下载日志已记录，仅供内部参考

纺织服饰

7 月中国服饰出口提速增长，纺织制造 2026H1 个股业绩分化

行业出口：近期越南纺织品与鞋类出口金额同比平稳略增，中国服饰类出口金额 7 月提速增长。1）中国：2026 年 1~7 月服装及衣着附件出口金额 894.0 亿美元，同比+0.9%(其中 7 月单月同比+8.5%)；纺织纱线织物及其制品出口金额为 853.4 亿美元，同比+3.9%（其中 7 月单月同比+6.4%）。2）越南：2026 年 1~7 月纺织品出口金额合计为 228.6 亿美元，同比+1.2%（其中 7 月单月同比+1.8%）；鞋类出口金额合计为 141.8 亿美元，同比+0.7%（其中 7 月单月同比+1.6%）。

月度出货：近期部分服饰制造公司公布 7 月营收，儒鸿表现领先。2026 年 7 月丰泰企业/儒鸿/裕元集团（制造业务）收入同比分别+1.0%/+23.3%/-10.0%（2026 年 1~7 月累计分别-3.0%/+6.0%/-5.5%），个股存在差异，且月度数据波动较大。

中报业绩及经营趋势：

1、下游成衣制造：1）收入端存在差异：全球服饰品类终端零售市场景气相对平稳，但成衣制造商订单可见度下降，不同公司收入存在差异。2）利润端分化加剧：①汇率、关税政策、原材料价格等因素使得部分成衣制造公司 2026H1 利润率同比有压力，如华利集团（2026Q2 收入同比-10%/归母净利润同比-37%）、申洲国际（2026H1 收入同比-5%/归母净利润同比-40%）、裕元集团（2026H1 收入同比-2%/归母净利润同比-58%）等，期待 2026H2 环比逐步修复。②部分公司短期订单及业绩均表现相对较好，如晶苑国际（2026H1 收入同比+5%/归母净利润同比+11%）、健盛集团（2026Q2 收入同比+4%/扣非归母净利润同比+9%）伟星股份（2026Q2 收入及归母净利润均同比+19%）。

2、上游纺织制造：板块部分公司受益于原材料涨价，短期迎来利润释放阶段（如新澳股份、百隆东方），后续关注业绩预期变化。

投资建议。我们认为当前全球下游品牌商下单相对谨慎，行业多项因素冲击影响产业链 2026H1 盈利空间，2026Q3 趋势不明朗，2026Q4 盈利能力有望修复，关注后续基本面预期变化。综合考虑趋势变化及估值表现，目前推荐短期订单趋势良好的**【伟星股份】**，对应 2026 年 PE 为 20 倍；推荐业绩持续高质量增长的**【晶苑国际】**，对应 2026 年 PE 为 10 倍。关注短期盈利承压，中长期有望逐步修复的**申洲国际、华利集团**。

风险提示：消费力疲软及消费环境波动风险；新业务拓展优化不及预期；汇率、原材料价格及关税政策波动风险。

增持（维持）

行业走势



作者

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

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

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

相关研究

1、《纺织服饰：周专题：On 发布 2026Q2 季报，由于美国控货公司下调全年收入指引》 2026-08-16

2、《纺织服饰：周专题：Puma 2026Q2 营收表现承压，库存状况持续改善》 2026-08-09

3、《纺织服饰：周专题： adidas 2026Q2 营收表现优异，公司上调全年营收指引》 2026-08-02

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
002003.SZ	伟星股份	买入	0.54	0.61	0.70	0.78	22.2	19.8	17.3	15.4
02232.HK	晶苑国际	买入	0.08	0.09	0.10	0.11	11.4	10.1	9.1	8.2
603558.SH	健盛集团	买入	1.18	1.18	1.38	1.55	10.1	10.1	8.7	7.7
02313.HK	申洲国际	买入	3.88	3.00	3.56	3.98	8.2	10.5	8.9	7.9
300979.SZ	华利集团	买入	2.75	1.84	2.27	2.64	12.3	18.3	14.8	12.8

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.行业出口：中国服饰类出口 7 月提速增长 3
2.板块情况：2026H1 部分成衣制造公司盈利能力承压 3
3.运营趋势展望与判断：下游订单可见度较低，个股表现分化 7
4.投资建议 13
5.风险提示 13

图表目录

图表 1：2024/01 至 2026/07 各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速（%） 3
图表 2：丰泰企业 2025 年 1 月至 2026 年 7 月单月营收及 YOY（新台币亿元，%） 4
图表 3：儒鸿 2025 年 1 月至 2026 年 7 月单月营业额及 YOY（新台币亿元，%） 4
图表 4：裕元集团 2025 年 1 月至 2026 年 7 月制造业务营收单月同比（%） 5
图表 5：2026H1 纺织制造重点公司业绩表现 6
图表 6：2026Q1、Q2 A 股纺织制造重点公司业绩表现 7
图表 7：2024/02-2026/07 中国服饰针纺类/社零总额当月同比（%） 7
图表 8：2024/01-2026/07 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY 7
图表 9：2024 年至 2026/06 欧元区 20 国零售销售指数当月同比 8
图表 10：2024Q1~2026Q2 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出表现（日元） 8
图表 11：国际品牌商单季度收入同比增速及公司口径收入指引 8
图表 12：国际品牌商库存周转天数及同比变化及供应链管理策略 9
图表 13：2025 年至 2026/08 中国棉花价格指数/Cotlook A 指数 10
图表 14：2025 年至 2026/08 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数 10
图表 15：2025/01-2026/08 美元兑人民币及美元兑越南盾表现 10
图表 16：2000-2025 年中国/越南/印尼人力成本对比（美元/月） 11
图表 17：FY2017-2026Nike、Adidas、Puma 工厂数量（个） 12
图表 18：2025 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 12



下载日志已记录，仅供内部参考

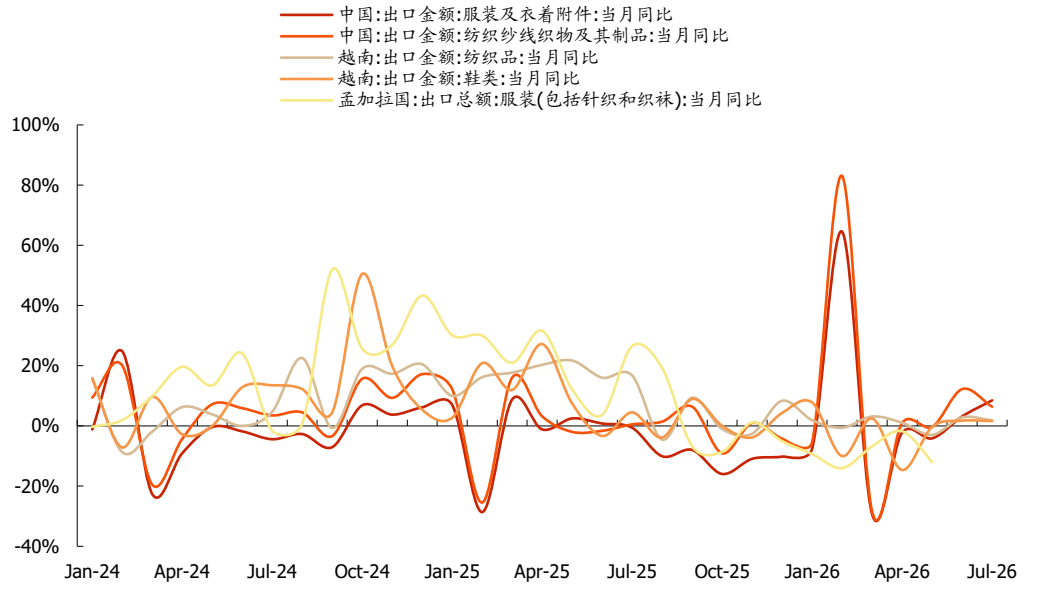
1. 行业出口：中国服饰类出口 7 月提速增长

从行业出口表现来看：近期越南纺织品与鞋类出口金额同比平稳略增，中国服饰类出口金额 7 月提速增长。

- 中国：7 月服饰相关产品出口同比提速增长，我们判断与去年同期基数变化有关。2026 年 1~7 月服装及衣着附件出口金额 894.0 亿美元，同比+0.9%（2025 年为 1512 亿美元，同比-5.0%），其中 7 月单月同比+8.5%；2026 年 1~7 月纺织纱线织物及其制品出口金额为 853.4 亿美元，同比+3.9%（2025 年为 1426 亿美元，同比+0.5%），其中 7 月单月同比+6.4%。

- 越南：7 月纺织品及鞋类出口同比略有增长，表现稳健。2026 年 1~7 月纺织品出口金额合计为 228.6 亿美元，同比+1.2%（2025 年出口金额 396.4 亿美元，同比+7.0%）其中 7 月单月同比+1.8%；2026 年 1~7 月鞋类出口金额合计为 141.8 亿美元，同比+0.7%（2025 年出口金额 242.0 亿美元，同比+5.8%），其中 7 月单月同比+1.6%。

图表1：2024/01 至 2026/07 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

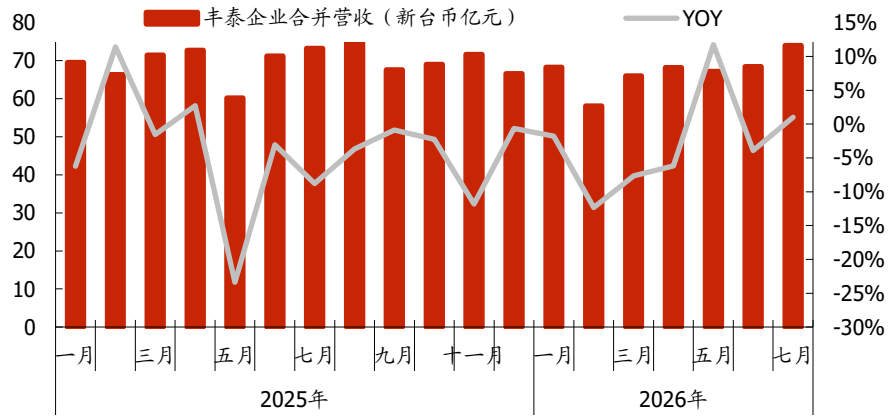
2. 板块情况：2026H1 成衣制造公司盈利能力承压

从公司月度经营表现来看，近期部分服饰制造公司陆续公布 2026 年 7 月营收。2026 年 7 月丰泰企业/儒鸿/裕元集团（制造业务）收入同比分别+1.0%/+23.3%/-10.0%（2026 年 1~7 月累计分别-3.0%/+6.0%/-5.5%），个股存在差异，且月度数据波动较大。

- **丰泰企业：**据公司官网，2026 年 7 月公司合并营收为 73.9 新台币亿元，同比+1.0%（2025 年全年累计合并营收为 835.1 新台币亿元，同比-4.5%；2026 年 1~7 月累计合并营收为 470.1 新台币亿元，同比-3.0%）。公司是 Nike 公司核心鞋类供应商，我们判断过去生产及订单情况短期变化主要系客户订单需求影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

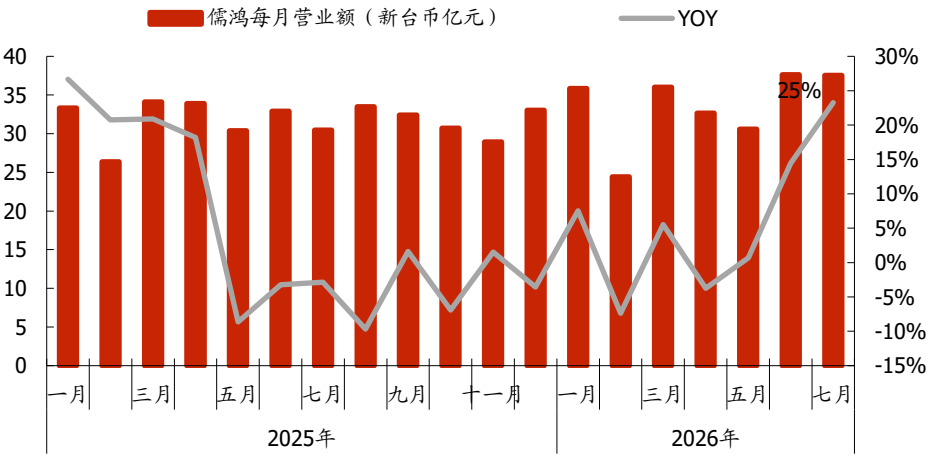
图表2：丰泰企业 2025 年 1 月至 2026 年 7 月单月营收及 YOY（新台币亿元，%）



资料来源：丰泰企业公司官网，国盛证券研究所

- **儒鸿：**据公司官网，2026 年 7 月公司营业额为 37.5 新台币亿元，同比+23.3%（2025 年公司累计营业额为 379.9 新台币亿元，同比增长 3.2%；2026 年 1~7 月累计营业额为 234.6 新台币亿元，同比+6.0%）。

图表3：儒鸿 2025 年 1 月至 2026 年 7 月单月营业额及 YOY（新台币亿元，%）

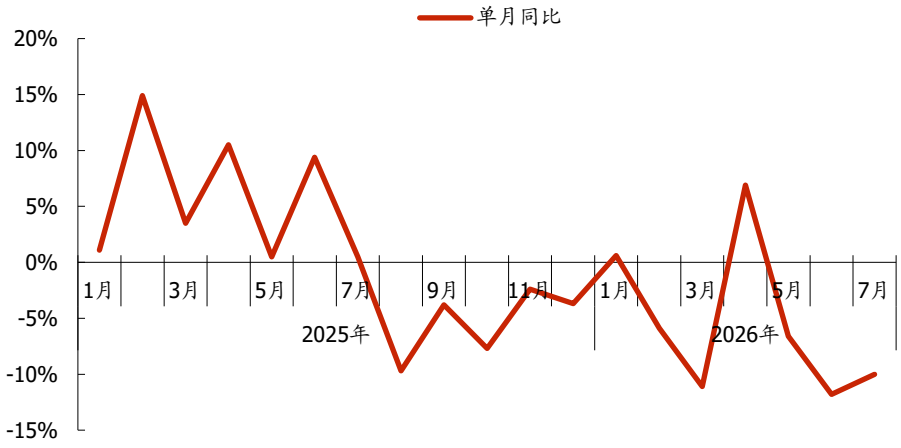


资料来源：儒鸿公司官网，国盛证券研究所

- **裕元集团：**据公司官网，2026 年 7 月公司制造业务营收同比-10.0%（2025 年全年累计同比+0.5%，2026 年 1~7 月累计同比-5.5%），近两个月数据表现环比此前走弱，我们认为主要系发货节奏波动所致。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：裕元集团 2025 年 1 月至 2026 年 7 月制造业务营收单月同比（%）



资料来源：裕元集团公司官网，国盛证券研究所

展望中报表现：我们认为 2026H1 成衣制造板块整体订单平淡，关税政策、汇率变化、原材料价格波动等因素或使板块短期利润率同比下降，建议后续持续跟踪。

1、下游成衣制造：考虑全球经济环境存在波动，海外下游品牌商期货下单相对谨慎，**成衣制造商订单可见度下降，不同公司收入存在差异。**同时，由于汇率波动、关税变化、原材料价格波动等因素，部分 2026H1 成衣制造板块公司利润率同比承压，如华利集团、申洲国际等，期待后续环比修复。部分公司业绩表现领先行业，如订单较好的晶苑国际、伟星股份。

- **华利集团：短期业绩表现不及预期，2026H2~2027 年有希望逐步环比改善。**2026H1 公司收入为 109.3 亿元，同比-14%；归母净利润为 9.5 亿元，同比-43%；扣非归母净利润为 8.4 亿元，同比-50%。利润表现不及预期核心是 Q2 毛利率尚未修复（Q1 毛利率同比-5.0pct 至 17.9%，Q2 毛利率同比-3.4pct 至 17.6%），1）终端波动+品牌下单谨慎，订单走弱致使产能利用率降低，新工厂爬坡不达预期，老产能调配力度较大、有摩擦成本；2）关税政策因素影响报价表现；3）人力成本和原材料成本上涨，转嫁仍需时间。

- **裕元集团：订单及经营环境波动，2026H1 归母净利润同比-58%。**1）此前公司发布中期业绩表现，2026H1 公司整体营业收入同比-2.2%/归母净利润同比-57.9%，我们判断其中制造业务利润率承压主要系毛利率下降：①期间品牌客户下单谨慎、订单波动加剧，影响产能利用率；②人力成本上升；③关税政策及原材料价格波动影响。2）展望 2026H2，考虑环境因素变化，我们认为原材料波动或继续影响 Q3 公司利润率表现、Q4 盈利质量或迎来环比修复。

- **申洲国际：环境波动影响短期利润率，2026H2 订单预计环比改善。**1）2026H1 实现主营收入 141.8 亿元（同比-5.3%）；归母净利润 19.05 亿元（同比-40.0%），销量下降中个位数/人民币单价同比基本持平/美元单价同比增长。2）盈利质量同比下降，2026H1 公司毛利率为 22.6%（同比-4.5pct），表现较弱主要系人民币升值、原材料价格波动、人力成本上涨、关税政策等因素影响。3）分客户：估计 2026H1 公司销向 Uniqlo、Adidas 品牌等客户订单健康增长，销向 Nike、PUMA 客户订单同比下降。

- **晶苑国际：公司盈利质量逆势提升，我们认为主要系订单需求旺盛、产能效率及利用率优化，抵消了行业经营环境波动、关税等因素带来的负面影响。**2026H1 公司

下载日志已记录，仅供内部参考

收入同比+5.4%至 13.0 亿美元，归母净利润同比+10.6%至 1.09 亿美元，毛利率同比基本持平为至 19.8%，归母净利率同比+0.4pct 至 8.4%。

- **伟星股份：2026H1 利润增速超预期，我们判断盈利表现领先同业。**1）2026H1 营收同比增长 13.76%至 26.59 亿元，归母净利润同比增长 11.84%至 4.13 亿元，单 Q2 营收/归母净利润同比分别+19.19%/+18.96%至 16.19/3.20 亿元，盈利能力保持优异。2）规模效应及成本费用管控支撑利润率保持稳定，2026H1 拉链/纽扣业务营收同比分别+10.95%/+15.55%至 14.34/10.70 亿元，毛利率分别为 42.98%/42.54%。

- **健盛集团：棉袜业务优化订单结构、盈利能力卓越，无缝服饰利润率同比提升，我们认为业绩表现领先行业。**1）2026H1 公司收入为 12.1 亿元，同比+3%；归母净利润为 1.7 亿元，同比+23%；毛利率同比+2.3pct 至 30.5%，在原材料价格及汇率波动下依旧同比提升，主要系公司产品结构优化、精细化成本管控有成效；财务费用率同比+2.1pct 至 1.8%，主要系汇率变动导致汇兑损失。2）2026Q2 收入为 6.3 亿元，同比+4%；归母净利润为 0.8 亿元，同比+2%，我们认为业绩表现领先行业。

2、上游纺织制造板块部分公司受益于原材料涨价带来的库存收益，短期迎来利润释放阶段，后续关注业绩预期变化。

- **新澳股份：毛精纺纱线量价齐增，期待全年业绩持续增长。**1）2026H1 公司收入为 30.9 亿元，同比+21%；归母净利润为 3.3 亿元。2026Q2 公司收入为 18 亿元，同比+24%；归母净利润为 2.1 亿元，同比+21%。2）2026H1 毛精纺纱线/羊绒纱线/羊毛毛条/改性处理、染整及羊绒加工业务收入同比分别+15%/+33%/+20%/-3%，其中毛精纺纱线量价齐升（2026H1 销量同比+7.7%/单价同比+6.4%），羊绒纱线的高速增长则主要由销量驱动（2026H1 销量同比+31.8%/单价同比+0.6%）。3）考虑公司发出存货采用月末一次加权平均法，我们判断后续毛精纺业务盈利质量有望提升、带动 2026H2 利润逐步释放。

- **百隆东方：收入健康增长，利润弹性快速释放。**2026H1 公司收入 42.7 亿元，同比增长 19%；归母净利润 5.6 亿元，同比增长 43%；2026Q2 收入 22.9 亿元，同比增长 23%；归母净利润 3.2 亿元，同比增长 46%。盈利增速显著快于营收。

图表5：2026H1 纺织制造重点公司业绩表现

公司简称	2026H1					
	收入 YOY	归母净利润 YOY	毛利率同比	毛利率	净利率同比	净利率
申洲国际	-5%	-40%	-4.6pct	22.6%	-7.8pct	13.4%
晶苑国际	+5%	+11%	+0.0pct	19.8%	+0.4pct	8.4%
华利集团	-14%	-43%	-4.1pct	17.7%	-4.5pct	8.7%
健盛集团	+3%	+23%	+2.3pct	30.5%	+2.3pct	14.4%
开润股份	+5%	+13%	-0.9pct	23.8%	+0.3pct	8.9%
新澳股份	+21%	+20%	-0.4pct	21.2%	-0.1pct	11.1%
伟星股份	+14%	+12%	-0.3pct	42.6%	-0.2pct	15.7%

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6：2026Q1、Q2 A 股纺织制造重点公司业绩表现

公司简称	2026Q1		2026Q2	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	收入 YOY	归母净利润 YOY
华利集团	-19%	-50%	-10%	-37%
健盛集团	+3%	+52%	+4%	+2%
开润股份	+2%	+16%	+8%	+11%
新澳股份	+17%	+19%	+24%	+21%
伟星股份	+6%	-7%	+19%	+19%

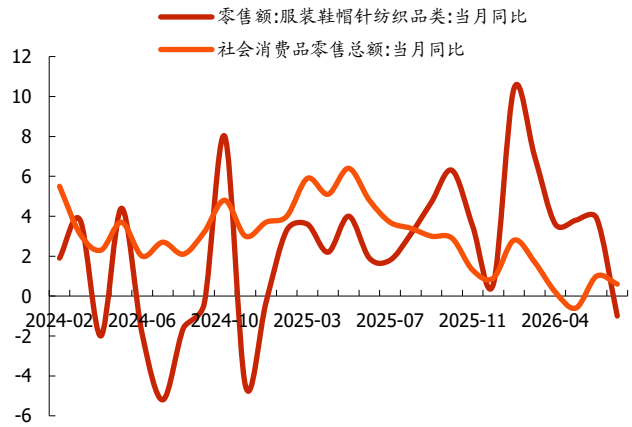
资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.运营趋势展望与判断：下游订单可见度较低，个股表现分化

1、板块订单需求角度：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。

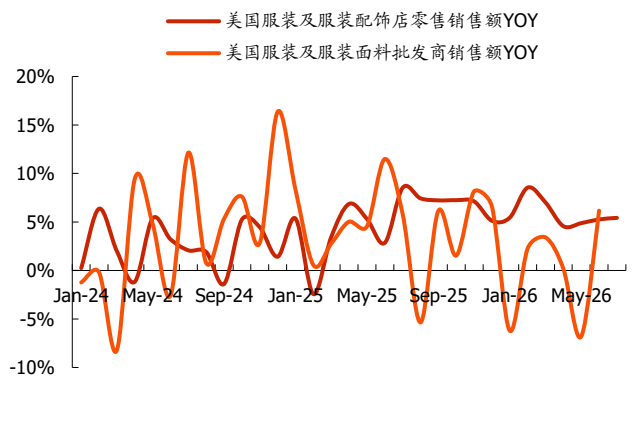
全球服饰品类终端零售市场景气相对平稳。其中美国市场稳健增长，欧洲、日本市场同比表现一般，中国市场 2026H1 增速较快、7 月则有波动。1）美国：2026 年 1~7 月服装及服装配饰店零售额累计同比增长 5.8%，2026 年 1~6 月服装及服装配饰店批发商销售额累计同比-0.2%，批发终端零售快速增长，批发渠道相对平稳。2）欧洲：2026 年以来欧元区 20 国零售销售指数同比略有增长，增速多在 1%~2.5%之间，相较于 2025 年有所降速。3）中国：2026 年 1~7 月服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 5.8%（同期社会消费品零售总额累计同比增长 1.2%），7 月单月同比下降 1.0%（同期社会消费品零售总额单月同比增长 0.6%），我们认为短期波动系天气温度影响。4）日本：2025Q1~2026Q2 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出分别为 7416/8442/6582/9047/7461/7721 日元，同比分别-3%/+3%/+0%/+6%/+1%/-9%，2026Q2 表现环比走弱。

图表7：2024/02-2026/07 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

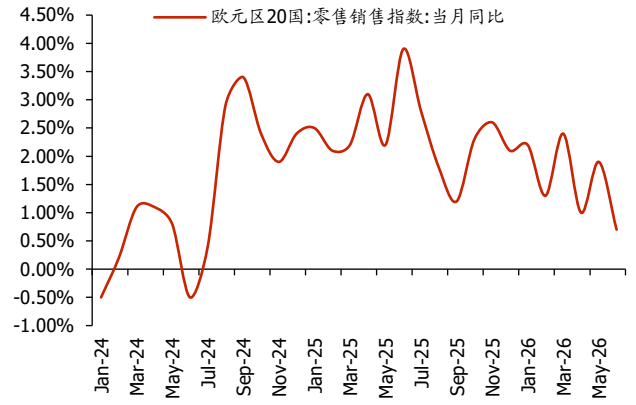
图表8：2024/01-2026/07 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY



资料来源：Wind，美国人口普查局，国盛证券研究所

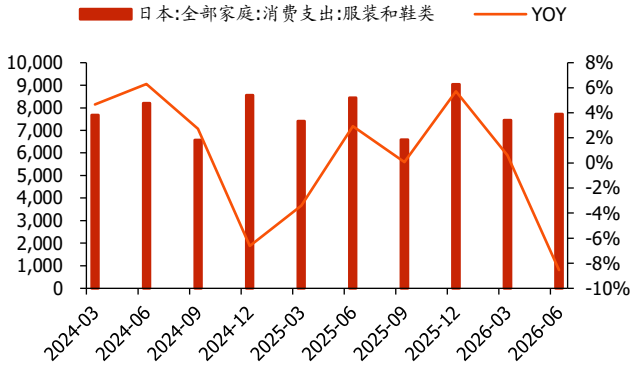
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：2024 年至 2026/06 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10：2024Q1~2026Q2 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

对经济环境的谨慎判断使得品牌商下单节奏更加灵活，我们认为制造公司订单可见度下降，不同品牌公司经营节奏有所差异，对应订单表现分化，建议持续跟踪核心品牌经营表现及预期变化。1）收入层面，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：部分品牌商收入表现持续超预期（如迅销集团、Amer），或带动短期补单需求。**1）迅销集团 FY2026 以来收入增速超出预期，公司上修盈利预测，预计 FY2026 全年营收同比增长 16.7%至 39700 亿日元。2）Adidas 2026Q1、Q2 收入持续超预期，预计 FY2026 收入同增 9%~10%。3）Amer 收入表现强劲并连续数个季度超出市场预期，近 3 个季度 Amer 收入同比增长 28%/32%/32%，有望带动相关采购订单实现快速增长。

图表11：国际品牌商单季度收入同比增速及公司口径收入指引

				公司口径指引
Nike	2025/11/30 1% 超出预期	2026/2/28 0% 符合预期	2026/5/31 -1% 超出预期	公司预计FY2027Q1收入**下降低至中单位数**，大中华区收入趋势预计同近期的表现一致。
Adidas	2025/12/31 2% 略低预期	2026/3/31 7% 超出预期	2026/6/30 13% 超出预期	2026收入预计将增长9%至10%（此前为高个位数增长），营业利润仍预计将增长至约23亿欧元
Puma	2025/12/31 -42% 超出预期	2026/3/31 -10% 超出预期	2026/6/30 -13% 略超预期	公司预计FY2026全年营收同比**下降低至中个位数**、经营亏损5000万至1.5亿欧元。
VF	2025/12/27 1% 超出预期	2026/3/28 1% 超出预期	2026/6/27 -5% 超出预期	展望FY2027公司预计营收同比增长**2%以上。**
UA	2025/12/31 -5% 略超预期	2026/3/31 -1% 符合预期	2026/6/30 -3% 低于预期	公司保持指引，预计FY2027财年收入略有下降。
Deckers	2025/12/31 7% 超出预期	2026/3/31 9% 超出预期	2026/6/30 6% 符合预期	公司预计FY2027 HOKA增长低双位数、UGG增长**中个位数增长。**
迅销集团	2025/11/30 15% 超出预期	2026/2/28 15% 超出预期	2026/5/31 22% 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**16.7%**至39700亿日元，事业溢利同比增长28.8%至7100亿日元，归母净利润同比增长15.5%至5000亿日元。
Amer Sports	2025/12/31 28% 超出预期	2026/3/31 32% 超出预期	2026/6/30 32% 超出预期	公司上调2026全年报表营收增速指引至**接近24%**；
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	2025/12/31 23% 超出预期	2026/3/31 14% 略超预期	2026/6/30 13% 低于预期	预计FY2026收入增速20%低段（固定汇率）

资料来源：Wind，Bloomberg，各公司公告，国盛证券研究所

注：是否超预期系与 Bloomberg 预期对比

下载日志已记录，仅供内部参考

- **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 FY2026 Q4 收入同比-1%，其中北美地区库存健康，EMEA 及大中华区库存去化仍在进行中。2）PUMA 仍在库存去化中，近期三个季度库存周转天数分别同比+34/16/14 天至 183/183/188 天，我们预计短期订单仍有压力，提醒关注后续调整进度。3）VF、Deckers 最近三个季度存货周转天数同比下降。

图表12：国际品牌商库存周转天数及同比变化及供应链管理策略

	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	2025/11/30	2026/2/28	2026/5/31	2025/11/30	2026/2/28	2026/5/31	北美库存健康，EMEA及大中华区库存去化仍在进行中。
	-8	-6	0	97	97	102	
Adidas	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	为了保障产品货源充足，公司提前采购备货。
	15	9	7	162	162	165	
Puma	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	截至2026Q2末公司库存同比下降15.3%至18.21亿欧元，根据公司披露目前库存清理进度符合计划，公司预计2026年末库存状况恢复正常。
	34	16	14	183	183	188	
VF	2025/12/27	2026/3/28	2026/6/27	2025/12/27	2026/3/28	2026/6/27	美国关税返还后，公司确认其中部分为负债，预计后续通过采购优化、加快生产和向美国发货、与供应商谈判以及战术性价格上涨等方式来减轻关税政策波动风险。
	-10	-14	-13	130	124	196	
UA	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	公司保护收入质量，我们判断最新存货周转天数有所增加主要系收入表现较弱。
	0	-4	21	134	124	181	
Deckers	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	我们认为公司整体库存周转保持在健康水平。
	-3	-7	-11	83	76	131	
迅销集团	2025/11/30	2026/2/28	2026/5/31	2025/11/30	2026/2/28	2026/5/31	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。
	-6	-4	-5	103	97	99	
Amer Sports	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	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。
	3	11	12	184	191	236	
lululemon	2025/11/2	2026/2/1	2026/5/3	2025/11/2	2026/2/1	2026/5/3	北美地区优化线下零售效率，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。
	0	2	-6	146	117	135	
On	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	美洲批发终端销售不及预期，但公司有意识管理渠道库存，不损害全价销售体系。
	-18	-2	15	135	125	136	

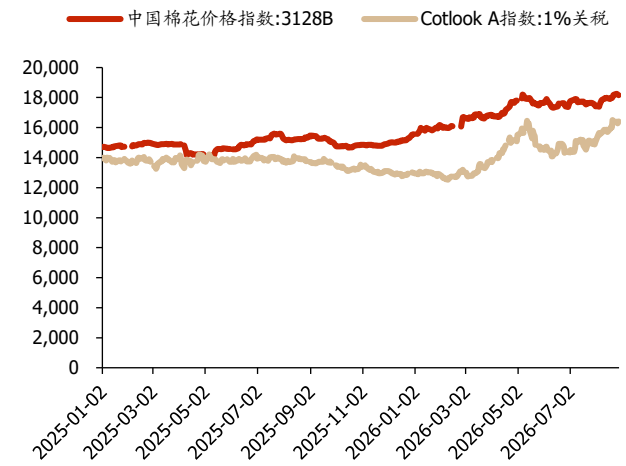
资料来源：Wind，Bloomberg，各公司公告，国盛证券研究所

2、板块盈利质量角度：2026H1 服饰制造公司利润空间受到压缩，订单不及预期、行业竞争加大、关税承担、汇率波动等因素导致毛利率表现较弱，2026Q3 估计原材料波动的影响将向下游逐步传导，期待 2026Q4 成衣制造盈利能力环比好转。

- **上游原料涨价，短期纺织制造公司业绩受益于库存收益，但成衣制造公司在 2026Q2~Q3 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。据中国羊毛信息网数据，2026 年 8 月 27 日澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数达到 1330 美分/公斤，同比涨幅超过 60%。据 Wind 数据，2026 年 8 月 27 日中国棉花价格指数（3128B）达到 18164 元/吨，Cotlook A 指数（1%关税）为 16402 元/吨。

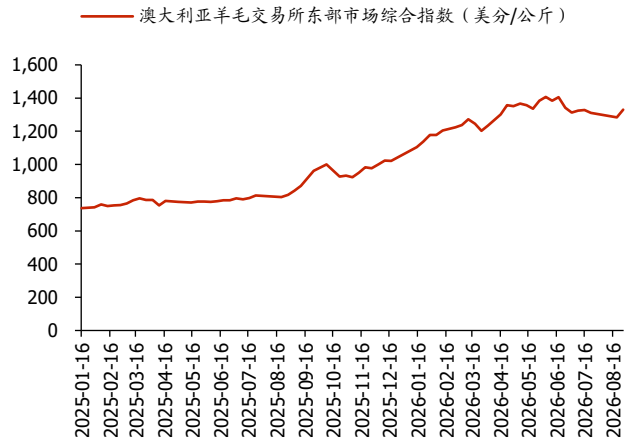
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：2025 年至 2026/08 中国棉花价格指数/Cotlook A 指数



资料来源：Wind，国盛证券研究所

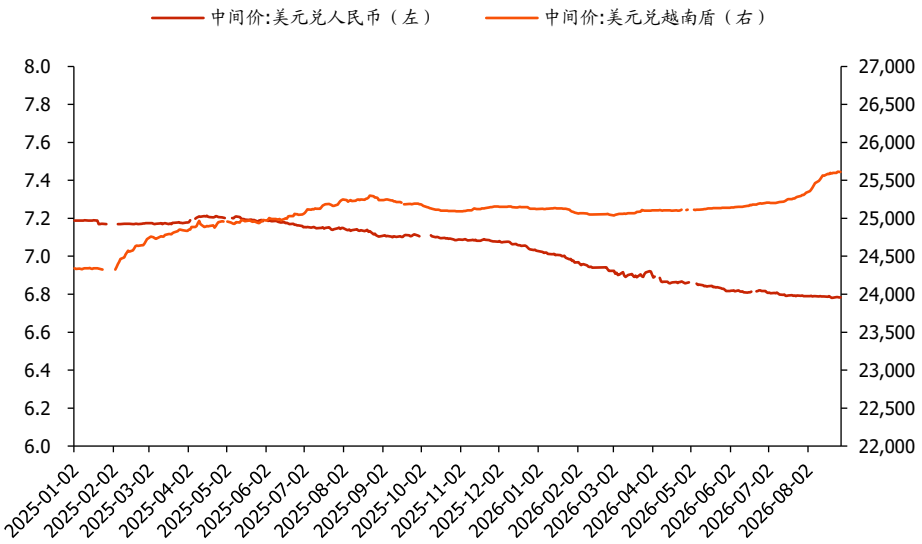
图表14：2025 年至 2026/08 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数



资料来源：Wind，中国羊毛信息网，国盛证券研究所

- **2026H1 人民币相对美元持续升值，短期影响国内服饰制造公司（出口业务为主）报表端利润表现，2026H2 压力或有减轻。**美国是全球服饰贸易市场上重要的进口方，也是服饰制造公司重要的订单市场。一方面，人民币相对美元升值通过影响销售单价（人民币计价）表现进而影响报表端收入及利润规模；另一方面，因外币净资产人民币计价产生的汇兑损失或拖累报表表现。

图表15：2025/01-2026/08 美元兑人民币及美元兑越南盾表现



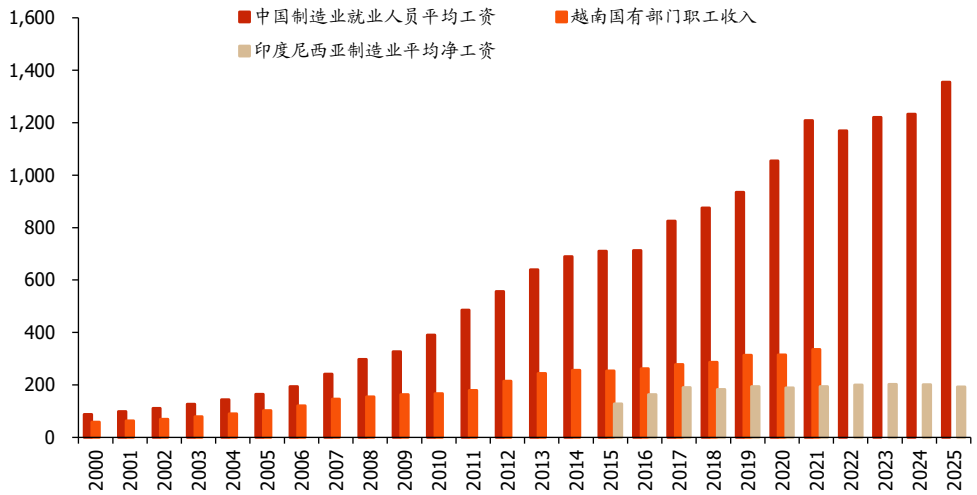
资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **关税政策变化，过去影响产业链利润空间，2026H2 有望稳定或改善。**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及制造商报价模式情况。

- **各地人力成本持续上升，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、印尼人均薪资水平约为 193 美元/月，2021 年越南人均薪资水平约为 336 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（短期订单不饱和时候表现更加明显）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：2000-2025 年中国/越南/印尼人力成本对比（美元/月）



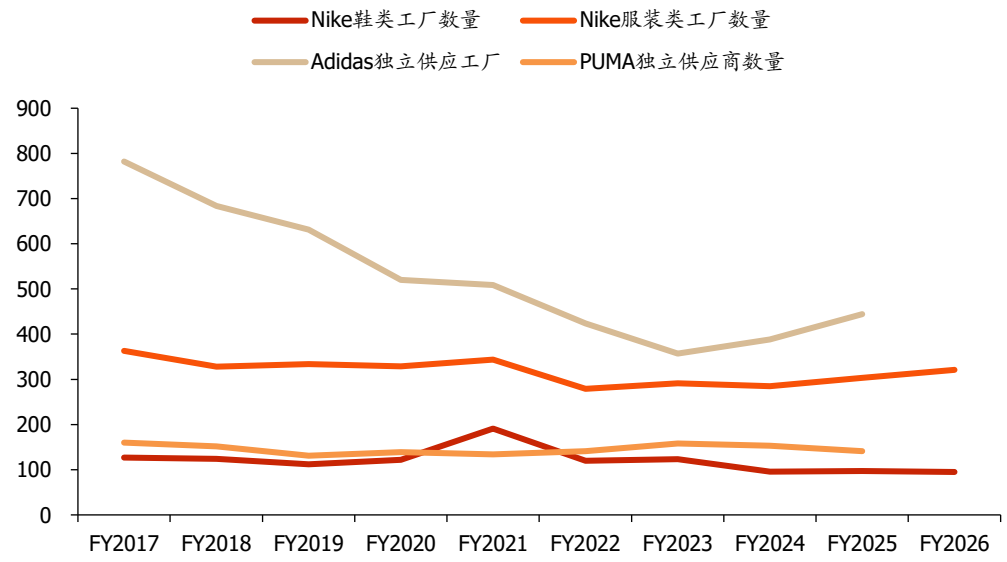
资料来源：Wind，国家统计局，越南统计局，印尼央行，国盛证券研究所

3、关注中长期行业竞争格局变化，部分公司抢占订单、份额提升，业绩表现持续好于行业：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，**部分服饰制造公司（尤其是成衣制造）基于国际化基地的先发优势和高效的管理效率，有望在行业波动的过程中享受市占率的提升。**

- 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。FY2026Nike 鞋类/服装类工厂数量分别为 95/321 个（FY2017 为 127/363 个），FY2025 Adidas 独立供应工厂为 444 个（FY2017 为 782 个）。

下载日志已记录，仅供内部参考

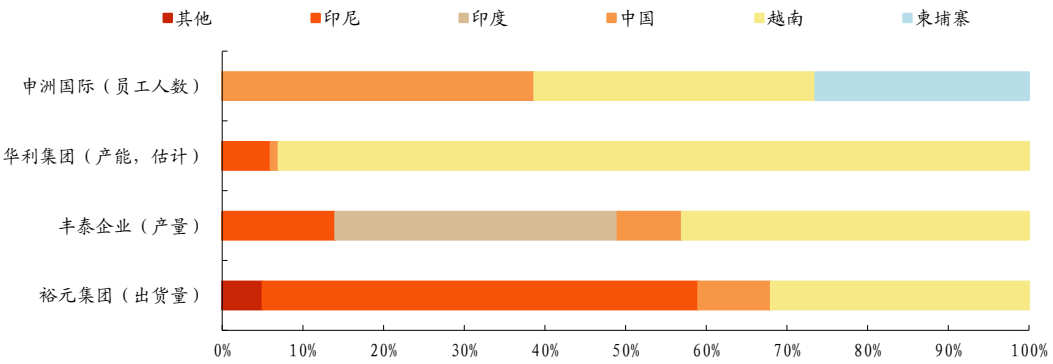
图表17：FY2017-2026Nike、Adidas、Puma 工厂数量（个）



资料来源：Wind，各公司公告，国盛证券研究所

- 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。

图表18：2025 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

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 投资建议

综合以上分析，我们认为当前全球下游品牌商下单相对谨慎，行业多项因素冲击影响产业链 2026H1 盈利空间，2026Q3 趋势不明朗，2026Q4 盈利能力有望修复，关注后续基本面预期修复趋势。中长期行业竞争格局持续变化，部分公司抢占订单、份额提升，业绩表现持续好于行业。综合考虑趋势变化及估值表现，目前推荐短期订单趋势良好的【伟星股份】，对应 2026 年 PE 为 20 倍；推荐业绩持续高质量增长的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 为 10 倍。关注短期盈利承压，中长期有望逐步修复的申洲国际、华利集团。

5. 风险提示

消费力疲软及消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对品牌服饰终端需求、制造行业订单造成影响。

新业务拓展优化不及预期。部分公司开拓新业务，如果业务表现不及预期，或对利润带来影响。

汇率、原材料价格及关税政策波动风险。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，关税政策或有直接影响，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响，原材料价格也会冲击产业链利润率。

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：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 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