下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

# 内需高端出色，出口拐点可期

## ——纺织服装行业26中报业绩综述

行业评级：看好

2026年8月30日

分析师：马莉
执业证书编号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨
执业证书编号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：周敏
执业证书编号：S1230525080004
zhoumin@stocke.com.cn

分析师：钟烨晨
执业证书编号：S1230523060004
zhongyechen@stocke.com.cn

分析师：马远方
执业证书编号：S1230524040004
mayuanfang@stocke.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考



# 投资要点（1/2）

## 1、品牌服饰：高端好于大众，多个细分板块龙头Q2超预期

**□ 行业回顾：Q2景气较Q1走弱，但分化趋势继续，高端仍然好于大众**

- **26Q2服装整体消费景气环比Q1下降：**从社零数据来看，服装鞋帽针纺织品，26Q1+9.3%，但1-7月累计增速下降至5.8%，主要与Q2整体消费环境走弱、板块流水降速有关
- **26Q2景气分化，高端仍然好于大众**：港股运动26H1收入增速达到9%，其中增速最快的安踏体育主要来自高端户外品牌矩阵高速增长；A股从Q2表现来看，运动时尚、高端女装板块的收入增长和利润弹性表现好于大众男装及休闲装板块，我们预计与较低的基数以及股市、房市稳定下的财富效应有关；家纺板块受益大单品策略，Q2仍有板块性的稳健收入和利润增长。

**□ 港股运动：Q2板块承压，但高端户外品类仍然增速出色。**

- 受益春节靠后+超长假期+米兰冬奥带动，26Q1运动服饰开局亮丽，但二季度开始受零售环境影响大众运动板块整体流水承压，但安踏旗下高端户外矩阵（迪桑特、KOLON、始祖鸟、Salomon等）保持高速增长且盈利能力超预期，带动安踏体育成为26H1业绩表现最佳的运动服饰龙头

**□ 高端复苏：户外+运动时尚板块业绩整体超预期，女装也迎来板块性景气修复**

- **运动时尚贡献业绩惊喜：**比音勒芬26Q2收入及归母利润增速环比Q1显著加速，单季度增速达到32%/26%，其一方面推动主品牌户外品类丰富+年轻化，一方面推动肯迪文、SNOWPEAK为代表的第二成长曲线的积极投入，有效完成集团品牌矩阵搭建，叠加核心管理层仍在积极增持中，预计未来2-3年持续延续领跑态势；报喜鸟凭借旗下Hazzys品牌的优质表现（与比音类似，同样来自高端+运动时尚赛道的高度景气），26Q2收入+9%同时归母利润+103%，显著超越市场预期。
- **高端女装板块性景气复苏：**除了此前表现一直较为突出的港股高端女装江南布衣外，歌力思及地素时尚Q2延续Q1趋势，都表现出收入持续稳健正增长及盈利能力修复，前者与海外及EH亏损业务梳理完毕有关，后者则来自连续5年的门店梳理工作基本完成，线上业务也实现积极增长；整体高端女装赛道景气度呈现环比改善
- **高端户外延续高景气：**除港股安踏体育旗下迪桑特、KOLON品牌表现出色外，A股三夫户外26Q2也延续Q1态势，继续呈现收入加速、盈利能力向上态势，其中主品牌X-BIONIC在26Q1和Q2收入分别同比增长54%/56%，展现高端户外品牌活力

**□ 家纺大单品策略稳步推进：**亚朵大力发展零售业务，推动睡眠科技大单品完成消费者教育，26年Q1、Q2在高基数下零售业务收入增速仍达到54%、63%；传统家纺龙头25-26陆续跟进大单品策略，罗莱生活Q2收入及利润增速领跑板块，水星家纺Q2收入增长降速但毛利率提升显著，单季度扣非利润+38%，表观归母下降主要来自政府补贴错期；富安娜在大单品策略下收入和利润增速也来到稳健增长。

**□ 稳增长高股息龙头表现分化：**森马服饰Q2收入环比Q1略有降速，但由于利润低基数+效率提升，单季度归母净利增速达到52%，利润率回升明显；海澜之家Q2收入保持了7%的增长态势，但由于团购业务的波动，利润同比出现下滑，海外和Adidas FCC为代表的新业务仍然有出色增长

**□ 投资主线：围绕高端消费赛道+稳增长高股息龙头开展布局**

- **1）关注高端赛道+中期成长逻辑清晰个股：**比音勒芬（第二成长主线初见雏形，Q1超预期，核心高管增持进行中，26PE 18.6X）、江南布衣（27/6/30财年PE 8.5X，高端女装领跑，稳成长高股息特征显著）、报喜鸟（Hazzys受益高端消费修复流水领跑，带动集团盈利能力回升，26PE 12.5X）
- **2）港股运动、功能服饰预计持续体现韧性：**推荐安踏体育（26年PE12.8X，主品牌成长韧性凸显，户外品牌矩阵持续靓丽增长）、李宁（26年PE13.2X，奥运资源推动品宣加码，大股东增持展现信心）、特步国际（26年PE 7.9X，跑步领军品牌，特步牌稳健Saucony高增）、361度（26年PE 5.9X，高性价比大众运动龙头增速持续领跑）
- **3）业绩确定性高的稳增长、高股息龙头：**波司登（27/3/31财年10.4X，羽绒服龙头业绩成长韧性凸显）、大单品策略驱动下增长领跑的家纺板块，包括罗莱生活（26年PE15.3X）、富安娜（26年PE 14.2X）、水星家纺（26年PE 10.4X）、森马服饰（26PE 14.5X，童装成长领跑，运营效率改善）、海澜之家（26年PE13.5X，主业高股息同时FCC+城市奥莱业务打造新成长曲线）

下载日志已记录，仅供内部参考



# 投资要点（2/2）

## 2、纺织制造：涨价链业绩亮丽，成品端部分服装产业链龙头业绩向上动能突出

### □ 行业回顾：海外客户景气分化，但库存健康是共同课题

- 从美国市场来看，25年7月开始品牌商已经启动针对终端消费者提价以消化关税影响，由此从25年7月到26年7月服装零售额单月增速基本保持中高单位数，但剔除价增后增速相对平淡；社会库存来看，截止26年6月美国服装批发和零售社会库存4.31个月，同比23、24、25年持续降低，侧面反映品牌商、贸易商在波动环境下尽量保持库存轻量化；从近期披露业绩的各个龙头情况来看，库存管控仍是海外品牌龙头的主要课题

### □ 涨价链：26Q2收入加速、业绩弹性释放

- **棉花：**受益USDA 26/27棉花年度减产预期，年初至今内外棉的期货及现货价格上涨明显，带动棉纺龙头实现量、利齐升，A股的百隆东方、富春染织，港股的天虹国际集团表现都非常亮眼，充足低价库存储备带动毛利率有效提升，后续季度量价利齐升继续值得期待
- **羊毛&羊绒：**受益连续3年的羊毛减产+应用场景在运动户外、四季化、家纺等板块的扩张，去年9月至今羊毛价格上涨幅度超过60%，新澳股份作为全球羊毛精纺&羊绒纱线龙头，充分低价库存储备受益，带动Q2成长环比加速，Q3有望顺价更为顺畅，后续季度弹性将继续体现
- **锦纶长丝：**由于25年上游原材料己内酰胺持续跌价，至11月企稳回升，由此锦纶切片及长丝价格压在25年末开始迅速触底反弹，Q2进入量价利齐升状态，扣非利润增速超过70%，利润弹性大幅度释放

### □ 辅料及鞋服成品表现分化，板块性景气回升可能需要等待26H2

- **辅料：**伟星股份受益收入明显放量，Q2毛利率在人民币升值、原材料涨价等负面影响下降有限，毛利绝对值大幅度提升，带动规模效应下净利率持平，利润率拐点已现
- **鞋服成品端需求仍有压力，盈利能力表现有所分化，服装产业链普遍好于鞋类：**由于欧美品牌商的谨慎下单，以及原材料涨价、关税等因素的影响，25H2及26Q1多数鞋服成品龙头呈现收入增速走弱、净利率波动的情况，但其中，Uniqlo产业链中不乏通过自身提效实现稳健收入增长且盈利能力稳定或者稳中有升的龙头，包括晶苑国际、开润股份、健盛集团，成为成品鞋服制造中业绩表现最优秀的一批公司

### □ 投资主线：下半年鞋服成品制造龙头在关税条件改善&品牌商消化库存后有望向上

- **1）Uniqlo、Adidas为代表的休闲、运动龙头的服装核心供应商：**包括晶苑国际（26年PE 9.9X）、申洲国际（26年PE 10.7X）、开润股份（26年PE 12.3X）、健盛集团（26年PE 10.5X）
- **2）行业竞争格局明朗、Q2业绩拐点已现，后续需求和盈利确定性强的辅料龙头：**伟星股份（26年PE 19.3X）
- **3）涨价逻辑驱动下的上游纱线、长丝龙头Q2业绩出色，Q2业绩弹性仍然值得期待：**包括台华新材（26PE 11.6X）、新澳股份（26年PE 10.2X）、百隆东方（26年PE 11.7X）、天虹国际集团（26年PE 3.8X）
- **4）制鞋龙头估值普遍在历史中枢偏低位置，等待Nike为代表运动客户的修复带动下的拐点：**包括华利集团（26年PE 17.0X）、九兴控股（26年PE 11.0X）、裕元集团（26年PE 11.9X）

**3、风险提示：**1）品牌服装类公司风险提示：消费力复苏不及预期，天气影响消费动力；2）纺织制造类公司风险提示：贸易摩擦带来出口需求下滑，大宗商品价格波动带来的原材料成本波动，汇率意外波动。3）大股东或者高管减持

下载日志已记录，仅供内部参考


# 01

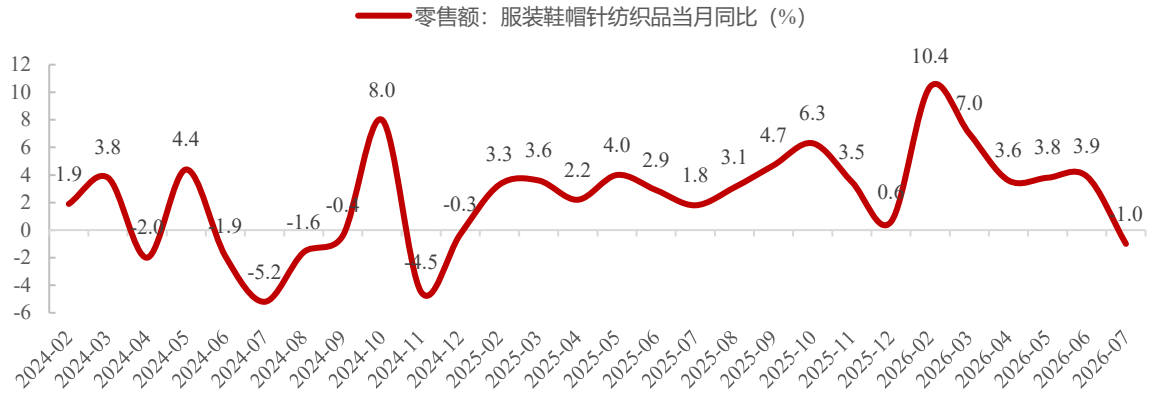
# 品牌服饰：
## 高端好于大众
## 多个龙头季报超预期

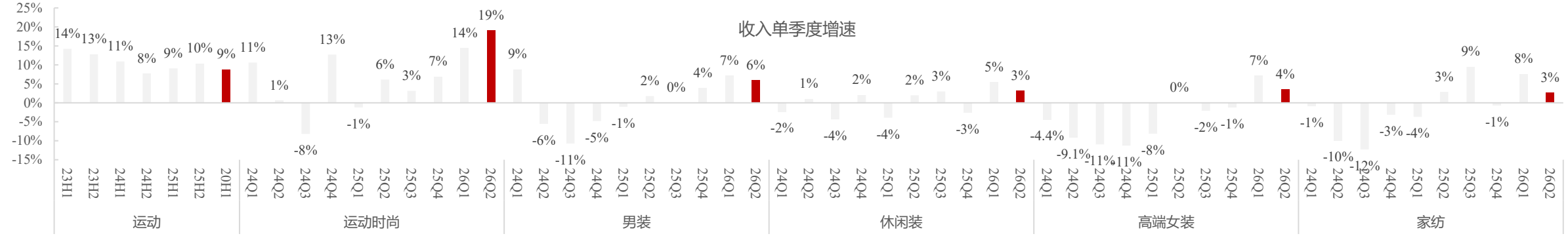
下载日志已记录，仅供内部参考

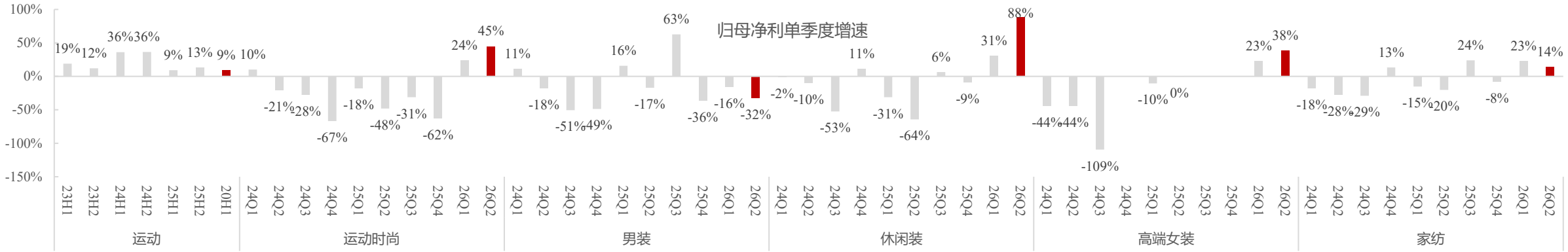


# 01 行业回顾：Q2景气较Q1走弱，但分化趋势继续，高端仍然好于大众

- **26Q2服装整体消费景气环比Q1下降：**从社零数据来看，服装鞋帽针纺织品，26Q1+9.3%，但1-7月累计增速下降至5.8%，主要与Q2整体消费环境走弱、板块流水降速有关
- **26Q2景气分化，高端仍然好于大众**：
- 港股运动26H1收入增速达到9%，其中增速最快的安踏体育主要来自高端户外品牌矩阵高速增长；
- A股从Q2表现来看，运动时尚、高端女装板块的收入增长和利润弹性表现好于大众男装及休闲装板块，我们预计与较低的基数以及股市、房市稳定下的财富效应有关；家纺板块受益大单品策略，Q2仍有板块性的稳健收入和利润增长。




数据来源：Wind，浙商证券研究所
注：此处运动时尚包含比音勒芬、报喜鸟；男装包含海澜之家、九牧王、七匹狼；休闲装包含森马服饰、太平鸟、锦泓集团；高端女装包含地素时尚、歌力思、欣贺股份；家纺包含罗莱生活、富安娜、水星家纺

下载日志已记录，仅供内部参考



# 港股运动：Q2板块承压，但高端户外品类仍然增速出色

- 受益春节靠后+超长假期+米兰冬奥带动，26Q1运动服饰开局亮丽，但二季度开始受零售环境影响大众运动板块整体流水承压，但安踏旗下高端户外矩阵（迪桑特、KOLON、始祖鸟、Salomon等）保持高速增长且盈利能力超预期，带动安踏体育成为26H1业绩表现最佳的运动服饰龙头
- 其他公司来看，李宁中报及利润保持增长，但由于包括奥运、库里在内专业运动营销投入，对全年利润预期偏谨慎；特步国际则由于DTC、股权激励等投入利润有所下滑， 361度保持稳定收入增速和利润率水准

表：主要运动龙头季度流水增速

| | 安踏 | FILA | 安踏其他品牌（迪桑特、可隆等） | 李宁（不含young） | 特步 | Saucony | 361 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 24Q1 | 中单位数 | 高单位数 | 25%-30% | 低单位数增长 | 高单位数增长 | | 20-25% |
| 24Q2 | 高单位数 | 中单位数 | 40%-45% | 低单位数下降 | 10%增长 | | 15%-20% |
| 24Q3 | 中单位数 | 低单位数下滑 | 45%-50% | 中单位数下降 | 中单位数增长 | 超过50% | 10%-15% |
| 24Q4 | 高单位数 | 高单位数 | 50%-55% | 高单位数增长 | 高单位数增长 | 约50% | 10%-15% |
| 25Q1 | 高单位数 | 高单位数 | 65%-70% | 低单位数增长 | 中单位数增长 | 超过40% | 15%-20% |
| 25Q2 | 低单位数 | 中单位数 | 50%-55% | 低单位数增长 | 低单位数增长 | 超过20% | 10%-15% |
| 25Q3 | 低单位数 | 低单位数 | 45%-50% | 下滑中单位数 | 低单位数增长 | 超过20% | 10%-15% |
| 25Q4 | 低单位数 | 中单位数 | 35%-40% | 下降低单位数 | 持平 | 超过30% | 10%-15% |
| 26Q1 | 高单位数 | 低双位数 | 40%-45% | 中单位数增长 | 低单位数增长 | 超过20% | 10%-15% |
| 26Q2 | 小单位数 | 小单位数 | 25%-30% | 低单位数下降 | 中单位数下跌 | 低单位数 | 中高单位数 |

| 代码 | 上市公司 | 收入（亿元） | | | | 归母净利（亿元） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2025H1 | 2025H2 | 2025全年 | 2026H1 | 2025H1 | 2025H2 | 2025全年 | 2026H1 |
| | | 2025/6/30 | 2025/12/31 | 2025/12/31 | 2026/6/30 | 2025/6/30 | 2025/12/31 | 2025/12/31 | 2026/6/30 |
| 2020.HK | 安踏体育 | 385.44 | 416.75 | 802.19 | 435.07 | 70.31 | 65.57 | 135.88 | 94.87 |
| | YOY | 14.3% | 12.4% | 13.3% | 12.9% | -8.9% | -16.7% | -12.9% | 34.9% |
| 2331.HK | 李宁 | 148.17 | 147.82 | 295.98 | 152.35 | 17.37 | 11.98 | 29.36 | 18.16 |
| | YOY | 3.3% | 3.1% | 3.2% | 2.8% | -11.0% | 13.0% | -2.6% | 4.5% |
| 1368.HK | 特步国际 | 68.38 | 73.13 | 141.51 | 67.95 | 9.14 | 4.58 | 13.72 | 8.18 |
| | YOY | 7.1% | 1.6% | 4.2% | -0.6% | 21.5% | -5.8% | 10.8% | -10.5% |
| 1361.HK | 361度 | 57.05 | 54.41 | 111.46 | 61.60 | 8.58 | 4.51 | 13.09 | 9.26 |
| | YOY | 11.0% | 10.3% | 10.6% | 8.0% | 8.6% | 25.7% | 14.0% | 8.0% |

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 01 高端复苏：户外+运动时尚板块业绩整体超预期，女装也迎来板块性景气修复

- **运动时尚贡献业绩惊喜：**比音勒芬26Q2收入及归母利润增速环比Q1显著加速，单季度增速达到32%/26%，其一方面推动主品牌户外品类丰富+年轻化，一方面推动肯迪文、SNOWPEAK为代表的第二成长曲线的积极投入，有效完成集团品牌矩阵搭建，叠加核心管理层仍在积极增持中，预计未来2-3年持续延续领跑态势；报喜鸟凭借旗下Hazzys品牌的优质表现（与比音类似，同样来自高端+运动时尚赛道的高度景气），26Q2收入+9%同时归母利润+103%，显著超越市场预期。
- **高端女装板块性景气复苏：**除了此前表现一直较为突出的港股高端女装江南布衣外，歌力思及地素时尚Q2延续Q1趋势，都表现出收入持续稳健正增长及盈利能力修复，前者与海外及EH亏损业务梳理完毕有关，后者则来自连续5年的门店梳理工作基本完成，线上业务也实现积极增长；整体高端女装赛道景气度呈现环比改善
- **高端户外延续高景气：**除港股安踏体育旗下迪桑特、KOLON品牌表现出色外，A股三夫户外26Q2也延续Q1态势，继续呈现收入加速、盈利能力向上态势，其中主品牌X-BIONIC在26Q1和Q2收入分别同比增长54%/56%，展现高端户外品牌活力

表：品牌服饰A股运动时尚、高端女装、户外重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度收入（亿元） | | | | | | 单季度收入YOY | | | | | | 单季度归母净利（亿元） | | | | | | 单季度归母净利YOY | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 12.86 | 8.17 | 10.98 | 11.12 | 15.22 | 10.79 | 1.4% | 22.3% | 3.2% | 10.8% | 18.4% | 32.0% | 3.31 | 0.83 | 2.05 | -0.69 | 3.86 | 1.04 | -8.5% | -29.3% | -27.4% | -471.8% | 16.5% | 25.9% |
| 002154.SZ | 报喜鸟 | 13.03 | 10.87 | 10.89 | 16.90 | 14.40 | 11.89 | -3.7% | -3.5% | 3.1% | 4.5% | 10.5% | 9.4% | 1.70 | 0.27 | 0.39 | 1.06 | 2.37 | 0.54 | -31.9% | -71.4% | -45.7% | 32.7% | 39.0% | 102.9% |
| 603587.SH | 地素时尚 | 4.79 | 5.88 | 4.79 | 5.91 | 5.08 | 5.97 | -10.9% | -0.7% | -1.1% | -2.4% | 6.2% | 1.5% | 0.83 | 0.88 | 0.66 | 0.24 | 1.01 | 1.09 | -25.0% | -22.1% | 16.6% | -0.4% | 21.8% | 24.5% |
| 603808.SH | 歌力思 | 6.90 | 6.81 | 6.47 | 8.38 | 7.44 | 7.00 | -7.8% | -2.6% | -8.1% | -5.1% | 7.8% | 2.7% | 0.41 | 0.44 | 0.28 | 0.51 | 0.41 | 0.59 | 40.2% | 50.3% | 扭亏 | 扭亏 | 0.1% | 34.9% |
| 002780.SZ | 三夫户外 | 1.94 | 1.84 | 2.07 | 3.71 | 2.64 | 2.63 | 14.5% | 15.7% | 20.7% | 23.4% | 36.0% | 42.9% | 0.13 | 0.04 | 0.04 | 0.32 | 0.31 | 0.23 | 2806% | -46.4% | 1034% | 扭亏 | 141.9% | 443.7% |

表：品牌服饰A股运动时尚、高端女装、户外重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度毛利率 | | | | | | 单季度毛利率同比变化 | | | | | | 单季度归母净利率 | | | | | | 单季度归母净利率同比变化 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 75.4% | 76.7% | 75.1% | 73.5% | 75.3% | 76.7% | -0.6% | -4.6% | 1.3% | -5.3% | -0.2% | 0.0% | 25.8% | 10.1% | 18.7% | -6.2% | 25.4% | 9.7% | -2.8% | -7.4% | -7.9% | -8.0% | -0.4% | -0.5% |
| 002154.SZ | 报喜鸟 | 67.9% | 66.0% | 62.3% | 62.3% | 65.6% | 64.1% | 0.1% | 0.0% | -0.6% | -1.1% | -2.4% | -1.9% | 13.1% | 2.5% | 3.6% | 6.3% | 16.5% | 4.6% | -5.4% | -5.9% | -3.2% | 1.3% | 3.4% | 2.1% |
| 603587.SH | 地素时尚 | 76.3% | 76.2% | 74.0% | 73.3% | 77.5% | 76.4% | 0.8% | 1.0% | 0.4% | -1.6% | 1.1% | 0.3% | 17.3% | 14.9% | 13.8% | 4.1% | 19.8% | 18.3% | -3.2% | -4.1% | 2.1% | 0.1% | 2.5% | 3.4% |
| 603808.SH | 歌力思 | 65.7% | 67.8% | 62.7% | 70.5% | 70.8% | 71.0% | -1.6% | -3.6% | -3.4% | 5.1% | 5.1% | 3.2% | 5.9% | 6.5% | 4.4% | 6.1% | 5.5% | 8.5% | 2.0% | 2.3% | 9.7% | 43.6% | -0.4% | 2.0% |
| 002780.SZ | 三夫户外 | 59.6% | 57.7% | 49.9% | 64.9% | 61.8% | 61.2% | 3.0% | -1.5% | -3.3% | 7.5% | 2.3% | 3.6% | 6.5% | 2.3% | 2.1% | 8.7% | 11.6% | 8.6% | 6.3% | -2.6% | 1.9% | 18.7% | 5.1% | 6.3% |

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



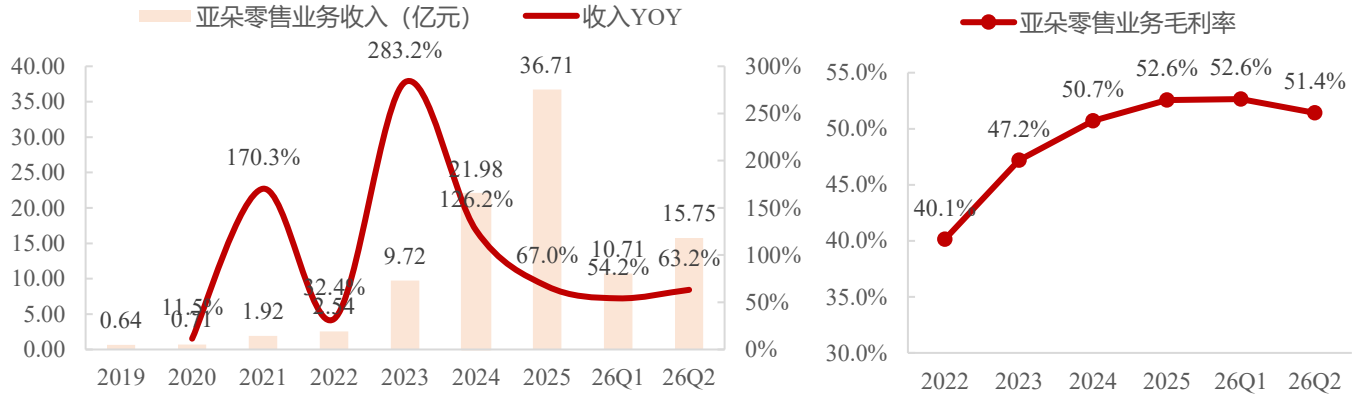
# 01 家纺大单品策略稳步推进，稳增长高股息龙头表现分化

**□ 家纺受益大单品策略26H1持续稳健**

- 亚朵大力发展零售业务，推动睡眠科技大单品完成消费者教育，26年Q1、Q2在高基数下零售业务收入增速仍达到54%、63%
- 传统家纺龙头25-26陆续跟进大单品策略，罗莱生活Q2收入及利润增速领跑板块，水星家纺Q2收入增长降速但毛利率提升显著，单季度扣非利润+38%，表观归母下降主要来自政府补贴错期；富安娜在大单品策略下收入和利润增速也来到稳健增长。

**□ 其他稳增长高股息龙头方面：**

- 森马服饰Q2收入环比Q1略有降速，但由于利润低基数+效率提升，单季度归母净利增速达到52%，利润率回升明显
- 海澜之家Q2收入保持了7%的增长态势，但由于团购业务的波动，利润同比出现下滑，海外和Adidas FCC为代表的新业务仍然有出色增长




表：品牌服饰A股家纺、高股息重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度收入（亿元） | | | | | | 单季度收入YOY | | | | | | 单季度归母净利（亿元） | | | | | | 单季度归母净利YOY | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 10.94 | 10.87 | 12.04 | 14.53 | 11.58 | 11.44 | 0.6% | 6.8% | 9.9% | 7.0% | 5.9% | 5.2% | 1.13 | 0.72 | 1.55 | 1.80 | 1.48 | 1.02 | 26.3% | 4.9% | 50.1% | 4.9% | 30.5% | 40.5% |
| 002327.SZ | 富安娜 | 5.36 | 5.55 | 5.35 | 9.58 | 6.13 | 5.67 | -17.8% | -15.3% | -7.6% | -14.8% | 14.3% | 2.1% | 0.56 | 0.50 | 0.54 | 1.77 | 0.65 | 0.52 | -54.1% | -47.7% | -28.7% | -29.0% | 15.1% | 3.1% |
| 603365.SH | 水星家纺 | 9.26 | 9.95 | 10.54 | 15.53 | 9.79 | 9.97 | 1.2% | 11.7% | 20.2% | 2.8% | 5.7% | 0.1% | 0.90 | 0.51 | 0.91 | 1.75 | 1.05 | 0.45 | -3.8% | -2.6% | 43.2% | 11.2% | 17.1% | -12.3% |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 30.79 | 30.70 | 36.95 | 52.46 | 34.49 | 32.73 | -1.9% | 9.0% | 7.3% | 0.4% | 12.0% | 6.6% | 2.14 | 1.11 | 2.12 | 3.56 | 3.11 | 1.68 | -38.1% | -46.3% | 扭亏 | 扭亏 | 45.2% | 51.7% |
| 600398.SH | 海澜之家 | 61.87 | 53.79 | 40.33 | 60.26 | 66.61 | 57.59 | 0.2% | 3.6% | 3.7% | 5.8% | 7.7% | 7.1% | 9.35 | 6.45 | 2.82 | 3.04 | 9.49 | 5.39 | 5% | -13.9% | 4% | 扭亏 | 1.5% | -16.5% |

表：品牌服饰A股家纺、高股息重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度毛利率 | | | | | | 单季度毛利率同比变化 | | | | | | 单季度归母净利率 | | | | | | 单季度归母净利率同比变化 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 002293.SZ | 罗莱生活 | 46.0% | 49.7% | 48.1% | 56.6% | 49.6% | 50.4% | 2.4% | -0.5% | 3.8% | 3.6% | 3.6% | 0.7% | 10.3% | 6.7% | 12.8% | 12.4% | 12.7% | 8.9% | 2.1% | -0.1% | 3.4% | -0.2% | 2.4% | 2.2% |
| 002327.SZ | 富安娜 | 54.5% | 52.8% | 53.4% | 52.7% | 52.3% | 51.4% | 0.3% | -3.1% | -2.1% | -4.9% | -2.2% | -1.3% | 10.5% | 9.0% | 10.0% | 18.4% | 10.5% | 9.1% | -8.3% | -5.6% | -3.0% | -3.7% | 0.1% | 0.1% |
| 603365.SH | 水星家纺 | 43.9% | 43.9% | 44.7% | 46.4% | 46.3% | 46.3% | 2.5% | 1.5% | 4.2% | 5.1% | 2.4% | 2.4% | 9.7% | 5.2% | 8.6% | 11.2% | 10.7% | 4.5% | -0.5% | -0.8% | 1.4% | 0.9% | 1.0% | -0.6% |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 47.0% | 46.4% | 42.5% | 45.1% | 47.7% | 47.9% | 0.4% | 0.9% | 0.1% | 3.0% | 0.7% | 1.5% | 7.0% | 3.6% | 5.7% | 6.8% | 9.0% | 5.1% | -4.1% | -3.7% | -0.2% | -0.5% | 2.1% | 1.5% |
| 600398.SH | 海澜之家 | 46.6% | 46.0% | 41.8% | 44.1% | 45.3% | 46.8% | -0.1% | 2.6% | -1.0% | -0.2% | -1.3% | 0.7% | 15.1% | 12.0% | 7.0% | 5.0% | 14.3% | 9.4% | 0.8% | -2.4% | 0.0% | 0.6% | -0.9% | -2.6% |

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 01 投资主线：围绕高端赛道+稳增长高股息展开布局

**投资主线：围绕高端消费赛道+稳增长高股息龙头开展布局**

- **1）关注高端赛道+中期成长逻辑清晰个股**：比音勒芬（第二成长主线初见雏形，Q1超预期，核心高管增持进行中，26PE 18.6X）、江南布衣（27/6/30财年PE 8.5X，高端女装领跑，稳成长高股息特征显著）、报喜鸟（Hazzys受益高端消费修复流水领跑，带动集团盈利能力回升，26PE 12.5X）
- **2）港股运动、功能服饰预计持续体现韧性**：推荐安踏体育（26年PE12.8X，主品牌成长韧性凸显，户外品牌矩阵持续靓丽增长）、李宁（26年PE13.2X，奥运资源推动品宣加码，大股东增持展现信心）、特步国际（26年PE 7.9X，跑步领军品牌，特步牌稳健Saucony高增）、361度（26年PE 5.9X，高性价比大众运动龙头增速持续领跑）
- **3）业绩确定性高的稳增长、高股息龙头**：波司登（27/3/31财年10.4X，羽绒服龙头业绩成长韧性凸显）、大单品策略驱动下增长领跑的家纺板块，包括罗莱生活（26年PE15.3X）、富安娜（26年PE 14.2X）、水星家纺（26年PE 10.4X）、森马服饰（26PE 14.5X，童装成长领跑，运营效率改善）、海澜之家（26年PE13.5X，主业高股息同时FCC+城市奥莱业务打造新成长曲线）

**表：品牌服饰重点标的估值表**

| 子版块 | 股票代码 | 上市公司 | 市值(亿元) | 收入（亿元） | | | 收入YOY | | | 归母净利（亿元） | | | 归母净利YOY | | | PE | | 25年分红比例 | 估算26股息率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | | |
| 运动服饰 | 2020.HK | 安踏体育 | 1,872 | 802.2 | 876.1 | 943.1 | 13.3% | 9.2% | 7.6% | 135.9 | 146.1 | 157.8 | -12.9% | 7.5% | 8.0% | 12.8 | 11.9 | 50.1% | 3.9% |
| | 2331.HK | 李宁 | 305 | 296.0 | 304.2 | 318.4 | 3.2% | 2.8% | 4.6% | 29.4 | 23.1 | 27.6 | -2.6% | -21.3% | 19.7% | 13.2 | 11.0 | 50.1% | 3.8% |
| | 1368.HK | 特步国际 | 92.0 | 141.5 | 137.2 | 143.7 | 4.2% | -3.1% | 4.8% | 13.7 | 11.6 | 12.9 | 10.8% | -15.6% | 11.8% | 7.9 | 7.1 | 50.2% | 6.3% |
| | 1361.HK | 361度 | 85.6 | 111.5 | 120.2 | 129.1 | 10.6% | 7.8% | 7.4% | 13.1 | 14.4 | 15.8 | 14.0% | 10.2% | 9.8% | 5.9 | 5.4 | 45.7% | 7.7% |
| 羽绒服 | 3998.HK | 波司登 | 447.7 | 273.5 | 291.7 | 310.3 | 5.6% | 6.7% | 6.4% | 39.9 | 43.2 | 46.4 | 13.7% | 8.0% | 7.6% | 10.4 | 9.6 | 80.2% | 7.7% |
| 运动时尚 | 002832.SZ | 比音勒芬 | 139.7 | 43.1 | 51.8 | 59.8 | 7.7% | 20.1% | 15.3% | 5.5 | 7.5 | 9.3 | -29.5% | 36.2% | 24.4% | 18.6 | 15.0 | 74.6% | 4.0% |
| | 002154.SZ | 报喜鸟 | 60.0 | 51.7 | 56.2 | 60.9 | 0.3% | 8.7% | 8.4% | 3.4 | 4.8 | 5.5 | -31.0% | 40.0% | 15.6% | 12.5 | 10.8 | 72.6% | 5.8% |
| 户外 | 002780.SZ | 三夫户外 | 22.6 | 9.6 | 12.1 | 14.7 | 19.4% | 27.0% | 21.0% | 0.53 | 1.0 | 1.4 | 扭亏 | 87.4% | 35.0% | 22.6 | 16.8 | 15.5% | 0.7% |
| 日护 | 300888.SZ | 稳健医疗* | 174.3 | 109.5 | 120.2 | 132.7 | 22.0% | 9.8% | 10.4% | 7.7 | 9.5 | 11.0 | 10.4% | 23.9% | 15.5% | 18.3 | 15.9 | 56.9% | 3.1% |
| 休闲 | 002563.SZ | 森马服饰 | 161.1 | 150.9 | 162.6 | 172.9 | 3.2% | 7.7% | 6.4% | 8.9 | 11.1 | 12.2 | -21.5% | 24.2% | 9.8% | 14.5 | 13.2 | 90.6% | 6.2% |
| | 603877.SH | 太平鸟* | 59.2 | 63.3 | 64.8 | 68.6 | 5.0% | 4.0% | 5.9% | 1.7 | 2.4 | 2.9 | -32.6% | 38.3% | 20.4% | 24.6 | 20.4 | 81.1% | 3.3% |
| | 603518.SH | 锦泓集团 | 27.9 | 42.0 | 44.4 | 46.7 | -4.4% | 5.7% | 5.3% | 2.3 | 2.9 | 3.4 | -26.1% | 28.8% | 16.5% | 9.6 | 8.2 | 30.5% | 3.2% |
| 男装 | 600398.SH | 海澜之家 | 286 | 216.3 | 231.7 | 247.7 | 3.2% | 7.2% | 6.9% | 21.7 | 21.1 | 22.7 | 0.3% | -2.6% | 7.5% | 13.5 | 12.6 | 90.9% | 6.7% |
| | 601566.SH | 九牧王* | 48.3 | 29.8 | 31.6 | 34.4 | -6.5% | 6.3% | 8.6% | 2.9 | 2.6 | 3.0 | 67.1% | -12.0% | 14.9% | 18.6 | 16.2 | 97.6% | 5.2% |
| | 1234.HK | 中国利郎* | 32.5 | 40.7 | 44.5 | 48.5 | 11.5% | 9.4% | 9.0% | 5.0 | 5.5 | 6.1 | 9.0% | 10.3% | 9.7% | 5.9 | 5.3 | 68.1% | 11.6% |
| 高端女装 | 3306.HK | 江南布衣 | 91.6 | 60.1 | 64.5 | 69.0 | 8.3% | 7.3% | 7.1% | 9.9 | 10.8 | 11.6 | 10.6% | 9.3% | 7.6% | 8.5 | 7.9 | 75.0% | 8.8% |
| | 603587.SH | 地素时尚 | 58.3 | 21.4 | 23.1 | 24.5 | -3.7% | 7.9% | 6.2% | 2.6 | 2.9 | 3.2 | -14.2% | 11.4% | 10.7% | 20.1 | 18.2 | 71.3% | 3.5% |
| | 603808.SH | 歌力思* | 32.1 | 28.6 | 30.4 | 32.4 | -5.9% | 6.4% | 6.7% | 1.6 | 2.1 | 2.5 | 不可比 | 27.9% | 18.3% | 15.2 | 12.9 | 40.7% | 2.0% |
| 家纺 | 002293.SZ | 罗莱生活 | 96.6 | 48.4 | 51.4 | 54.3 | 6.1% | 6.2% | 5.6% | 5.2 | 6.3 | 7.0 | 20.1% | 21.9% | 10.6% | 15.3 | 13.8 | 99.0% | 6.5% |
| | 002327.SZ | 富安娜 | 53.0 | 25.8 | 27.8 | 29.5 | -14.2% | 7.4% | 6.2% | 3.4 | 3.7 | 4.1 | -38.0% | 10.9% | 10.1% | 14.2 | 12.9 | 95.4% | 6.7% |
| | 603365.SH | 水星家纺 | 45.8 | 45.3 | 47.2 | 49.2 | 8.0% | 4.2% | 4.2% | 4.1 | 4.4 | 4.8 | 11.0% | 8.6% | 7.5% | 10.4 | 9.6 | 63.6% | 6.1% |
| 箱包 | 1910.HK | 新秀丽 | 23.5 | 35.0 | 35.3 | 36.6 | -2.5% | 0.9% | 3.8% | 2.9 | 3.0 | 3.3 | -16.4% | 5.3% | 7.9% | 7.7 | 7.2 | 52.0% | 6.7% |

注1：带*为Wind一致预期，其余为浙商证券研究所预测，26年预计分红比例主要根据25年年报分红政策估算；
注2：波司登2026指27/3/31财年，滔搏2026指27/2/28财年，江南布衣2026指2027/6/30财年；
注3：新秀丽市值及业绩单位使用的是美元，其他使用人民币

市值为26/8/28收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考


# 02

# 纺织制造：涨价链业绩亮丽 成品端部分龙头业绩向上动能突出

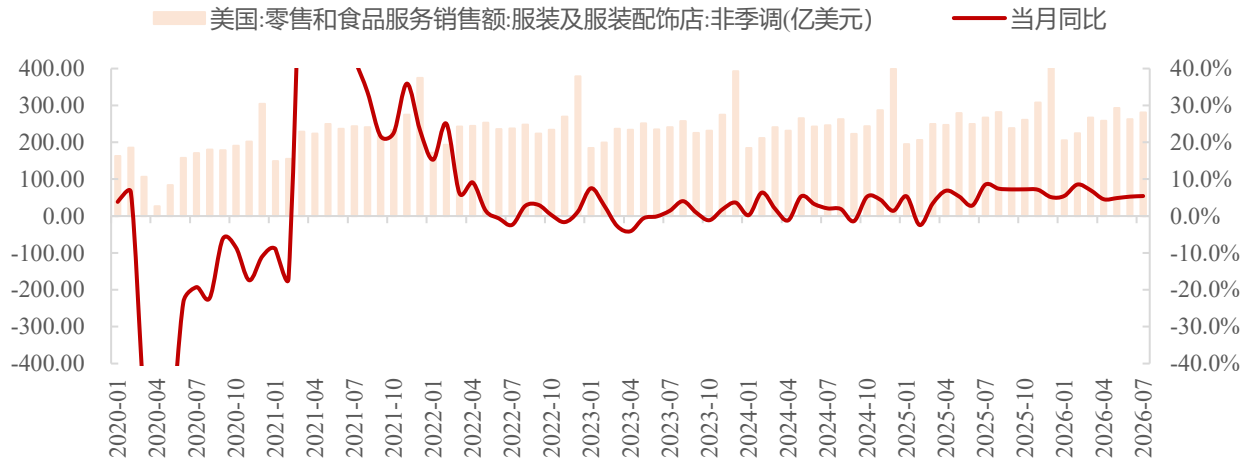
下载日志已记录，仅供内部参考

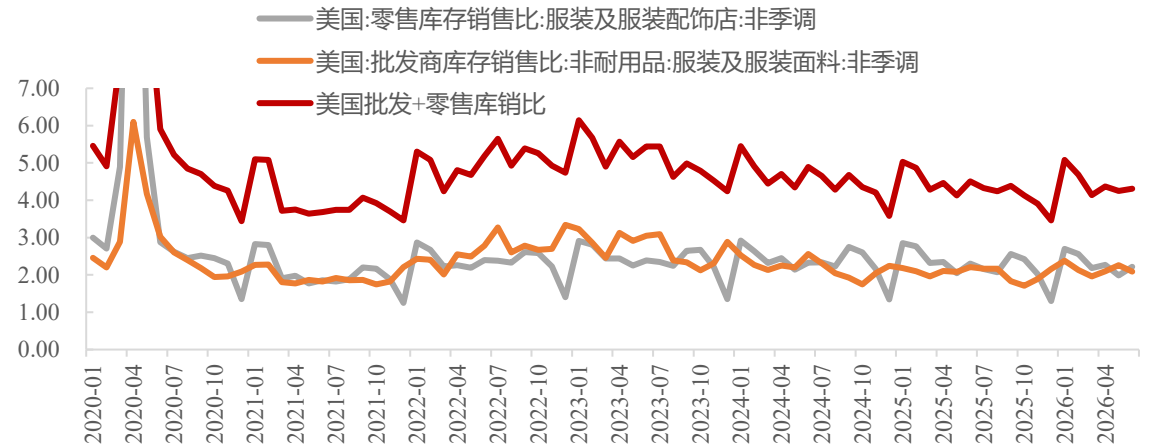


# 02 行业回顾：海外客户景气分化，但库存健康是共同课题

**□ 海外需求在提价支撑下表观稳定，但库存管理更加谨慎：**

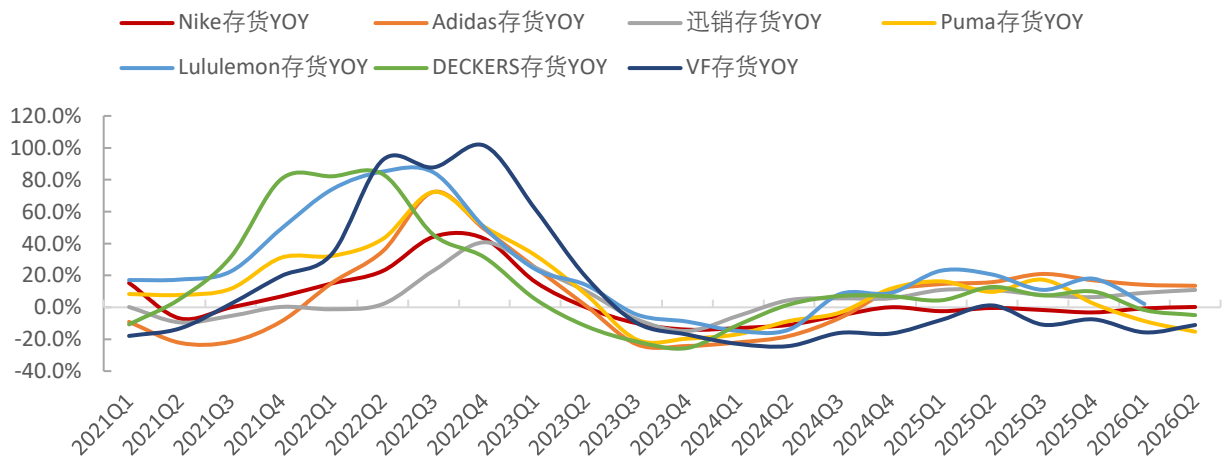
- 从美国市场来看，25年7月开始品牌商已经启动针对终端消费者提价以消化关税影响，由此从25年7月到26年7月服装零售额单月增速基本保持中高单位数，但剔除价增后增速相对平淡；社会库存来看，截止26年6月美国服装批发和零售社会库存4.31个月，同比23、24、25年持续降低，侧面反映品牌商、贸易商在波动环境下尽量保持库存轻量化




**□ 从近期披露业绩的各个龙头情况来看：库存管控仍是海外品牌龙头的主要课题**

- Uniqlo季报超预期，针对26/8/31新财年指引收入+16.7%，Adidas世界杯销售表现出色，26全年预计收入剔除汇率影响+9-10%；但从库存管理来看，两家公司的库存管控仍然比较谨慎
- Nike、Puma、Lulu、VF等仍在调整期，维持相对谨慎指引：其中Nike预计WINNOW行动报告需要持续至26自然年末，以保证库存回到健康状态；Puma预计26年剔除汇率影响收入下滑小单到中单位数，亏损幅度较25年收窄




数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 02 涨价链：26Q2收入加速、业绩弹性释放

- **棉花：**受益USDA 发布的26/27棉花年度减产预期，年初至今内外棉的期货及现货价格上涨明显，带动棉纺龙头实现量、利齐升，A股的百隆东方、富春染织，港股的天虹国际集团表现都非常亮眼，充足低价库存储备带动毛利率有效提升，后续季度量价利齐升继续值得期待
- **羊毛&羊绒：**受益连续3年的羊毛减产+应用场景在运动户外、四季化、家纺等板块的扩张，去年9月至今羊毛价格上涨幅度超过60%，新澳股份作为全球羊毛精纺&羊绒纱线龙头，充分低价库存储备受益，带动Q2成长环比加速，Q3有望顺价更为顺畅，后续季度弹性将继续体现
- **锦纶长丝：**由于25年上游原材料己内酰胺持续跌价，至11月企稳回升，由此锦纶切片及长丝价格压在25年末开始迅速触底反弹，Q2进入量价利齐升状态，扣非利润增速超过70%，利润弹性大幅度释放

表：纺织制造A股纱线、长丝重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度收入（亿元） | | | | | | 单季度收入YOY | | | | | | 单季度归母净利（亿元） | | | | | | 单季度归母净利YOY | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 601339.SH | 百隆东方 | 17.31 | 18.60 | 21.34 | 21.36 | 19.88 | 22.86 | -5.6% | -13.7% | 2.3% | 14.4% | 14.8% | 22.9% | 1.73 | 2.17 | 1.60 | 1.06 | 2.43 | 3.17 | 116.0% | 42.0% | -11.2% | 扭亏 | 39.8% | 46.4% |
| 603889.SH | 新澳股份 | 11.03 | 14.52 | 13.40 | 11.58 | 12.85 | 18.01 | 0.3% | -0.4% | 1.9% | 19.4% | 16.5% | 24.1% | 1.01 | 1.69 | 1.07 | 1.03 | 1.20 | 2.05 | 5.4% | -0.4% | 2.8% | 76.4% | 18.6% | 21.2% |
| 603055.SH | 台华新材 | 14.78 | 16.47 | 15.78 | 17.04 | 14.35 | 19.52 | 0.4% | -15.4% | -10.7% | -11.9% | -2.9% | 18.5% | 1.63 | 1.62 | 0.94 | 1.12 | 1.32 | 2.52 | 8.9% | -40.9% | -51.9% | 5.0% | -19.3% | 55.5% |
| 605189.SH | 富春染织 | 6.70 | 8.00 | 9.38 | 10.02 | 8.73 | 12.87 | 24.7% | -1.7% | 11.6% | 17.0% | 30.3% | 60.8% | 0.05 | 0.09 | 0.10 | 0.53 | 0.73 | 1.06 | -83.6% | -84.1% | 扭亏 | 扭亏 | 1415.9% | 1138.1% |

表：纺织制造A股纱线、长丝重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度毛利率 | | | | | | 单季度毛利率同比变化 | | | | | | 单季度归母净利率 | | | | | | 单季度归母净利率同比变化 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 601339.SH | 百隆东方 | 14.9% | 15.5% | 10.3% | 14.5% | 17.1% | 15.8% | 9.0% | 2.0% | -3.8% | 8.1% | 2.2% | 0.3% | 10.0% | 11.6% | 7.5% | 5.0% | 12.2% | 13.9% | 5.6% | 4.6% | -1.1% | 5.1% | 2.2% | 2.2% |
| 603889.SH | 新澳股份 | 20.8% | 22.2% | 17.6% | 19.0% | 20.4% | 21.8% | 0.9% | 0.7% | 1.1% | 1.7% | -0.4% | -0.5% | 9.2% | 11.7% | 8.0% | 8.9% | 9.3% | 11.4% | 0.4% | 0.0% | 0.1% | 2.9% | 0.2% | -0.3% |
| 603055.SH | 台华新材 | 22.3% | 22.0% | 18.5% | 20.3% | 24.5% | 27.8% | -1.1% | -2.6% | -5.3% | 0.1% | 2.2% | 5.9% | 11.0% | 9.8% | 5.9% | 6.6% | 9.2% | 12.9% | 0.9% | -4.3% | -5.1% | 1.1% | -1.9% | 3.1% |
| 605189.SH | 富春染织 | 11.1% | 9.0% | 7.9% | 11.3% | 13.6% | 13.8% | -0.7% | -7.2% | -4.4% | 2.6% | 2.5% | 4.8% | 0.7% | 1.1% | 1.1% | 5.3% | 8.4% | 8.3% | -4.8% | -5.6% | -1.3% | 2.7% | 7.7% | 7.2% |

表：港股棉纺龙头上下半年情况

| 代码 | 上市公司 | 报表本位币 | 收入（亿元） | | | | | | | 归母净利（亿元） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2024H1 | 2024H2 | 2024全年 | 2025H1 | 2025H2 | 2025全年 | 2026H1 | 2024H1 | 2024H2 | 2024全年 | 2025H1 | 2025H2 | 2025全年 | 2026H1 |
| 2678.HK | 天虹国际集团 | 人民币 | 112.44 | 117.86 | 230.29 | 110.34 | 116.82 | 227.16 | 117.39 | 2.70 | 2.84 | 5.54 | 4.19 | 4.94 | 9.13 | 8.13 |
| | YOY | | 4.2% | -1.2% | 1.3% | -1.9% | -0.9% | -1.4% | 6.4% | 扭亏 | -23.7% | 扭亏 | 55.2% | 74.3% | 64.9% | 94.0% |

数据来源：Wind、公司公告、USDA、南京羊毛市场、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 02 辅料及鞋服成品表现分化，板块性景气回升可能需要等待26H2

- **辅料：**伟星股份受益收入明显放量，Q2毛利率在人民币升值、原材料涨价等负面影响下降有限，毛利绝对值大幅度提升，带动规模效应下净利率持平，利润率拐点已现
- **鞋服成品端需求仍有压力，盈利能力表现有所分化，服装产业链普遍好于鞋类：**由于欧美品牌商的谨慎下单，以及原材料涨价、关税等因素的影响，25H2及26Q1多数鞋服成品龙头呈现收入增速走弱、净利率波动的情况，但其中，Uniqlo产业链中不乏通过自身提效实现稳健收入增长且盈利能力稳定或者稳中有升的龙头，包括晶苑国际、开润股份、健盛集团，成为成品鞋服制造中业绩表现最优秀的一批公司

表：纺织制造A股辅料、鞋服重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度收入（亿元） | | | | | | 单季度收入YOY | | | | | | 单季度归母净利（亿元） | | | | | | 单季度归母净利YOY | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 9.79 | 13.59 | 12.95 | 11.68 | 10.40 | 16.19 | 22.3% | -9.2% | 0.9% | 6.7% | 6.2% | 19.2% | 1.00 | 2.69 | 2.14 | 0.61 | 0.93 | 3.20 | 28.8% | -20.4% | 3.0% | 扭亏 | -7.2% | 19.0% |
| 002098.SZ | 浔兴股份 | 5.97 | 7.42 | 7.00 | 7.36 | 5.71 | 8.16 | 24.6% | 3.0% | 4.9% | -3.4% | -4.3% | 10.0% | 0.52 | 0.73 | 0.42 | 0.39 | 0.30 | 0.92 | 41.5% | -15.6% | -13.4% | 29.1% | -42.0% | 26.5% |
| 300979.SZ | 华利集团 | 53.53 | 73.08 | 60.19 | 63.01 | 43.15 | 66.11 | 12.3% | 9.0% | -0.3% | -3.0% | -19.4% | -9.5% | 7.62 | 9.09 | 7.65 | 7.71 | 3.84 | 5.68 | -3.2% | -16.7% | -20.7% | -22.7% | -49.6% | -37.4% |
| 300577.SZ | 开润股份 | 12.34 | 11.94 | 12.91 | 11.73 | 12.57 | 12.92 | 35.6% | 29.5% | 8.2% | -3.5% | 1.9% | 8.2% | 0.85 | 1.01 | 0.91 | 0.53 | 0.99 | 1.12 | 20.1% | -42.8% | 25.6% | -11.6% | 15.7% | 10.8% |
| 603558.SH | 健盛集团 | 5.60 | 6.11 | 7.15 | 7.03 | 5.76 | 6.35 | 2.1% | -1.5% | -5.2% | 8.1% | 2.8% | 4.0% | 0.60 | 0.82 | 1.67 | 0.96 | 0.91 | 0.83 | -26.9% | -2.2% | 71.2% | 56.0% | 51.9% | 2.1% |

表：纺织制造A股辅料、鞋服重点公司分季度情况

| 股票代码 | 上市公司 | 单季度毛利率 | | | | | | 单季度毛利率同比变化 | | | | | | 单季度归母净利率 | | | | | | 单季度归母净利率同比变化 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
| 002003.SZ | 伟星股份 | 38.8% | 45.8% | 45.2% | 36.8% | 38.4% | 45.3% | 0.9% | 1.9% | 0.9% | -1.7% | -0.4% | -0.5% | 10.2% | 19.8% | 16.5% | 5.2% | 8.9% | 19.8% | 0.5% | -2.8% | 0.3% | -1.8% | -1.3% | 0.0% |
| 002098.SZ | 浔兴股份 | 33.0% | 34.3% | 32.9% | 32.8% | 31.8% | 34.5% | -0.1% | -1.1% | 0.0% | 0.9% | -1.2% | 0.2% | 8.7% | 9.8% | 6.0% | 5.3% | 5.3% | 11.3% | 1.0% | -2.2% | -1.3% | 1.3% | -3.4% | 1.5% |
| 300979.SZ | 华利集团 | 22.9% | 21.1% | 22.2% | 21.7% | 17.9% | 17.6% | -5.5% | -7.1% | -4.8% | -2.4% | -5.0% | -3.4% | 14.2% | 12.4% | 12.7% | 12.2% | 8.9% | 8.6% | -2.3% | -3.8% | -3.3% | -3.1% | -5.3% | -3.8% |
| 300577.SZ | 开润股份 | 24.7% | 24.6% | 23.8% | 22.6% | 24.2% | 23.3% | 0.5% | 0.9% | 1.8% | 0.5% | -0.5% | -1.3% | 6.9% | 8.5% | 7.0% | 4.6% | 7.9% | 8.7% | -0.9% | -10.7% | 1.0% | -0.4% | 0.9% | 0.2% |
| 603558.SH | 健盛集团 | 26.8% | 29.4% | 31.8% | 31.9% | 29.2% | 31.6% | -2.5% | 0.9% | 3.3% | 3.0% | 2.4% | 2.2% | 10.7% | 13.4% | 23.3% | 13.7% | 15.9% | 13.1% | -4.3% | -0.1% | 10.4% | 4.2% | 5.1% | -0.2% |

表：港股鞋服龙头上下半年情况

| 代码 | 上市公司 | 报表本位币 | 收入（亿元） | | | | | | | 归母净利（亿元） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2024H1 | 2024H2 | 2024全年 | 2025H1 | 2025H2 | 2025全年 | 2026H1 | 2024H1 | 2024H2 | 2024全年 | 2025H1 | 2025H2 | 2025全年 | 2026H1 |
| 2313.HK | 申洲国际 | 人民币 | 129.76 | 156.87 | 286.63 | 149.66 | 160.27 | 309.94 | 141.79 | 29.31 | 33.10 | 62.41 | 31.77 | 26.48 | 58.25 | 19.05 |
| | YOY | | 12.2% | 17.0% | 14.8% | 15.3% | 2.2% | 8.1% | -5.3% | 37.8% | 36.2% | 36.9% | 8.4% | -20.0% | -6.7% | -40.0% |
| 2232.HK | 晶苑国际 | 美元 | 10.94 | 13.76 | 24.70 | 12.29 | 14.12 | 26.41 | 12.96 | 0.84 | 1.16 | 2.00 | 0.98 | 1.26 | 2.25 | 1.09 |
| | YOY | | 8.4% | 17.8% | 13.4% | 12.4% | 2.6% | 6.9% | 5.4% | 14.1% | 29.7% | 22.6% | 17.0% | 8.5% | 12.0% | 10.6% |
| 0551.HK | 裕元集团 | 美元 | 40.15 | 41.67 | 81.82 | 40.60 | 39.71 | 80.31 | 39.72 | 1.84 | 2.08 | 3.92 | 1.71 | 2.10 | 3.81 | 0.72 |
| | YOY | | -3.4% | 11.6% | 3.7% | 1.1% | -4.7% | -1.8% | -2.2% | 120.6% | 8.8% | 42.8% | -7.2% | 0.9% | -2.9% | -57.9% |
| 1836.HK | 九兴控股 | 美元 | 7.70 | 7.75 | 15.45 | 7.75 | 7.95 | 15.70 | 7.87 | 0.92 | 0.79 | 1.71 | 0.79 | 0.59 | 1.38 | 0.64 |
| | YOY | | 7.5% | -0.2% | 3.5% | 0.7% | 2.6% | 1.6% | 1.5% | 65.0% | -7.3% | 21.2% | -14.5% | -25.0% | -19.3% | -18.6% |

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 02 纺织制造投资主线：成品链拐点26H2有望逐步体现

- **投资主线：下半年鞋服成品制造龙头在关税条件改善&品牌商消化库存后有望向上**
- 1）Uniqlo、Adidas为代表的休闲、运动龙头的服装核心供应商：包括晶苑国际（26年PE 9.9X）、申洲国际（26年PE 10.7X）、开润股份（26年PE 12.3X）、健盛集团（26年PE 10.5X）
- 2）行业竞争格局明朗、Q2业绩拐点已现，后续需求和盈利确定性强的辅料龙头：伟星股份（26年PE 19.3X）
- 3）涨价逻辑驱动下的上游纱线、长丝龙头Q2业绩出色，Q2业绩弹性仍然值得期待：包括台华新材（26PE 11.6X）、新澳股份（26年PE 10.2X）、百隆东方（26年PE 11.7X）、天虹国际集团（26年PE 3.8X）
- 4）制鞋龙头估值普遍在历史中枢偏低位置，等待Nike为代表运动客户的修复带动下的拐点：包括华利集团（26年PE 17.0X）、九兴控股（26年PE 11.0X）、裕元集团（26年PE 11.9X）

表：纺织制造重点标的估值表

| 子版块 | 股票代码 | 上市公司 | 市值(亿元) | 收入（亿元） | | | 收入YOY | | | 归母净利（亿元） | | | 归母净利YOY | | | PE | | 25年分红比例 | 估算26股息率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | | |
| 运动户外 | 2313.HK | 申洲国际 | 475 | 309.9 | 303.8 | 317.2 | 8.1% | -2.0% | 4.4% | 58.3 | 44.4 | 52.1 | -6.7% | -23.7% | 17.2% | 10.7 | 9.1 | 59.4% | 5.6% |
| | 300979.SZ | 华利集团 | 393 | 249.8 | 229.8 | 242.6 | 4.1% | -8.0% | 5.6% | 32.1 | 23.1 | 26.7 | -16.5% | -28.0% | 15.8% | 17.0 | 14.7 | 76.0% | 4.5% |
| | 0551.HK | 裕元集团 | 28.0 | 80.3 | 77.9 | 79.3 | -1.8% | -3.0% | 1.7% | 3.8 | 2.3 | 2.9 | -2.9% | -38.4% | 23.5% | 11.9 | 9.7 | 70.0% | 5.9% |
| | 2232.HK | 晶苑国际 | 25.7 | 26.4 | 29.2 | 31.3 | 6.9% | 10.5% | 7.2% | 2.2 | 2.6 | 3.0 | 12.0% | 16.2% | 13.4% | 9.9 | 8.7 | 66.2% | 6.7% |
| | 1836.HK | 九兴控股 | 13.4 | 15.7 | 15.9 | 16.7 | 1.6% | 1.1% | 5.1% | 1.38 | 1.22 | 1.38 | -19.3% | -11.4% | 12.5% | 11.0 | 9.8 | 113.1% | 10.3% |
| | 300577.SZ | 开润股份 | 46.0 | 48.9 | 51.4 | 55.5 | 15.4% | 5.0% | 8.1% | 3.3 | 3.7 | 4.3 | -13.1% | 13.1% | 14.4% | 12.3 | 10.7 | 30.1% | 2.4% |
| 纱线长丝 | 2678.HK | 天虹国际集团 | 52.6 | 227.2 | 234.2 | 241.1 | -4.8% | 3.1% | 2.9% | 9.1 | 13.9 | 12.8 | 64.9% | 52.5% | -8.2% | 3.8 | 4.1 | 0.0% | 0.0% |
| | 603055.SH | 台华新材 | 84.5 | 64.1 | 73.0 | 79.6 | -10.0% | 14.0% | 9.0% | 5.3 | 7.3 | 8.5 | -26.8% | 37.4% | 16.4% | 11.6 | 9.9 | 30.2% | 2.6% |
| | 601339.SH | 百隆东方 | 114.9 | 78.6 | 86.8 | 92.7 | -1.0% | 10.4% | 6.8% | 6.6 | 9.8 | 10.8 | 60.0% | 49.7% | 9.7% | 11.7 | 10.7 | 91.4% | 7.8% |
| | 603889.SH | 新澳股份 | 57.7 | 50.5 | 59.6 | 64.5 | 4.4% | 17.9% | 8.3% | 4.8 | 5.7 | 6.3 | 12.1% | 18.2% | 10.5% | 10.2 | 9.2 | 53.2% | 5.2% |
| | 605189.SH | 富春染织* | 35.6 | 34.1 | 41.5 | 45.9 | 11.9% | 21.8% | 10.5% | 0.8 | 2.2 | 2.3 | -39.2% | 191.9% | 1.7% | 15.9 | 15.6 | 26.3% | 1.7% |
| 面料成衣 | 000726.SZ | 鲁泰A* | 44.1 | 59.0 | 61.7 | 65.1 | -3.1% | 4.4% | 5.5% | 5.9 | 5.2 | 5.7 | 44.7% | -13.1% | 10.4% | 8.5 | 7.7 | 34.4% | 4.0% |
| | 603558.SH | 健盛集团 | 41.0 | 25.9 | 27.4 | 29.8 | 0.6% | 6.0% | 8.5% | 4.0 | 3.9 | 4.3 | 24.6% | -3.2% | 10.7% | 10.5 | 9.5 | 50.0% | 4.8% |
| | 2111.HK | 超盈国际控股 | 27.3 | 50.2 | 55.1 | 60.4 | -0.8% | 9.7% | 9.7% | 5.5 | 6.5 | 6.9 | -9.3% | 17.3% | 7.2% | 4.2 | 3.9 | 50.0% | 11.8% |
| | 2199.HK | 维珍妮 | 31.8 | 75.8 | 79.1 | 82.6 | -3.3% | 4.3% | 4.5% | 2.9 | 4.0 | 6.1 | 55.0% | 41.5% | 50.5% | 7.9 | 5.2 | 45.3% | 5.7% |
| 辅料 | 002003.SZ | 伟星股份 | 143.3 | 48.0 | 53.7 | 59.5 | 2.7% | 11.9% | 10.8% | 6.4 | 7.4 | 8.5 | -8.0% | 15.0% | 14.5% | 19.3 | 16.9 | 91.9% | 4.8% |
| | 002098.SZ | 浔兴股份 | 26.5 | 27.7 | 28.9 | 31.6 | 5.0% | 4.0% | 9.3% | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.0% | 5.9% | 11.9% | 12.2 | 10.9 | 17.4% | 1.4% |

注1：带*为Wind一致预期，其余为浙商证券研究所预测，26年预计分红比例主要根据25年年报分红政策估算；
注2：裕元集团、晶苑国际、九兴控股市值及业绩单位为美元，超盈国际、维珍妮市值及业绩单位为港币，其余标的为人民币
注3：维珍妮2026指27/3/31财年业绩

市值为26/8/28收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考



# 风险提示

## 品牌服装类公司风险提示

- ✓ **消费力复苏不及预期**：由此影响线下门店客流
- ✓ **天气影响消费动力**：若夏秋出现较严重的台风或汛情将影响相应区域线下门店营业，以及冬季天气偏暖可能影响高单价服装动销

## 纺织制造类公司风险提示

- ✓ **贸易摩擦带来出口需求下滑**：若短期与出口国出现贸易摩擦，可能造成订单向东南亚或其他地区转移，对我国纺织制造业出口需求造成负面影响
- ✓ **大宗商品价格波动带来的原材料成本波动**：参考2011年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。
- ✓ **汇率意外波动**：若人民币意外大幅升值，在多数出口订单以美元计价的情况下，可能影响出口型公司的报表收入增速以及毛利率表现

## 其他可能的风险：大股东或者高管减持

下载日志已记录，仅供内部参考



# 行业评级与免责声明

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

下载日志已记录，仅供内部参考



# 行业评级与免责声明

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 联系方式

**浙商证券研究所**

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn