纺织服装中报总结暨四季度策略

紧握品牌景气方向，留意制造反转信号

行业研究 · 行业投资策略

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：丁诗洁
0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

证券分析师：刘佳琪
010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心观点

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造。1）**行情回顾：**三季度至今纺服指数跑赢大盘，纺织制造好于品牌服饰，7月市场风格切换，资金从前期芯片等主力板块流入低估值、基本面确定性强的消费板块标的，纺服标的股价普涨。8月行情转由中报业绩主导，资金配置从板块普涨阶段逐步收敛，进一步聚焦于基本面确定性较强的绩优标的；2）**行业数据：**1-7月服装社零累计同比+5.8%，除7月首次出现负增长外，其余月份均好于整体社零；中国与越南鞋服出口在关税与地缘冲突扰动下震荡，但中国鞋服出口7月趋势向好，关税正逐步趋稳，原材料价格回调后重新开始上涨。

中报总结：品牌韧性强于制造，二季度制造环比改善。 2026年上半年品牌好于制造，行业延续内需温和复苏、外需承压、强分化格局。运动户外呈"大众运动存量竞争、专业细分高景气"，多品牌与户外驱动的龙头领跑、专业小众品牌高增，安踏体育和三夫户外业绩表现优异；休闲服饰内部分化明显，高端及差异化品牌脱颖而出，比音勒芬延续高增，报喜鸟、森马服饰业绩弹性释放；家纺量稳利升、头部集中，睡眠经济与功能性大单品成核心引擎，罗莱收入和盈利端均领跑行业，同时兼具高分红属性；代工制造受品牌订单谨慎、汇率、关税及新厂爬坡拖累普遍承压，但二季度环比改善趋势明确；纺织材料在涨价传导与订单景气下盈利分化、优质标的高增。

下半年展望：品牌趋稳，制造拐点渐近。 品牌端趋势整体趋稳，虽7月服装消费疲弱，8月又现恢复迹象；内部分化，高端消费韧性延续；家纺进入秋冬旺季以及伴随下半年大单品迭代推新，有望延续增长态势。制造端在关税明朗、原材料趋稳、下游补库修复下环比改善可期，收入端有望率先恢复，客户结构差异是业绩分化核心，龙头估值处历史底部、有望迎来基本面与估值双升。

核心观点

主线一——高端服饰消费韧性强、景气度高。高端消费自2025下半年以来全面复苏且持续加速。晴雨表端，恒隆内地商场租户销售额从24Q3的-18%谷底回升至26Q1的+24%，26Q2仍保持+9%，华润万象生活2025年零售额同比+23.7%、重奢同店增速由+1.8%升至+15.3%，2026H1重奢同店+11.0%继续领先；奢侈品端，2025Q3为全球行业转折点，2026上半年复苏加速确认，大中华区由拖累项变为核心增长引擎，LVMH、爱马仕亚太维持正增，开云降幅显著收窄，昂跑、亚玛芬、Ralph Lauren等轻奢品牌增长领先。运动户外服饰呈“越贵越买”格局，26H1运动户外服装均价上涨19.5%（主要由高价品牌份额提升驱动），头部品牌“量价齐升”、溢价能力凸显；运动鞋则多数品牌降价、唯高价品牌高增。中高端定价、细分场景挖掘与差异化产品创新能力强的品牌有望脱颖而出。

主线二——睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息。2024年以来家纺行业增长逻辑发生变革，以亚朵深睡枕为起点，大单品成为品牌核心增长引擎，依托睡眠健康需求与精准营销打造行业爆品。电商三平台床品份额中，亚朵迅速从2021年的0.1%提升至2025年的5.7%，2026H1更是凭借显著好于大盘的增速，份额提升至10.1%；水星、罗莱电商份额位列第二第三，并推出枕头、床笠、被子等大单品，验证大单品逻辑奏效，头部品牌均价持续向上。家纺龙头业绩稳健、盈利能力强、现金流充裕，罗莱、富安娜2025年分红率99%/95%，股息率约5%-8%，兼具成长性与高股息防御属性，攻守兼备。

主线三——关税趋稳，原材料价格回调后再上升，优选份额与效率向上的制造龙头。全球品牌客户终端需求整体稳健、库存压力缓解，最新一季度业绩北美多数品牌正增长、大中华多数品牌也保持较快增长，2026Q2海外重点品牌库销比同比改善、库存处于低位。关税端呈现企稳信号，今年有望下降且部分品牌已收到关税返还；原材料价格在年初涨价后开始回调，但近期再次出现上升趋势，OEM企业盈利稳定性面临挑战。制造台企Q2增速较Q1改善，但7月表现分化，随着品牌补库和新品拉货的带动，大部分企业预期下半年营收整体好于上半年。

核心观点

风险提示：宏观经济与消费需求疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动；品牌竞争格局恶化。

投资建议：关注三大主线，高端服饰、高股息家纺、优质制造。

主线一 高端服饰消费：定价能力强、差异化突出的高端服饰及户外品牌具备α。重点推荐**安踏体育**——高端品牌增速领先、利润占比提升，多品牌矩阵驱动成长；**比音勒芬**——经营拐点已至、主品牌年轻化叠加渠道扩张，正向杠杆带动利润弹性；**三夫户外**——品牌化转型进入兑现期，X-BIONIC放量+历史包袱出清带动盈利能力释放；**江南布衣**——设计驱动的品牌护城河展现经营韧性+高股息。

主线二 高股息家纺龙头：稳健增长叠加高分红，攻守兼备。重点推荐**罗莱生活**——爆品策略与渠道优化持续显效，业绩双位数增长叠加95%以上高分红；推荐**富安娜**——大单品驱动电商双位数增长，盈利稳健高分红；建议关注**水星家纺**——紧跟大单品趋势、线上布局领先。

主线三 优质制造龙头：承压后进入拐点，客户优质、运营高效、分红吸引力强。重点推荐**华利集团**——运动鞋制造龙头，下半年预期订单企稳、毛利率有望逐季回升，分红数额同比维持下股息率超8%；推荐**申洲国际**——下游订单下半年趋稳，龙头估值底部、改善拐点可期，60%分红率下股息率超7%；推荐**伟星股份**——辅料龙头效率领先、订单与份额稳健提升，全年10%营收增长目标确定性强；推荐**开润股份**——服装代工表现超预期，印尼产能布局具备天然优势；建议关注**晶苑国际**——核心客户优衣库、阿迪达斯业绩表现强劲、人效提升带动盈利改善。

核心观点

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：重点公司盈利预测及投资评级

代码A	公司名称	投资评级	昨收盘（人民币元）	总市值（亿人民币元）	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E
02331	安踏体育	优于大市	65.0	1834	4.86	5.70	5.80	13.38	11.41	11.21
002832	比音勒芬	优于大市	25.9	148	0.96	1.31	1.64	26.88	19.79	15.86
002780	三夫户外	优于大市	14.1	23	0.32	0.67	0.97	43.76	20.93	14.60
03306	江南布衣	优于大市	17.5	94	1.74	1.85	1.97	10.04	9.46	8.89
002293	罗莱生活	优于大市	11.4	96	0.62	0.74	0.79	18.30	15.39	14.41
002327	富安娜	优于大市	6.3	52	0.40	0.43	0.49	15.67	14.47	12.76
300979	华利集团	优于大市	32.5	379	2.75	1.97	2.49	11.83	16.48	13.04
02313	申洲国际	优于大市	31.3	474	3.88	3.04	3.67	8.07	10.28	8.53
002003	伟星股份	优于大市	12.0	143	0.54	0.61	0.69	22.21	19.87	17.47
300577	开润股份	优于大市	20.1	48	1.38	1.58	1.74	14.57	12.73	11.56

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

01 2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

02 中报总结：内需温和复苏、外需承压明显

03 主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

04 主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

05 主线三：关税趋稳，原材料价格回调后再上升，优选份额与效率向上的制造龙头

06 投资建议：关注三大主线，高端服饰、高股息家纺、优质制造

07 风险提示

目录

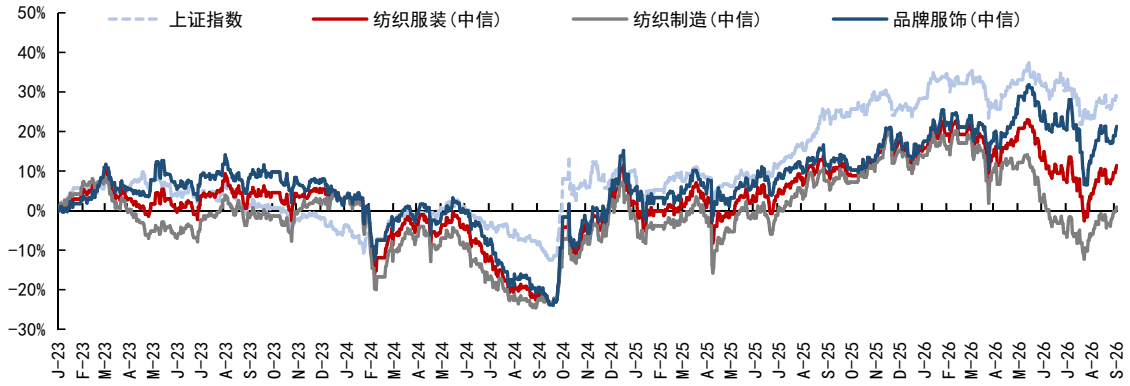
01 2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

一、行情回顾：纺服指数走势均弱于大盘，品牌服饰好于纺织制造

- 2026年至今（9月1日），纺织服装走势弱于大盘，沪深300累计下降0.4%，纺服指数下降3.9%。走势上，1月下旬纺织服装受春节消费预期催化，一度反超大盘近4个百分点；但2月底至3月，纺织服装表现明显弱于大盘，两者差距一度扩大至17个百分点；4月后大盘整体回暖，纺织服装持续震荡走低；7月大盘开始下滑，但纺织服装下滑幅度更大，7月下旬至今大盘基本保持平稳，纺织服装回暖，两者差距逐步缩小。
- 具体而言，品牌服饰表现优于纺织制造，截至9月1日，品牌服饰累计上涨3.2%，而纺织制造累计下跌11.5%。1月至2月中旬，两者曾同步升高，但自3月起纺织制造受制于上游原材料成本高企、外需订单疲软，持续震荡走低；而品牌服饰基本面和股价韧性相对更强；7月份开始两者均有明显下降但品牌服饰降幅更大，8月至今两者均出现回升态势，且品牌服饰回升幅度更大。
- 2026年至今（9月1日），港股纺织服装走势弱于大盘，恒生指数累计下跌1.2%，而纺织服装指数累计下跌18.2%。走势上，1月下旬恒指短暂冲高，纺织服装同步小幅反弹；2月至3月两者同步回落；5月至6月，两者同步下行走低；7月至今恒生指数回升，纺织服装基本保持稳定。

图：A股大盘与板块指数2023年初至今行情走势



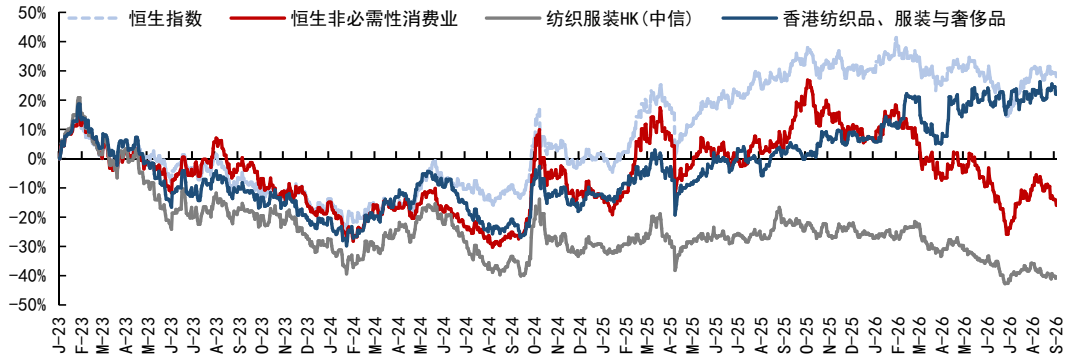
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现（截至9月1日）

市场	代码	指数	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
A股	CI005017.WI	纺织服装(中信)	0.7%	7.3%	3.2%	-1.9%	-7.3%	-3.9%
	CI005185.WI	纺织制造(中信)	0.8%	7.2%	7.3%	-2.1%	-14.3%	-11.5%
	CI005821.WI	品牌服饰(中信)	0.7%	7.5%	0.0%	-1.8%	-0.9%	3.2%
	000300.SH	沪深300	-0.3%	1.7%	-7.1%	-5.5%	-2.2%	-0.4%
	000001.SH	上证指数	-0.2%	4.8%	-2.6%	-2.0%	-4.7%	0.3%
港股	HSCICD.HI	恒生综合行业指数-非必需性消费	-2.1%	-3.8%	12.6%	-5.3%	-15.9%	-20.7%
	CIHK5017.WI	纺织服装HK(中信)	0.8%	-8.0%	1.4%	-9.1%	-22.1%	-18.2%
	887160.WI	Wind香港纺织服装III	-0.1%	1.1%	3.0%	-0.4%	6.4%	15.3%
	HSI.HI	恒生指数	-0.9%	-1.1%	11.7%	1.5%	-1.9%	-1.2%
美股	DJI.GI	道琼斯工业平均	-0.8%	1.9%	1.7%	4.2%	8.8%	9.8%
	IXIC.GI	纳斯达克指数	-1.0%	5.0%	0.6%	-2.2%	15.9%	12.3%
	SPX.GI	标普500	-0.7%	3.3%	2.5%	1.4%	11.7%	11.5%
	S5COND.SPI	标普500可选消费	-1.9%	6.0%	0.7%	-4.1%	4.7%	-2.3%
台股	TWII.TW	台湾加权指数	1.8%	15.5%	0.0%	3.1%	31.4%	62.1%
	TW50.TW	台湾50	2.0%	14.3%	0.0%	2.8%	32.6%	66.9%
	TWSE008.TW	台湾纺织指数	2.0%	0.0%	-2.0%	2.3%	-10.0%	-3.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：港股大盘与板块指数年2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

国信证券 GUOSEN SECURITIES

二、纺服公司行情回顾：

- 部分关注公司中年初以来涨幅领先的包括：比音勒芬（73.6%）/百隆东方（47.5%）/天虹国际（37.6%）/伟星股份（19.9%）/罗莱生活（17.4%）/健盛集团（13.5%）/森马服饰（13.3%）/晶苑国际（12.2%）/报喜鸟（11.8%）/歌力思（6.9%）/台华新材（4.9%）/新澳股份（4.5%）/江南布衣（4.4%）/海澜之家（4.0%）。

- **品牌服饰和家纺方面：**比音勒芬2026年上半年收入增长24%且二季度增长提速，全年预期业绩反弹力度大，带动股价上升；罗莱生活受益于上半年亮眼业绩及全年稳健的业绩预期和高分红，带动股价上升；森马服饰主要由巴拉巴拉等品牌及多渠道带动，上半年利润增速亮眼，叠加稳定分红，推动股价上升；

- **纺织制造方面：**百隆东方上半年产品销量稳步攀升，二季度收入利润增长提速，且订单储备充足，带动股价上升；天虹国际主要受益于棉价上涨、毛利率改善、业绩弹性大；伟星股份上半年接单回暖、收入利润恢复双位数增长，带动股价上升。

- 8月行情由中报业绩主导，资金从7月的板块普涨收敛至基本面确定性强的绩优标的，其中涨幅居前的包括：宝胜国际（27.4%）/开润股份（17.6%）/歌力思（14.4%）/七匹狼（14.2%）/伟星股份（10.3%）/南山智尚（9.9%）/晶苑国际（9.0%）/台华新材（8.7%）/地素时尚（8.7%）。

图：A股部分上市公司行情表现（截至9月1日）

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
大众休闲	002563.SZ	森马服饰	1.5%	-7.2%	17.1%	7.7%	11.0%	13.3%
	600398.SH	海澜之家	-0.8%	-5.4%	13.8%	4.4%	0.5%	4.0%
	603877.SH	太平鸟	1.7%	-8.0%	7.3%	3.1%	-15.4%	-9.1%
	002029.SZ	七匹狼	2.5%	14.2%	20.2%	6.9%	-16.7%	-14.7%
	601566.SH	九牧王	10.0%	3.1%	5.3%	-26.0%	-20.9%	-25.1%
	002293.SZ	罗莱生活	1.0%	1.6%	15.9%	15.3%	14.9%	17.4%
	002327.SZ	富安娜	0.8%	-3.9%	6.7%	-1.8%	-2.5%	0.7%
	300888.SZ	稳健医疗	1.6%	-4.9%	5.2%	0.5%	-15.2%	-20.2%
高端时尚	002832.SZ	比音勒芬	-1.1%	-1.6%	23.0%	34.0%	59.9%	73.6%
	002154.SZ	报喜鸟	1.2%	5.2%	14.6%	-0.5%	8.2%	11.8%
	603808.SH	歌力思	-0.3%	14.4%	20.7%	0.7%	-6.9%	6.9%
	603587.SH	地素时尚	2.1%	8.7%	18.2%	3.6%	2.6%	0.4%
	603839.SH	安正时尚	0.1%	8.2%	19.1%	0.7%	-12.8%	-15.8%
制造出口	601339.SH	百隆东方	2.4%	-1.3%	18.9%	12.1%	16.6%	47.5%
	000726.SZ	鲁泰A	1.0%	0.0%	10.1%	1.6%	-18.9%	-12.9%
	603055.SH	台华新材	2.3%	8.7%	21.6%	10.7%	0.1%	4.9%
	300577.SZ	开润股份	2.0%	17.6%	34.2%	15.1%	-2.9%	-5.0%
	603558.SH	健盛集团	1.0%	-4.9%	10.9%	5.9%	6.4%	13.5%
	300979.SZ	华利集团	0.5%	-9.0%	12.1%	-2.4%	-27.9%	-31.2%
	002003.SZ	伟星股份	1.7%	10.3%	42.4%	30.5%	22.9%	19.9%
	300918.SZ	南山智尚	0.2%	9.9%	-0.7%	-13.9%	-33.9%	-42.5%
	603889.SH	新澳股份	2.2%	3.3%	17.0%	3.6%	-11.9%	4.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：港股部分上市公司行情表现（截至9月1日）

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
大众休闲	3998.HK	波司登	0.6%	-8.3%	5.4%	6.2%	-6.0%	1.8%
	1234.HK	中国利郎	-0.2%	-9.8%	-7.9%	-12.8%	-1.6%	-2.6%
高端时尚	3306.HK	江南布衣	0.3%	-6.1%	14.7%	3.0%	-7.7%	4.4%
	1913.HK	普拉达	-1.7%	8.2%	3.3%	11.8%	-2.1%	-6.6%
	1910.HK	新秀丽	0.4%	-13.4%	-10.4%	-10.7%	-30.9%	-34.8%
	3709.HK	赢家时尚	-3.8%	-6.7%	3.5%	-10.1%	-23.3%	-32.6%
体育用品	2020.HK	安踏体育	0.8%	-2.4%	9.4%	2.5%	-5.0%	-1.4%
	2331.HK	李宁	-1.8%	-10.7%	-7.4%	-24.0%	-37.0%	-27.2%
	6110.HK	滔搏	1.8%	-6.4%	-27.4%	-54.9%	-59.6%	-55.8%
	3813.HK	宝胜国际	0.0%	27.4%	14.5%	1.3%	-9.3%	-15.1%
	1368.HK	特步国际	2.3%	-3.2%	-2.4%	-13.4%	-28.4%	-27.7%
	1361.HK	361度	-0.1%	-0.3%	17.6%	2.3%	-12.7%	-20.3%
	3818.HK	中国动向	0.0%	-5.4%	-13.1%	-32.1%	-44.2%	-39.8%
制造出口	2313.HK	申洲国际	4.2%	-20.6%	-10.8%	-22.4%	-41.8%	-38.7%
	0551.HK	裕元集团	-0.7%	-5.0%	9.7%	-2.3%	-22.2%	-10.9%
	2232.HK	晶苑国际	3.2%	9.0%	23.9%	20.8%	-1.3%	12.2%
	2678.HK	天虹国际集团	1.3%	-7.8%	4.7%	-1.0%	-0.5%	37.6%
	1836.HK	九兴控股	-0.6%	-14.6%	0.1%	-6.2%	-11.4%	-12.1%
	1382.HK	互太纺织	0.5%	-2.0%	12.8%	-13.4%	-26.0%	-22.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

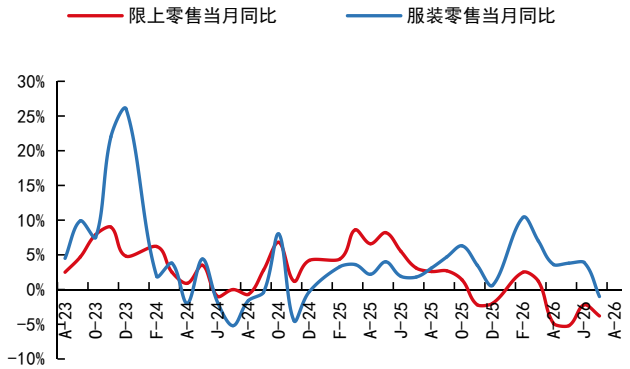
三、服饰品牌零售数据：服装零售累计表现均好于整体社零，线上表现与全渠道基本一致

- **今年7月，服装零售首次出现负增长，但年初至今累计仍好于整体社零。**1-7月服装社零累计同比增长5.8%，单7月同比下滑1.0%。今年服装社零增长在年初冲高后持续回落，2025年第一季度基数相对平稳（3月3.6%、4月2.2%、5月4.0%），而今年并未借助低基数实现加速增长，反而逐月降温，反映终端消费动能有所减弱。1-2月受春节错位影响，同比增长10.4%；3月增速回落至7.0%；4月在社零大盘整体转弱（限上零售当月同比-4.9%）的背景下，服装社零仍保持3.6%的正增长，韧性优于大盘；5月/6月增速微升至3.8%/3.9%；7月出现首次下跌，同比下滑1.0%。

- **穿类线上零售表现与服装零售整体表现基本一致。**今年1-7月穿类实物商品网上零售累计同比增长4.6%，略低于服装社零累计同比；分月度看，线上销售在前3月保持双位数增长，4月增速弱于服装社零，5月线上增长提速后，6、7月增速逐月下滑。

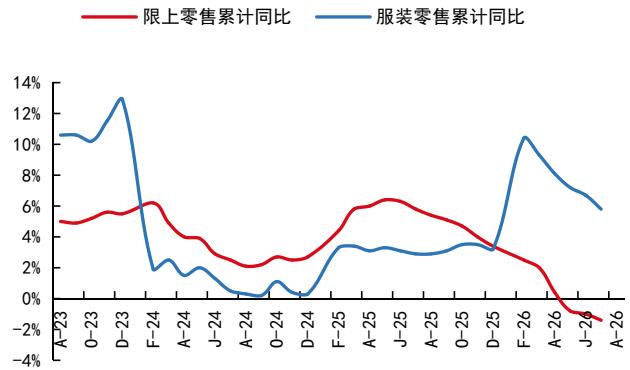
- 7月天猫京东平台服装品类销售额表现分化，女装、男装、童装、运动服和运动鞋分别同比+1.1%、-10.1%、+5.1%、+5.6%、-2.6%。

图：限上整体与服装零售额当月同比



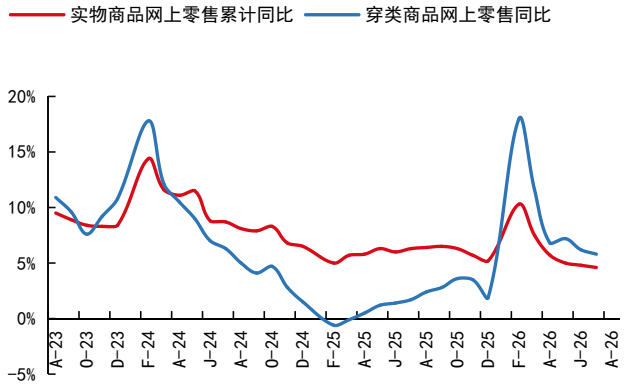
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限上整体与服装零售额累计同比



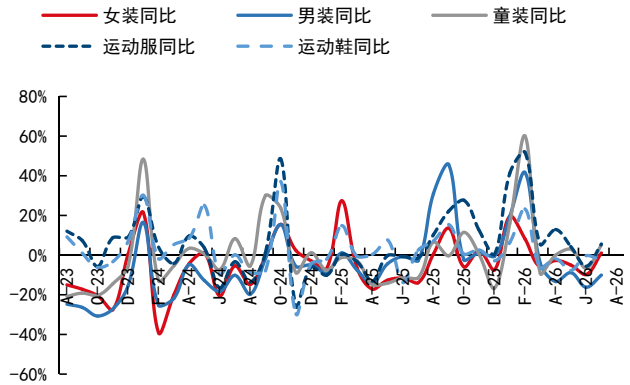
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：天猫京东线上当月销售额同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

四、服饰品牌电商数据：户外表现领先，家纺增速放缓

- **运动服饰：**运动服饰先上升后下降，1月微降1%、2月同比增长29%，随后逐月回落，5月转负至-3%，6月回升至6%，但7月再次转负至-16%。具体品牌而言，亚瑟士1-7月持续增长，且前6个月增速均达双位数；威尔胜增速虽逐月收窄，但最新月份增速仍保持双位数；阿迪达斯自2月起增速均超双位数。

- **户外服饰：**户外服饰走势与运动类似，但表现较运动服饰更好，2月同比增长37%，5月转负至-8%，6月回升至8%，7月再次转负至-14%。具体品牌而言，凯乐石除5月个位数增长外，其余月份持续高增（+26%至+56%）；三夫X各月份均保持同比双位数正增长，骆驼、伯希和、迪卡侬1-6月保持正增长，但7月均同比转负。

- **休闲服饰：**休闲服饰表现较弱，3月同比-18%且4-7月持续负增长，7月仍为-9%。具体品牌而言，比音勒芬持续高速增长（+101%至+453%）；利郎、江南布衣各月表现同样优异；优衣库2月起增速均超19%；地素1-7月均保持同比正增长。

- **家纺：**家纺今年电商在高基数基础上表现承压，各月均为负增长且3-5月、7月同比跌幅均超20%，7月为-27%。具体品牌而言，亚朵星球表现亮眼，1-7月均保持两位数增长；水星家纺、南极人较为承压，1-7月持续负增长；罗莱家纺3、4月下滑明显，但5月增速转正，6月双位数增长，但7月下滑超20%。

- **个护：**个护整体平稳偏弱，各月增速在-6%至+4%之间波动。具体品牌而言，淘淘氧棉、七度空间、维达、洁柔1-7月均保持同比正增长；全棉时代自1月小幅下滑后，连续4个月保持双位数增长，但6、7月表现不佳，均双位数下滑。

图：2026年月度天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况

销售额（百万元）	26M3	26M4	26M5	26M6	26M7
运动服饰	10,127	9,294	14,504	10,918	7,474
品牌					
耐克	993	792	1,247	816	538
阿迪达斯	1,093	908	1,541	1,243	613
斐乐	932	677	1,443	1,033	427
李宁	936	665	1,045	837	572
安踏	677	573	1,050	874	481
露露乐蒙	604	330	549	331	155
特步	283	255	392	290	248
361°	205	200	236	180	169
鸿星尔克	162	181	216	168	158
乔丹体育	101	138	179	145	103
亚瑟士	214	223	473	218	131
斯凯奇	188	187	254	174	118
新百伦	133	130	301	182	65
彪马	150	116	183	179	78
迪桑特	157	201	321	228	131
索康尼	28	35	64	45	31
威尔胜	27	27	45	38	35
户外服饰	3,593	3,964	5,672	4,297	2,998
品牌					
骆驼	689	537	622	456	347
凯乐石	290	264	251	206	188
蕉下	252	452	592	688	426
伯希和	236	215	212	205	101
北面	122	116	223	154	52
可隆	193	154	197	166	94
始祖鸟	216	151	251	161	80
哥伦比亚	50	53	74	60	30
迪卡侬	152	318	256	220	150
三夫X	16	21	29	31	12
休闲服饰	28,481	34,807	42,329	37,277	31,897
品牌					
优衣库	449	490	633	420	251
波司登	404	178	152	216	180
鸭鸭	394	175	1	28	57
雪中飞	158	78	50	33	61
海澜之家	226	246	365	513	160
太平鸟	150	141	127	102	85
森马	57	75	98	63	57
地素	42	64	85	70	55
维尼熊	117	121	138	112	81
江南布衣	99	121	115	136	119
歌力思	15	35	43	41	31
比音勒芬	33	74	127	117	56
利郎	84	125	106	71	45
哈吉斯	42	48	76	46	17
家纺	7,745	8,694	11,105	8,592	7,199
品牌					
亚朵星球	292	389	674	515	372
水星家纺	139	200	225	166	117
洁丽雅	112	132	190	155	165
罗莱家纺	106	104	178	172	71
富安娜	91	94	93	75	52
南极人	33	39	62	42	62
个护	4,553	4,170	5,456	4,539	3,810
品牌					
全棉时代	237	233	386	261	165
奈丝公主	47	39	54	50	38
维达	535	488	611	593	403
洁柔	248	242	306	283	222
清风	198	227	264	237	164
高洁丝	101	74	109	85	69
护舒宝	161	115	234	144	107
苏菲	85	61	91	92	62
自由点	77	72	134	104	69
淘淘氧棉	106	91	121	94	68
七度空间	88	66	95	66	56

销售额同比	26M3	26M4	26M5	26M6	26M7
运动服饰	8%	4%	-3%	6%	-16%
品牌					
耐克	-1%	-7%	-13%	-15%	-24%
阿迪达斯	48%	32%	26%	54%	10%
斐乐	40%	17%	7%	27%	-28%
李宁	24%	-1%	10%	13%	-21%
安踏	21%	5%	10%	42%	-10%
露露乐蒙	46%	7%	-1%	-14%	-35%
特步	0%	3%	11%	1%	-5%
361°	-2%	-12%	-13%	-17%	-24%
鸿星尔克	-27%	-20%	-17%	-13%	-30%
乔丹体育	-44%	-20%	-27%	-15%	-36%
亚瑟士	14%	14%	41%	12%	3%
斯凯奇	19%	15%	-6%	-13%	-4%
新百伦	-15%	-7%	19%	1%	-39%
彪马	14%	1%	-11%	17%	-33%
迪桑特	-3%	41%	19%	27%	14%
索康尼	-24%	-9%	-43%	-45%	-45%
威尔胜	121%	95%	68%	38%	12%
户外服饰	-2%	2%	-8%	8%	-14%
品牌					
骆驼	48%	47%	31%	6%	-23%
凯乐石	33%	56%	7%	30%	31%
蕉下	1%	24%	33%	59%	10%
伯希和	24%	60%	21%	62%	-5%
北面	-12%	20%	10%	36%	-48%
可隆	50%	67%	20%	103%	51%
始祖鸟	23%	10%	34%	23%	-47%
哥伦比亚	-26%	27%	17%	19%	-19%
迪卡侬	10%	134%	9%	8%	-10%
三夫X	10%	94%	72%	182%	51%
休闲服饰	-18%	-13%	-9%	-8%	-9%
品牌					
优衣库	46%	25%	76%	19%	40%
波司登	54%	57%	-14%	18%	0%
鸭鸭	153%	878%	-99%	28%	-37%
雪中飞	54%	134%	-4%	24%	-32%
海澜之家	27%	1%	-1%	19%	-22%
太平鸟	18%	32%	11%	16%	5%
森马	-16%	-17%	-32%	-22%	-21%
地素	8%	32%	27%	11%	11%
维尼熊	0%	16%	-23%	-16%	-19%
江南布衣	55%	72%	25%	14%	33%
歌力思	-32%	34%	-6%	-11%	-17%
比音勒芬	101%	453%	164%	352%	179%
利郎	58%	70%	43%	83%	61%
哈吉斯	-26%	26%	-32%	-6%	-38%
家纺	-26%	-22%	-26%	-9%	-27%
品牌					
亚朵星球	46%	64%	85%	107%	76%
水星家纺	-24%	-4%	-22%	-22%	-30%
洁丽雅	-25%	-25%	-8%	-18%	-26%
罗莱家纺	-25%	-18%	1%	17%	-21%
富安娜	17%	21%	-29%	-10%	-28%
南极人	-53%	-52%	-54%	-44%	-28%
个护	0%	-5%	-1%	1%	2%
品牌					
全棉时代	14%	21%	12%	-11%	-12%
奈丝公主	-20%	-18%	-6%	-7%	-3%
维达	15%	12%	7%	16%	10%
洁柔	4%	10%	15%	13%	21%
清风	0%	8%	3%	3%	-7%
高洁丝	-29%	-38%	7%	2%	8%
护舒宝	1%	1%	23%	3%	16%
苏菲	-17%	-27%	-32%	-18%	-18%
自由点	-8%	-4%	5%	33%	4%
淘淘氧棉	20%	51%	28%	53%	13%
七度空间	5%	49%	59%	23%	22%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

