仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 10 日

服装品牌亮点频现，上游制造表现靓丽

——纺织服装行业 2026 年中报总结

看好

相关研究

-

证券分析师
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupei@swsresearch.com
朱本伦 A0230526070001
zhubl@swsresearch.com
联系人
朱本伦 A0230526070001
zhubl@swsresearch.com

本期投资提示：

- **服装消费领跑社零，外需整体趋稳。1）内需：**26 年 1-7 月社零总额同比增长 1.2%至 28.8 万亿元，其中，服装鞋帽、针纺织品累计零售额同比增长 5.8%至 8628 亿元，服装消费好于社零整体。**2）外需：**26 年 1-7 月我国出口纺织品服装 1748 亿美元，同比增长 2.4%，其中，出口纺织品 854 亿美元，同比增长 3.9%，出口服装 894 亿美元，同比增长 0.9%。外需整体趋稳，纺织品出口好于鞋服，主要系上游棉花、澳毛、化纤等原材料涨价及需求复苏预期增强，上游拉货先于中游出货。
- **港股运动：业绩稳健增长，整体库存保持健康。**安踏业绩超预期，增长动能充沛，经营质量再上台阶，26H1 收入 435.1 亿元，同比增长 12.9%；归母净利润 94.9 亿元，同比增长 34.9%。李宁 26H1 收入同比增长 2.8%至 152.4 亿元，归母净利润同比增长 4.5%至 18.2 亿元，收入稳健增长，利润好于预期。特步 26H1 收入同比下降 0.6%至 67.9 亿元，归母净利润同比下降 10.5%至 8.2 亿元，整体表现符合预期。361 度 26H1 收入同比增长 8%至 61.6 亿元，归母净利润增长 8%至 9.3 亿元，延续稳健增长态势。
- **高端男女装：电商、直营、多品牌矩阵优化驱动板块复苏，26H1 利润弹性加速释放。**线上运营能力、直营渠道建设、多品牌矩阵布局以及细分品类拓展，逐步成为各公司的增长动力。渠道梳理与库存周期调整后，随财富效应显现及高端消费回流，国内高端男女装公司基本面迎来修复。26H1 头部公司业绩验证行业逻辑，比音勒芬/歌力思/地素实现营收 26/14.4/11.1 亿元，同比增长 24%/5%/4%，归母净利润 4.9/1.0/2.1 亿元，同比增长 18%/18%/23%。品牌溢价能力、产品差异化实力以及会员体系复购转化，已经重塑高端服饰行业核心竞争壁垒，26H1 比音勒芬、歌力思、地素等公司毛利率均维持 70%以上，盈利质量突出。
- **大众服饰及童装：随库存、产品周期与渠道调整，业绩缓慢修复。**传统大众品牌仍在库存出清及渠道优化，修复节奏偏慢，26H1 海澜之家营收 124.2 亿元，同比增长 7.4%，归母净利润 14.9 亿元，同比下滑 5.9%。森马持续推进门店优化，26H1 营收 67.2 亿元，同比增长 9.3%，归母净利润 4.8 亿元，同比增长 47.5%。
- **家纺：大单品战略推进顺利，业绩表现良好。**26H1 罗莱/水星/富安娜营收 23.0/19.8/11.8 亿元，同比增长 5.5%/2.8%/8.1%，归母净利润 2.5/1.5/1.2 亿元，同比增长 34.4%/6.4%/9.4%，大单品战略推进带动高利润产品占比提升，利润增速快于收入。
- **纺织制造：1）上游纺织：受益棉花、澳毛等原材料涨价，业绩表现强劲。**百隆 26H1 营收 42.7 亿元，同比增长 19.0%，归母净利润 5.6 亿元，同比增长 43.5%，营收及利润超预期；伟星营收 26.6 亿元，同比增长 13.8%，扣非归母净利润 4.05 亿元，同比增长 11.9%，创历史新高。**2）中游制造：订单波动、成本上涨、汇兑损失影响下，业绩短期承压。**26H1 申洲/华利/裕元营收同比下滑 5.3%/13.7%/2.2%，归母净利润同比下滑 40%/43%/58%，多数中游制造公司业绩低于预期。
- **投资分析意见：**
- **服装家纺：26 年或是消费拐点之年，高端复苏率先受益，同时寻找具有渗透率空间方向。①中高端服饰：**比音勒芬/江南布衣/歌力思/地素时尚，建议关注报喜鸟/锦泓集团；**②高性能户外：**安踏体育/李宁/361 度/波司登，建议关注奔赴自然（已递交招股书）；**③睡眠经济：**罗莱生活/水星家纺/富安娜。
- **纺织制造：看好上游涨价品种，关注运动制造复苏。①上游涨价周期：**优质毛纺公司/百隆东方；**②运动制造产业链：**伟星股份/申洲国际/华利集团/晶苑国际。
- **风险提示：**需求恢复不及预期风险，库存增加风险。

申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资分析意见

26H1 服装品牌亮点频现，上游制造表现靓丽。1）服装家纺板块：高端、户外、家纺表现亮眼。26H1 服装零售持续回暖，高端化与差异化景气更优，K 型分化延续。具备稀缺品牌内涵、高品牌势能、差异化产品矩阵的品牌更能跑赢行业，中高端品牌、户外运动品类相对更优。家纺公司受益于大单品战略推进顺利，高利润产品占比提升带动利润增速快于收入增速，业绩表现亮眼。**2）纺织制造板块：原材料涨价周期中，上游制造公司利润弹性超预期。**棉花、澳毛等原材料均在涨价周期中，低价库存储备充裕的纱线、毛纺公司在 26H1 利润弹性显现，随价格持续传导，后续季度利润弹性仍将持续释放。中游代工在原材料价格上涨、订单偏弱、汇兑影响下，短期承压，须等待明确的改善拐点。

原因与逻辑

1）高端服饰：行业经过 1-2 年调整，渠道、库存数量均在低位，旅游、商务场景促进高端消费回暖，率先完成去库及渠道调整的公司显现复苏迹象。比音勒芬 26H1 营收、净利创历史同期新高。歌力思国内业务内生增长优异，26Q2 归母净利润增长 35%，超预期。地素 26H1 归母净利润同比增长 23%，延续高增趋势。

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

3）家纺：国民睡眠痛点日益突出，我国睡眠经济市场规模保持高增长，行业增长逻辑从过去渠道拓展向产品升级切换主导，人体工学枕、新科技床笠、羽绒被等大单品策略成效显著，带动全品类销售增长、利润率扩大。

4）纺织制造：棉花、澳毛均在涨价周期中，低价库存储备充裕的纱线、毛纺公司在 25Q4-26Q2 利润弹性显现。百隆 26H1 营收 42.7 亿元，同比增长 19.0%，归母净利润 5.6 亿元，同比增长 43.5%，营收及利润超预期。伟星 26H1 营收 26.6 亿元，同比增长 13.8%，扣非归母净利润 4.05 亿元，同比增长 11.9%，创历史同期新高。澳毛价格持续攀升，带动优质毛纺公司业绩超预期。

有别于大众的认识

市场认为当前消费板块缺乏亮点及市场关注度，对后续投资机会持悲观态度。我们认为，自 25 年下半年开始，高端服饰恢复增长、上游澳毛和棉花涨价等迹象已前瞻揭示板块正在走出低谷，新的投资主线已经形成。品牌端看好高端服饰，过去 1-2 年高端品牌率先完成渠道、库存调整，多家公司中报超预期，业绩已经开启复苏。制造端看好上游涨价周期，原材料涨价过程中利润弹性将逐季释放，前期充分备库的公司值得期待。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1.行业概览：服装消费领跑社零，外需整体趋稳 6

2.港股运动：业绩稳健增长，整体库存保持健康 8

3.纺织制造：上游受益涨价周期，中游短期承压 10

3.1 中游制造：订单、原料、汇兑等影响下，业绩短期承压 10
3.2 上游纺织：受益棉花、澳毛等原材涨价，业绩表现强劲 13

4.男女装：高端品牌率先复苏，业绩步入改善通道 16

4.1 男装：渠道及库存调整后开启复苏，高端男装表现较好 16
4.2 女装：高端女装表现优异，26H1 释放利润弹性 18

5.童装：门店优化等多维并举，经营周期触底修复 20

6.家纺：大单品战略推进顺利，业绩表现稳健 21

7.投资分析意见 24

8.风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：26 年 1-7 月社零总额同比增长 1.2%.....6
图 2：26 年 1-7 月纺服零售额同比增长 5.8%.....6
图 3：26 年 7 月中国纺织品出口额同比增长 6.4%.....6
图 4：26 年 7 月中国服装出口额同比增长 8.5%.....6
图 5：26H1 中游制造公司营收 YoY.....10
图 6：26H1 中游制造公司归母净利润 YoY.....10
图 7：26H1 中游制造公司毛利率.....10
图 8：26H1 中游制造公司费用率.....10
图 9：26H1 上游纺织公司营收 YoY.....14
图 10：26H1 上游纺织公司归母净利润 YoY.....14
图 11：26H1 上游纺织公司毛利率.....14
图 12：26H1 上游纺织公司费用率.....14
图 13：26H1 男装公司营收 YoY.....16
图 14：26H1 男装公司归母净利润 YoY.....16
图 15：26H1 男装服饰公司毛利率.....16
图 16：26H1 男装服饰公司费用率.....16
图 17：26H1 女装公司收入呈修复趋势.....19
图 18：26H1 女装公司利润普遍同比改善.....19
图 19：26H1 女装品牌毛利率呈修复趋势.....19
图 20：26H1 女装品牌费用率表现分化.....19
图 21：26H1 童装公司营收 YoY.....20
图 22：26H1 童装公司归母净利润 YoY.....20
图 23：26H1 童装公司毛利率.....20
图 24：26H1 童装公司费用率.....20
图 25：26H1 家纺公司营收 YoY.....22
图 26：26H1 家纺公司归母净利润 YoY.....22
图 27：26H1 家纺公司毛利率.....22

仅供内部参考，请勿外传！

图 28：26H1 家纺公司费用率 22

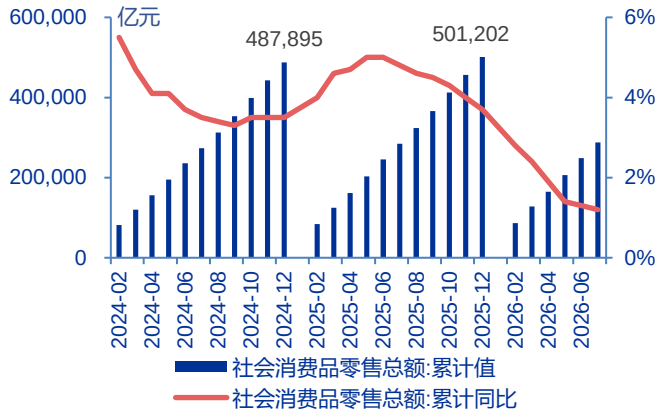
表 1：纺织服装行业 2026H1 业绩汇总 7
表 2：港股运动公司业绩一览表 8
表 3：运动品牌门店数量变动 9
表 4：运动品牌单季度流水或收入增速追踪 9
表 5：申洲国际财务数据及盈利预测 11
表 6：华利集团财务数据及盈利预测 12
表 7：裕元集团财务数据及盈利预测 12
表 8：晶苑国际财务数据及盈利预测 13
表 9：百隆东方财务数据及盈利预测 15
表 10：伟星股份财务数据及盈利预测 15
表 11：比音勒芬财务数据及盈利预测 17
表 12：报喜鸟财务数据及盈利预测 17
表 13：海澜之家财务数据及盈利预测 18
表 14：歌力思财务数据及盈利预测 20
表 15：森马服饰财务数据及盈利预测 21
表 16：罗莱生活财务数据及盈利预测 23
表 17：水星家纺财务数据及盈利预测 23
表 18：富安娜财务数据及盈利预测 24
表 19：纺织服装行业估值比较表 25

