



# 羽绒服行业龙头，新产品、新渠道重塑增长曲线

2026年01月12日

## 核心观点

- 领军羽绒服行业，多元品牌业务驱动成长：**公司是中国知名的羽绒服品牌，旗下品牌包括波司登、雪中飞、冰洁等；女装业务品牌包括杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭，校服品牌为飒美特。公司聚焦羽绒服核心主业，以品牌建设为核心，致力成为世界领先的时尚功能科技服饰集团。2026 上半财年公司营业收入为 89.28 亿元，同比增长 1.4%，归母净利润为 11.89 亿元，同比增长 5.3%。2018 年起公司调整发展战略，聚焦羽绒服主业，焕新羽绒服设计推出科技功能兼具时尚感的产品，通过品牌升级、布局多元渠道，打造高品质门店、采取精准营销等措施推动收入恢复增长。
- 产品力持续升级，科技+时尚构筑中高端竞争壁垒：**我国羽绒服产品价格整体呈上升趋势，中国市场消费者对羽绒服时尚化与功能性提出需求。公司围绕羽绒服核心主业，持续加大研发投入，推动产品由单一保暖属性向“功能+设计”协同升级。通过登峰、极地极寒等高端系列夯实专业与技术形象，并在材料、结构及功能体系上对标国际一线品牌，公司在中高端及专业细分市场已形成较强的产品力壁垒。不断扩充的专利储备与体系化研发能力，为产品迭代与提供了长期支撑，是公司品牌力塑造与盈利能力提升的核心基础。
- 新品类拓展，渠道与新零售协同推进。**公司围绕“聚焦羽绒服主赛道、聚焦时尚功能科技服饰主赛道”的战略，积极拓展功能外套、防晒服等春夏季产品，推动产品矩阵进一步完善，并通过与知名设计师联名赋能设计，提升产品品质来巩固核心羽绒服品类优势。渠道方面，公司围绕线下 TOP 店与旗舰店升级、线上多平台深度运营，持续优化渠道结构与零售效率。一方面，公司在一二线城市推出高品质门店，强化品牌展示与中高端客群触达，品牌羽绒服业务在一、二线城市的门店占比由 FY2021 的 28% 提升至 FY2025 的 31.2%。另一方面，加强与经销商合作，拓展经销门店数量；线上则在传统电商稳固基本盘的同时，加快内容电商与直播体系建设，提升新品转化效率与用户黏性，线上收入近五年 CAGR 达 20.67%，已成为公司重要的增长引擎之一。
- 投资建议：**公司聚焦羽绒服主赛道，通过品牌升级强化品牌价值和盈利能力。预计公司 FY2026/27/28 年营业收入分别为 285.20/312.49/341.85 亿元，增速分别为+10.11%/+9.57%/+9.39%，EPS 分别为 0.34/0.37/0.41 元。当前股价对应 PE 估值分别为 12/11/10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**羽绒服需求受气候波动影响的风险；新品类拓展不及预期的风险；原材料价格波动风险；渠道升级不及预期的风险。

## 主要财务指标预测

	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入(百万元)	25,902	28,520	31,249	34,185
收入增速 (%)	11.58	10.11	9.57	9.39
归母净利润(百万元)	6,171	6,199	6,800	7,454
利润增速 (%)	14.31	11.32	10.82	10.76
毛利率 (%)	57.29	57.28	57.15	57.12
摊薄 EPS(元)	0.30	0.34	0.37	0.41
PE	13.40	12.05	10.87	9.82

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**波司登** (股票代码: 3998.HK)

**推荐** 维持评级

## 分析师

郝帅

☎: 010-80927622

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎: 010-80927622

✉: aifeila\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525080004

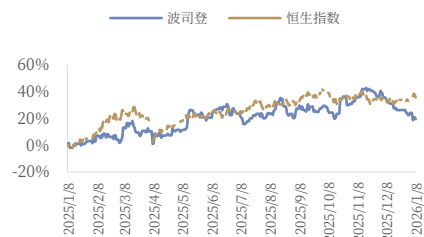
## 市场数据

2026-01-09

股票代码	3998.HK
H 股收盘价(元)	4.48
恒生指数	26,231.79
总股本(万股)	1,167,452.37
实际流通股(万股)	1,167,452.37
流通港股市值(亿元)	523.02

## 相对恒生指数表现图

2026-01-09



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

## 目录

### Catalog

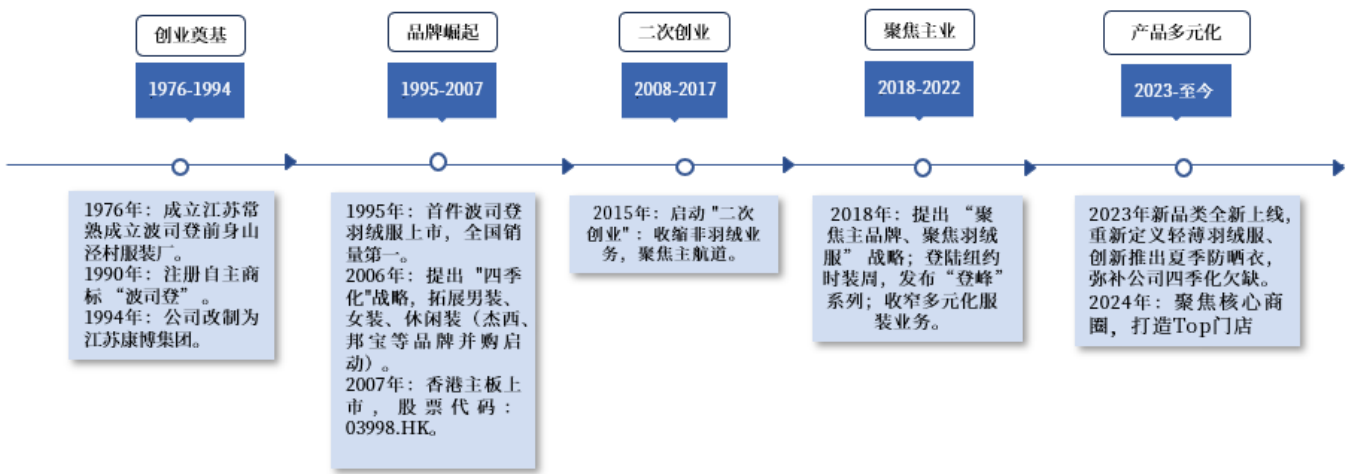
<b>一、 领军羽绒服行业，多元品牌业务驱动成长</b>	<b>3</b>
(一) 羽绒服行业龙头，多元品牌布局	3
(二) 聚焦羽绒服主业，重点提升品牌力	6
<b>二、 羽绒服行业：由中高端向两级扩容</b>	<b>9</b>
(一) 新消费需求推动羽绒服行业发展	9
(二) 公司卡位中高端市场，品牌矩阵逐步完善	10
<b>三、 产品力与运营效率升级，构建可持续增长动能</b>	<b>13</b>
(一) 科技+时尚驱动产品创新，强化中高端及专业品类竞争力	13
(二) 供应链快反助力经营提效，数字化转型优化客户体验	13
(三) 优化渠道结构，做实单店经营	14
(四) 专业化升级扩充消费者群体，国际化营销提升品牌影响力	15
<b>四、 新产品与新零售，持续放大品牌价值</b>	<b>18</b>
(一) 新产品增效，多品类布局拓宽增长空间	18
(二) 新门店升级、TOP 店+旗舰打造极致消费者体验	21
<b>五、 盈利预测与估值分析</b>	<b>25</b>
(一) 盈利预测	25
(二) 相对估值	26
(三) 绝对估值	26
<b>六、 风险提示</b>	<b>28</b>

# 一、领军羽绒服行业，多元品牌业务驱动成长

## (一) 羽绒服行业龙头，多元品牌布局

公司是中国知名的羽绒服装品牌运营商。公司成立于 1976 年，专注羽绒服领域，经过多年发展成为全球中国最具代表性的羽绒服品牌之一，也是全球羽绒服服饰行业的龙头企业。公司主营业务包括品牌羽绒服业务、贴牌加工管理业务、女装业务及多元化服装业务。旗下羽绒服品牌包括波司登、雪中飞、冰洁等。女装业务品牌包括杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭。校服品牌为飒美特。集团锚定“聚焦羽绒服主航道、聚焦时尚功能科技服饰主赛道”的“双聚焦”战略方向，以品牌建设为核心，致力成为世界领先的时尚功能科技服饰集团。2026 上半财年，公司营业收入为 89.28 亿元，同比增长 1.4%，归母净利润为 11.89 亿元，同比增长 5.3%。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司专注核心主业，集中优势资源，提升主业核心竞争力，致力于成为全球羽绒服行业的引领者。公司在重塑波司登为中高端时尚功能性时代品牌的同时，统筹发展定位在性价比市场的雪中飞品牌、冰洁品牌羽绒服务，通过各品牌的差异化定位实现羽绒服市场的全面覆盖，真正做强羽绒服核心主业，最大化提升市场占有率。此外，集团经营杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗巴四个中高端女装品牌，经过 20-30 多年的品牌沉淀，呈现出丰富的产品层次和特有的差异化风格定位。另外，多元化服装业务板块主要为以飒美特品牌的校服业务为主，飒美特坚持为学生提供安全、舒适、时尚及具有功能性的校服产品。

表1：公司品牌及业务情况

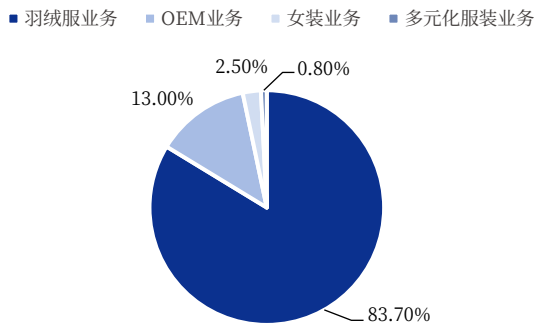
类别	品牌及业务	品牌及业务介绍	品牌 logo
羽绒服	波司登	“全球热销的羽绒服专家”，通过聚焦羽绒服核心品类，强化专业科技属性，同时提升时尚设计感，定位为兼具专业性、功能性、时尚性的高品质羽绒服品牌。	
	雪中飞	聚焦性价比羽绒服市场赛道，持续发力线上业务。主要消费群体为 18-35 岁的年轻群体，倾向于追求潮流、品质与大众化，羽绒服产品款式丰富、时尚百搭且具有高性价比。	

	冰洁	致力于成为新一代高智女性首选羽绒服品牌，品牌定位重塑为“专业科技、智慧美学、场景融合”，深化精英职场、松弛生活与精致假日的三大核心场景，主要消费群体为 25-35 岁的新一线城市都市女性。聚焦直播电商与内容场景的建设，打造以官方旗舰店为核心、DPs 与达人矩阵为两翼的直播生态。	
	杰西	提升为“生活方式引领者”，以“材质、工艺、廓形”创新驱动价值提升。聚焦核心市场突破，强化线上各平台精准定位，经销板块推动梯队建设，推行加盟直营化管理。	
女装	邦宝	践行“大力发展线上业务，极限压缩线下成本，推动产品年轻化转型，加速去库存提升产销效率，优化组织结构”五大核心战略，重点打造兼具艺术格调与沉浸式体验的超级旗舰店。	
	柯利亚诺 柯罗芭	回归聚焦品牌，保持原有风格基础上发掘不同风格的元素，拥抱新一代客群，以会员服务为基础，高端定制为载体，同时推出线上专供款作为补充。	 
多元化服装	飒美特	秉承‘以衣承载教育，以衣传承文化’的服装设计理念，坚持为学生提供安全、舒适、时尚及具有功能性的校服产品，为每个孩子披上逐梦行装。	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

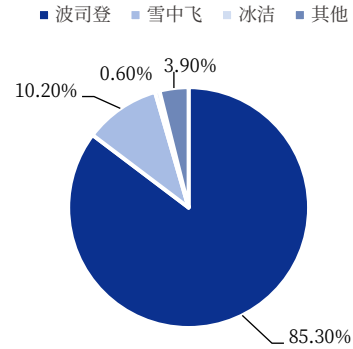
**羽绒服业务为公司收入主要来源，公司各业务板块表现分化。**品牌羽绒服业务为公司的主要收入来源，FY2025 实现营业收入 216.7 亿元，同比上升 11%，占总收入的 83.7%。贴牌加工管理业务（OEM）作为公司第二大收入来源，FY2025 实现收入 33.73 亿元，同比增长 26.4%，占比提升至 13.0%，主要受益于海外订单回暖及供应链优化。受国内女装市场竞争加剧及消费疲软拖累，女装业务收入同比下降 20.5%，占比降至 2.5%。多元化服装业务收入 2.09 亿元，同比微增 2.9%，占比 0.8%。从羽绒服业务收入结构拆分来看，FY2025 波司登品牌收入为 184.81 亿元，同比增长 10.1%，占品牌羽绒服业务的 85.3%，雪中飞和冰洁品牌收入分别为 22.05 亿元和 1.27 亿元，占比分别为 10.2%、0.6%。2026 上半财年，品牌羽绒服业务实现营业收入 65.68 亿元，同比增长 8.3%，凸显羽绒服业务核心地位。

图2: FY2025 公司营业收入占比 (按业务分)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

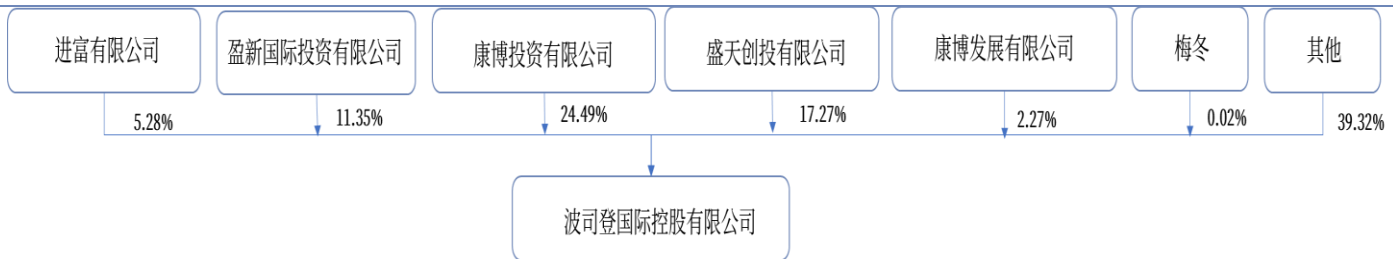
图3: FY2025 羽绒服业务收入占比 (按品牌分)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司股权较为集中, 高德康与梅冬夫妇为实际控制人。截至 2025 年 9 月 30 日, 公司股权结构保持相对稳定, 创始人高德康家族通过多个投资实体合计持有公司 60.68% 股份, 为公司实际控制人, 股权结构较为集中。

图4: 公司股权结构



资料来源: IfinD, 中国银河证券研究院

管理层服装行业经验丰富, 市场化团队为公司发展注入活力。公司董事长高德康先生在服装行业的经验超过 40 年, 拥有丰富的产业资源与较高的行业声望, 执行总裁梅冬女士于羽绒服行业拥有接近 30 年从业经验, 其他高管团队亦具备丰富的管理及产业经验, 对品牌战略定位、核心竞争力打造及品牌经营管理方面有较好的理解与把握。

表2: 公司核心管理层概况

姓名	个人介绍	职务
高德康	公司创始人, 高级经济师及高级工程师, 在服装行业的从业经验超过三十年。现担任中国轻工业联合会副会长、中国纺织工业联合会特邀副会长、中华全国工商业联合会纺织服装业商会会长、中国服装协会副会长等。	董事会主席、首席执行官
梅冬	EMBA 学位, 于服装行业拥有三十多年经验, 1994 年加入公司, 2020 年起任公司执行总裁。梅冬女士是高德康先生的配偶和高晓东先生的母亲。	执行董事、执行总裁
黄巧莲	时装界拥有超过二十年经验。曾荣获当代名师勋章、中国十佳服装设计师、中国成衣流行趋势研究发布功勋设计师等荣誉称号, 现任中国服装流行趋势专题特约研究员、中国流行色协会流行趋势研究员等, 2007 年开始任公司执行董事。	执行董事、副总裁
芮劲松	1994 年毕业于无锡轻工业学院纺织工程专业, 全面负责公司主品牌波司登的经营管理业务, 他于 2004 年加入波司登股份有限公司, 并于本集团上市前重组业务, 后一直在本集团任职, 在品牌战略定位、核心竞争力打造及品牌经营管理方面获得实战经验, 2013 年获委任为执行董事。	执行董事、高级副总裁

高晓东	硕士，高级经济师，高德康之子，目前全面负责管理集团的多元化业务。高晓东先生于 2002 年加入波司登股份有限公司并担任高级副总裁，并于 2013 年加入本集团，在服装、公路、房地产及酒店分部积累了丰富的经验。2017 年起任公司执行董事。	执行董事、副总裁
朱高峰	国际注册内部审计师、中国注册会计师。加入集团前，在江苏悦达集团财务等管理岗位工作 12 年。朱先生于集团先后担任审计经理、财务副总监、财务总监、总裁助理等职。	副总裁
梁爽	华威大学会计及金融理学硕士，梁女士为香港公司治理公会的会士并获授特许秘书及公司治理师专业双重资格、香港会计师公会会员、英国皇家特许会计师会员及担任广东省粤港澳合作促进会第二届会计专业委员会委员。加入本公司前，她分别任职于毕马威香港会计师事务所及中国光大控股有限公司，负责审计多家香港上市公司及管理香港证券及期货事务监察委员会项下受规管的私募股权基金。	公司秘书
王利军	硕士，于 2000 年加入公司，历任外贸事业部业务主管、业务经理、业务总监、副总经理，拥有丰富的服装开发、技术管理、生产管理、国际拓展等经验。于 2017 年起任外贸事业部总经理，全面负责本集团的外贸业务。	外贸事业部总经理
赵翔	于 2010 年加入波司登股份有限公司，先后担任大区市场部长，零售公司总经理及零售运营中心总监，并于 2020 年获委任为波司登品牌事业部电子商务中心总经理，现负责波司登品牌的线上平台运营及销售管理工作。赵先生在综合资源布局、团队人才培养打造及零售业务运营方面具有多年的实战经验。	副总裁、波司登品牌事业部电商经营中心总经理
张磊	于 2024 年 11 月加入公司，持有山东大学管理学学士学位及香港中文大学金融工商管理硕士学位。全面负责集团的人力资源管理工作。于 2025 年 03 月 31 日获委任为波司登国际控股有限公司副总裁、首席人力资源官。	副总裁，首席人力资源官
何茂生	于 2010 年加入公司，专注耕耘服装管理 23 年，在大商品价值链经营及管理上有扎实的理论及实战经验，于 2017 年起任公司执行总裁助理兼集团供应链管理中心总经理，2023 年获任集团副总裁，分管本集团供应链开发业务的战略及运营工作，覆盖科研技术、领先产品研发创新、全生命质量闭环运营、生态资源整合、产品生产采购、集团综合成本战略管控、精益提效研究及工厂数智化运营等核心管理工作。	副总裁，供应链管理中心总经理

资料来源：公司公告、iFinD，中国银河证券研究院

## （二）聚焦羽绒服主业，重点提升品牌力

**聚焦羽绒服业务，通过品牌升级驱动业绩恢复性增长。**公司收入在 FY2015-FY2017 曾连续三年负增长，公司经营进入瓶颈期。公司决定调整发展战略，自 2018 年起重新聚焦羽绒服核心主业，焕新羽绒服设计推出兼具科技功能与时尚感的产品，通过布局多元渠道，采取精准营销等措施推动收入恢复增长，FY2019 -FY2022 CAGR 为 16%。此后，公司针对一二线新市场开拓高品质门店，打造“Top 店”体系，做实单店经营，提升经营质量并扩展产品品类，升级一衣三穿冲锋衣、鹅绒服、防晒服等完善产品矩阵，通过品牌升级巩固羽绒服业务的核心优势。FY2023-FY2025，尽管消费行业整体低迷，公司收入 CAGR 仍达到 24.26%。FY2025 公司实现营收 259.02 亿元，同比增长 11.58%，收入连续九年稳健增长。

表3: 公司历年营业收入、归母净利润及增速 (亿元)

	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
营业收入	68.17	88.81	103.83	121.91	135.17	162.14	167.74	232.14	259.02	89.28
yoy (%)	17.79	30.28	16.92	17.40	10.88	19.95	3.46	38.39	11.58	1.4
归母净利润	3.92	6.15	9.81	12.03	17.10	20.62	21.39	30.74	35.14	11.89
yoy (%)	39.48	57.07	59.44	22.61	42.09	20.63	3.70	43.74	14.31	5.3

资料来源: IfinD, 中国银河证券研究院 (注: 公司财年结束于 3 月 31 日, 即表中“2024/25”代表公司 2024/25 财年, 时间范围是 2024.4.1-2025.3.31)

**羽绒服业务持续扩张, OEM 稳健发展。**公司收入的稳健增长主要受益于羽绒服业务的持续扩张, 该板块收入从 FY2018 的 56.5 亿元增至 FY2025 的 216.7 亿元, CAGR 高达 21.2%。期间, 得益于品牌升级及渠道优化 FY2024 同比增长 43.8%。FY2025 受到宏观消费环境及天气扰动影响, 增速放缓至 11.0%。相比之下, 其他板块表现分化明显。OEM 业务作为第二大收入来源, 从 FY2018 的 9.4 亿元增长至 FY2025 的 33.7 亿元, CAGR 达 20%, 增速整体高于公司平均, 公司在深挖现有客户需求的同时, 积极拓展户外品类及新客户资源, 并通过加强海外产能布局提升竞争能力。女装业务则表现承压, FY2025 受市场竞争加剧影响收入有所下滑。多元化服装业务规模较小, 收入较为稳定。

表4: 公司分业务营业收入及增速 (亿元)

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
羽绒服业务	56.5	76.6	95.1	108.9	132.2	135.7	195.2	216.7	65.68
yoy	23.40%	35.50%	24.20%	14.50%	21.40%	2.70%	43.80%	11.00%	8.30%
OEM 业务	9.4	13.7	16.1	15.4	19	22.9	26.7	33.7	20.44
yoy	9.10%	46.10%	17.80%	-4.70%	23.80%	20.70%	16.40%	26.40%	-11.70%
女装业务	11.5	11.9	9.8	9.5	9	7	8.2	6.5	2.51
yoy	85.40%	4.10%	-17.70%	-3.70%	-4.50%	-22.20%	16.60%	-20.60%	-18.60%
多元化业务	11.4	1.6	0.8	1.4	1.9	2	2	2.1	0.64
yoy	85.40%	-86.30%	-46.20%	72.70%	28.30%	9.20%	0.30%	2.80%	-45.30%

资料来源: 公司公告, IfinD, 中国银河证券研究院

**品牌力提升带动毛利率稳健增长。**公司自 2018 年以来受益于品牌升级、渠道优化及供应链效率提升带动毛利率整体上行, FY2025 毛利率达 57.3%, 同比略有下滑源于公司 OEM 业务占比提升及产品结构调整。分业务看, 品牌羽绒服业务因低毛利的经销商渠道增速快于自营渠道, 导致毛利率略微下滑至 63.4%, 女装业务亦受市场低迷影响毛利率下降 1.9pct 至 63.2%, 多元化业务通过承接高质量订单毛利率提升至 21.7%。公司不断创新羽绒服产品, 通过发布时尚专业产品线, 提升自营门店比例持续推进毛利率的整体优化。

表5: 公司历年毛利率及分业务毛利率变化

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
总毛利率	53.1%	55.0%	58.6%	60.1%	59.5%	59.6%	57.3%	50.0%
羽绒服业务	51.5%	59.8%	63.7%	65.7%	66.2%	65.0%	63.4%	59.1%
OEM	17.3%	18.5%	19.6%	18.6%	19.9%	20.6%	19.1%	20.5%
女装	76.4%	74.4%	72.6%	72.4%	68.6%	67.5%	63.2%	59.9%
多元化业务	14.6%	-16.4%	0.1%	25.7%	25.7%	20.2%	21.7%	27.8%

资料来源: 公司公告, IfinD, 中国银河证券研究院

**秉承精细化经营，费用逐年优化。**随着公司品牌力不断提升，经营效率逐步改善，公司销售/管理费用率不断优化。FY2022-FY2025 公司销售/管理费用率分别从 38.1%/7.4% 下降至 32.9%/6.38%。公司始终秉持精细化费用管理，有效管控终端门店装修以及品牌宣传等费用投放，随着公司持续不断地加大常态化精细费用管控推进，未来公司费用率仍有优化空间。

表6：公司历年费用率变化

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
销售费用率	33.1%	35.1%	35.6%	38.1%	36.5%	34.7%	32.9%
管理费用率	7.0%	7.0%	7.6%	7.4%	7.2%	6.5%	6.38%
财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.7%	-0.5%	-0.68%	-0.79%
总费用率	39.9%	42.1%	43.0%	44.8%	43.2%	40.5%	38.5%

资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

**净利率稳健提升，看好维持增长趋势。**公司 FY2025 归母净利润为 35.1 亿元，同比增长 14.3%，FY2019-FY2025 复合增速为 23.7%。2026 上半财年归母净利润为 11.89 亿元，同比增长 5.3%。从盈利能力来看，公司净利率在品牌力提升的带动下保持稳健提升，FY2025 净利率为 13.7%，同比增长 0.3pct，实现持续增长。同时，公司运营效率的提升和对费用的有效管控，尤其是分销开支比例的下降，推动盈利水平进一步提高。

表7：公司历年归母净利润及增速、净利率（亿元）

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	2025/26H1
归母净利润	9.8	12.0	17.1	20.6	21.4	30.7	35.1	11.89
yoy	59.4%	22.6%	42.1%	20.6%	3.7%	43.7%	14.3%	5.3%
净利率	9.7%	9.8%	12.6%	12.7%	12.9%	13.4%	13.7%	13.5%

资料来源：IfinD，中国银河证券研究院

**存货周转效率提升。**公司存货保持在稳定范围，FY2021 后，公司聚焦渠道结构升级，优化渠道库存，公司存货周转天数从 FY2021 的 175 天下降至 FY2025 财年的 118 天，经营效率不断提升。

表8：公司历年来存货周转天数（天）

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
存货周转天数	175	150	144	115	118

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、羽绒服行业：由中高端向两级扩容

### （一）新消费需求推动羽绒服行业发展

**羽绒服行业市场规模持续增长，未来仍有较大潜力。**随着人们对生活品质追求的提高，羽绒服作为保暖性能优良的服装，市场需求不断增长。特别是在寒冷地区和冬季，羽绒服的销售量会有明显的提升。据中商产业研究院预测，2024年中国羽绒服市场规模将达2270亿元，同比增长15.82%，2019-2024年CAGR为13.43%。消费者对时尚性与功能性需求提升驱动羽绒服市场规模快速增长，但与发达国家相比，我国羽绒服市场渗透率仍有提升空间。随着当前消费新趋势下消费者对服饰品牌高性能、轻户外等需求提升，我国羽绒服市场仍然充满潜力，预计我国羽绒服普及率会进一步提高，羽绒服市场未来有进一步增长空间。

表9：2015-2024年羽绒服行业市场规模（单位：亿元）

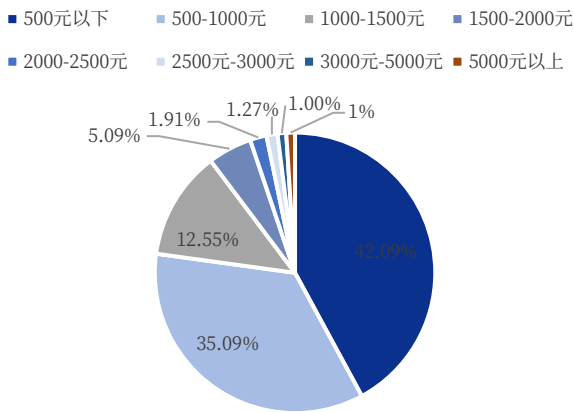
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国羽绒服行业规模	1209	1317	1461	1692	1960	2270
yoy	-	8.93%	10.93%	15.81%	15.84%	15.82%

资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

**羽绒服消费行为趋于理性。**我国羽绒服产品价格在过去几年里整体呈上升趋势，2015年到2020年，国内羽绒服平均单价由432元提升至656元。据网易数读统计，2023年国产羽绒服的均价已经高达881元。根据2024年12月《中国新闻周刊》报告统计，有35.09%的消费者羽绒服消费预算在500元以下，42.09%的消费者羽绒服消费预算在500-1000元，12.55%的消费预算1000-1500元之间。2021年，年轻人能接受的羽绒服价位在千元以内的占比为61.3%，1000元—2000元价位占比29.9%。但在全球经济放缓、消费趋于理性的背景下，消费者为贵价羽绒服的买单意愿有所下降。2024年消费者愿意购买贵价羽绒服（预算在1000元以上）的占比和2021年相比降低了12.3pct；预算在1000元以下价位的占比相比2021年提升了15.7pct，达到了77%。

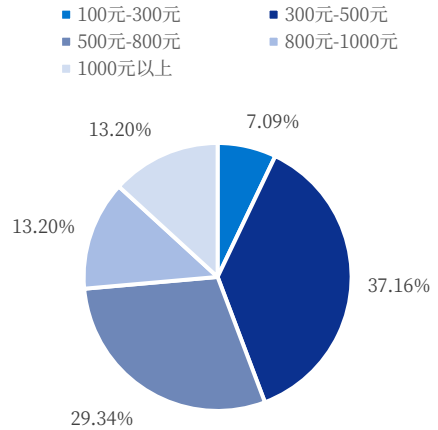
**羽绒服销售价格呈现橄榄球式分布。**据上观数据统计，2024年电商平台销售的羽绒服价格普遍集中在300元-800元之间，价格在300元-500元间的羽绒服产品占37.16%，500元-800元之间的羽绒服产品占29.34%，超过1000元的羽绒服占比为13.2%，羽绒服价格分布呈现中间大，两头小的价格带分布。中间价位的羽绒服市场拥有最庞大的消费群体，但大众和高端市场的消费者也具备一定规模，羽绒服产品的价格带较其他常规服饰来说更宽。

图5：2024年消费者羽绒服消费预算



资料来源：中国新闻周刊报告，中国银河证券研究院

图6：2024年电商平台羽绒服价格分布

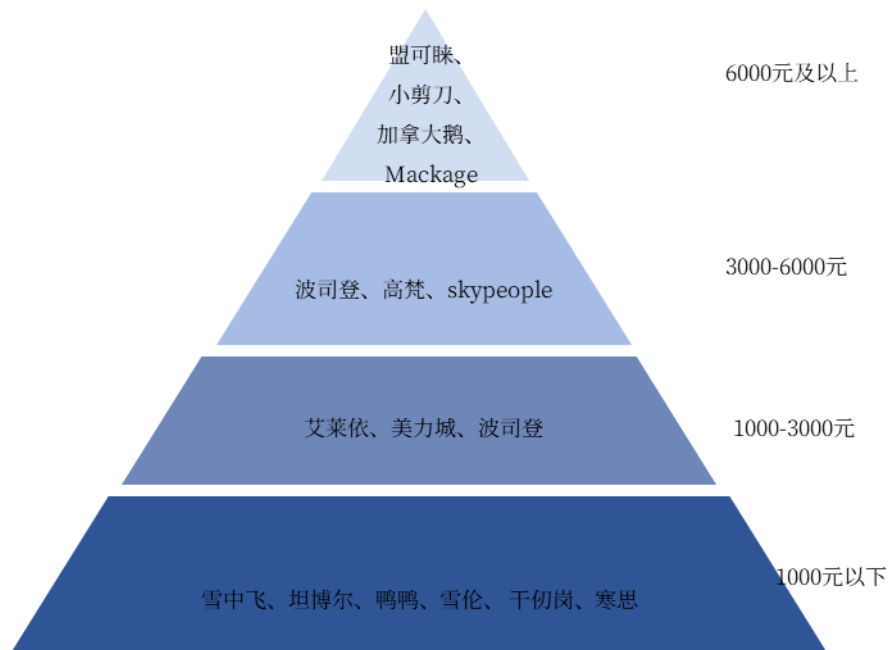


资料来源：上观数据，中国银河证券研究院

## （二）公司卡位中高端市场，品牌矩阵逐步完善

**羽绒服中高端及大众优质市场具备持续扩容基础。**从品牌定位及价格带来看，羽绒服专线品牌已形成较为明确的梯队划分。国际品牌 Moncler、加拿大鹅、Moose Knuckles、Bogner 定位高端市场，主打 5000 元以上的高奢产品。波司登高端线、高梵、skypeople 主要布局 2000 至 5000 元价格带，聚焦中高端消费人群。艾莱依、美力城、冰洁等覆盖 1000-2000 元左右的中端、大众消费市场。千元以下价格带以雪中飞、坦博尔、鸭鸭、雪伦、干仞岗、寒思等平价品牌为主，中低端市场品牌集中度较低、竞争相对激烈。此外，户外服饰品牌及四季服饰品牌亦持续切入羽绒服赛道，加剧行业竞争。从需求端看，随着消费者对品牌力、产品品质及功能性的重视程度不断提升，在保证质量与性价比的前提下，消费决策趋于理性。兼具品牌认知与产品力优势的大众及中高端羽绒服市场有望持续扩容，行业结构性升级趋势明确。

图7：羽绒服行业品牌分布矩阵



资料来源：淘宝各品牌旗舰店，中国银河证券研究院

**中国羽绒服市场空间广阔。**从品牌力与市场认知度来看，中国羽绒服市场具备持续发展的坚实基础。根据品牌评级机构 Chnbrand 发布的 2024 年（第十四届）中国品牌力指数（C-BPI）榜单，在羽绒服相关品类中，波司登位列榜单第一，显示其在国内市场中具备显著的品牌优势与消费者认知基础。榜单第二、第三名为大众运动品牌耐克与阿迪达斯，反映出运动品牌在羽绒服赛道的跨界竞争力。随着消费场景不断细分，消费者对羽绒服在版型设计、穿着舒适度、保暖性能及防护功能等方面提出更高、更多维度的要求，促使企业持续加大研发投入并推动产品品质升级。同时，消费者对个性化与功能性需求的提升，有助于强化具备品牌力与产品力企业的竞争优势，推动行业竞争格局向更高质量、更高集中度方向演进。

表10：2024 年中国品牌力指数 SM(C-BPI®)羽绒服棉衣品牌排行榜

品牌	得分	排名
波司登	531.9	1
耐克	412.7	2
阿迪达斯	372.4	3
海澜之家	348.3	4
李宁	333	5
南极人	330.5	6
森马	317.4	7
雅鹿	312.3	8
雪中飞	310.4	9
鸿星尔克	309.6	10
乔丹	307.2	11
鸭鸭	303.1	12
361°	296.7	13
七匹狼	296.7	14
北面	289.4	15
安踏	289	16
特斯邦威	272.4	17
加拿大鹅	270	18
新百伦	254.5	19
优衣库	254.5	20
以纯	246.2	21
贵人鸟	219.4	22

资料来源：Chnbrand，中国银河证券研究院

**龙头品牌围绕“时尚化+功能化”持续升级，国际品牌引领高端市场标准。**国际高端品牌率先将兼具时尚设计与高性能属性的羽绒服产品引入中国市场，显著提升了国内消费者对羽绒服在设计感与功能性方面的认知与需求。设计层面，Moncler 通过引入知名设计师、强化高端联名与限量系列，持续引领冬季潮流趋势；Canada Goose 则以经典派克大衣版型切入高端户外及城市通勤场景，获得包括明星消费群体在内的广泛认可。在产品品质维度，头部品牌已形成较高技术与用料门槛：Moncler 与波司登主力产品含绒量普遍达到 90%，Canada Goose 约为 80%；蓬松度方面，龙头品牌产品整体稳定在 600 蓬以上，其中 Moncler 与波司登采用同一家通过瑞士蓝标认证的优质羽绒供应商，原材料标准接近国际顶级水平。国内龙头波司登在此基础上持续对标国际高端品牌，一方面通过设计师联名款强化时尚属性，另一方面推出“登峰系列”，实现蓬松度提升至 1000 蓬以上、含绒量提升至 95%，产品性能指标已与国际高端品牌形成直接对标，品牌高端化路径持续兑现。

表11: 波司登与海外竞品产品对比

品牌	价位	产品	渠道	收入
Moncler 盟可睐	13000-25000 元	选用产自匈牙利或法国优质白鹅绒和白鸭绒，羽绒含量高达 90%或以上，羽绒蓬松度在 710FP 及以上。	截止 2024 年 12 月 31 日，有 286 家盟可睐直营店。	2024 年盟可睐集团 (Moncler Group) 销售额突破 31 亿欧元，在中国市场实现增长。盟可睐在亚洲 (包括亚太地区、日本和韩国) 的收入增长 11%，达到 13.8 亿欧元。
加拿大鹅(Canada Goose)	10000~20000 元	Snow Mantra 派克大衣采用白鹅绒，蓬松度为 675FP；其他采用白鸭绒，羽绒蓬松度最高的是 Skreslet 派克大衣和 Mountaineer 夹克，均为 750FP；含绒量为 80%。	截至 2024/25 财年，加拿大鹅全球 74 家门店中，大中华区达 30 家，占比高达 41%。	加拿大鹅 2024/2025 财年全球营收微增 1.1%至 13.48 亿加元，其中大中华区收入 4.27 亿加元。
波司登(Bosideng)	1000~3000 元 登峰系列: 5000~12000 元	选用具有防风功能性的 GORE-TEX 面料，欧洲进口 600+蓬松度白鹅绒，防钻绒科技。	截至 2025 年 9 月 30 日，羽绒服业务常规零售网点 3,558 家，其中自营店 1,239 家，经销 2,319 家。抖音粉丝超 1,100 万，电商会员超 2,140 万。	24/25 财年，波司登收入同比上升 11.6%至 259 亿元；归母净利润 35.1 亿元，同比增长 14.3%，均实现双位数增长。

资料来源: Moncler、加拿大鹅、波司登等公司官网, 中国银河证券研究院

## 三、产品力与运营效率升级，构建可持续增长动能

### （一）科技+时尚驱动产品创新，强化中高端及专业品类竞争力

**公司持续加大研发投入，推动功能与设计协同升级。**公司持续强化产品研发与技术创新，在夯实羽绒服保暖性能这一核心功能的基础上，进一步推动功能性与设计的协同升级，增强产品在中高端及细分场景市场的竞争力。FY2025 公司新增专利申请与授权数量保持较高水平，截至 2025 年 9 月累计取得专利 1520 项，相关技术积累为公司产品持续迭代及多系列布局提供支持。在产品层面，公司围绕极寒防护、户外运动及滑雪等高专业度场景不断拓展产品矩阵，其部分产品在国际设计与功能评选中获得认可，在功能实现与设计表达方面已具备一定国际竞争力。公司通过持续研发投入与产品创新，实现了从单一保暖属性向功能 + 设计的产品力升级，为品牌力塑造与长期成长奠定了坚实基础。

表12：公司历年累计获得专利数

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
累计取得专利数	231	369	606	971	1498	1520

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

**公司核心科技助力产品专业性提升。**围绕保暖性能与功能面料两大核心维度，公司持续推进关键技术的体系化升级，为中高端产品放量提供支持。在保暖科技方面，公司通过高品质鹅绒原料与结构化设计相结合，形成稳定的保温性能优势。核心产品普遍采用高绒子含量、高蓬松度羽绒材料，显著提升单位重量下的保暖效率。同时，公司在功能结构上引入动态温控理念，兼顾静态保暖与运动舒适性，有效改善传统羽绒服在不同活动状态下的穿着体验，强化专业户外与城市通勤场景的适配能力。在面料科技方面，公司使用 GORE-TEX、DWR 持久防水涂层等功能面料，并同步推进环保与轻量化升级。在保持防风、防水性能的同时，显著改善透气性与穿着舒适度，技术指标对标国际一线户外品牌，有效推进品牌力不断提升、优化产品溢价与毛利水平。

**研发与制造体系持续升级，构建系统性竞争优势。**公司在产品研发与制造端持续加大投入，已逐步形成覆盖技术研发、产品转化与规模化交付的系统性能力。在研发体系方面，公司长期保持较高的技术积累与行业参与度，累计专利数量领先行业，并深度参与 60 多项国际及国内标准制定，与高校共建联合实验室，引入数据与算法驱动的产品开发体系，有效缩短从设计到样品的开发周期，样品开发时间缩短至 27 天，成本降低超 60%。此外，公司核心生产基地的自动化水平处于行业领先，自主研发的信息化平台实现设计、生产与供应链的协同管理，使公司能够在保持产品质量稳定的前提下，将产品交付周期压缩至 7-10 天的较短水平。公司在研发、制造与供应链端形成的协同优势，使其具备快速响应、稳定规模交付的综合能力，这一系统性能力构成其在中高端羽绒服赛道中区别于中小品牌的重要竞争壁垒。

### （二）供应链快反助力经营提效，数字化转型优化客户体验

**优质快反实现经营周转提速，供应链运营效率提升。**公司具备行业领先的供应链快反能力，是其重要竞争优势之一。通过拉式补货、快速上新及小单快反等运营模式，公司能够根据终端销售反馈动态调整供给节奏，有效缩短周转周期并提升整体运营效率。FY2025 公司实施期/现货商品运营模式，首次订单控制在 40% 以内，剩余订单比例持续根据市场预测，并不断动态调整，使产品供给更贴近真实需求，快反能力保持行业领先。此外，公司供应链持续对快反能力、质量、成本等多方面进行系统性规划和升级，使供应链效率逐步转化为经营端的稳定性与盈利能力支撑。

表13: 公司历年库存周转天数 (天)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
库存周转天数	175	150	144	115	118	178

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

**物流配送服务效率持续提升, 用户体验不断优化。**公司持续推进物流体系智能化升级, 通过数据与算法驱动提升仓配协同效率。依托自主研发的库存计算与订单处理系统, 能够根据订单需求精准匹配最优仓库节点, 提升仓库作业与快递揽收的衔接效率, 实现更快的履约交付。同时, 公司加快推进仓配体系的集成化建设, 打造一体化仓配平台。借助智能物流信息系统与高度自动化的物流设备, 公司实现订单与路径的智能分配, 缩短作业时间并提升整体配送效率。在保持物流成本可控的前提下, 服务时效与用户体验持续改善, 物流履约能力维持行业领先水平。

图8: 高度自动化物流设备



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图9: 一体化仓配平台



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**确立聚焦用户、商品、零售为未来数字化转型的发力点。**公司围绕用户、商品与零售三大核心环节, 持续推进数字化转型与 AI 技术应用, 逐步构建以数据驱动为基础的运营体系。在产品设计与研发端, 公司通过与高校共建人工智能创新实验室, 引入大数据驱动的服装设计研发流程, 实现从设计构思到虚拟成衣的数字化闭环, 有效提升设计效率并缩短样衣开发周期, 降低研发成本。智能制造方面, 通过数字化提升供应链效率, 主动跟踪产品销售与库存大数据, 自动生成销售预测和采购计划, 推动供应商端的自动推送, 实现向主动响应的供应链转型。商品运营与零售端, 公司加快推进全域数字化布局, 通过直播、离店销售等多元化触点提升消费者触达效率。同时, 公司持续优化会员运营体系, 将 AI 技术与会员数据深度结合, 推动精细化与个性化运营, 增强客户黏性并改善整体购物体验。数字化能力的持续深化, 有助于公司提升运营决策效率并强化用户连接, 为多渠道增长与规模化发展奠定基础。

### (三) 优化渠道结构, 做实单店经营

**优化线下渠道结构, 门店质量与经营效率同步提升。**公司重回羽绒服主赛道的过程中, 将线下渠道建设作为重要抓手, 重点由规模扩张转向渠道质量与结构优化。在渠道结构方面, 公司持续加大一线及新一线城市布局力度, 期内品牌羽绒服业务在一、二线城市的门店占比呈稳步上升趋势, FY2021-FY2025 由 28.0% 提升至 31.2%。在渠道质量与运营方面, 公司一方面持续巩固并拓展 Top 店体系, 提升核心门店的管理水平与运营效率; 另一方面推进渠道分层经营, 针对不同层级市场与客群实施差异化运营策略, 更好匹配产品结构与消费需求。截至 2025 年 9 月 30 日, 公司线下门店 (不含旺季店) 数量较上一财年末净增加 88 家至 3558 家, 其中直营门店净增 3 家至 1239 家, 经

销商门店净增 85 家至 2319 家。公司在稳步扩张线下网络的同时，更加注重门店质量与单店效能提升，为线下渠道的高质量增长奠定基础。

表14: 各线城市门店占比变化情况 (家)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
一、二线城市	28.0%	30.1%	28.0%	28.4%	31.2%	32.8%
三线及以下城市	72.0%	69.9%	72.0%	71.6%	68.8%	67.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表15: 羽绒服自营店、加盟店数量及占比 (家)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
自营店	1807	1726	1399	1136	1236	1239
占比	43.5%	45.3%	40.9%	35.3%	35.6%	34.8%
加盟店	2343	2083	2024	2081	2234	2319
占比	56.5%	54.7%	59.1%	64.7%	64.4%	65.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**提升线上运营效率，推动线上渠道高质量发展。**公司线上渠道保持快速增长，线上收入由 FY2021 的 35.73 亿元提升至 FY2025 年的 75.75 亿元，CAGR 达 20.67%，线上业务已成为公司重要的增长引擎之一。随着传统电商平台逐步进入存量竞争阶段，内容电商平台在流量结构与变现方式上持续演进，通过内容流量、电商流量及广告流量等多维度实现扩张。针对行业环境变化，公司围绕品牌建设、会员运营及新兴平台布局等方面持续强化线上运营能力，提升流量转化效率与用户黏性。线上运营能力的持续提升，有助于公司在电商流量红利趋缓的背景下维持增长韧性。

表16: 波司登品牌在天猫及京东平台粉丝数 (万)

	FY2023	FY2024	FY2025
新增粉丝数	1399	1100	700
Yoy	68.04%	31.84%	15.56%
新增会员数	357	400	300
Yoy	35.49%	29.35%	16.67%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表17: 公司历年线上收入及增速 (亿元)

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
线上收入	35.73	40.25	49.29	69.32	75.75	14.26
yoy	52.4%	12.3%	22.5%	40.6%	9.3%	2.2%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

#### (四) 专业化升级扩充消费者群体，国际化营销提升品牌影响力

深度参与专业登山与极地科考，验证产品在极端环境下的可靠性。多年来，公司持续参与各类

登山活动及专业赛事，并与相关专业机构保持长期合作，通过真实极端环境对产品性能进行系统性验证，充分体现其羽绒服产品在严苛气候条件下的稳定性与可靠性，同时强化品牌在专业户外领域的技术形象。此外，公司长期支持中国南极科考事业，并在中国极地研究中心发布极地极寒系列新品。依托持续的研发投入与技术积累，公司为科考队提供专业保暖装备，在极端低温与复杂环境下保障科考人员作业需求。相关实践不仅验证了产品在极端场景下的性能上限，也为高端与专业系列产品的市场推广提供了有力背书。

图10: 波司登助力登顶珠穆朗玛峰



资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

图11: 波司登助力第 41 次中国南极科考



资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

**签约顶流明星，进一步提升品牌影响力。**明星代言目前亦成为公司传播品牌知名度和吸引年轻一代的重要战略，公司近年签约的明星代言人有谷爱凌、于适、杨幂、易烱千玺、杨紫、陈伟霆等，均为大众所熟知，起到较好的宣传作用。综合来看，公司以国际化营销+明星代言为双重抓手，在提升羽绒服产品认可度的同时扩大自身的影响力，品牌力保持提升趋势。

表18: 2019 年以来公司签约代言人

代言人	时间	官方身份
杨幂	2019	设计师联名款代言人
杨幂、陈伟霆	2020	设计师系列代言人
杨幂、肖战	2021	品牌代言人
杨幂、肖战、谷爱凌、易烱千玺	2022	品牌代言人
谷爱凌、易烱千玺、杨紫	2023	品牌代言人
谷爱凌、杨紫、于适	2024	品牌代言人
于适、谷爱凌	2025	品牌代言人
郭晶晶	2025	ESG 全球形象大使