五、服饰品牌社媒数据：阿迪四项排名均第一，李宁、优衣库、自由点表现亮眼

- **粉丝增量：**运动户外赛道中阿迪达斯以10.62万的新增粉丝遥遥领先，李宁（5.75万）和耐克（5.18万）分列二三位，头部品牌占据绝对优势；休闲时尚赛道优衣库以8.31万的新增粉丝位居第一，MIUMIU（4.52万）和地素（1.81万）同样增长较快；母婴个护赛道Babycare以5.00万的新增粉丝领先，自由点（2.12万）和全棉时代（0.70万）分列其后。

- **粉丝增速：**运动户外赛道阿迪达斯以97.6%的增速高居榜首，李宁（36.7%）和迪桑特（31.4%）分列二三位；休闲时尚赛道地素以23.2%的增速领先，MIUMIU（20.6%）和比音勒芬（19.3%）紧随其后，显示出中高端时尚品牌在小红书上的用户吸引力正在快速提升；母婴个护赛道自由点以57.6%的增速大幅领先，淘淘氧棉（26.6%）和Babycare（18.6%）分列其后。

- **互动增量：**运动户外赛道阿迪达斯以93.18万的赞藏增量领先，李宁（52.21万）和PUMA（42.89万）分列二三位；休闲时尚赛道优衣库以82.58万的赞藏增量位居第一，MIUMIU（56.34万）和地素（27.16万）紧随其后；母婴个护赛道全棉时代以39.53万的赞藏增量领先，自由点（37.02万）和Babycare（14.22万）分列其后，全棉时代通过优质内容获得了超粉丝体量的互动。

- **互动增速：**运动户外赛道阿迪达斯以319.3%的增速位居第一；萨洛蒙（78.4%）和PUMA（72.0%）分列二三位，两个品牌均在较小粉丝基数下实现了超高的赞藏转化效率；休闲时尚赛道MIUMIU以84.1%的增速领先，地素（71.2%）和优衣库（41.8%）同样增速较快；母婴个护赛道自由点以242.4%的增速遥遥领先，淘淘氧棉（43.5%）和护舒宝（36.8%）分列其后。

图：小红书品牌官方达人号涨粉观察

小红书品牌官方达人号涨粉观察

2026年1-8月	品牌名称	粉丝增量（万）	粉丝增速	赞藏增量（万）	赞藏增速
运动户外					
	安踏	3.26	15.7%	27.83	17.0%
	FILA	3.29	19.8%	36.98	28.5%
	迪桑特	3.58	31.4%	30.75	69.1%
	可隆	1.03	15.8%	9.34	25.4%
	始祖鸟	0.27	1.0%	1.83	1.9%
	萨洛蒙	1.35	9.3%	19.34	78.4%
	MAIA	1.96	9.1%	27.90	71.8%
	李宁	5.75	36.7%	52.21	49.1%
	特步	3.38	23.8%	25.60	28.9%
	索康尼	1.94	28.4%	11.17	63.8%
	361度	0.14	1.5%	4.91	6.9%
	耐克	5.18	20.5%	28.98	29.1%
	阿迪达斯	10.62	97.6%	93.18	319.3%
	Puma	2.49	22.3%	42.89	72.0%
	lululemon	4.43	17.2%	23.80	48.4%
	New Balance	0.75	9.0%	10.79	38.3%
	昂跑	1.96	30.4%	17.23	49.9%
	HOKA	0.69	16.5%	8.38	38.3%
	牧高笛	0.05	0.4%	0.32	2.2%
	KEEP	0.88	6.6%	25.64	24.7%
	伯希和	1.52	27.4%	17.47	43.2%
	凯乐石	1.16	12.3%	5.90	17.3%
休闲时尚					
	MIUMIU	4.52	20.6%	56.34	84.1%
	self-portrait	0.55	4.1%	18.32	26.1%
	ICICLE之禾	0.34	1.9%	5.15	37.8%
	JNBY	0.49	3.4%	2.08	4.1%
	歌力思	0.30	4.2%	2.78	6.5%
	地素	1.81	23.2%	27.16	71.2%
	海澜之家	0.35	5.7%	6.63	23.0%
	比音勒芬	1.07	19.3%	16.03	29.3%
	哈吉斯	0.44	16.3%	4.48	34.4%
	优衣库	8.31	13.5%	82.58	41.8%
母婴个护					
	Babycare	5.00	18.6%	14.22	20.0%
	全棉时代	0.70	2.6%	39.53	31.0%
	护舒宝	0.21	1.2%	9.32	36.8%
	高洁丝	0.19	4.2%	4.77	12.4%
	淘淘氧棉	0.58	26.6%	9.64	43.5%
	奈丝公主	0.36	10.4%	6.55	28.6%
	自由点	2.12	57.6%	37.02	242.4%
	洁婷	-0.02	-1.7%	0.07	1.4%
	BeBeBus	0.16	3.1%	2.29	21.4%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

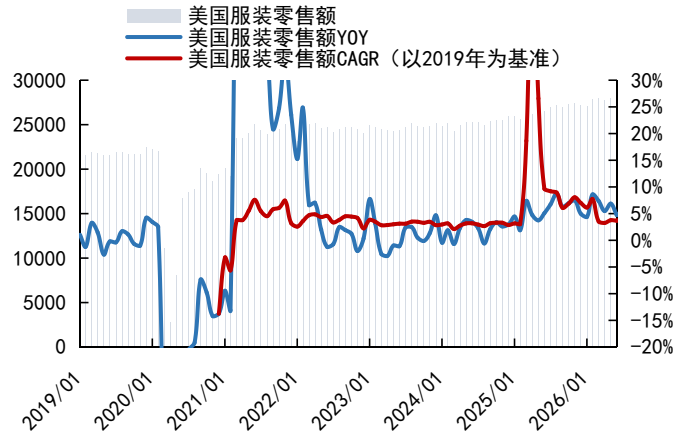
2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

六、纺织制造行业数据：美国服装持续去库，东南亚和中国纺织出口数据放缓

美国服装消费延续韧性，渠道库存持续消化。根据美国服装店零售金额与美国进口鞋服金额同比数据显示，2023年上半年及下半年美国服装零售同比分别持平、+2.0%，但服装进口同比分别-23.9%、-20.4%，鞋类进口同比-29.9%、-26.6%，零售与进口增速差超过20个百分点，表明渠道在终端需求相对平稳的背景下大幅去库。

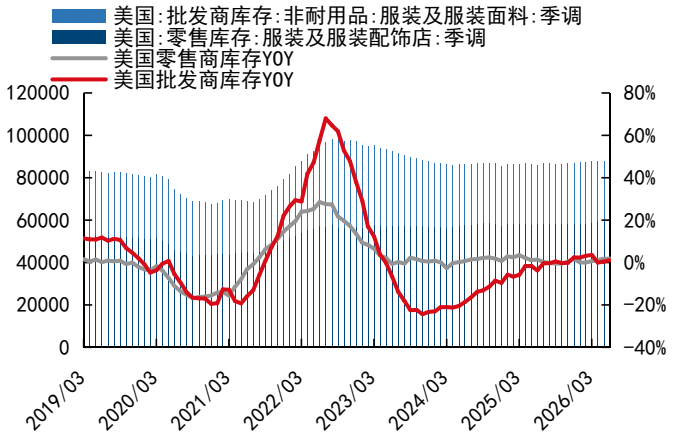
2025年下半年及2026年上半年，服装零售同比分别+6.9%、+5.9%，同期服装进口同比-9.2%、-7.5%，鞋类进口同比-11.3%、-2.2%，进口仍明显落后零售，表明渠道去库延续、但幅度较2023年有所收窄。整体看，美国终端需求仍具韧性，渠道库存持续消化，但进口端尚未全面转向补库。

图：美国服装零售金额及增长 （百万美元，季调）



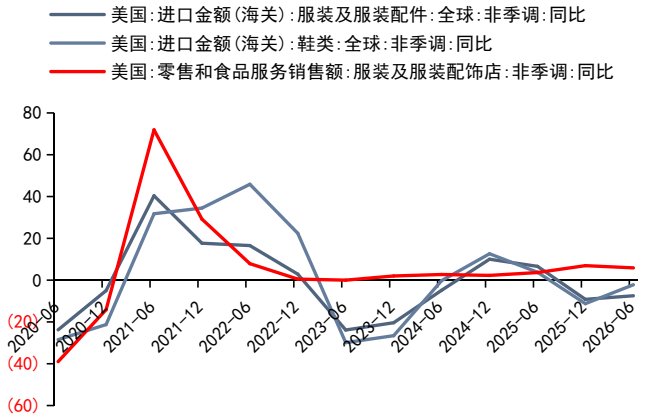
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库存（百万美元，季调）



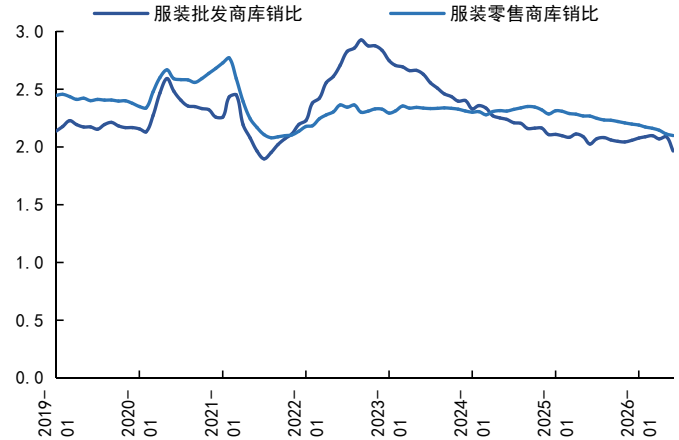
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国进口鞋服与服装零售同比（%，非季调）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库销比（季调）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

六、纺织制造行业数据：美国服装持续去库，东南亚和中国纺织出口数据放缓

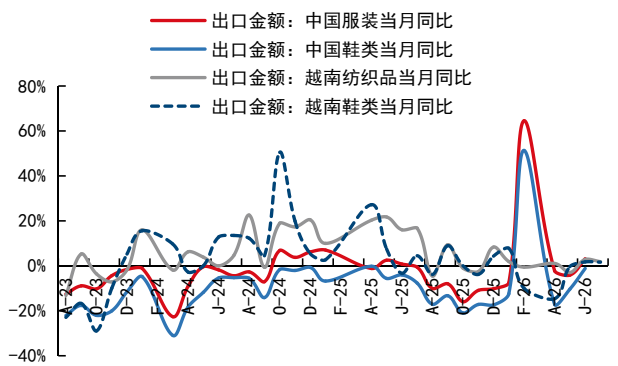
- **出口：受高基数、关税、地缘冲突、原材料价格上涨等因素影响，客户下单谨慎，今年东南亚和中国纺织出口数据放缓。**2月中国出口表现较好，3月出现大幅回落，4月跌幅收窄，6月出现向好趋势；越南出口则持续偏弱，多数月份同比负增长或微增。1）**越南：**7月纺织品和鞋类出口同比分别+1.8%和+1.6%，在去年同期增速大幅提升所造成的高基数影响下增速同比放缓，1-7月纺织品和鞋类分别累计增长1.1%和0.7%。**2）中国：**2月服装和鞋类出口同比分别+64.5%和+51.3%，主要受去年春节错位导致的低基数推动；3月迅速回落至-29.4%和-39.6%；4月服装同比收窄至-2.2%，鞋类仍达-17.1%；5月鞋类收窄至-10.4%；6月服装同比回正至3.2%，鞋类继续收窄至-1.2%；7月服装/鞋类同比+8.5%/+2.7%，趋势逐渐向好。1-7月中国纺织品/服装/鞋类累计出口分别同比+3.9%/+0.9%/-6.9%。

- **PMI：7月印尼、越南PMI环比提升，印度、中国台湾、中国PMI环比下降。**从PMI看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单7月PMI 50.2/53.5/52.9/55.1/49.6，环比6月，印度、中国、中国台湾PMI小幅下降，印尼、越南出口新订单PMI小幅上升。

- **景气度：柯桥纺织景气指数同比提升环比下降。**从柯桥纺织景气指数看中国纺织市场同比提升，7月总景气指数1297.95，较6月环比下降0.3%。

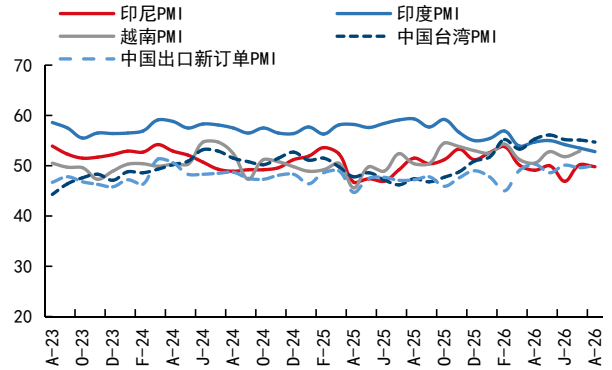
- **美元兑人民币汇率震荡下行。**2026年初至今，美元兑人民币中间价整体呈震荡下行趋势，人民币对美元逐步升值，从1月初的约7.02降至7月初的6.78附近，累计跌幅约3.5%。

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



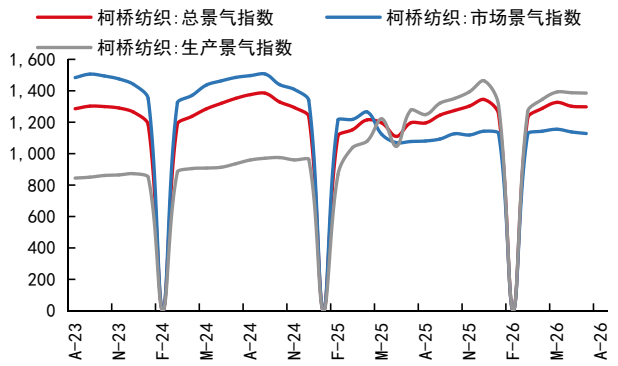
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：亚洲纺服主要出口地PMI与中国出口新订单PMI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

七、纺织制造原材料价格数据：年初至今普遍上涨，5月出现回调但7月至今继续上涨

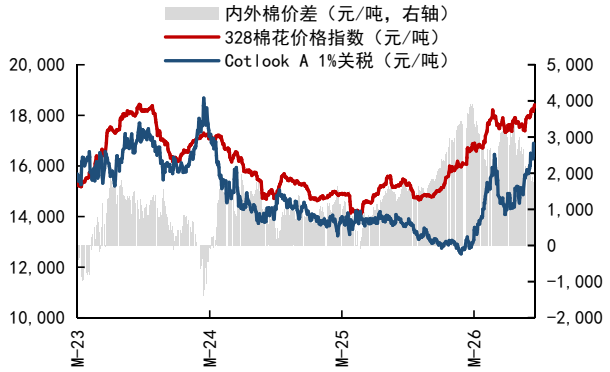
- **棉价：**年初至今（9月1日）内棉、外棉价格均呈现上涨态势，分别+18.0%/+30.2%至18357元/吨和16896元/吨；相较去年同期分别+18.6%/+22.7%；其中外棉已达年内高点，内棉距年内高点8月31日-0.3%，8月份以来呈现上涨态势，分别+5.4%/+12.1%，内外棉价差缩小。

- **锦纶丝/涤纶长丝：**年初至今（8月30日）锦纶丝FDY、锦纶丝DTY、涤纶长丝FDY、涤纶长丝DTY价格均呈现上涨态势，分别+19.8%/+22.0%/+37.0%/+28.3%至14860元/吨、16840元/吨、9140元/吨和9860元/吨；相较去年同期分别+20.6%/+17.6%/+28.0%/+22.6%；距年内高点4月12日/4月12日/4月12日/3月22日分别-11.5%/-8.0%/-3.8%/-6.9%，8月份以来均呈现上涨态势，分别+5.2%/+4.6%/+6.0%/+4.9%。

- **PA6和PA66：**年初至今（9月1日）PA6和PA66价格分别上涨32.9%/16.7%至13467元/吨和18167元/吨，相较去年同期分别+30.7%/+10.5%；距年内高点3月11日/4月13日分别-7.1%/-27.6%，8月份以来分别呈现上涨/下跌态势，分别+6.9%/-1.1%。

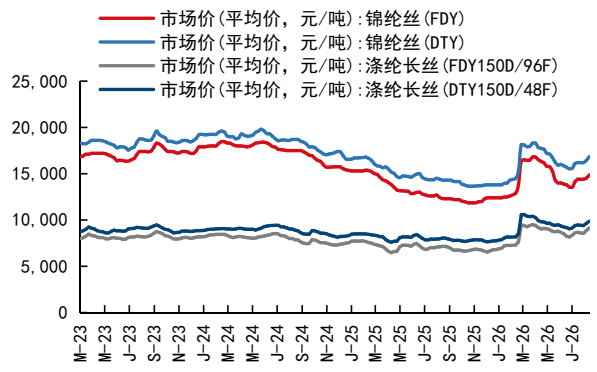
- **羊毛：**年初至今（8月27日）羊毛价格上涨30.3%至13.30美元/公斤，相较去年同期+62.6%；距年内高点6月4日减少5.5%，7月份以来呈现上涨态势，增加1.4%。

图：国内与国际棉价趋势（元/吨）



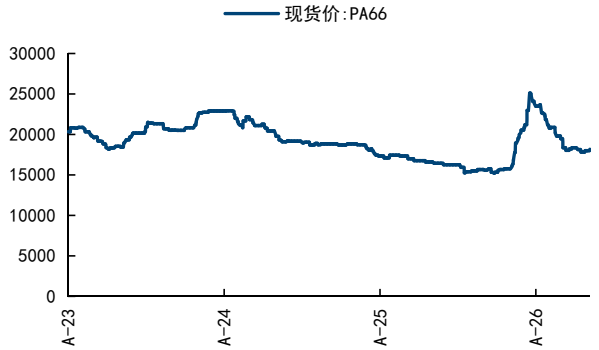
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：锦纶丝/涤纶长丝FDY和DTY价格走势（元/吨）



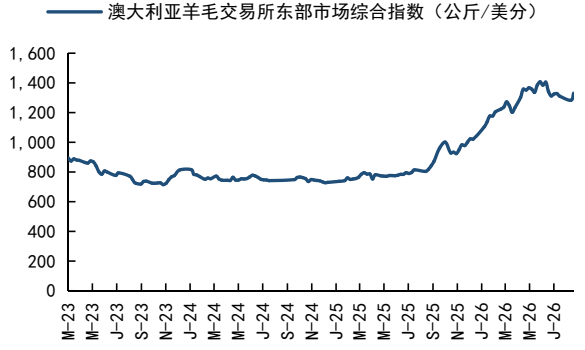
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：PA66价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：羊毛价格走势（美分/公斤）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

目录

02 中报总结：内需温和复苏、外需承压明显

中报总结：内需温和复苏、外需承压明显

品牌趋势企稳，制造环比改善

- **服装家纺板块：**

收入端：二季度多数品牌延续一季度增长态势，增速环比一季度有所分化；上半年整体来看，板块收入普遍实现正增长，三夫户外（+39.4%）、比音勒芬（+23.7%）、安踏体育（+12.9%）、报喜鸟（+10.0%）均增长领先，增速在双位数以上。

利润端：主要基于产品或渠道结构变化带动毛利率提升、正向经营杠杆下费用率下降，二季度利润增速多数好于收入、盈利弹性显现，三夫户外（+443.7%）、报喜鸟（+102.9%）、森马服饰（+51.7%）、罗莱生活（+40.5%）、歌力思（+34.9%）、比音勒芬（+25.9%）、地素时尚（+24.5%）等利润端亮眼；运动服饰中，上半年安踏体育（+34.9%）利润端表现亮眼，361度（+8.0%）与李宁（+4.5%）也有稳健增长；特步国际受DTC转型，销售费用增加影响，上半年利润下滑（-10.5%）。

- **纺织制造板块：**

收入端：代工制造上半年受关税政策与地缘冲突扰动、品牌客户下单谨慎影响，收入表现分化。华利、申洲收入同比下滑14%/5%，开润、健盛实现个位数增长，但Q2普遍环比改善，伴随关税政策落定，下半年接单发货预计进一步改善；上游制造景气度更高，订单饱满，百隆、新澳上半年收入分别增长19%/21%，台华Q2收入提速至+19%，基本实现双位数以上增长。

利润端：代工制造板块承压明显，华利、申洲归母净利润分别下滑43%/40%，主受关税让利、原材料及人工成本上涨和汇兑损失影响，下半年随订单回暖、汇率压力收窄有望好转；开润、健盛净利润分别+13%/+23%，盈利相对稳健；新澳股份受羊毛原料涨价及汇兑损失影响，净利率略有下滑；台华、百隆利润增速显著好于收入。

图：纺服公司二季报及中期业绩

板块	公司	2026Q1 收入增速	2026Q1 利润增速	2026Q2 收入增速	2026Q2 利润增速	2026H1 收入增速	2026H1 利润增速
品牌服饰	稳健医疗	2.8%	1.2%	4.3%	7.6%	3.6%	4.4%
	海澜之家	7.7%	1.5%	7.1%	-16.5%	7.4%	-5.9%
	比音勒芬	18.4%	16.5%	32.0%	25.9%	23.7%	18.4%
	森马服饰	12.0%	45.2%	6.6%	51.7%	9.3%	47.5%
	三夫户外	36.0%	141.9%	42.9%	443.7%	39.4%	216.3%
	罗莱生活	5.9%	30.5%	5.2%	40.5%	5.5%	34.4%
	富安娜	14.3%	15.1%	2.1%	3.1%	8.1%	9.4%
	报喜鸟	10.5%	39.0%	9.4%	102.9%	10.0%	47.7%
	歌力思	0.0%	0.0%	2.7%	34.9%	5.2%	18.2%
	地素时尚	6.2%	21.8%	1.5%	24.5%	3.6%	23.2%
	安踏体育					12.9%	34.9%
	李宁					2.8%	4.5%
	特步国际					-0.6%	-10.5%
	361度					8.0%	8.0%
纺织制造	华利集团	-19.4%	-49.6%	-9.5%	-37.4%	-13.7%	-43.0%
	伟星股份	6.2%	-7.2%	19.2%	19.0%	13.8%	11.8%
	台华新材	-2.9%	-19.3%	18.5%	55.5%	8.4%	18.0%
	健盛集团	2.8%	51.9%	4.0%	2.1%	3.4%	23.2%
	新澳股份	16.5%	18.6%	24.1%	21.2%	20.8%	20.2%
	百隆东方	14.8%	39.8%	22.9%	46.4%	19.0%	43.5%
	申洲国际					-5.3%	-40.0%
	晶苑国际					5.4%	10.6%
	裕元集团					-4.7%	-67.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中报总结：内需温和复苏、外需承压明显

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **中报总结：**2026上半年行业层面呈"内需温和复苏、外需承压、强分化"格局：上半年限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额同比+6.7%，增速跑赢社零大盘，但走势前高后低，二季度增速较一季度回落；纺织品服装出口同比-2.2%，外需承压明显。分板块看：

1）运动户外——高端专业细分高景气，安踏领跑、三夫超预期。 国产四大运动品牌分化加剧：安踏体育26H1收入435.1亿元/+12.9%，归母净利94.87亿元/+34.9%（含AmerSports配售利得；剔除后为79.4亿元/+12.9%），迪桑特、可隆等其他品牌为核心驱动；361度收入61.60亿元/+8.0%，归母净利9.26亿元/+8.0%，主品牌增速位列国产第一，中期派息率45%；李宁收入152.35亿元/+2.8%，归母净利18.16亿元/+4.5%，毛利率提升0.9pct至50.9%，但下调全年指引至低单位数增长；特步收入67.9亿元/-0.6%，归母净利8.2亿元/-10.5%，受DTC转型及主品牌承压拖累并下调全年指引。三夫户外收入近+40%、利润+200%以上，X-BIONIC品牌高增，盈利改善连续三季度兑现。

2）休闲服饰——分化明显，线上普遍好于线下，高端与差异化品牌脱颖而出。 比音勒芬26H1收入26.01亿元/+23.66%，归母净利4.91亿元/+18.41%，Q2单季收入+31.99%，增长显著提速、高端定位壁垒稳固，分渠道看线上/直营/加盟分别+101.9%/+17.9%/+5.3%，线上翻倍且毛利率提至79.6%；报喜鸟收入26.29亿元/+9.96%，归母净利2.91亿元/+47.7%，业绩修复明显，直营、电商与团购业务共同带动增长；森马服饰收入67.22亿元/+9.3%，归母净利4.79亿元/+47.5%，收入主靠直营和电商驱动，分别+23.3%/13.1%；海澜之家收入124.2亿元/+7.4%，归母净利14.88亿元/-5.9%，收入恢复增长但利润端仍承压，主受团购业务拖累，线上/线下分别+18.3%/+4.9%；歌力思收入14.43亿元/+5.24%，归母净利1.00亿元/+18.15%，扣非+65.6%，降本增效成效显著。

3）家纺——量稳利升、头部集中，龙头高分红属性突出。 睡眠经济与功能性大单品仍然是核心引擎。罗莱生活收入23.02亿元/+5.5%，归母净利2.49亿元/+34.3%，爆品策略与渠道优化持续显效、高分红延续；富安娜收入11.79亿元/+8.1%，归母净利1.16亿元/+9.4%，大单品战略驱动电商双位数增长；水星家纺收入19.76亿元/+2.8%，归母净利1.5亿元/+6.4%，扣非+22.2%，毛利率提升2.4pct至46.3%。

中报总结：内需温和复苏、外需承压明显

国信证券 GUOSEN SECURITIES

4）代工制造——表现分化，上半年普遍承压，二季度环比改善。 华利集团收入109.25亿元/-13.71%，归母净利9.53亿元/-42.98%，受品牌下单谨慎、新厂产能释放不及预期、关税让利及产能调配效率下降拖累，但Q2收入及净利环比Q1增长约50%；申洲国际收入141.79亿元/-5.3%，归母净利19.05亿元/-40.0%，汇兑损失为最大拖累，叠加人工、原材料及关税压力；裕元集团26H1收入/归母净利同比-2.2%/-57.9%，制造业务受订单波动、新厂爬坡及关税分摊拖累；晶苑国际受益优衣库+Adidas双轮驱动，增速明显优于服装大盘、业绩超预期；开润股份收入25.49亿元/+5.02%，归母净利2.11亿元/+13.06%，服装代工超预期增长；健盛集团收入+3.4%、归母净利润同比+23.2%，毛利率30.5%创五年同期新高。

5）纺织材料制造——涨价传导与订单高景气标的盈利高增。 伟星股份收入26.59亿元/+13.76%，归母净利4.13亿元/+11.84%，Q2显著提速、逐月订单在制造商中景气度居前；百隆东方收入42.7亿元/+19.0%，归母净利5.6亿元/+43.5%，越南子公司高盈利、棉价上行催化弹性；新澳股份26H1量价齐升，受益羊毛涨价及业务边界扩张；台华新材收入33.87亿元/+8.37%，归母净利3.84亿元/+17.96%，扣非+73.29%，Q2盈利环比大幅加速，涨价传导驱动。

中报总结：内需温和复苏、外需承压明显

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **下半年展望：**品牌趋势整体趋稳，制造在关税明朗、原材料趋稳、下游补库修复背景下环比改善值得期待。

1）运动户外：大众运动进入存量争夺，李宁、特步已下调全年指引，消费从"买品牌"转向"买场景"，越野跑、徒步、高尔夫、综训等专业垂类维持高景气，户外鞋服增速持续高于运动鞋服、结构占比不断提升。同时耐克大中华区去库存已近尾声、对国产冲击弱化，运动鞋服有望持续温和复苏。高端轻奢户外仍是主线。

2）休闲服饰：服饰延续弱复苏、强分化、重结构，理性消费成常态，中高端定价能力强、细分场景差异化品牌具备α表现，高端消费仍展现较强韧性。女装赛道整体承压、集中度低，中高端与设计师品牌靠差异化标签突围。

3）家纺：延续结构性行情——秋冬为传统家纺旺季，大单品迭代升级，以及被芯、套件换季需求有望释放利好头部品牌。行业"量稳利升、头部集中"，龙头基本面稳健且分红率高（股息率约5%-8%），兼具成长性与高股息防御属性。

4）代工制造：上半年承压但已进入拐点位置，季度环比改善趋势明确。节奏上Q3为传统淡季、盈利端压力仍较大，Q4有望随旺季回温环比改善；客户结构差异是业绩分化核心——优衣库、Adidas订单增长亮眼，耐克、彪马相对疲软。华利、申洲估值已处历史底部，随基本面改善有望迎戴维斯双击。

5）纺织材料制造：原材料端棉花、羊毛、化纤价格上行趋稳，龙头具备涨价传导能力；羊毛新季易涨难跌、混纺需求旺盛。伟星、百隆、新澳、台华等订单景气或涨价传导驱动下，盈利有望维持较好增长。

国信证券 GUOSEN SECURITIES

安踏体育：上半年收入与核心利润均增长13%，FILA经营利润率提升

- **2026上半年公司收入与剔除Amer配售一次性影响后净利润均增长13%。**公司收入同比增长12.9%至435.1亿元；归母净利润94.87亿元，同比增长34.9%。利润包含Amer Sports配售权益摊薄所得15.49亿元及分占联营公司溢利7.08亿元（同比+63.1%），若剔除配售的一次性影响，归母净利润同比增长12.9%至79.4亿元。整体毛利率同比上升0.5个百分点至63.9%，整体经营溢利率同比提升0.7个百分点至27.0%。费用端，员工成本占收入比例下降0.3个百分点至15.4%，广告及宣传开支占收入比例持平于6.6%，研发成本占比2.5%基本稳定。营运资金方面，平均存货周转天数同比减少6天至130天，应收及应付账款周转天数分别同比-2/-8天至17/44天。期内经营活动现金流入净额达130.8亿元，净现比为1.4。公司宣派中期股息每股港币151分，派息率达50.3%（按经调整股东应占溢利计算）。
- **安踏主品牌增长稳健，FILA经营利润率提升，其他品牌高速增长。**2026年上半年，安踏/FILA/其他品牌收入分别为177.7亿元/150.5亿元/106.9亿元，同比增长4.8%/6.1%/44.2%；经营溢利率分别同比-0.8/+1.0/-0.1个百分点至22.5%/28.7%/33.1%。1）安踏品牌通过分层及差异化零售策略巩固基本盘，电商渠道收入同比增长13.3%，并积极推进全球化战略；2）FILA品牌在专业运动领域表现突出，经营溢利率同比提升1.0个百分点至28.7%，盈利能力改善；3）DESCENTE和KOLON SPORT等其他品牌表现亮眼，收入同比增长44.2%，成为集团重要增长引擎；4）JACK WOLFSKIN自2025年5月底并表后贡献增量收入，品牌整合按计划推进，进一步完善户外品牌矩阵；5）集团于2026年1月订立协议收购PUMA SE约29.06%股权（对价约15.06亿欧元），成为其单一第一大股东，全球战略布局再下一城。
- **管理层对公司的发展保持信心。**管理层在业绩会维持2026全年指引，即安踏品牌低单位数增长，FILA品牌中单位数增长，其他品牌20%-25%增长，并争取实现更好表现；安踏/FILA/其他品牌经营利润率分别为20%左右/ 25%左右/25%以上。此外，伴随Amer Sports营收快速增长及盈利改善、对安踏集团利润贡献有望进一步提升。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	70,826	80,219	89,496	97,759	106,063
(+/-%)	13.6%	13.3%	11.6%	9.2%	8.5%
净利润(百万元)	15596	13588	15940	16209	18585
(+/-%)	52.4%	-12.9%	17.3%	1.7%	14.7%
每股收益（元）	5.58	4.86	5.70	5.80	6.65
EBITMargin	26.4%	24.8%	20.2%	20.8%	21.3%
净资产收益率（ROE）	25.3%	20.7%	21.6%	19.8%	20.4%
市盈率（PE）	11.7	13.4	11.4	11.2	9.8
EV/EBITDA	10.7	10.1	12.0	10.9	10.0
市净率（PB）	2.95	2.76	2.47	2.22	2.00

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：安踏体育2026H1业绩一图

2020.HK		FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E	2025 1H	2025 2H	2026 1H	2026 2H
收入（百万元）	合计	70,826	80,219	89,496	97,759	106,063	38,544	41,675	43,507	45,989
	YoY	13.6%	13.3%	11.6%	9.2%	8.5%	14.3%	12.4%	12.9%	10.4%
	安踏	33,522	34,754	36,067	37,925	39,822	16,950	17,804	17,771	18,296
	YoY	10.6%	3.7%	3.8%	5.2%	5.0%	5.4%	2.1%	4.8%	2.8%
	FILA	26,626	28,469	29,892	31,312	32,725	14,182	14,287	15,045	14,847
	YoY	6.1%	6.9%	5.0%	4.8%	4.5%	8.6%	5.3%	6.1%	3.9%
	其他品牌	10,678	16,996	23,536	28,523	33,516	7,412	11,312	10,691	14,574
	YoY	53.7%	59.2%	38.5%	21.2%	17.5%	61.1%	86.2%	44.2%	28.8%
毛利率	合计	62.2%	62.0%	62.4%	62.7%	63.0%	63.4%	60.7%	63.9%	60.9%
	安踏	54.5%	53.6%	53.6%	53.6%	53.6%	54.9%	52.3%	55.1%	52.2%
	FILA	67.8%	66.4%	65.9%	65.9%	65.9%	68.0%	64.9%	67.8%	64.1%
	其他品牌	72.2%	71.8%	71.3%	71.3%	71.3%	73.9%	70.1%	73.1%	69.7%
SG&A比率	合计	-42.1%	-41.9%	-42.2%	-41.9%	-41.7%	-40.5%	-43.3%	-40.5%	-43.7%
	销售费用	-36.2%	-35.5%	-35.8%	-35.5%	-35.3%	-34.4%	-36.4%	-34.7%	-36.9%
	其中：广告开支	-9.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-6.6%	-9.3%	-6.6%	-9.3%
	管理费用	-5.9%	-6.5%	-6.4%	-6.4%	-6.4%	-6.1%	-6.8%	-5.8%	-6.9%
	其他净收入	3.4%	3.7%	3.5%	3.5%	3.3%	3.4%	4.0%	3.7%	3.4%
经营利润率		23.4%	23.8%	23.7%	24.3%	24.6%	26.3%	21.5%	27.0%	20.6%
	安踏	21.0%	20.7%	20.0%	20.2%	20.3%	23.3%	18.3%	22.5%	17.6%
	FILA	25.3%	26.1%	25.8%	25.8%	25.3%	27.7%	24.4%	28.7%	22.9%
	其他品牌	28.6%	27.9%	28.1%	29.3%	30.3%	33.2%	23.8%	33.1%	24.0%
	净融资收入占比	2.2%	1.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.2%	0.6%
	分占合营/联营公司利润	198	1,203	3,332	2,337	3,462	434	769	2,257	1,075
	其中：Amer利润贡献	198	1,203	1,943	2,447	2,802	434	769	708	1,075
	Amer上市权益摊薄所得	1,579	-	-	-	-				
	Amer配售权益摊薄所得	2,090	-	1,549	-	-	-	-	1,549	-
税前利润	综合	21,884	21,446	25,369	27,095	30,869	11,161	10,285	14,524	10,845
	所得税率	22.4%	27.0%	24.8%	26.1%	25.4%	27.3%	26.6%	24.8%	24.8%
净利润（百万元）	归母净利润	15,596	13,588	15,940	16,208	18,583	7,031	6,557	9,487	6,453
	归母净利率	22.0%	16.9%	17.8%	16.6%	17.5%	18.2%	15.7%	21.8%	14.0%
	YoY	52.4%	-12.9%	17.3%	1.7%	14.7%	-8.9%	-16.7%	34.9%	-1.6%
净利润（百万元）	剔除Amer上市配售影响	11,927	13,588	14,391	16,208	18,583	7,031	6,557	7,938	6,453
	归母净利率	16.8%	16.9%	16.1%	16.6%	17.5%	18.2%	15.7%	18.2%	14.0%
	YoY	16.5%	13.9%	5.9%	12.6%	14.7%	14.5%	13.3%	12.9%	-1.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

比音勒芬：上半年收入增长24%，线上渠道增长翻倍

- **2026上半年收入增长24%，资产减值损失拖累净利率小幅下滑。**比音勒芬是主营高端运动生活的男装品牌。2026上半年公司收入同比+23.7%至26.0亿元，归母净利润同比+18.4%至4.9亿元。毛利率75.9%，基本持平；管理费用率同比-1.0个百分点，主因中介机构费、办公及差旅费下降所致，研发费用率基本持平；线上内容营销和电商业务扩张带动广告与宣传费、电商服务费同比大幅增加，销售费用率同比+0.3个百分点至41.7%；受利息收入及汇兑收益减少影响，财务费用率同比+0.3个百分点至0.3%。此外，存货相关资产减值损失占收入的比例提高1.3个百分点，进而导致归母净利率同比-0.8个百分点至18.9%。存货金额同比增长25.4%至13.0亿元，存货周转天数-2天为352天。
- **第二季度收入增长提速，销售、财务费用率改善明显。**2026第二季度公司收入同比+32.0%至10.8亿元，受直营增长及线上业务高速放量带动，收入增速较一季度进一步提升，归母净利润同比+25.9%至1.0亿元。毛利率76.7%，基本稳定，整体费用率同比-1.6百分点，主要受益于销售、财务费用率下降1.2/1.3百分点。但存货相关资产减值损失占收入的比例提高2.7个百分点，进而第二季度归母净利率同比-0.5个百分点至9.7%。
- **线上渠道高速增长，线下直营稳健、加盟恢复增长。**分渠道看，上半年直营/加盟/线上收入分别同比+17.9%/+5.3%/+101.9%，主要由线上渠道带动增长。上半年公司保持净开店，直营和加盟较去年年底新开门店46/17家，分别净增22/6家至783/645家。各渠道毛利率表现分化，直营/加盟/线上毛利率分别同比-1.0/+0.5/+1.7个百分点至77.0%/70.0%/79.6%。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	5,250	6,148	6,860
(+/-%)	13.2%	7.7%	21.7%	17.1%	11.6%
净利润(百万元)	781	551	748	934	1061
(+/-%)	-14.3%	-29.5%	35.9%	24.8%	13.6%
每股收益（元）	1.37	0.96	1.31	1.64	1.86
EBITMargin	27.8%	19.7%	17.2%	18.2%	18.6%
净资产收益率（ROE）	15.4%	10.2%	13.4%	15.9%	17.1%
市盈率（PE）	19.0	26.9	18.7	15.0	13.2
EV/EBITDA	13.8	17.7	16.5	13.5	12.1
市净率（PB）	2.9	2.8	2.5	2.4	2.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：比音勒芬2026H1业绩一图

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2
收入	4004.5	4313.9	5250.4	6148.4	6859.8	2103.3	2210.6	2600.9	2649.5
YoY	**13.2%**	**7.7%**	**21.7%**	**17.1%**	**11.6%**	**8.6%**	**6.9%**	**23.7%**	**19.9%**
直营	2567.8	2744.7	3254.7	3659.6	4025.7	1412.3	1332.4	1664.9	1589.8
YoY	7.2%	6.9%	18.6%	12.4%	10.0%	10.6%	3.3%	17.9%	19.3%
店数	644	761	841	891	941	672	761	783	841
YoY	6.1%	18.2%	10.5%	5.9%	5.6%	10.3%	18.2%	16.5%	10.5%
单店平均收入	4.11	3.91	4.06	4.23	4.39	2.15	1.86	2.16	1.96
YoY	1.6%	-4.8%	4.0%	4.0%	4.0%	2.2%	-9.7%	0.5%	5.3%
加盟	1139.1	1088.5	1153.8	1240.7	1342.2	463.4	625.2	488.1	665.8
YoY	24.1%	-4.4%	6.0%	7.5%	8.2%	-10.3%	0.5%	5.3%	6.5%
店数	650	639	650	670	690	656	639	645	650
YoY	0.3%	-1.7%	1.7%	3.1%	3.0%	0.3%	-1.7%	-1.7%	1.7%
单店平均收入	1.76	1.69	1.79	1.88	1.97	0.71	0.97	0.76	1.03
YoY	20.5%	-3.8%	6.0%	5.0%	5.0%	-10.6%	1.2%	7.1%	6.5%
线上	263.3	451.5	812.6	1218.9	1462.7	214.2	237.3	432.5	380.1
YoY	35.0%	71.5%	80.0%	50.0%	20.0%	71.8%	71.2%	101.9%	60.2%
毛利率	77.0%	75.3%	75.6%	75.9%	76.0%	75.9%	74.8%	75.9%	75.3%
直营	81.0%	78.7%	78.2%	78.2%	78.2%	77.9%	79.5%	77.0%	79.4%
加盟	69.6%	66.5%	67.0%	67.0%	67.0%	69.5%	64.3%	70.0%	64.8%
线上	74.6%	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%	77.9%	80.0%	79.6%	78.3%
费用率									
销售费用	40.3%	46.8%	46.2%	45.4%	45.2%	41.4%	51.9%	41.7%	50.6%
管理费用	9.3%	8.5%	8.1%	8.1%	8.1%	7.9%	9.1%	6.9%	9.2%
研发费用	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.3%	3.1%	3.2%
资产减值	-1.4%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-0.3%	-3.4%	-1.5%	-2.1%
其他经营收益率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	1.2%	-1.7%	-0.6%	0.0%
所得税率	17.6%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	17.2%	7.9%	15.7%	13.9%
归母净利润	**780.6**	**550.7**	**748.3**	**933.7**	**1061.0**	**414.2**	**136.6**	**490.5**	**257.8**
YoY	**-14.3%**	**-29.4%**	**35.9%**	**24.8%**	**13.6%**	**-13.6%**	**-54.7%**	**18.4%**	**88.8%**
净利率	19.5%	12.8%	14.3%	15.2%	15.5%	19.7%	6.2%	18.9%	9.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三夫户外：第二季度业绩增长提速，盈利拐点连续三季兑现

- **上半年收入增长39%，盈利弹性显著释放。**上半年公司收入同比增长39.4%至5.27亿元，归母净利润同比增长216.3%至0.53亿元，扣非归母净利润同比增长181.9%至0.43亿元。毛利率同比提升2.9百分点至61.5%，主受高毛利自有及独家代理品牌占比提升带动；销售费用率同比上升2.4百分点至38.3%，主因公司加大营销投入；管理/研发/财务费用率分别同比-3.7/-0.5/-0.5百分点，规模效应下费用管控整体改善；此外，投资收益（主要由攀山鼠贡献，攀山鼠上半年收入+38%，净利润+25%）占比同比+0.6百分点至3.4%。主要受毛利率提升及管理费用率下降带动，归母净利率同比提升5.7百分点至10.1%。期末存货较年初下降4.5%至5.16亿元，应收账款较年初下降36.1%至0.20亿元，存货周转/应收周转天数分别同比-103/-6天至469/9天；经营活动现金流净额同比大幅改善355.9%至0.45亿元。
- **第二季度收入利润增长提速，盈利拐点连续三季兑现。**第二季度公司收入同比增长42.9%至2.63亿元（Q1：+36.0%），归母净利润同比增长443.7%至0.23亿元（Q1：+141.9%）。单季毛利率同比提升3.6百分点至61.2%，销售费用率同比上升4.5百分点至42.4%，归母净利率同比提升6.3百分点至8.6%。公司自25Q4以来盈利拐点明确，25Q4-26Q1连续两季度盈利超3000万，26Q2作为户外鞋服行业淡季，公司依然实现2000万以上盈利。
- **自有与独家代理品牌共振，自有品牌X-BIONIC收入同增55%。1）分品牌看：**X-BIONIC实现营业收入2.17亿元，同比增长54.7%，截至6月末全国布局64家线下门店；HOUDINI实现收入0.45亿元，同比增长11.5%，期末门店43家；CRISPI实现收入0.56亿元，同比增长22.9%；其他主要代理品牌实现收入1.05亿元，同比增长70.9%。**2）分品类看：**服装/鞋袜/装备收入分别同比增长45.4%/32.1%/27.9%至3.25/1.30/0.52亿元，服装和鞋袜毛利率分别同比提升2.2/1.7百分点至68.7%/56.7%，户外服务收入同比增长28.7%至0.20亿元。**3）渠道与展望：**上半年公司新开7家门店、关闭3家低效门店，X-BIONIC北京首创奥莱店、HOUDINI北京首创奥莱店、三夫战术北京首创奥莱店等优质渠道落地；公司继续推进“关停低效、提质增效、门店结构转型、店铺品牌更迭”。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,284	1,645	2,037
(+/-%)	-5.5%	19.4%	34.4%	28.1%	23.9%
净利润(百万元)	-21	53	112	160	214
(+/-%)	-158.8%	348.2%	109.1%	43.3%	33.7%
每股收益（元）	-0.14	0.32	0.67	0.97	1.29
EBITMargin	9.6%	13.0%	13.9%	14.9%	15.6%
净资产收益率（ROE）	-3.2%	6.8%	12.6%	15.7%	17.8%
市盈率（PE）	-103.5	43.8	20.9	14.6	10.9
EV/EBITDA	26.2	20.3	17.0	13.0	10.4
市净率（PB）	3.33	2.96	2.64	2.29	1.94

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：三夫户外2026H1业绩一图

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2
收入（百万元）	800	956	1284	1645	2037	378	578	527	758
分渠道									
线上销售	348	476	653	836	1,035	178	299	277	376
门店销售	282	290	396	524	661	126	164	153	243
批发收入	80	110	148	190	236	54	56	74	74
户外服务	56	61	73	81	89	15	46	20	54
大客户销售	35	18	13	14	16	5	13	2	11
分品牌									
X-BIONIC	290	394	591	797	1,037	140	254	217	374
HOUDINI	64	109	120	144	165	41	68	45	74
CRISPI	93	109	131	151	166	46	64	56	75
其他主要代理品牌	121	153	229	321	417	59	94	105	124
其他品牌	176	130	140	151	163	77	53	83	57
收入YOY	-5%	19%	34%	28%	24%	15%	22%	39%	31%
分渠道									
线上销售	7%	37%	37%	28%	24%	20%	49%	56%	26%
门店销售	-32%	3%	37%	32%	26%	-22%	36%	21%	48%
批发收入		39%	34%	28%	24%	-	-	38%	31%
户外服务	-22%	9%	20%	10%	10%	3%	11%	29%	17%
大客户销售	12%	-49%	-25%	4%	16%	0%	-57%	-52%	-15%
分品牌									
X-BIONIC	35%	36%	50%	35%	30%	28%	41%	55%	47%
HOUDINI		69%	10%	20%	15%	188%	36%	11%	9%
CRISPI	17%	18%	20%	15%	10%	16%	19%	23%	18%
其他主要代理品牌		27%	50%	40%	30%	-2%	55%	80%	32%
其他品牌	-63%	-26%	8%	8%	8%	-15%	-39%	8%	9%
毛利率	56.7%	59.2%	61.7%	62.5%	62.8%	58.6%	59.5%	61.5%	61.9%
线上销售	64%	66%	68%	68%	68%				
门店销售	65%	60%	63%	64%	65%				
批发收入		52%	52%	52%	52%				
户外服务	-7%	20%	20%	20%	20%	2%	26%	13%	22%
大客户销售		25%	25%	25%	25%				
费用率									
销售费用率	34%	35%	38%	38%	38%	36%	34%	38%	38%
管理费用率	11%	9%	8%	8%	8%	12%	8%	8%	8%
研发费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
财务费用率	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
其他经营收益率	-18%	-4%	-2%	-2%	-1%	-1%	-7%	0%	-3%
资产减值损失	-19%	-6%	-5%	-5%	-5%	-4%	-8%	-5%	-5%
投资净收益	2%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%
所得税率	-1%	30%	25%	25%	25%	35%	28%	17%	32%
归母净利润	-21	53	112	160	214	17	37	53	58
YOY	-159%	348%	109%	43%	34%	106%	-223%	216%	60%
归母净利率	-2.7%	5.6%	8.7%	9.7%	10.5%	4.5%	6.3%	10.1%	7.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

罗莱生活：上半年归母净利润增长34%，中期分红率约94%

- **2026上半年收入稳健增长，盈利能力持续提升，中期分红率约94%。**2026上半年公司实现营业收入23.02亿元，同比增长5.53%；归母净利润2.49亿元，同比增长34.42%；扣非归母净利润2.08亿元，同比增长34.86%。公司整体毛利率同比提升2.15pct至49.98%，主要受益于高毛利品类和渠道收入增速更快；销售费用率同比增加1.47pct至27.71%，主因电商投入增加；管理费用率同比下降2.13pct至5.75%；进而归母净利率同比提升2.33pct至10.83%。经营性现金流净额1.13亿元，同比下降69.97%，主因购买原材料及支付电商费用。公司延续高分红政策，拟每10股派发现金红利2.8元（含税），合计分红2.34亿元，分红率约94.05%。
- **2026二季度收入稳健增长，归母净利润增长41%。**第二季度公司延续增长势头，实现营收11.44亿元，同比增长5.2%；归母净利润1.02亿元，同比增长40.5%，增速较一季度的30.5%进一步提速。二季度毛利率同比+0.69pct至50.4%；管理费用率同比下降3.80pct至3.25%，主因去年同期有诉讼费用的计提；归母净利率同比+2.24pct至8.9%。
- **线上渠道高增驱动增长，被芯品类表现突出。1）分渠道：**2026上半年线上渠道仍是增长主引擎，收入达8.40亿元，同比增长13.82%，收入占比提升至36.5%。直营渠道收入2.09亿元，同比增长9.78%；加盟渠道收入6.47亿元，同比增长6.96%，恢复性增长态势良好。线下门店结构持续优化，截至6月末直营门店393家（报告期内新开31家、关闭13家），加盟门店2030家（新开104家、关闭110家），直营门店同店零售增长8.1%。毛利率方面，线上渠道毛利率提升2.8pct至57.6%；直营渠道毛利率提升1.3pct至69.1%；加盟渠道毛利率提升1.9pct至47.0%。美国家具业务收入3.56亿元，同比下降9.25%，但毛利率提升2.31pct至33.72%，归母净利润亏损2172万元，同比亏损收窄。国内家纺业务实现营业收入19.46亿元，同比增长8.77%，归母净利润2.70亿元，同比增长27.18%。**2）分品类：**被芯类作为第一大品类，收入达8.56亿元，同比大幅增长21.97%，毛利率同比提升3.33pct至54.93%；套件类收入7.06亿元，同比增长7.84%，毛利率48.96%。枕芯类收入1.35亿元，去年高基数基础上同比下降10.61%；夏令产品收入1.26亿元，同比下降12.56%。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,559	4,839	5,087	5,316	5,529
(+/-%)	-14.2%	6.1%	5.1%	4.5%	4.0%
净利润(百万元)	433	520	621	663	708
(+/-%)	-24.4%	20.1%	19.4%	6.9%	6.8%
每股收益（元）	0.52	0.62	0.74	0.79	0.85
EBITMargin	12.1%	13.1%	15.2%	15.6%	16.0%
净资产收益率（ROE）	10.3%	12.4%	14.4%	14.9%	15.4%
市盈率（PE）	21.9	18.3	15.4	14.4	13.5
EV/EBITDA	18.3	16.2	12.4	11.6	10.8
市净率（PB）	2.27	2.27	2.21	2.14	2.08

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：罗莱生活2026H1业绩一图

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2
收入（百万元）	4559	4839	5087	5316	5529	2181	2657	2302	2785
直营	401.34	427.17	456.28	477.49	499.37	190.20	236.96	208.81	247.47
店数	411	375	385	395	405	381	375	393	385
单店收入	97.65	113.91	118.51	120.88	123.30	193.60	269.24	213.63	294.77
加盟	1,447.94	1,433.76	1,487.28	1,554.84	1,624.32	604.79	828.96	646.90	840.38
店数	2,227	2,036	2,030	2,060	2,090	2,142	2,036	2,030	2,030
单店收入	65.02	70.42	73.27	75.48	77.72	8.88	11.64	10.29	12.19
线上销售	1,382.38	1,747.28	1,974.42	2,171.87	2,345.62	737.62	1,009.66	839.55	1,134.88
其他渠道	505.36	459.72	459.72	459.72	459.72	256.33	203.40	250.66	209.06
美国	822.22	770.70	709.05	652.32	600.14	392.28	378.42	355.99	353.06
收入YOY	-14.2%	6.1%	5.1%	4.5%	4.0%	3.6%	8.3%	5.5%	4.8%
直营	-1.5%	6.4%	6.8%	4.6%	4.6%	5.1%	7.5%	9.8%	4.4%
店数	22.7%	-8.8%	2.7%	2.6%	2.5%	5.5%	-8.8%	3.1%	2.7%
单店收入	-19.7%	16.7%	4.0%	2.0%	2.0%	12.1%	45.8%	10.3%	9.5%
加盟	-19.0%	-1.0%	3.7%	4.5%	4.5%	-8.7%	5.5%	7.0%	1.4%
店数	-7.0%	-8.6%	-0.3%	1.5%	1.5%	-8.0%	-8.6%	-5.2%	-0.3%
单店收入	-12.9%	8.3%	4.0%	3.0%	3.0%	14.3%	17.6%	15.8%	4.7%
线上销售	-14.1%	26.4%	13.0%	10.0%	8.0%	18.3%	33.0%	13.8%	12.4%
其他渠道	9.3%	-9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%	-30.3%	-2.2%	2.8%
美国	-21.5%	-6.3%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-7.8%	-4.6%	-9.3%	-6.7%
毛利率	48.0%	50.5%	52.1%	52.4%	52.8%	47.8%	52.7%	49.98%	53.8%
直营	67.6%	69.8%	70.0%	69.5%	69.5%	67.8%	71.5%	69.1%	70.8%
加盟	48.8%	48.0%	49.0%	49.0%	49.0%	45.1%	50.2%	47.0%	50.5%
线上销售	53.3%	57.5%	59.0%	58.5%	58.5%	54.8%	59.5%	57.6%	60.0%
其他渠道	48.1%	45.3%	44.0%	45.0%	45.0%	44.6%	46.2%	39.2%	49.8%
美国	28.1%	31.8%	33.0%	33.0%	33.0%	31.4%	32.1%	33.7%	32.3%
费用率									
销售费用率	26.4%	26.7%	27.5%	27.5%	27.5%	26.2%	27.2%	27.7%	27.3%
管理费用率	6.6%	7.6%	6.0%	6.0%	6.0%	7.9%	7.4%	5.7%	6.2%
研发费用率	2.2%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.8%	1.7%	3.0%	1.9%
财务费用率	-0.5%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	-0.4%	0.1%	0.3%	0.3%
所得税率	10%	16%	16%	16%	16%	13%	18%	16%	17%
归母净利润（百万元）	432.85	519.86	620.60	663.27	708.28	185.49	334.37	249.34	371.26
YOY	-24.4%	20.1%	19.4%	6.9%	6.8%	17.0%	21.9%	34.4%	11.0%
归母净利率	9.5%	10.7%	12.2%	12.5%	12.8%	8.5%	12.6%	10.8%	13.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

国信证券 GUOSEN SECURITIES

富安娜：上半年收入增长8%，线上与直营双轮驱动

- **上半年收入增长8.1%，利润重回增长轨道。**2026年上半年，伴随2025年全渠道主动去库存基本完成、渠道库存回归正常偏低水平，公司经营实现拐点向上，收入同比增长8.1%至11.79亿元，归母净利润同比增长9.4%至1.16亿元，扣非归母净利润同比增长3.4%至0.96亿元。毛利率同比减少1.7百分点至51.9%，主要受原材料价格上涨及渠道结构变化影响；销售费用率同比下降0.8百分点至35.3%，尽管达播合作带动平台费用增加（商场代垫费用同比+42.5%），但费用管控成效显著，上半年综合费用率同比下降2.19百分点；信用减值损益占收入比例同比下降0.8百分点，主要因应收账款坏账损失转回收益减少。主要受费用管控带动，归母净利率同比提升0.1百分点至9.9%。营运效率提升，存货/应收周转天数约227/38天（分别同比-44/-30天），库存结构进一步优化；经营活动现金流净额同比下降25.8%至2.15亿元，净现比1.85。
- **第二季度增速放缓，但延续正增长。**第二季度公司收入同比增长2.1%至5.67亿元（Q1：+14.3%），归母净利润同比增长3.1%至0.52亿元（Q1：+15.1%），二季度为家纺传统销售淡季，且4月后社零整体走弱，公司凭借大单品策略带动产品结构升级与持续的费用管控，仍实现收入利润双增长，展现经营韧性。单季毛利率同比下降1.3百分点至51.4%，销售费用率同比上升1.0百分点至36.7%，归母净利率同比微升0.1百分点至9.1%。
- **线上与直营双轮驱动，加盟降幅明显收窄。1）分渠道看：**线上渠道增长最快，收入同比增长13.5%至5.69亿元，占公司收入比重约48.2%，毛利率同比下降1.3百分点至48.2%，大单品矩阵投入与内容电商、达人合作持续激活电商活力；直营渠道收入同比增长11.4%至3.13亿元，平均单店收入同比增长11.4%至64.5万元，毛利率同比下降3.5百分点至62.8%，主因低毛利的山姆渠道占比提升；加盟渠道收入同比下滑5.8%至1.75亿元，但降幅较2025年大幅收窄，毛利率同比下降1.0百分点至48.3%，反映渠道库存去化后加盟商补库积极性逐步恢复。线下门店相较去年年末，直营门店净减少8家至486家，加盟门店净减少72家至827家，公司适度收缩低效街边店铺，加快优质购物中心及奥特莱斯渠道布局。**2）分品类看：**上半年核心品类均恢复增长，套件、被芯、枕芯收入分别同比增长12.4%、5.0%、6.3%，“太空深睡枕2.0”“蚕蛹大豆双蛋白被”等功能型大单品逐步形成销售增量。从毛利率来看，套件和被芯毛利率分别下降0.7和2.6百分点至53.5%和50.0%，主要受原材料涨价影响。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,011	2,585	2,945	3,267	3,601
(+/-%)	-0.6%	-14.2%	13.9%	10.9%	10.2%
净利润(百万元)	542	336	363	411	463
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	7.8%	13.4%	12.7%
每股收益（元）	0.65	0.40	0.43	0.49	0.56
EBITMargin	20.7%	13.5%	13.3%	13.6%	14.0%
净资产收益率（ROE）	13.9%	9.1%	9.7%	10.9%	12.1%
市盈率（PE）	9.7	15.7	14.5	12.8	11.3
EV/EBITDA	9.1	15.1	13.5	12.2	11.1
市净率（PB）	1.36	1.43	1.41	1.39	1.37

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

图：富安娜2026H1业绩一图

	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E	2025 H1	2025 H2	2026 H1	2026 H2
收入（百万元）	3011	2585	2945	3267	3601	1091	1494	1179	1766
直营	735.75	663.44	738.77	807.07	879.66	281.32	382.12	313.28	425.49
店数	485	494	504	514	524	486	494	486	504
单店收入	151.86	135.53	146.58	157.02	167.87	57.94	77.98	63.93	85.96
加盟	835.75	463.76	551.24	599.24	649.73	186.35	277.41	175.48	375.76
店数	987	899	999	1,014	1,029	928	899	827	999
单店收入	83.70	49.18	55.18	59.10	63.14	20.08	30.86	21.22	37.61
电商	1,120.61	1,147.22	1,319.31	1,497.41	1,679.35	501.16	646.07	568.62	750.69
天猫	284.48	324.61							
京东	488.93	480.35							
唯品会	155.41	153.55							
团购	172.49	196.56	216.21	235.67	254.76	75.72	120.83	82.86	133.35
其他	146.64	113.99	119.69	128.06	137.03	46.55	67.44	39.09	80.60
收入YOY	-0.6%	-14.2%	13.9%	10.9%	10.2%	-16.6%	-12.3%	8.1%	18.2%
直营	1.8%	-9.8%	11.4%	9.2%	9.0%	-9.1%	-10.4%	11.4%	11.3%
店数	0.2%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	-2.4%	1.9%	0.0%	2.0%
单店收入	0.2%	-10.7%	8.2%	7.1%	6.9%	-8.1%	-10.1%	10.3%	10.2%
加盟	1.4%	-44.5%	18.9%	8.7%	8.4%	-43.3%	-45.3%	-5.8%	35.5%
店数	-2.3%	-8.9%	11.1%	1.5%	1.5%	-10.2%	-8.9%	-10.9%	11.1%
单店收入	2.0%	-41.2%	12.2%	7.1%	6.8%	-36.9%	-39.9%	5.7%	21.9%
电商	-7.4%	2.4%	15.0%	13.5%	12.2%	-5.0%	8.9%	13.5%	16.2%
天猫	-4.2%	14.1%							
京东	3.0%	-1.8%							
唯品会	-10.6%	-1.2%							
团购	5.1%	13.9%	10.0%	9.0%	8.1%			9.4%	10.4%
其他	35.5%	-22.3%	5.0%	7.0%	7.0%			-16.0%	19.5%
毛利率	56.1%	53.2%	52.1%	52.2%	52.3%	53.6%	52.9%	51.9%	52.3%
直营	67.9%	63.0%	63.0%	63.1%	63.3%	66.3%	60.6%	62.8%	63.2%
加盟	55.6%	48.8%	48.6%	48.7%	48.8%	49.3%	48.4%	48.3%	48.7%
电商	50.3%	50.2%	48.2%	48.4%	48.6%	49.4%	50.8%	48.2%	48.2%
团购	41.6%	38.9%	38.5%	38.6%	38.7%	39.0%	38.9%	38.4%	38.6%
其他	60.8%	68.7%	68.7%	68.9%	69.0%	62.9%	72.8%	63.9%	71.1%
费用率									
销售费用率	27.6%	32.4%	32.2%	32.0%	31.8%	36.1%	29.7%	35.3%	30.1%
管理费用率	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	4.2%	2.8%	3.3%	3.3%
研发费用率	3.2%	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.6%	2.6%	1.9%	2.0%
财务费用率	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
所得税率	17%	19%	18%	18%	18%	25%	16%	26%	13%
归母净利润（百万元）	542.25	336.46	362.56	411.02	463.37	106.15	230.31	116.17	246.39
YOY	-5.2%	-38.0%	7.8%	13.4%	12.7%	-51.3%	-29.0%	9.4%	7.0%
归母净利率	18.0%	13.0%	12.3%	12.6%	12.9%	9.7%	15.4%	9.9%	14.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

华利集团：关税与订单波动致业绩承压，二季度环比改善

- **收入同比下滑，产能利用率下降叠加关税让利致利润承压。**2026年上半年公司收入109.25亿元，同比-13.71%，美元口径收入同比-9.9%；主要受消费需求疲软、贸易争端及地缘政治动荡影响下品牌方下单谨慎、部分老客户订单下滑影响。归母净利润同比下滑42.98%至9.53亿元。盈利能力明显承压，其中毛利率同比-4.1pct至17.7%，主要因新工厂产能释放进度未达预期、产能调配及生产排程调整频次加大导致整体效率下降，叠加关税让利因素；经营利润率同比-5.0pct至12.1%，归母净利率同比-4.5pct至8.7%。主要系汇率变动致汇兑损失增加、财务费用率同比+1.2pct至0.6%；所得税率同比+5.1pct至27.5%。存货周转天数60.8天（2025年末为56天），存货余额同比+7.2%至31.4亿元，主因期末在手订单增加带动原材料及在产品增加。资本开支12.16亿元（同比-11.7%），主要用于越南、印度尼西亚及四川工厂的产能建设。
- **二季度降幅收窄，中期分红率达122.5%。**二季度单季公司收入同比-9.5%至66.11亿元，美元口径收入同比-4.9%；归母净利润同比-37.4%至5.68亿元，毛利率17.6%，经营利润率13.1%，归母净利率8.6%；环比一季度收入和净利润均增长约50%，同比降幅较一季度（收入-19.4%、归母净利润-49.6%）明显收窄，经营边际改善。中期拟派发现金分红11.67亿元（每10股派10元），占上半年归母净利润的比例约为122.5%，延续高分红回报。
- **销量同比下滑9%，美元单价基本稳定。**上半年销售运动鞋1.04亿双，同比-9.0%；人民币单价约为104.72元/双，同比-5.2%；美金单价同比约-1.0%至约15.2美元/双，人民币单价降幅大于美金单价主受人民币升值影响。销量下滑主要受部分以美国市场为主的老客户订单波动影响，品牌方在需求疲软和关税不确定性下下单更为谨慎。
- **北美市场明显承压，欧洲市场企稳，新客户合作持续推进。**分区域看，北美市场收入同比-18.2%至80.84亿元，是收入下滑的主要拖累；欧洲市场收入同比+1.4%至24.30亿元；其他区域收入同比+9.6%至3.99亿元。分区域毛利率看，北美/欧洲/其他分别同比-2.8/-6.7/-8.8pct至20.3%/10.2%/10.4%。公司持续推进客户结构优化和产能布局调整，上半年总产能1.13亿双、产量1.02亿双，产能利用率90.3%（同比-5.5pct）；印度尼西亚量产工厂逐步投产，四川新工厂逐步投产，公司将继续在印尼新建工厂、在越南扩建或新建工厂，并深化与Adidas等战略新客户的合作，以对冲老客户订单波动。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	23,505	25,070	26,333
(+/-%)	19.4%	4.1%	-5.9%	6.7%	5.0%
净利润(百万元)	3840	3207	2301	2908	3156
(+/-%)	20.0%	-16.5%	-28.2%	26.4%	8.5%
每股收益（元）	3.29	2.75	1.97	2.49	2.70
EBITMargin	20.6%	17.2%	13.3%	14.9%	15.4%
净资产收益率（ROE）	22.0%	19.7%	13.7%	16.6%	17.2%
市盈率（PE）	9.9	11.8	16.5	13.0	12.0
EV/EBITDA	7.8	8.7	11.9	10.1	9.4
市净率（PB）	2.18	2.34	2.26	2.16	2.07

图：华利集团2026H1业绩一图

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025 1H	2025 2H	2026 1H	2026 2H
总收入(亿元)	240.06	249.80	235.05	250.70	263.33	126.61	123.19	109.25	125.80
分量价									
销量(百万双)	223.43	226.99	217.10	227.95	237.07	114.63	112.36	104.33	-
单价(人民币口径)	107.23	109.96	108.27	109.89	110.99	110.45	109.64	104.72	-
总收入YOY	19.4%	4.1%	-5.9%	6.7%	5.0%	10.4%	-1.7%	-13.7%	2.1%
分量价									
销量	17.5%	1.6%	-1.6%	5.0%	4.0%	6.1%	-2.7%	-9.0%	
单价	1.5%	2.5%	-1.5%	1.5%	1.0%	4.2%	1.2%	-5.2%	
单价(美元口径)	0.5%	2.2%	2.0%	1.5%	1.0%	2.8%	1.8%	-1.0%	
分客户									
客户一	4.7%	-17.7%	-9.3%	5.2%	3.5%				
客户二	26.4%	-0.1%	-5.0%	10.0%	7.0%				
客户三	26.4%	-15.3%	5.0%	4.0%	3.2%				
分地区（客户所在地）									
美洲	18.1%	-4.9%				-0.4%	-9.1%	-18.2%	
欧洲	24.3%	56.7%				88.9%	33.9%	1.4%	
其他	44.4%	52.8%				45.9%	60.0%	9.6%	
毛利润	64.34	54.68	43.62	50.14	53.98	27.66	27.02	19.37	24.25
毛利率	26.8%	21.9%	18.6%	20.0%	20.5%	21.8%	21.9%	17.7%	19.3%
美洲	27.2%	23.3%				23.1%	23.4%	20.3%	
欧洲	24.2%	16.8%				16.9%	16.6%	10.2%	
其他	20.8%	18.7%				19.1%	18.3%	10.4%	
费用率	6.0%	4.5%	5.8%	4.9%	4.9%	4.2%	4.9%	6.1%	5.4%
销售费用	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
管理费用	4.5%	2.8%	3.2%	3.0%	3.0%	2.8%	2.9%	3.4%	3.1%
研发费用	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%
财务费用	-0.4%	-0.2%	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	0.1%	0.6%	0.4%
经营利润	49.67	41.73	29.97	37.84	41.06	21.66	20.07	13.17	16.79
比率	20.7%	16.7%	12.7%	15.1%	15.6%	17.1%	16.3%	12.1%	13.4%
营业外收支	-0.19	-0.16	-0.15	-0.16	-0.17	-0.13	-0.03	-0.02	-0.13
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
利润总额	49.48	41.57	29.81	37.68	40.89	21.53	20.04	13.15	16.66
比率	20.6%	16.6%	12.7%	15.0%	15.5%	17.0%	16.3%	12.0%	13.2%
所得税	11.12	9.50	6.80	8.59	9.33	4.82	4.68	3.61	3.19
所得税率	22.5%	22.9%	22.8%	22.8%	22.8%	22.4%	23.4%	27.5%	19.1%
净利润	38.40	32.07	23.01	29.08	31.56	16.71	15.36	9.53	13.49
比率	16.0%	12.8%	9.8%	11.6%	12.0%	13.2%	12.5%	8.7%	10.7%
YoY	20.0%	-16.5%	-28.2%	26.4%	8.5%	-11.1%	-21.7%	-43.0%	-12.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

申洲国际：上半年收入下降5%盈利短期承压，派息率维持约60%

- **2026上半年收入下降5.3%，盈利短期承压，派息率维持约60%。**上半年公司营业收入141.8亿元，同比下降5.3%（按美元计同比下降约1.8%）；归母净利润19.0亿元，同比下降40.0%；剔除政府补助、汇兑损益、利息收入影响后的净利润约同比下降22.6%至18.7亿元。毛利率同比下降4.5个百分点至22.6%，主要因：1）人民币兑美元平均汇率较上年同期升值约4%，汇率波动对毛利率带来负面影响；2）国内及越南生产基地薪资及退休福利费用上涨，叠加越南、柬埔寨产能扩充带动员工人数增加，期内生产相关人工开支占收入比重上升约2个百分点；3）化纤类原材料成本随国际油价波动上涨，推高整体生产成本。汇兑净损失约5.06亿元（去年同期为收益1.26亿元）；所得税同比减少70.3%至1.35亿元，主随税前利润下降及递延税项抵免增加。宣派中期股息每股0.88港元，派息率约60.3%（去年同期59.6%）。
- **休闲类与内衣类实现增长，运动类承压；日本市场逆势增长。**1）分品类，运动类/休闲类/内衣类产品销售额分别同比-10.7%/+4.5%/+6.1%，运动类收入占比下降至63.8%（去年同期67.7%），休闲类收入占比提升至27.9%。2）分客户，三大核心客户（各自占收入10%以上）中，客户甲/乙分别同比增长9.7%/12.6%，客户丙同比下降23.1%。3）分地区，日本市场销售额同比增长2.6%，主要系休闲类服装需求上升；欧洲/美国市场销售额分别同比下降8.9%/11.7%，主要系运动类服装需求下降；国内市场销售额同比下降5.2%，主要系运动品牌在中国大陆市场的订单需求下降所致。
- **短期盈利承压不改核心供应商份额优势，海外产能多元化布局持续推进。**公司前两大客户的销售仍实现正增长，核心供应商份额优势依然稳固。产能布局方面，越南西宁省第二面料工厂新产能爬坡顺利，现已具备日均100吨面料生产能力，柔性化产线配置可更好适配多品类、差异化订单需求，进一步强化垂直一体化优势；国内安徽成衣基地新建厂房土建工程已全面竣工，正推进配套设施与生产设备进场安装，为基地全面技改腾出作业空间；海外新基地拓展有序落地，印尼成衣新项目用地已于2026年8月初正式移交，公司将于2026年9月动工建造印尼制衣工厂，预计2027年第四季度分批投入使用，在越南、柬埔寨之外再增海外产能布局。期内资本开支约7.4亿元（去年同期约15.3亿元），同比回落，其中约50%用于购买生产设备、约45%用于兴建及购买新工厂大楼和使用权资产；期末员工总数117,930人，较2025年末增加9,250人。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,663	30,994	30,846	32,198	33,778
(+/-%)	14.8%	8.1%	-0.5%	4.4%	4.9%
净利润(百万元)	6241	5825	4575	5512	5873
(+/-%)	36.9%	-6.7%	-21.5%	20.5%	6.6%
每股收益（元）	4.15	3.88	3.04	3.67	3.91
EBITMargin	22.5%	19.0%	14.0%	17.1%	17.4%
净资产收益率（ROE）	18.2%	15.9%	12.0%	13.8%	13.8%
市盈率（PE）	7.5	8.1	10.3	8.5	8.0
EV/EBITDA	8.3	8.9	11.1	9.2	8.6
市净率（PB）	1.31	1.25	1.22	1.14	1.07

图：申洲国际2026H1业绩一图

2313.HK	百万元	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	FY25 1H	FY25 2H	FY26 1H	FY26 2H
收入	金额	28,663	30,994	30,846	32,198	33,778	14,966	16,027	14,179	16,667
增速	YoY	14.8%	8.1%	-0.5%	4.4%	4.9%	15.3%	2.2%	-5.3%	4.0%
分客户：										
客户甲	金额	7,985	9,080	10,079	10,986	11,755	4,333	4,747	4,752	5,327
客户乙	金额	4,998	6,434	7,014	7,434	7,880	2,992	3,442	3,368	3,645
客户丙	金额	7,399	7,532	6,779	6,982	7,401	3,436	4,096	2,642	4,137
客户丁	金额	2,762	2,727	1,909	1,814	1,814	1,532	1,195	907	1,002
其他	金额	5,518	5,220	5,066	4,981	4,928	2,673	2,547	2,510	2,556
分客户YOY：										
客户甲	YoY	33.0%	13.7%	11.0%	9.0%	7.0%	27.4%	3.5%	9.7%	12.2%
客户乙	YoY	35.4%	28.7%	9.0%	6.0%	6.0%	28.2%	29.2%	12.6%	5.9%
客户丙	YoY	-3.9%	1.8%	-10.0%	3.0%	6.0%	6.0%	-1.4%	-23.1%	1.0%
客户丁	YoY	10.9%	-1.3%	-30.0%	-5.0%	0.0%	14.7%	-16.2%	-40.8%	-16.2%
其他	YoY	8.4%	-5.4%	-2.9%	-1.7%	-1.1%	0.4%	-10.8%	-6.1%	0.4%
分地区：										
中国	金额	8,061	7,387	7,166	7,452	7,750	3,646	3,742	3,457	3,708
欧洲	金额	5,190	6,262	5,761	6,222	6,719	3,029	3,233	2,761	3,000
美国	金额	4,612	5,583	5,024	5,527	6,079	2,555	3,028	2,257	2,767
日本	金额	4,834	5,144	5,298	5,510	5,731	2,499	2,645	2,565	2,733
其他	金额	5,966	6,618	7,597	7,487	7,498	3,238	3,380	3,139	4,458
分地区YOY：										
中国	YoY	13.2%	-8.4%	-3.0%	4.0%	4.0%	-2.1%	-13.7%	-5.2%	-0.9%
欧洲	YoY	3.2%	20.6%	-8.0%	8.0%	8.0%	19.9%	21.4%	-8.9%	-7.2%
美国	YoY	18.9%	21.0%	-10.0%	10.0%	10.0%	35.8%	10.9%	-11.7%	-8.6%
日本	YoY	31.5%	6.4%	3.0%	4.0%	4.0%	18.1%	-2.7%	2.6%	3.3%
其他	YoY	13.4%	10.9%	14.8%	-1.5%	0.2%	18.7%	4.4%	-3.1%	31.9%
毛利	金额	8,055	8,165	7,355	7,877	8,334	4,058	4,107	3,197	4,158
	毛利率	28.1%	26.3%	23.8%	24.5%	24.7%	27.1%	25.6%	22.6%	24.9%
销售费用	金额	-276	-250	-249	-260	-273	-109	-142	-123	-126
	比率	-1.0%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-0.8%
管理费用	金额	-1,938	-2,095	-2,085	-2,177	-2,284	-1,082	-1,014	-1,064	-1,021
	比率	-6.8%	-6.8%	-6.8%	-6.8%	-6.8%	-7.2%	-6.3%	-7.5%	-6.1%
其他收入	金额	1,431	1,242	1,232	1,293	1,338	799	632	681	561
	比率	4.3%	4.6%	4.0%	3.8%	3.8%	5.3%	3.9%	4.8%	3.4%
其他收益净额	金额	459	-254	-862	-30	2	139	-393	-497	-365
	比率	1.6%	-0.8%	-2.8%	-0.1%	0.0%	0.9%	-2.5%	-3.5%	-2.2%
其中：汇兑收益	金额	106	-256	-864	-32	0	126	-383	-506	
	比率	0.4%	-0.8%	-2.8%	-0.1%	0.0%	0.8%	-2.4%	-3.6%	
融资成本	金额	-375	-335	-334	-348	-365	-176	-159	-156	-178
	比率	-1.3%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.2%	-1.0%	-1.1%	-1.1%
税前利润	金额	7,164	6,666	5,072	6,299	6,712	3,632	3,034	2,040	3,032
	比率	25.0%	21.5%	16.4%	19.6%	19.9%	24.3%	18.9%	14.4%	18.2%
所得税	金额	-923	-841	-497	-787	-839	-455	-385	-135	-362
	实际税率	12.9%	12.6%	9.8%	12.5%	12.5%	12.5%	12.7%	6.6%	11.9%
净利润	金额	6,241	5,825	4,575	5,512	5,873	3,177	2,648	1,905	2,671
少数股东损益	金额	-	-	-	-	-	-	-	-	-
归母净利润	金额	6,241	5,825	4,575	5,512	5,873	3,177	2,648	1,905	2,671
	比率	21.8%	18.8%	14.8%	17.1%	17.4%	21.2%	16.5%	13.4%	16.0%
	YoY	36.9%	-6.7%	-21.5%	20.5%	6.6%	8.4%	-20.0%	-40.0%	0.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

重点公司财报分析

开润股份：上半年收入增长5%，服装代工引领增长

- **上半年收入增长5%，费用率优化推动净利率提升。**公司主营业务包括箱包、服装代工和品牌经营业务。上半年收入同比+5.0%至25.5亿元，归母净利润同比+13.1%至2.1亿元，扣非归母净利润同比+16.3%至2.1亿元。毛利率同比-0.9个百分点至23.8%，主因业务结构调整、原材料价格上涨所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比为-0.4/-0.3/0.0/-0.7个百分点至3.4%/5.4%/2.2%/1.2%，其中销售费用率下降主因市场营销运营费下降，管理费用率下降主因折旧、摊销费用下降，财务费用率下降主要受存款利息收入增加和汇兑损失减少带动。费用率优化推动净利率同比+0.6个百分点至8.3%。上半年拟每10股派发现金股利2.65元，分红率约30%。
- **第二季度收入提速，净利率同比微升。**第二季度收入同比+8.2%至12.9亿元，较一季度的1.9%增速环比提升；归母净利润同比+10.8%至1.1亿元。毛利率同比-1.3个百分点至23.3%，销售/管理/财务费用率分别同比-0.2/+0.4/-0.2个百分点；此外由于公司对嘉乐持股比例提升，少数股东损益占比同比下降叠加所得税率下行，共同带动归母净利率同比微升0.2个百分点至8.7%。
- **服装代工延续高增，品牌业务承压但企稳态势明确。**1）代工业务：上半年代工制造收入同比+10.0%至23.1亿元，毛利率同比-0.9个百分点至23.8%。其中，箱包代工收入同比+1.8%至14.4亿元，保持稳健增长；服装代工收入同比+27.2%至8.6亿元，主因公司聚焦核心大客户，优衣库、阿迪达斯、MUJI等核心客户订单需求旺盛所致。2）品牌业务：上半年品牌业务营收同比-27.3%至2.2亿元，毛利率同比-1.2个百分点至22.9%，主因线下占比提升，结构性拉低品牌端整体毛利率。分渠道看，线上渠道收入约4600万元，毛利率同比提升3.3个百分点至42.3%，线下渠道收入1.77亿元，毛利率约18%。分品牌看，小米箱包业务5-6月销售同比降幅收窄，企稳态势明确；90分单月收入降幅持续收窄，6月已实现同比增长。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,240	4,892	5,164	5,421	5,712
(+/-%)	36.6%	15.4%	5.6%	5.0%	5.4%
净利润(百万元)	381	331	378	416	445
(+/-%)	229.5%	-13.1%	14.2%	10.0%	6.9%
每股收益（元）	1.59	1.38	1.58	1.74	1.86
EBITMargin	11.7%	13.7%	11.2%	11.6%	11.7%
净资产收益率（ROE）	17.8%	15.4%	16.1%	16.2%	15.9%
市盈率（PE）	12.7	14.6	12.8	11.6	10.8
EV/EBITDA	12.5	10.5	10.8	9.7	9.0
市净率（PB）	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