仅供内部参考，请勿外传！

1.行业概览：服装消费领跑社零，外需整体趋稳

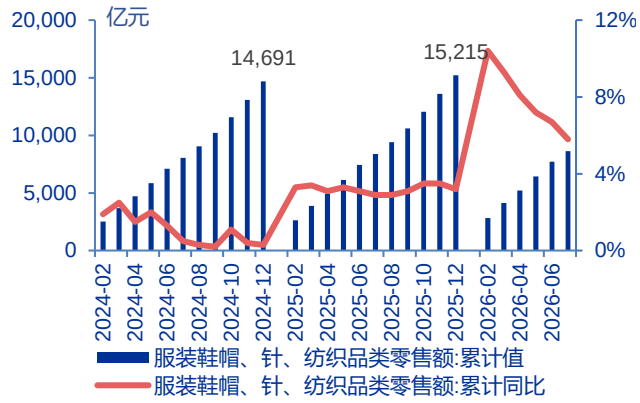
内需温和复苏，服装消费好于社零整体。26 年 1-7 月社零总额同比增长 1.2%至 28.8 万亿元，其中，服装鞋帽、针织品类累计零售总额同比增长 5.8%至 8628 亿元，延续温和复苏，且好于社零总体。预计 26 年品牌端将呈现“稳健恢复、结构分化”的趋势，随着促消费政策持续发力、基数影响逐步缓和，叠加产品推新、渠道落地及中秋国庆旺季与秋冬换季催化，终端销售将延续改善趋势。

图 1：26 年 1-7 月社零总额同比增长 1.2%



资料来源：国家统计局，研究

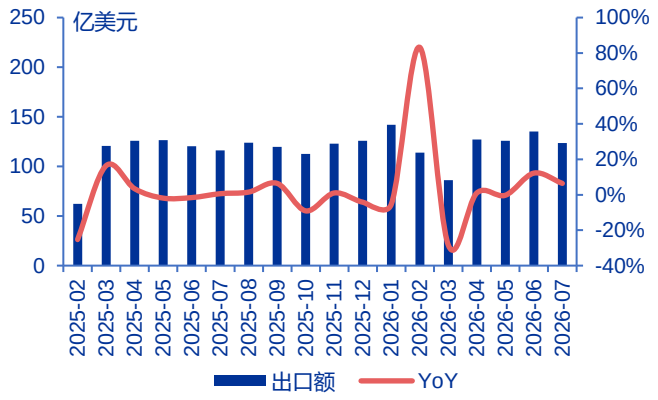
图 2：26 年 1-7 月纺服零售额同比增长 5.8%



资料来源：国家统计局，研究

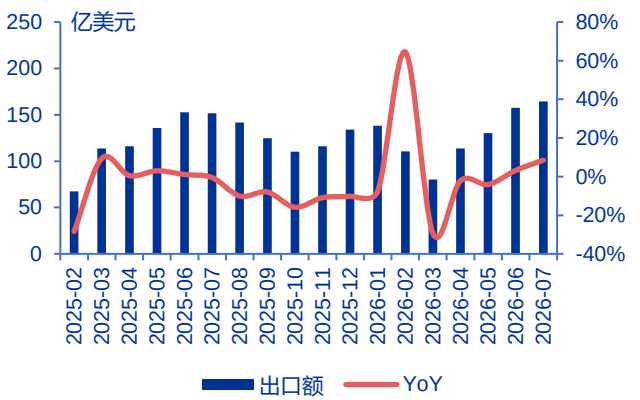
外部贸易环境总体趋稳，纺织品出口好于鞋服。2026 年 1-7 月我国出口纺织品服装 1748 亿美元，同比增长 2.4%，其中，出口纺织纱线、织物及制品 854 亿美元，同比增长 3.9%，出口服装及衣着附件 894 亿美元，同比增长 0.9%。其中，7 月我国纺织服装出口 288 亿美元，同比增长 7.6%。分拆看，7 月纺织纱线、织物及制品出口额 123 亿美元，同比增长 6.4%，服装及衣着附件出口额 164 亿美元，同比增长 8.5%。1-7 月纺织品累计出口额好于服装及鞋类，主要原因系：1）上游棉花、澳毛、化纤等原材料涨价；2）需求复苏预期增强，供应链传导是上游拉货先于中游出货。

图 3：26 年 7 月中国纺织品出口额同比增长 6.4%



资料来源：海关总署，研究

图 4：26 年 7 月中国服装出口额同比增长 8.5%



资料来源：海关总署，研究

仅供内部参考，请勿外传！

中报总结：服装品牌亮点频现，上游制造表现靓丽。1）上游制造公司中报业绩超预期，中游制造仍需等待拐点。受益棉花、澳毛等上游原材料涨价，百隆东方 26Q2 营收 22.9 亿元，同比增长 22.9%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 46.4%，营收及利润超预期，优质毛纺公司营收、归母净利润同样业绩增长亮眼，我们继续看好上游涨价周期，预计盈利弹性将持续释放。而中游制造公司受客户订单节奏、汇兑损失、产能爬坡等多重因素影响，业绩普遍承压，26H1 申洲/华利/裕元营收同比下滑 5.3%/13.7%/2.2%，归母净利润同比下滑 40%/43%/58%，仍需等待经营拐点。**2）高端服饰率先复苏，业绩增长强劲。**比音勒芬 26H1 收入 26 亿元，归母净利润 4.9 亿元，均创历史新高，单 Q2 收入同比增长 32%，归母净利润同比增长 25.9%，扣非净利润同比增长 36.3%；歌力思 26Q2 收入同比增长 2.7%，归母净利润同比增长 35%；地素时尚 26Q2 收入同比增长 2%，归母净利润同比增长 25%。**3）运动户外持续增长，安踏增长超预期。**26H1 安踏实现收入 435.1 亿元，同比增长 12.9%；归母净利润 94.9 亿元，同比增长 34.9%，可比口径下归母净利润同比增长 12.9%至 79.4 亿元，取得亮眼表现。上半年消费呈现 K 型分化，高端消费表现强劲，大众消费承压，中报业绩得到充分验证！**4）家纺大单品战略推进顺利，业绩表现亮眼。**26H1 罗莱/水星/富安娜营收 23.0/19.8/11.8 亿元，同比增长 5.5%/2.8%/8.1%，归母净利润 2.5/1.5/1.2 亿元，同比增长 34.4%/6.4%/9.4%，随大单品战略推进，高利润产品占比提升带动利润增速快于收入增速。

表 1：纺织服装行业 2026H1 业绩汇总

子行业	证券代码	公司简称	收入（亿元）	同比增速			归母净利润（亿元）	同比增速		
			26H1	26Q1	26Q2	26H1	26H1	26Q1	26Q2	26H1
运动服饰	2331.HK	李宁	152.4	成人线下+中单位数	成人线下+低单位数	3%	18.2	-	-	5%
	2020.HK	安踏体育	435.1	安踏+高单位数、FILA+10-20%低段、其他品牌+40-45%	安踏+低单位数、FILA+低单位数、其他品牌+25-30%	13%	94.9	-	-	35%
	1368.HK	特步国际	67.9	主品牌+低单位数	主品牌+中单位数下降	-1%	8.2	-	-	-10%
	1361.HK	361 度	61.6	成人线下+10%、童装线下+10%、电商+中双位数	成人线下+中高单位数、童装线下+中高单位数、电商+高单位数	8%	9.3	-	-	8%
大众服饰	600398.SH	海澜之家	124.2	8%	7%	7%	14.9	2%	-17%	-6%
	002563.SZ	森马服饰	67.2	12%	7%	9%	4.8	45%	52%	47%
	603877.SH	太平鸟	28.8	-1%	-1%	-1%	1.0	10%	减亏	31%
中高端服饰	002832.SZ	比音勒芬	26.0	18%	32%	24%	4.9	17%	26%	18%
	002154.SZ	报喜鸟	26.3	10%	9%	10%	2.9	39%	103%	48%
	301276.SZ	嘉曼服饰	5.6	17%	6%	12%	0.6	13%	-39%	-3%
	603587.SH	地素时尚	11.1	6%	2%	4%	2.1	22%	25%	23%
	603808.SH	歌力思	14.4	8%	3%	5%	1.0	0%	35%	18%
家纺	002293.SZ	罗莱生活	23.0	6%	5%	6%	2.5	31%	40%	34%
	603365.SH	水星家纺	19.8	6%	0%	3%	1.5	17%	-12%	6%
	002327.SZ	富安娜	11.8	14%	2%	8%	1.2	15%	3%	9%
纺织制造	2313.HK	申洲国际	141.8	-	-	-5%	19.0	-	-	-40%
	2232.HK	晶苑国际	13.0	-	-	5%	1.1	-	-	11%
	0551.HK	裕元集团	39.7	-2%	-2%	-2%	0.7	-54%	-61%	-58%
	300979.SZ	华利集团	109.3	-19%	-10%	-14%	9.5	-50%	-37%	-43%
	300888.SZ	稳健医疗	54.9	3%	4%	4%	5.1	1%	8%	4%
	002003.SZ	伟星股份	26.6	6%	19%	14%	4.1	-7%	19%	12%
	603558.SH	健盛集团	12.1	3%	4%	3%	1.7	52%	2%	23%
	605080.SH	浙江自然	7.2	6%	5%	6%	1.2	-25%	-3%	-18%
	300577.SZ	开润股份	25.5	2%	8%	5%	2.1	16%	11%	13%
	603055.SH	台华新材	33.9	-3%	18%	8%	3.8	-19%	55%	18%
	601339.SH	百隆东方	42.7	15%	23%	19%	5.6	40%	46%	43%

资料来源：Wind，研究，注：1）除裕元集团外，港股公司不披露季度收入及利润数据，港股运动公司 26Q1、Q2 数据为流水增速；2）裕元集团、晶苑国际货币单位为美元

2.港股运动：业绩稳健增长，整体库存保持健康

运动板块 26H1 业绩稳健增长，整体库存保持稳健。1）安踏业绩超预期，增长动能充沛，经营质量再上台阶。26H1 实现收入 435.1 亿元，同比增长 12.9%；归母净利润 94.9 亿元，同比增长 34.9%，主要由于 Amer Sports 配售事项产生的一次性收益 15.5 亿元；剔除该收益后，可比口径下归母净利润同比增长 12.9%至 79.4 亿元，依然取得亮眼表现。**2）李宁收入稳健增长，利润表现好于预期。**26H1 收入同比增长 2.8%至 152.4 亿元，归母净利润同比增长 4.5%至 18.2 亿元，利润表现好于预期，主要得益于毛利率提升、管理费率及税率下降等拉动。**3）特步毛利率及现金流表现优异，DTC 转型阶段性抬高费用。**26H1 公司收入同比下降 0.6%至 67.9 亿元，归母净利润同比下降 10.5%至 8.2 亿元，整体表现符合预期。特步主品牌 26H1 毛利率提升 1.5pct 至 45.1%，主要因电商及童装增长，以及功能产品销售占比增加；特步主品牌经营利润率同比下降 1.1pct 至 18.9%，主要系电商业务增长带来物流及平台费用上升，同时 DTC 改革导致相关费用增加。**4）361 度业绩稳健增长，国际市场及 One way 表现亮眼。**26H1 收入同比增长 8%至 61.6 亿元，归母净利润增长 8%至 9.3 亿元，延续稳健增长态势。26H1 海外零售流水同比增长超 80%，跨境电商销售流水同比增长超 140%，户外新品牌 One Way 上半年收入增长 83%。

表 2：港股运动公司业绩一览表

金额单位	安踏体育				李宁				特步国际				361 度			
亿元人民币	25H1	25H2	25A	26H1	25H1	25H2	25A	26H1	25H1	25H2	25A	26H1	25H1	25H2	25A	26H1
收入	385	417	802	435	148	148	296	152	68	73	142	68	57	54	111	62
yoy	14%	12%	13%	13%	3%	3%	3%	3%	-5%	15%	4%	-1%	11%	10%	11%	8%
归母净利润	70	66	136	95	17	12	29	18	9.1	4.6	13.7	8.2	8.6	4.5	13.1	9.3
yoy	-9%	-17%	-13%	35%	-11%	13%	-3%	5%	21%	-6%	11%	-10%	9%	26%	14%	8%
毛利率	63.4%	60.7%	62.0%	63.9%	50.0%	47.9%	49.0%	50.9%	45.0%	40.9%	42.8%	46.4%	41.5%	41.6%	41.5%	41.8%
销售费用率	34.4%	36.4%	35.5%	34.7%	29.0%	33.1%	31.0%	30.5%	21.7%	23.4%	22.6%	24.7%	18.2%	22.4%	20.2%	17.5%
管理费用率	6.1%	6.8%	6.5%	5.8%	5.2%	5.8%	5.5%	4.7%	9.4%	9.9%	9.7%	9.5%	5.8%	9.6%	7.7%	6.6%
归母净利率	18.2%	15.7%	16.9%	21.8%	11.7%	8.1%	9.9%	11.9%	13.4%	6.3%	9.7%	12.0%	15.0%	8.3%	11.7%	15.0%
存货	104	122	122	104	24	27	27	27	23	18	18	23	19	21	21	20
yoy	30%	13%	13%	-1%	5%	4%	4%	11%	3%	15%	15%	2%	30%	-2%	-2%	4%
经营活动现金流净额	109	101	210	131	24	24	49	10	7.7	1.8	9.5	8.5	5.2	2.9	8.1	6.1
yoy	29%	22%	25%	20%	-12%	-4%	-8%	-60%	-6%	-56%	-22%	10%	227%	转正	1067%	17%
净现比	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	2.0	1.7	0.5	0.8	0.4	0.7	1.0	0.6	0.6	0.6	0.7

资料来源：Wind，研究

26H1 主要运动品牌门店以净收缩为主，行业更注重门店质量与店态升级。安踏成人、安踏儿童、FILA 26H1 均为净关店，户外品牌保持拓展。李宁直营、童装净关店，加盟小幅拓店。特步成人及儿童门店分别净关 49 家、33 家。361 度渠道结构调整力度最大，成人及儿童门店分别较 25 年末净关 318 家、162 家，但主品牌及童装流水仍保持中高单位数增长，单店效率明显提升。门店数量收缩的同时，各品牌继续加码新店型探索，安踏持续推进超级安踏、安踏冠军等差异化店型覆盖不同层级市场，361 度聚焦超品店等新业态打磨并优化门店结构，行业经营重心正由“数量扩张”转向“质量增长”。

仅供内部参考，请勿外传！

表 3：运动品牌门店数量变动

品牌	2023	2024	2025	2026H1	较 25 年底变动
安踏成人	7053	7135	7203	7122	-81
安踏儿童	2778	2784	2652	2560	-92
FILA	1972	2060	2040	1954	-86
DESCENTE	187	226	256	261	5
KOLON	164	191	209	212	3
李宁经销	4742	4820	4853	4891	38
李宁直营	1498	1297	1238	1172	-66
李宁 YOUNG	1428	1468	1518	1516	-2
李宁合计	7668	7585	7609	7579	-30
特步成人	6571	6382	6357	6308	-49
特步儿童	1703	1584	1488	1455	-33
索康尼	110	145	175	180	5
361 成人	5734	5750	5394	5076	-318
361 儿童	2545	2548	2364	2202	-162

资料来源：公司公告，研究

从经营质量与增长驱动看，各公司共性特征明显：1）K 型分化延续，高端户外与高性价比两端更优：26Q1/26Q2 安踏旗下以迪桑特、KOLON 为代表的其他品牌零售流水同比分别增长 40-45%、25-30%，仍是增速最高的品牌梯队；特步旗下以索康尼为代表的专业运动收入保持较快增长；高性价比定位的 361 度 26H1 收入同比增长 8.0%，主品牌及童装流水保持中高单位数增长。**2）线上增速普遍快于线下，成为主要增长来源：**26Q2 李宁电商流水中单位数增长；361 度电商 26Q1-26Q2 维持中双位数至高单位数增长，显著快于主品牌及童装。**3）库存及折扣运营稳健：**安踏 26H1 存货周转天数同比减少 6 天至 130 天；李宁 26H1 全渠道库销比为 4 个月，保持健康水位，6 个月以内新品占比 84%，库龄结构健康；特步零售折扣连续多季稳定在 7-7.5 折、渠道库存周转约 4-4.5 个月；361 度 26H1 末存货金额相比 25 年末下降至 19.6 亿元，存货周转天数 102 天，较 25 年末的 117 天改善 15 天，表明公司库存管理及需求预测能力提升。

表 4：运动品牌单季度流水或收入增速追踪

	运营指标	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024 年	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025 年	2026Q1	2026Q2
安踏	零售流水 yoy：安踏	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	高单位数	低单位数	低单位数	低单位数下降	低单位数	高单位数	低单位数
	零售流水 yoy：FILA	高单位数	中单位数	低单位数下降	高单位数	中单位数	高单位数	中单位数	低单位数	中单位数	中单位数	10–20%低段	低单位数
	零售流水 yoy：其他品牌	25-30%	40-45%	45-50%	50-55%	40-45%	65-70%	50-55%	45-50%	35-40%	45-50%	40-45%	25-30%
李宁	零售流水 yoy：整体（不包括李宁 YOUNG）	低单位数	低单位数下降	中单位数下降	高单位数增长		低单位数增长	低单位数增长	中单位数下降	低单位数下降		中单位数	低单位数下降
	线下渠道（零售及批发）	低单位数下降	中单位数下降	高单位数下降	中单位数增长		低单位数增长	低单位数下降	高单位数下降	中单位数下降		中单位数	低单位数下降
	零售	中单位数增长	持平	中单位数下降	低单位下降		低单位数下降	中单位数下降	中单位数下降	低单位数下降		10%-20%低段	低单位数下降
	批发	中单位数下降	高单位数下降	高单位数下降	中单位数增长		低单位数增长	低单位数增长	高单位数下降	中单位数下降		低单位数	中单位数下降
	电子商务	20%-30%低段增长	高单位数增长	中单位数增长	10%-20%中段增长		10%-20%低段增长	中单位数增长	高单位数增长	持平		高单位数	中单位数
特步主品牌	零售流水 yoy（包括线上线下）	高单位数	10%	中单位数	高单位数	高单位数	中单位数	低单位数	低单位数	持平	低单位数	低单位数	中单位数下降
	零售折扣水平	7-7.5 折	7.5 折	7.5 折	7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折	7-7.5 折

仅供内部参考，请勿外传！

	零售存货周转	4-4.5 个月	4 个月	4 个月	4 个月	4 个月	4 个月	4-4.5 个月	4-4.5 个月	4.5 个月	4.5 个月	4.5 个月	4-4.5 个月
361 度	主品牌流水增速	高双位数	10%	10%	10%		10-15%	10%	10%	10%		10%	中高单位数
	童装流水增速	20-25%	中双位数	10%	15%		10-15%	10%	10%	10%		10%	中高单位数
	电商流水增速	20-25%	20-26%	超 20%	30%-35%		35%-40%	20%	20%	高双位数		中双位数	高单位数

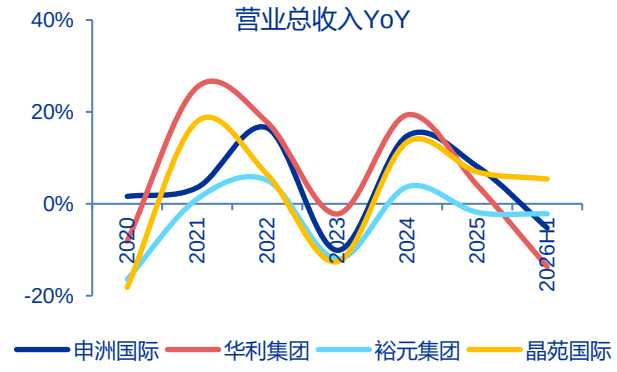
资料来源：公司公告，研究

3.纺织制造：上游受益涨价周期，中游短期承压

3.1 中游制造：订单、原料、汇兑等影响下，业绩短期承压

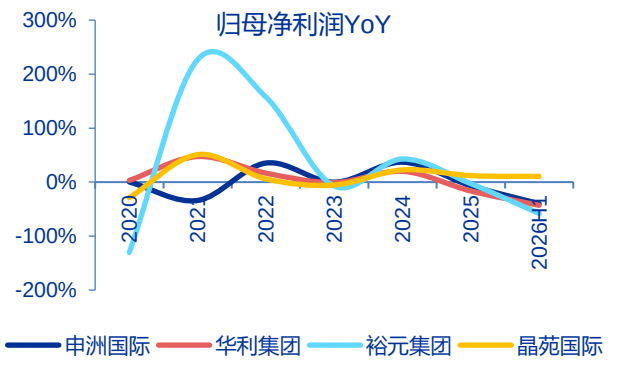
受客户订单波动、原材料价格上涨等影响，中游制造公司业绩承压。Nike、Converse 等运动品牌仍处于经营调整期，客户订单下滑、订单不足导致人工成本和制造费用摊薄压力加大，叠加新工厂仍处于产能爬坡、汇兑损失等影响，多数中游制造公司利润下滑，申洲、华利、裕元等公司业绩不及预期。

图 5：26H1 中游制造公司营收 YoY



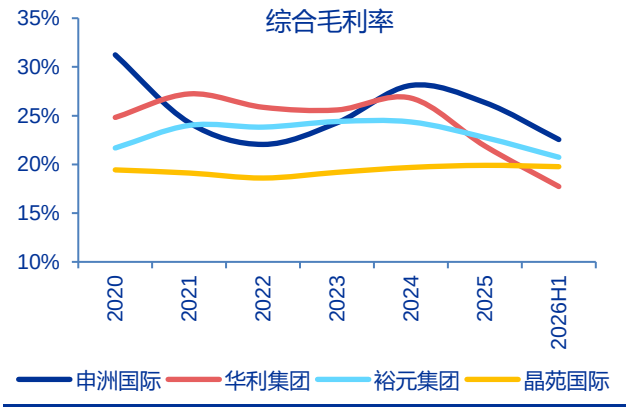
资料来源： Wind，研究

图 6：26H1 中游制造公司归母净利润 YoY



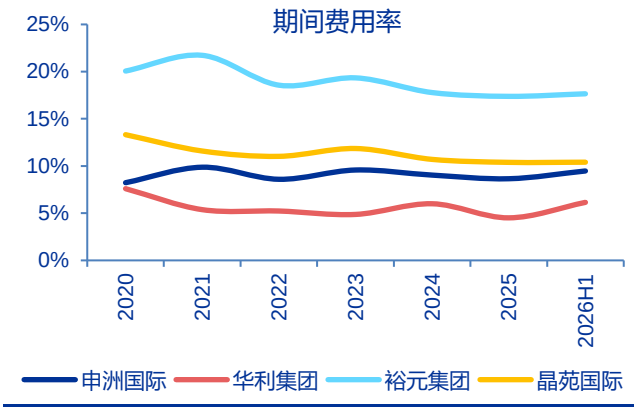
资料来源： Wind，研究

图 7：26H1 中游制造公司毛利率



资料来源： Wind，研究

图 8：26H1 中游制造公司费用率



资料来源： Wind，研究

申洲国际营收承压，多重因素拖累盈利。26H1 营收 141.8 亿元，同比下滑 5.3%，符合预期，预计主要为出货量下滑，ASP 则保持平稳。26H1 公司毛利率 22.6%，同比 25H1 下降 4.6pct、环比 25H2 下降 3.1pct。最终，归母净利润 19.05 亿元，同比下滑 40%，低于预期，其中汇兑损失