资料来源: 公司公告, 新浪财经, 中国银河证券研究院

**国际化营销持续推进, 品牌形象向时尚化与专业化双向升级。**自实施“聚焦主品牌”战略以来, 公司回归羽绒服主业, 通过系统性的国际化营销持续提升品牌影响力。公司通过与国际设计师及知名 IP 的联名合作, 并结合国际化概念秀等多元形式, 加快品牌在全球范围内的曝光与认知积累, 逐步强化消费者对其产品在时尚表达与专业性能方面的综合认知。2025 年 10 月携“大师泡芙”系列再次亮相巴黎时装周, 集中展示其在羽绒服轻量化与保暖性能平衡方面的探索成果。相关举措有助于提升品牌的国际化形象, 为高附加值产品推广及品牌溢价能力的提升提供支撑。

图12: 尔滨×波司登“致敬冰雪”大秀



资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

图13: 波司登“叠变”轻薄羽大秀



资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

图14: 2025年10月波司登携大师泡芙参加巴黎时装周



资料来源: 公司公众号、中国银河证券研究院

图15: 2025年10月波司登叠变发布会系列时装秀



资料来源: 公司公众号、中国银河证券研究院

## 四、新产品与新零售，持续放大品牌价值

### (一) 新产品增效，多品类布局拓宽增长空间

公司在“聚焦羽绒服主航道、聚焦时尚功能科技服饰主赛道”的战略框架下，持续推进产品品类外延拓展。在巩固羽绒服核心品类优势的同时，公司逐步布局防晒服、冲锋衣等户外功能服饰，完善产品矩阵。一方面，功能性服饰的引入为公司带来新的收入增长点，拓宽品牌覆盖的消费场景；另一方面，有助于缓解羽绒服淡季对门店经营的制约，提升渠道利用效率。自 2022 年首次推出防晒服产品线以来，公司凭借兼顾功能性与时尚感的设计快速获得市场认可。至 FY2025，防晒及户外功能服装销售规模已达到 10 亿元，成为公司多品类布局中的重要组成部分。

防晒服提供非旺季销量，“骄阳系列”推动品类加速放量。通过持续上新与产品升级，得到消费者市场正向反馈。目前公司防晒服产品主要涵盖轻运动与“骄阳”系列，其中“骄阳系列”在 2024 年春夏季实现重点推广。该系列在满足基础防晒需求的同时，进一步强化透气与凉感等功能属性，并在面料、色彩及设计细节上同步升级，提升产品的时尚表现力。配合品牌代言人推广及集中化的营销投放，“骄阳系列”实现较高市场曝光度，加速消费者品类认知与销售转化。此外，公司围绕防晒服品类持续拓展产品形态，逐步覆盖亲子装、男装及配套夏装与防晒配件，完善春夏产品矩阵。

图16：公司防晒衣产品宣传图



资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

图17：公司冲锋衣产品宣传图




资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

积极布局户外场景，叠变系列切入户外功能性服饰赛道。顺应户外消费需求持续升温的趋势，公司加快拓展户外功能服饰布局。2024 年秋季，公司推出「叠变」系列冲锋衣羽绒服，并获得红点设计奖，标志着波司登在保持羽绒服主赛道不变的前提下，正式切入户外保暖及功能性服饰市场。「叠变」系列主打“一衣三穿、灵活保暖”的产品理念，具有防泼水、防风、透湿透气等功能属性，覆盖通勤、旅行及户外等多元场景。在此基础上，公司进一步延伸出风壳、软壳及硬壳等细分品类，增强产品在都市与户外场景之间的适配度，丰富功能外套产品矩阵。户外功能服装市场仍具备持续扩张潜力，公司此次布局依托既有品牌影响力与技术积累，在保暖性能与时尚表达方面获得消费者认可，有助于在主战略不发生偏移的前提下，为集团培育新的业绩增长点。

**羽绒服品类持续创新，多款单品业绩亮眼。**围绕穿着场景与消费人群的差异化需求，公司持续推进羽绒服产品结构的精细化划分。目前旗下产品主要覆盖商务、户外、时尚及休闲等核心品类，并在各品类框架下不断推出具备明确风格与功能定位的细分系列。具体来看，户外品类涵盖极地极寒、登峰等专业系列，满足高强度与极端环境需求；时尚品类下推出泡芙系列及时尚运动系列，强化潮流属性；商务品类则以风衣羽绒服等产品切入通勤与商务场景。多层次产品布局有助于提升单一品类内部的覆盖广度，增强品牌在不同消费场景下的渗透能力。

表19: 公司产品矩阵及价格带

	产品	风格定位	价格带	功能特征	图例
羽 绒 服 系 列	极地极寒系列	极地御寒	2199-3299 元	远红外蓄热里布，800+高蓬大朵鹅绒，可御寒-60°C为极地之旅保驾护航首创动态御寒科技更保暖，更透气，更轻量	
	登峰系列	超强御寒能力和科技实力，户外专业人群	6800-7800 元	首创工艺极致抗寒首创多层立体充绒结构强效抗寒-35°C	
	高端系列 Areal	极致工艺与风度并存	2400-3800 元	联合国际设计大师 Kim Jones，结合高定美学与波司登专研羽绒工艺，雕塑感廓形，专为高端商务和都市新精英群体量身打造	
	泡芙系列	科技智暖，百搭有型	1799-3199 元	拥有热能速暖面料+优质鹅绒，适合对设计+保暖功能有需求人群	
	户 外 品 类	单壳冲锋衣	户外活动+城市通勤等场景	1199-1899 元	自研热湿力平衡外壳，三重科技防护面料；鹅绒内胆蓬松度 700+
叠变系列冲锋衣		应对气温多变，横跨 20°C温差，解锁百变造型，潮流出行	1899-2499 元	一衣三穿灵活保暖，全天候舒适防护，世界黄金产地鹅绒	
防 晒 衣	科技骄阳系列	高舒适性，凉感科技	299-499 元	原纱防晒 UPF100+,透气更轻薄；升级双抗降温系统、抗紫外线，抗热能，瞬间凉爽	

系列	柔型轻运动	舒适运动，修身不紧身	299-699 元	舒适轻薄，轻肤透气，拇指袖设计，贴合手背不怕晒，背部内拼网布更凉爽针梭相拼，修身不紧身。	
----	-------	------------	-----------	--	---

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

用“登峰”系列树立顶级羽绒服标杆，科技赋能驱动产品升级。公司以“登峰”系列为代表，持续打造高端与专业羽绒服产品标杆。2025年10月30日，公司在上海举行登峰系列发布会，正式公布全新万元登峰系列羽绒服。该系列羽绒服选用 GORE-TEX 科技面料，不仅可以持久防风防雨，更具有高度透气性，所有接缝处均做特殊的防水压胶工艺处理，能有效阻止雨水从线缝处渗透。此外，登峰系列采用长征五号的航天纳米保温材料气凝胶制成电子仪器保护袋，可有避免电子仪器受到低温影响而加速流失电量。每一件登峰系列羽绒服都植入了可永久使用的 RECCO 生命探测仪，当在户外运动过程中遭遇雪崩等意外事故时，可让搜救队迅速定位到受困者，提升救援行动的成功率。公司在专业羽绒服领域的研发实力与产品定义能力，进一步夯实其在专业户外及极寒场景中的技术形象。

图18：万元“登峰”系列羽绒服



资料来源：VOGUE、中国银河证券研究院

图19：时尚泡芙系列羽绒服



资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

泡芙系列注入时尚元素，单品销售业绩亮眼。公司围绕不同层级城市消费特征，持续推进产品差异化布局。二、三线城市消费者在关注产品功能性与性价比的同时，对时尚元素亦有明确需求。公司在泡芙系列基础上推出更具时尚表达的创新款式，强化设计感与识别度。相关产品在保持基础保暖性能的同时，通过外观与细节升级实现有效差异化，推动单品快速放量。此外，公司积极推动时尚产品线，2025年10月，公司在巴黎时装周期间发布“大师泡芙”系列。通过立体剪裁与创新工艺融合了科技与美学，在市场推出后获得了积极反响。

产品矩阵持续扩充，科技+时尚提升产品力。作为国内羽绒服赛道的领先品牌，公司长期围绕产品力进行持续升级与创新。在传统羽绒服领域，公司通过登峰系列、极地极寒系列等专业产品强化性能优势；同时，整合全球设计与供应链资源，与国际知名设计师合作推出兼具功能与时尚的新品类，逐步打破消费者对传统羽绒服的固有认知。2025年10月，波司登与 Kim Jones 合作，推出 AREAL 高级都市线，精准切入中高端商务时尚赛道。该系列采用可叠穿蜕变式设计及顶级羊毛/定制面料，突破传统羽绒服单一场景限制，标志着公司品牌价值与创意高度的提升。同期，公司与“机

能教父” Errolson Hugh 合作推出 VERTEX 羽绒服系列，以高性能科技为核心，兼顾功能性与时尚感，进一步拓展时尚功能科技服饰主赛道的产品品类。

图20: Areal 系列羽绒服



资料来源: 公司官网、中国银河证券研究院

图21: Vertex 系列羽绒服



资料来源: 央视网、中国银河证券研究院

## (二) 新门店升级、TOP 店+旗舰打造极致消费者体验

**门店布局优化，精准触达目标客群。**在品牌精细化运营战略推动下，公司持续推进线下门店体系升级，以 TOP 店与旗舰店为核心优化渠道结构。通过主动调整门店布局、加快进驻高端商场与核心商圈，公司有效提升对高消费能力客群的覆盖广度与触达效率。门店布局的结构性优化，有助于公司在重点城市与核心消费场景中强化品牌呈现产品的展示能力，进一步巩固其中高端羽绒服市场的品牌心智，为高附加值产品销售与品牌影响力提升提供支撑。

图22: 波司登北京三里屯登峰概念店



资料来源: 公司公众号、中国银河证券研究院

图23: 波司登北京三里屯登峰概念店



资料来源: 公司公众号、中国银河证券研究院

**TOP 店体系打造，树立标杆门店形象。**公司着力推进 TOP 店体系建设，从全国范围内筛选具备区位与经营优势的门店进行系统化运营管理。FY2026 中期数据显示，截至 2025 年 9 月 30 日，公司全球羽绒服业务常规零售网点（不含旺季店）总数为 3558 家，公司通过分层分级管理机制，将资源向优质门店倾斜。公司持续优化 TOP 店的产品结构与服务标准，提升单店运营质量与品牌展示效果。相关门店在树立标杆形象的同时，对周边区域门店形成示范与带动作用，推动整体渠道运营能

力的协同提升。

**旗舰店创新设计，营造沉浸式消费体验。**公司旗舰店在空间设计与场景营造方面不断创新，通过强化体验属性提升品牌辨识度。2023年11月开业的北京王府井in88全球首家登峰概念店，以主题化设计吸引消费者关注；2024年12月开业的北京三里屯登峰概念店，进一步强化公司在专业市场的品牌形象。相关门店将品牌精神与产品理念融入设计细节，突出公司在专业羽绒服领域的技术积累与专业形象。同时，公司探索将旗舰店打造为户外社群活动的聚集空间，增强消费者参与感与互动性，有助于提升用户黏性与长期价值。

图24：登峰概念店“冰雪玉龙”



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**多类型门店模式拓展，拓展多元消费人群。**公司持续推进新门店升级，尤其在TOP店与旗舰店建设方面成效显著，在精准触达目标客群、树立品牌标杆及提升消费体验等方面形成合力。在此基础上，公司进一步探索多层次门店布局，自2025年起尝试“一场多店”经营模式，即在同一商场内布局主品牌门店、VERTEX户外店及Areal商务快闪店，根据商场定位灵活调整进驻楼层，突破传统按区域划分的单一门店模式。线上多平台布局，电商新零售推动运营升级。波司登旗下高端户外线VERTEX已开设两家概念店，分别位于沈阳万象城与西安赛格，以极具未来感的沉浸式场景呈现。AREA快闪店陆续在上海静安嘉里中心、杭州万象城等地亮相，有效提升了公司在科技时尚功能细分赛道上的品牌影响力。

**多平台发力打造爆品，占比逐年提升。**公司自2018年战略转型以来，持续将线上渠道作为重点发展方向，依托品牌效应与产品力积累，线上业务保持较快增长。FY2018—FY2025，品牌羽绒服业务线上收入由11.35亿元增长至74.78亿元，CAGR达30.91%，线上收入占品牌羽绒服业务比重提升至34.5%，已成为公司重要的销售渠道之一。公司坚持“全球羽绒服专家”的品牌定位，在稳固传统电商平台官方旗舰店运营的同时，积极挖掘新兴内容电商平台的增长机会。通过品牌战役、IP共建等方式，公司逐步构建以专业内容为核心的抖音运营体系，并探索直播等新型销售模式。

表20: 品牌羽绒服线上收入 (单位: 亿元)

	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
线上: 品牌羽绒服销售	11.35	17.66	22.62	34.89	39.31	48.39	68.36	74.78
占比	20.10%	23.10%	23.80%	32.00%	29.70%	35.60%	35.00%	34.50%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**线上进入存量阶段, 品牌电商优势明显。**2024/25 财年, 随着消费者决策趋于理性, 传统电商平台逐步进入存量竞争阶段, 行业竞争方式由流量驱动向品牌与运营能力驱动转变, 头部品牌效应进一步凸显。同时, 内容电商平台在流量结构上持续演进, 通过内容流量、电商流量及广告流量等多维度实现增长。公司自 2018 年战略转型以来始终将线上作为核心布局方向, 注重掌控销售链路并沉淀用户资产。在新兴平台拓展方面, 公司积极推进抖音等内容型电商平台的体系化建设。2025/26 财年上半年, 公司着重发展自营店铺并加强内容供给, 设立专业生成内容 (PGC) 直播基地, 完成内容平台官方旗舰店自营模式调整, 新品占比与平均单价均有所提升, 进一步增强品牌影响力。

图25: 2025 年双十一电商榜单



资料来源: 天猫、抖音, 中国银河证券研究院

**内容电商深度运营，代表 DTC 转型的重要实践。** FY2025 公司渠道战略充分体现“全域融合”理念，通过线上线下协同发展，逐步构建以消费者体验为核心的数字化零售体系。公司把握内容电商崛起趋势，对抖音等平台进行战略性投入，在组织架构、内容形式及新品推广等方面持续优化。2024 年 9 月，公司结合抖音新潮焦点 IP 推广轻薄羽绒服，通过“叠变”云端大秀等创新形式实现高关注度转化。与此同时，公司探索“专家生成内容（PGC）”直播模式，将产品专业知识与内容表达相结合，提升内容的专业度与可信度。受益于定制化运营策略，波司登抖音平台粉丝规模持续扩大，在年轻消费群体中的品牌影响力进一步增强。

## 五、盈利预测与估值分析

### (一) 盈利预测

作为中国羽绒服绝对龙头，公司凭借强大的品牌力和渠道优势，牢牢占据中高端市场份额，主品牌波司登持续稳健增长、国际化加速以及 OEM 业务的弹性贡献，在消费复苏周期中具备较强的盈利弹性。FY2025 公司实现营业收入 259.01 亿元,同比增长 11.58%，预计 FY2026/27/28 年营业收入分别为 285.20/312.49/341.85 亿元，增速分别为+10.11%/+9.57%/+9.39%。以下为具体业务拆分与预测：

#### 1.品牌羽绒服业务

公司旗下羽绒服品牌包括波司登、雪中飞和冰洁，通过直营和经销模式销售。波司登主品牌定位中高端，是增长的主要驱动力。FY2025 品牌业务收入达 216.68 亿元，同比增长 11%，占公司总收入的 83.66%。受益于品牌升级与渠道结构优化，预计 FY2026/27/28 年营业收入分别为 243.25/268.92/296.23 亿元，增速分别为+12.26%/+10.55%/+10.15%。

#### 2.OEM 业务

贴牌加工管理(OEM)业务为其他品牌提供羽绒服等产品的设计和生服务，作为公司第二大收入来源，2024/25 财年实现收入 33.73 亿元，同比增长 26.4%，占比提升至 13.0%，主要受益于海外订单回暖及供应链优化。随着公司拓展更多新客户与新订单，预计 FY2026/27/28 年营业收入分别为 34.75/36.83/38.67 亿元，增速分别为 3%/6%/5%。

#### 3.女装与多元化业务

女装与多元化业务目前体量较小，对整体业绩边际影响有限。公司经营杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭四个中高端女装品牌，FY2025 受市场环境竞争加剧影响表现承压，多元化业务主要为飒美特校服业务。随着女装业务的收缩与调整，多元化业务聚焦小体量+高质量订单，预计女装 2025/26/27 年收入分别为 5.64/5.32/5.46 亿元，增速分别为-13.4%/-5.58%/+2.62%；多元化业务收入分别为 1.57/1.41/1.48 亿元，增速分别为-25%/-10%/5%。

表21：公司收入拆分表（单位：亿元）

	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	259.01	285.20	312.49	341.85
yoy	11.58%	10.11%	9.57%	9.39%
品牌羽绒服	216.68	242.41	266.93	292.94
yoy	11.00%	12.26%	10.55%	10.15%
OEM	33.73	36.43	39.35	42.50
yoy	26.4%	3%	6%	5%
女装	6.51	5.64	5.32	5.46
yoy	-20.58%	-13.4%	-5.58%	2.62%
多元化业务	2.09	1.57	1.41	1.48
yoy	2.85%	-25%	-10%	5%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

**毛利率：**公司通过羽绒服产品升级与销售占比提升可有效对冲 OEM 业务波动对毛利率的结构性影响。FY2025 公司综合毛利率为 57.29%，预计未来公司毛利率仍能保持基本稳定，FY2026-2028 年毛利率分别为 57.28%/57.15%/57.12%。

**费用率：**公司头部势能门店拓展、渠道调改与装修投入，短期费用可能有所上升，但随着规模与结构优化，单店效率提升，费用率有望得到有效控制。预计 FY2026-2028 年销售费用率分别为 31.9%/31.6%/31.5%，管理费用率分别为 6.22%/6.18%/6.05%。

综合以上，我们预计公司 FY2026-2028 年归母净利润为 39.12/43.35/48.01 亿元，同比增长 11.32%/+10.82%/+10.76%，EPS 分别为 0.34/0.37/0.41 元。

## （二）相对估值

选取安踏体育、李宁、特步国际等与公司同属“品牌+功能+中高端化”发展路径的公司作为可比公司。采用 2026 年 1 月 9 日收盘价，公司 FY2026/27/28 年 EPS 分别为 0.34/0.37/0.41 元，PE 估值分别为 12x/11x/10x 倍。公司 PE 估值低于可比公司平均水平，在此基础上公司提供了更高的成长弹性与股息回报，且在羽绒服赛道具备更强的全球竞争力。考虑到其在羽绒服赛道的龙头地位与供应链护城河，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表22：可比公司对应估值数据（截至 2026 年 1 月 9 日）

股票代码	股票名称	收盘价 (HKD)	EPS (元)			PE (x)		
			FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>3998.HK</b>	<b>波司登</b>	4.48	0.34	0.37	0.41	12.05	10.87	9.82
2020.HK	安踏体育	80.3	4.82	5.36	5.84	15.02	13.50	12.39
2331.HK	李宁*	19.63	0.95	1.08	1.19	18.62	16.38	14.87
1368.HK	特步国际	5.32	0.49	0.55	0.62	9.79	8.72	7.73
<b>均值</b>						<b>14.47</b>	<b>12.87</b>	<b>11.66</b>

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：\*表明采用 iFinD 一致预期，港股公司 PE 进行计算时收盘价根据 2026 年 1 月 9 日中国银行外汇牌价公布的 100 港币=90.1 人民币汇率进行换算后得到）

## （三）绝对估值

采用 FCFE 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2032 年）、永续增长期（2032 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2026 年 1 月 9 日公司最新股本为基准，按照当天人民币兑港币汇率计算（0.9:1），在加权平均资本成本（WACC）为 10.23%、永续增长率（g）为 1.5% 时，公司合理每股价值为 5.5 港元。在加权平均资本成本（WACC）为 9.75%-10.75%、永续增长率（g）在 1.25%-1.8% 的情况下，公司合理每股价值区间为 5.16-5.91 港元。

表23: FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	1.8%	参考中国 10 年期国债收益率过去 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	14%	参考恒生指数历史年化收益率
贝塔系数β	0.7393	参考公司历史贝塔系数
加权平均资本成本 WACC	10.23%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$ 计算得到
过渡期增长率	2%	假设过渡期公司年均复合增长率 2%
永续增长率 g	1.5%	假设公司永续增长率 1.5%

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表24: FCFF 估值敏感性分析

加权平均资本成本 (WACC)	永续增长率 (g)				
	1.04%	1.25%	1.50%	1.80%	2.16%
9.46	5.21	5.28	5.37	5.49	5.64
9.75	5.06	5.13	5.21	5.32	5.46
10.23	4.82	4.88	4.95	5.05	5.17
10.75	4.60	4.65	4.71	4.79	4.90
11.07	4.47	4.52	4.58	4.65	4.74

资料来源: IfinD, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

---

**1、羽绒服需求受气候波动影响的风险。**公司核心收入仍以羽绒服为主，产品销售具有一定季节性，对冬季气温变化较为敏感。若主要销售季出现暖冬或气候异常，可能对终端需求、库存周转及盈利能力产生不利影响。

**2、新品类拓展不及预期的风险。**公司积极布局防晒服、冲锋衣等新品类，相关业务已取得阶段性进展，但新品类仍处于持续培育阶段。若消费者接受度、渠道匹配度或产品迭代节奏不及预期，可能影响新品类对收入增长的贡献。

**3、原材料价格波动风险。**羽绒等原材料价格受供需、气候及政策等多重因素影响。若原材料价格大幅上涨，且公司无法通过提价或成本转移方式有效对冲，可能对毛利率产生不利影响。

**4、渠道升级不及预期的风险。**公司持续推进 TOP 店与旗舰店建设，并探索“一场多店”等新型门店模式。相关投入周期较长，若单店产出、客流转化或区域协同效应未达预期，可能对渠道效率及盈利水平造成影响。

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: FY2025 公司营业收入占比 (按业务分) .....	5
图 3: FY2025 羽绒服业务收入占比 (按品牌分) .....	5
图 4: 公司股权结构.....	5
图 5: 2024 年消费者羽绒服消费预算.....	10
图 6: 2024 年电商平台羽绒服价格分布.....	10
图 7: 羽绒服行业品牌分布矩阵 .....	10
图 8: 高度自动化物流设备 .....	14
图 9: 一体化仓配平台.....	14
图 10: 波司登助力登顶珠穆朗玛峰.....	16
图 11: 波司登助力第 41 次中国南极科考.....	16
图 12: 尔滨×波司登“致敬冰雪”大秀 .....	17
图 13: 波司登“叠变”轻薄羽大秀.....	17
图 14: 2025 年 10 月波司登携大师泡芙参加巴黎时装周.....	17
图 15: 2025 年 10 月波司登叠变发布会系列时装秀 .....	17
图 16: 公司防晒衣产品宣传图.....	18
图 17: 公司冲锋衣产品宣传图.....	18
图 18: 万元“登峰”系列羽绒服.....	20
图 19: 时尚泡芙系列羽绒服.....	20
图 20: Areal 系列羽绒服 .....	21
图 21: Vertex 系列羽绒服.....	21
图 22: 波司登北京三里屯登峰概念店 .....	21
图 23: 波司登北京三里屯登峰概念店 .....	21
图 24: 登峰概念店“冰雪玉龙” .....	22
图 25: 2025 年双十一电商榜单 .....	23
表 1: 公司品牌及业务情况 .....	3
表 2: 公司核心管理层概况 .....	5
表 3: 公司历年营业收入、归母净利润及增速 (亿元) .....	7
表 4: 公司分业务营业收入及增速 (亿元) .....	7
表 5: 公司历年毛利率及分业务毛利率变化.....	7
表 6: 公司历年费用率变化 .....	8
表 7: 公司历年归母净利润及增速、净利率 (亿元) .....	8

表 8: 公司历年来存货周转天数 (天)	8
表 9: 2015-2024 年羽绒服行业市场规模 (单位: 亿元)	9
表 10: 2024 年中国品牌力指数 SM(C-BPI <sup>®</sup> )羽绒服棉衣品牌排行榜	11
表 11: 波司登与海外竞品产品对比	12
表 12: 公司历年累计获得专利数	13
表 13: 公司历年库存周转天数 (天)	14
表 14: 各线城市门店占比变化情况 (家)	15
表 15: 羽绒服自营店、加盟店数量及占比 (家)	15
表 16: 波司登品牌在天猫及京东平台粉丝数 (万)	15
表 17: 公司历年线上收入及增速 (亿元)	15
表 18: 2019 年以来公司签约代言人	16
表 19: 公司产品矩阵及价格带	19
表 20: 品牌羽绒服线上收入 (单位: 亿元)	23
表 21: 公司收入拆分表 (单位: 亿元)	25
表 22: 可比公司对应估值数据 (截至 2026 年 1 月 9 日)	26
表 23: FCFF 估值参数假设及说明	27
表 24: FCFF 估值敏感性分析	27

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,222	21,633	23,125	25,533
现金	4,627	6,274	6,875	8,335
应收票据及账款	1,195	1,328	1,455	1,592
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	1,828	1,913	2,096	2,292
存货	3,951	4,352	4,782	5,235
其他	7,622	7,766	7,917	8,078
非流动资产	8,181	7,741	7,300	6,860
长期投资	524	524	524	524
固定资产	1,919	1,739	1,558	1,378
无形资产	2,042	1,786	1,531	1,276
其他	3,697	3,692	3,687	3,683
资产总计	27,403	29,374	30,425	32,393
流动负债	9,508	10,470	10,403	11,133
短期借款	896	1,198	227	0
应付账款及票据	5,206	5,675	6,237	6,827
其他	3,406	3,597	3,939	4,306
非流动负债	865	865	865	865
长期借款	0	0	0	0
其他	865	865	865	865
负债总计	10,373	11,335	11,268	11,997
少数股东权益	111	154	202	255
归属母公司股东权益	16,919	17,885	18,955	20,140
负债和股东权益	27,403	29,374	30,425	32,393

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,982	4,101	4,616	5,043
净利润	3,553	3,955	4,383	4,854
折旧摊销	1,226	440	440	440
财务费用	-204	26	8	-22
其它经营现金流	-593	-321	-215	-230
投资活动现金流	-3,098	217	228	239
资本支出	1,236	0	0	0
其他投资现金流	-4,334	217	228	239
筹资活动现金流	-2,941	-2,670	-4,244	-3,821
短期借款增加	-1,582	302	-971	-227
长期借款增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1,359	-2,972	-3,273	-3,594
现金净增加额	-2,058	1,647	600	1,461

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	25,902	28,520	31,249	34,185
营业成本	11,062	12,184	13,391	14,657
销售费用	8,524	9,098	9,875	10,768
管理费用	1,652	1,774	1,931	2,068
财务费用	-204	26	8	-22
其他费用	18	20	22	24
其他经营性损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
营业利润	4,850	5,418	6,023	6,689
资产收益	0	0	0	0
其他非经营性收益	299	314	330	346
利润总额	5,149	5,732	6,352	7,036
所得税	1,596	1,777	1,970	2,181
净利润	3,553	3,955	4,383	4,854
少数股东损益	39	43	48	53
归属母公司净利润	3,514	3,912	4,335	4,801
EBITDA	6,171	6,199	6,800	7,454
EPS (元)	0.30	0.34	0.37	0.41

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业总收入	11.6%	10.1%	9.6%	9.4%
归属母公司净利润	14.3%	11.3%	10.8%	10.8%
<b>获利能力</b>				
销售毛利率	57.3%	57.3%	57.1%	57.1%
销售净利率	13.7%	13.9%	14.0%	14.2%
ROE	20.8%	21.9%	22.9%	23.8%
ROIC	30.3%	32.0%	31.9%	34.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.9%	38.6%	37.0%	37.0%
净负债比率	-21.9%	-28.1%	-34.7%	-40.9%
流动比率	2.02	2.07	2.22	2.29
速动比率	1.46	1.50	1.60	1.65
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.95	0.97	1.03	1.06
应收账款周转率	21.68	21.47	21.47	21.47
存货周转率	2.80	2.80	2.80	2.80
固定资产周转率	13.50	16.40	20.05	24.81
<b>每股指标</b>				
每股收益	0.30	0.34	0.37	0.41
每股经营现金	0.34	0.35	0.40	0.43
每股净资产	1.45	1.53	1.62	1.73
P/E	13.40	12.05	10.87	9.82
P/B	3.02	2.86	2.70	2.54
EV/EBITDA	-0.84	-0.07	0.44	0.86
P/S	1.97	1.79	1.64	1.50

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本科，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn