下载日志已记录，仅供内部参考

纺织服饰

品牌聚焦高业绩确定性标的，制造关注边际改善机会

——2026 中期策略

增持（维持）

2026 年初以来品牌服饰指数走势稳健，纺织制造明显走弱。年初至目前（2026/6/18 收盘）品牌服饰指数上涨 3.3%/纺织制造指数下跌 15.1%，同期中证 800 指数上涨 9.3%。目前纺服板块在基金市场中的配置比例低于标准水平，其中成衣制造、运动鞋服子板块 PE 均明显低于 2023 年以来平均水平。

行业经营层面：内需零售表现良好，制造端利润率承压。近期服装零售表现相对较好，1~5 月服饰类社零累计同增 7.2%（同期社零总额 2.4%），对应带动 A 股+H 股部分品牌服饰公司良好业绩预期，我们从中梳理经营稳健、分红率高或盈利质量改善确定性强的个股。2）海外下游需求相对稳定，各国制造端出口表现一般，考虑汇率、关税政策、原材料价格变化恐对成衣制造公司利润率带来影响，建议上游服饰制造以关注预期边际变化为主。综合以上，我们梳理以下投资主线：

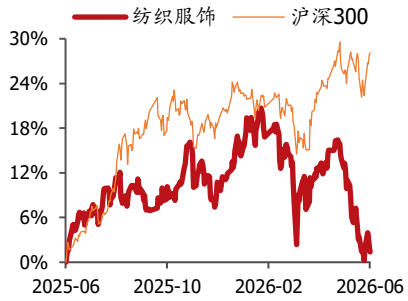
- **投资主线一：关注业绩修复的品牌服饰个股，重视运动鞋服长期投资价值。**2026 年品牌服饰整体进入经营环比改善、费用管控落地、盈利能力修复的通道，不同公司利润增速分化。1）推荐业绩释放确定性较强的【比音勒芬】，对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐费用管控有效、盈利质量修复的【森马服饰】，对应 2026 年 PE 为 14 倍。2）推荐多品牌运营、业绩稳健成长的运动鞋服龙头【安踏体育】，对应 2026 年 PE 为 12 倍（不考虑一次性利得）；3）关注近期流水波动、但中长期具备改善空间的李宁，对应 2026 年 PE 为 13 倍。

- **投资主线二：优选盈利能力稳健的高分红个股。**综合考虑盈利水平及稳健性、股息率、公司具体质地与经营近况，优先推荐【海澜之家、森马服饰】，对应 2026 年 PE 为 12/14 倍，预计 2026 年股息率分别为 7.5%/6.4%；推荐家纺龙头【罗莱生活、水星家纺】，对应 2026 年 PE 分别为 14/10 倍，预计 2026 年股息率分别为 6.4%/6.7%；推荐经营情况稳健的制造公司【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 15 倍，预计 2026 年股息率为 6.0%。

- **投资主线三：服饰制造目前股价多处于低位，关注预期边际变化。**考虑原材料波动、关税政策、汇率变化影响产业链盈利空间，2026H1 板块利润率承压，建议跟踪边际变化。短期优先业绩确定性，关注订单趋势良好的【伟星股份】及业绩有望稳健增长的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 分别为 15/8 倍；若后续板块经营表现及预期环比改善，建议优先利润及估值弹性，关注短期利润受损、长期份额有望提升的申洲国际、华利集团。

- **投资主线四：金价高位震荡，黄金珠宝板块关注强 α 个股。**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【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 10 倍；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

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：周专题：5 月社零发布，服装鞋帽针纺织品类零售额增长稳健》 2026-06-20

2、《纺织服饰：周专题：服饰制造商公布 5 月营收表现，丰泰快速增长》 2026-06-14

3、《纺织服饰：周专题：Lululemon 比增长 4%，北美地区短期销售承压》 2026-06-07

风险提示：消费力波动风险；渠道建设不及预期；汇率波动风险；测算误差风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002832.SZ	比音勒芬	买入	0.96	1.21	1.40	1.59	21.6	17.1	14.9	13.1
02020.HK	安踏体育	买入	4.86	5.60	5.66	6.31	12.7	11.0	10.9	9.8
02331.HK	李宁	买入	1.14	1.11	1.26	1.43	12.4	12.8	11.2	9.9
002563.SZ	森马服饰	买入	0.33	0.38	0.42	0.47	15.8	13.7	12.4	11.2
600398.SH	海澜之家	买入	0.45	0.47	0.52	0.57	12.4	11.8	10.8	9.8
002003.SZ	伟星股份	买入	0.54	0.58	0.64	0.70	16.0	15.0	13.5	12.3
002345.SZ	潮宏基	增持	0.56	0.98	1.14	1.32	17.2	9.9	8.4	7.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 板块行情复盘 4
1.1 板块股价表现：品牌服饰稳健，纺织制造走弱 4
1.2 板块估值水平：成衣制造、运动鞋服均处于低位 5
1.3 机构持仓与资金流向：目前纺服板块处于低配状态 7
1.4 行业终端需求：中国市场表现较好，美、欧平稳增长 8
2. 投资主线一：品牌服饰盈利修复，关注业绩优秀的个股 11
2.1 行业趋势分析：运动休闲品类改善，K 型分化明显，中长期继续看好运动赛道增长持续性 11
2.2 A 股品牌服饰：费用优化，渠道改善，2026 年盈利进入修复通道 12
2.3 港股运动鞋服：短期经营稳健，关注板块长期增长性 13
2.4 投资建议：关注业绩修复的品牌服饰标的，重视运动鞋服长期投资价值 15
3. 投资主线二：优选高分红、业绩稳健类型标的 18
3.1 基于分红角度：筛选股息率＞5%的个股 18
3.2 基于稳健性角度：筛选净利率波动较小的个股 19
3.3 投资建议：优选质地较好的高股息个股 20
4. 投资主线三：服饰制造短期板块承压，关注边际预期变化 22
4.1 订单：下游库存良性，但品牌商下单意愿保守 22
4.2 利润率：原材料波动、关税政策、汇率波动影响 2026H1 板块利润空间 24
4.3 中长期：格局优化、产业链转移仍是长期趋势，龙头享受份额提升 26
4.4 投资建议：板块位置较低，关注预期边际变化 27
5. 投资主线四：金价波动影响消费者购金选择，继续推荐强 α 标的 29
5.1 零售以及财务分析：2026Q2 金价下行，金饰/金条消费受到影响 29
5.2 中长期：渠道优化叠加产品优化，内功修炼是增长基础 30
5.3 投资建议：继续关注渠道持续优化以及产品优化的品牌公司 32
6. 投资建议 33
风险提示 35

图表目录

图表 1：2026 年初至今（2026/06/18）各行业板块涨跌幅（中信行业指数） 4
图表 2：2026 年初至今（2026/06/18）中证 800/品牌服饰/纺织制造涨跌幅（中信行业指数） 4
图表 3：运动鞋服板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘） 5
图表 4：家纺板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘） 5
图表 5：中高端服饰板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘） 6
图表 6：大众服饰板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘） 6
图表 7：成衣制造板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘） 6
图表 8：黄金珠宝板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘） 7
图表 9：2025 年纺织服饰（申万一级行业分类）板块占基金股票投资标准行业配置比例（%） 7
图表 10：2021~2026 年以来纺织服饰（申万一级行业分类）板块成交额及占比（%） 7
图表 11：纺织服饰（申万一级行业分类）板块公司陆股通持股市值（前十名）及占公司总市值比例（亿元） 8
图表 12：纺织服饰（申万港股行业分类）板块公司港股通持股市值（前十名）及占公司总市值比例（亿港元） 8
图表 13：2024/02-2026/05 中国服饰针纺类/社零总额当月同比（%） 9
图表 14：2024/01-2026/05 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY 9
图表 15：2024 年至 2026/04 欧元区 20 国零售销售指数当月同比 9
图表 16：2024Q1~2026Q1 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出表现（日元） 9
图表 17：2022/01 至 2026/05 各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速（%） 10
图表 18：2024Q1~2026Q1A 股品牌服饰重点公司（休闲及时尚服饰为主）收入及 YOY（亿元） 11
图表 19：2025 年部分品牌服饰公司电商/直营/加盟收入同比增速 12
图表 20：2020-2025 年品牌服饰重点公司毛利率及净利率（%） 12
图表 21：2020-2025 年品牌服饰重点公司销售费用率（%） 12

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22: 各品牌 2025 年末门店数量及门店数量较当年年初增幅（家）.....13
图表 23: 2025~2026 年运动品牌流水增速（%）.....14
图表 24: 安踏品牌差异化门店形象.....15
图表 25: 李宁签约库里.....15
图表 26: 361 度发布日本名古屋亚运会服饰.....15
图表 27: 部分品牌服饰重点公司 PE（NTM）分位数.....16
图表 28: 部分品牌服饰重点公司一致预测净利润 2 年 CAGR.....16
图表 29: 安踏体育/李宁/特步国际/361 度估值 NTM 走势.....16
图表 30: 2021-2025 年累计现金分红/累计归母净利润.....18
图表 31: 2021-2025 年累计经营性净现金流/累计现金分红.....19
图表 32: 2021-2025 年净利率平均值及标准差.....20
图表 33: 纺织服饰行业高股息、盈利稳健标的情况梳理.....20
图表 34: 2021/01-2026/04 美国服饰行业批发商及零售商库存及 YOY（百万美元）.....22
图表 35: 中国纺织服装、服饰业产成品存货及同比（亿元）.....22
图表 36: 全球重点服饰品牌公司单季度收入 YOY 及收入指引.....23
图表 37: 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）.....23
图表 38: 2021-2025 年成衣制造重点公司收入及 YOY（亿元）.....24
图表 39: 2021-2025 年成衣制造重点公司归母净利润及 YOY（亿元）.....24
图表 40: 部分成衣制造重点公司 2025 年毛利率同比/净利率同比（pct）.....24
图表 41: 2025 年至 2026/06/18 中国棉花价格指数/Cotlook A 指数.....25
图表 42: 2025 年至 2026/06/18 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数.....25
图表 43: 2000-2025 年中国/越南/印尼人力成本对比（美元/月）.....25
图表 44: 美元兑人民币/美元兑越南盾汇率.....25
图表 45:
图表 46: 2025 年申洲国际/华利集团/丰泰企业/裕元集团分地区产量或出货量或员工人数占比.....27
图表 47: 部分服饰制造重点公司 PE（NTM）分位数.....27
图表 48: 部分服饰制造重点公司一致预测净利润 2 年 CAGR.....27
图表 49: 2024 年至今上海黄金交易所 Au9999 价格走势（元/克）.....29
图表 50: 2025 年至今金银珠宝类零售以及社会消费品零售额当月同比增速（%）.....29
图表 51: 2023Q1~2026Q1 黄金首饰季度消费量（吨，%）.....29
图表 52: 2023Q1~2026Q1 金条及金币季度消费量（吨，%）.....29
图表 53: 2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司收入增速（%）.....30
图表 54: 2025Q1~2026Q1 黄金珠宝重点公司归母净利润增速（%）.....30
图表 55: 黄金珠宝公司 2019~2025 年门店数量（家）.....31
图表 56: 周大生“云锦”系列.....31
图表 57: 老凤祥“凤祥喜事”系列.....31
图表 58: 重点公司估值表（亿元，%，倍）.....34

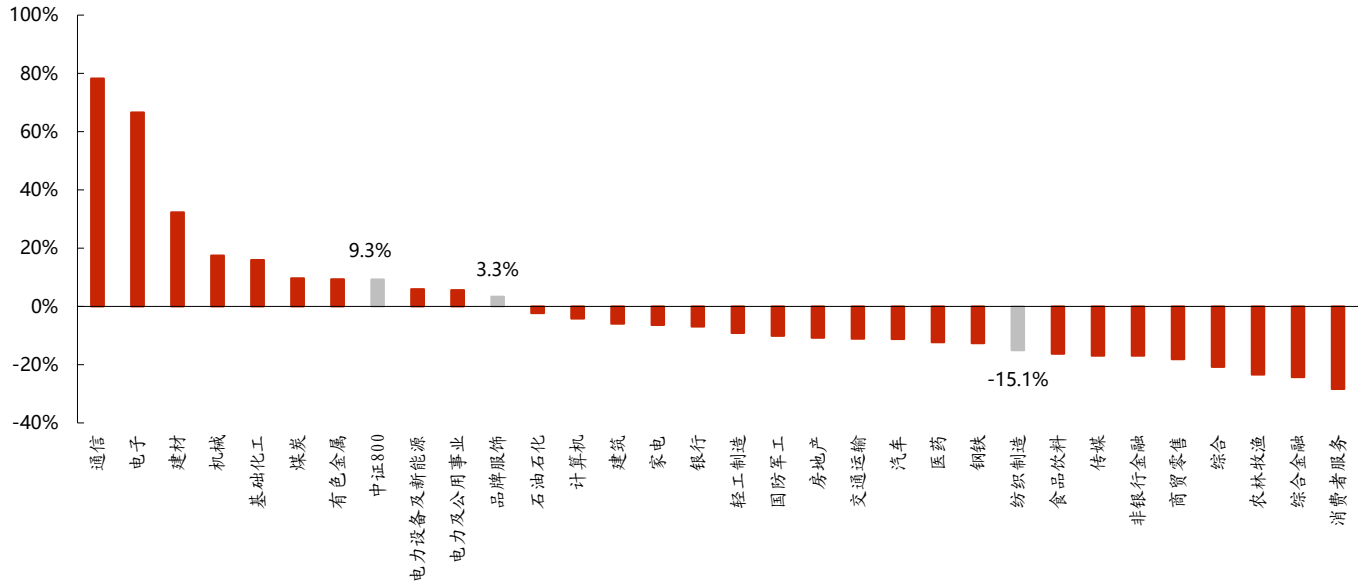
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 板块行情复盘

1.1 板块股价表现：品牌服饰稳健，纺织制造走弱

2026 年初以来品牌服饰指数走势稳健，纺织制造明显走弱。从年初至目前（2026 年 6 月 18 日收盘）市场表现来看，品牌服饰（中信行业指数 CI005821.WI）板块上涨 3.3%/纺织制造板块（中信行业指数 CI005185.WI）下跌 15.1%，同期中证 800 指数上涨 9.3%。

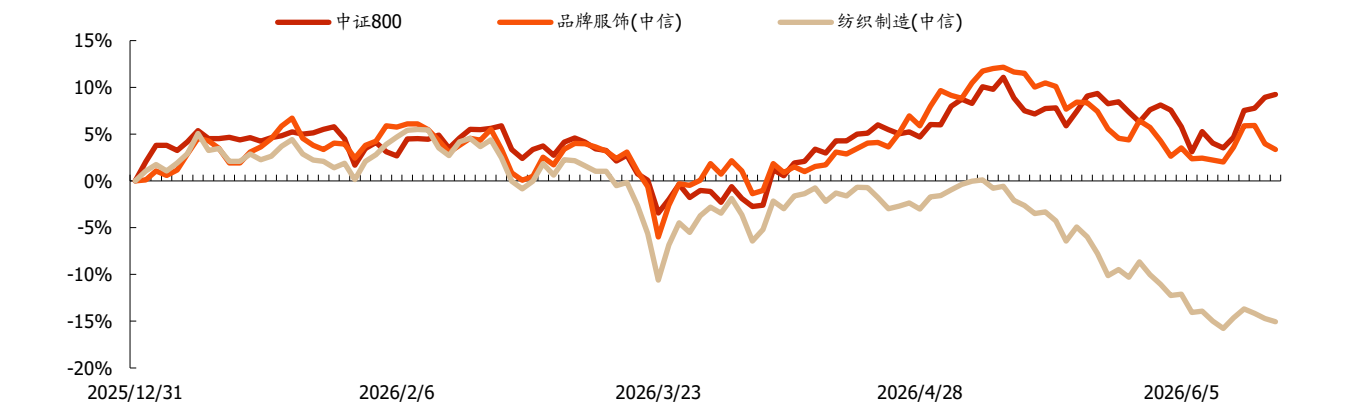
图表1：2026 年初至今（2026/06/18）各行业板块涨跌幅（中信行业指数）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

前期纺服板块表现与大盘基本相仿，3 月以来表现分化。1）上游纺织制造（出口为主）：2026Q1 纺织制造板块公司出货及利润率表现较弱，下游国际品牌商下单保守，同时原材料波动或影响制造公司短期利润率，预期消化影响板块股价。2）下游品牌服饰（内需为主）：板块走势相对较好，我们认为主要系①2026Q1 部分品牌服饰公司业绩表现靓丽，盈利预期向上带动相关公司（如比音勒芬）3 月、4 月股价表现跑赢大盘。②部分转型高景气热点赛道的公司（如探路者）、业绩扭亏修复概念股涨势较好。

图表2：2026 年初至今（2026/06/18）中证 800/品牌服饰/纺织制造涨跌幅（中信行业指数）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 板块估值水平：成衣制造、运动鞋服均处于低位

纺织服饰（中信一级行业）包括纺织制造（中信二级行业）、品牌服饰（中信二级行业），根据消费属性的不同，我们将后者品牌服饰又分为四个细分子板块：中高端服饰、大众服饰、家纺、以及 H 股运动鞋服板块，并在各板块内部选取重点公司作为样本，分析板块运行趋势和估值变化。

港股运动鞋服：目前 PE 水位较低，龙头基本面预期稳健。1）板块估值过去自高点持续下修，2024 年在底部震荡，2025 年陆续向上修复。目前板块重点公司 PE（NTM）为 8.8 倍，低于 2023 年以来平均值 12.4 倍。2）运动及户外品类中长期渗透率有望持续提升，我们预计板块基本面稳健增长，龙头兼具业绩成长与性价比，当前 PE 水位较低，横向对比海外运动品牌来看（Nike/Adidas 目前对应
我们认为中长期估值中枢具备提升空间。

A 股品牌服饰板块（包括大众服饰、中高端服饰、家纺）重点公司目前估值基本均高于 2023 年以来平均水平，主要系市场风格轮动+板块业绩表现有所修复。

- **中高端服饰**：板块公司 2026Q1 收入及利润表现均较好，业绩预期向上催化短期估值提升。目前（截至 2026/6/18 收盘，下同）中高端板块重点公司 PE（NTM）为 14.9 倍，高于 2023 年以来平均水平 12.7 倍。

- **家纺**：家纺行业发展及格局情况稳定，龙头公司经营情况稳健、股息率较高，短期良好基本面及高分红具备吸引力，目前家纺行业重点公司 PE（NTM）为 11.6 倍，与 2023 年以来平均水平相仿。

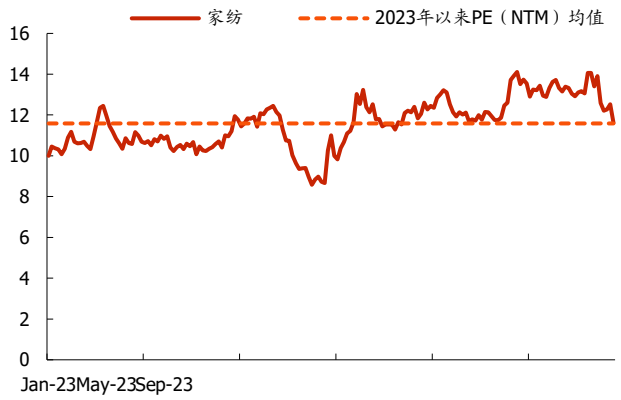
- **大众服饰**：板块业绩预期及估值波动均相对较大，目前大众服饰板块重点公司 PE（NTM）为 15.1 倍，高于 2023 年以来估值中枢水平 13.4 倍。

图表3：运动鞋服板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：家纺板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

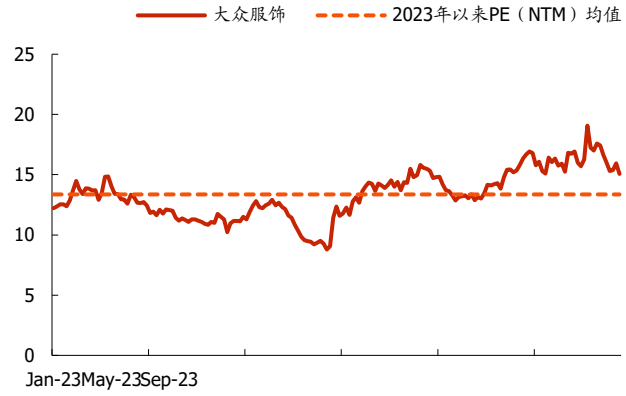
下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：中高端服饰板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

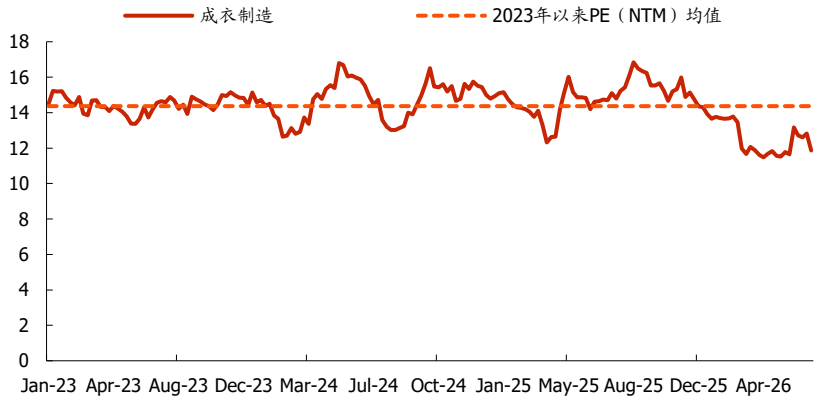
图表6：大众服饰板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

成衣制造：订单、利润率预期较弱，影响板块 2026 年以来股价表现，目前估值处于低位。2025 年由于关税政策、订单波动、汇率变化，成衣制造短期业绩表现有波动。考虑 2026 年以来行业订单预期保守，我们预计板块公司 2026H1 利润率继续承受压力，盈利预期下修带动估值短期下降，目前成衣制造板块重点公司 PE（NTM）为 11.9 倍，低于 2023 年以来平均值（14.4 倍），期待未来业绩预期触底修复。

图表7：成衣制造板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘）

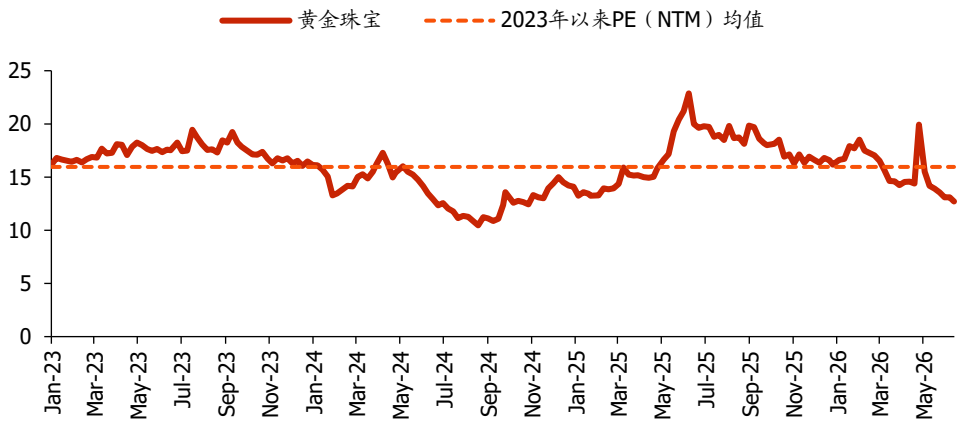


资料来源：Wind，国盛证券研究所

黄金珠宝：消费环境波动，叠加金价的不确定性，板块整体估值较低。2025 年消费环境波动叠加金价大幅上涨对居民金饰购买意愿造成显著影响，板块公司整体估值从高位下行。进入 2026 年，居民消费意愿仍有待改善，板块估值水平延续下行趋势，目前黄金珠宝板块重点公司 PE（NTM）为 12.7 倍，低于 2023 年以来的均值水平 16 倍，后续随着金价走势平稳，板块整体估值水平有望改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：黄金珠宝板块重点公司 PE（NTM）及 2023 年以来均值（倍，截至 2026/6/18 收盘）

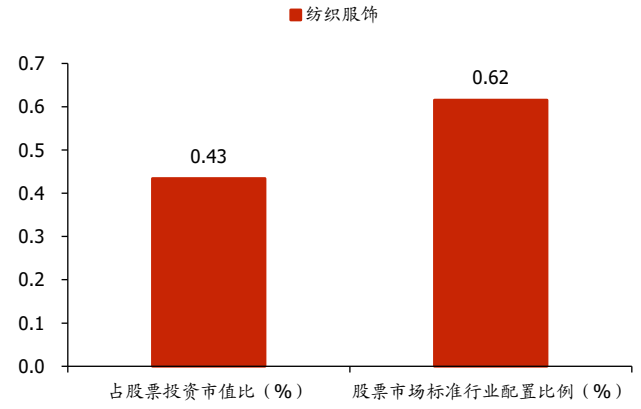


资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3 机构持仓与资金流向：目前纺服板块处于低配状态

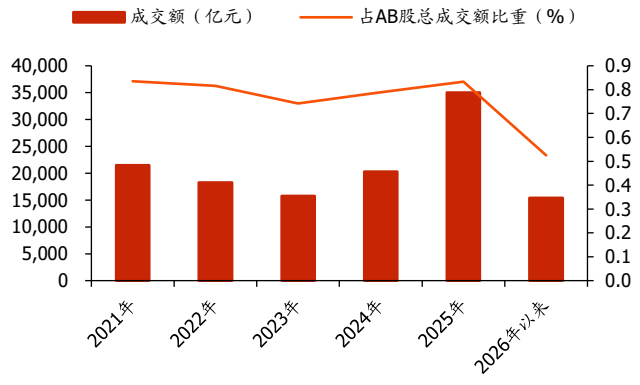
目前纺服板块在基金市场中的配置比例低于标准水平。1）从持仓比例来看，2025 年纺织服饰（申万一级行业分类）板块占基金股票投资市值比仅 0.43%（VS 同期股票市场标准行业比例 0.62%），配置比例明显偏低。2）从成交额角度来看，2021~2024 年纺织服饰（申万一级行业分类）板块成交额在 1.5~2.2 万亿元之间，2025 年则提升至 3.5 万亿元，占 AB 股市场总成交额比例基本保持在 0.7%~0.85%。2026 年以来板块成交额占大盘比例大幅降低至 0.5%，我们认为主要系大盘高位震荡、科技板块走强带来的虹吸效应明显。

图表9：2025 年纺织服饰（申万一级行业分类）板块占基金股票投资市值比/标准行业配置比例（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：2021~2026 年以来纺织服饰（申万一级行业分类）板块成交额及占比（%）

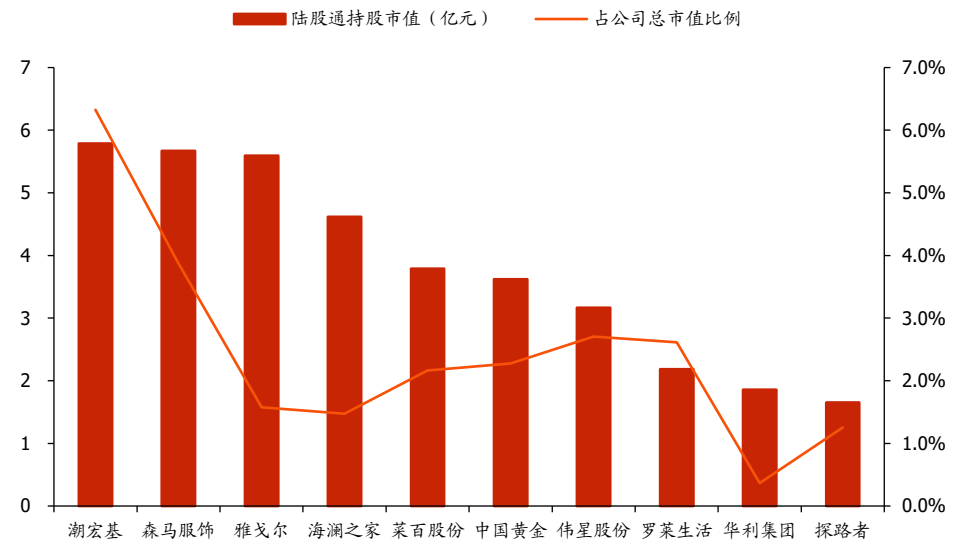


资料来源：Wind，国盛证券研究所
注：2026 年以来数据系截至 2026/6/18

- **北向资金板块持仓情况：**在 A 股申万纺织服饰行业分类中，陆股通持股市值前 5 名的 A 股公司分别为潮宏基、森马服饰、雅戈尔、海澜之家、莱百股份，占公司总市值比例在 1.5%~6.5%之间，**比例均较低**。

下载日志已记录，仅供内部参考

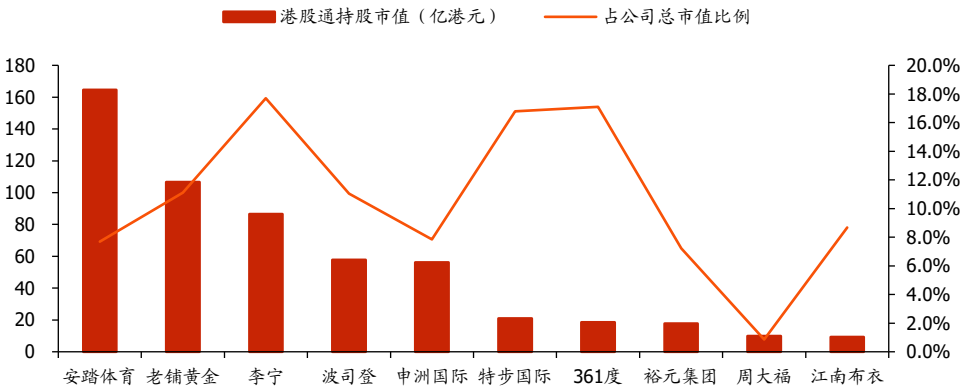
图表11：纺织服饰（申万一级行业分类）板块公司陆股通持股市值（前十名）及占公司总市值比例（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：截至 2026/3/31

- **南向基金板块持仓情况：**在港股申万纺织服饰行业分类中，港股通持股市值前 5 名的港股公司分别为安踏体育、老铺黄金、李宁、波司登、申洲国际，其中只有**李宁公司港股通持股占比相对较高（18%）**，其他公司南向资金持仓占公司总市值比例在 12%以下。

图表12：纺织服饰（申万港股行业分类）板块公司港股通持股市值（前十名）及占公司总市值比例（亿港元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：截至 2026/6/17

1.4 行业终端需求：中国市场表现较好，美、欧平稳增长

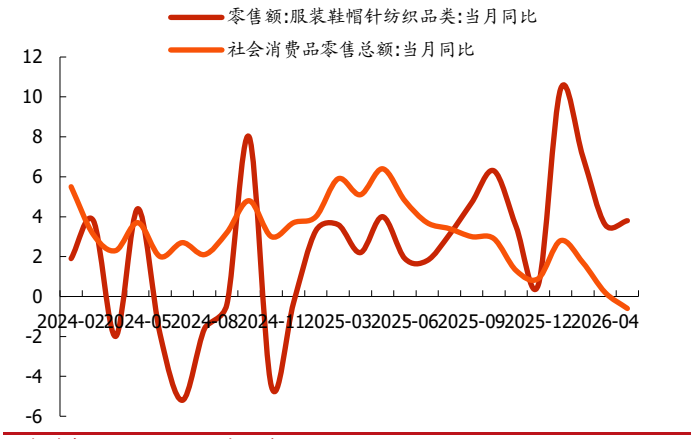
从全球服饰品类零售景气度来看，2026 年以来中国市场表现较好，美国市场稳健增长，欧洲、日本市场同比表现一般。

- **中国：**2026 年 1~5 月服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 **7.2%**（同期社会消费品零售总额累计同比增长 1.4%），5 月单月同比增长 3.8%（同期社会消费品零售总额单月同比下降 0.6%），服饰品类零售表现好于社零大盘。我们认为其中 2026Q1 增速较快主要系春节较晚、冬装销售旺季延长所致，2026Q2 以来我们判断基本恢复正常节奏。

下载日志已记录，仅供内部参考

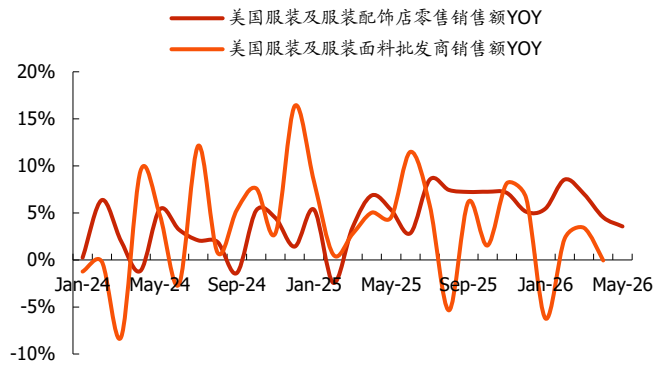
- **美国：**2026 年 1~5 月服装及服装配饰店零售额累计同比增长 **5.7%**，2026 年 1~4 月服装及服装配饰店批发商销售额累计同比**下降 0.1%**，终端零售快速增长，批发渠道相对平稳。我们判断期内下游渠道库存基本位于合理水平，2026 年 4 月美国服饰类品批发商/零售商库销比（季调）分别为 2.05/2.13。

图表13：2024/02-2026/05 中国服饰针纺类/社零总额当月同比（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表14：2024/01-2026/05 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY

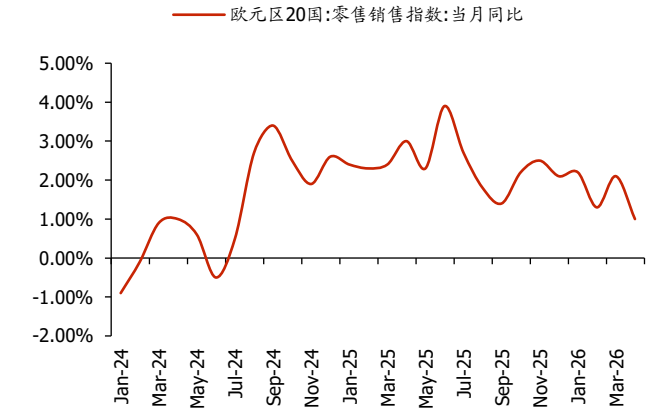


资料来源：Wind，美国人口普查局，国盛证券研究所

- **欧洲：**2026 年以来欧元区 20 国零售销售指数同比均有增长，增速多在 **1%~2.5%** 之间，环比此前有所降速，我们预计近期欧洲市场零售表现基本平稳。

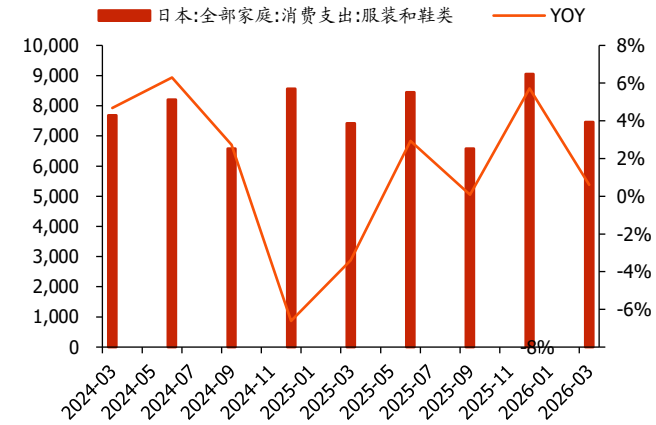
- **日本：**2025Q1~2026Q1 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出分别为 7416/8442/6582/9047/7461 日元，同比分别**-3%/+3%/+0%/+6%/+1%**，2026Q1 表现环比走弱。

图表15：2024 年至 2026/04 欧元区 20 国零售销售指数当月同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表16：2024Q1~2026Q1 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出表现（日元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

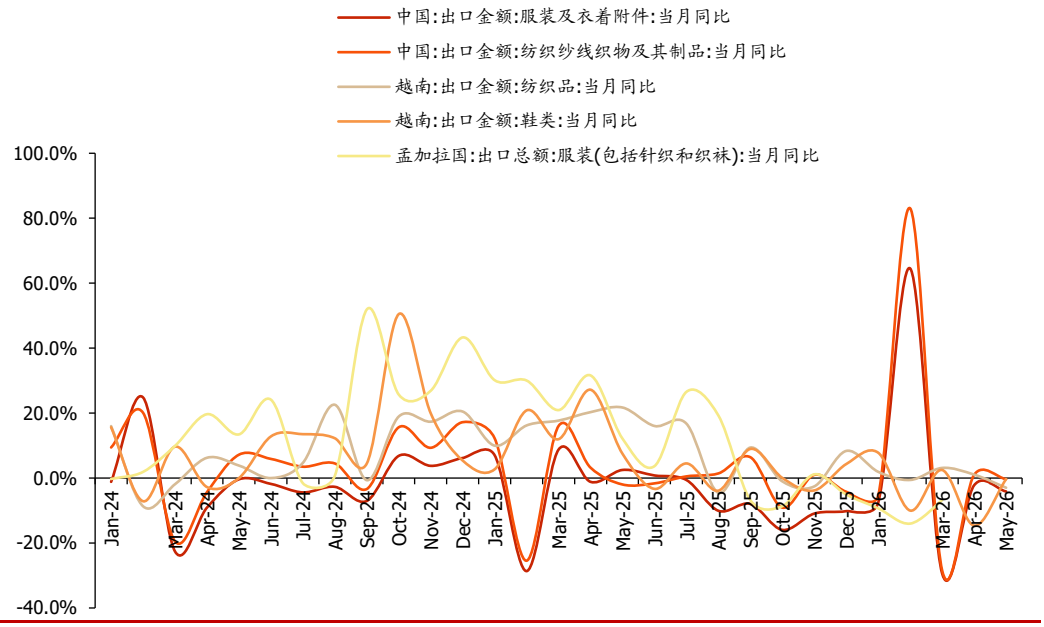
从上游制造端出口表现来看，下游需求变化、美国关税政策均对服饰制造出口带来影响。2026 年以来中国纺织纱线类产品出口表现好于成衣，越南纺织品与鞋类出口同比平稳为主。

- 中国：2026 年 1~5 月服装及衣着附件出口金额 572.4 亿美元，同比-1.6%（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 594.8 亿美元，同比+1.7%（2025 年为 1426 亿美元，同比+0.5%）。

下载日志已记录，仅供内部参考

- 越南：2026 年 1~5 月纺织品出口金额合计 151.3 亿美元，同比+0.5%（2025 年出口金额 396.4 亿美元，同比+7.0%）；2026 年 1~5 月鞋类出口金额 97.8 亿美元，同比+0.2%（2025 年出口金额 242.0 亿美元，同比+5.8%）。

图表17：2022/01 至 2026/05 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，越南统计局，孟加拉国央行，国盛证券研究所

综合以上各国地区终端零售及制造出口表现，我们可以看到：1）2026 年以来中国地区内需服装零售表现相对较好，对应带动 A 股+H 股部分品牌服饰公司良好业绩预期，我们从中梳理经营稳健、分红率高或盈利质量改善确定性强的个股。2）海外终端零售需求相对稳定，但制造端出口表现一般，考虑汇率、关税政策、原材料价格波动等变化恐对服饰制造公司板块利润率带来影响，建议上游制造板块以关注预期边际变化为主。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 投资主线一：品牌服饰盈利修复，关注业绩优秀的个股

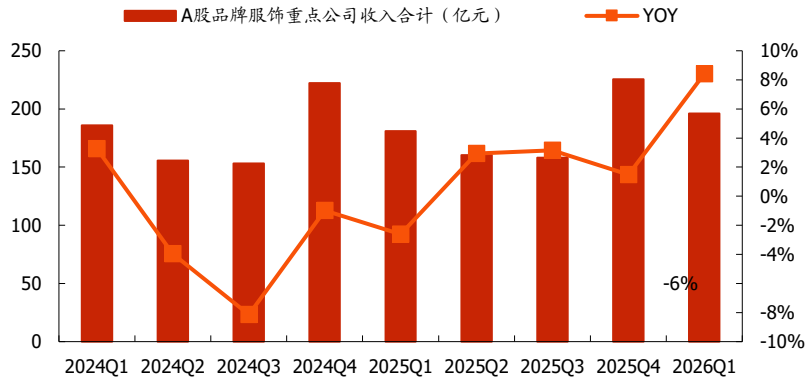
2.1 行业趋势分析：运动休闲品类改善，K 型分化明显，中长期继续看好运动赛道增长持续性

1、分品类看，短期休闲品类表现改善，与此同时运动鞋服品类中运动时尚、跑步、户外细分品类表现优异，中高端表现更佳。我们认为过去数年内服装零售呈现出较明显的品类分化特征，此前运动表现较好，休闲及时尚零售景气一般，商务正装景气下降。

- 休闲赛道短期迎来修复，中高端品类表现更好。2025Q1~2026Q1 A 股品牌服饰（休闲及时尚品牌为主）收入同比分别-2.6%/+2.9%/+3.1%/+1.5%/+8.4%，2025Q4 以来增速好于同期综合运动品牌。其中，中高端男装比音勒芬 2026Q1 收入同增 18%/中高端女装歌力思国内地区收入 2026Q1 同增 14%，增速明显强于板块。

- 综合运动增速放缓，但以跑步、户外、运动时尚为代表的细分赛道仍呈现出较好的增长表现。1）头部综合性运动鞋服品牌：安踏品牌 2025Q4/2026Q1 流水同比分别下降低单位数/增长高单位数，李宁品牌（成人）2025Q4/2026Q1 流水同比分别下降低单位数/增长中单位数，我们判断主要系前期大众运动鞋服需求被透支、基数较高所致。2）专业细分赛道基本延续快速增长趋势：2026Q1 安踏集团旗下其他品牌分部（迪桑特、可隆体育等）流水同比增长 40%~45%表现优异，特步国际旗下索康尼 2026Q1 流水也有 20%+增长，另外聚焦运动时尚的数，表现优异。

图表18：2024Q1~2026Q1A 股品牌服饰重点公司（休闲及时尚服饰为主）收入及 YOY（亿元）

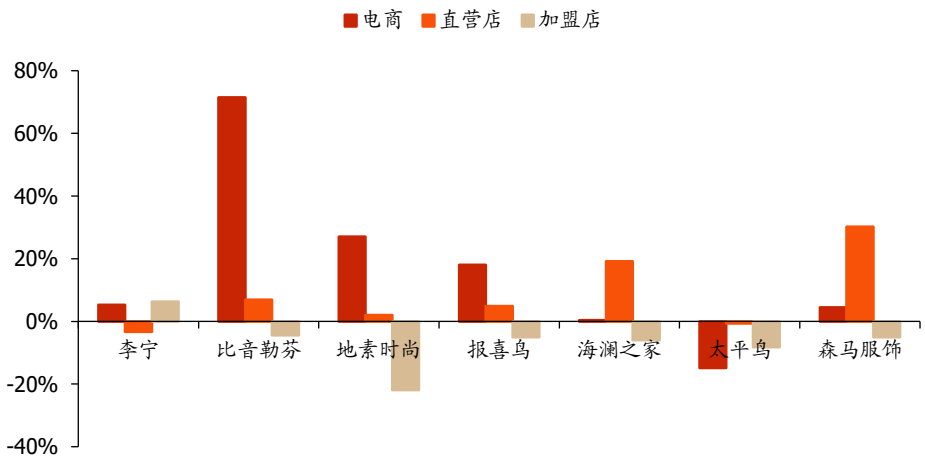


资料来源：Wind，国盛证券研究所

2、分渠道来看，电商渠道表现良好，尤其是高端品牌线上业务增速强劲。服装品类全渠道布局进一步完善，根据品类属性我们判断：1）其中大众品牌进驻电商较早、规模相对成熟，李宁/森马服饰 2025 年电商收入同比分别稳健增长 5.3%/4.5%。2）而中高端品牌近年来才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%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：2025 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

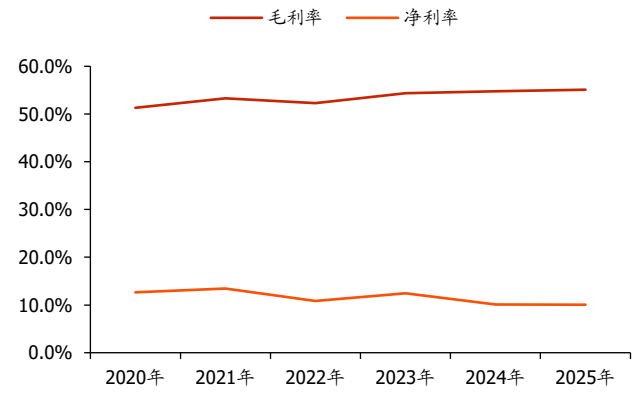
3. 行业库存水平健康，折扣率保持稳定。2025Q1~2026Q1 A 股品牌服饰重点公司存货金额同比分别+17.3%/+5.3%/-4.3%/-7.1%/-8.6%，我们判断下游渠道库存逐步去化，面对消费环境存在的不确定性，品牌公司对于渠道货品供给较为谨慎，同时充分利用电商以及奥莱渠道进行库存去化，我们判断当前行业库存处于良性状态，为保持较好的运营质量奠定基础。

2.2 A 股品牌服饰：费用优化，渠道改善，2026 年盈利进入修复通道

A 股品牌服饰：中高端及大众服饰板块前期经历渠道调整，竞争加剧导致费用投入较多；**2025H2 以来板块经营情况处于稳步修复阶段，各项费用管控措施逐步落地，我们预计 A 股品牌服饰板块重点公司 2026 全年收入健康增长、利润增速快于收入。**

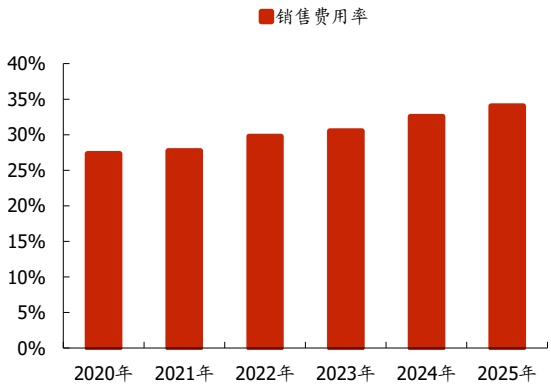
从财务角度来看：2026 年以来板块进入盈利质量修复通道，个股利润增速分化。1）2026 年品牌服饰板块整体处于盈利质量修复阶段，考虑基数变化，预计 2026H1 利润增速快于 2026H2。2）此前由于各品牌公司需承担品牌宣传、电商推广、门店租金等刚性费用（直营渠道），板块销售费用率有所上升，2025Q4 以来部分公司费用管控措施落地情况较好、销售费用率同比开始回落，带动利润快速增长，例如森马服饰 2026Q1 收入/归母净利润分别同增 12%/45%，2026Q2 预计盈利质量提升趋势有望持续。

图表20：2020-2025 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21：2020-2025 年品牌服饰重点公司销售费用率（%）



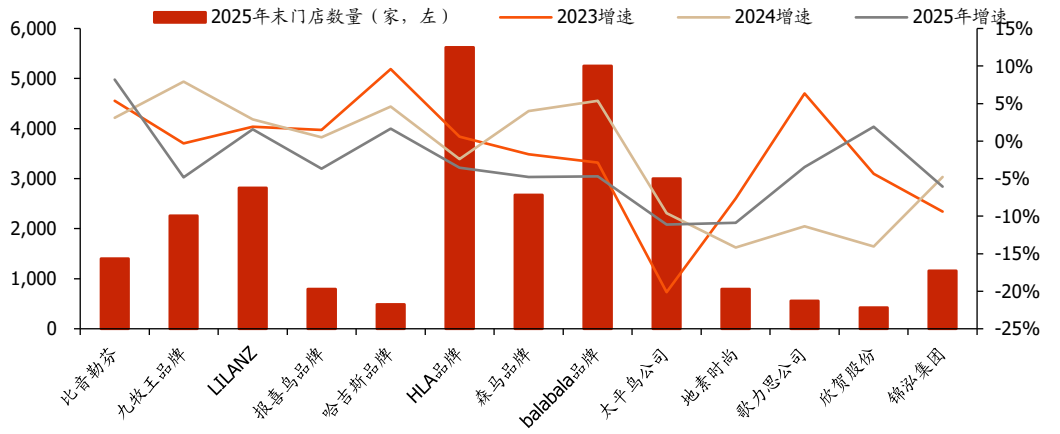
资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

从渠道角度来看，部分公司有望步入加盟修复、直营提效的阶段，驱动经营质量提升。1）我们认为 2024~2025 年部分品牌公司处于渠道调整阶段，加盟（街铺为主）规模收缩、发货持续弱于流水，直营（商场及购物中心为主）店数占比或有增加、短期拖累利润率。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%。2）根据行业经营趋势，我们判断目前板块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，加盟发货有望环比改善+直营次新店逐步提效+电商预计持续高质量增长，渠道端改善有望带动基本面经营向好。

展望未来，渠道规模及结构变化或将直接影响中短期品牌经营表现，建议继续关注门店计划兑现情况。1）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超过 100 家；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。伴随着次新店渠道提效、降本增效措施落地，后续各公司利润率有望逐步好转。2）过去门店持续收缩的品牌公司包括地素时尚、太平鸟等，其中部分公司门店基本调整完毕，未来渠道数量规模有望环比稳健或有净增加，例如我们预计地素时尚 2026 年加盟门店均有望净增加，预计带动 2026 年~2027 年公司收入规模及盈利质量稳步提升。

图表22：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

2.3 港股运动鞋服：短期经营稳健，关注板块长期增长性

2026Q1 受益于春节假期消费刺激，板块公司整体流水增速表现优异，但进入 Q2 后表现弱于 Q1。2026Q1 在节庆消费的刺激下，各个运动品牌终端流水增长表现较好，然而 Q2 以来根据我们跟踪判断，各品牌流水表现对比 Q1 或有走弱，一方面原因是 2026 年春节较晚从而使得部分 Q2 销售提前，另一方面当前消费环境仍较为波动，居民需求承压。从运营层面来看，我们判断各品牌目前库销比维持在健康合理区间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：2025~2026 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
	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

2026 全年我们判断板块公司业绩表现或有一定分化，主要原因系部分品牌公司短期费用成本投入增加，从而对利润造成压力，龙头公司的表现或更为稳健。

- **安踏体育：**展望 2026 年，我们预计公司收入增长高单位数，以迪桑特、可隆为代表的其他品牌增速或仍较快，狼爪品牌业务将在今年开展重塑计划。当前剔除一次性利得后，我们预计 2026 年安踏体育实现归母净利润约为 140.6 亿元，增长约 3%，利润率的下降主要系此前公司收购的 Jack Wolfskin 业务短期正处于投入阶段。

- **李宁：**展望 2026 年，由于消费环境的不确定性我们预计公司短期销售情况或有波动，同时从业绩层面来看面对激烈的市场竞争，公司全年毛利率同比或将保持稳定，而在费用端方面，伴随奥运营销的深入，另外公司近期同 NBA 顶级球星库里达成合作，因此我们判断 2026 年公司营销费用投入或将增加，综合来看我们预计公司 2026 年归母净利润或同比下降，净利率维持在高单位数水平。

- **特步国际：**展望 2026 年，我们判断消费环境正处于波动复苏阶段，索康尼快速增长持续，特步主品牌整体仍将采取稳健经营策略，全年我们预计公司收入增长 5.4%，考虑到索康尼正处于快速发展阶段，同时主品牌 DTC 转型仍需要一部分费用投入，当前我们预计公司 2026 年归母净利润为 12.60 亿元，同比下降 8.1%。

- **361 度：**展望 2026 年，我们预计公司营收及归母净利润保持稳健增长，基于公司此前召开的订货会情况，当前我们预计公司 2026 年收入增长 9%，归母净利润增长 11%。

中长期来看我们判断居民运动的参与度或仍处于提升阶段，从而为运动鞋服消费提供了支撑，与此同时运动鞋服公司聚焦专业运动，提升产品和渠道运营效率。

1）产品端：强化专业运动产品功能性提升。2026 年我们判断各品牌继续以跑步科技为核心推动产品迭代，同时面对户外运动的热潮，2026 年各个品牌公司或也将加大对于户外品类的拓展力度，为品牌增长贡献动能。

2）渠道端：线下门店提质增效，线上渠道精细化运营。目前线下渠道进入“提质增效”阶段，各运动品牌加快布局差异化门店业态（如安踏冠军店、361 度超品店、特步金标领跑、李宁龙店等），线上渠道各公司积极推动内容化运营与多平台布局（直播平台、即时零售等），我们判断 2026 年行业运动鞋服品牌公司电商业务保持稳健增长态势。此外各公司深化全球化布局，积极拓展海外市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：安踏品牌差异化门店形象



资料来源：公司业绩简报，国盛证券研究所

3）营销端：抢占顶尖营销资源，提升品牌影响力。2026 年品牌公司继续深耕顶尖营销资源，例如李宁赞助奥委会、签约顶级球星库里等，安踏持续强化和国家队的合作，361 度连续多年赞助亚运会，特步提升马拉松心智等，专业运动资源的背书将带动品牌势能提升。

图表25：李宁签约库里



资料来源：李宁 club 公众号，国盛证券研究所

图表26：361 度发布日本名古屋亚运会服饰



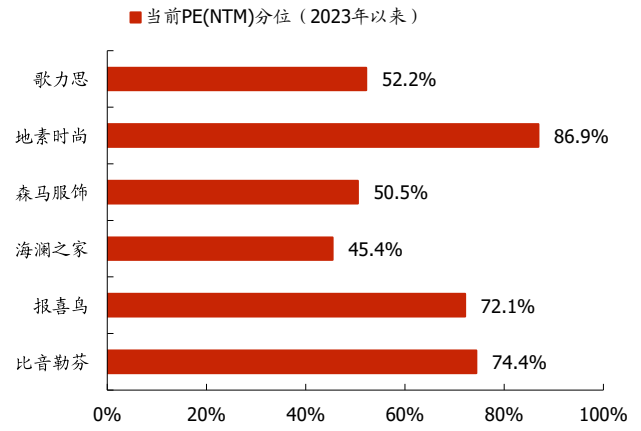
资料来源：体育大生意，国盛证券研究所

2.4 投资建议：关注业绩修复的品牌服饰标的，重视运动鞋服长期投资价值

品牌服饰：2026 年板块整体进入环比改善、盈利修复的通道，个股增速分化。推荐基本面改善持续性强的优质个股，同时关注业绩稳健的运动赛道龙头。1）推荐业绩释放确定性较强的【比音勒芬】，对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐费用管控有效、盈利质量修复的【森马服饰】，对应 2026 年 PE 为 14 倍。2）推荐多品牌运营、业绩稳健成长的运动鞋服龙头【安踏体育】，对应 2026 年 PE 为 12 倍（不考虑一次性利得）；3）关注近期流水波动、但中长期具备改善空间的李宁，对应 2026 年 PE 为 13 倍。

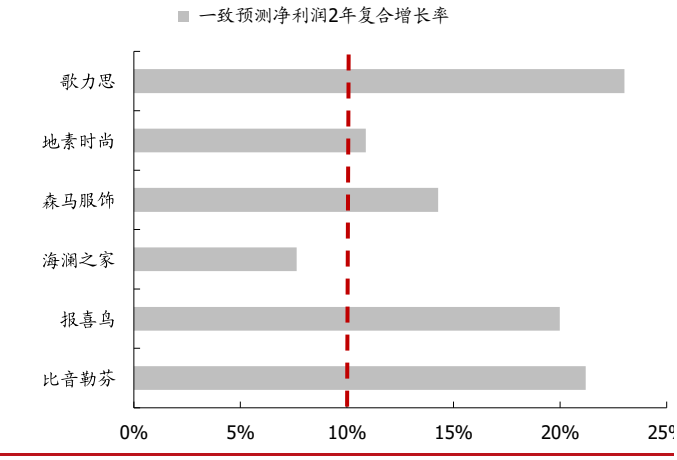
下载日志已记录，仅供内部参考

图表27：部分品牌服饰重点公司 PE（NTM）分位数



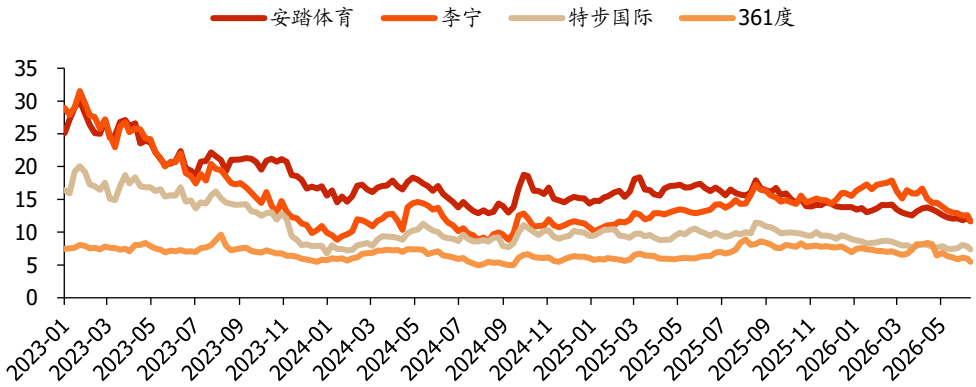
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：以 2026/6/18 收盘价计算

图表28：部分品牌服饰重点公司一致预测净利润 2 年 CAGR



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表29：安踏体育/李宁/特步国际/361 度估值 NTM 走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所，截止日期为 2026/6/18

- **比音勒芬：基本面向上逻辑清晰，2026~2027 年利润预计持续释放。**1）近况更新：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%。2）中长期逻辑：电商收入高速增长，线下稳步拓店，进驻优质商场。2025 年末线下门店合计 1400 家，我们预计 2026 年有望净增超过 100 家，新店增量+次新店爬坡+电商规模扩张有望带动 2026 年公司收入同增 15%+。3）盈利预测：收入快速增长，费用管控有效，2026 年 2 月、3 月公司先后发布总经理、首席战略官增持计划，彰显管理层对长期业绩增长信心。我们预计 2026 年利润增速快于收入。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。

- **安踏体育：短期经营稳健，看好公司长期增长持续性。**1）近况更新：2026Q1 安踏品牌流水同比增长高单位数，增长 40%~45%，2026Q2 以来我们预计安踏/长。2）中长期逻辑：公司作为全球运动鞋服龙头之一，旗下品牌高效运营成果显著，安踏品牌立足大众运动市场，赛道，同时公司近年收购 Jack Wolfskin 充实长期增长动能，完善的多品牌运营能力赋能公司长期增长。3）盈利预测：不考虑一次性利得，当前我们预计公司 2026 年归母净利润 140.6 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 12 倍，预计公司 2027-2028 年归母净利润为 158.19/176.34 亿元，维持“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **李宁：短期销售波动，库存健康，关注公司长期增长空间。**1）近况更新：2026Q1 李宁成人流水同比增长中单位数，我们预计李宁 young 童装业务增速显著优于成人，2026Q2 以来，我们预计公司终端销售表现较 Q1 或有所走弱，库存仍保持在健康水位。2）中长期逻辑：李宁立足专业运动，以跑步和篮球为两大核心业务提升产品竞争力，同时李宁陆续开启多项营销活动，包括赞助中国奥委会、同 NBA 顶级球星库里达成合作，全方位提升品牌势能，渠道端积极推动零售效率优化，为长期业绩改善及增长奠定基础。3）盈利预测：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 13 倍，维持“买入”评级。

- **森马服饰：利润快速增长，期待 2026 年业绩靓丽表现。**1）近况更新：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%，业绩表现靓丽。2）中长期逻辑：核心品牌流水稳健增长，直营、电商预计增速亮眼，加盟发货有望环比改善。其中：①童装业务坚持大店战略，全面推进渠道体验升级，在开店、关店中调整优化渠道结构，我们预计 2026 年开店趋势有望继续并进入净开店阶段；②成人装业务梳理森马品牌定位，提升产品品质感，核心心智产品获得消费市场欢迎。3）盈利预测：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 14 倍，维持“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 投资主线二：优选高分红、业绩稳健类型标的

服饰行业发展成熟，龙头公司中长期运营稳健，其中不乏低估值、高分红的优质标的，股息率具备吸引力。根据行业经营基本情况我们判断：1）服装下游品牌商普遍以轻资产模式为主，成熟的服饰品牌渠道、产品、品牌基本处于稳定的阶段，业务扩张的力度相对较小，因此年内盈利大部分作为分红反馈股东、少部分作为留存收益支持公司继续发展。2）服饰制造商以成本加成为主，属于劳动密集型行业，同时估值相对较低，一些产能扩张力度不大的公司倾向于稳定分红。

我们基于高股息、盈利稳健性两个角度挑选优质个股：考虑盈利水平及稳健性、股息率、公司具体质地与经营近况，**推荐大众服饰赛道龙头【海澜之家、森马服饰】，预计 2026 年股息率分别为 7.5%/6.4%；推荐家纺龙头【罗莱生活、水星家纺】，预计 2026 年股息率分别为 6.4%/6.7%；推荐经营情况稳健的制造公司【伟星股份】，预计 2026 年股息率为 6.0%。**

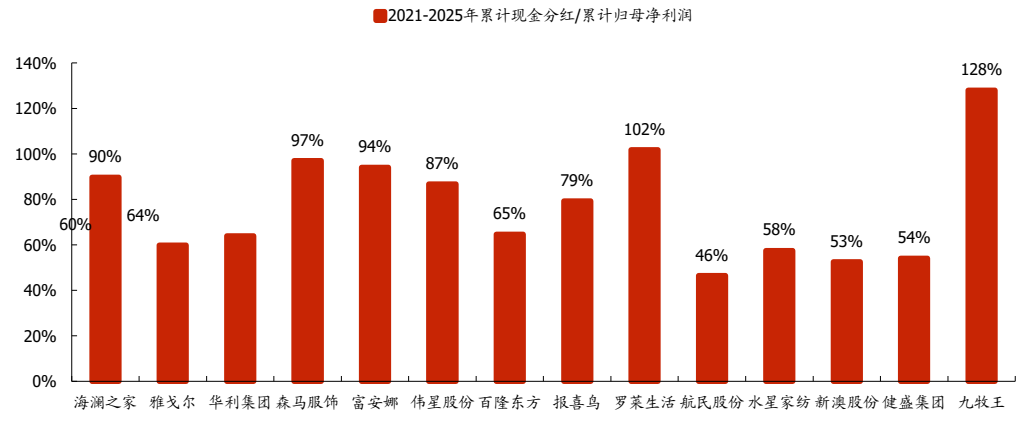
3.1 基于分红角度：筛选股息率＞5%的个股

我们从纺织服饰（中信一级行业分类）板块挑选股息率较高的个股，其中 2026 年股息率预计超过 5%（同时 2025 年现金分红金额计算的股息率超过 3%）的公司如下：

- **规模相对成熟的服装品牌及家纺品牌公司：**包括海澜之家、森马服饰、富安娜、报喜鸟、罗莱生活、水星家纺、九牧王。
- **分红比例相对稳定的制造商：**包括华利集团、伟星股份、百隆东方、航民股份、新澳股份、健盛集团。

从股利支付率的角度来看：我们通过以上条件筛选出的高股息率公司现金分红率普遍较高。2021~2025 年平均现金分红率（5 年累计现金分红/5 年累计归母净利润）大部分在 50%以上，**其中海澜之家、森马服饰、富安娜、罗莱生活、九牧王过去 5 年现金分红率高达 90%及以上。**

图表30：2021-2025 年累计现金分红/累计归母净利润



资料来源：Wind，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

从现金流的角度来看：以上筛选出的高股息标的中，大部分公司现金流管控良好，足够支持稳定的中长期现金分红。如海澜之家、华利集团、森马服饰、伟星股份等（2021~2025 年累计经营性现金流量净额超过同期累计现金分红的 1.5 倍），少部分公司如雅戈尔、富安娜、罗莱生活现金流管理表现相对较弱（2021~2025 年经营性现金流量累计净额低于同期累计现金分红的 1.5 倍）。

图表31：2021-2025 年累计经营性净现金流/累计现金分红



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2 基于稳健性角度：筛选净利率波动较小的个股

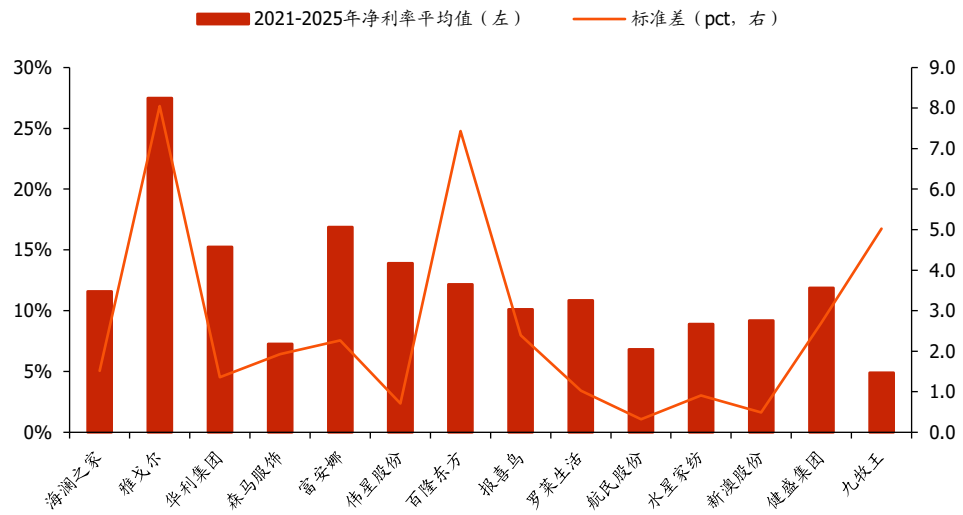
基于盈利水平稳健性的角度：在以上高股息率筛选结果的基础上，我们根据历史表现，优选品牌服饰板块净利率水平稳健性较好的个股。

- 盈利水平较为稳定（2021-2025 年净利率标准差＜2pct）的高股息个股包括：海澜之家（2021-2025 年净利率平均值为 12%，以下数据口径相同）、华利集团（15%）、森马服饰（7%）、伟星股份（14%）、罗莱生活（11%）、航民股份（7%）、水星家纺（9%）、新澳股份（9%）。

- 盈利水平稳定性较弱（2021-2025 年净利率标准差≥2pct）的高股息个股包括：雅戈尔（27%）、富安娜（17%）、百隆东方（12%）、报喜鸟（10%）、九牧王（5%）、健盛集团（12%），部分公司盈利能力较强，但过去因经济环境波动、短期经营表现等原因净利率波动较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：2021-2025 年净利率平均值及标准差



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.3 投资建议：优选质地较好的高股息个股

投资建议：综合以上，考虑盈利水平及稳健性、股息率、公司具体质地与经营近况，我们优先推荐大众服饰赛道龙头【海澜之家、森马服饰】，对应 2026 年 PE 为 12/14 倍，预计 2026 年股息率分别为 7.5%/6.4%；**推荐家纺龙头【罗莱生活、水星家纺】**，对应 2026 年 PE 分别为 14/10 倍，预计 2026 年股息率分别为 6.4%/6.7%；**推荐经营情况稳健的制造公司【伟星股份】**，对应 2026 年 PE 为 15 倍，预计 2026 年股息率为 6.0%。

图表33：纺织服饰行业高股息、盈利稳健标的情况梳理

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2025 年现金分红总额计算的股息率	过去 3 年现金分红总额平均值计算的股息率	2026 年预测股息率	2026 年假设股利支付率
600398.SH	海澜之家	269.0	7.3%	8.2%	7.5%	87.0%
603365.SH	水星家纺	44.0	5.9%	5.5%	6.7%	63.6%
600987.SH	航民股份	63.7	5.6%	5.1%	6.4%	48.6%
002293.SZ	罗莱生活	84.6	6.1%	5.3%	6.4%	90.0%
002563.SZ	森马服饰	141.2	5.7%	6.0%	6.4%	85.0%
300979.SZ	华利集团	364.8	6.7%	6.0%	6.1%	76.4%
002003.SZ	伟星股份	102.8	%	5.5%	6.0%	90.0%
603889.SH	新澳股份	54.1	4.7%	4.3%	5.8%	53.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测，仅供参考　以 2026/6/18 收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考

- **海澜之家：利润表现稳健，高分红具备吸引力。**1）近况更新：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。2）中长期逻辑：主品牌经营稳健，2026 年品牌门店有望净增加，其中预计继续以直营门店重点拓展购物中心；新业务有望快速拓展，我们判断新店拓展+次新店效率爬坡有望综合带动其他品牌业务收入快速增长，为公司构建第二成长曲线。3）盈利预测：综合预计 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，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 12 倍，分红具备吸引力，维持“买入”评级。

- **罗莱生活：2025&2026Q1 家纺主业收入稳健增长，盈利能力提升。**1）近况更新：公司 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，2026Q2 以来我们预计公司利润率改善趋势延续；2）中长期逻辑：罗莱生活通过产品结构的优化以及成本费用的高效管控，着力提升国内家纺业务利润率，叠加下游加盟商拿货的改善，以及大单品推广策略下直营和电商业务销售稳步增长，公司家纺业务利润规模持续扩张，海外家具业务短期仍处于调整阶段。3）盈利预测：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 14 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。**1）近况更新：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。2）中长期逻辑：水星家纺秉持大单品战略，在被芯、枕芯品类上积极打造爆品引流，带动公司全盘销售，同时受益于收入规模的扩张，费用投放效果显现，利润率稳步提升。3）盈利预测：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 10 倍，维持“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

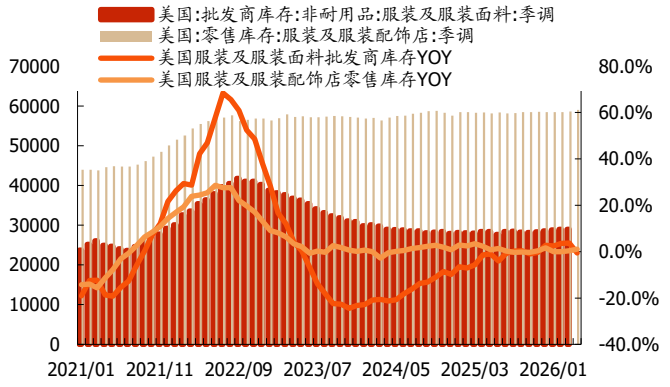
4. 投资主线三：服饰制造短期板块承压，关注边际预期变化

2026 年以来服饰制造板块内部经营表现分化：1）下游成衣制造短期业绩承压、估值下修。2026H1 板块利润率受到关税政策、原材料波动、汇率变化等多方面压力，目前市场预期较低，建议关注下游订单和季度利润率的边际变化趋势。在个股选择上，短期优先关注业绩确定性，关注短期订单趋势良好的【伟星股份】及业绩有望稳健增长的【晶苑国际】；若板块预期环比改善，建议优先关注利润及估值弹性，关注短期利润受损、中长期份额有望提升的申洲国际、华利集团；2）上游纺织端：原材料涨价带来的库存收益，短期利润增速预计较好，关注兑现情况及原材料价格预期。

4.1 订单：下游库存良性，但品牌商下单意愿保守

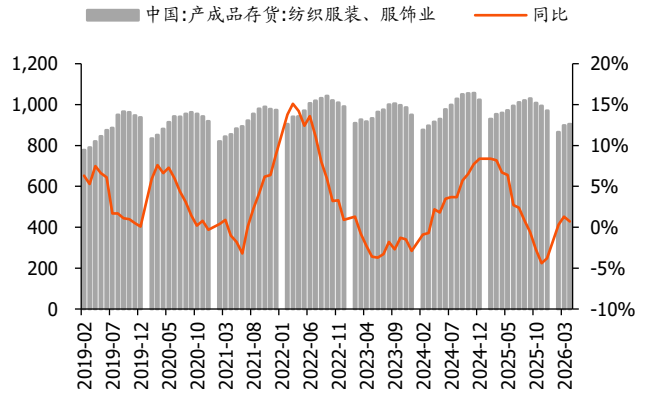
从行业库存层面来看，目前美国、中国等重要下游市场库存基本保持健康。1）中国服饰市场：此前因客流环境及消费力变化带来的扰动，2022 年初期行业存货存在积压（2022H1 期间中国纺织服饰行业产成品存货同比增长 10%以上），后续得益于品牌商下单谨慎并积极去化库存，目前库存可控，2026 年 4 月行业产成品存货同比+0.7%。2）美国服饰市场：2023 年以来美国服饰批发商库存金额整体呈现下降态势，近期基本保持同比稳定，2026 年 4 月批发商/零售商库存金额分别 271.1/587.6 亿美元，我们判断下游渠道库存目前整体稳定在良性状态。

图表34：2021/01-2026/04 美国服饰行业批发商及零售商库存及 YOY（百万美元）



资料来源：Wind，美国人口普查局，国盛证券研究所

图表35：中国纺织服装、服饰业产成品存货及同比（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

考虑品牌商下单意愿偏谨慎，我们判断 2026 年服饰制造期货订单较弱、快反订单占比提升，需要持续关注后续零售及库存动态表现。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。1）收入层面，大部分国际品牌商近期季度收入表现符合预期或超出预期，部分销售靓丽的品牌或存在短期补单机会；2）库存层面：目前 Nike、Puma 仍在库存去化阶段，未来订单中长期存在修复空间。

- **收入层面：部分龙头品牌收入表现良好，细分品牌持续增长，或带动短期补单需求。**1）迅销集团 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

下载日志已记录，仅供内部参考

分别增长 25%/23%/14%，近 3 个季度 Amer 收入同比增长 30%/28%/32%，有望带动相关采购订单实现快速增长。

图表36：全球重点服饰品牌公司单季度收入 YOY 及收入指引

				公司口径指引
Nike	2025/8/31 1% 超出预期	2025/11/30 1% 略超预期	2026/2/28 0% 略超预期	Nike预计FY2026Q4下降**2%~4%**。
Adidas	2025/9/30 3% **符合预期**	2025/12/31 2% **符合预期**	2026/3/31 7% 超出预期	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。
Puma	2025/9/30 -15% **低于预期**	2025/12/31 -42% 超出预期	2026/3/31 -10% 超出预期	公司预计2026年营收同比**下降低至中个位数**，预计全年经营亏损在5000万至1.5亿欧元之间。
VF	2025/9/27 2% 超出预期	2025/12/27 1% 超出预期	2026/3/28 1% 超出预期	展望FY2027公司预计货币中性基础上营收同比**增长1%~2%**，经调整后OPM约8%。
UA	2025/9/30 -5% 超出预期	2025/12/31 -5% 略超预期	2026/3/31 -1% **符合预期**	公司预计FY2027财年收入预计略有下降。
Deckers	2025/9/30 9% 超出预期	2025/12/31 7% 超出预期	2026/3/31 9% 超出预期	公司预计F2027财年收入将达到58.6~59.1亿美元，同比实现**高个位数增长**，其中预计HOKA增长低双位数、UGG增长中个位数增长。
迅销集团	2025/8/31 7% 略超预期	2025/11/30 15% 超出预期	2026/2/28 15% 超出预期	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。
Amer Sports	2025/9/30 30% 超出预期	2025/12/31 28% 超出预期	2026/3/31 32% 超出预期	公司上调2026全年报表营收增速指引至**20%~22%**；经调整后归母净利润为6.91~7.21亿美元，同比增长27%~32%。
lululemon	2025/11/2 7% 超出预期	2026/2/1 1% 超出预期	2026/5/3 4% 超出预期	展望FY2026Q2，公司预计营收为24.5~24.75亿美元，同比**下降2%~3%**；FY2026全财年公司预计营收为110~111.5亿美元，同比**持平至下降1%**。
On	2025/9/30 25% 超出预期	2025/12/31 23% 超出预期	2026/3/31 14% 略超预期	公司预计2026年净销售额在固定汇率下至少**增长23%**。

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：部分品牌商仍在库存去化中，关注后续调整进度。**1）Nike 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）V 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（公司表示近期去化库存进度略快于预期），我们预计短期订单仍有压力，提醒关注后续调整进度。

图表37：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 -8	2025/11/30 -8	2026/2/28 -6	2025/8/31 104	2025/11/30 97	2026/2/28 97	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。
Adidas	2025/9/30 16	2025/12/31 13	2026/3/31 13	2025/9/30 157	2025/12/31 162	2026/3/31 162	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。
Puma	2025/9/30 31	2025/12/31 34	2026/3/31 16	2025/9/30 174	2025/12/31 183	2026/3/31 183	截止2026Q1末公司库存同比下降8.6%至18.98亿欧元，主要系采购量减少及持续的库存清理。当前库存清理进度略快于原计划，公司预计2026年末库存状况将恢复正常。
VF	2025/9/27 -13	2025/12/27 -10	2026/3/28 -14	2025/9/27 146	2025/12/27 130	2026/3/28 124	截至FY2026末公司库存同比下降16%至13.7亿美元。Vans加大新品推出力度，调整情况符合公司预期。
UA	2025/9/30 -2	2025/12/31 0	2026/3/31 -4	2025/9/30 138	2025/12/31 134	2026/3/31 124	截至2026/3/31库存周转天数同比下降4天为124天。公司有意识的进一步减少库存、加速重置，同时库存质量提升（得益于采购的集中化），为2027财年做好有利准备。
Deckers	2025/9/30 -7	2025/12/31 -3	2026/3/31 -7	2025/9/30 114	2025/12/31 83	2026/3/31 76	FY2026年初，UGG批发库存状况改善，公司战略性地增加产品配置。
迅销集团	2025/8/31 -3	2025/11/30 -6	2026/2/28 -4	2025/8/31 113	2025/11/30 103	2026/2/28 97	相较海外运动品牌而言，我们判断迅销集团库存周转保持在相对良性水平。
Amer Sports	2025/9/30 3	2025/12/31 3	2026/3/31 11	2025/9/30 209	2025/12/31 184	2026/3/31 191	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。
lululemon	2025/11/2 0	2026/2/1 2	2026/5/3 -6	2025/11/2 146	2026/2/1 117	2026/5/3 135	优化线下零售效率，线下门店产品陈列密度降低，SKU数量减少了15%以突出新品，店内陈列基于专业运动和运动生活产品，另外大幅度减少促销活动。
On	2025/9/30 -13	2025/12/31 -18	2026/3/31 -2	2025/9/30 127	2025/12/31 135	2026/3/31 125	截至2026/3/31的库存周转天数为125天，同比减少2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。

资料来源：Wind，Bloomberg，各公司公告，国盛证券研究所

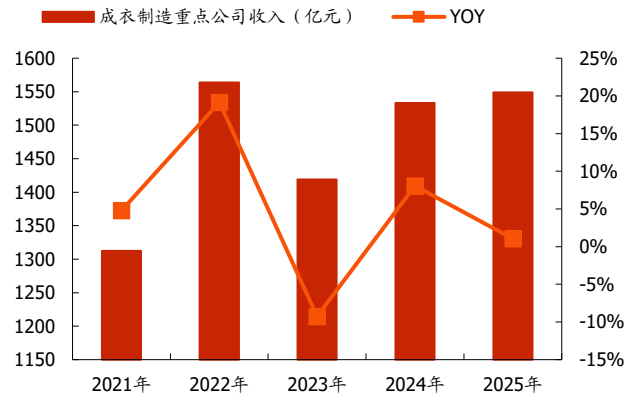
下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 利润率：原材料波动、关税政策、汇率波动影响 2026H1 板块利润空间

从板块利润率角度来看：短期服饰制造公司利润空间受到压缩，原材料价格波动、行业竞争加大、关税承担、汇率波动等因素或导致 2026H1 利润率表现较弱，期待 2026H2 环比好转。

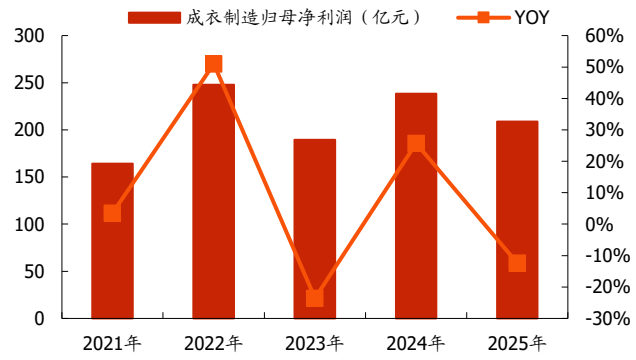
2025 年以来成衣制造重点公司收入景气走弱，利润率有所下降。1）2025 年成衣制造重点公司收入同比+1.0%/归母净利润同比-12.4%，我们认为期间行业竞争加剧、品牌商价格敏感、制造商通过让利承担部分关税，在产业链利润空间被压缩的同时，工厂产能利用率不足影响板块公司利润率表现。2）其中龙头公司申洲国际、华利集团、裕元集团、丰泰企业、儒鸿等 2025 年净利率同比均有下降，仅个别公司（如健盛集团）凭借业务效率提升逻辑带动公司利润增长。

图表38：2021-2025 年成衣制造重点公司收入及 YOY（亿元）



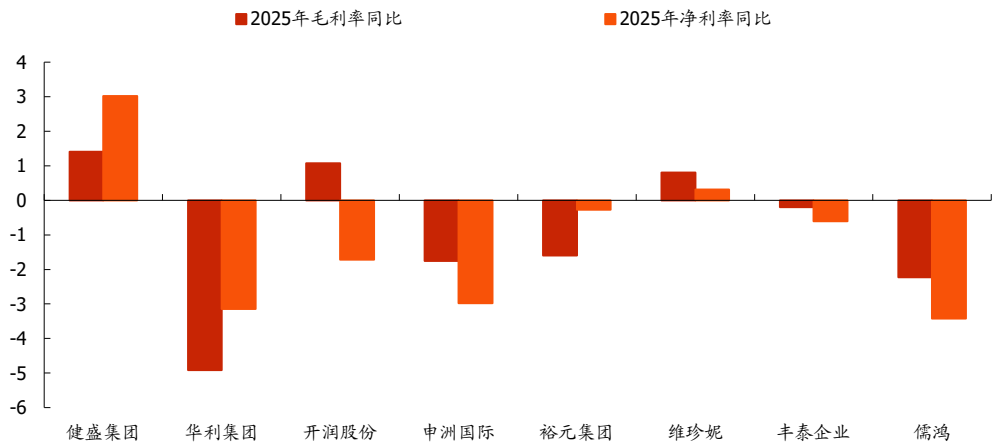
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表39：2021-2025 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40：部分成衣制造重点公司 2025 年毛利率同比/净利率同比（pct）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

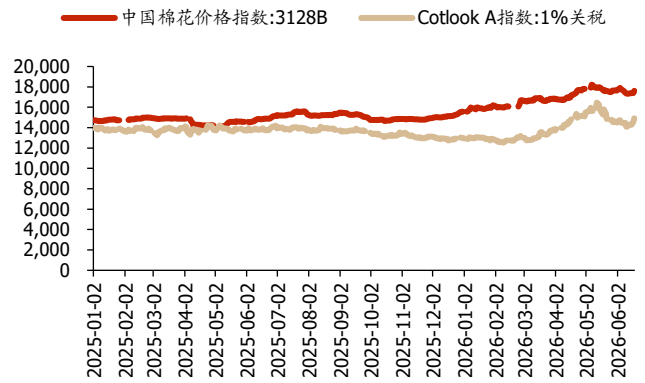
展望未来，考虑原材料价格波动、关税政策变化、国际贸易风险、人力成本上升趋势，我们判断 2026H1 成衣制造板块公司利润率或同比存在压力，期待后续伴随着基数走低逐步改善。

- **上游原料涨价，短期纺织制造公司业绩受益于库存收益，但成衣制造公司面临毛利率压力。**目前羊毛价格涨至高位，化纤、棉花价格也在上升阶段。据中国羊毛信息

下载日志已记录，仅供内部参考

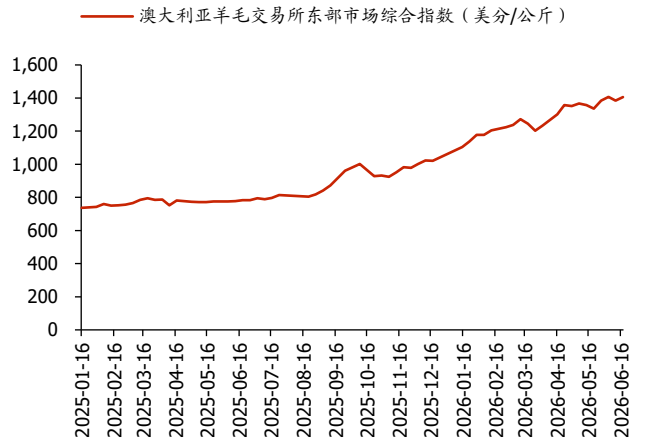
网数据，2026 年 6 月 18 日澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数达到 1405 美分/公斤，同比涨幅近 80%。据 Wind 数据，2026 年 6 月 18 日中国棉花价格指数（3128B）达到 17607 元/吨，Cotlook A 指数（1%关税）为 14908 元/吨

图表41：2025 年至 2026/06/18 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42：2025 年至 2026/06/18 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数

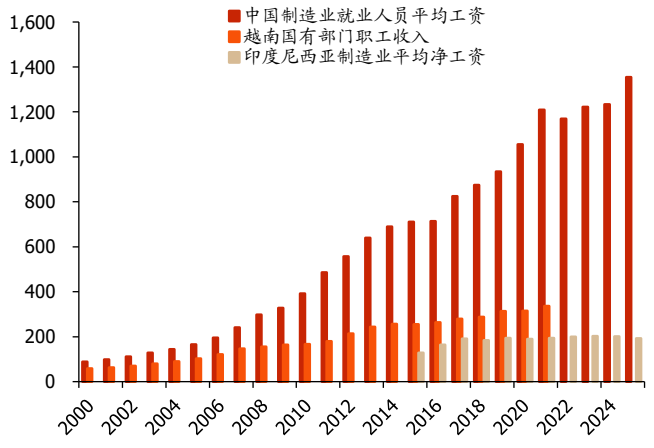


资料来源：Wind，中国羊毛信息网，国盛证券研究所

- **人力成本持续上升，在短期产能扩张较快时体现得更明显。**据 Wind 数据，2025 年中国制造业从业人员平均薪资约为 1354 美元/月，2021 年越南人均薪资水平约为 335 美元/月，过去各国人力成本基本处于持续上行阶段。在新产能招聘工人、生产线爬坡提效阶段，制造公司毛利率短期或受影响。

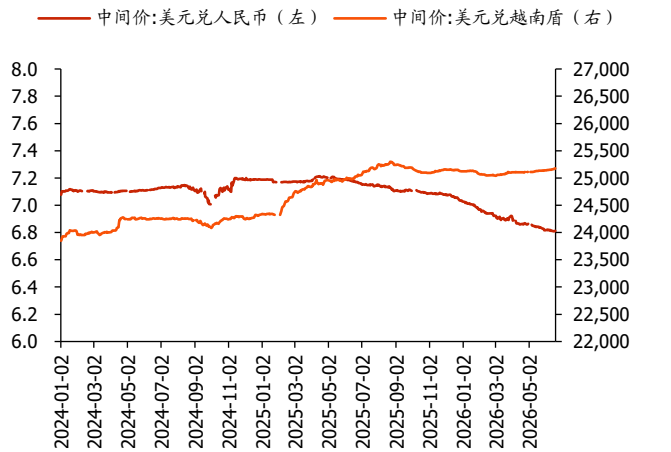
- **汇率及关税政策变化，短期预计在 2026H1 继续压缩产业链利润空间。**1）我们判断 2025H2~2026H1 期间部分制造商通过让利承担部分关税成本（美国市场），或影响制造环节利润空间，建议关注后续美国关税政策实际落地情况变化；2）人民币自 2025H2 以来相对美元持续升值，短期影响国内服饰制造公司（出口业务为主）汇兑损益，进而影响报表端利润同比表现。

图表43：2000-2025 年中国/越南/印尼人力成本对比（美元/月）



资料来源：Wind，国家统计局，越南统计局，印尼央行，国盛证券研究所

图表44：美元兑人民币/美元兑越南盾汇率



资料来源：Wind，中国人民银行，越南央行，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

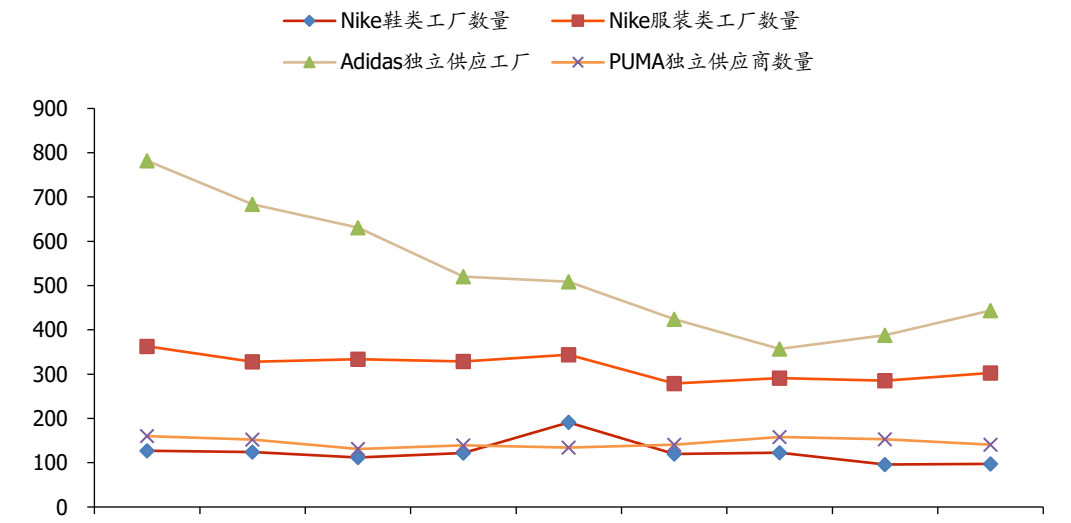
4.3 中长期：格局优化、产业链转移仍是长期趋势，龙头享受份额提升

中长期来看，基于对供应链稳定性的需求，我们判断下游核心品牌商持续主动优化供应商团队，趋势包括：1）增强供应链国际化布局，中国之外的产能占比持续提升。2）精简优化供应商数量，订单份额有望向头肩部优质制造商集中。**在这一过程中，龙头服饰制造公司（尤其是成衣制造）基于国际化基地的先发优势、持续扩张海外产能，有望在下游订单改善的过程中享受市占率的提升。**

1、需求端：品牌公司积极优化供应商团队，我们判断服饰制造赛道的格局优化是长期趋势。1）为降低终端销售不确定性带来的库存风险，我们判断目前下游运动品牌商缩减期货比例、增加下单频率，对供应链反应速度的要求在提升，兼具速度、规模与质量的头部一体化的供应商竞争优势在加强。2）人力成本上涨的长期趋势+品牌商客户对本地化供应链的需要，未来将共同驱动中长期服饰制造产业链从中国继续向东南亚等其他国家转移，具备国际化产能布局的龙头制造商预计将优先被考虑。3）综合以上，我们预计品牌公司主动精简优化供应商数量及质量，订单份额有望向头部及肩部制造商集中。

Adidas 独立供应工厂为 444 个（

图表45:

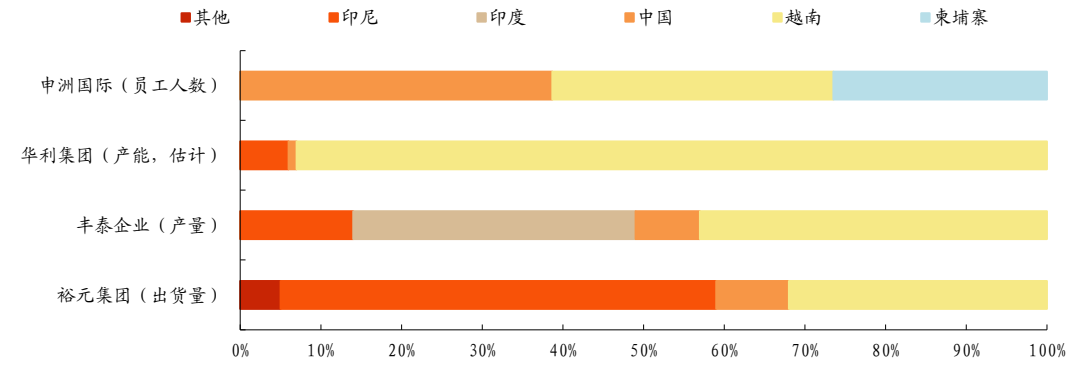


资料来源：Wind，各公司公告，国盛证券研究所

2、供给端：部分成衣制造商过去坚持产能建设与人员招聘，丰富国际化产能布局。未来有望凭借研发、规模、速度优势，更好的满足客户对于产能的需求。1）此前龙头制造商早早在全球各地进行产能布局，能够与下游品牌商的国际化业务销售达成协同效应。2）对于制造商而言，我们判断成熟状态下东南亚工厂利润率好于中国工厂，海外工厂占比提升有助于公司中长期盈利质量和竞争力的提升。考虑海外产能建设初期需要较大资金投入、产能爬坡需要时间成本，因此体量较小的公司难以做到，而龙头制造商有望凭借先发优势持续增强国际化基地建设、抢占客户订单修复带来的市占率提升机遇。例如，根据员工分布我们判断申洲国际 2025 年海外产出占比超过 50%、未来预计将进一步提升；华利集团目前产能大部分位于越南及印尼，以匹配客户需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表46：2025 年申洲国际/华利集团/丰泰企业/裕元集团分地区产量或出货量或员工人数占比



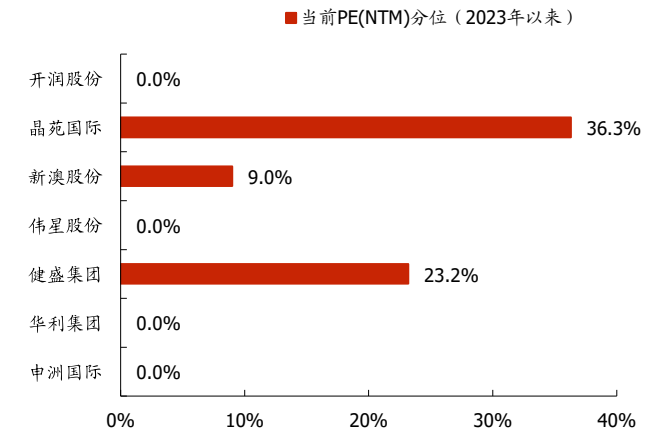
资料来源：Wind，丰泰企业官网，各公司公告，国盛证券研究所 注：华利集团数据系估计

4.4 投资建议：板块位置较低，关注预期边际变化

目前服饰制造板块公司股价多处于低位，如申洲国际、华利集团、开润股份、伟星股份均处于 2023 年以来 PE 最低水平。短期基本面趋势来看，原材料波动、关税政策、汇率变化影响产业链盈利空间，**2026H1 板块经营情况（尤其是利润率角度）并不乐观，后续盈利预期变化或仍对板块短期市场表现带来压力。**

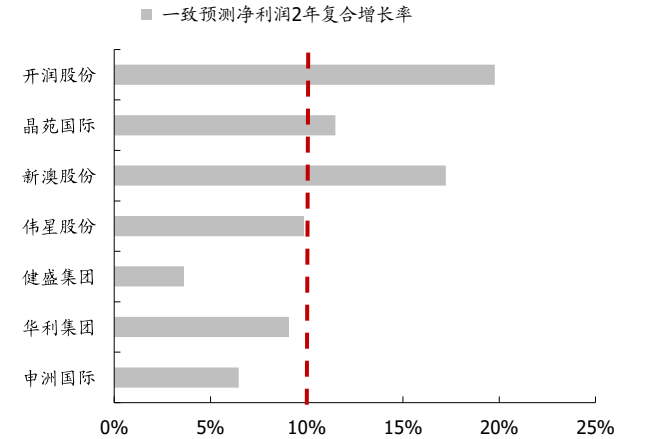
投资建议：目前板块经营趋势较弱，短期优先关注业绩确定性，关注订单趋势良好的【伟星股份】及业绩有望稳健增长的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 分别为 15/8 倍；若后续板块预期环比改善，建议优先关注利润及估值弹性，关注短期利润受损、中长期份额有望提升的申洲国际、华利集团。

图表47：部分服饰制造重点公司 PE（NTM）分位数



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：以 2026/6/18 收盘价计算

图表48：部分服饰制造重点公司一致预测净利润 2 年 CAGR



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **伟星股份：2026Q1 营收稳健增长，汇兑亏损致使利润承压。**1）近况更新：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，2026Q1 实现营收 10.40 亿元，同比+6.22%，受汇率波动影响，归母净利润同比-7.23%至 0.93 亿元，2026Q2 以来我们预计公司接单整体趋势稳健。2）中长期逻辑：伟星股份将智能制造作为推动公司增长的重要竞争力，快反能力优异，同时公司重视客户服务，竞争壁垒明显，当前公司逐步推进海外产能扩张，提升品牌影响力，中长期公司接单情况或将持续向好。3）盈利预测：我们预计公司 2026/2027/2028

下载日志已记录，仅供内部参考

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 15 倍，维持“买入”评级。

- **晶苑国际：2026 优先员工提效，盈利质量有望继续提升。**1）近况更新：2025 年公司收入+6.9%至 26.4 亿美元，归母净利润+12.0%至 2.25 亿美元。2）中长期逻辑：多个品类规模增长、盈利优化，核心客户合作稳定。公司凭借共创业务模式及多年沉淀经验，深度合作优质客户并提升份额，持续驱动业务订单规模增长。产能方面，2026 年优先员工提效、盈利质量提升趋势有望持续，中长期埃及基地建设进一步丰富国际化布局。3）盈利预测：我们预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 2.48/2.77/3.09 亿美元，对应 2026 年 PE 为 8 倍，维持“买入”评级。

- **申洲国际：行业环境扰动业绩，期待 2026 年效率回升。**1）近况更新：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%，盈利质量表现较弱，主要系人力成本、关税、汇率等多方面因素影响。2）中长期逻辑：我们根据客户自身经营情况判断公司销向 Adidas、Uniqlo 品牌等客户订单稳健增长、销向 Nike 客户订单平稳为主，公司强化一体化国际产业链优势，期待 2026 年效率提升、带动 2026H1 毛利率环比 2025H2 修复。3）盈利预测：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 9 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）近况更新：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）。2）中长期逻辑：新客户订单快速增长，老客户订单短期谨慎。公司推进客户结构适度多元化，降本增效有序推进，期待后续盈利质量环比修复、带动利润弹性释放。3）盈利预测：我们预计 2026 年公司收入同比持平左右/归母净利润同比承压，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，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 13 倍，维持“买入”评级。

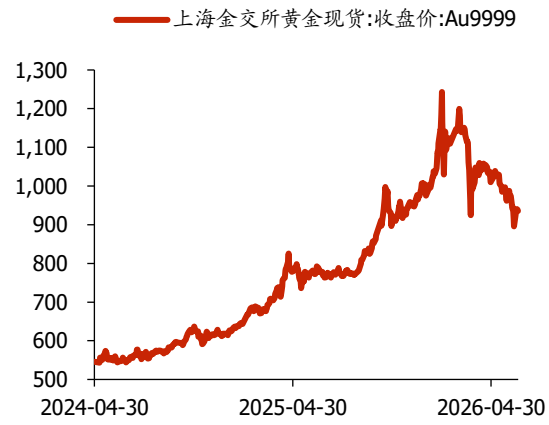
下载日志已记录，仅供内部参考

5. 投资主线四：金价波动影响消费者购金选择，继续推荐强α标的

5.1 零售以及财务分析：2026Q2 金价下行，金饰/金条消费受到影响

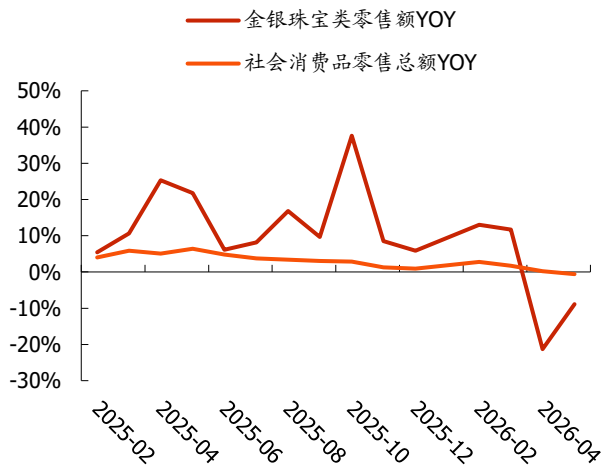
短期面对金价下行，4~5 月金银珠宝类零售额承压。2026Q1 金价的大幅上涨进一步刺激居民的投资需求，2026Q1 金条及金币消费量同比增长 46.4%至 202.06 吨，同时在高金价背景下居民黄金首饰消费量持续下行，2026Q1 黄金首饰消费量同比下降 37.1%至 84.62 吨。从 3 月份开始金价下行，根据 Wind 数据显示截止 2026 年 6 月 18 日，上海黄金交易所 Au9999 收盘价报 935.86 元/克，较年初下跌 6%，较 2026 年 1 月末的最高点下跌 25%，面对金价的显著回调，金银珠宝类零售额也受到负面影响，2026 年 4 月/5 月黄金珠宝类零售额同比下降 21.3%/下降 8.9%（同期社会消费品零售总额增长 0.2%/下降 0.6%）。

图表49：2024 年至今上海黄金交易所 Au9999 价格走势（元/克）



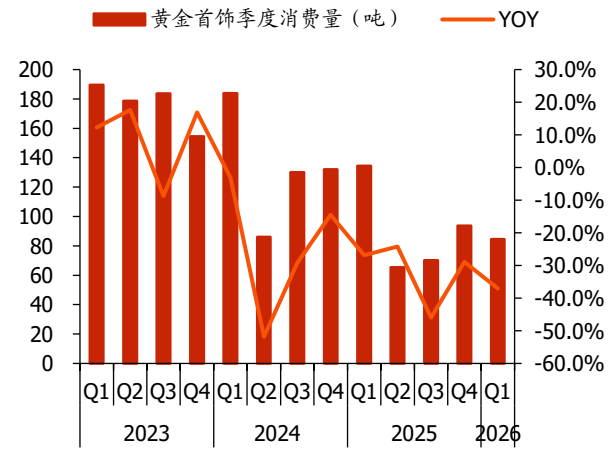
资料来源：Wind，国盛证券研究所，截止 2026 年 6 月 18 日

图表50：2025 年至今金银珠宝类零售以及社会消费品零售额当月同比增速（%）



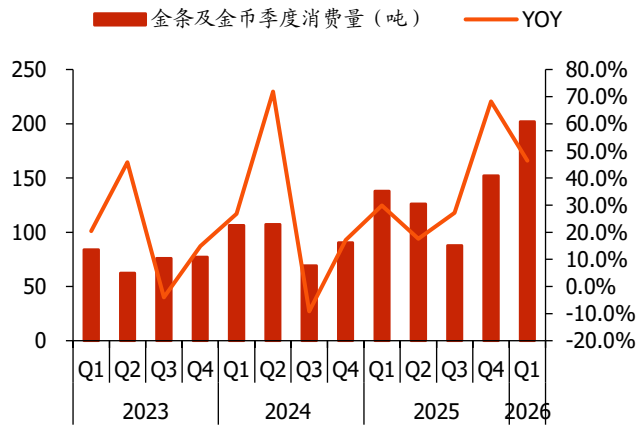
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表51：2023Q1~2026Q1 黄金首饰季度消费量（吨，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表52：2023Q1~2026Q1 金条及金币季度消费量（吨，%）

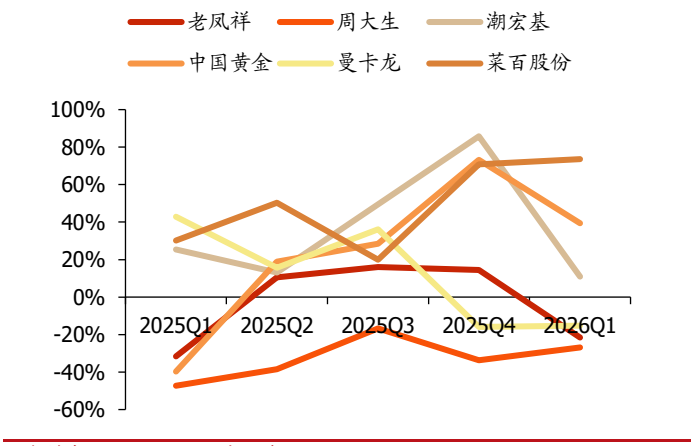


资料来源：Wind，国盛证券研究所

从业绩层面来看，2026Q1 黄金珠宝板块公司业绩表现优异，进入 Q2 后面对金价的波动，板块公司业绩的不确定性增加。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）合计归母净利润同比增长 11.1%。

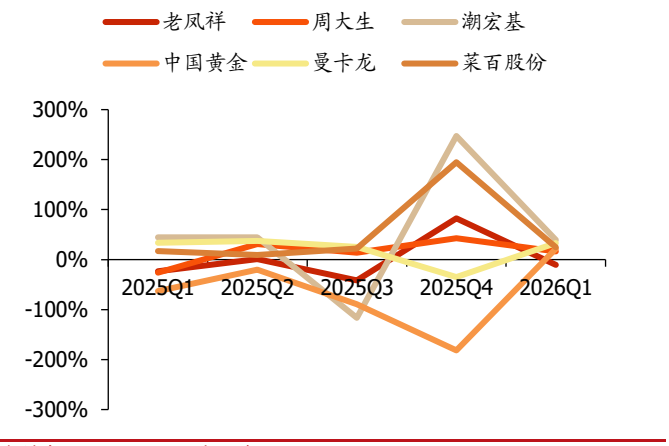
下载日志已记录，仅供内部参考

图表53：2025Q1~2026Q1 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54：2025Q1~2026Q1 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

进入 2026Q2 我们判断金价以及终端零售的波动或对各品牌公司业绩造成以下影响：

- **营收层面：克重黄金饰品销售有望得到改善。**金价的下行使得克重黄金的单克售价下降，我们判断这在一定程度上会改善克重金饰的销量表现，尤其是对于有婚庆需求的消费者，周大福 4~5 月中国内地/中国香港及中国澳门计价黄金首饰同店销售分别+35.1%/+57.4%。另外对于投资类金条产品，面对金价的下跌，部分看好金价长期走势的投资需求或得到释放。同时近些年品牌公司持续强化非黄金产品布局，同时借助珠宝镶嵌工艺提升金饰产品的差异性和美感，也在一定程度上降低品牌销售同金价的挂钩关系。因此综合金价对于销售的多项影响，我们判断 2026Q2 具有明确产品差异性的公司，其终端销售以及报表营收情况仍有望跑赢行业。

- **利润层面：金价下行压缩利润空间，合理的套期保值或适当对冲负面影响。**1）金价下行压缩毛利空间：在此前金价大幅上涨过程中，曾带动金饰/金条等产品的毛利率阶段性提升；而面对金价的下降，品牌公司的毛利空间或被压缩；2）计提资产减值的潜在风险：根据会计准则要求，在资产负债表日存货按照成本与可变现净值孰低计量。因此，面对金价的短期大幅下跌，部分黄金库存较多的品牌公司，或存在计提存货跌价准备的风险，从而侵蚀当期净利润；3）套期保值的对冲效应：成熟的黄金珠宝公司多进行黄金对冲以平滑利润波动，金价的下行虽然冲击现货库存和销售，但在对冲端或产生公允价值变动收益或投资收益，从而缓解毛利率下滑和资产减值的负面压力。

5.2 中长期：渠道优化叠加产品优化，内功修炼是增长基础

面对消费环境以及金价走势的不确定性，我们判断当前黄金珠宝公司寻求内生性增长，通过渠道优化以及产品优化来提升市场竞争力，从而谋求长期的市场率提升以及业绩的稳健增长。

1、渠道端：线下打造差异化店型，线上业务快速增长。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。同时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，例如潮宏基的礼赠子品牌

下载日志已记录，仅供内部参考

“Soufflé”门店、周大生全面升级“国家宝藏”高端店及“周大生经典”时尚非遗店等。而对于线上业务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。

图表55：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
周大福	3978	4736	6072	7646	7549	6643	5689	(954)
六福集团	2120	2366	2809	3,105	3583	3287	3005	!)

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

2、产品端：产品设计通过“非遗工艺”提升产品附加值，同时重视 IP 联名。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，品牌公司加大古法金的打造力度，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。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。

图表56：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57：老凤祥“风祥喜事”系列



资料来源：老凤祥吉祥珠宝公众号，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5.3 投资建议：继续关注渠道持续优化以及产品优化的品牌公司

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【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 10 倍；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

- **潮宏基：业绩快速增长，市占率持续提升。**1）近况更新：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%；2026Q1 公司实现营收 24.98 亿元，同比[illegible]，归母净利润 2.64 亿元，同比大幅增长 39.52%，2026Q2 我们预计公司终端销售延续快速增长态势。2）长期逻辑：在金价和零售环境的多重不确定性下，潮宏基一方面持续提升产品设计和差异性，2026Q1 公司时尚珠宝营收同比增长 30%+，带动整体营收与毛利快速扩张。另一方面潮宏基着力推进线下渠道拓店和优化，进驻优质商业体，品牌核心商圈势能持续提升，截止 2026Q1 末潮宏基珠宝门店共有 1669 家，拓店空间较大。3）盈利预测：我们预测公司 2026-2028 年归母净利润为 8.68/10.16/11.73 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 10 倍，维持“增持”评级。

- **周大福：**
  大福
  润同比大增 52.2%至 90.04 亿港元。2）中长期逻辑：当前在渠道端，周大福线下渠道提质增效，新开店经营效果优异，
  额同比增长 57%，同时电商业务 RSV 增长 23%。产品端继续推进高附加值产品占比提升，
  化。3）盈利预测：我们预计公司
  110.35/127.08/141.13 亿港元，对应

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 投资建议

纵观行业经营及预期表现，我们梳理以下投资主线：

- **投资主线一：关注业绩修复的品牌服饰个股，重视运动鞋服长期投资价值。**2026 年品牌公司整体进入环比改善、盈利修复的通道，个股利润增速分化。1）推荐业绩释放确定性较强的【比音勒芬】，对应 2026 年 PE 为 17 倍；推荐费用管控有效、盈利质量修复的【森马服饰】，对应 2026 年 PE 为 14 倍。2）推荐多品牌运营、业绩稳健成长的运动鞋服龙头【安踏体育】，对应 2026 年 PE 为 12 倍（不考虑一次性利得）；3）关注近期流水波动、但中长期具备改善空间的李宁，对应 2026 年 PE 为 13 倍。
- **投资主线二：优选盈利能力稳健的高分红个股。**综合考虑盈利水平及稳健性、股息率、公司具体质地与经营近况，优先推荐【海澜之家、森马服饰】，对应 2026 年 PE 为 12/14 倍，预计 2026 年股息率分别为 7.5%/6.4%；推荐家纺龙头【罗莱生活、水星家纺】，对应 2026 年 PE 分别为 14/10 倍，预计 2026 年股息率分别为 6.4%/6.7%；推荐经营情况稳健的制造公司【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 15 倍，预计 2026 年股息率为 6.0%。
- **投资主线三：服饰制造目前股价多处于低位，关注预期边际变化。**考虑原材料波动、关税政策、汇率变化影响产业链盈利空间，2026H1 板块利润率承压，建议跟踪边际变化。短期优先业绩确定性，关注订单趋势良好的【伟星股份】及业绩有望稳健增长的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 分别为 15/8 倍；若后续板块预期环比改善，建议优先关注利润及估值弹性，关注短期利润受损、长期份额有望提升的申洲国际、华利集团。
- **投资主线四：金价高位震荡，黄金珠宝板块关注强 α 个股。**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【潮宏基】，当前股价对应 2026 年 PE 为 10 倍；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 PE 为 11 倍。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表58：重点公司估值表（亿元，%，倍）

	公司	评级	市值（亿元）	2025 年股利支付率	归母净利润（亿元）			PE		
					25A	26E	27E	25A	26E	27E
运动鞋服	安踏体育	买入	1987.0	45%	135.9	156.6	158.2	12.7	11.0	10.9
	李宁	买入	420.3	50%	29.4	28.6	32.5	12.4	12.8	11.2
	特步国际	买入	112.8	50%	13.7	12.6	14.2	7.2	7.8	6.9
	361 度	买入	93.9	46%	13.1	14.6	16.2	6.2	5.6	5.0
	滔搏	买入	160.0	133%	12.9	12.7	12.8	10.8	11.0	10.9
休闲服饰	波司登	买入	453.4	84%	35.1	37.2	39.9	11.2	10.6	9.9
	赢家时尚	买入	37.6	54%	4.0	5.0	5.4	8.2	6.5	6.0
	比音勒芬	买入	118.7	75%	5.5	6.9	8.0	21.6	17.1	14.9
	地素时尚	买入	55.5	71%	2.6	2.9	3.3	21.3	18.9	16.9
	歌力思	增持	30.4	40%	1.6	2.2	2.8	18.5	14.1	10.8
	报喜鸟	买入	56.6	73%	3.4	3.8	4.5	16.6	14.8	12.7
	海澜之家	买入	269.0	91%	21.7	22.8	24.8	12.4	11.8	10.8
	太平鸟	买入	60.6	81%	1.7	2.1	2.6	34.8	-	-
	森马服饰	买入	141.2	91%	8.9	10.3	11.4	15.8	13.7	12.4
纺织制造	稳健医疗	买入	159.7	57%	7.7	9.7	11.0	20.8	16.4	14.5
	申洲国际	买入	631.7	59%	58.3	58.4	63.8	9.4	9.4	8.6
	华利集团	买入	364.8	76%	32.1	28.7	33.6	11.4	12.7	10.9
	健盛集团	买入	38.5	50%	4.0	4.1	4.4	9.5	9.5	8.8
	伟星股份	买入	102.8	92%	6.4	6.9	7.6	16.0	15.0	13.5
	新澳股份	买入	54.1	53%	4.8	6.0	6.7	11.3	9.0	8.1
	晶苑国际	买入	162.0	66%	2.2	2.5	2.8	9.2	8.3	7.5
黄金珠宝	老凤祥	买入	180.1	49%	17.5	12.8	14.1	10.3	14.0	12.8
	周大生	增持	128.4	89%	11.0	12.6	14.3	11.6	10.2	9.0
	周大福	买入	1222.3	87%	59.2	90.0	110.4	20.7	13.6	11.1
	潮宏基	增持	85.6	80%	5.0	8.7	10.2	17.2	9.9	8.4
家纺	罗莱生活	买入	84.6	99%	5.2	5.9	6.7	16.3	14.3	12.6
	富安娜	买入	53.0	95%	3.4	3.9	4.4	15.7	13.5	12.1
	水星家纺	买入	44.0	64%	4.1	4.6	5.2	10.8	9.5	8.4

数据来源：wind，国盛证券研究所预期
注：A 股收盘价截至 2026 年 6 月 18 日，H 股收盘价截至 2026 年 6 月 18 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 25A 为 24/25 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=7.84 港元，汇率为 1 港元=0.87 人民币元。

注：本文中选取部分重点上市公司作为样本，进行趋势分析。具体公司名单如下（A 股品牌服饰=大众服饰+中高端服饰+家纺）：

- 运动鞋服：安踏体育、李宁、特步国际、361 度（滔搏因报告期不一致，在统计数据时剔除）；
- 大众服饰：太平鸟、海澜之家、森马服饰；
- 中高端服饰：比音勒芬、七匹狼、歌力思、报喜鸟、地素时尚（波司登因报告期不一致，在统计数据时剔除）；
- 家纺：罗莱生活、富安娜、水星家纺；
- 成衣制造：健盛集团、华利集团、开润股份、申洲国际、裕元集团、丰泰企业、伟星股份、盛泰集团；
- 黄金珠宝：老凤祥、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙、菜百股份。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

消费力波动风险。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。

渠道建设不及预期。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于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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

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

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

人在草木间