仅供内部参考，请勿外传！

5.06 亿元，较上年同期汇兑收益 1.26 亿元变动大，且人工及原材料成本上升也拖累利润率。如果剔除政府补助、汇兑损益、净利息收入因素影响，调整后的利润口径同比下降 22.6%，明显收窄。

不同客户的订单表现分化加剧。26H1 前三大客户 Uniqlo/Adidas/Nike 营收 47.5/33.7/26.4 亿元，同比+9.7%/+12.6%/-23.1%，占比 33.5%/23.8%/18.6%，CR3 合计占比 75.9%，Nike、Puma 订单由于去库存而降幅较大。

全球最大的纵向一体化针织制造商之一，在顶尖客户供应链中核心地位不变，但短期盈利承压，须等待明确的改善拐点。考虑到汇兑损失及下游订单景气度，我们主要下调各品牌营收增速，同时下调毛利率，因此下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 43.8/58.8/64.8 亿元（原为 60.3/65.2/69 亿元），对应 PE 为 10/8/7 倍。由“买入”下调至“增持”评级。

风险提示：下游大客户订单疲软；成本上涨传导不及预期；产能扩张不及预期；汇率波动。

表 5：申洲国际财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,663	30,994	30,564	32,421	34,501
同比增长率（%）	15%	8%	-1%	6%	6%
归母净利润（百万元）	6,241	5,825	4,384	5,882	6,476
同比增长率（%）	37%	-7%	-25%	34%	10%
每股收益（元）	4.2	3.9	2.9	3.9	4.3
毛利率（%）	28.10%	26.30%	23.30%	25.60%	26.40%
ROE（%）	18%	16%	12%	15%	15%
市盈率（倍）	7	8	10	8	7

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

华利集团 26H1 营收及利润均低于预期。26H1 营收 109.3 亿元，同比下滑 13.7%，归母净利润 9.5 亿元，同比下滑 43%，其中 26Q2 单季营收 66.1 亿元，同比下滑 9.5%，归母净利润 5.7 亿元，同比下滑 37.4%，虽然同比降幅较 26Q1 有所收窄，但依旧较大承压，主要受全球消费需求疲软、北美订单收缩及汇兑损失增加影响。半年度拟中期分红 11.67 亿元，现金分红比例 122.5%，兑现可持续的股东回报。

公司近年来加大资本开支，但又恰逢行业订单下行，供需节奏错配是短期承压的主要矛盾。截至目前，公司已构建越南、印尼、中国峨眉山为主的多地产能布局，其中印尼一期已建成投产，印尼二期投资进度已达 88%，本次又同步公告拟与安鑫体育共同设立峨眉山合资公司，加码国内产能。公司正推动客户结构适度多元化，我们预计未来 Deckers 订单继续增长，Nike、Vans 订单企稳，Adidas、Asics 等新客户订单快速放量，具备增长空间。

全球化布局的运动鞋专业制造商，当前股价已反应多重悲观预期，后续更应关注潜在改善，等待产能爬坡与订单修复共振窗口，届时有望形成较大的业绩弹性，维持“增持”评级。考虑到下游订单景气度及新老工厂产能利用率，我们主要下调原有大客户销售增速及毛利率，因此下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 23.9/30/36.9（原为 29.6/35.9/40.8 亿元），对应 PE 为 16/13/10 倍，维持“增持”评级。

风险提示：运动鞋终端需求不及预期；主要客户订单不及预期；贸易政策及关税变化风险。

表 6：华利集团财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	24,980	10,925	23,674	26,144	29,003
同比增长率（%）	4.1	-13.7	-5.2	10.4	10.9
归母净利润（百万元）	3,207	953	2,387	3,000	3,688
同比增长率（%）	-16.5	-43	-25.6	25.7	22.9
每股收益（元/股）	2.75	0.82	2.05	2.57	3.16
毛利率（%）	21.9	17.7	19	20.2	21.5
ROE（%）	19.7	6.2	14.8	17.9	20.6
市盈率	12		16	13	10

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

裕元集团 26 年中期营收小幅下降，利润承压。26H1 公司营收 39.7 亿美元，同比下降 2.2%，归母净利润 0.72 亿美元，同比下降 57.9%，利润不及预期，主要系制造业务承压。其中 26Q2 公司营收 19.9 亿美元，同比下降 2.2%，归母净利润 0.37 亿美元，同比下降 61.4%。公司拟派发中期股息每股 0.4 港元，股息总额约 6.4 亿港元，分红比例达 113.6%。

制造业务：出货量有所下降，平均售价稳步提升。26H1 制造业务收入 26.7 亿美元，同比下降 4.7%，毛利率 14.3%，同比下降 3.4pct，主要系短期订单需求波动导致产能负载不均，叠加人工及制造费用成本上升，单位生产成本增加。最终归母净利润约 0.5 亿美元，同比下降 67.9%。**1）量价维度：**26H1 出货量 1.2 亿双，同比下降 6.4%，平均售价 20.95 美元/双，同比增长 1.6%。**2）类别维度：**26H1 运动及户外鞋收入 20.7 亿美元，同比下降 5.1%，收入占比 52.0%，贡献主要收入。26H1 休闲鞋及运动凉鞋/鞋底及配件收入分别为 4.2/1.8 亿美元，同比下降 3.4%/3.3%，收入占比分别为 10.6%/4.5%。**3）区域维度：**26H1 来自美国/欧洲/中国大陆/其他地区的收入同比+0.7%/-8.8%/-13.6%/-2.1%，收入占比分别为 29.8%/26.3%/12.2%/31.7%，美国地区收入小幅增长，欧洲、中国大陆收入承压下行。

裕元集团是国际化的运动鞋制造商，并拥有国内大型体育用品零售商，深度布局全球运动产业链。考虑 26 年制造业务订单能见度较低，Nike 收回线上经销权或对 26 下半年及 27 年零售业务产生扰动，我们下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 2.4/2.7/3.1 亿美元（原为 3.3/3.8/4.1 亿美元），对应 PE 为 11/10/9 倍，由“买入”下调至“增持”评级。期待公司制造业务订单回暖，以及零售业务签约新客户带动业绩修复。

风险提示：订单需求波动；人工成本提升；制造利润率低于预期；国内零售低于预期。

表 7：裕元集团财务数据及盈利预测

单位：百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,182	8,031	7,741	7,604	7,843
同比增长率（%）	3.7	-1.84	-3.62	-1.76	3.14
归属普通股东净利润	392	381	241	267	314
同比增长率（%）	42.85	-2.89	-36.85	10.77	17.96
每股收益（美元/股）	0.24	0.24	0.15	0.17	0.2
ROE（%）	8.84	8.25	5.24	5.76	6.7
市盈率	13	12	11	10	9

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

晶苑国际 26 年中期营收符合预期，利润超预期。26H1 公司营收 13.0 亿美元，同比增长 5.4%，归母净利润 1.1 亿美元，同比增长 10.6%，公司持续受益于优衣库及部分运动品牌客户订单增长，以及招工进度加快推动产能快速释放。公司拟派发中期现金红利 0.18 港元/股，现金分红总额 5.1 亿港元，分红比例约 60%，持续稳定分红回馈股东。

分产品：休闲装、运动装及内衣品类收入快速增长，牛仔服、毛衣毛利率提升。1）休闲服：26H1 营收 3.8 亿美元，同比增长 12.1%，预计主要为大客户优衣库订单增长驱动，毛利率 20.1%，同比下滑 0.4pct。**2）运动服及户外服：**26H1 营收 3.4 亿美元，同比增长 8.2%，预计 adidas 等客户需求强劲，毛利率 20.5%，同比下滑 0.2pct。**3）牛仔服：**26H1 营收 2.4 亿美元，同比下滑 8.7%，毛利率 16.8%，同比增长 0.4pct，毛利率显著提升。**4）贴身内衣：**26H1 营收 2.3 亿美元，同比增长 8.6%，预计为 Nike 产品创新贡献增量订单，毛利率 20.8%，同比持平。**5）毛衣：**26H1 营收 1.1 亿美元，同比增长 4.2%，毛利率 20.6%，同比增长 0.2pct，毛利率稳步提升。

公司为多品类布局的国际化制衣企业，26H1 受益于订单增长及产能扩充，业绩表现亮眼。公司长期服务于优衣库等客户，近年逐步进入 Nike、Adidas、Lululemon 等运动品牌供应链，短期受益于客户订单高增，长期受益于自身一体化程度提升、行业向头部集中趋势。我们小幅上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 2.55/2.83/3.13 亿美元（原为 2.49/2.76/3.04 亿美元），对应 PE 为 10/9/8 倍，维持增持评级。

风险提示：核心客户订单波动风险；原材料价格波动风险；产能推进不及预期。

表 8：晶苑国际财务数据及盈利预测

单位：百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,470	2,641	2,887	3,130	3,360
同比增长率（%）	13.42	6.95	9.32	8.4	7.36
归属普通股东净利润	200	225	255	283	313
同比增长率（%）	22.64	12.05	13.56	10.99	10.37
每股收益（美元/股）	0.07	0.08	0.09	0.1	0.11
ROE（%）	13.1	13.97	13.69	13.19	12.71
市盈率	12	11	10	9	8

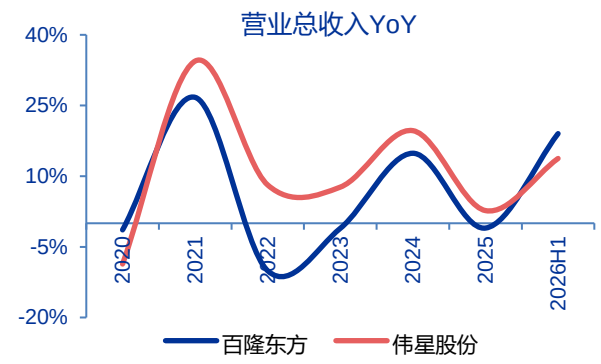
资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

3.2 上游纺织：受益棉花、澳毛等原材料涨价，业绩表现强劲

受益棉花、澳毛等原材料涨价，上游制造公司表现良好。棉花涨价背景下，百隆东方 26Q2 营收 22.9 亿元，同比增长 22.9%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 46.4%，营收及利润超预期。澳毛产量明确收缩，运动羊毛服饰需求增长，推动澳毛价格持续攀升，带动优质毛纺公司 26Q2 业绩超预期，期待后续逐步传导报价、释放盈利弹性。

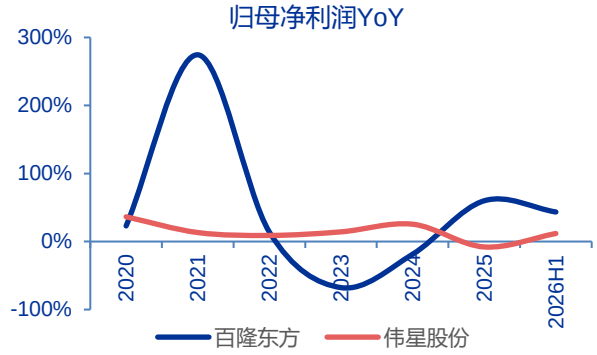
仅供内部参考，请勿外传！

图 9：26H1 上游纺织公司营收 YoY



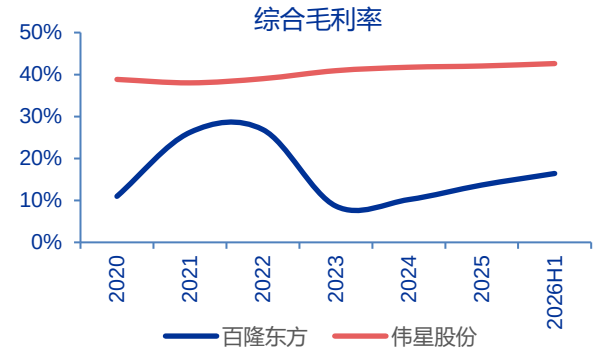
资料来源：Wind，研究

图 10：26H1 上游纺织公司归母净利润 YoY



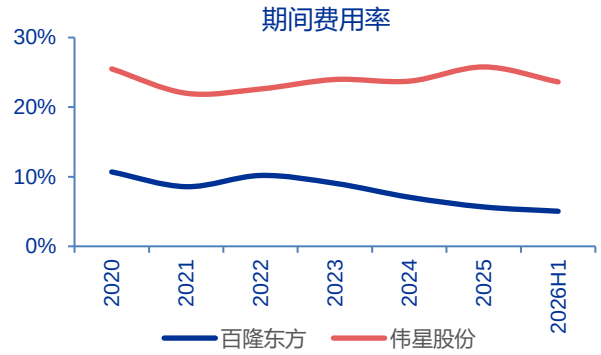
资料来源：Wind，研究

图 11：26H1 上游纺织公司毛利率



资料来源：Wind，研究

图 12：26H1 上游纺织公司费用率



资料来源：Wind，研究

百隆东方 26 年中报营收、净利润均超预期。26H1 营收 42.7 亿元，同比增长 19.0%，归母净利润 5.6 亿元，同比增长 43.5%，其中 26Q2 营收 22.9 亿元，同比增长 22.9%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 46.4%，营收超预期，利润居预告中枢、环比扩大，超预期。26 年中期拟派发每股现金红利 0.18 元（含税），现金红利总额 2.7 亿元，较去年同期再提升，26H1 现金分红比例达 48%。

前期库存集中去化带动现金流回暖，汇率波动、产品结构导致 26Q2 毛利率环比波动。26H1 毛利率/归母净利率 16.4%/13.1%，同比增长 1.2/2.2pct，期间费用率 5.0%，同比下滑 1.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 0.5%/3.1%/1.2%/0.3%，同比-0.1/-0.8/持平/-0.3pct，经营现金流 9.9 亿元，同比增长 2420%，主要系前期库存集中消化。其中 26Q2 毛利率 15.8%，同比增长 0.3pct，环比下滑 1.2pct，归母净利率 13.9%，同比增长 2.2pct，环比增长 1.7pct，毛利率环比略有下降，主要系美元汇率贬值及色纺纱产品结构变动。

全球色纺纱大型制造商，受益于棉价上行周期，维持“买入”评级。公司前瞻低位充足储备原材料，26H1 营收及利润超预期，随棉价上涨，有望逐步传导释放利润弹性。我们维持盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 10.0/11.5/13.3 亿元，对应 PE 为 11/10/8 倍，低估值、高股息，维持“买入”评级。

风险提示：全球关税博弈影响需求；棉价波动影响盈利能力；行业产能供给大幅增加。

表 9：百隆东方财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	7,861	4,274	8,484	9,374	10,052
同比增长率（%）	-1.0	19.0	7.9	10.5	7.2
归母净利润（百万元）	656	559	1,001	1,151	1,326
同比增长率（%）	60.0	43.5	52.6	15.0	15.1
每股收益（元/股）	0.44	0.37	0.67	0.77	0.88
毛利率（%）	13.7	16.4	17.1	18.3	19.4
ROE（%）	7.1	6.1	10.4	11.6	12.8
市盈率	17		11	10	8

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

伟星股份 26 年中报营收与扣非归母净利润均创历史同期新高，超市场预期。26H1 营收 26.6 亿元，同比增长 13.8%，归母净利润 4.13 亿元，同比增长 11.8%，扣非归母净利润 4.05 亿元，同比增长 11.9%。边际看，26Q2 营收 16.2 亿元，同比增长 19.2%，归母净利润 3.2 亿元，同比增长 19%，得益于上年低基数及部分大客户订单起量，26Q2 营收、利润增速环比 26Q1 均显著扩大，且利润增速趋近营收增速。总体看，在较大汇兑损失、原材料成本上涨造成盈利拖累背景下，公司最终利润表现领跑纺织制造行业，彰显主业高含金量。

汇兑损失及成本上涨拖累利润率，但影响缓解之后，利润率仍有提升动力。26H1 毛利率 42.6%，受成本上涨影响同比微降 0.3pct，后续预计能够向下游传导。26H1 财务费用率同比提升 0.8pct，主要系汇兑损失同比扩大 2682 万元至 3723 万，然而销售/管理费用率得益于营收扩大，同比摊低 0.1/0.7pct，研发费用率同比微增 0.1pct，多项相权之后期间费用率 23.6%，同比略升不到 0.1pct，总体平稳。最终，26H1 归母净利率 15.5%，同比微降 0.3pct，降幅较 26Q1 显著收窄。**我们认为，公司处于全球化市场开拓阶段，管销费用先行投入属于正常发展路径，随着销售规模扩大，规模效应显现，摊低各项费用率，即将释放利润端弹性。**

公司愿景为致力于成为全球化、创新型的时尚辅料王国，大力推进全球化战略，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 7.3/8.4/9.5 亿元，对应 PE 为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球服装消费需求低迷；国际化战略推进不及预期；原材料价格、汇率波动。

表 10：伟星股份财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,800	2,659	5,405	6,027	6,733
同比增长率（%）	2.7	13.8	12.6	11.5	11.7
归母净利润（百万元）	645	413	726	837	951
同比增长率（%）	-8.0	11.8	12.6	15.2	13.6
每股收益（元/股）	0.55	0.35	0.61	0.70	0.80
毛利率（%）	42.0	42.6	42.0	42.2	42.5
ROE（%）	14.1	9.1	15.5	16.7	18.3
市盈率	21		19	16	14

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

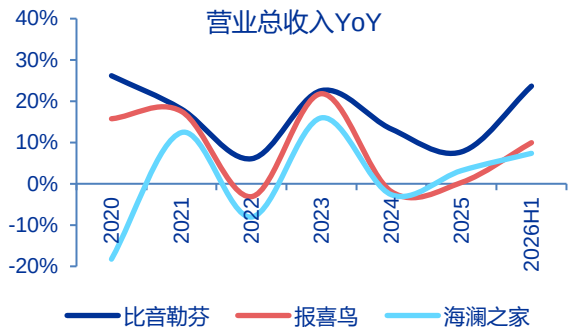
仅供内部参考，请勿外传！

4.男女装：高端品牌率先复苏，业绩步入改善通道

4.1 男装：渠道及库存调整后开启复苏，高端男装表现较好

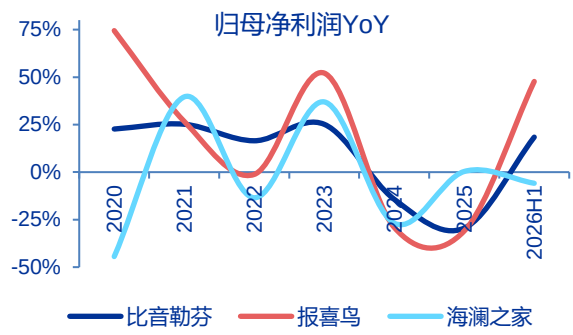
旅游、商务场景促进高端消费回暖，率先完成去库及渠道调整的公司显现复苏迹象。比音勒芬 26H1 营收 26 亿元，同比增长 23.7%，归母净利润 4.9 亿元，同比增长 18.4%；26Q2 营收 10.8 亿元，同比大增 32%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 25.9%，大超市场预期。报喜鸟 26H1 营收 26.3 亿元，同比增长 10%，归母净利润 2.9 亿元，同比增长 47.7%，扣非归母净利润 2 亿元，同比增长 25.1%，26H1 利润端修复符合市场预期。海澜之家 26H1 营收 124.2 亿元，同比增长 7.4%，归母净利润 14.9 亿元，同比下滑 5.9%，由于团购业务大幅下滑，销售费用率抬升，利润不及预期。

图 13：26H1 男装公司营收 YoY



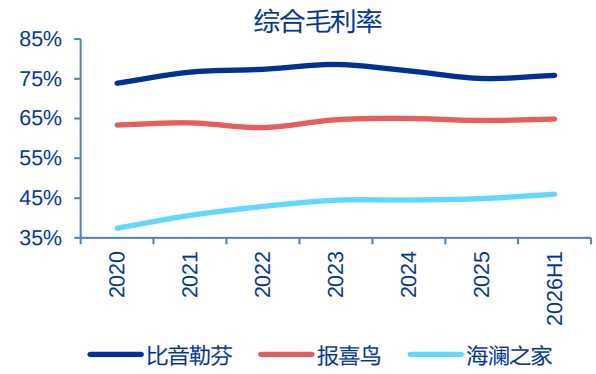
资料来源：Wind，研究

图 14：26H1 男装公司归母净利润 YoY



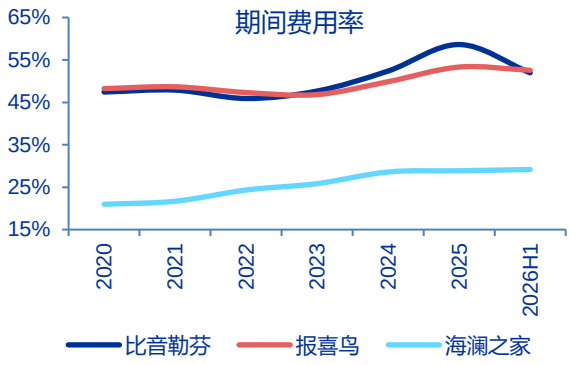
资料来源：Wind，研究

图 15：26H1 男装服饰公司毛利率



资料来源：Wind，研究

图 16：26H1 男装服饰公司费用率



资料来源：Wind，研究

比音勒芬受益于年轻客群破圈、电商销售放量，公司 26Q2 单季营收大超市场预期。26H1 营收 26 亿元，同比增长 23.7%，归母净利润 4.9 亿元，同比增长 18.4%，扣非归母净利润 4.73 亿元，同比增长 21.2%，均创历史同期新高。单季看，26Q2 营收 10.8 亿元，同比大增 32%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 25.9%，扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 36.3%。以往主要在年底计提资产减值，但为进一步夯实资产质量，今年半年度就作充分计提，26Q2 资产减值损失同比增加 2920 万元，如果不考虑该项变动，可比口径利润弹性则更大。

