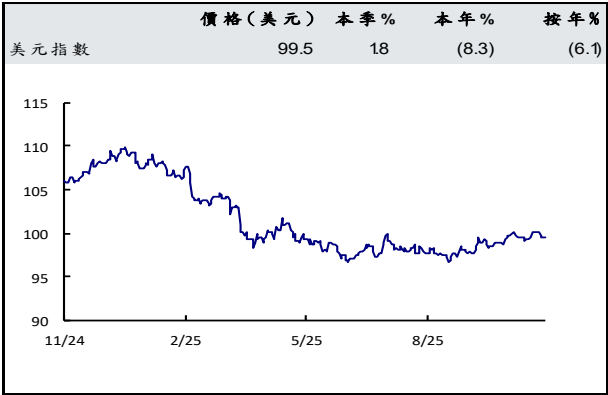
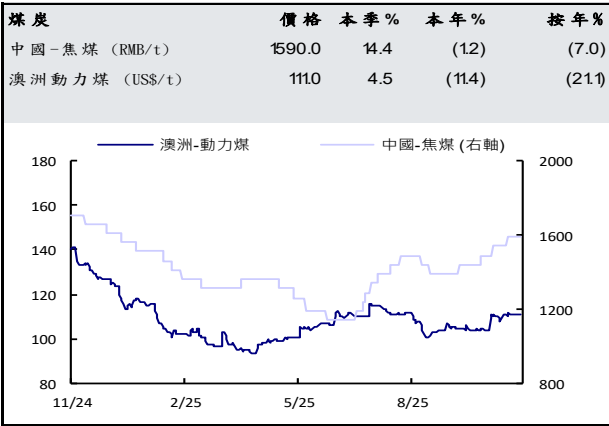
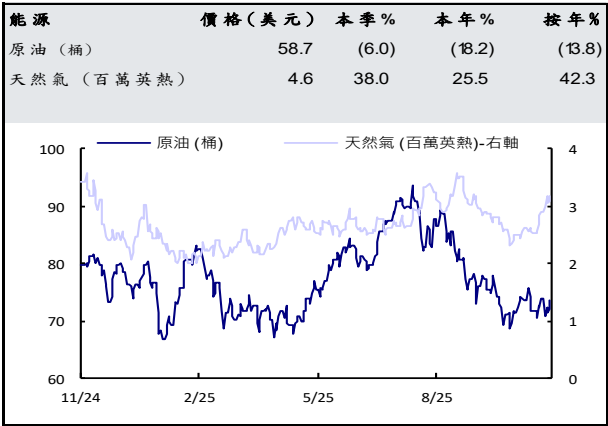
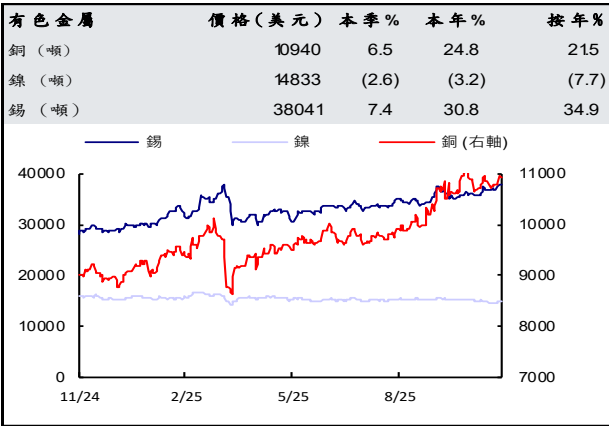
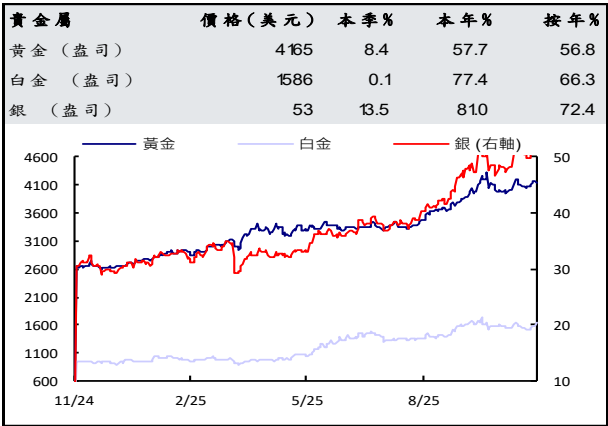
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5: 毛利率、經營利率和淨利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年12月1日
批發庫存	月		25年12月1日
生產者物價指數	月		25年12月1日
新屋開工與營建許可	月		25年12月1日
新屋銷售	月		25年12月1日
耐久財訂單	月		25年12月1日
採購經理人指數	月		25年12月1日
工廠訂單	月		25年12月1日
工業生產指數	月		25年12月3日
首次申請失業保險金人數	週		25年12月4日
商業庫存	月		25年12月5日
個人收入與支出	月		25年12月5日
零售業銷售額	月		25年12月8日
就業報告	月		25年12月16日
消費者物價指數	月		25年12月18日
成屋銷售量	月		25年12月19日
消費者信心指數	月		25年12月23日
國內生產毛額	季		25年12月23日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年11月30日
外匯儲備	季		25年12月7日
貿易收支	月		25年12月8日
M2貨幣供應量	月		25年12月9日
生產者物價指數	月		25年12月10日
消費者物價指數	月		25年12月10日
零售業銷售額	月		25年12月15日
工業生產報告	月		25年12月15日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年11月28日
零售業銷售額	月		25年12月1日
採購經理人指數	月		25年12月3日
外匯儲備	月		25年12月5日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
失業率報告	月		25年12月16日
消費者物價指數	月		25年12月22日
貿易收支	月		25年12月29日
國內生產毛額	季		26年1月30日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam