

2026 年 05 月 18 日

品牌看好高端复苏，制造关注上游涨价

——纺织服装 2025 年报及 2026 年一季报总结

看好

本期投资提示：

- **内需 26Q1 景气度改善明显，外需保持平稳。**3 月纺服社零同比增长 7.0%，在春节错位及节前旺季拉长等带动下，景气度回升明显。预计下半年在基数缓和、产品推新及渠道落地等带动下，终端销售将延续改善趋势。外需出口保持平稳。1-4 月我国纺织服装累计出口 911.3 亿美元，同比增长 0.8%，其中，纺织品出口同比增长 2.3%，服装出口同比下降 0.9%。纺织中间品出口韧性较强，服装出口略有承压。
- **港股运动：25 年业绩普遍超预期，26Q1 高基数下景气度继续改善。**1) **安踏受益于多品牌及费用管控，业绩超预期：**25 年收入 802.2 亿元，同比增长 13.3%，归母净利润 135.9 亿元，剔除 24 年 Amer Sports 影响后利润同比增长 13.9%。26Q1 安踏/FILA/新品牌分别增长高单/低双/40-45%，相比 25Q4 改善明显。2) **李宁利润好于预期：**25 年收入同比增长 3%至 296 亿元，归母净利润同比下滑 3%至 29.4 亿元，好于预期，主要得益于专业运动拉动增长、渠道整合与精细化运营优化费用，26Q1 成人线下流水增长中单位数。3) **特步业绩符合预期：**25 年收入同比增长 4.2%，归母净利润同比增长 10.8%。26Q1 主品牌增长低单位数，索康尼增长超 20%。4) **361 度继续领跑：**25 年收入 111 亿元，同比增长 10.6%，归母净利润 13 亿元，同比增长 14.0%。26Q1 成人线下增长 10%。
- **纺织制造：1) 上游受益于涨价周期催化业绩弹性。**棉花涨价背景下，百隆东方 26Q1 营收 19.9 亿元，同比增长 14.8%，归母净利润 2.4 亿元，同比增长 39.8%，利润超预期，预计 26Q2 净利润规模或环比继续扩大。澳毛产量明确收缩，运动羊毛服饰需求增长，推动澳毛价格持续创出本轮周期价格新高，带动优质毛纺公司 26Q1 业绩超预期，随 26Q2 交付旺季开启，后续业绩仍然值得期待。2) **中游受客户订单波动、原材料价格上涨等影响，短期业绩承压。**受海外客户下单偏弱、人工成本和制造费用摊薄压力加大，叠加新工厂仍处于产能爬坡、汇兑损失等影响，中游制造公司短期业绩有所承压。
- **男女装：旅游、商务场景促进高端消费回暖，率先完成去库及渠道调整的公司显现复苏迹象。**1) **男装：**比音勒芬 26Q1 营收同比增长 18.4%，连续两季营收双位数增长，26Q1 单季营收、净利创历史同期新高，超市场预期。海澜之家 25 年、26Q1 营收及利润同比增长个位数，符合预期。2) **女装：**歌力思 26Q1 收入同比增长 7.8%至 7.4 亿元，其中国内业务增幅 14.3%。经营利润增长约 70%，主要得益于国际品牌增长强劲，费用控制及海外亏损改善。地素 26Q1 收入/归母净利润同比增长 6.2%/21.8%，业绩超预期。
- **童装：随门店优化等举措推进，经营周期触底修复。**森马 26Q1 营收/归母净利润 34.5/3.1 亿元，同比增长 12%/45%，利润大超预期，公司线下门店注重运营质量改善，线上投流效果逐步显现，随着提质增效举措持续推进，业绩触底修复。嘉曼 25 年童装下滑，26 年预计恢复稳健增长，暇步士成人业务有望贡献业绩增量。
- **家纺：大单品战略推进顺利，板块表现超预期。**罗莱/水星 25 年营收同比增长 6%/8%，归母净利润同比增长 20%/11%；26Q1 利润增长提速，营收分别同比增长 6%/6%，归母净利润同比增长 31%/17%。罗莱、水星大单品战略带动毛利率大幅上行，利润兑现亮眼，表现超预期。富安娜加盟去库坚决，为后续良性扩张作准备。
- **26Q1 服装零售回暖，行业β改善启动，高端化与差异化户外景气更优，纺织制造上游涨价周期催化业绩弹性。**当前服装家纺重点关注：①**高性能户外：**体育大年带来品牌与渠道催化，推荐李宁/安踏体育/波司登/361 度/滔搏/特步，建议关注伯希和；②**高端社交服饰：**比音勒芬/江南布衣/歌力思，建议关注锦泓集团；③**睡眠经济：**罗莱/水星。纺织制造：**看好上游涨价品种，关注运动制造复苏。**①**上游涨价周期：**优质毛纺公司/百隆东方；②**运动制造产业链：**申洲/华利/裕元/伟星/晶苑。
- **风险提示：**需求恢复不及预期风险。库存增加风险。原材料价格上涨风险。

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资分析意见

26Q1 服装零售回暖，行业β改善启动，高端化与差异化景气更优，K 型分化延续。纺织制造上游涨价周期催化业绩弹性。品牌服饰一季度社零数据改善明显，行业逐步回暖，具备稀缺品牌内涵、高品牌势能、差异化产品矩阵的品牌更能跑赢，当前重点推荐赛事催化下的高性能户外运动赛道以及率先完整渠道库存等调整的高端服饰品牌。纺织制造上游涨价周期催化业绩弹性。棉花、羊毛/羊绒均在涨价周期中，低价库存储备充裕的纱线、毛纺龙头在 25Q4-26Q1 利润弹性显现，后续季度弹性仍将释放，继续看好后续弹性。中游代工在原材料价格上周及订单偏弱影响下短期承压，下半年在赛事大年催化、低基数以及库存去化完毕后，压制因素有望缓解。

原因与逻辑

品牌服饰：1-3 月服装社零同比增长 9.3%，在春节错位及节前旺季销售时间拉长等带动下，景气度回升明显。运动品牌 26Q1 普遍有中单位数至双位数增长，差异化高端户外延续强劲增势。高端消费回暖下率先完成库存及渠道调整的公司开启复苏。

1) 运动板块：运动鞋服兼具刚需与功能属性，26 年为赛事大年，品牌营销、产品储备丰富。户外热潮兴起，骑行、越野跑等细分垂类赛道仍有高增机会。龙头公司加码户外以及新渠道布局，提升质量、拓展增量，有望获得优于行业增长。

2) 高端服饰：行业经过 1-2 年调整，渠道、库存数量均在低位，旅游、商务场景促进高端消费回暖，率先完成去库及渠道调整的公司显现复苏迹象。比音勒芬 26Q1 单季营收、净利创历史同期新高。歌力思在国际品牌增长强劲，费用控制及海外亏损改善拉动下，26Q1 经营利润增长约 70%。地素 26Q1 归母净利润同比增长超 20%。

纺织制造：棉花、羊毛/羊绒均在涨价周期中，低价库存储备充裕的纱线、毛纺龙头在 25Q4-26Q1 利润弹性显现。百隆东方 26Q1 营收同比增长 15%，归母净利润同比增长 40%，预计 26Q2 净利润规模或环比继续扩大。澳毛价格持续创本轮周期新高，带动优质毛纺公司 26Q1 业绩超预期，随 26Q2 交付旺季开启后续仍值得期待。

有别于大众的认识

市场认为当前消费板块缺乏亮点及市场关注度，对后续投资机会持悲观态度。我们认为，自 25 年下半年开始，高端服饰恢复增长、上游毛价、纱线涨价等迹象已前瞻揭示板块正在走出低谷，新的投资主线已经形成。品牌端看好高端服饰，过去 1-2 年高端品牌率先完成渠道、库存调整，一季度多家公司超预期，业绩已经开启复苏。比音勒芬 26Q1 营收、净利创历史同期新高，歌力思 26Q1 国内业务增幅 14%，公司经营利润增长约 70%。地素 26Q1 单季度归母净利润同比增长 21.8%，净利率提升至 20%。纺织制造上游涨价周期催化业绩弹性，百隆东方 26Q1 营收同比增长 15%，归母净利润同比增长 40%，预计 26Q2 净利润规模或环比继续扩大。澳毛产量明确收缩，运动羊毛服饰需求增长，推动澳毛价格持续创出本轮周期价格新高，带动优质毛纺公司 26Q1 业绩超预期，随 26Q2 交付旺季开启，后续业绩仍然值得期待。

目录

1. 内需景气度回升，外需保持平稳	6
2. 港股运动：业绩普遍超预期，库存及折扣稳健	8
3. 纺织制造：上游受益涨价周期，中游短期承压	10
3.1 中游制造：订单及原材料价格等影响下，业绩短期承压	10
3.2 上游纺织：受益棉花、澳毛等原材涨价，业绩表现强劲	11
4. 男女装：高端品牌率先复苏，业绩步入改善通道	13
4.1 男装：渠道及库存调整后开启复苏，高端男装表现较好	13
4.2 女装：高端女装表现优异，26 年释放利润弹性	15
5. 童装：门店优化等多维并举，经营周期触底修复	16
6. 家纺：大单品战略推进顺利，业绩表现超预期	18
7. 投资分析意见	20
8. 风险提示	20

图表目录

图 1: 26 年 1-3 月社零总额同比增长 2.4%	6
图 2: 26 年 1-3 月纺服零售额同比增长 9.3%	6
图 3: 26 年 1-4 月中国纺织纱线、织物及制品出口额同比增长 2.3%	6
图 4: 26 年 1-4 月中国服装及衣着附件出口额同比降低 0.9%	6
图 5: 25 年、26Q1 中游制造公司营收 YoY	10
图 6: 25 年、26Q1 中游制造公司归母净利润 YoY	10
图 7: 25 年、26Q1 中游制造公司毛利率	10
图 8: 25 年、26Q1 中游制造公司费用率	10
图 9: 25 年、26Q1 上游纺织公司营收 YoY	12
图 10: 25 年、26Q1 上游纺织公司归母净利润 YoY	12
图 11: 25 年、26Q1 上游纺织公司毛利率	12
图 12: 25 年、26Q1 上游纺织公司费用率	12
图 13: 25 年、26Q1 男装公司营收 YoY	13
图 14: 25 年、26Q1 男装公司归母净利润 YoY	13
图 15: 25 年、26Q1 男装服饰公司毛利率	13
图 16: 25 年、26Q1 男装服饰公司费用率	13
图 17: 25 年及 26Q1 女装公司收入呈修复趋势	15
图 18: 25 年女装公司利润普遍同比改善	15
图 19: 25 年及 26Q1 女装品牌毛利率呈修复趋势	15
图 20: 25 年女装品牌费用率略微下降	15
图 21: 25 年、26Q1 童装公司营收 YoY	17
图 22: 25 年、26Q1 童装公司归母净利润 YoY	17
图 23: 25 年、26Q1 童装公司毛利率	17
图 24: 25 年、26Q1 童装公司费用率	17
图 25: 25 年、26Q1 家纺公司营收 YoY	18
图 26: 25 年、26Q1 家纺公司归母净利润 YoY	18
图 27: 25 年、26Q1 家纺公司毛利率	18
图 28: 25 年、26Q1 家纺公司费用率	18

表 1：纺织服装行业 2025 年及 26Q1 业绩汇总.....	7
表 2：港股运动公司业绩一览表	8
表 3：运动品牌门店数量变动	9
表 4：运动品牌单季度流水或收入增速追踪	9
表 5：申洲国际财务数据及盈利预测.....	11
表 6：华利集团财务数据及盈利预测.....	11
表 7：百隆东方财务数据及盈利预测.....	13
表 8：比音勒芬财务数据及盈利预测.....	14
表 9：海澜之家财务数据及盈利预测.....	14
表 10：地素时尚财务数据及盈利预测	16
表 11：歌力思财务数据及盈利预测	16
表 12：森马服饰财务数据及盈利预测	17
表 13：罗莱生活财务数据及盈利预测	19
表 14：水星家纺财务数据及盈利预测	19
表 15：富安娜财务数据及盈利预测	20
表 16：纺织服装行业估值比较表	21

1. 内需景气度回升，外需保持平稳

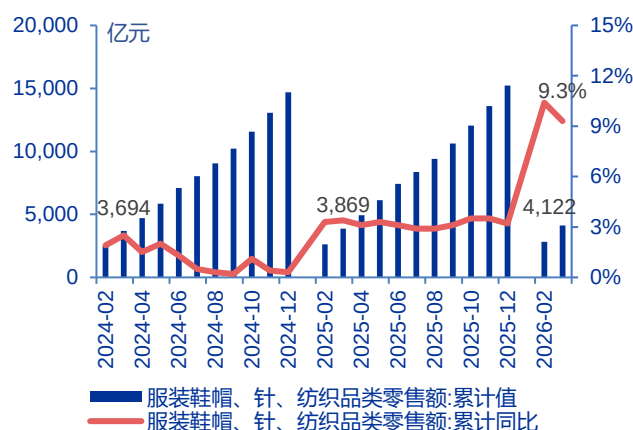
内需 26Q1 景气度改善明显，3 月纺服社零同比增长 7.0%。26 年 1-3 月社零总额同比增长 2.4%至 12.8 万亿元，其中，服装鞋帽、针织品类累计零售总额同比增长 9.3%至 4122 亿元，1-2 月同比增长 10.4%，3 月增长 7%，在春节错位及节前旺季销售时间拉长等带动下，景气度回升明显。预计 26 年品牌端将呈现“稳健恢复、结构分化”的趋势，下半年在基数缓和、产品推新及渠道落地等带动下，终端销售将延续改善趋势。

图 1：26 年 1-3 月社零总额同比增长 2.4%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

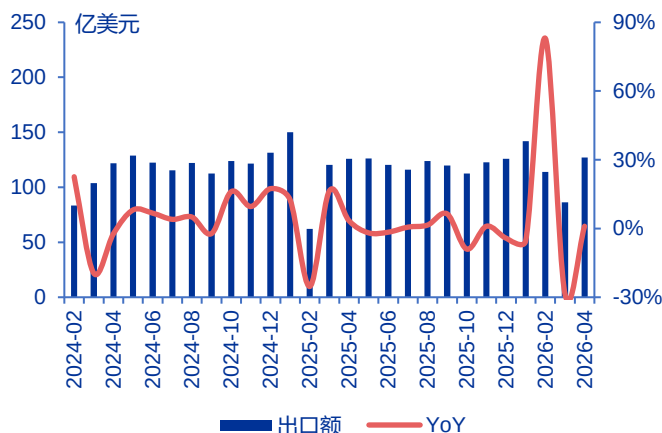
图 2：26 年 1-3 月纺服零售额同比增长 9.3%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

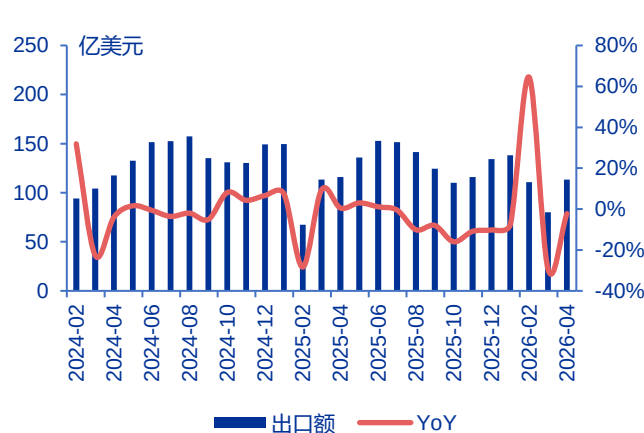
外需保持平稳，纺织品类需求韧性相对更强。1-4 月，我国纺织服装累计出口额 911.3 亿美元，同比增长 0.8%，其中，纺织品出口 469 亿美元，同比增长 2.3%，服装出口 442.3 亿美元，同比下降 0.9%。纱线、织物等中间品出口韧性较强，服装出口继续承压，受部分国际品牌和采购商持续推进供应链多元化布局影响，部分成衣订单向海外分流，后续走势仍需观察海外补库节奏及国际市场订单变化。

图 3：26 年 1-4 月中国纺织纱线、织物及制品出口额同比增长 2.3%



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 4：26 年 1-4 月中国服装及衣着附件出口额同比降低 0.9%



资料来源：海关总署，申万宏源研究

品牌端 25 年需求逐渐恢复，26Q1 业绩持续改善。制造端上游受益于涨价周期催化业绩弹性。品牌端运动板块需求韧性强劲，25 年业绩普遍超预期，26Q1 高基数下景气度继续改善，差异化的高端品牌与二线高性价比品牌表现更优。男女装板块，高端品牌率先完成去库及渠道调整，业绩表现亮眼。比音勒芬 26Q1 单季营收、净利创历史同期新高。歌力思在国际品牌增长强劲，费用控制及海外亏损改善拉动下，26Q1 归母经营利润增长约 70%（剔除百秋尚美一次性交易影响）。童装随门店优化等举措推进，经营触底修复。家纺大单品战略推进顺利，带动毛利率大幅上行，利润兑现亮眼。罗莱、水星 26Q1 营收分别同比+5.9%/+5.7%，归母净利润同比+30.5%/+17.1%。

表 1：纺织服装行业 2025 年及 26Q1 业绩汇总

子行业	证券代码	公司简称	收入			同比增速			归母净利润			同比增速		
			24A	25A	26Q1	24A	25A	26Q1	24A	25A	26Q1	24A	25A	26Q1
运动服饰	2331.HK	李宁	286.8	296.0		4%	3%	成人线下+中单位数	30.13	29.36		-5%	-3%	
	2020.HK	安踏体育	708.3	802.2		14%	13%	安踏+高单位数、FILA+中双位数、其他品牌+40-45%	156.0	135.9		52%	-13%	
	1368.HK	特步国际	135.8	141.5		-5%	4%	主品牌+低单位数	12.4	13.7		20%	11%	
	1361.HK	361 度	100.7	111.5		20%	11%	成人线下+10%、童装线下+10%、电商+中双位数	11.5	13.1		19%	14%	
大众服饰	600398.SH	海澜之家	209.6	216.3	66.6	-3%	3%	8%	21.6	21.7	9.5	-27%	0%	2%
	002563.SZ	森马服饰	146.3	150.9	34.5	7%	3%	12%	11.4	8.9	3.1	1%	-22%	45%
	603877.SH	太平鸟	68.0	63.3	16.6	-13%	-7%	-1%	2.6	1.7	1.4	-39%	-33%	10%
中高端服饰	002832.SZ	比音勒芬	40.0	43.1	15.2	13%	8%	18%	7.8	5.5	3.9	-14%	-29%	17%
	002154.SZ	报喜鸟	51.5	51.7	14.4	-2%	0%	10%	4.9	3.4	2.4	-29%	-31%	39%
	301276.SZ	嘉曼服饰	11.0	0.0	0.0	-5%	-100%	-100%	1.7	1.1	0.5	-5%	-38%	13%
	603587.SH	地素时尚	22.2	21.4	5.1	-16%	-4%	6%	3.0	2.6	1.0	-39%	-14%	22%
	603808.SH	歌力思	30.4	28.6	7.4	4%	-6%	8%	-3.1	1.6	0.4	-	-	0%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	45.6	48.4	11.6	-14%	6%	6%	4.3	5.2	1.5	-24%	20%	31%
	603365.SH	水星家纺	41.9	45.3	9.8	0%	8%	6%	3.7	4.1	1.1	-3%	11%	17%
	002327.SZ	富安娜	30.1	25.8	6.1	-1%	-14%	14%	5.4	3.4	0.6	-5%	-38%	15%
纺织制造	300979.SZ	华利集团	240.1	249.8	43.1	19%	4%	-19%	38.4	32.1	3.8	20%	-17%	-50%
	2313.HK	申洲国际	286.6	309.9		15%	8%		62.4	58.3		37%	-7%	
	605138.SH	盛泰集团	36.7	34.2	9.0	-21%	-7%	0%	0.5	0.3	1.7	-55%	-35%	712%
	601339.SH	百隆东方	79.4	78.6	19.9	15%	-1%	15%	4.1	6.6	2.4	-19%	60%	40%
	002003.SZ	伟星股份	46.7	48.0	10.4	20%	3%	6%	7.0	6.4	0.9	25%	-8%	-7%
	603055.SH	台华新材	71.2	64.1	14.4	40%	-10%	-3%	7.3	5.3	1.3	62%	-27%	-19%
	300888.SZ	稳健医疗	89.8	109.5	26.8	10%	22%	3%	7.0	7.7	2.5	20%	10%	1%
	300577.SZ	开润股份	42.4	48.9	12.6	37%	15%	2%	3.8	3.3	1.0	230%	-13%	16%
	603558.SH	健盛集团	25.7	25.9	5.8	13%	1%	3%	3.2	4.0	0.9	20%	25%	52%
	605189.SH	富春染织	30.5	34.1	8.7	21%	12%	30%	1.3	0.8	0.7	21%	-39%	1416%

资料来源：Wind，申万宏源研究，注：港股不披露季度收入及利润数据，26Q1 为流水增速

2. 港股运动：业绩普遍超预期，库存及折扣稳健

25 年港股运动板块业绩普遍超预期，彰显需求韧性及灵活的管理能力。

1) 安踏受益于多品牌及费用管控，业绩超预期：25 年公司实现收入 802.2 亿元，同比增长 13.3%，归母净利润 135.9 亿元，剔除 24 年 Amer Sports 上市及配套事项权益摊薄一次性利得后，同口径下同比增长 13.9%，表现略超预期，主要由于高利润率的户外品牌高增长拉高利润率，以及费用率管控得当。

2) 李宁费用控制得当，利润好于预期：25 年收入同比增长 3% 至 296 亿元，归母净利润同比下滑 3% 至 29.4 亿元，好于预期，主要得益于专业运动拉动增长、渠道整合与精细化运营优化费用。

3) 特步业绩符合预期：25 年收入 141.5 亿元，同比增长 4.2%，归母净利润 13.7 亿元，同比增长 10.8%，符合预期。

4) 361 度保持双位数增长，增速领跑：25 年收入 111 亿元，同比增长 10.6%，归母净利润 13 亿元，同比增长 14.0%，好于预期，主要得益于费用管控得当。

表 2：港股运动公司业绩一览表

金额单位	安踏体育			李宁			特步国际			361 度		
亿元人民币	25H1	25H2	25A	25H1	25H2	25A	25H1	25H2	25A	25H1	25H2	25A
收入	385	417	802	148	148	296	68	73	142	57	54	111
yoy	14%	12%	13%	3%	3%	3%	-5%	15%	4%	11%	10%	11%
归母净利润	70	66	136	17	12	29	9	5	14	9	4	13
yoy	-9%	-17%	-13%	-11%	13%	-3%	21%	-5%	11%	9%	25%	14%
毛利率	63.4%	60.7%	62.0%	50.0%	47.9%	49.0%	45.0%	40.9%	42.8%	41.5%	41.6%	41.5%
销售费用率	34.4%	36.4%	35.5%	29.0%	33.1%	31.0%	21.7%	23.4%	22.6%	18.2%	22.4%	20.2%
管理费用率	6.1%	6.8%	6.5%	5.2%	5.8%	5.5%	9.4%	9.9%	9.7%	5.8%	9.6%	7.7%
经营利润	88	73	161	23	13	37	10	6	15	10	5	15
经营利润率	22.9%	17.5%	20.1%	15.8%	9.0%	12.4%	13.9%	7.5%	10.6%	17.5%	8.8%	13.2%
归母净利率	18.2%	15.7%	16.9%	11.7%	8.1%	9.9%	13.3%	6.3%	9.7%	15.1%	8.2%	11.7%
存货	104	122	122	24	27	27	23	18	18	19	21	21
yoy	30%	13%	13%	5%	4%	4%	3%	15%	15%	30%	-2%	-2%
经营活动现金流净额	109	101	210	24	24	49	8	2	10	5	2.9	8
yoy	29%	22%	25%	-12%	-4%	-8%	-6%	-56%	-22%	227%	-422%	1067%
净现比	1.6	1.5	1.5	1.4	2.0	1.7	0.9	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：公司公告，申万宏源研究

拓店数量相比往年更加谨慎，新店型加速落地，提升门店质量。安踏成人店 25 年净增约 68 家，FILA 净减 20 家，户外品牌增加 10-30 家之间。李宁直营净关店 59 家，加盟拓店 30 家以上。特步、361 度成人 25 年分别为净关店 25/356 家。在线下客流承压下，各公司淡化门店数量，更加注重经营质量，如安踏持续推进差异化的渠道结构，竞技场旗舰店、Palace 门店、灯塔店等新渠道店效持续提升，361 度超品店拓店超预期，特步加大主品牌 DTC 转型推进力度，李宁发力龙店新渠道。

表 3：运动品牌门店数量变动

品牌	2023	2024	较 23 年底变动	2025	较 24 年底变动
安踏成人	7053	7135	82	7203	68
安踏儿童	2778	2784	6	2652	-132
FILA	1972	2060	88	2040	-20
DESCENTE	187	226	39	256	30
KOLON	164	191	27	209	18
李宁经销	4742	4820	78	4853	33
李宁直营	1498	1297	-201	1238	-59
李宁 YOUNG	1428	1468	40	1518	50
李宁合计	7668	7585	-83	7609	24
特步成人	6571	6382	-189	6357	-25
特步儿童	1703	1584	-119	1488	-96
索康尼	110	145	35	175	30
361 成人	5734	5750	16	5394	-356
361 儿童	2545	2548	3	2364	-184

资料来源：公司公告，申万宏源研究

营运质量稳健，库存健康，现金流持续改善。安踏 25 年存货较 24 年增加，但仍处于健康水平；应收账款、应付账款周转天数分别稳定在 21 天、51 天，全年经营性现金流量净额 209.96 亿元，同比增长 25.4%。李宁全渠道库销比 4 个月，库龄结构健康。特步净现金同比大幅增长 73%，主要因 24 年支付特别股息，25 年没有该项目。361 度经营活动现金流量净额达到 8 亿元，同比大幅增长 1067%。

26Q1 高基数下景气度继续改善。安踏旗下安踏/FILA/新品牌分别增长高单/低双/40-45%，相比 25Q4 改善明显。361 度受益于高性价比优势，一季度成人线下流水仍有 10% 增长，李宁成人线下流水增长中单位数，特步主品牌增长低单位数，索康尼增长超 20%。

表 4：运动品牌单季度流水或收入增速追踪

	品牌	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
安踏	安踏	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	低单位数	低单位数	低单位数 下滑	高单位数
	FILA	高单位数	中单位数	低单位数 下降	中单位数	高单位数	中单位数	低单位数	中单位数	低双位数
	其他	25-30%	40-45%	45-50%	40-45%	65-70%	50-55%	45-50%	35-40%	40-45%
李宁	李宁成人 线下	低单位数	下滑低单 位数	中单位数 下降	高单位数 增长	低单位数	低单位数	中单位数 下降	低单位数 下滑	中单位数
特步	主品牌	高单位数	10%	中单位数	高单位数	中单位数	低单位数	低单位数	持平	低单位数
361 度	成人线下	高双位数	10%	10%	10%	10-15%	10%	10%	10%	10%
NIKE	大中华区	5% (汇率中 性 6%)	3% (汇率 中性 7%)	-4% (汇 率中性- 3%)	-27% (汇 率中性- 16%)	-17% (汇 率中性- 15%)	-21% (汇 率中性- 20%)	-9% (汇 率中性- 10%)	-17% (汇 率中性- 16%)	-7% (汇 率中性- 10%)
Adidas	大中华区	2% (汇率中 性 8%)	4% (汇率 中性 8%)	9% (汇率 中性 9%)	8% (汇率 中性 10%)	15% (汇 率中性 13%)	-3% (汇 率中性 2%)	0% (汇率 中性 6%)	7% (汇率 中性 15%)	10% (汇 率中性 17%)

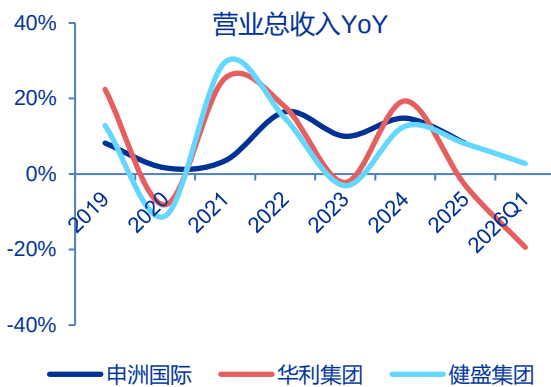
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：国产品牌为季度流水增速，国际品牌为大中华区季度收入增速，nike 财年为 5/31 日，为了增强比性，将 Q1 选取对应月份为 12 月至次年 2 月的数据，后续季度依次类推

3.纺织制造：上游受益涨价周期，中游短期承压

3.1 中游制造：订单及原材料价格等影响下，业绩短期承压

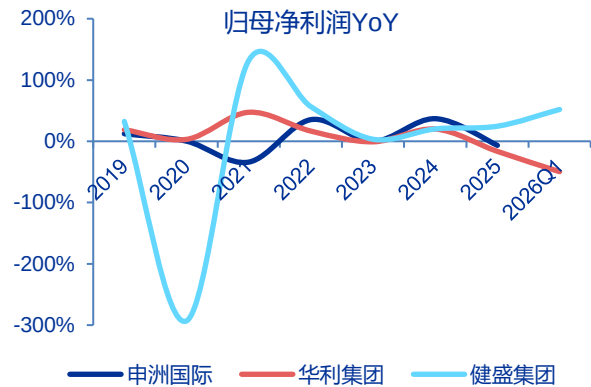
受客户订单波动、原材料价格上涨等影响，中游制造公司业绩承压。Nike、Converse 等运动品牌仍处于经营调整期，客户订单下滑、订单不足导致人工成本和制造费用摊薄压力加大，叠加新工厂仍处于产能爬坡、汇兑损失等影响，中游制造公司利润下滑，申洲、华利等部分公司业绩不及预期。

图 5：25 年、26Q1 中游制造公司营收 YoY



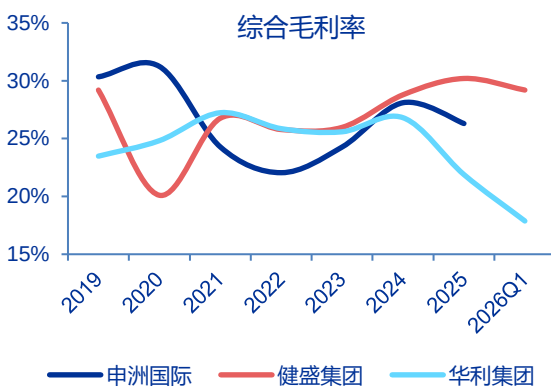
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：25 年、26Q1 中游制造公司归母净利润 YoY



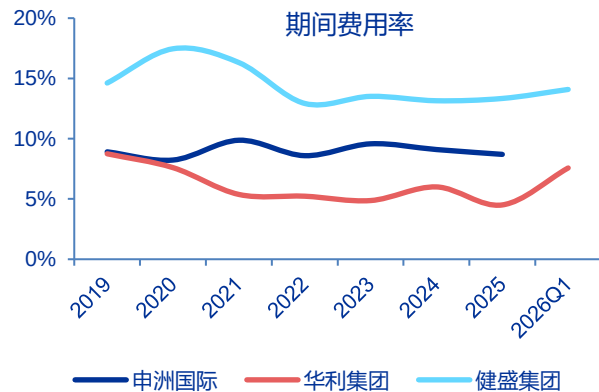
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：25 年、26Q1 中游制造公司毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：25 年、26Q1 中游制造公司费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

申洲国际：公司发布 25 年报，营收端保持增长，但利润端略低于预期。25 年营收 310 亿元（同比+8.1%），分拆 25H1/H2 营收分别同比+15.3%/+2.2%。25 年毛利率 26.3%（同比-1.8pct），分拆 25H1/H2 分别 27.1%/25.6%，受人工成本上升、新产能利用率爬坡、关税成本分摊等影响，毛利率环比走低。最终，25 年归母净利润 58.3 亿元（同比-6.7%），但如果剔除上年转让股权取得一次性收益（24 年约 3.3 亿）影响，可比口径归母净利润同比下降仅 1.4%，如果将政

府补助、汇兑损益（25 年净损失约 2.56 亿）、固定资产处置损益、利息收入等因素全部剔除，调整后的利润口径同比略增 1.3%，在 25 年较不稳定的贸易环境中体现出十足的经营韧性。

25 年休闲类需求高增长，欧美市场表现优于中国。25 年运动/休闲/内衣收入分别同比 +5.9%/+16.7%/-2.3%，收入分别占总营收的 67.7%/27.1%/4.5%。中国/欧洲/美国/日本/其他区域收入分别为 73.9/62.6/55.8/51.4/66.2 亿元，同比-8.4%/+20.6%/+21.0%/+6.4%/+10.9%，收入分别占总营收的 23.8%/20.2%/18.0%/16.6%/21.4%。

申洲国际是全球最大的纵向一体化针织制造商之一，在顶尖客户供应链中的护城河深厚，26 年期待世界杯拉动下游订单需求，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 60.3/65.2/69 亿元，对应 PE 为 10/9/9 倍。

表 5：申洲国际财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,663	30,994	32,461	34,179	36,019
同比增长率（%）	15%	8%	5%	5%	5%
归母净利润（百万元）	6,241	5,825	6,031	6,519	6,900
同比增长率（%）	37%	-7%	4%	8%	6%
每股收益（元/股）	4.2	3.9	4	4.3	4.6
毛利率（%）	28.10%	26.30%	26.20%	26.20%	26.20%
市盈率	10	10	10	9	9

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

华利集团 25 年业绩低于预期。25 年营收 249.8 亿元（同比+4.1%），归母净利润 32.1 亿元（同比-16.5%）。25Q4 营收 63.0 亿元（同比-3.0%），归母净利润 7.7 亿元（同比-22.7%）。量价分拆，25 年销量 2.27 亿双（同比+1.6%），人民币均价 110 元（同比+2.4%），新客户订单量同比大幅增长，部分老客户订单下滑，订单延续量价齐升的良好趋势。

公司为全球领先的运动鞋专业制造商，凭借领先的制造服务竞争力，中期有望在全球消费复苏趋势下释放业绩弹性，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润为 35.4/40.8/45.2 亿元，对应 PE 为 13/11/10 倍。

表 6：华利集团财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	24,006	24,980	26,258	29,026	32,098
同比增长率（%）	19.4	4.1	5.1	10.5	10.6
归母净利润（百万元）	3,840	3,207	3,539	4,076	4,519
同比增长率（%）	20	-16.5	10.4	15.2	10.9
每股收益（元/股）	3.29	2.75	3.03	3.49	3.87
毛利率（%）	26.8	21.9	22.3	22.8	22.8
市盈率	12	14	13	11	10

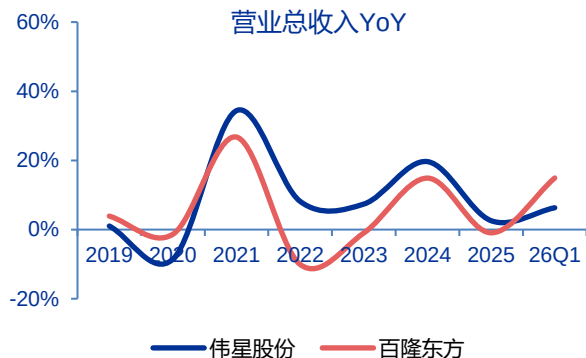
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

3.2 上游纺织：受益棉花、澳毛等原材涨价，业绩表现强劲

受益棉花、澳毛等原材涨价，上游制造公司表现良好。棉花涨价背景下，百隆东方 26Q1 营收 19.9 亿元，同比+14.8%，归母净利润 2.4 亿元，同比+39.8%，利润超预期，按照前期接单高增长

情况，预计 26Q2 净利润规模或环比继续扩大，持续看好棉花涨价周期。澳毛产量明确收缩，运动羊毛服饰需求增长，推动澳毛价格持续创出本轮周期价格新高，带动优质毛纺公司 26Q1 业绩超预期，随 26Q2 交付旺季开启，后续业绩仍然值得期待。

图 9：25 年、26Q1 上游纺织公司营收 YoY



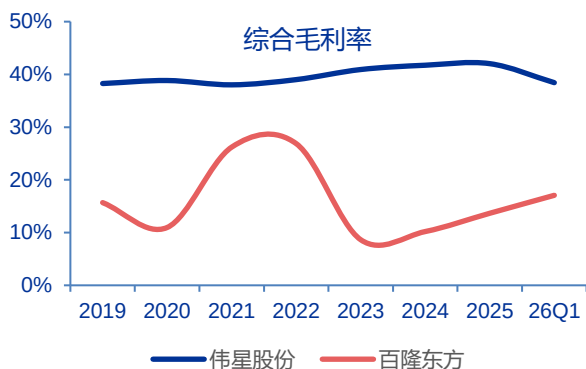
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：25 年、26Q1 上游纺织公司归母净利润 YoY



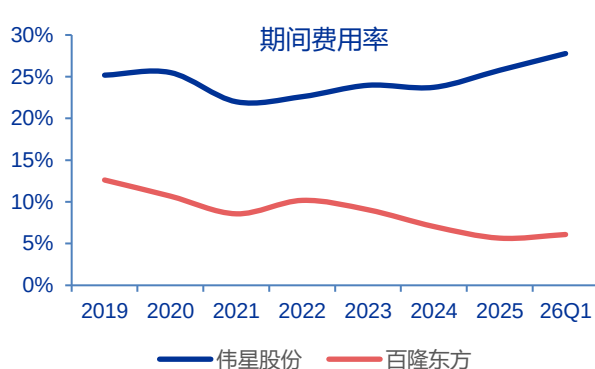
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：25 年、26Q1 上游纺织公司毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：25 年、26Q1 上游纺织公司费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

百隆东方 25 年业绩符合预期，26Q1 超预期。25 年营收 78.6 亿元（同比-1%），归母净利润 6.6 亿元（同比+60%），扣非归母净利润 6.1 亿元（同比+179%）。26Q1 营收 19.9 亿元（同比+14.8%），归母净利润 2.4 亿元（同比+39.8%），扣非归母净利润 2.2 亿元（同比+46.3%）。

海外业务盈利显著优于境内，越南基地的产业链价值凸显。25 年境内营收 20.9 亿元（同比+10.1%），毛利率 2.8%（同比+0.5pct），国内价格战压制利润空间。25 年境外营收 53.4 亿元（同比-1.6%），毛利率 17.4%（同比+5.9pct），毛利率大幅提升，凸显越南产能盈利优势。越南子公司净利润 6.42 亿元，是公司最主要的利润来源。

棉价及库存处于周期低位，假设棉价反弹，有望带动盈利大幅上行。根据美国农业部最新预计，25/26 年度全球棉花产量预期 2654 万吨，同比增长 2.2%，期末库存 1677 万吨，同比增长 4%，仍处于五年来低位。26 年棉花价格持续上涨，主因种植成本有坚实支撑，且前期内外棉价差不断拉宽，美棉补涨动力强。公司 25 年末存货 39.9 亿元，存货周转天数 218 天，原材料备货充足。我们认为，一旦后市棉价反弹，将促进百隆利润率进一步走高，隐含弹性相当可观。

公司为全球色纺纱大型制造商，受益于棉价上行周期，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 10.0/11.5/13.3 亿元，对应 PE 为 13/11/10 倍。

表 7：百隆东方财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	7,861	1,988	9,461	10,411	10,917
同比增长率（%）	-1	14.8	20.4	10	4.9
归母净利润（百万元）	656	243	1,001	1,151	1,326
同比增长率（%）	60	39.8	52.6	15	15.1
每股收益（元/股）	0.44	0.16	0.67	0.77	0.88
毛利率（%）	13.7	17.1	15.9	17.1	18.6
市盈率	19		13	11	10

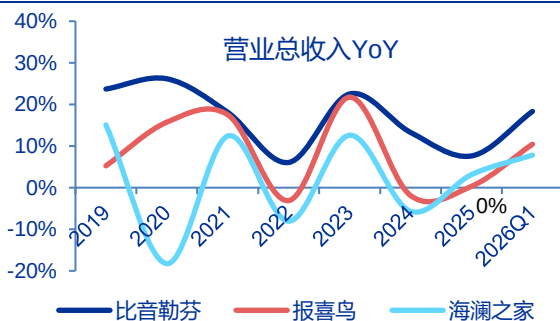
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

4.男女装：高端品牌率先复苏，业绩步入改善通道

4.1 男装：渠道及库存调整后开启复苏，高端男装表现较好

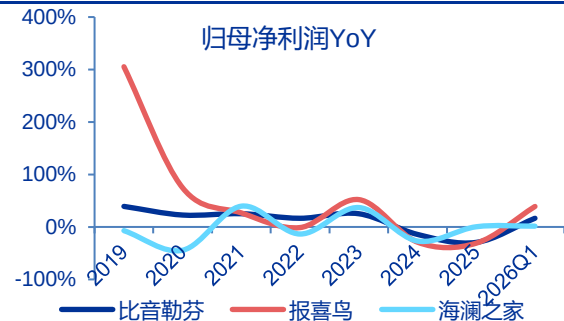
旅游、商务场景促进高端消费回暖，率先完成去库及渠道调整的公司显现复苏迹象。比音勒芬 26Q1 营收 15.2 亿元，同比+18.4%，继 25Q4 营收同比+10.8%之后，连续第二季营收实现双位数高增长，且 26Q1 归母净利润 3.9 亿元，同比+16.5%，26Q1 单季营收、净利均创历史同期新高，超市场预期。报喜鸟 26Q1 营收 14.4 亿元，同比+10.5%，归母净利润 2.37 亿元，同比+39%，扣非归母净利润 1.73 亿元，同比+5.7%，26Q1 由于政府补助大增，归母净利润表观增速超预期，而扣非净利润增速符合预期。海澜之家 25 年、26Q1 营收及利润同比增长个位数，符合预期。

图 13：25 年、26Q1 男装公司营收 YoY



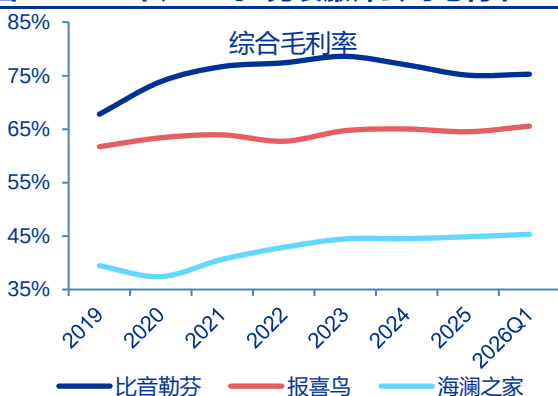
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：25 年、26Q1 男装公司归母净利润 YoY



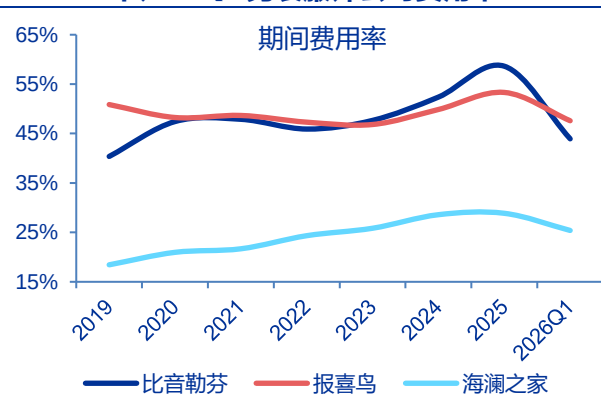
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：25 年、26Q1 男装服饰公司毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：25 年、26Q1 男装服饰公司费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

比音勒芬 25 年营收端稳健，分红大幅提升，26Q1 营收净利创新高。25 年营收 43.1 亿元（同比+7.7%），归母净利润 5.5 亿元（同比-29.5%），25 年现金分红总额 4.1 亿元，分红比例从上年 37%大幅提升至 75%。26Q1 营收 15.2 亿元（同比+18.4%），归母净利润 3.9 亿元（同比+16.5%）。

高端品牌壁垒加固，保持稳定高毛利。25 年、26Q1 毛利率分别为 75.1%/75.3%，稳定维持 75% 高位区间，显著优于行业平均水平，充分彰显突出的产品力与长期品牌溢价壁垒。其中电商板块毛利率为 76.5%（同比+1.9pct），为新的业绩增长点。

公司依托高端化、品牌多元化、国际化战略落地，不断打开成长空间，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 7.0/8.4/10.1 亿元，对应 PE 为 17/14/12 倍。

表 8：比音勒芬财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,314	1,522	4,973	5,635	6,343
同比增长率（%）	7.7	18.4	15.3	13.3	12.6
归母净利润（百万元）	551	386	701	842	1,011
同比增长率（%）	-29.5	16.5	27.2	20.2	20
每股收益（元/股）	0.96	0.68	1.23	1.48	1.77
毛利率（%）	75.1	75.3	75.3	75.9	76.4
市盈率	22		17	14	12

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

海澜之家营收、利润端符合预期。25 年营收 216.3 亿元（同比+3.2%），归母净利润 21.7 亿元（同比+0.3%）。26Q1 营收 66.6 亿元（同比+7.7%），归母净利润 9.49 亿元（同比+1.5%），25 年现金分红总额 19.7 亿元，现金分红比例高达 91%。盈利能力保持稳定。25 年毛利率 44.9%（同比+0.35pct），期间费用率 28.9%（同比+0.3pct），主因销售费用率 23.9%（同比+0.75pct），扣非归母净利率 9.8%（同比+0.2pct）。

分品牌：1) 海澜主品牌：25 年营收 149 亿元（同比-2.4%），毛利率 48.4%（同比+1.9pct），门店数 5625 家（较年初净-208 家，其中直营+161 家、加盟-369 家）。**2) 团购定制：**25 年营收 27.1 亿元（同比+21.9%），毛利率 38.3%（同比-2pct）。**3) 其他品牌：**25 年营收 34.5 亿元（同比+29.2%），毛利率 41%（同比-7.2pct），门店数 1705 家（较年初净+360 家），主要系阿迪达斯 FCC 项目及京东奥莱新业务加速扩张。

公司性价比服装零售业态矩阵搭建成型，主品牌基本盘稳固，城市奥莱新业态具备高爆发潜力，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 23.4/25.4/28.0 亿元，对应 PE 为 12/11/10 倍。

表 9：海澜之家财务数据及盈利预测

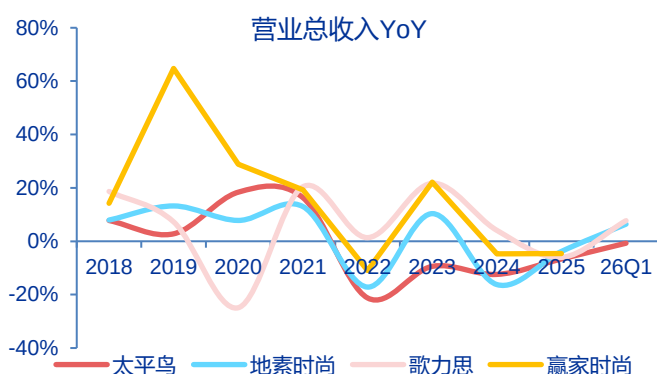
货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	21,626	6,661	23,817	26,278	28,921
同比增长率（%）	3.2	7.7	10.1	10.3	10.1
归母净利润（百万元）	2,166	949	2,342	2,537	2,802
同比增长率（%）	0.3	1.5	8.1	8.3	10.5
每股收益（元/股）	0.45	0.2	0.49	0.53	0.58
毛利率（%）	44.9	45.3	45.2	45.6	45.9
市盈率	13		12	11	10

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

4.2 女装：高端女装表现优异，26 年释放利润弹性

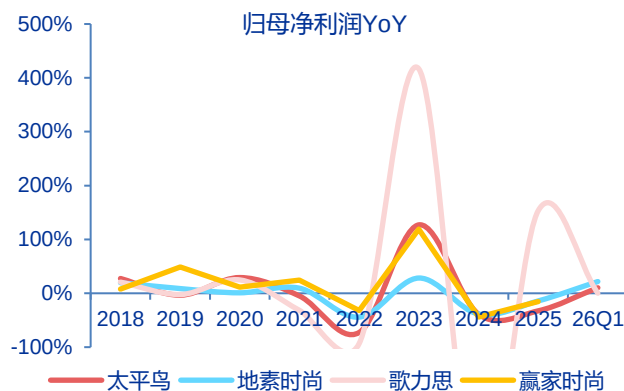
25 年女装板块需求逐步恢复，高端女装相对更优。女装板块 2026 年有望迎来困境反转，行业库存、渠道保有量经过 1-2 年调整，目前均已经达到健康状态，一季度多家公司业绩超预期已经开启复苏态势，地素/歌力思表现超预期，歌力思 26Q1 收入同比增长 7.8% 至 7.4 亿元，其中，国内业务收入整体增幅达到 14.3%，经营性利润增长约 70%，主要得益于多品牌协同发展推动收入取得良好增长，同时持续加强费用控制，推动降本增效，海外业务亏损继续改善。地素 26Q1 收入同比增长 6.2% 至 5.1 亿元，归母净利润同比增长 21.8% 至 1.0 亿元，业绩表现超预期，主要来自收入端恢复增长，一季度新品销售占比提升带动毛利率改善，同时费用率管控得当。

图 17：25 年及 26Q1 女装公司收入呈修复趋势



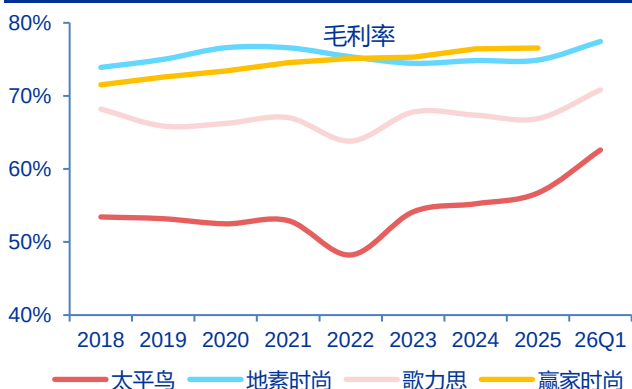
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：25 年女装公司利润普遍同比改善



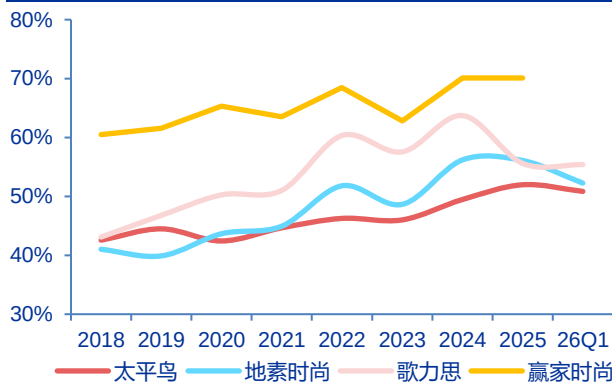
资料来源：Wind，申万宏源研究，注：24Q1 数据比较密集不便区分，用数据标签的底色与折线颜色对应

图 19：25 年及 26Q1 女装品牌毛利率呈修复趋势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 20：25 年女装品牌费用率略微下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

地素时尚 25 年业绩符合预期，26Q1 收入端恢复增长。25 年收入同比下降 3.7% 至 21.4 亿元，归母净利润同比下降 14.2% 至 2.6 亿元，表现符合预期。26Q1 收入同比增长 6.2% 至 5.1 亿元，归母净利润同比增长 21.8% 至 1.0 亿元。25 年毛利率同比微升 0.1pct 至 74.9%，归母净利率 12.2%。26Q1 毛利率提升 1.1pct 至 77.5%，费用率管控下，归

母净利率同比增长 2.5pct 至 19.8%。25 年公司存货 3.8 亿元，周转天数同比提升 8 天至 269 天。经营性现金流净额同比增长 21.4%至 4.9 亿元。

公司深耕中高端女装行业，品牌力强且具备较高的盈利能力。预计 26-28 年归母净利润为 2.9/3.3/3.6 亿元，对应 PE 为 21/19/17 倍。

表 10：地素时尚财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2,136	508	2,356	2,587	2,817
同比增长率（%）	-3.7	6.2	10.3	9.8	8.9
归母净利润（百万元）	260	101	293	327	359
同比增长率（%）	-14.2	21.8	12.3	11.7	9.8
每股收益（元/股）	0.56	0.22	0.62	0.69	0.76
毛利率（%）	74.9	77.5	75.2	75.3	75.4
市盈率	24		21	19	17

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

歌力思 25 年业绩持续改善，利润端表现符合预期。25 年收入 28.6 亿元，同比下降 5.9%，剔除 Ed Hardy 不再并表的影响，可比口径下增长 2.5%，其中，国内业务收入增长 5.6%，可比收入持续增长。归母净利润大幅改善至 1.6 亿元，主要得益于国内业务利润同比实现良好增长，同时海外业务利润同比改善明显。

26 年一季度表现好于预期。26Q1 收入 7.4 亿元，同比增长 7.8%，归母净利润为 0.4 亿元，同比上升 0.1%，剔除百秋尚美一次性交易相关影响后，经营性利润增长约 70%，主要得益于多品牌协同发展推动收入取得良好增长，同时持续加强费用控制，推动降本增效，海外业务亏损继续改善。

公司多品牌矩阵策略效果显著，主品牌稳健增长，收购品牌展现发展潜力。预计 26-28 年归母净利润为 2.2/2.6/2.8 亿元，对应 PE 为 16/14/13 倍。

表 11：歌力思财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2,857	744	3,070	3,252	3,428
同比增长率（%）	-5.9	7.8	7.5	6	5.4
归母净利润（百万元）	165	41	215	258	282
同比增长率（%）	-	0.1	30.2	20.2	9.2
每股收益（元/股）	0.45	0.11	0.59	0.71	0.77
毛利率（%）	66.9	70.8	67.8	67.9	68
市盈率	21		16	14	13

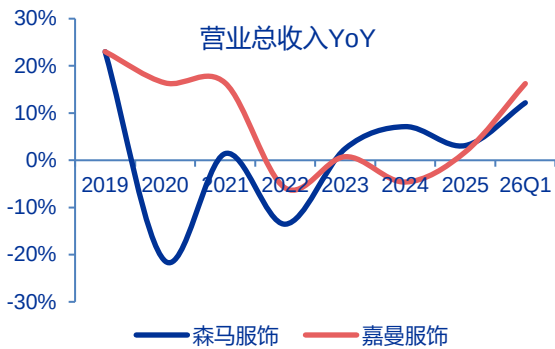
资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

5.童装：门店优化等多维并举，经营周期触底修复

随门店优化等举措推进，经营周期触底修复。森马 26Q1 营收 34.5 亿元，同比+12%，归母净利润 3.11 亿元，同比+45%，利润大超预期，公司线下门店注重运营质量改善，线上投流效果逐步显现，随着提质增效举措持续推进，业绩触底修复。嘉曼 26Q1 营收 3.4 亿元，同比+16.6%，归母

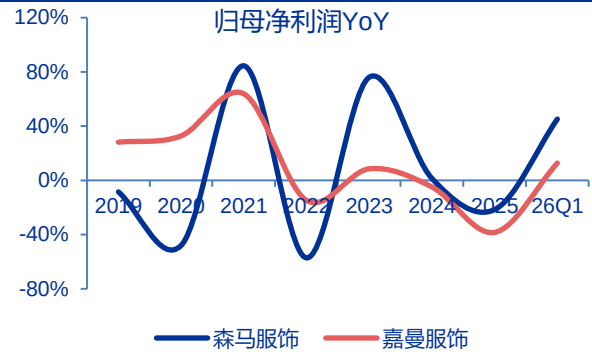
净利润 0.5 亿元，同比+12.7%，25 年童装业务下滑，26 年预计有望保持稳健增长，此外，暇步士成人装和成人鞋业务有望贡献业绩增量。

图 21：25 年、26Q1 童装公司营收 YoY



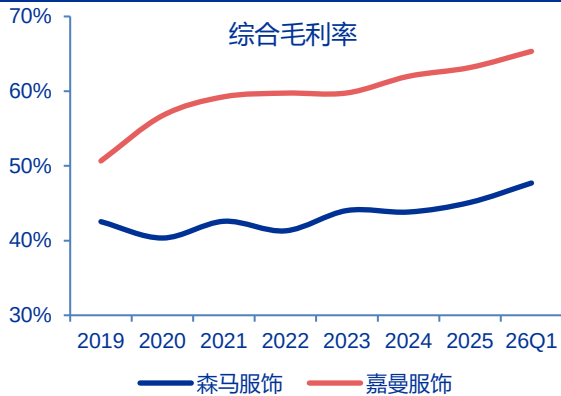
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：25 年、26Q1 童装公司归母净利润 YoY



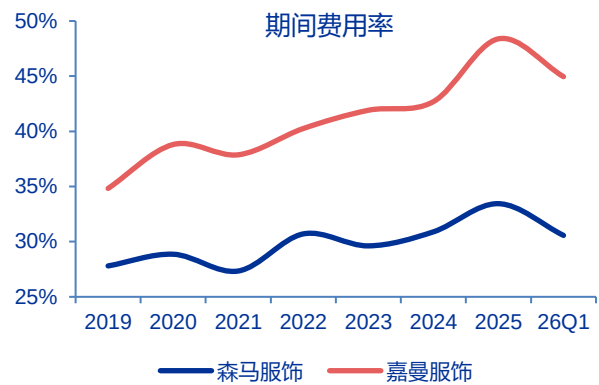
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：25 年、26Q1 童装公司毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：25 年、26Q1 童装公司费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

森马服饰 25 年业绩符合预期。25 年营收 150.9 亿元（同比+3.2%），归母净利润 8.9 亿元（同比-21.5%）。分品牌看，童装业务增长更快，营收 108 亿元（同比+5.2%），毛利率同比下滑 0.6pct 至 46.8%；休闲装业务营收 40.5 亿元（同比-3.2%），毛利率同比上升 5.0pct 至 40.5%。26Q1 实现营收 34.5 亿元（同比+12%），归母净利润 3.11 亿元（同比+45.2%），主业盈利弹性显著扩大。

公司营收表现稳健，维持高分红政策，随门店优化等提质增效举措推进，期待经营周期触底修复，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 10.0/11.3/12.8 亿元，对应 PE 为 16/14/12 倍。

表 12：森马服饰财务数据及盈利预测

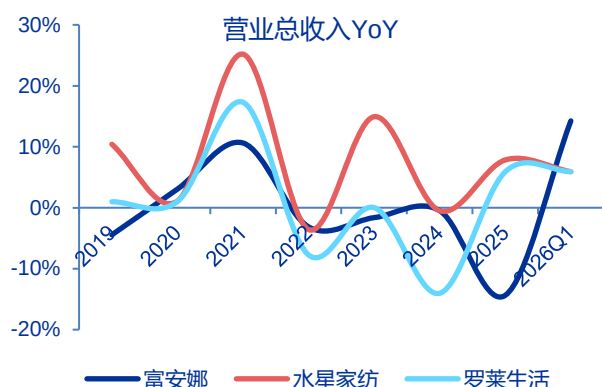
货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	15,090	3,449	16,330	17,737	19,265
同比增长率（%）	3.2	12	8.2	8.6	8.6
归母净利润（百万元）	892	311	1,003	1,130	1,285
同比增长率（%）	-21.5	45.3	12.4	12.6	13.7
每股收益（元/股）	0.33	0.12	0.37	0.42	0.48
毛利率（%）	45.1	47.7	45.4	45.4	45.4
市盈率	18		16	14	12

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

6.家纺：大单品战略推进顺利，业绩表现超预期

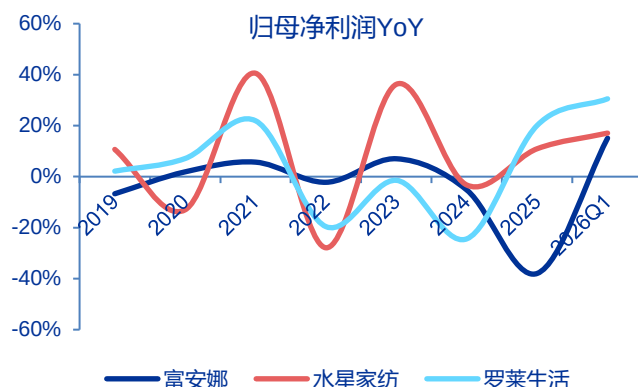
大单品战略推进顺利，家纺公司表现超预期。罗莱 25 年营收 48.4 亿元，同比+6.1%，归母净利润 5.2 亿元，同比+20.1%；26Q1 营收 11.6 亿元，同比+5.9%，归母净利润 1.48 亿元，同比+30.5%。水星 25 年营收 45.3 亿元，同比+8.0%，归母净利润 4.1 亿元，同比+11.0%；26Q1 营收 9.8 亿元，同比+5.7%，归母净利润 1.1 亿元，同比+17.1%。罗莱、水星大单品战略带动毛利率大幅上行，利润兑现亮眼，表现超预期。富安娜 25 年加盟去库存坚决，为后续良性扩张作准备，26Q1 归母净利润+15%，略好于市场预期。

图 25：25 年、26Q1 家纺公司营收 YoY



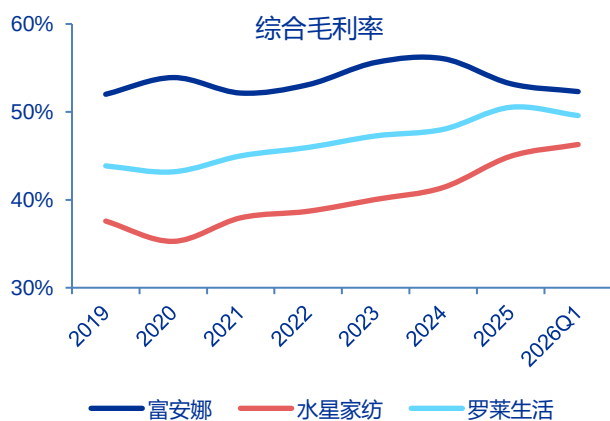
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：25 年、26Q1 家纺公司归母净利润 YoY



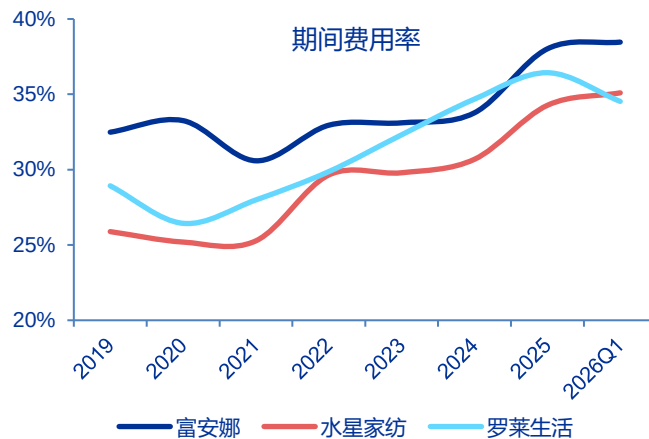
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27：25 年、26Q1 家纺公司毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：25 年、26Q1 家纺公司费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

罗莱生活利润端兑现弹性超预期。25 年营收 48.4 亿元（同比+6.1%），归母净利润 5.2 亿元（同比+20.1%）。26Q1 营收 11.6 亿元（同比+5.9%），归母净利润 1.48 亿元（同比+30.5%），利润兑现出非常高的弹性。

盈利能力提升，致力于营运改善。1) 毛利率、费用率齐升，净利率上升。25 年毛利率 50.5%（同比+2.5pct），期间费用率 36.4%（同比+1.7pct），主要系销售费用率 26.7%（同比+0.4pct），

管理费用率 7.6% (同比+1.0pct)，净利率同比上升 1.3pct 至 10.7%。26Q1 毛利率 49.6%，期间费用率 34.5%，净利率提升至 12.7%，单季净利率连续三季超 12%，预计还有提升空间。**去库完毕开启库存回升，现金流继续强劲。**25Q4/26Q1 期末存货 10.9/11.2 亿元，环比上季+5.4%/+2.6%，原材料、在产品、库存商品库存均有良性增加。25 年经营现金流净额 10.1 亿元。

