

纺织服饰

2025 年&2026Q1 行业总结：品牌逐步修复，制造短期承压

品牌服饰：2025 年内盈利逐步修复，2026 年收入、利润均有望稳健增长。2025 年品牌服饰重点公司收入/归母净利润同比分别+6.5%/+6.6%。其中 Q1、Q2 因费用投入利润率承压，Q3、Q4 逐步环比改善。2026Q1 品牌服饰重点公司收入/归母净利润同比分别+8.4%/+9.6%，受益于春节假期较晚，服装冬季旺季延长、品牌收入增速可观。展望全年，考虑各公司继续合理管控费用投放，板块利润有望在低基数下稳健增长。

- **运动鞋服：**2026Q1 运动鞋服品牌公司均实现了稳健的流水增长态势，同时库存管理健康，4 月以来各品牌流水增速略有波动，但基本延续 Q1 趋势，全年受益于居民运动参与度持续提升与品牌运营效率优化，板块稳健增长趋势有望延续。
- **时尚服饰：**电商表现良好，尤其是高端品牌线上业务增速强劲。直营拓店情况相对良性，加盟渠道 2025 年消化库存、收缩门店、2026 年预计环比修复。
- **家纺：**2026Q1 家纺公司电商业务均呈现优异增长表现，展望 2026 年我们判断家纺公司将继续发力电商渠道，通过直播电商、社交电商在保证利润率的基础上推动产品销售，同时实施大单品战略，将产品功能性与消费者睡眠需求挂钩。

纺织制造：成衣制造公司景气下行，上游纺织个股分化。2025 年纺织制造重点公司收入/归母净利润同比分别+1.0%/-12.4%，2026Q1（仅 A 股）收入/扣非归母净利润同比分别-14.0%/-38.4%（主要系样本中核心公司华利集团业绩下滑带动）。1）成衣制造板块订单偏保守，考虑原材料价格波动、关税政策变化、国际贸易风险、人力成本上升趋势，我们判断 2026H1 公司利润率或同比存在压力，期待后续伴随着基数走低逐步改善。2）上游纺织板块个股业绩表现分化，羊毛价格涨至高位，化纤、棉花价格也在上升过程中，对应部分公司业绩预期出现改善，百隆东方 2026Q1 收入/归母净利润同比分别+15%/+40%；新澳股份 2026Q1 收入/归母净利润同比分别+17%/+19%，建议关注后续原料价格及利润兑现情况。

黄金珠宝：2026Q1 板块公司业绩优异，关注渠道优化进度。2026Q1 黄金珠宝重点公司合计营收同比增长 14.2%，归母净利润增长 11.1%，在节日消费的刺激下 2026Q1 黄金珠宝板块呈现出较好的增长态势，2026 年我们建议关注重点节假日的销售情况，同时关注各季度金价走势情况。从运营趋势角度来看，2026 年板块公司一方面持续强化对于线下渠道以及电商的运营优化力度，提升渠道效率，另一方面继续推进产品创新，奠定品牌竞争基础。

投资建议。1）运动鞋服：板块经营韧性较强，看好长期成长性。推荐【安踏体育】，对应 2026 年 PE 为 14 倍（不考虑一次性利得）；推荐【李宁】，对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注滔搏、特步国际、361 度。2）品牌服饰：2026Q1 板块业绩良好，关注基本面持续改善的优质个股。推荐【比音勒芬】，公司 2026Q1 业绩增速亮眼，后续电商+线下拓店有望带动全年收入快速增长，对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐【海澜之家】，对应 2026 年 PE 为 14 倍；关注森马服饰、地素时尚、罗莱生活、水星家纺。3）服饰制造：关注国际贸易政策及环境变化，优选业绩稳健的龙头制造公司。短期关注订单趋势良好的【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 17 倍；关注受益于毛价上涨逻辑、利润有望逐步释放的【新澳股份】，对应 2026 年 PE 为 11 倍。关注晶苑国际、申洲国际、华利集团。4）黄金珠宝：2026 年继续关注强 α 标的，推荐产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福】，当前股价对应 FY2026PE 为 12 倍；推荐【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 13 倍。

风险提示：消费环境波动风险；门店及电商不及预期；汇率波动风险；测算误差风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服饰：Q1 流水增长优异，库存健康，关注 Q2 假期消费表现——运动鞋服 2026Q1 总结》 2026-04-25
- 2、《纺织服饰：周专题：迅销发布 FY2026H1 财报，经营表现优异》 2026-04-19
- 3、《纺织服饰：周专题：服饰制造公司公布 3 月营收表现》 2026-04-12

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
002832.SZ	比音勒芬	买入	1.37	0.96	1.20	1.38	14.8	21.0	16.8	14.6
02020.HK	安踏体育	买入	5.58	4.86	5.60	5.65	12.7	14.6	12.7	12.6
02331.HK	李宁	买入	1.17	1.14	1.11	1.26	15.2	15.6	16.0	14.1
600398.SH	海澜之家	买入	0.45	0.45	0.47	0.52	14.7	14.7	13.9	12.8
002563.SZ	森马服饰	买入	0.42	0.33	0.38	0.42	14.4	18.3	15.9	14.4
603587.SH	地素时尚	买入	0.64	0.55	0.62	0.69	20.8	24.3	21.5	19.2
002293.SZ	罗莱生活	买入	0.52	0.62	0.71	0.80	21.7	18.1	15.9	14.0
603365.SH	水星家纺	买入	1.40	1.55	1.76	1.99	16.0	14.4	12.7	11.2
603889.SH	新澳股份	买入	0.59	0.66	0.82	0.92	14.8	13.2	10.6	9.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所

内容目录

1. 品牌服饰业绩逐步修复，2026 年预计稳健增长	4
1.1 财务数据回顾：2025 年内盈利逐步修复，2026Q1 收入增速亮眼	5
1.2 运动鞋服运营趋势：2025 年经营表现稳健，库存管理健康	7
1.3 时尚服饰运营趋势：加盟有望环比修复，高端品牌电商增速强劲	9
1.4 家纺运营趋势：大单品战略积极推进，同时推动电商业务增长	11
1.5 2026 年板块运营趋势及投资建议：基本面逐步向好，关注持续改善的个股	12
2. 服饰制造：短期利润率承压，期待中长期格局优化	17
2.1 财务数据回顾：成衣制造公司景气下行，上游纺织个股分化	17
2.2 板块运营趋势：订单保守为主，关注利润率变化	19
2.3 2026 年板块运营趋势及投资建议：谨慎关注国际环境变化，优选业绩确定性	21
3. 黄金珠宝：2026Q1 板块公司业绩优异，关注长期产品/渠道优化进度	23
3.1 财务数据回顾：2025 年分红稳定，2026Q1 板块公司业绩优异	23
3.2 板块运营趋势：重视渠道效率提升，同时提升产品差异化	26
3.2.1 渠道端：线下打造差异化店型，线上业务快速增长	26
3.2.2 产品端：国潮风格是产品设计主线，文化内涵与原创设计驱动附加值提升	27
3.3 2026 年板块运营趋势及投资建议：关注产品、渠道力不断提升的品牌公司	27
投资观点	29
风险提示	31

图表目录

图表 1: 2024 年~2026 年 3 月社会消费品零售总额/服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比	4
图表 2: 2020-2025 年品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元)	5
图表 3: 2020-2025 年品牌服饰重点公司归母净利润及 YOY (亿元)	5
图表 4: 2024Q1~2026Q1A 股品牌服饰重点公司收入及 YOY (亿元)	5
图表 5: 2024Q1~2026Q1A 股品牌服饰重点公司归母净利润及 YOY (亿元)	5
图表 6: 2020-2025 年品牌服饰重点公司毛利率及净利率 (%)	6
图表 7: 2020-2025 年品牌服饰重点公司销售费用率 (%)	6
图表 8: 2022Q1-2026Q1 品牌服饰重点公司 (A 股) 存货及增速 (亿元, %)	6
图表 9: 2020-2025 年品牌服饰重点公司 (A 股) 资产减值占营业收入比例	6
图表 10: 2021~2025 年运动鞋服重点公司营收及增速 (亿元, %)	7
图表 11: 2025~2026 年运动品牌流水增速 (%)	7
图表 12: 2021~2025 年运动鞋服公司归母净利润增速 (%)	8
图表 13: 2021~2025 年运动鞋服公司合计归母净利润表现 (亿元, %)	8
图表 14: 2021~2025 年运动鞋服重点公司存货周转天数 (天)	8
图表 15: 2021~2025 年运动鞋服重点公司合计经营性现金流净额表现 (亿元, %)	9
图表 16: 2021~2025 年运动鞋服板块重点公司股利支付率 (%)	9
图表 17: 2025 年部分品牌服饰公司电商/直营/加盟收入同比增速	10
图表 18: 各品牌 2025 年末门店数量及门店数量较当年年初增幅 (家)	10
图表 19: 2025Q1~2026Q1 家纺公司分季度营收增速 (%)	11
图表 20: 2025Q1~2026Q1 家纺公司分季度归母净利润增速 (%)	11
图表 21: 罗莱零压深睡枕	12
图表 22: 水星家纺雪糕被	12
图表 23: 2023~2025 年家纺公司电商业务增速 (%)	12
图表 24: 2023~2025 年家纺公司电商业务毛利率 (%)	12
图表 25: 2025 年运动鞋服部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率	14
图表 26: 2025 年品牌服饰部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率	15
图表 27: 2025Q1~2026Q1 品牌服饰部分重点公司收入/归母净利润同比增速	16
图表 28: 2023/01 至 2026/03 各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速 (%)	17
图表 29: 2021-2025 年成衣制造重点公司收入及 YOY (亿元)	18

图表 30:	2021-2025 年成衣制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元)	18
图表 31:	2024Q1~2026Q1A 股成衣制造重点公司收入及 YOY (亿元)	18
图表 32:	2024Q1~2026Q1A 股成衣制造重点公司扣非归母净利润及 YOY (亿元)	18
图表 33:	2025 年至 2026/04 中国棉花价格指数/Cotlook A 指数	19
图表 34:	2025 年至 2026/04 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数	19
图表 35:	2025Q1~2026Q1 部分上游纺织公司单季度收入 YOY	19
图表 36:	2025Q1~2026Q1 部分上游纺织公司单季度净利率	19
图表 37:	全球重点服饰品牌公司单季度收入 YOY 及收入指引	20
图表 38:	全球重点服饰品牌公司库存周转天数变化及库存管理情况 (天)	20
图表 39:	2025 年纺织制造部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率	21
图表 40:	2025Q1~2026Q1 品牌服饰部分重点公司收入/归母净利润同比增速	22
图表 41:	2024 年至今上海黄金交易所 AU9999 收盘价 (元/克)	23
图表 42:	2025~2026 年金银珠宝类零售额及社会消费品零售额当月值 YOY (%)	23
图表 43:	2023~2025 年黄金首饰季度消费量 (吨, %)	23
图表 44:	2023~2025 年金条及金币季度消费量 (吨, %)	23
图表 45:	2021~2025 年黄金珠宝重点公司收入增速 (%)	24
图表 46:	2021~2025 年黄金珠宝重点公司归母净利润增速 (%)	24
图表 47:	2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司收入增速 (%)	24
图表 48:	2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司归母净利润增速 (%)	24
图表 49:	2021~2025 年黄金珠宝重点公司毛利率水平 (%)	25
图表 50:	2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司毛利率水平 (%)	25
图表 51:	2021~2025 年黄金珠宝重点公司净利率水平 (%)	25
图表 52:	2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司净利率水平 (%)	25
图表 53:	2023~2025 年黄金珠宝重点公司股利支付率水平 (%)	25
图表 54:	黄金珠宝公司 2019~2025 年门店数量 (家)	26
图表 55:	潮宏基 “Soufflé” 专柜	26
图表 56:	周大生国家宝藏快闪店	26
图表 57:	周大生 “云锦” 系列	27
图表 58:	老凤祥 “凤祥喜事” 系列	27
图表 59:	2025 年黄金珠宝部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率	28
图表 60:	2025Q1~2026Q1 黄金珠宝部分重点公司收入/归母净利润同比增速	28
图表 61:	重点公司估值表 (亿元, %, 倍)	30



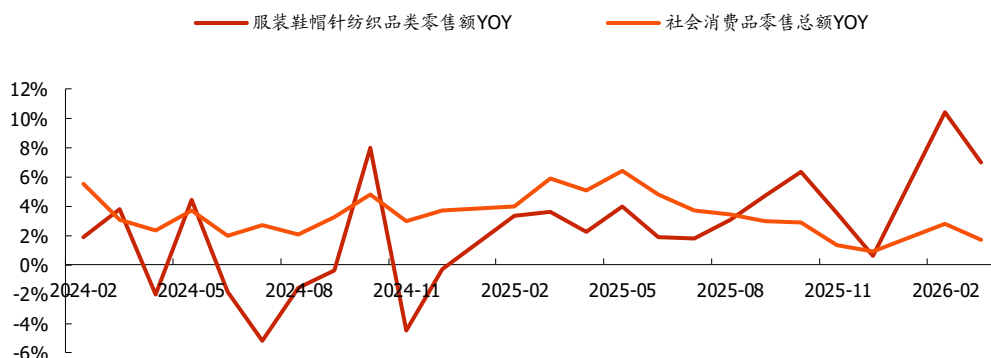
此前我们先后发布运动鞋服 2025 年总结《运动鞋服：2025 年稳健增长，长期赛道投资价值高》及 2026Q1 总结《运动鞋服：Q1 流水增长优异，库存健康，关注 Q2 假期消费表现》。目前 A 股公司 2025 年报和 2026 年一季报已经披露完全，本篇报告中我们对于各板块经营情况进行梳理和复盘：

- 品牌服饰：2025 年品牌服饰重点公司收入/归母净利润同比分别+6.5%/+6.6%。其中 Q1、Q2 因费用投入利润率承压，Q3、Q4 逐步环比改善。2026Q1 品牌服饰重点公司收入/归母净利润同比分别+8.4%/+9.6%，受益于春节假期较晚，服装冬季旺季延长、品牌收入增速可观。展望 2026 全年，考虑各公司继续合理管控费用投放，板块利润有望在低基数下稳健增长。
- 纺织制造：2025 年纺织制造重点公司收入/归母净利润分别同比+1.0%/-12.4%，2026Q1（仅 A 股）分别同比-14.0%/-38.4%。成衣制造板块订单普遍偏保守，考虑原材料价格波动、关税政策变化、国际贸易风险、人力成本上升趋势，我们判断 2026H1 公司利润率或同比存在压力，期待后续伴随着基数走低逐步改善。
- 黄金珠宝：2026Q1 黄金珠宝重点公司合计营收同比增长 14.2%，归母净利润增长 11.1%，在节日消费的刺激下 2026Q1 黄金珠宝板块呈现出较好的增长态势，2026 年我们建议关注重点节假日的销售情况及各季度金价走势情况。

1. 品牌服饰业绩逐步修复，2026 年预计稳健增长

从行业层面来看，服饰品类 2025Q3 以来零售景气向上，增速跑赢消费大盘。1) 2025 年社会消费品零售总额累计同比增长 3.7%（2026Q1 累计同比增长 2.4%），整体的消费环境趋于平稳。2) 从品类零售来看，2025 年服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 3.2%（2026Q1 累计同比增长 9.3%），自 2025 年 9 月以来同比增速整体表现基本跑赢消费大盘。服装系典型的可选消费品类，我们认为伴随着消费信心稳中向好，后续有望继续表现出稳健增长的趋势。

图表1：2024 年~2026 年 3 月社会消费品零售总额/服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比



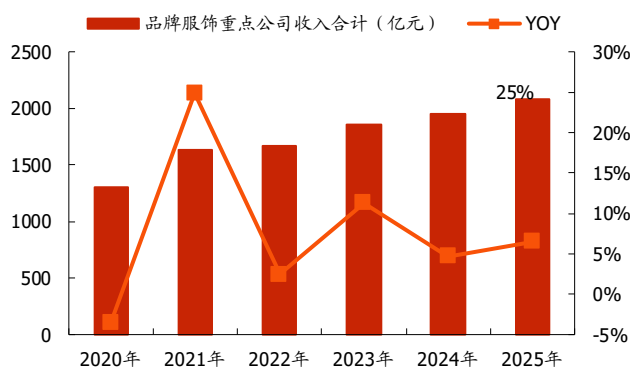
资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.1 财务数据回顾：2025 年内盈利逐步修复，2026Q1 收入增速亮眼

A 股品牌服饰板块利润端 2025H1 表现较弱，2025H2 逐步修复，2026Q1 稳健增长。

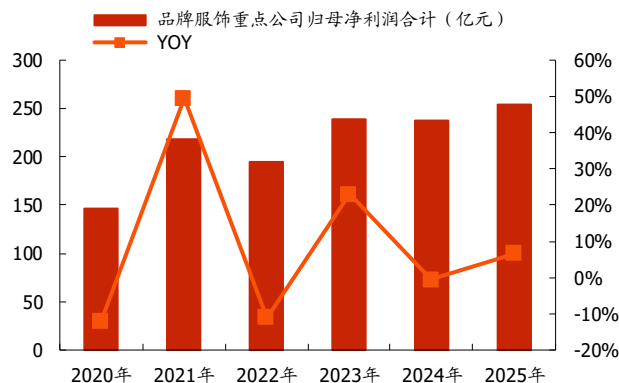
1) 全年来看，2025 年以来品牌服饰板块收入同比稳健增长，利润表现与收入相仿，2025 年品牌服饰重点公司收入/归母净利润同比分别 +6.5%/+6.6%。2) 分季度来看，2025Q1~2026Q1 品牌服饰重点公司（A 股）单季度收入同比分别 -2.6%/+2.9%/+3.1%/+1.5%/+8.4%，归母净利润同比分别 -9.7%/-29.8%/+23.2%/+14.7%/+9.6%，我们判断主要系进入 2025Q3、2025Q4 利润基数较低、盈利质量在低基数下同比修复；2026Q1 受益于春节假期较晚，相关品牌零售旺季延长、收入增速可观。3) 展望 2026 年，我们判断品牌服饰板块公司继续合理管控费用投放、利润有望在低基数下稳健增长。

图表2：2020-2025 年品牌服饰重点公司收入及 YOY（亿元）



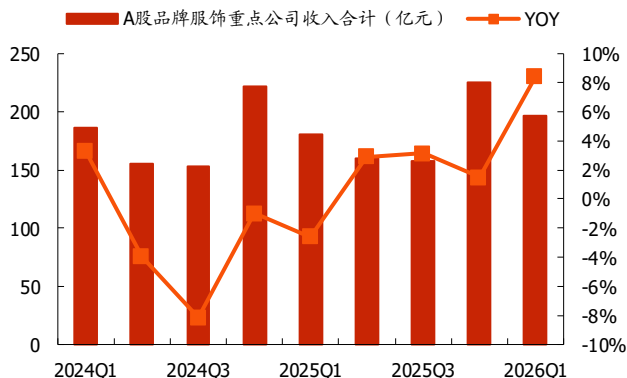
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：2020-2025 年品牌服饰重点公司归母净利润及 YOY（亿元）



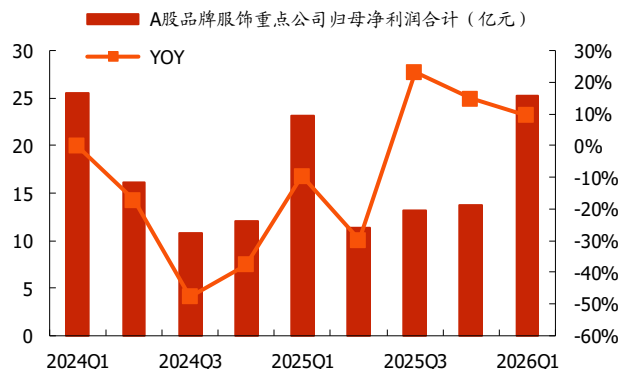
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：2024Q1~2026Q1A 股品牌服饰重点公司收入及 YOY（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：2024Q1~2026Q1A 股品牌服饰重点公司归母净利润及 YOY（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

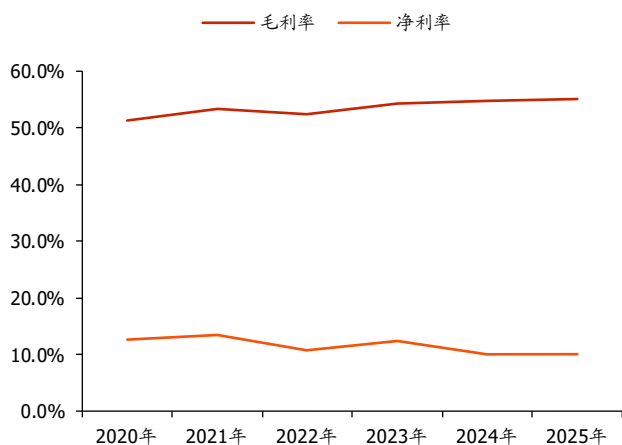
盈利质量：折扣压力相对较小，因此品牌商毛利率表现一直相对稳定，但渠道、广宣等销售费用的投入致使 2025Q1、Q2 净利率存在压力，2025Q3 以来伴随着费用管控效果显现、利润率有所好转。

➤ **毛利率：**考虑行业库存压力相对可控、库龄结构健康，我们判断 2025 年以来品牌服饰新品折扣及毛利率继续保持在较好水平。2025 年品牌服饰重点公司毛利率为

55.1%，同比+0.4pct；2025Q1~2026Q1 重点公司（A 股）毛利率为 57.4%/58.5%/56.1%/57.6%/58.4%，同比分别+1.1/-0.1/+0.6/+0.5/+1.0pct。

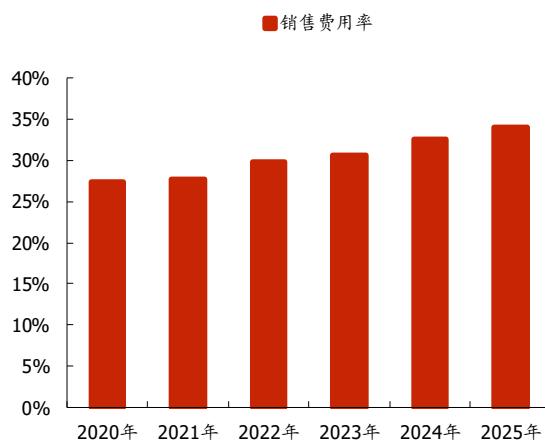
- **销售费用率：**品类零售表现一般，品牌之间竞争加大，由于各品牌公司需承担品牌宣传、电商推广、门店租金等刚性费用（直营渠道），因此销售费用率同比有所上升。2025 年品牌服饰重点公司销售费用率为 34.1%，同比+1.5pct。2025Q1~2026Q1 重点公司（A 股）销售费用率为 34.0%/41.1%/36.3%/36.5%/34.0%，同比分别+3.6/+3.5/+2.6/-0.3/+0.0pct。
- **净利率：**综合以上，2025 年品牌服饰重点公司净利率为 10.1%，同比-0.1pct。2025Q1~2026Q1 重点公司（A 股）净利率为 13.0%/6.6%/11.0%/5.9%/12.7%，同比分别-1.5/-4.2/+3.0/+1.9/-0.3pct。

图表6：2020-2025 年品牌服饰重点公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

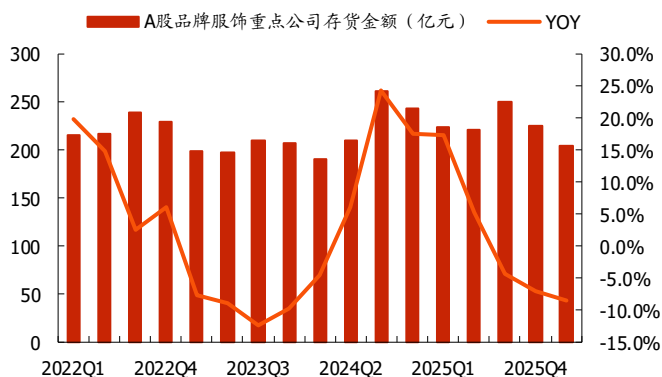
图表7：2020-2025 年品牌服饰重点公司销售费用率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

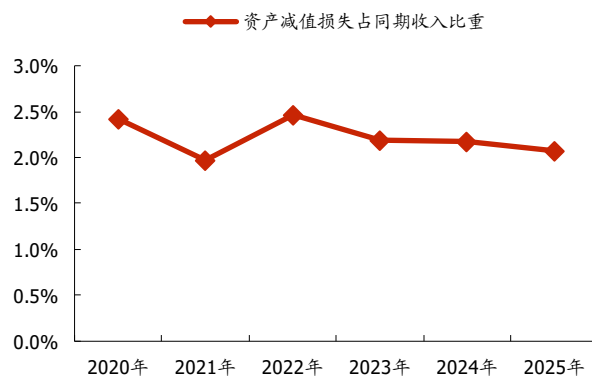
存货情况：下游渠道库存健康，资产减值情况正常。1）资产减值：2025 年品牌服饰重点公司（A 股）资产减值损失占收入比例约 2.1%，同比略有下降。2）库存情况：2025Q1~2026Q1 品牌服饰重点公司（A 股）存货金额同比分别+17.3%/+5.3%/-4.3%/-7.1%/-8.6%，我们判断下游渠道库存逐步去化、当下处于良性状态。

图表8：2022Q1-2026Q1 品牌服饰重点公司（A 股）存货及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：2020-2025 年品牌服饰重点公司（A 股）资产减值占营业收入比例

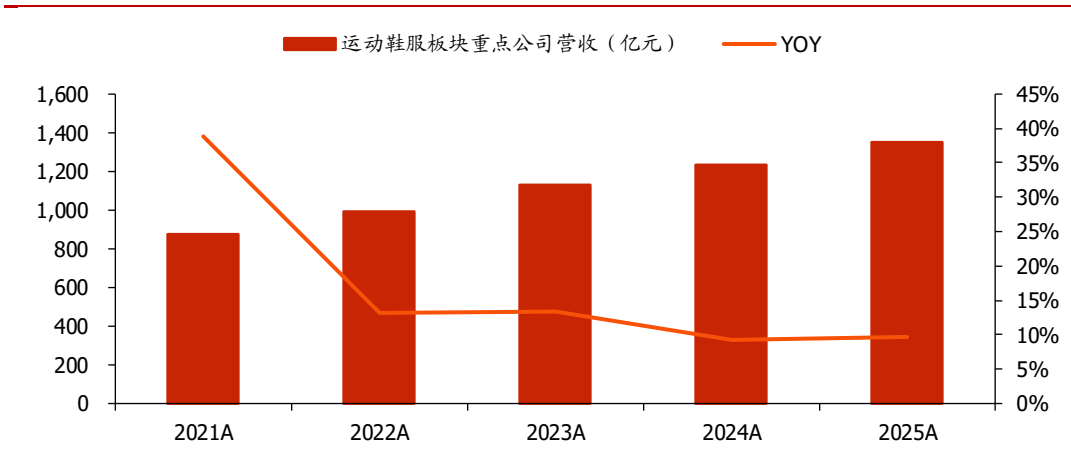


资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 运动鞋服运营趋势：2025 年经营表现稳健，库存管理健康

2025 年运动鞋服板块公司在波动消费环境展现增长韧性。2025 年四家港股运动公司合计营收同比增长 9.7%至 1351.1 亿元。其中安踏体育收入首次突破 800 亿元大关，在大基数下仍保持 13.3%的强劲增长；李宁/特步国际保持稳健增长态势，李宁 2025 年收入增长 3.2%至 296 亿元，特步国际 2025 年收入增长 4.2%至 141.5 亿元，361 度仍有较快速的增速，2025 年营收同比增长 10.6%至 111.5 亿元。2025 年运动鞋服板块仍是优质赛道，标的公司在波动消费环境下保持了收入规模持续扩张。2026Q1 受益于春节假期消费刺激以及各品牌产品上新与营销推进，板块公司整体流水增速表现优异。

图表10: 2021~2025 年运动鞋服重点公司营收及增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