仅供内部参考，请勿外传！

独特产品力与高端品牌力壁垒加固，整合营销赋能溢价能力领跑行业。26H1 毛利率维持 75.9%高位，同比基本持平。随着销售扩大，规模效益将显现，26H1 管理费用率同比改善 1pct，但现阶段为了进一步巩固核心竞争力，营销及研发投入仍保持相当力度，销售费用率同比略增 0.25pct，研发费用率基本持平。最终，26H1 归母净利率 18.9%，仍有上行空间。

公司依托高端化、品牌多元化、国际化战略落地，不断打开成长空间。维持盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 7.5/9.4/11.4 亿元，对应 PE 为 20/16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内零售复苏不及预期；运动休闲赛道竞争加剧；新品牌培育风险；存货减值。

表 11：比音勒芬财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,314	2,601	5,184	6,018	6,836
同比增长率（%）	7.7	23.7	20.2	16.1	13.6
归母净利润（百万元）	551	491	750	939	1,137
同比增长率（%）	-29.5	18.4	36.2	25.2	21.2
每股收益（元/股）	0.96	0.86	1.31	1.64	1.99
毛利率（%）	75.1	75.9	75.4	76.0	76.5
ROE（%）	10.2	9.0	13.1	15.2	17.0
市盈率	27		20	16	13

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

报喜鸟 26 年中报利润端修复符合预期。26H1 营收 26.3 亿元，同比增长 10%，归母净利润 2.91 亿元，同比增长 47.7%，扣非归母净利润 2.03 亿元，同比增长 25.1%，非经常性收益增量主要系政府补助增长较大所致。其中，26Q2 营收 11.9 亿元，同比增长 9.4%，归母净利润 0.54 亿元，同比增长 103%，扣非归母净利润 0.3 亿元，同比扭亏为盈，利润端由于上年同期低基数而高增速，但较 23-24 年同期净利润还有较大差距，盈利修复刚起步。

毛利率受团购业务拖累而下行，但费用率有所改善。26H1 毛利率 64.9%，同比下滑 2.2pct，期间费用率 52.6%，同比下滑 1.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 42.6%/9.0%/1.3%/-0.3%，同比-1.6/-0.5/-0.3/+0.5pct，营收增长有效摊低管销费用率，驱动盈利修复。最终，26H1 扣非归母净利率 7.7%，同比增长 0.9pct。

公司作为中高端品牌集团，受益于国内高端消费率先复苏的线索，营收端持续增长，利润端开启修复。考虑到 26H1 非经常性收益增长较多，因此略上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 4.8/5.3/5.9 亿元（原为 4.5/5.0/5.5 亿元），对应 PE 为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内服装零售市场低迷；门店扩张不及预期；存货消化能力减弱。

表 12：报喜鸟财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,169	2,629	5,597	6,057	6,567
同比增长率（%）	0.3	10.0	8.3	8.2	8.4
归母净利润（百万元）	342	291	482	530	590
同比增长率（%）	-31.0	47.7	41.0	10.1	11.2
每股收益（元/股）	0.23	0.20	0.33	0.36	0.40

仅供内部参考，请勿外传！

毛利率（%）	64.5	64.9	63.4	64.4	65.3
ROE（%）	7.4	6.2	9.9	10.5	11.2
市盈率	17		12	11	10

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

海澜之家由于团购业务大幅下滑，销售费用率抬升，利润端不及预期。26H1 营收 124.2 亿元，同比增长 7.4%，归母净利润 14.9 亿元，同比下滑 5.9%，扣非归母净利润 14.4 亿元，同比下滑 8.2%。其中，26Q2 营收 57.6 亿元，同比增长 7.1%，归母净利润 5.4 亿元，同比下滑 16.5%，扣非归母净利润 4.9 亿元，同比下滑 23.2%。26H1 拟中期分红 0.27 元/股，现金分红总额 13 亿元，现金分红比例高达 87%。

与主品牌营收联动上涨的销售费用大幅增加，但现金流依旧强劲，保障高分红。26H1 毛利率 46%，同比下滑 0.4pct，期间费用率 29.2%，同比提升 3pct，其中销售费用率同比大增 3pct 至 24.4%，主要系与主品牌收入增长联动的职工薪酬、商场租金、门店装修投入、电商营运费用等增长所致，最终归母净利率 12%，同比下滑 1.7pct。26H1 期末存货 87.9 亿元，同比大降 14.6 亿元，较年初也大降 20.2 亿元，存货周转天数 263 天，同比改善 59.5 天，主要系主品牌销售增长及城市奥莱业务出清部分旧货贡献，促成经营活动现金流净额 26.6 亿元，与上年同期 27.2 亿元相近，强劲现金回笼能力为持续高比例分红提供扎实基础。

性价比服装零售业态矩阵搭建成型，主品牌基本盘稳固，新增长点积极培育，维持“买入”评级。预计 26-28 年归母净利润 20.8/22.6/24.8 亿元，对应 PE 为 14/13/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：可选消费复苏不及预期；存货减值风险；新业务培育不及预期。

表 13：海澜之家财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	21,626	12,420	23,828	26,206	28,898
同比增长率（%）	3.2	7.4	10.2	10.0	10.3
归母净利润（百万元）	2,166	1,488	2,080	2,260	2,480
同比增长率（%）	0.3	-5.9	-4.0	8.7	9.7
每股收益（元/股）	0.45	0.31	0.43	0.47	0.52
毛利率（%）	44.9	46.0	44.7	45.0	45.3
ROE（%）	11.8	8.3	11.3	12.0	12.9
市盈率	13		14	13	12

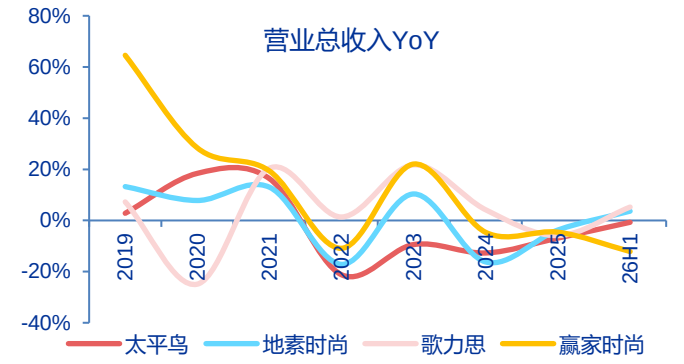
资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

4.2 女装：高端女装表现优异，26H1 释放利润弹性

26H1 女装板块需求持续恢复，高端女装表现优异。行业库存、渠道保有量经过 1-2 年调整，目前均已达到健康状态，板块困境反转确立，利润弹性逐步释放。其中，歌力思表现亮眼，26H1 收入同比增长 5.2%至 14.4 亿元，归母净利润同比增长 18%至 1.0 亿元，扣非归母净利润同比增长 66%至 1.1 亿元，主要得益于多品牌协同发展推动收入良好增长，同时持续加强费用控制、推动降本增效，海外业务亏损继续改善。地素时尚 26H1 收入 11.1 亿元，同比增长 3.6%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 23.2%，扣非净利润 1.77 亿元，同比增长 32.9%，盈利质量持续改善。

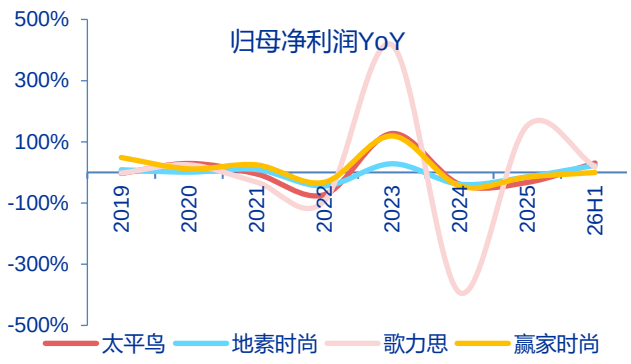
仅供内部参考，请勿外传！

图 17：26H1 女装公司收入呈修复趋势



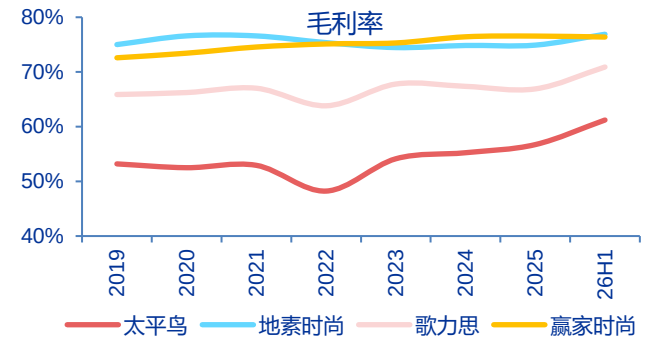
资料来源：Wind，研究

图 18：26H1 女装公司利润普遍同比改善



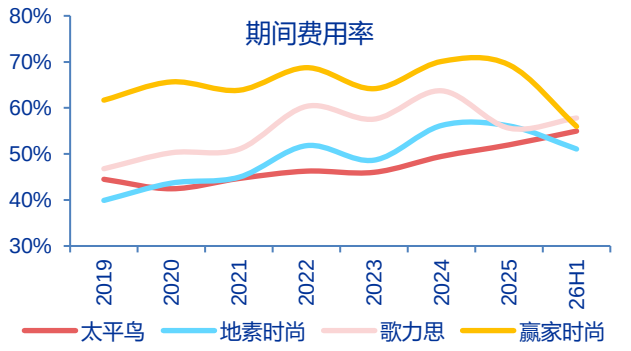
资料来源：Wind，研究

图 19：26H1 女装品牌毛利率呈修复趋势



资料来源：Wind，研究

图 20：26H1 女装品牌费用率表现分化



资料来源：Wind，研究

歌力思 26H1 收入稳健增长，利润表现强劲。26H1 公司收入同比增长 5.2%至 14.4 亿元，其中国内增长 9%；归母净利润同比增长 18%至 1.0 亿元；扣非归母净利润同比增长 66%至 1.1 亿元，扣非净利润增速更高主要因 26Q1 出售部分百秋股权，导致非经常性亏损。26Q2 单季收入增长 3%至 7.0 亿元，其中国内增长 4%，归母净利润增长 35%至 0.6 亿元，好于预期，主要因国内业务内生增长优异，有效弥补海外亏损及百秋投资收益的下降。

主品牌毛利率显著提升，国际品牌增长强劲。1）ELLASSAY 主品牌：26H1 收入 5.3 亿元，同比下降 2%，主要因公司主动收紧控制折扣，虽收入下降，但受益于折扣管控，毛利率同比大幅提升 6.8pct 至 74.3%，经营质量改善，门店净关 19 家至 265 家。**2）Laurèl 品牌：**26H1 收入 2.6 亿元，同比增长 22%，其中线下、线上收入分别同比增长 23%、18%；门店净开 3 家至 93 家；毛利率同比提升 6.1pct 至 70.4%。**3）IRO 品牌：**26H1 收入 3.0 亿元，同比下降 3%，但中国区收入 1.8 亿元，同比增长 21%，其中中国区线下、线上收入分别同比增长 22%、17%，延续强劲势头，门店数量稳定在 97 家，品牌毛利率同比提升 1.8pct 至 58.7%。**4）self-portrait：**26H1 收入 3.2 亿元，同比增长 14%，其中线上收入同比增长 38%；毛利率同比下降 0.5pct 至 81.7%，保持在较高水平，门店稳定在 78 家。