公司作为家纺行业龙头品牌，连续 21 年（2005-2025）荣获市场综合占有率第一，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 6/6.6/7.4 亿元，对应 PE 为 16/15/13 倍。

表 13：罗莱生活财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,839	1,158	5,151	5,528	5,936
同比增长率（%）	6.1	5.9	6.4	7.3	7.4
归母净利润（百万元）	520	148	600	662	736
同比增长率（%）	20.1	30.5	15.4	10.4	11.2
每股收益（元/股）	0.63	0.18	0.72	0.79	0.88
毛利率（%）	50.5	49.6	51.7	52.4	52.9
市盈率	19		16	15	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

水星家纺 25 年利润端符合预期。25 年营收 45.3 亿元 (同比+8%)，主要受线上、团购业务高速增长带动，归母净利润 4.1 亿元 (同比+11%)，扣非归母净利润 3.5 亿元 (同比+6.3%)。26Q1 营收 9.8 亿元 (同比+5.7%)，归母净利润 1.1 亿元 (同比+17.1%)，利润弹性逐步显现。

分渠道看，电商能力突出，持续捕获新平台机会，为线下引流。根据 25 年报，①**线上**：25 年电商营收 26.5 亿元 (同比+15.5%)，贡献主营营收占比 58.6%，毛利率 47% (同比+4.4pct)。②**线下**：25 年加盟营收 12.9 亿元 (同比-3.3%)，贡献主营营收占比 28.4%，毛利率 39.8% (同比+2.4pct)；直营营收 2.9 亿元 (同比-10.8%)，毛利率 58.2% (同比+5.4pct)；其他渠道营收 2.9 亿元 (同比+25.3%)，毛利率 33.8% (同比-0.2pct)。

公司为高性价比科技家纺品牌，大单品战略成效显著，维持“买入”评级。核心大单品延续畅销态势，迭代新品上市后销售表现良好，产品结构升级带动盈利结构优化，预计 26-28 年归母净利润 4.7/5.2/5.8 亿元，对应 PE 为 12/10/9 倍。

表 14：水星家纺财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,528	979	4,996	5,508	6,061
同比增长率（%）	8	5.7	10.3	10.2	10
归母净利润（百万元）	407	105	468	517	580
同比增长率（%）	11	17.1	15.1	10.3	12.2
每股收益（元/股）	1.58	0.4	1.78	1.97	2.21
毛利率（%）	40	41.4	41.8	42.1	42.4
市盈率	13		12	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

富安娜 25 年坚定去库存造成短期业绩压力，26Q1 利润端转正修复。25 年营收 25.8 亿元 (同比-14.2%)，归母净利润 3.4 亿元 (同比-38%)，26Q1 营收 6.1 亿元 (同比+14.3%)，归母净利润 0.6 亿元 (同比+15.1%)，利润端增速开启转正修复。

25 年线上渠道正增长，线下渠道收缩承压。25 年线上/直营/加盟营收分别 11.5/6.6/4.6 亿元，同比+2.4%/-9.8%/-44.5%，毛利率 50.2%/63%/48.8%，同比-0.1/-4.9/-6.8pct，可见 25 年加盟渠道去库存决心强烈，造成加盟业务短期大幅收缩。截至 25 年末，公司私域会员规模突破 238 万，未来将持续提升私域运营，提升门店综合服务能力。

富安娜作为中国家纺民族品牌，资产质量优秀，酝酿新一轮增长周期，维持“增持”评级。预计 26-28 年归母净利润 4/4.5/5.1 亿元，对应 PE 为 16/14/12 倍。

表 15：富安娜财务数据及盈利预测

货币单位：人民币	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2,585	613	3,000	3,230	3,484
同比增长率（%）	-14.2	14.3	16.1	7.7	7.9
归母净利润（百万元）	336	65	400	451	507
同比增长率（%）	-38	15.1	18.8	12.9	12.3
每股收益（元/股）	0.4	0.08	0.48	0.54	0.6
毛利率（%）	53.2	52.3	52.8	53.3	53.7
市盈率	19		16	14	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

7.投资分析意见

26Q1 服装零售回暖，行业β改善启动，高端化与差异化景气更优，K 型分化延续。具备稀缺品牌内涵、高品牌势能、差异化产品矩阵的品牌更能跑赢行业；中高端品牌、户外运动品类相对更优。纺织制造上游涨价周期催化业绩弹性。棉花、羊毛/羊绒均在涨价周期中，低价库存储备充裕的纱线、毛纺龙头在 25Q4-26Q1 利润弹性显现，后续季度弹性仍将释放。中游代工在原材料价格上周及订单偏弱影响下，短期承压，但下半年在赛事大年催化、低基数以及库存去化完毕后，压制因素有望缓解。**当前服装家纺重点关注：①高性能户外：**体育大年带来品牌与渠道催化，推荐李宁/安踏体育/波司登/361 度/滔搏/特步，建议关注伯希和；**②高端社交服饰：**比音勒芬/江南布衣/歌力思，建议关注锦泓集团；**③睡眠经济：**罗莱/水星。**纺织制造：**看好上游涨价品种，关注运动制造复苏。**①上游涨价周期：**优质毛纺公司/百隆东方；**②运动制造产业链：**申洲/华利/裕元/伟星/晶苑。

8.风险提示

需求恢复不及预期风险。全球经济增长趋缓，贸易摩擦及人口红利逐渐消失下，未来经济走势和市场需求存在一定程度的不确定性，若恢复不及预期，可能导致终端消费疲软。

库存增加风险。若终端零售恢复疲软，可能导致行业库存增加，各品牌为了减少库存积压，不得不加大折扣促销，行业竞争加剧，损害各个公司的盈利能力与增长质量。

原材料价格上涨风险。制造企业的毛利率与原材料成本关系密切，若原材料价格上涨，可能导致上游制造企业成本传导不畅，挤压盈利空间，导致毛利率受损及业绩下滑的风险。

表 16：纺织服装行业估值比较表

板块	证券代码	公司简称	当前股价	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级
			2026/5/15		26E	27E	28E	26E	27E	28E	
运动服饰	2020.HK	安踏体育	76.25	2,132	156.0	157.4	171.2	12	12	11	买入
	2331.HK	李宁	18.72	484	28.5	31.6	34.0	15	13	12	增持
	1368.HK	特步国际	4.17	117	12.5	13.9	15.1	8	7	7	买入
	1361.HK	361 度	5.10	111	14.9	16.1	17.5	6	6	6	买入
	6110.HK	滔搏	2.96	184	12.5	13.9	15.1	13	12	11	买入
大众服饰	600398.SH	海澜之家	6.00	288	23.4	25.4	28.0	12	11	10	买入
	002563.SZ	森马服饰	5.83	157	10.0	11.3	12.9	16	14	12	买入
中高端服饰	3998.HK	波司登	4.28	500	37.3	40.6	43.9	12	11	10	买入
	3306.HK	江南布衣	21.00	112	9.8	10.6	11.4	10	9	10	买入
	002832.SZ	比音勒芬	21.14	121	7.0	8.4	10.1	17	14	12	买入
	002154.SZ	报喜鸟	4.55	66	4.5	5.0	5.5	15	13	12	买入
	603587.SH	地素时尚	13.13	62	2.9	3.3	3.6	21	19	17	增持
	603808.SH	歌力思	9.75	35	2.2	2.6	2.8	16	14	13	买入
	3709.HK	赢家时尚	6.34	45	4.6	4.9	5.1	9	8	9	增持
家纺	002293.SZ	罗莱生活	11.59	97	6.0	6.6	7.4	16	15	13	买入
	002327.SZ	富安娜	7.55	63	4.0	4.5	5.1	16	14	12	增持
	603365.SH	水星家纺	20.60	54	4.7	5.2	5.8	12	10	9	买入
纺织制造	2313.HK	申洲国际	46.50	699	60.3	65.2	69.0	10	9	9	买入
	300979.SZ	华利集团	38.16	445	29.6	35.9	40.8	15	12	11	增持
	0551.HK	裕元集团	14.98	240	3.7	3.9	4.1	8	8	51	买入
	2232.HK	晶苑国际	6.10	174	2.5	2.8	3.0	9	8	50	增持
	300888.SZ	稳健医疗	30.87	180	9.7	11.4	13.0	19	16	14	买入
	603238.SH	诺邦股份	15.51	28	1.4	1.7	2.1	20	16	13	买入
	002003.SZ	伟星股份	9.78	116	6.8	7.8	9.0	17	15	13	买入
	603558.SH	健盛集团	13.36	46	4.1	4.4	4.8	11	10	9	买入
	605080.SH	浙江自然	26.98	38	2.2	2.6	2.9	17	15	13	-
	300577.SZ	开润股份	20.19	48	4.0	4.7	5.4	12	10	9	增持
	603055.SH	台华新材	8.76	78	7.5	8.6	9.7	10	9	8	-
	601339.SH	百隆东方	8.47	127	10.0	11.5	13.3	13	11	10	买入
	605189.SH	富春染织	18.82	37	1.9	2.2	2.4	19	17	15	-

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：所列港股的股价、市值单位为港币，归母净利润除了裕元为美元外，其他单位为人民币，计算 PE 过程中按港元兑人民币的即期汇率（0.87）换算；有评级者对应申万宏源预测，无评级者对应 Wind 一致预期；由于财年截止日不同，波司登、滔搏 25-27E 对应 FY26-28，波司登 FY28 暂时缺失

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swwhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。