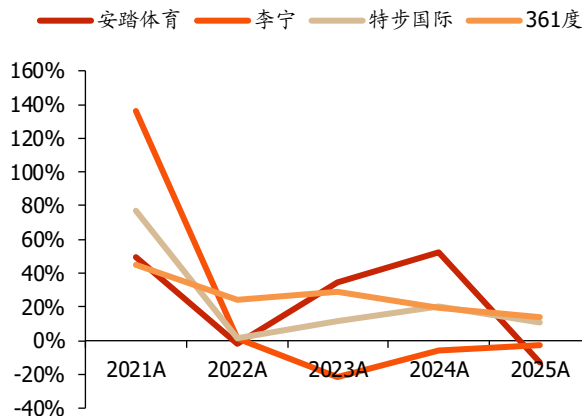
图表11: 2025~2026 年运动品牌流水增速（%）

		2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
安踏体育	安踏品牌	增长高单位数	增长低单位数	增长低单位数	下降低单位数	增长高单位数
	Fila 品牌	增长高单位数	增长中单位数	增长低单位数	增长中单位数	增长 10%~20%低段
	安踏其他	增长 65%~70%	增长 50%~55%	增长 45%~50%	增长 35%~40%	增长 40%~45%
李宁	李宁成人	增长低单位数	增长低单位数	下降中单位数	下降低单位数	增长中单位数
	——线下	增长低单位数	下降低单位数	下降高单位数	下降中单位数	增长中单位数
	——线下直营	下降低单位数	下降中单位数	下降中单位数	下降低单位数	增长 10%~20%低段
	——线下加盟	增长低单位数	增长低单位数	下降高单位数	下降中单位数	增长低单位数
	——电商	增长 10%-20%低段	增长中单位数	增长高单位数	持平	增长高单位数
特步国际	特步品牌	增长中单位数	增长低单位数	增长低单位数	持平	增长低单位数
	索康尼品牌	增长 40%+	增长 20%+	增长 20%+	增长 30%+	增长 20%+
361 度	361 度成人线下	10%~15%	10%	10%	10%	10%
	361 度儿童线下	10%~15%	10%	10%	10%	10%
	361 度电商	35%~40%	20%	20%	高双位数	中双位数

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

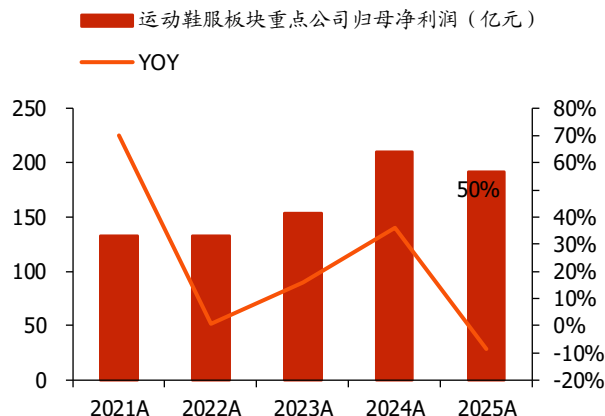
因一次性因素影响，2025 年标的公司净利率表现分化。2025 年安踏体育归母净利率为 16.9%，同比下降 5.1pcts，主要归因于 2024 年包含 Amer Sports 上市以及配售事项产生的一次性非现金利得导致高基数，剔除该因素影响后安踏体育归母净利率同比提升 0.1pcts；李宁净利率下降 0.6pcts 至 9.9%，我们判断主要系实际税率因预提所得税计提而提升；特步国际净利率提升至 9.7%，我们判断主要受益于有效的成本管理以及已终止经营 KP 业务的剥离；361 度由于严谨的运营管理，净利率同比提升 0.3pcts 至 11.7%。2025 年四家运动鞋服公司合计归母净利润为 192 亿元，同比减少约 8.5%，其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度归母净利润分别为 135.9/29.4/13.7/13.1 亿元，同比变动-12.9%/-2.6%/+10.8%/+14.0%，若剔除安踏体育 2024 年一次性非现金利得，安踏归母净利润同比增长 13.9%，板块公司整体表现稳健。

图表12: 2021~2025 年运动鞋服公司归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

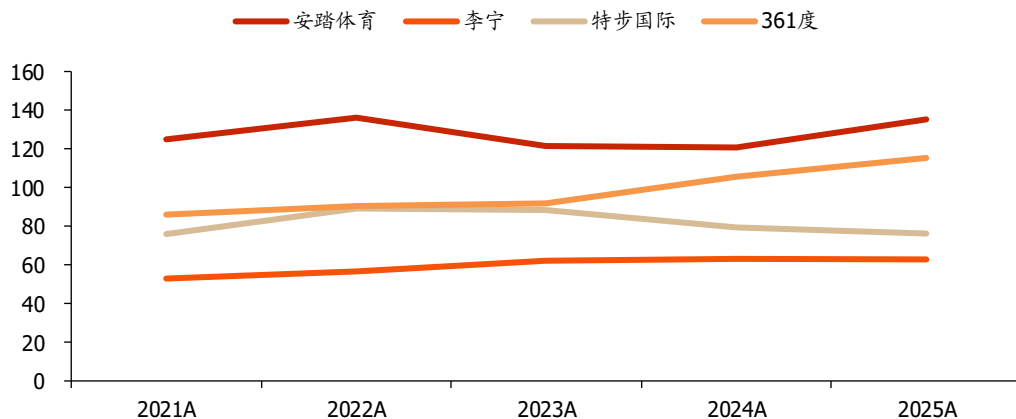
图表13: 2021~2025 年运动鞋服公司合计归母净利润表现 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

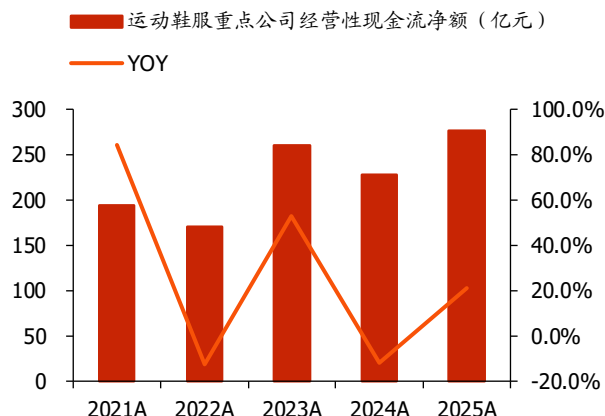
营运质量渠道库存管理稳健, 现金流生成能力强劲, 分红回馈稳定。2025 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度平均库存周转天数分别为 135/63/76/115 天, 同比变动+15/持平/-3/+10 天。尽管受业务规模扩张和备货策略影响, 部分公司周转天数有所上升, 但仍处于健康水平。渠道库存方面, 我们判断截止 2025 年末各运动品牌渠道库销比基本在 4 或者 5 左右, 渠道库存健康。2025 年板块公司现金回流稳健, 合计经营性现金流净额同比提升约 21%至 276.5 亿元。分红方面, 安踏体育/李宁/特步国际/361 度的派息比率分别约 45%/50%/50%/45%, 同比+6pcts/持平/-87pcts/+1pcts, 均保持稳定水平, 其中特步国际派息比率下降主要系 2024 年派发一次性特别股息导致基数高。

图表14: 2021~2025 年运动鞋服重点公司存货周转天数 (天)



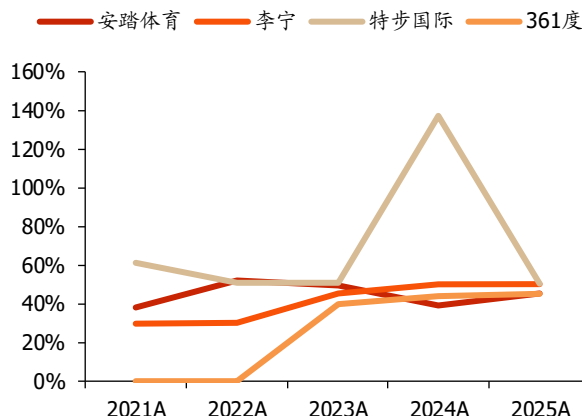
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 2021~2025 年运动鞋服重点公司合计经营性现金流净额表现 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 2021~2025 年运动鞋服板块重点公司股利支付率 (%)



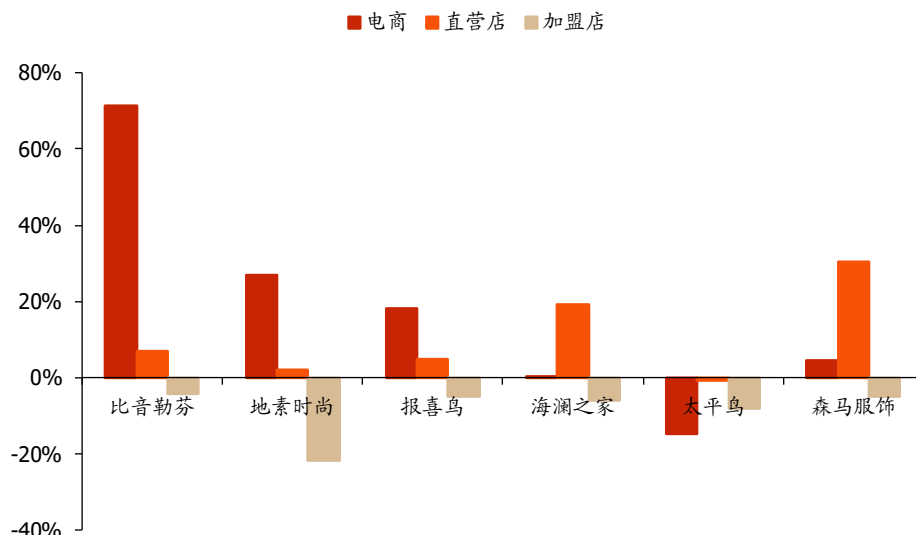
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 时尚服饰运营趋势: 加盟有望环比修复, 高端品牌电商增速强劲

时尚服饰 (中高端服饰、大众服饰) 公司过去几年内整体处于渠道调整阶段, 电商增速相对较好, 线下直营表现优于线下加盟。我们根据经营趋势判断目前门店调整基本接近尾声、2026 年部分公司有望进入净开店阶段, 渠道端改善有望带动基本面经营向好。

- **电商渠道表现良好, 尤其是高端品牌线上业务增速强劲。**根据品类属性我们判断, 服装品类全渠道布局进一步完善, 其中大众品牌进驻电商较早、规模相对成熟, 而中高端品牌近年来开始深度布局多个电商平台, 对应线上业务收入在低基数、小规模背景下快速增长。2025 年比音勒芬/地素时尚/报喜鸟线上收入同比分别 +71.5%/27.0%/18.0%。
- **直营拓店及收入情况相对良好。加盟渠道 2025 年消化库存、收缩门店, 2026 年预计环比修复。**1) 部分品牌公司进行渠道结构优化, 重点新增购物中心门店 (以直营为主), 同时动态优化街铺门店 (以加盟为主)。2) 零售终端过去信心不足, 我们判断下游加盟拿货及开店表现较弱。2025 年比音勒芬/地素时尚/报喜鸟/海澜之家/森马服饰加盟店收入同比分别 -4.4%/-21.9%/-5.0%/-6.0%/-5.0%, 均弱于同期直营店收入增速 +6.9%/+2.0%/+4.8%/+19.2%/+30.2%。

图表17: 2025 年部分品牌服饰公司电商/直营/加盟收入同比增速

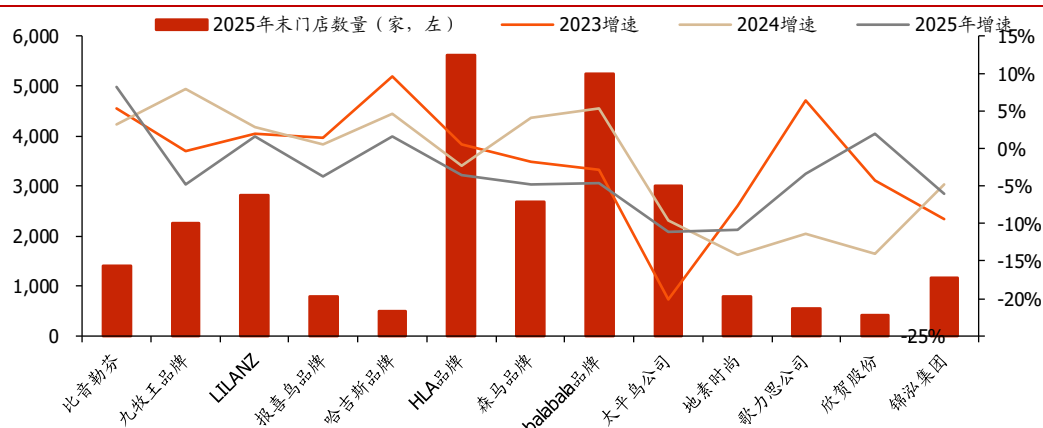


资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

展望未来, 渠道数量变化或将直接影响中短期品牌收入规模增速, 建议继续关注门店计划兑现情况。

- 我们判断过去渠道动作相对积极的 A 股品牌包括: 根据各品牌经营情况, 我们预计 2026 年比音勒芬公司门店有望净增 100 家左右; 预计 HAZZYS 品牌/报喜鸟品牌持续新开门店, 同时将继续优化调整低效门店。过去部分公司坚持渠道拓展及品牌建设, 利润率表现短期承压, 我们预计伴随着费用合理管控、降本增效措施落地, 后续利润率有望逐步好转。
- 过去门店持续收缩的品牌及公司包括地素时尚、太平鸟等, 根据行业环境变化我们判断过去服装品牌商门店基本调整完毕, 未来渠道数量规模有望环比保持相对稳健。我们预计 2026 年地素时尚加盟门店有望净增加, 预计将带动后续公司收入规模及盈利质量稳步提升。

图表18: 各品牌 2025 年末门店数量及门店数量较当年年初增幅 (家)