公司以“成为有国际竞争力的高端时装品牌集团”为战略目标，主品牌提质增效成效显现，收购品牌差异化增长潜力逐步兑现。维持盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 2.2/2.6/2.8 亿元，对

仅供内部参考，请勿外传！

应 PE 为 15/12/11 倍。公司国内销售表现亮眼，海外业务 IRO 亏损业务加速处理后，国内表现将更好地转化为业绩，看好业绩弹性加速释放，维持“买入”评级。

风险提示： 行业竞争加剧风险；新品市场表现不及预期；存货增长风险。

表 14：歌力思财务数据及盈利预测

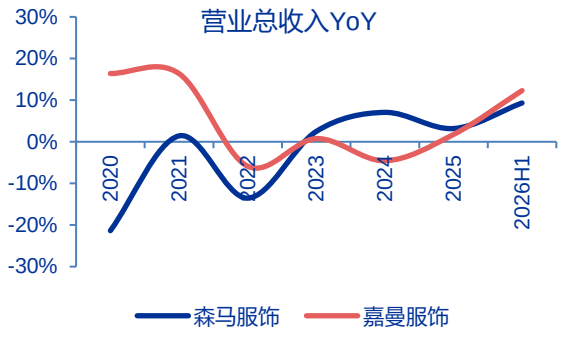
	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2,857	1,443	2,979	3,122	3,281
同比增长率（%）	-5.9	5.2	4.3	4.8	5.1
归母净利润（百万元）	165	100	215	258	283
同比增长率（%）	-	18.2	30.4	20.0	9.6
每股收益（元/股）	0.45	0.28	0.59	0.71	0.78
毛利率（%）	66.9	70.9	70.2	70.3	70.4
ROE（%）	6.3	3.8	7.8	8.8	9.1
市盈率	19		15	12	11

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

5.童装：门店优化等多维并举，经营周期触底修复

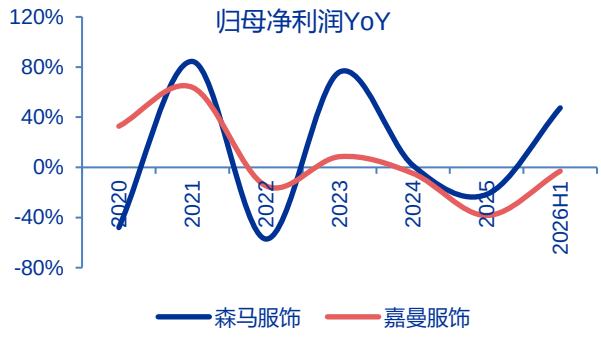
随门店优化等举措推进，经营周期触底修复。森马 26H1 营收 67.2 亿元，同比增长 9.3%，归母净利润 4.8 亿元，同比增长 47.5%，公司线下门店注重运营质量改善，线上投流效果逐步显现，随着提质增效举措持续推进，业绩触底修复。嘉曼 26H1 营收 5.6 亿元，同比增长 12.3%，归母净利润 0.6 亿元，同比下滑 2.9%，期待暇步士成人装和成人鞋业务逐步贡献业绩增量。

图 21：26H1 童装公司营收 YoY



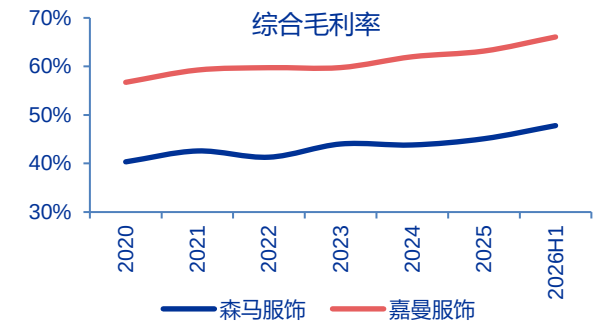
资料来源： Wind，研究

图 22：26H1 童装公司归母净利润 YoY



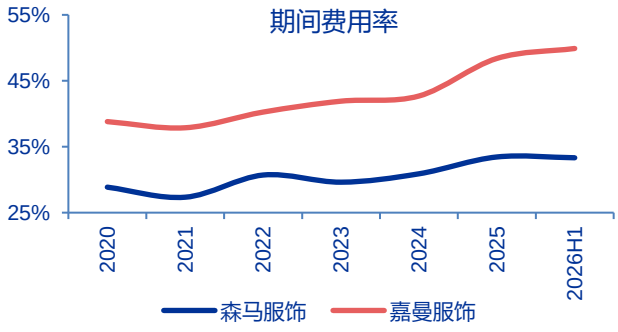
资料来源： Wind，研究

图 23：26H1 童装公司毛利率



资料来源： Wind，研究

图 24：26H1 童装公司费用率



资料来源： Wind，研究

森马服饰 26H1 营收与利润均符合预期。26H1 营收 67.2 亿元，同比增长 9.3%，归母净利润 4.79 亿元，同比增长 47.5%，扣非归母净利润 4.72 亿元，同比增长 59.3%，其中 26Q2 单季营收 32.7 亿元，同比增长 6.6%，归母净利润 1.68 亿元，同比增长 51.7%，扣非归母净利润 1.73 亿元，同比增长 69.1%，低基数之下利润弹性持续释放，符合预期。26H1 拟派发中期现金红利每股 0.15 元，现金分红总额 4.04 亿元，现金分红比例达 84%，公司持续稳定分红回馈股东。

降本增效成效显著，盈利能力显著改善。1）毛利率及净利率稳步提升，期间费用率显著下行。26H1 毛利率 47.8%，同比增长 1.1pct，期间费用率 33.3%，同比下滑 3.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 28.9%/4.7%/1.8%/-2.1%，同比-0.7/-0.5/持平/-1.8pct，公司精细化运营降本增效驱动销售及管理费用率下行，财务费用率大幅下行主要得益于定期存款利息收入同比显著增加，最终归母净利率 7.1%，同比增长 1.8pct。**2）随销售回暖，现金流有所改善。**26H1 期末存货 28.3 亿元，同比减少 14.9%，存货周转天数 154 天，同比减少 33 天，1 年以内/1-2 年存货价值分别占比 67.3%/26.8%，库龄结构保持健康。26H1 经营现金流净额增至 2.7 亿元（去年同期为-2.8 亿元），由负转正，主要系销售收款增加。

中报验证盈利修复弹性，经营质量持续夯实，维持“买入”评级。公司线下门店注重运营质量改善，线上投流及同款同价效果逐步显现，随着提质增效举措持续推进，新一轮增长周期启动。我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润为 11.1/12.1/13.1 亿元（原为 10.0/11.3/12.8 亿元），对应 PE 为 14/13/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏不及预期；出生率下滑；存货管理及跌价风险；供应链成本压力。

表 15：森马服饰财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	15,090	6,722	16,330	17,737	19,265
同比增长率（%）	3.2	9.3	8.2	8.6	8.6
归母净利润（百万元）	892	479	1,109	1,206	1,312
同比增长率（%）	-21.5	47.5	24.3	8.7	8.8
每股收益（元/股）	0.33	0.18	0.41	0.45	0.49
毛利率（%）	45.1	47.8	45.4	45.4	45.4
ROE（%）	7.8	4.2	9.5	10.1	10.8
市盈率	17		14	13	12

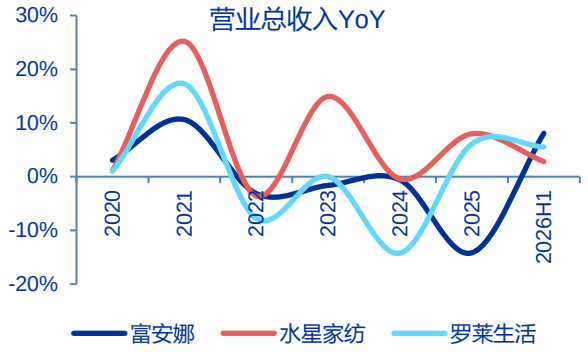
资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

6.家纺：大单品战略推进顺利，业绩表现稳健

大单品战略推进顺利，26H1 家纺公司营收增长。罗莱 26H1 营收 23.0 亿元，同比增长 5.5%，归母净利润 2.49 亿元，同比增长 34.4%；26Q2 营收 11.4 亿元，同比增长 5.2%，归母净利润 1.02 亿元，同比增长 40.5%。水星 26H1 营收 19.8 亿元，同比增长 2.8%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 6.4%；26Q2 营收 10 亿元，同比增长 0.1%，归母净利润 0.45 亿元，同比下滑 12.3%。罗莱、水星大单品战略驱动主力渠道营收、毛利率均扩张，富安娜仍在经营调整中，去库存完毕之后有望迎来修复。

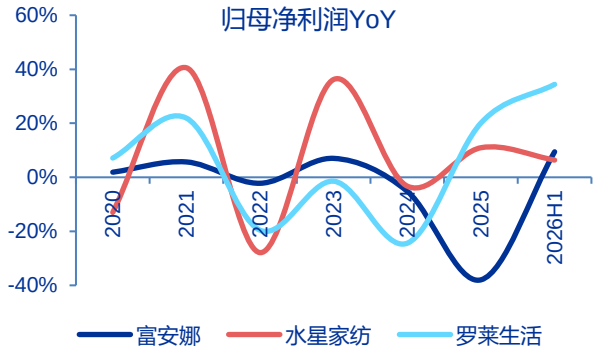
仅供内部参考，请勿外传！

图 25：26H1 家纺公司营收 YoY



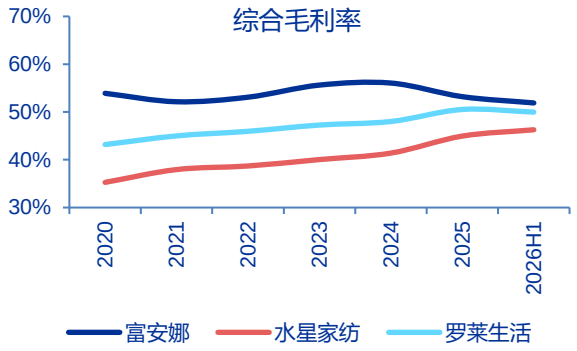
资料来源：Wind，研究

图 26：26H1 家纺公司归母净利润 YoY



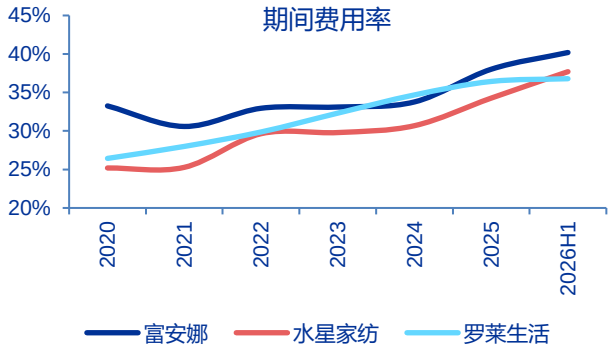
资料来源：Wind，研究

图 27：26H1 家纺公司毛利率



资料来源：Wind，研究

图 28：26H1 家纺公司费用率



资料来源：Wind，研究

罗莱生活 26H1 净利润及中期分红超预期。26H1 营收 23.0 亿元，同比增长 5.5%，归母净利润 2.49 亿元，同比增长 34.4%，扣非归母净利润 2.08 亿元，同比增长 34.9%。其中，26Q2 营收 11.4 亿元，同比增长 5.2%，归母净利润 1.02 亿元，同比增长 40.5%，扣非归母净利润 0.71 亿元，同比增长 47.1%，利润弹性显著。26H1 拟派发中期现金红利 0.28 元/股，现金分红总额 2.34 亿元，现金分红比例高达 94%，彰显优质红利资产本色。

国内家纺主渠道全线增长，美国家具业务实现减亏。1）国内家纺：线上增速领跑，线下渠道恢复净开店。26H1 线上/直营/加盟三大主要渠道营收分别为 8.4/2.1/6.5 亿元，同比增长 13.8%/9.8%/7%，毛利率 57.6%/69.1%/47%，同比提升 2.9/1.3/2pct。26H1 末总门店数 2423 家（较年初净开 12 家），结束过去两年净关店态势，其中直营 393 家（较年初净开 18 家），加盟 2030 家（较年初净关 6 家）。**2）美国家具（莱克星顿）：**营收依旧承压，但同比亏损收窄。26H1 美国业务（莱克星顿）营收 3.6 亿元，同比下滑 9.3%，毛利率 33.7%，同比提升 2.3pct，家具业务归母净亏损 2172 万元，较上年同期归母净亏损 2875 万元有所收窄，我们预计美元汇率贬值对海外业务减亏也有一定贡献。

仅供内部参考，请勿外传！

公司连续 21 年（2005-2025）位居床上用品市场综合占有率第一，维持“买入”评级。考虑大单品带动盈利提升效果显著，我们主要上调各渠道毛利率，因此上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 6.2/6.8/7.5 亿元（原为 6.0/6.6/7.4 亿元），对应 PE 为 15/13/12 倍，属于优质的稳定增长型红利资产，维持“买入”评级。

风险提示：国内消费及地产复苏不及预期；家纺行业竞争加剧；美国家具业务表现不及预期。

表 16：罗莱生活财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,839	2,302	5,104	5,438	5,795
同比增长率（%）	6.1	5.5	5.5	6.6	6.6
归母净利润（百万元）	520	249	621	683	752
同比增长率（%）	20.1	34.4	19.4	10.1	10
每股收益（元/股）	0.63	0.3	0.74	0.82	0.9
毛利率（%）	50.5	50	52.2	52.9	53.7
ROE（%）	12.4	6.1	14.4	15.6	16.9
市盈率	18		15	13	12

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

水星家纺 26H1 利润端低于预期。1）26H1 营收 19.8 亿元，同比增长 2.8%，主要是线上、团购业务增长带动，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 6.4%，扣非归母净利润 1.26 亿元，同比增长 22.2%，非经常性损益主要系政府补助 2304 万元。单季看，26Q2 营收 10 亿元，同比略增 0.1%，归母净利润 0.45 亿元，同比下滑 12.3%，扣非归母净利润 0.37 亿元，同比增长 38.3%，26Q2 多雨天气影响线下零售，利润端低于预期。**2）**26H1 末货币资金、交易性金融资产合计超 12 亿元，资金实力雄厚，奠定持续高分红。公告拟中期分红 0.2 元/股，派发现金红利 5177 万元，现金分红比例 34.5%。

受益于“大单品”结合“爆款群”的产品模式，毛利率持续扩张。功能性家纺产品成为行业增长的核心引擎，公司坚持以睡眠科技为核心，围绕“雪糕被”、“人体工学枕”、“蚕丝被”等战略大单品集中资源，科技睡眠产品矩阵升级，供应链效率优化，渠道业态融合，打造“单品即品类、品类即品牌”的用户认知，并形成以点带面、辐射全品类的带动效应。26H1 毛利率 46.3%，同比提升 2.4pct，期间费用率 37.7%，同比提升 1pct，其中销售费用率 30.8%，同比提升 1.3pct，最终归母净利率 7.6%，同比提升 0.25pct。

高性价比科技家纺品牌，大单品成系列迭代，战略成效逐步转化，维持“买入”评级。考虑到大单品要求配套营销投入，以及线下复苏节奏，我们主要下调线下营收增速、上调销售费用率，因此下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 4.4/4.9/5.5 亿元（原为 4.7/5.2/5.8 亿元），对应 PE 为 10/9/8 倍，仍在家纺板块中估值较低，维持“买入”评级。

风险提示：国内零售恢复低于预期；家纺大单品竞争加剧；电商增长红利衰退。

表 17：水星家纺财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,528	1,976	4,744	5,081	5,450
同比增长率（%）	8	2.8	4.8	7.1	7.3

仅供内部参考，请勿外传！

归母净利润（百万元）	407	150	441	490	546
同比增长率（%）	11	6.4	8.5	11	11.5
每股收益（元/股）	1.58	0.58	1.68	1.87	2.08
毛利率（%）	45	46.3	47.1	48.2	49.4
ROE（%）	13	4.9	13.3	13.7	14.3
市盈率	11		10	9	8

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

富安娜 26H1 营收利润均低于预期。26H1 营收 11.8 亿元，同比增长 8.1%，归母净利润 1.16 亿元，同比增长 9.4%，扣非归母净利润 0.96 亿元，同比增长 3.4%。单季看，26Q2 营收 5.7 亿元，同比增长 2.1%，归母净利润 0.52 亿元，同比增长 3.1%，扣非归母净利润 0.35 亿元，同比下滑 19.7%，公司仍处于主动去库存调整，营收、净利润低于预期。

毛利率收缩，但严格费用管控，保持净利率总体平稳。26H1 毛利率 51.9%，同比下滑 1.7pct，期间费用率 40.2%，同比降低 2.2pct，其中销售/管理/研发费用率全面下降，分别改善 0.8/0.9/0.7pct，最终归母净利率 9.9%，同比略增 0.1pct。公司持续优化库存结构，加强线上精细化运营与线下渠道协同，强化费用管控，推动经营质量稳步提升。

公司资产质量优秀，去库存调整完毕之后有望迎来修复，维持“增持”评级。考虑到公司去库存进度及经营改善节奏，我们主要下调加盟渠道营收增速，以及各渠道毛利率，因此下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 3.5/3.7/4.0 亿元（原为 4.0/4.5/5.1 亿元），对应 PE 为 15/14/13 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内零售恢复低于预期；行业竞争加剧；商品房住宅销售不达预期。

表 18：富安娜财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	2,585	1,179	2,752	2,897	3,046
同比增长率（%）	-14.2	8.1	6.4	5.3	5.1
归母净利润（百万元）	336	116	351	374	403
同比增长率（%）	-38	9.4	4.2	6.7	7.6
每股收益（元/股）	0.4	0.14	0.42	0.45	0.48
毛利率（%）	53.2	51.9	51.9	51.8	51.7
ROE（%）	9.1	3.3	9.4	9.9	10.5
市盈率	15		15	14	13

资料来源：公司公告，研究；注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本，市盈率按照 2026/9/10 收盘价计算

7.投资分析意见

服装家纺板块：26H1 服装零售持续回暖，高端化与差异化景气更优，K 型分化延续。具备稀缺品牌内涵、高品牌势能、差异化产品矩阵的品牌更能跑赢行业，中高端品牌、户外运动品类相对更优。**关注：①中高端服饰：**比音勒芬/江南布衣/歌力思/地素时尚，建议关注报喜鸟/锦泓集团；**②高性能户外：**安踏体育/李宁/361 度/波司登，建议关注奔赴自然（已递交招股书）；**③睡眠经济：**罗莱生活/水星家纺/富安娜。

仅供内部参考，请勿外传！

纺织制造板块：看好上游涨价品种，关注运动制造复苏。棉花、澳毛等原材料均在涨价周期中，低价库存储备充裕的纱线、毛纺公司在 26H1 利润弹性显现，随价格持续传导，后续季度利润弹性仍将持续释放。中游代工在原材料价格上涨、订单偏弱、汇兑影响下，短期承压，须等待明确的改善拐点。**关注：①上游涨价周期：**优质毛纺公司/百隆东方；②**运动制造产业链：**伟星/申洲/华利/晶苑。

表 19：纺织服装行业估值比较表

板块	证券代码	公司简称	当前股价	总市值	归母净利润（亿元）			PE			评级
			2026/9/10	（亿元）	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
运动服饰	2020.HK	安踏体育	72.05	2,015	159.6	160.7	176.6	11	11	10	买入
	2331.HK	李宁	13.06	338	22.0	25.7	28.6	13	11	10	增持
	1368.HK	特步国际	3.37	95	11.4	12.0	12.9	7	7	6	买入
	1361.HK	361 度	4.43	96	14.4	15.7	17.0	6	5	5	买入
	6110.HK	滔搏	1.04	64	10.6	9.0	10.0	5	6	5	增持
大众服饰	600398.SH	海澜之家	6.00	288	20.8	22.6	24.8	14	13	12	买入
	002563.SZ	森马服饰	5.72	154	11.1	12.1	13.1	14	13	12	买入
中高端服饰	3998.HK	波司登	4.36	511	42.7	45.7	48.5	10	10	9	买入
	3306.HK	江南布衣	21.00	112	9.8	10.6	11.4	10	9	8	买入
	002832.SZ	比音勒芬	25.67	147	7.5	9.4	11.4	20	16	13	买入
	002154.SZ	报喜鸟	4.08	60	4.8	5.3	5.9	12	11	10	买入
	603587.SH	地素时尚	12.90	61	3.1	3.4	3.7	20	18	17	增持
	603808.SH	歌力思	8.64	31	2.2	2.6	2.8	15	12	11	买入
	3709.HK	赢家时尚	4.61	33	4.6	4.9	5.1	6	6	5	增持
	301276.SZ	嘉曼服饰	17.69	23	1.7	2.0	2.2	13	12	10	买入
家纺	002293.SZ	罗莱生活	10.94	92	6.2	6.8	7.5	15	13	12	买入
	002327.SZ	富安娜	6.21	52	3.5	3.7	4.0	15	14	13	增持
	603365.SH	水星家纺	16.55	43	4.4	4.9	5.5	10	9	8	买入
纺织制造	2313.HK	申洲国际	35.26	530	43.8	58.8	64.8	10	8	7	增持
	300979.SZ	华利集团	32.68	381	23.9	30.0	36.9	16	13	10	增持
	0551.HK	裕元集团	13.09	210	2.4	2.7	3.1	11	10	9	增持
	2232.HK	晶苑国际	6.74	192	2.6	2.8	3.1	10	9	8	增持
	300888.SZ	稳健医疗	29.07	169	9.0	10.5	11.9	19	16	14	买入
	002003.SZ	伟星股份	11.59	138	7.3	8.4	9.5	19	16	14	买入
	603558.SH	健盛集团	12.13	42	4.1	4.4	4.8	10	9	9	买入
	605080.SH	浙江自然	23.32	33	2.1	2.5	2.8	16	13	12	-
	300577.SZ	开润股份	19.98	48	3.8	4.4	5.0	13	11	10	增持
	603055.SH	台华新材	9.29	83	7.3	8.3	9.4	11	10	9	-
	601339.SH	百隆东方	7.42	111	10.0	11.5	13.3	11	10	8	买入
	605189.SH	富春染织	13.76	33	2.4	2.3	2.6	13	14	13	-
跨境电商	300866.SZ	安克创新	129.32	749	36.2	42.8	51.7	21	18	14	买入

资料来源：Wind，研究；注：　1）裕元、晶苑的股价、市值为港元，归母净利润单位为美元，其他港股股价、市值单位为港元，归母净利润单位为人民币，计算 PE 过程中按相关汇率换算；2）波司登、滔搏 26-28E 对应 FY27-29；3）有评级者对应预测，无评级者对应　Wind 一致预期

仅供内部参考，请勿外传！

8.风险提示

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

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

仅供内部参考，请勿外传！

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

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

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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

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

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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