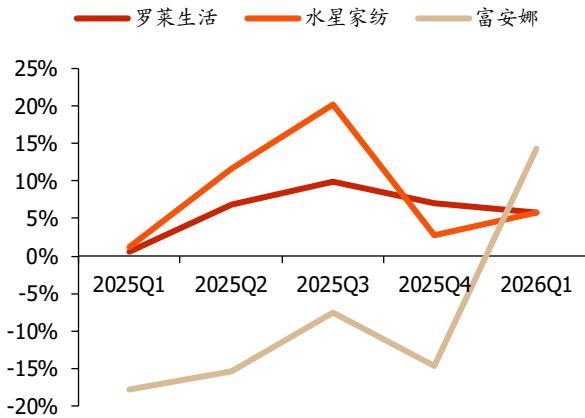


资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

1.4 家纺运营趋势：大单品战略积极推进，同时推动电商业务增长

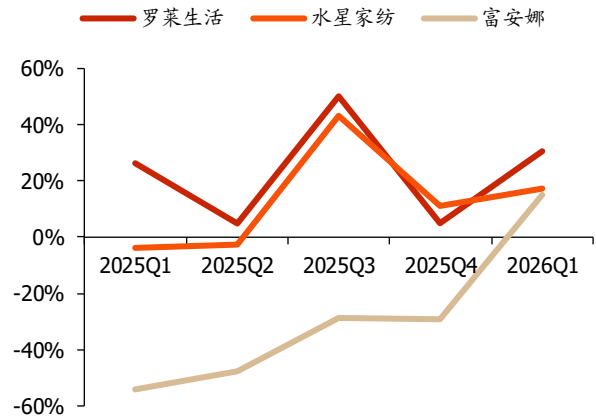
2026Q1 家纺行业三家龙头公司均展现出强劲的经营表现。2026Q1 家纺重点公司（包括罗莱生活、水星家纺、富安娜）合计实现营业收入 27.5 亿元（同比+7.6%），实现归母净利润 3.2 亿元（同比+22.5%），整体表现优异，其中罗莱生活/水星家纺/富安娜营收同比分别 +5.9%/+5.7%/+14.3% 至 11.6/9.8/6.1 亿元，归母净利润同比分别 +30.5%/+17.1%/+15.1% 至 1.5/1.1/0.6 亿元。我们判断 2026Q1 家纺板块的优异表现一方面得益于春节假期需求的释放提振了套件/芯类等核心品类的销售；另一方面 2025 年以来品牌公司持续强化对于电商业务的产品打造以及渠道运营效率提升，我们预计 2026Q1 各公司电商业务均有较好的增长表现；同时面对近两年波动的零售环境，品牌公司强化家纺业务内功修炼，带动利润率提升。

图表19: 2025Q1~2026Q1 家纺公司分季度营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 2025Q1~2026Q1 家纺公司分季度归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

产品端方面，“大单品”战略已成为行业重点产品战略，同时强化产品科技属性提升消费者的睡眠体验。**1) 推动大单品战略实施：**2025 年罗莱生活推出“零压深睡枕”与“无痕安睡床笠”；2025 年水星家纺核心单品“雪貂被”多次迭代带动夏被品类的整体销售；富安娜打造了“智芯深睡系列”重点产品体系，系列产品实现了销售与客单价的双重突破，验证了以战略大单品驱动增长的产品模型。**2) 强化产品科技属性，提升消费者睡眠体验：**罗莱生活 2025 年与中国农科院棉花研究所、新疆农业科学院联合，优选超柔新棉花品种，首创“仿生鸡蛋膜”微孔技术，攻克了床品防水与透气、柔软不可兼得的行业难题；水星家纺自主研发硅藻土净享科技纤维、微胶囊抗菌羽绒、低致敏抗菌纤维技术、胶原蛋白面料技术、羽绒抗菌防臭技术等，持续的研发构建技术护城河；富安娜 2025 年以“健康深睡”为核心研发主题，深度聚焦用户睡眠痛点，多维度展开产品开发。

图表21: 罗莱零压深睡枕



资料来源: 罗莱超柔床品公众号, 国盛证券研究所

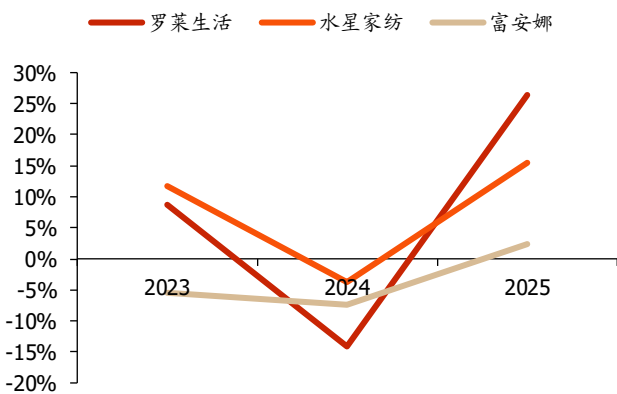
图表22: 水星家纺雪糕被



资料来源: 水星家纺公众号, 国盛证券研究所

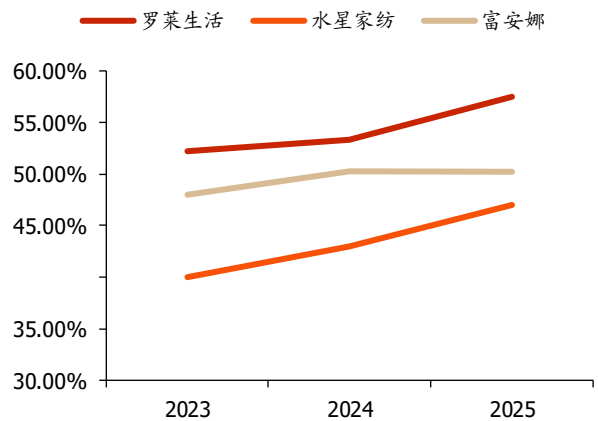
渠道端方面, 品牌公司线下渠道正在经历结构性优化, 同时线上业务高质量增长。2025 年品牌公司加速进驻购物中心与奥特莱斯, 推进门店场景化改造, 优化消费者购物体验提升店效, 同时为加盟渠道打造样板店; 同时 2025 年品牌公司强化在电商渠道的运营能力, 富安娜 2025 年围绕“垂直品类运营”、“内容运营”、“全域大单品”与“联名定制”四大主线推动电商业务稳健运营, 2025 年富安娜电商业务营收增长 2.37%, 毛利率略下降 0.05pcts 至 50.21%; 水星家纺 2025 年电商业务营业收入同比增长 15.47%至 26.54 亿元, 电商业务秉持提质增效原则, 一方面巩固传统电商头部地位, 同时公司强化兴趣电商布局, 提升直播效率, 毛利率同比提升 4.4pcts 至 47.36%; 罗莱生活 2025 年线上渠道实现营业收入 17.47 亿元, 同比增长 26.40%, 毛利率同比大幅提升 4.17pcts 至 57.49%, 面对激烈的市场竞争, 公司通过产品结构优化以及精细化运营实现了高质量增长。

图表23: 2023~2025 年家纺公司电商业务增速 (%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表24: 2023~2025 年家纺公司电商业务毛利率 (%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

1.5 2026 年板块运营趋势及投资建议: 基本面逐步向好, 关注持续改善的个股

运动鞋服: 短期流水稳健增长, 需求韧性强。2026 年 4 月份以来我们判断各品牌流水增速略有波动, 但仍基本延续 Q1 趋势, 中长期来看一方面受益于居民运动的参与度仍处于提升阶段, 为运动鞋服消费提供了支撑, 另一方面在过往快速发展过程中, 板块标的

公司在产品、渠道、品牌方面的运营能力也已经得到了显著提升，展望 2026 年我们预计运动鞋服板块的稳健经营趋势有望延续。推荐集团化运营能力卓越的运动鞋服板块优质标的【安踏体育】，我们预计公司 2026 年不考虑一次性利得后归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 倍；推荐奥运周期有望迎来品牌力提升的【李宁】，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 28.57 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注滔搏、特步国际、361 度。

- **安踏体育：Q1 各品牌流水增长优异，集团化优势显著。**公司 2025 年营收同比增长 13.3%至 802.19 亿元，归母净利润同比下降 12.9%至 135.88 亿元（若剔除 2024 年公司因 Amer Sports 上市及配售事项权益摊薄产生的约 36.69 亿元一次性收益后，归母净利润增长 13.9%），整体实现高质量增长。根据公司披露，2026Q1 安踏品牌流水同比增长高单位数，Fila 品牌流水同比增长低双位数，其他品牌流水同比增长 40%~45%，整体表现优异超预期。不考虑一次性利得我们预计公司 2026 年归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 倍，预计 2027/2028 年归母净利润为 158.13/176.27 亿元，维持“买入”评级。
- **李宁：Q1 流水稳健增长，运营稳健，关注公司长期业绩弹性。**2025 年全年公司营收同比增长 3.2%至 295.98 亿元，考虑利息收入的减少以及实际税率的提升后，2025 年公司归母净利润同比下降 2.6%至 29.36 亿元。2026Q1 李宁（不含李宁 YOUNG）全平台流水同比增长中单位数；针对李宁 YOUNG 童装业务，我们预计其表现显著优于李宁成人业务。综合考虑短期消费环境的不确定性以及公司长期经营效率的不断提升，我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 28.57/32.50/37.06 亿元，对应 2026 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

图表25: 2025 年运动鞋服部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率

公司名称	2025 年		2025 年毛利率		2025 年净利率	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	同比	毛利率	同比	净利率
安踏体育	13%	-13%	-0.2pcts	62.00%	-5.1pcts	16.94%
李宁	3%	-3%	-0.4pcts	48.95%	-0.6pcts	9.92%
特步国际	4%	11%	-0.4pcts	42.85%	+0.6pcts	9.69%
361 度	11%	14%	0.0pcts	41.53%	+0.3pcts	11.74%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

品牌服饰: 受益于节假日因素带动, **2026Q1 服饰品类零售同比稳健快速增长 9.3%**, 板块重点公司 (A 股) 收入增长 **8.4%**, 表现亮眼。展望 **2026 年**, 我们判断伴随着品牌商降本控费措施逐步落地、渠道表现环比改善, 预计全年板块收入及利润均有望稳健增长。推荐【比音勒芬】, 公司 2026Q1 业绩增速亮眼, 后续电商+线下拓店有望带动全年收入快速增长, 对应 2026 年 PE 为 17 倍; 推荐【海澜之家】, 公司业绩稳健, 高分红具备吸引力, 当前股价对应 2026 年 PE 为 14 倍; 关注森马服饰, 2026Q1 费用管控带动利润高速增长, 全年业绩成长性具备吸引力, 对应 2026 年 PE 为 16 倍; 关注加盟渠道有望修复、员工持股计划有望带动中长期业绩释放的地素时尚; 关注家纺赛道龙头公司罗莱生活、水星家纺。

- **比音勒芬: 2026Q1 业绩亮眼, 期待利润持续释放。** 1) 2025 全年收入为 43.1 亿元, 同比+8%; 归母净利润为 5.5 亿元, 同比-29%。公司坚持品牌与渠道建设, 电商收入高速增长, 直营进驻优质渠道, 2025 年末直营/加盟门店分别 761/639 家, 同比净增 117/净关 11 家, 我们预计 2026 年店数有望继续净增 100 家左右。2) 2026Q1 公司收入为 15.2 亿元, 同比+18%; 归母净利润为 3.9 亿元, 同比+17%。3) 我们预计 2026 年收入快速增长 15%~20%, 考虑公司合理管控费用投入, 我们预计 2026 年利润增速预计快于收入。预计 2026~2028 年归母净利润为 6.87/7.90/9.01 亿元, 对应 2026 年 PE 为 17 倍, 维持“买入”评级。
- **海澜之家: 2026Q1 主品牌收入快速增长, 利润表现稳健, 高分红具备吸引力。** 1) 2025 全年收入为 216.3 亿元, 同比+3%; 归母净利润为 21.7 亿元, 同比持平; 扣非归母净利润为 21.2 亿元, 同比+5%。2) 2026Q1 公司收入同比+8%/归母净利润同比+2%, 其中主品牌高质量增长, 团购短期订单调整。3) 考虑后续主品牌、新业务均有望陆续新拓门店, 预计 2026 年公司收入有望同比增长 10%左右、归母净利润有望稳健增长。我们预计 2026~2028 年归母净利润为 22.8/24.8/27.4 亿元, 对应 2026 年 PE 为 14 倍, 分红具备吸引力, 维持“买入”评级。

图表26: 2025 年品牌服饰部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率

公司名称	2025 年		2025 年毛利率		2025 年净利率	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	同比	毛利率	同比	净利率
稳健医疗	+22%	+10%	+0.3pct	47.6%	-0.8pct	7.4%
比音勒芬	+8%	-29%	-1.9pct	75.1%	-6.7pct	12.8%
报喜鸟	+0%	-31%	-0.5pct	64.5%	-3.3pct	6.8%
赢家时尚	-5%	-15%	+0.1pct	76.6%	-0.8pct	6.4%
地素时尚	-4%	-14%	+0.1pct	74.9%	-1.5pct	12.2%
歌力思	-6%	-153%	-0.5pct	66.9%	+16.4pct	8.0%
海澜之家	+3%	+0%	+0.4pct	44.9%	-0.6pct	9.9%
太平鸟	-7%	-33%	+1.5pct	56.7%	-1.0pct	2.7%
森马服饰	+3%	-22%	+1.3pct	45.1%	-1.9pct	5.8%
罗莱生活	+6%	+20%	+2.5pct	50.5%	+1.3pct	10.7%
富安娜	-14%	-38%	-2.9pct	53.2%	-5.0pct	13.0%
水星家纺	+8%	+11%	+3.6pct	45.0%	+0.2pct	9.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 森马服饰: 2026Q1 归母净利润同增 45%, 业绩超预期。**1)2025 年收入同比+3%/归母净利润同比-22%, 童装规模稳健增长, 成人服饰盈利表现优化。2) 2026Q1 公司收入为 34.5 亿元, 同比+12%; 归母净利润为 3.1 亿元, 同比+45%。公司合理管控费用, 2026Q1 毛利率同比+0.7pct 至 47.7%; 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -1.4/-0.8/-0.1/-1.3pct 至 27.2%/4.3%/1.3%/-2.1%; 归母净利率同比 +2.1pct 至 9.0%。3) 我们预计 2026~2028 年归母净利润为 10.3/11.4/12.6 亿元, 对应 2026 年 PE 为 16 倍, 维持“买入”评级。
- 地素时尚: 2026Q1 盈利能力稳步修复, 全年加盟店数有望净增。**1) 2025 年公司收入同比-4%, 扣非归母净利润同比-7%, 其中单四季度主力品牌 DA、DZ 收入转正增长, 毛利率表现坚挺, 加盟净开店带动发货环比改善。2) 2026Q1 公司收入为 5.1 亿元, 同比+6%; 归母净利润为 1.0 亿元, 同比+22%。2026Q1 末直营/经销门店数量分别为 231/553 家, 较年初分别+2/-11 家, 考虑服装品类开店旺季一般位于下半年, 我们判断 2026 年公司门店有望净增加, 其中预计加盟渠道数量在低基数下有望迎来稳步修复。3) 我们预计 2026~2028 年归母净利润分别为 2.94/3.29/3.65 亿元, 当前价对应 2026 年 PE 为 22 倍, 维持“买入”评级。

图表27: 2025Q1~2026Q1 品牌服饰部分重点公司收入/归母净利润同比增速

公司名称	2025Q1 收入增速	2025Q2 收入增速	2025Q3 收入增速	2025Q4 收入增速	2026Q1 收入增速	2025Q1 归母净利润增速	2025Q2 归母净利润增速	2025Q3 归母净利润增速	2025Q4 归母净利润增速	2026Q1 归母净利润增速
稳健医疗	+36%	+27%	+28%	+5%	+3%	+36%	+21%	+42%	-75%	+1%
比音勒芬	+1%	+22%	+3%	+11%	+18%	-8%	-29%	-27%	-472%	+17%
报喜鸟	-4%	-3%	+3%	+4%	+10%	-32%	-71%	-46%	+33%	+39%
地素时尚	-11%	-1%	-1%	-2%	+6%	-25%	-22%	+17%	-0%	+22%
歌力思	-8%	-3%	-8%	-5%	+8%	+40%	+50%	-177%	-116%	+0%
海澜之家	+0%	+4%	+4%	+6%	+8%	+5%	-14%	+4%	+21%	+2%
太平鸟	-8%	-8%	-6%	-6%	-1%	-22%	-472%	-22%	-3%	+10%
森马服饰	-2%	+9%	+7%	+0%	+12%	-38%	-46%	+5%	-7%	+45%
罗莱生活	+1%	+7%	+10%	+7%	+6%	+26%	+5%	+50%	+5%	+31%
富安娜	-18%	-15%	-8%	-15%	+14%	-54%	-48%	-29%	-29%	+15%
水星家纺	+1%	+12%	+20%	+3%	+6%	-4%	-3%	+43%	+11%	+17%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

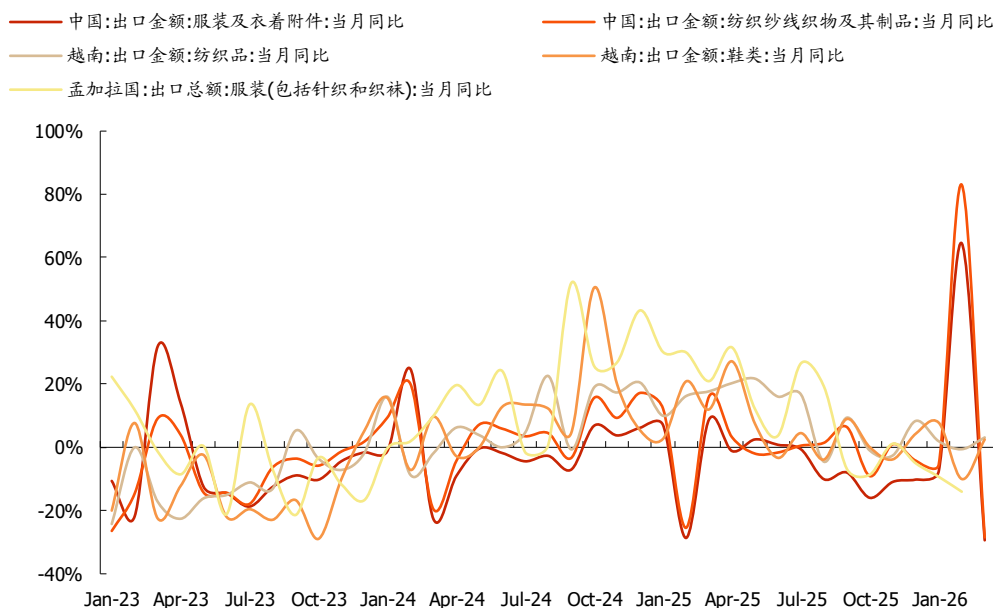
- **罗莱生活: 2025&2026Q1 家纺主业收入稳健增长, 盈利能力提升。**公司 2025 年营业收入同比+6.13%至 48.39 亿元, 归母净利润同比增长 20.10%至 5.20 亿元。全年分红率达 99.5%, 持续高分红回馈股东。2026Q1 营收同比+5.87%至 11.58 亿元, 归母净利润同比+30.54%至 1.48 亿元, 业绩快速增长。我们预计 2026 年收入增长约 10%, 归母净利润增长 13.8%至 5.92 亿元, 预计 2027-2028 年归母净利润为 6.70/7.51 亿元, 现价对应 2026 年 PE 为 16 倍, 维持“买入”评级。
- **水星家纺: 2025&2026Q1 业绩增速优异, 持续高分红回馈股东。**2025 年营收同比+7.99%至 45.28 亿元, 归母净利润同比+10.96%至 4.07 亿元, 我们判断公司大单品战略效果突出, 带动公司业绩增长。全年分红率 63.62%。2026Q1 营收同比+5.74%至 9.79 亿元, 归母净利润同比+17.09%至 1.05 亿元。我们判断受益于节庆需求刺激及产品优化策略, 公司保持优异的增长表现。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 4.61/5.23/5.94 亿元, 当前股价对应 2026 年 PE 为 13 倍, 维持“买入”评级。
- **富安娜: 2026Q1 业绩表现优异, 期待 2026 年业绩反弹。**2025 全年营收同比下降 14.16%至 25.85 亿元, 归母净利润同比下降 37.95%至 3.36 亿元, 公司派发年末股息每 10 股 3.85 元, 全年派息比率 95.42%。2026Q1 营收同比增长 14.30%至 6.13 亿元, 归母净利润同比增长 15.10%至 0.65 亿元。我们判断 Q1 业绩快速增长一方面受益于春节假期旺季拉动, 另一方面 2025 年渠道库存去化后加盟商补库积极性较好。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.93/4.36/4.80 亿元, 现价对应 2026 年 PE 为 16 倍, 维持“买入”评级。

2. 服饰制造：短期利润率承压，期待中长期格局优化

从行业层面来看，**2025 年越南服饰产品出口增速快于中国，2026Q1 累计同比则均以稳健为主。**

- 中国：2026Q1 服装及衣着附件出口金额 328.9 亿美元，同比-0.4%（2025 年为 1512 亿美元，同比-5.0%）；纺织纱线织物及其制品出口金额为 341.9 亿美元，同比+2.8%（2025 年为 1426 亿美元，同比+0.5%）。
- 越南：2026Q1 纺织品出口金额合计 88.6 亿美元，同比+1.9%（2025 年出口金额 396.4 亿美元，同比+7.0%）；2026 年 1~3 月鞋类出口金额 54.2 亿美元，同比+0.9%（2025 年出口金额 242.0 亿美元，同比+5.8%）。

图表28：2023/01 至 2026/03 各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速（%）

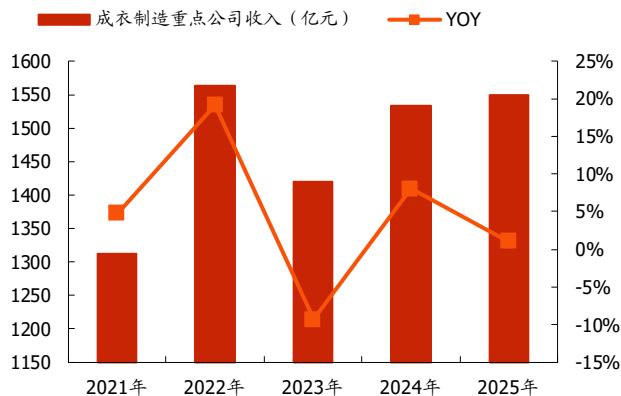


资料来源：Wind，海关总署，越南统计局，孟加拉国央行，国盛证券研究所

2.1 财务数据回顾：成衣制造公司景气下行，上游纺织个股分化

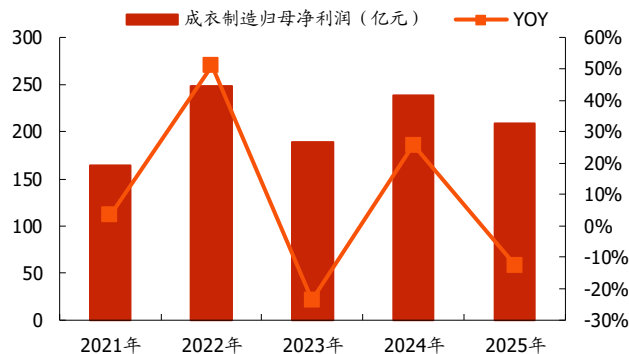
成衣制造：2025 年以来板块重点公司收入景气走弱，利润表现弱于收入。1) 2025 年成衣制造重点公司收入同比+1.0%/归母净利润同比-12.4%。其中 2025Q1~2026Q1（仅 A 股）收入同比分别+14.8%/+10.5%/+0.5%/-2.2%/-14.0%，整体趋势环比走弱；扣非归母净利润同比-4.2%/-10.2%/-11.3%/-19.3%/-38.4%，2026Q1 利润趋势向下主要系样本中重点公司华利集团利润同比下降所致。2) 展望未来：订单层面，目前品牌商下单意愿保守，我们建议持续关注下游品牌公司经营情况；利润率层面，考虑原材料价格波动、关税政策变化、国际贸易风险、人力成本上升趋势，我们判断 **2026H1 成衣制造板块公司利润率或同比存在压力，期待后续伴随着基数走低逐步改善。**

图表29: 2021-2025 年成衣制造重点公司收入及 YOY (亿元)



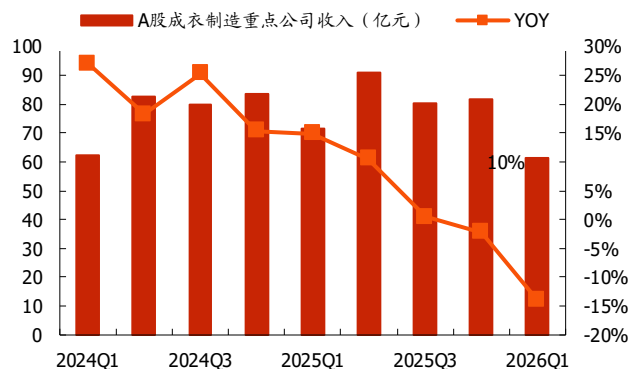
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表30: 2021-2025 年成衣制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元)



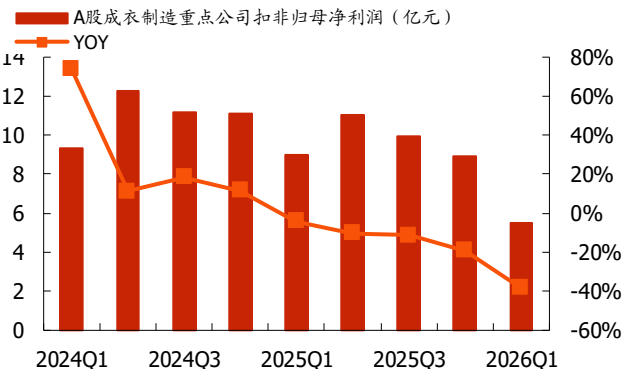
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 2024Q1~2026Q1A 股成衣制造重点公司收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

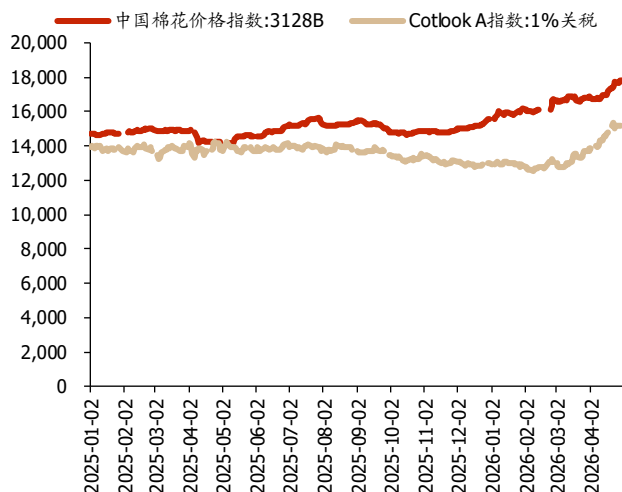
图表32: 2024Q1~2026Q1A 股成衣制造重点公司扣非归母净利润及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

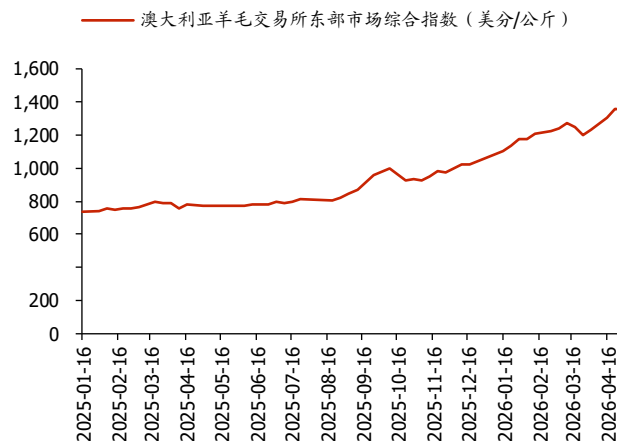
上游纺织: 不同公司业绩表现分化, 原料涨价逻辑带动部分上游公司业绩释放。1) 羊毛价格涨至高位, 化纤、棉花价格也在上升阶段。据中国羊毛信息网数据, 2026 年 4 月 30 日澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数达到 1352 美分/公斤, 同比涨幅超过 70%。据 Wind 数据, 2026 年 4 月 29 日中国棉花价格指数 (3128B) 达到 17806 元/吨, Cotlook A 指数 (1%关税) 为 15177 元/吨。2) 对应上游部分公司业绩预期出现改善: 百隆东方 2025Q4 收入/归母净利润同比分别+14%/大幅增长, 2026Q1 收入/归母净利润同比分别+15%/+40%; 新澳股份 2025Q4 收入/归母净利润同比分别+19%/+76%, 2026Q1 收入/归母净利润同比分别+17%/+19%。

图表33: 2025 年至 2026/04 中国棉花价格指数/Cotlook A 指数



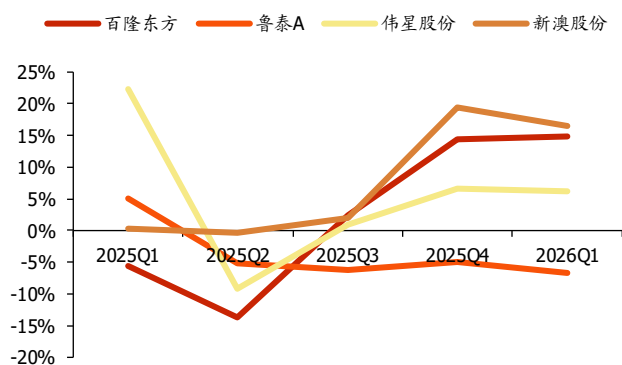
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表34: 2025 年至 2026/04 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数



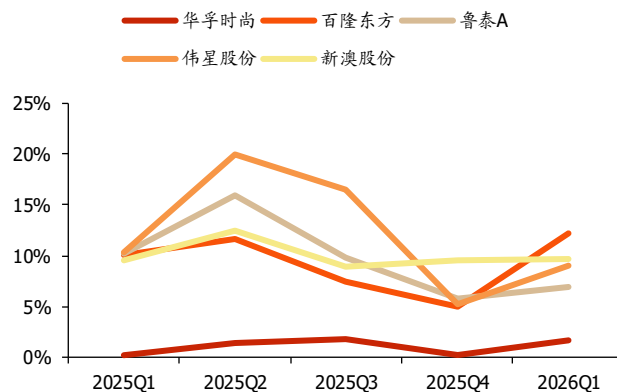
资料来源: Wind, 中国羊毛信息网, 国盛证券研究所

图表35: 2025Q1~2026Q1 部分上游纺织公司单季度收入 YOY



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 2025Q1~2026Q1 部分上游纺织公司单季度净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 板块运营趋势: 订单保守为主, 关注利润率变化

展望 2026 年: 国际品牌商短期下单意愿相对保守, 关注后续终端销售及库存表现。1) 展望未来, 对经济环境的谨慎判断使得品牌商下单节奏预计更加灵活, 建议持续跟踪核心品牌经营表现及预期变化。不同品牌公司经营节奏有所差异, 对应订单表现分化。2) 利润率层面, 原材料波动、关税政策等或对 **2026H1** 制造公司利润率带来影响, 期待 **2026H2** 有所好转。

- **收入层面: 部分龙头品牌收入表现超预期, 细分品牌持续增长。** 1) 迅销集团 FY2026H1 收入增速超出预期, 公司上修 FY2026 全年盈利预测, 预计营收同比增长 14.7% 至 39000 亿日元。2) Adidas 2026Q1 业绩超预期, 收入同比增长 7% (货币中性基础上增长 14%, 其中欧洲/北美/大中华区/新兴市场/拉丁美洲/日韩营收分别 +6%/+12%/+17%/+10%/+26%/+23%), 我们判断有望带动相关订单及补货。3) Amer、On 收入表现强劲并连续数个季度超出市场预期 (近 3 个季度 On 收入同比分别增长 32%/25%/23%, 近 3 个季度 Amer 收入同比增长 24%/30%/28%), 有望带动相关采购订单实现快速增长。

图表37: 全球重点服饰品牌公司单季度收入 YOY 及收入指引

单季度收入YOY				公司口径指引
Nike	2025/8/31 1%	2025/11/30 1%	2026/2/28 0%	Nike预计FY2026Q4下降2%~4%。
	超出预期	略超预期	略超预期	
Adidas	2025/9/30 3%	2025/12/31 2%	2026/3/31 7%	2026年来看, 货币中性基础上公司预计营收增长高单位数, 经营利润增至约23亿欧元。
	符合预期	符合预期	超出预期	
Puma	2025/6/30 -8%	2025/9/30 -15%	2025/12/31 -42%	公司2026年销售额在固定汇率下预计下降低到中单位数 (主要系北美销售减少)。
	低于预期	低于预期	超出预期	
VF	2025/6/28 -8%	2025/9/27 2%	2025/12/27 1%	公司预计FY2026Q1收入将持平 (按固定美元增长2%) 其中预计北面将大致与Q3的增长持平, Timberland的增长将放缓, 预计Vans将下降大约中个位数。
	超出预期	超出预期	超出预期	
UA	2025/6/30 -4%	2025/9/30 -5%	2025/12/31 -5%	公司预计2026财年收入将下降4%, 其中北美收入预计将下降约8%, 亚太地区收入预计将下降约6%, EMEA地区预计增长约9%。
	符合预期	超出预期	略超预期	
Deckers	2025/6/30 17%	2025/9/30 9%	2025/12/31 7%	公司预计FY2026总收入为54~54.25亿美元, 其中HOKA预计增长双位数以上, UGG预计增长中单位数。
	超出预期	超出预期	超出预期	
迅销集团	2025/8/31 7%	2025/11/30 15%	2026/2/28 15%	展望FY2026全年, 公司上修盈利预测, 预计营收同比增长14.7%至39000亿日元, 事业溢利同比增长25.2%至6900亿日元, 归母净利润同比增长10.9%至4800亿日元。
	略超预期	超出预期	超出预期	
Amer Sports	2025/6/30 24%	2025/9/30 30%	2025/12/31 28%	展望2026年, 预计全财年报表营收增长16%~18%。
	超出预期	超出预期	超出预期	
lululemon	2025/8/3 6%	2025/11/2 7%	2026/2/1 1%	公司预计FY2026收入增长2%~4%。
	略低于预期	超出预期	超出预期	
On	2025/6/30 32%	2025/9/30 25%	2025/12/31 23%	公司预计2026年净销售额在固定汇率下至少增长23%。
	超出预期	超出预期	超出预期	

资料来源: Wind, Bloomberg, 各公司公告, 国盛证券研究所

注: 是否超出预期是指与 Bloomberg 预期相比

- 库存方面: 部分品牌商积极采购货品, 我们判断在良好的动销情况下库存基本保持可控状态。1) Nike FY2026 Q3 Nike 品牌北美营收同比增长 3%/EMEA 营收同比下降 7%/大中华区营收同比下降 10%, EMEA 及大中华区库存去化仍在进行中, 公司重申目标是 2026 年自然年底前恢复库存健康。2) VF、UA 最近两个季度存货周转天数开始出现同比下降, 且均表示正在进行产品优化, 我们预计相关订单在 2026 年有望环比改善。3) PUMA 仍在库存去化中, 我们预计短期订单一般, 提醒关注后续调整进度。



图表38: 全球重点服饰品牌公司库存周转天数变化及库存管理情况 (天)

库存周转天数同比变化				库存周转天数 (天)			产品库存及供应链管理策略
Nike	2025/8/31	2025/11/30	2026/2/28	2025/8/31	2025/11/30	2026/2/28	北美库存健康, EMEA及大中华区库存去化仍在进行中, 公司重申目标是2026年自然年底前恢复库存健康。
	-8	-8	-6	104	97	97	
Adidas	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	截至2026Q1末公司库存同比增长14%至57.88亿欧元, 存货规模扩张一方面由于销售规模的增长, 另一方面为了保障产品货源充足, 公司提前采购备货。
	11	16	13	158	157	162	
Puma	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	截止2025年12月末公司库存周转天数185天, 同比+34天, 我们判断主要系销售收入表现承压。公司表示清理市场库存将会在2026年被优先考虑。
	22	31	34	174	174	183	
VF	2025/6/28	2025/9/27	2025/12/27	2025/6/28	2025/9/27	2025/12/27	公司积极清理vans库存, 为推出新品奠定基础。
	18	-13	-10	209	146	130	
UA	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	FY2026Q2 (截至2025/12/31) 库存周转天数同比持平为134天, 公司在FY2025财年开始缩减25%的SKU, 目前已经完成, 未来计划在SKU和款式上更高效。
	9	-2	0	160	138	134	
Deckers	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	公司鞋类生产中来自中国的部分不超过5% (而且其中有一部分不会销往美国), 其余生产来自东南亚国家 (主要是越南)。公司密切关注政策变化, 继续评估调整定价策略等手段对公司带来的影响。
	-14	-7	-3	142	114	83	
迅销集团	2025/8/31	2025/11/30	2026/2/28	2025/8/31	2025/11/30	2026/2/28	相较海外运动品牌而言, 我们判断迅销集团库存周转始终保持在相对良性的水平。
	-3	-6	-4	113	103	97	
Amer Sports	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	公司仍处于成长阶段, 我们判断库存周转水平整体健康可控。
	10	3	3	224	209	184	
lululemon	2025/8/3	2025/11/2	2026/2/1	2025/8/3	2025/11/2	2026/2/1	增加新品占比、降低折扣水平、减少SKU以及重新平衡库存水平。
	9	0	2	140	146	117	
On	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	截至2025/12/31的库存周转天数为135天, 同比减少18天, 我们判断公司零售端强劲的增长使得动销加快, 营运整体保持健康状态。
	-37	-13	-18	121	127	135	

资料来源: Wind, Bloomberg, 各公司公告, 国盛证券研究所

2.3 2026 年板块运营趋势及投资建议：谨慎关注国际环境变化，优选业绩确定性

服饰制造：关注国际贸易政策及环境变化，优选业绩稳健的龙头制造公司。近期品牌商下单相对谨慎，原材料波动及关税政策冲击影响产业链盈利空间，我们判断短期或影响上游制造商利润率，建议关注宏观环境及政策变化风险，1) 短期关注短期订单趋势良好的【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 17 倍；关注受益于毛价上涨逻辑、利润有望逐步释放的【新澳股份】，对应 2026 年 PE 为 11 倍。关注业绩稳健的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 为 10 倍。2) 中长期来看，基于格局优化逻辑，关注当下利润率受损、中长期份额有望提升的申洲国际、华利集团。

- **新澳股份：毛价涨至高位，2026Q1 公司业绩稳健增长，期待后续利润逐步释放。**1) 2025 年收入同增 4%/归母净利润同增 12%，毛利率同比+1.0pct 至 20.0%，净利率同比+0.9pct 至 10.2%。2) 2026Q1 公司收入为 12.9 亿元，同比+17%；归母净利润为 1.2 亿元，同比+19%；其中毛精纺纱线同比稳健增长，主要系价格增长带动；羊绒业务收入同比快速增长，主要系销量快速增长带动；毛条业务估计受益于毛价上涨、利润弹性有望持续释放。3) 毛价在高位震荡上行，预计公司盈利提升、利润释放将在 2026 年 Q2~Q4 陆续体现，期待靓丽业绩逐步释放。我们预计 2026~2028 年归母净利润分别 5.99/6.71/7.35 亿元，对应 2026 年 PE 为 11 倍，维持“买入”评级。

图表39：2025 年纺织制造部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率

公司名称	2025 年		2025 年毛利率		2025 年净利率	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	同比	毛利率	同比	净利率
申洲国际	+8%	-7%	-1.8pct	26.3%	-3.0pct	18.8%
晶苑国际	+7%	+12%	+0.2pct	19.9%	+0.4pct	8.5%
华利集团	+4%	-17%	-4.9pct	21.9%	-3.1pct	12.8%
健盛集团	+1%	+25%	+1.4pct	30.2%	+3.0pct	15.6%
开润股份	+15%	-13%	+1.1pct	23.9%	-1.7pct	7.7%
新澳股份	+4%	+12%	+1.0pct	20.0%	+0.9pct	10.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **申洲国际：行业环境扰动业绩，期待 2026 年效率回升。**1) 2025 年公司收入 309.9 亿元/归母净利润 58.3 亿元，同比分别+8%/-7%。我们估计销量增长 9%/人民币单价略有下降。2) 2025 年前三大客户实现销售分别为 90.8/75.3/64.3 亿元，同比分别+14%/+2%/+29%，占比分别为 29%/24%/21%；其他客户实现销售 79.5 亿元，同比-4%，占比 26%。休闲品类快速增长，国内市场订单弱于欧美。3) 我们预计 2026~2028 年公司归母净利润分别为 58.4/63.8/70.5 亿元，现价对应 2026 年 PE 为 11 倍，维持“买入”评级。
- **华利集团：降本增效正在推进，后续毛利率环比有望修复。**1) 2025 年收入 249.8 亿元，同比+4.1%；归母净利润 32.1 亿元，同比-16.5%；扣非归母净利润 32.6 亿元，同比-13.9%。2026Q1 收入同比-19%/归母净利润同比-50%。2) 2026Q1 收入同比-19%/归母净利润同比-50%。盈利质量下降主要系 2026Q1 毛利率同比-5.0pct 至 17.9%（我们判断主要系：①老客户订单下滑，影响产能利用率；②较多新工厂仍处于产能爬坡阶段，拖累整体毛利率表现）。3) 展望 2026 年，我们根据基数及经营趋势判断年内公司经营情况有望逐季改善，综合来看，预计 2026 年公司收入同比持平左右/归母净利润同比承压，期待后续盈利质量修复。预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 28.7/33.6/38.5 亿元，对应 2026 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

➤ **伟星股份：2026Q1 营收稳健增长，汇兑亏损致使利润承压。**公司 2025 年营收同比增长 2.7%至 48 亿元，归母净利润同比下降 8.0%至 6.45 亿元，利润下滑主要受汇兑净损失 3537 万元拖累（2024 年为净收益 1009 万元）。分红方面，全年现金分红率高达 91.91%，高分红回馈股东。公司 2026Q1 实现营收 10.40 亿元，同比 +6.22%，受汇率波动影响，2026Q1 汇兑净损失 2126.08 万元（2025 年同期为净收益 189.84 万元），归母净利润同比 -7.23%至 0.93 亿元。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润为 6.87/7.60/8.37 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 17 倍，维持“买入”评级。

图表 40：2025Q1~2026Q1 品牌服饰部分重点公司收入/归母净利润同比增速

公司名称	2025Q1 收入增速	2025Q2 收入增速	2025Q3 收入增速	2025Q4 收入增速	2026Q1 收入增速	2025Q1 归母净利 润增速	2025Q2 归母净利 润增速	2025Q3 归母净利 润增速	2025Q4 归母净利 润增速	2026Q1 归母净利 润增速
华利集团	+12%	+9%	-0%	-3%	-19%	-3%	-17%	-21%	-23%	-50%
健盛集团	+2%	-2%	-5%	+8%	+3%	-27%	-2%	+71%	+56%	+52%
开润股份	+36%	+30%	+8%	-4%	+3%	+20%	-43%	+26%	-12%	+52%
新澳股份	+0%	-0%	+2%	+19%	+17%	+5%	-0%	+3%	+76%	+19%
伟星股份	+22%	-9%	+1%	+7%	+6%	+29%	-20%	+3%	-20%	-7%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

3. 黄金珠宝：2026Q1 板块公司业绩优异，关注长期产品/渠道优化进度

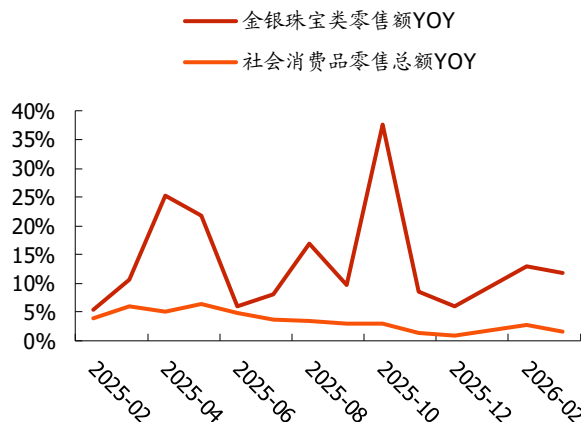
2025 年金饰销售持续低迷，金条及金币投资需求火热。2025 年居民金银珠宝类零售额同比增长约 13%，同期社会消费品零售额总额同比增长 3.7%，金银珠宝类零售额明显跑赢社零大盘，我们判断这一方面因为金价持续走高推升金饰单价，根据 Wind 数据显示 2025 年上海黄金交易所 Au9999 收盘价年末报 974.90 元/克，较年初上涨约 57%；与此同时金价的持续攀升带来投资需求，叠加不确定环境下的避险需求，居民金条及金币消费量走高，2025 年居民黄金首饰/金条及金币消费量为 363.84/504.24 吨，同比-32%/+35%，2025 年金条及金币消费量超越黄金首饰消费量。进入 2026Q1，金价延续上涨态势，带动金银珠宝类零售快速增长，2026 年 1-3 月金银珠宝类零售额同比增长 12.6%，同期社会消费品零售总额同比增长 2.4%。

图表41：2024 年至今上海黄金交易所 Au9999 收盘价（元/克）



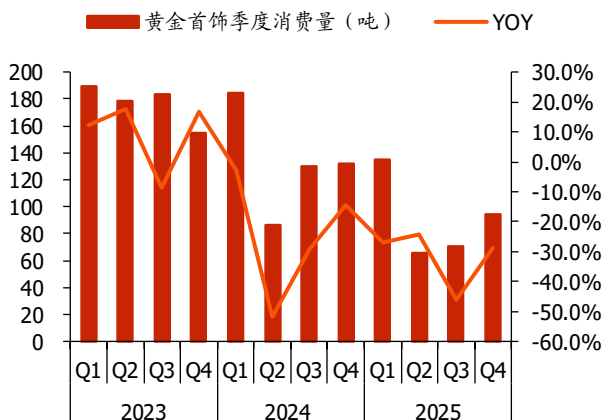
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表42：2025~2026 年金银珠宝类零售额及社会消费品零售额当月值 YOY (%)



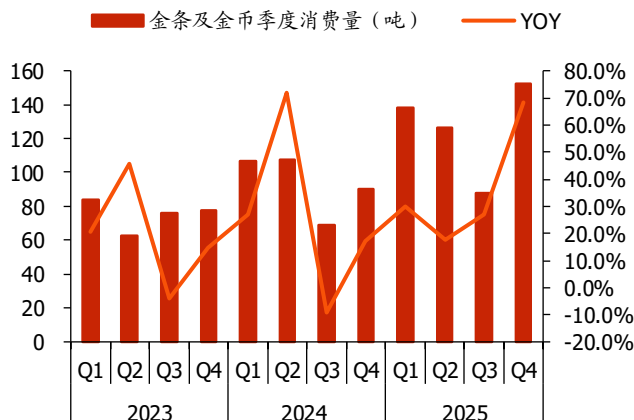
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表43：2023~2025 年黄金首饰季度消费量（吨，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表44：2023~2025 年金条及金币季度消费量（吨，%）



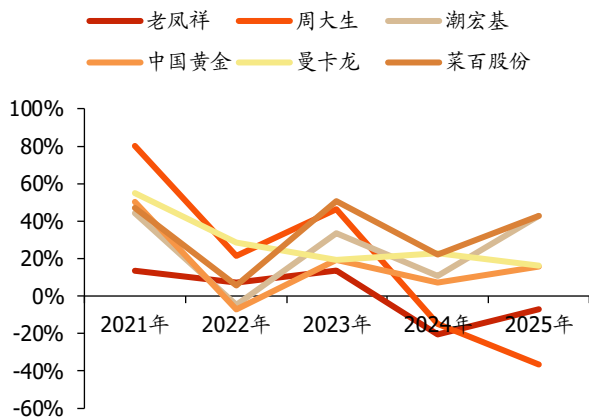
资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.1 财务数据回顾：2025 年分红稳定，2026Q1 板块公司业绩优异

2026Q1 黄金珠宝板块公司业绩表现优异，归母净利润快速增长。2025 年黄金珠宝重点公司（老凤祥、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙、菜百股份、老铺黄金）合计营

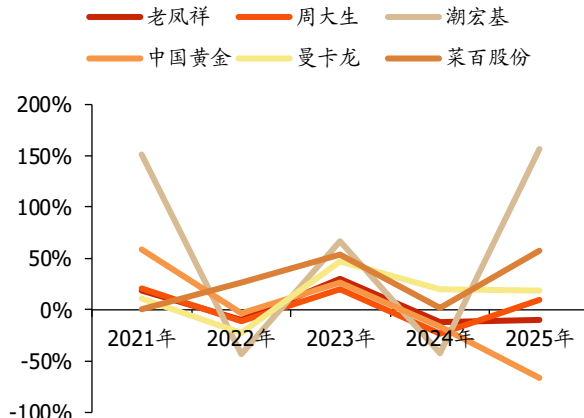
收同比增长 18.3%至 1996.4 亿元，归母净利润同比增长 55.7%至 97.46 亿元。其中老凤祥 2025 年营收/归母净利润同比分别-7%/-10%；周大生 2025 年营收同比下降 36.5%，但随着渠道和产品结构的优化归母净利润增长 9.2%。相比之下，具有较强产品和品牌差异性的老铺黄金营收/净利润快速增长 221%/230.5%，菜百股份主营贵金属投资类产品，2025 年营收/归母净利润增长 42.4%/57.6%；潮宏基 2025 年营收/归母净利润增长 43%/156.7%。2026Q1 黄金珠宝重点公司（老凤祥、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙、菜百股份）合计营收同比增长 14.2%，归母净利润增长 11.1%，板块公司利润表现优异。

图表45: 2021~2025 年黄金珠宝重点公司收入增速 (%)



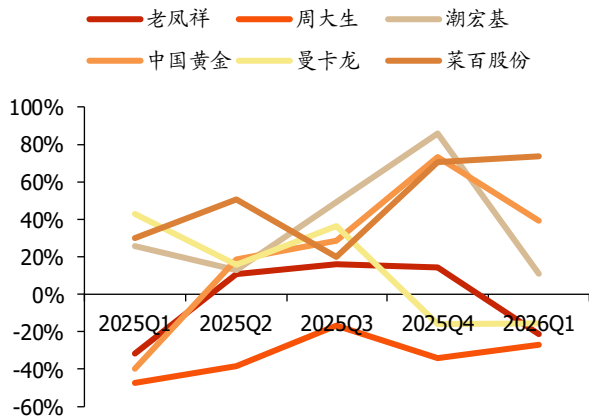
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表46: 2021~2025 年黄金珠宝重点公司归母净利润增速 (%)



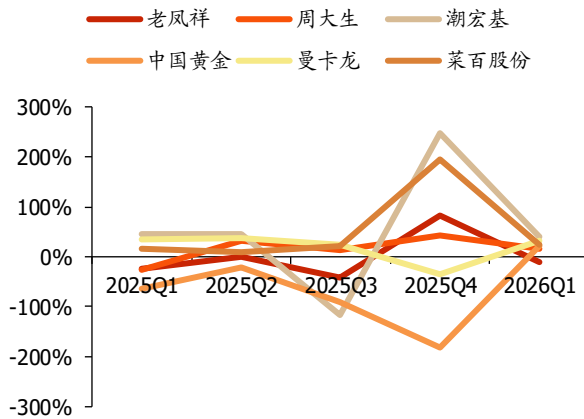
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表47: 2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司收入增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

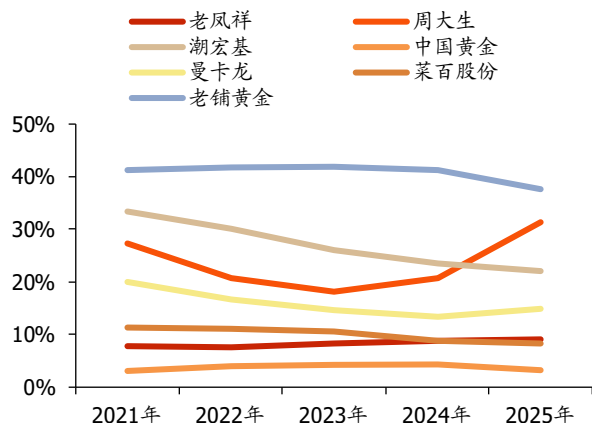
图表48: 2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

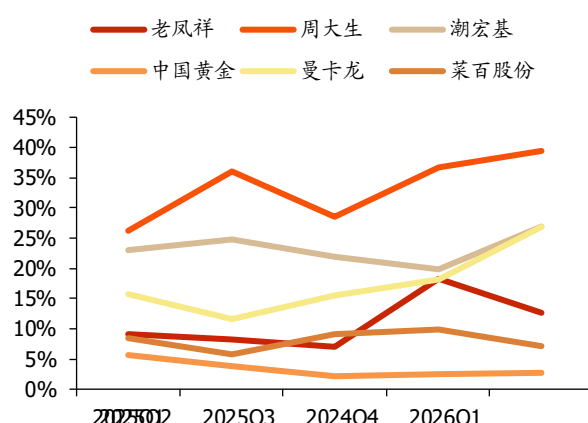
盈利质量: 2025 年各公司毛利率表现分化, 净利率相对稳定。1) 毛利率: 2025 年老凤祥/周大生/潮宏基/中国黄金/曼卡龙/菜百股份/老铺黄金毛利率同比分别 +0.2/+10.6/-1.5/-1/+1.6/-0.6/-3.5ppts 至 9.1%/31.4%/22.1%/3.3%/15%/8.3%/37.6%，毛利率因公司业务原因表现不具有一致性，其中周大生受益于产品/渠道结构优化及金价上行毛利率提升较大；**2) 净利率:** 2025 年老凤祥/周大生/潮宏基/中国黄金/曼卡龙/菜百股份/老铺黄金净利率同比分别 -0.1/+5.2/+2.4/-1.0/+0.1/+0.4/+0.5ppts 至 3.3%/12.5%/5.3%/0.4%/4.2%/3.9%/17.8%，2025 年黄金珠宝公司整体的盈利水平保持相对稳定。

图表49: 2021~2025 年黄金珠宝重点公司毛利率水平 (%)



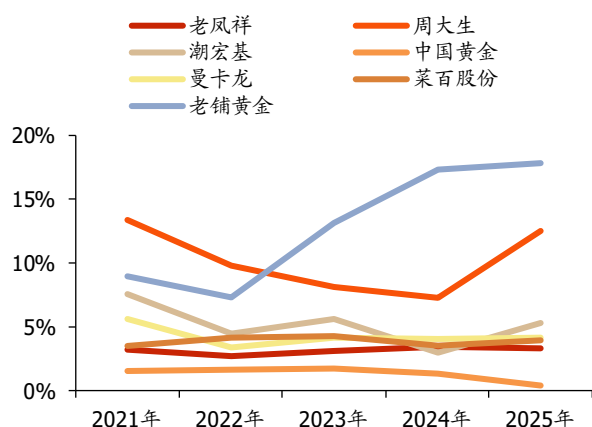
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表50: 2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司毛利率水平 (%)



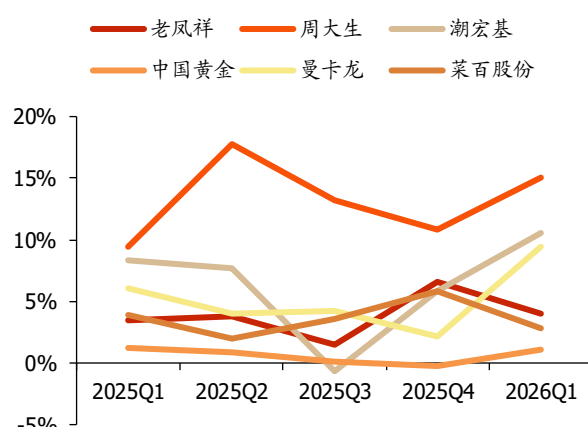
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表51: 2021~2025 年黄金珠宝重点公司净利率水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

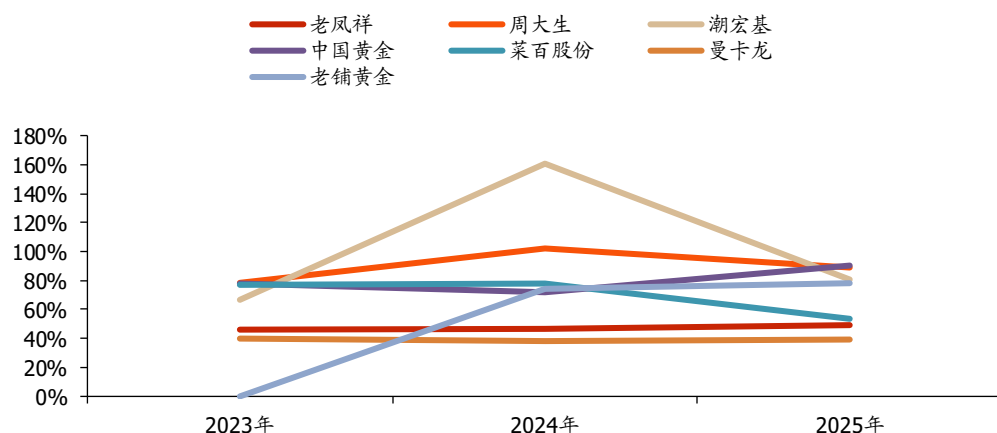
图表52: 2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司净利率水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分红情况: 各品牌分红率保持稳定, 持续回馈股东。2025 年老凤祥/周大生/潮宏基/中国黄金/菜百股份/曼卡龙/老铺黄金股利支付率分别为 49.2%/88.6%/80.4%/90.3%/53.5%/38.9%/78.1%, 同比保持平稳。

图表53: 2023~2025 年黄金珠宝重点公司股利支付率水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 板块运营趋势：重视渠道效率提升，同时提升产品差异化

3.2.1 渠道端：线下打造差异化店型，线上业务快速增长

头部品牌主动精简门店数量，提升店铺效率，同时差异化品牌继续扩张。2025 年头部珠宝品牌公司普遍处于渠道精简与结构优化阶段，而具备差异化逻辑的中小规模品牌仍保持扩张态势，截至 2025 年末老凤祥/周大生/中国黄金门店数量分别-483/-529/-925 家至 5355/4479/3311 家，我们判断关店重点或在于低效亏损的下沉市场门店，与此同时，具备强差异化逻辑的品牌仍保持扩张，菜百股份/潮宏基/老铺黄金门店数量分别同比净开 6/159/9 家至 106/1670/45 家。

图表54：黄金珠宝公司 2019~2025 年门店数量（家）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	变动
老凤祥	3893	4450	4945	5609	5994	5838	5355	(483)
周大生	4011	4189	4502	4616	5106	5008	4479	(529)
中国黄金	2931	3160	3721	3642	4257	4236	3311	(925)
菜百股份	39	45	59	70	87	100	106	6
潮宏基	971	995	1076	1158	1399	1511	1670	159
老铺黄金	-	-	22	27	30	36	45	9
	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	变动
周大福	3978	4736	6072	7646	7549	6643	5689	(954)
六福集团	2120	2366	2809	3,105	3583	3287	3005	(282)

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在渠道优化或者拓展过程中，品牌公司通过“多品牌策略”和“场景化门店”进行差异化竞争。截止 2025 年底潮宏基的礼赠子品牌“Soufflé”门店达 96 家，并设立“臻 ZHEN”高端体验馆复兴非遗工艺；周大生全面升级“国家宝藏”高端店及“周大生经典”时尚非遗店；老铺黄金通过场景化布局（例如采用禅房、茶室主题）将店铺销售同品牌文化体验结合，提升单店效益。

图表55：潮宏基“Soufflé”专柜



资料来源：大众点评，国盛证券研究所

图表56：周大生国家宝藏快闪店



资料来源：厦门万象城公众号，国盛证券研究所

2025 年电商业务重要性进一步凸显，品牌公司通过精细化运营实现规模增长。2025 年面对高金价背景下门店客流的波动品牌公司进一步强化对于小红书、抖音等社交媒体的广告投放与直播销售的重视，2025 年周大生/曼卡龙/老铺黄金电商业务营收占比分别达到 32.41%/55.49%/17.1%，菜百股份电商子公司营收同比增长 39.50%至 66.66

亿元，同时老凤祥成立电商部统筹线上运营，2025 年 4 月“盛唐风华”系列抖音专场直播观看量近 200 万人次。

3.2.2 产品端：国潮风格是产品设计主线，文化内涵与原创设计驱动附加值提升

产品设计聚焦古法国潮风格，通过“非遗工艺”提升产品附加值。2025 年古法金、非遗工艺类产品在足金市场占比提升至 35%以上，老铺黄金通过首创“金胎烧蓝”、“金胎漆器”引领行业高质量发展，周大生签约多位国家级非遗传承人，重磅推出“云锦系列”及“衣脉金承”苗绣系列；潮宏基则系统强化非遗花丝、时尚串珠等品牌印记品类；老凤祥把握“国潮”的新消费增长点，围绕“藏宝金”“凤祥喜事”及时尚新品三大主线，开发“盛唐风华”系列产品。

图表57：周大生“云锦”系列



资料来源：周大生宝藏馆公众号，国盛证券研究所

图表58：老凤祥“凤祥喜事”系列



资料来源：老凤祥吉祥珠宝公众号，国盛证券研究所

重视联名 IP 打造，抢占年轻消费群体市场。在古法金主体之外，2025 年品牌公司通过和顶级 IP 深度联名，构建产品壁垒，老凤祥围绕《圣斗士星矢》等 IP 提升产品附加值；曼卡龙与徐悲鸿美术馆、德寿宫合作，并针对 Z 世代建立“黄金谷子”品牌认知；周大生则已覆盖梵高、莫奈、达芬奇三大艺术巨匠 IP，我们判断品牌公司推行的“文化 IP+工艺创新”的模式，一方面提升产品附加值，另一方面可以快速抢占年轻消费群体市场。

3.3 2026 年板块运营趋势及投资建议：关注产品、渠道力不断提升的品牌公司

展望 2026 年，产品和渠道优化仍是行业主线。在前文中我们分析到 2025 年面对线下客流的波动以及金价的高企，品牌公司加大对于渠道优化以及产品差异化的打造力度，展望 2026 年面对金价的高位波动以及消费复苏态势的不确定性，我们预计该趋势或仍将持续。从 2026 年上市公司业绩节奏来看，我们建议关注重点节假日的销售情况，同时关注各季度金价走势情况。

投资建议：2026 年继续关注强 α 标的。2025 年在金价上涨的背景下黄金珠宝公司业绩分化明显，展望 2026 年我们预计消费者持续加强对于产品设计以及品牌力的关注，具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望跑赢行业，当前推荐产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福】，当前股价对应 FY2026PE 为 12 倍；推荐【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 13 倍。

- **周大福：短期内地销售承压，港澳业务快速增长。**周大福发布 FY2026Q4 经营情况公告，根据公司披露 FY2026Q4 集团零售值同比下降 1.5%，其中由于季内金价的大幅波动中国内地零售值同比下降 8.2%，中国香港、中国澳门及其他市场零售值同比快速增长 58.5%。我们判断 1~2 月金价高企在较大程度上抑制了内地消费者的购买意愿。与此同时公司持续推进产品优化升级提升经营韧性，FY2026Q4 定价首饰季内零售值占比提升至 36.2%（去年同期为 35.5%），定价首饰中珠宝镶嵌黄金及翡翠首饰表现突出，零售值增长均超过 30%。综合全财年表现，虽然 Q4 内地市场受到高金价波动的短期冲击，但中国港澳地区的强劲爆发以及产品结构优化带来的毛利空间提升，支撑了业绩韧性。我们预测 FY2026-FY2028 归母净利润为 88.00/98.46/108.65 亿港元，对应 FY2026PE 为 12 倍，维持“买入”评级。
- **潮宏基：业绩快速增长，市占率持续提升。**公司 2025 年实现营收 93.18 亿元，同比+43.0%，归母净利润 4.97 亿元，同比+156.7%（剔除商誉减值后增速约+80%），经营表现优异，全年股利支付率约 80.45%；2026Q1 公司实现营收 24.98 亿元，同比增长 10.93%，归母净利润 2.64 亿元，同比大幅增长 39.52%，2026Q1 时尚珠宝营收同比增长 30%+，带动整体营收与毛利快速扩张，费用端保持相对稳定，利润空间进一步打开。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润为 7.45/8.71/10.15 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 13 倍，维持“增持”评级。

图表59：2025 年黄金珠宝部分重点公司收入同比增速/归母净利润同比增速/毛利率/净利率

公司名称	2025 年		2025 年毛利率		2025 年净利率	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	同比	毛利率	同比	净利率
老凤祥	-7%	-10%	+0.2pcts	9.09%	-0.1pcts	3.32%
周大生	-37%	9%	+10.6pcts	31.35%	+5.2pcts	12.52%
潮宏基	43%	157%	-1.5pcts	22.06%	+2.4pcts	5.33%
中国黄金	15%	-66%	-1.0pcts	3.28%	-1.0pcts	0.39%
曼卡龙	16%	19%	+1.6pcts	14.96%	+0.1pcts	4.18%
菜百股份	42%	58%	-0.6pcts	8.30%	+0.4pcts	3.93%
老铺黄金	221%	230%	-3.5pcts	37.63%	+0.5pcts	17.83%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表60：2025Q1~2026Q1 黄金珠宝部分重点公司收入/归母净利润同比增速

公司名称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
	收入增速	收入增速	收入增速	收入增速	收入增速	归母净利 润增速	归母净利 润增速	归母净利 润增速	归母净利 润增速	归母净利 润增速
老凤祥	-32%	11%	16%	15%	-22%	-24%	1%	-42%	82%	-11%
周大生	-47%	-38%	-17%	-34%	-27%	-26%	31%	14%	43%	16%
潮宏基	25%	13%	50%	86%	11%	44%	44%	-117%	247%	40%
中国黄金	-40%	19%	28%	73%	39%	-63%	-20%	-89%	-182%	22%
曼卡龙	43%	16%	36%	-16%	-15%	34%	37%	25%	-35%	33%
菜百股份	30%	50%	20%	71%	74%	17%	9%	22%	195%	25%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资观点

运动鞋服：板块波动环境下经营韧性强，看好长期增长性。2026Q1 运动鞋服板块整体表现保持稳健增长态势，推荐集团化运营能力卓越的运动鞋服板块优质标的【安踏体育】，不考虑一次性利得预计公司 2026 年归母净利润为 140.53 亿元，对应 2026 年 PE 为 14 倍；推荐奥运周期有望迎来品牌力提升的【李宁】，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 28.57 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注滔搏、特步国际、361 度。

品牌服饰：2026Q1 板块业绩良好，关注基本面持续改善的优质个股。推荐【比音勒芬】，公司 2026Q1 业绩增速亮眼，后续电商+线下拓店有望带动全年收入快速增长，对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐【海澜之家】，公司业绩稳健，高分红具备吸引力，当前股价对应 2026 年 PE 为 14 倍；关注森马服饰，2026Q1 费用管控带动利润高速增长，全年业绩成长性具备吸引力，对应 2026 年 PE 为 16 倍；关注加盟渠道有望修复、员工持股计划有望带动中长期业绩释放的地素时尚；关注家纺赛道龙头公司罗莱生活、水星家纺。

服饰制造：关注国际贸易政策及环境变化，优选业绩稳健的龙头制造公司。近期品牌商下单相对谨慎，原材料波动及关税政策冲击影响产业链盈利空间，我们判断短期或影响上游制造商利润率，建议关注宏观环境及政策变化风险，1) 短期关注短期订单趋势良好的【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 17 倍；关注受益于毛价上涨逻辑、利润有望逐步释放的【新澳股份】，对应 2026 年 PE 为 11 倍。关注业绩稳健的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 为 10 倍。2) 中长期来看，基于格局优化逻辑，关注当下利润率受损、中长期份额有望提升的申洲国际、华利集团。

黄金珠宝：2026 年继续关注强 α 标的。2025 年在金价上涨的背景下黄金珠宝公司业绩分化明显，展望 2026 年我们预计消费者持续加强对于产品设计以及品牌力的关注，具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望跑赢行业，当前推荐产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福】，当前股价对应 FY2026PE 为 12 倍；推荐【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 13 倍。

图表61: 重点公司估值表 (亿元, %, 倍)

	公司	评级	市值 (亿元)	2025 年股利	归母净利润 (亿元)			PE		
				支付率	25A	26E	27E	25A	26E	27E
运动 鞋服	安踏体育	买入	2269.5	45%	135.9	156.5	158.1	14.6	12.7	12.6
	李宁	买入	522.6	50%	29.4	28.6	32.5	15.6	16.0	14.1
	特步国际	买入	120.1	50%	13.7	12.6	14.2	7.7	8.3	7.4
	361 度	买入	112.1	45%	13.1	14.6	16.2	7.5	6.7	6.0
	滔搏	买入	186.0	133%	12.9	12.3	13.8	12.7	13.3	11.8
休闲 服饰	波司登	买入	497.8	84%	35.1	37.2	39.9	12.4	11.7	10.9
	赢家时尚	买入	45.4	55%	4.0	5.0	5.4	10.0	7.9	7.3
	比音勒芬	买入	115.5	75%	5.5	6.9	7.9	21.0	16.8	14.6
	地素时尚	买入	63.2	71%	2.6	2.9	3.3	24.3	-	-
	歌力思	增持	40.4	40%	1.6	2.2	2.8	24.5	18.7	14.4
	报喜鸟	买入	60.7	73%	3.4		4.5	17.8	15.9	13.6
	海澜之家	买入	317.5	91%	21.7	22.8	24.8	14.7	13.9	12.8
	太平鸟	买入	67.0	81%	1.7	2.1	2.6	38.5	-	-
	森马服饰	买入	163.3	91%	8.9	10.3	11.4	18.3	15.9	14.4
纺织 制造	稳健医疗	买入	182.5	57%	7.7	9.7	11.0	23.8	18.8	16.5
	申洲国际	买入	703.5	60%	58.3	58.4	63.8	10.6	10.6	9.7
	华利集团	买入	445.0	76%	32.1	28.7	33.6	13.9	15.5	13.2
	健盛集团	买入	44.6	50%	4.0	4.1	4.4	11.0	11.0	10.2
	伟星股份	买入	118.9	92%	6.4	6.9	7.6	18.4	17.3	15.6
	新澳股份	买入	63.6	53%	4.8	6.0	6.7	13.2	10.6	9.5
	晶苑国际	买入	187.7	66%	2.2	2.5	2.8	10.7	9.7	8.6
黄金 珠宝	老凤祥	买入	206.2	49%	17.5	12.8	14.1	11.7	16.1	14.6
	周大生	增持	143.9	89%	11.0	12.6	14.3	13.0	11.4	10.0
	周大福	买入	1048.7	87%	59.2	88.0	98.5	17.7	11.9	10.7
	潮宏基	增持	93.9	80%	5.0	7.5	8.7	18.9	12.6	10.8
家纺	罗莱生活	买入	93.9	99%	5.2	5.9	6.7	18.1	15.9	14.0
	富安娜	买入	61.8	95%	3.4	3.9	4.4	18.4	15.7	14.2
	水星家纺	买入	58.7	64%	4.1	4.6	5.2	14.4	12.7	11.2

数据来源: wind, 国盛证券研究所预测

注: A 股收盘价截至 2026 年 4 月 30 日, H 股收盘价截至 2026 年 4 月 30 日。

注: 安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、滔搏、波司登、周大福、晶苑国际、361 度、赢家时尚市值单位为亿港元, 波司登、滔搏、周大福 24A 为 23/24 财年。周大福归母净利润单位为亿港元, 晶苑国际归母净利润单位为亿美元, 汇率为 1 美元=7.83 港元, 汇率为 1 港元=0.88 人民币元。

注: 罗莱生活 2025 年盈利预测暂不考虑家具业务潜在的商誉减值风险。

风险提示

消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对各公司终端流水造成影响。

门店及电商业务不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。目前电商业务在各个品牌公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩表现造成影响。

汇率波动风险。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响。

测算误差风险。部分公司分渠道及分品牌表现系根据行业情况及公司业务情况推断，仅供参考，提醒关注测算误差风险。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com