图：开润股份2026H1业绩一图

	2025	2026E	2027E	2028E	2025 1H	2025 2H	2026 1H	2026 2H
收入（百万元）	4891.6	5163.7	5421.1	5711.7	2427.3	2464.3	2549.1	2614.6
YoY	15.4%	5.6%	5.0%	5.4%	32.5%	2.3%	5.0%	6.1%
代工	4,240.9	4,593.1	4,915.4	5,263.1	2,097.6	2,143.3	2,307.1	2,286.0
YoY	20.0%	8.3%	7.9%	7.5%	37.2%	6.9%	10.0%	6.7%
占比	86.7%	88.9%	90.7%	92.1%	86.4%	87.0%	90.5%	87.4%
品牌	607.1	531.3	470.2	416.6	306.4	300.7	222.6	308.7
YoY	-7.7%	-12.5%	-11.5%	-11.4%	8.9%	-20.1%	-27.3%	2.6%
占比	12.4%	10.3%	8.7%	7.3%	12.6%	12.2%	8.7%	11.8%
毛利率	23.9%	23.3%	23.6%	23.6%	24.4%	23.5%	23.6%	23.1%
代工	23.6%	23.2%	23.5%	23.6%	24.7%	22.5%	23.8%	22.5%
品牌	27.1%	25.1%	25.0%	24.9%	24.1%	30.1%	22.9%	26.6%
费用率	14.2%	13.0%	12.9%	12.9%	13.6%	14.7%	12.2%	13.8%
销售费用	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%	4.7%	3.4%	4.6%
管理费用	5.9%	5.7%	5.6%	5.6%	5.8%	6.0%	5.4%	6.0%
研发费用	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.2%	2.0%	2.2%	1.9%
财务费用	2.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.8%	2.1%	1.2%	1.4%
其他								
其他经营收益率	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	0.3%	0.1%	-0.6%	-0.3%
其中：投资净收益/收入	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.3%	0.6%	-0.4%	0.0%
所得税率	18.9%	16.0%	16.0%	16.0%	20.7%	16.5%	16.0%	15.9%
归母净利润	331.1	378.3	414.6	443.2	186.7	144.4	211.1	167.2
YoY	-13.1%	14.2%	9.6%	6.9%	-24.8%	8.7%	13.1%	15.8%
归母净利率	6.8%	7.3%	7.6%	7.8%	7.7%	5.9%	8.3%	6.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

伟星股份：二季度收入与净利润同步增长19%，成本上涨压力下盈利稳健

- **上半年收入与归母净利润双位数增长。**2026年上半年收入同比+13.76%至26.59亿元；归母净利润同比+11.84%至4.13亿元；扣非归母净利润同比+11.89%至4.05亿元；扣除股份支付影响后净利润同比+15.33%至4.37亿元。毛利率同比微降0.3百分点至42.61%。费用管控成效显著，销售费用率同比-0.1百分点至8.67%，规模效益及严格费用管控下管理费用率同比-0.7百分点至9.28%；财务费用率同比+0.8百分点至1.98%（主要受汇兑损失由1041万元增至3723万元影响）。归母净利率同比微降0.3百分点至15.54%。
- **二季度接单回暖收入提速，毛利率稳定，费用率下降。**第二季度收入同比+19.2%至16.19亿元，较一季度+6.2%明显提速；归母净利润同比+19.0%至3.20亿元，扭转一季度同比-7.2%的下滑态势。毛利率同比下降0.5百分点至45.3%，主受原材料价格上涨影响，但订单规模增长及提价一定程度抵消原材料涨价负面影响；销售/管理/财务费用率分别同比变动-0.2/-1.0/-0.4百分点至8.09%/7.93%/1.38%；归母净利率同比基本持平于19.8%。
- **国内市场增长提速，国际市场稳健增长，越南工厂扭亏为盈。**1）分区域：上半年国内市场收入同比+17.87%至17.37亿元，占比65.31%，增速显著回升，毛利率同比微降0.1百分点至42.13%。国际市场收入同比+6.74%至9.22亿元，毛利率同比下降0.6百分点至43.51%，仍高于国内水平，全球化战略稳步推进。2）分品类：拉链收入同比+10.95%至14.34亿元，毛利率为42.98%，同比下降0.3百分点。钮扣收入同比+15.55%至10.70亿元，毛利率为42.54%，同比下降0.9百分点。其他服饰辅料收入同比+9.76%；其他业务收入同比+80.98%，主要系铜、锌合金等边角料及其他废料处置数量增加并叠加市场价格上行所致。3）产能与利用率：上半年钮扣和拉链总产能分别达到68亿粒和5.30亿米；产能利用率从去年同期65.28%提升至68.62%，其中境内产能利用率达72.84%，境外为49.53%（境外产能占比17.86%），境外利用率仍有较大爬坡空间。越南工厂已进入快速发展阶段，报告期营业收入和净利润快速增长，本期实现效益约751万元，较上年同期亏损约1640万元实现扭亏为盈。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,674	4,800	5,300	5,639	5,990
(+/-%)	19.7%	2.7%	10.4%	6.4%	6.2%
净利润(百万元)	700	645	720	806	869
(+/-%)	25.5%	-8.0%	11.8%	11.8%	7.9%
每股收益（元）	0.60	0.54	0.61	0.69	0.74
EBITMargin	20.4%	19.8%	16.9%	17.0%	17.3%
净资产收益率（ROE）	16.1%	14.1%	14.4%	14.7%	14.5%
市盈率（PE）	20.1	22.2	19.9	17.5	16.2
EV/EBITDA	12.9	12.9	13.4	12.0	10.9
市净率（PB）	3.2	3.1	2.9	2.6	2.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：伟星股份2026H1业绩一图

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025 1H	2025 2H	2026 1H	2026 2H
营收（百万元）	4674.4	4800.3	5300.3	5638.8	5989.5	2337.7	2462.6	2659.3	2641.0
分品类									
拉链	2484.1	2560.3	2857.4	3048.3	3248.7	1292.7	1267.5	1434.2	1423.2
销量（百万米）	530.4	552.3	604.3	644.7	687.1				
单价（元/米）	4.7	4.6	4.7	4.7	4.7				
钮扣	1954.5	1989.4	2174.9	2307.2	2440.9	925.9	1063.5	1069.9	1105.0
销量（百万粒）	9738.7	10002.3	10934.7	11599.9	12272.2				
单价（元/粒）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				
其他辅料	164.2	174.1	191.5	206.9	223.4	84.7	89.5	92.9	98.6
分区域									
国内	3093.8	3078.2	3386.0	3555.3	3733.1	1473.6	1604.6	1736.9	1649.1
国外	1580.6	1722.1	1837.8	2007.0	2180.0	864.2	858.0	922.4	915.4
YOY									
合计	19.7%	2.7%	10.4%	6.4%	6.2%	1.8%	3.6%	13.8%	7.2%
分品类									
拉链	15.9%	3.1%	11.6%	6.7%	6.6%	2.7%	3.5%	10.9%	12.3%
销量	5.9%	4.1%	9.4%	6.7%	6.6%				
单价	9.5%	-1.0%	2.0%	0.0%	0.0%				
钮扣	22.2%	1.8%	9.3%	6.1%	5.8%	-0.2%	3.6%	15.6%	3.9%
销量	9.3%	2.7%	9.3%	6.1%	5.8%				
单价	11.8%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%				
其他辅料	41.9%	6.0%	10.0%	8.0%	8.0%	11.2%	1.6%	9.8%	10.2%
分区域									
国内	14.7%	-0.5%	10.0%	5.0%	5.0%	-4.1%	3.0%	17.9%	2.8%
国外	30.6%	9.0%	6.7%	9.2%	8.6%	13.7%	4.5%	6.7%	6.7%
毛利率	41.7%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%	42.9%	41.2%	42.6%	41.3%
分品类									
拉链	42.1%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.3%	42.7%	43.0%	43.0%
钮扣	43.0%	41.8%	41.5%	41.5%	41.5%	43.5%	40.3%	42.5%	40.5%
分区域									
国内	41.5%	42.6%	41.5%	41.5%	41.5%	42.2%	42.9%	42.1%	40.8%
国外	42.2%	41.1%	44.5%	-73.5%	-71.1%	44.1%	38.1%	43.5%	45.6%
费用率	23.7%	25.8%	25.5%	24.6%	24.4%	23.5%	27.9%	23.6%	27.4%
销售费用率	8.9%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	8.78%	9.5%	8.7%	9.5%
管理费用率	11.0%	11.6%	11.0%	10.9%	10.6%	9.98%	13.1%	9.3%	12.7%
研发费用率	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.62%	3.7%	3.7%	3.7%
财务费用率	0.0%	1.4%	1.7%	1.0%	1.0%	1.16%	1.6%	2.0%	1.4%
营业利润	852.45	783.55	871.52	974.31	1,050.69				
营业利润率	18.2%	16.3%	16.4%	17.3%	17.5%				
归母净利润	700.3	644.6	720.4	805.8	869.1	369.4	275.2	413.1	307.3
YoY	25.5%	-8.0%	11.8%	11.8%	7.9%	-11.2%	-3.2%	11.8%	11.7%
净利率	15.0%	13.4%	13.6%	14.3%	14.5%	15.8%	11.2%	15.5%	11.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

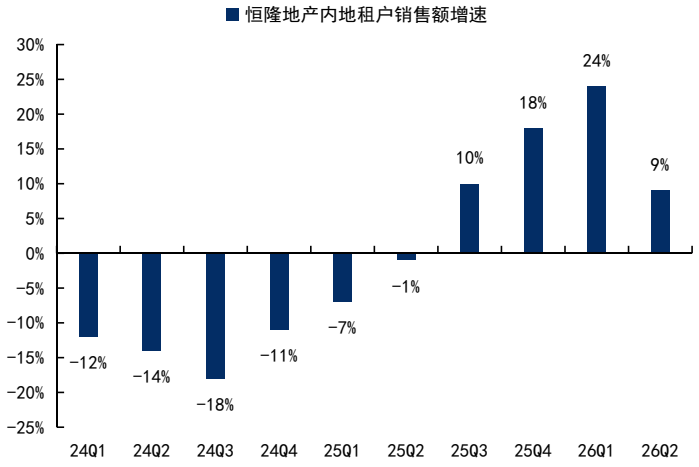
03 主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

一、高端商场：高端消费的晴雨表，2025年下半年以来呈现全面复苏态势

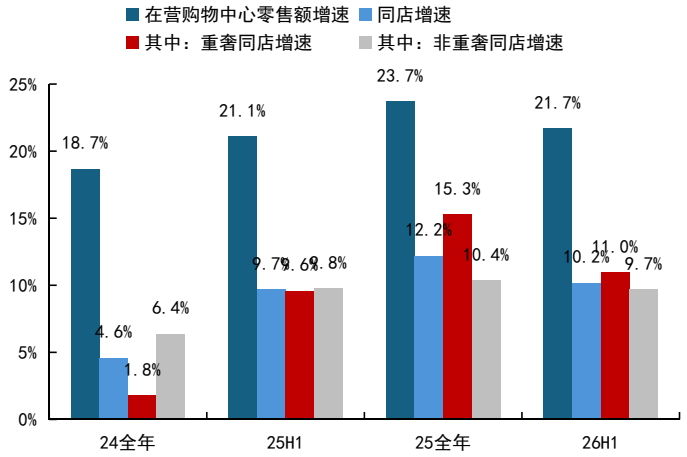
- 恒隆内地商场租户销售额从24Q3的-18%谷底持续改善，至26Q1已加速至+24%，26Q2虽有回落但仍保持9%的增速。
- 2024年华润万象生活在营购物中心零售额达2150亿元（同比+18.7%），同店增速+4.6%，其中重奢同店仅+1.8%，反映当年高端消费承压。进入2025年，零售额跃升至2660亿元（同比+23.7%），同店增速从24全年的+4.6%大幅提升至+12.2%，尤其重奢同店增速从+1.8%升至+15.3%，远超非重奢的+10.4%，充分印证高端消费复苏力度更强。2026H1零售额达1485亿元（同比+21.7%），同店+10.2%，其中重奢同店+11.0%，仍高于非重奢的+9.7%，高端消费韧性与龙头份额继续得到验证。管理层在中报业绩会上表示，服务与体验消费加快、高端消费逐步企稳且头部效应凸显，下半年将延续结构性复苏与分化中的机遇把握，非凡重奢侧深化核心品牌合作与会员服务、促进重奢与轻奢协同。
- 太古地产旗下商场表现同样亮眼，2025年以来零售销售额逐季加速增长，2026H1增速进一步创新高，多个商场全面高增长。

图：恒隆地产内地商场呈现强劲复苏



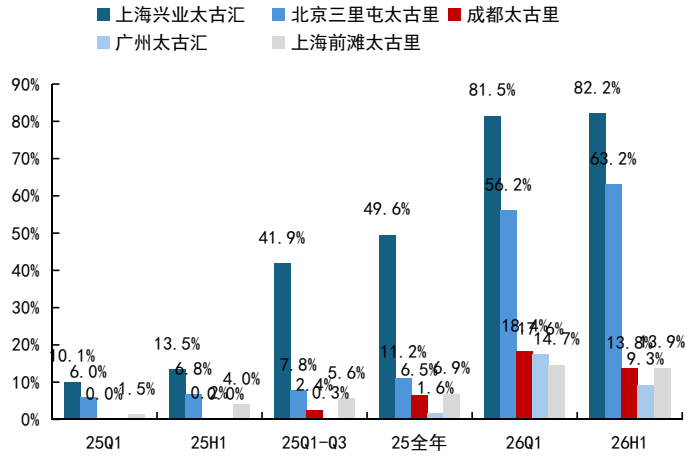
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：华润万象生活（万象城/万象汇）增长加速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：太古地产旗下商场零售销售额持续加速



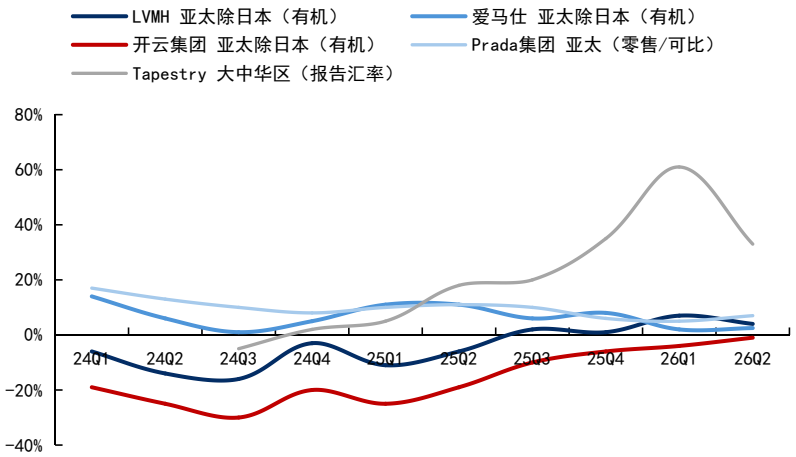
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、奢侈品：奢侈品集团大中华区业绩复苏加速，轻奢鞋服品牌增长更为强劲

- **2025Q3成为全球奢侈品行业的关键转折点，2026上半年数据进一步确认复苏趋势在加速，大中华区已从拖累项变为核心增长引擎。**LVMH亚太（除日本）有机增速26Q1达约+7%，26Q2仍+4%。LVMH管理层表示，华人客群本地与出境合计上半年整体大致持平，需求更集中于节点消费。爱马仕亚太（除日本）有机增速维持低个位数正增，爱马仕管理层重申中国仍是重要基本盘，消费热情更多受股市与房地产财富效应影响，富裕客群更有韧性，下半年大中华区走势与上半年大体一致。开云亚太（除日本）零售可比由26Q1约-4%收窄至Q2约-1%，内地仍具挑战但环比改善，公司将中国列为重点并推进本地化执行计划。

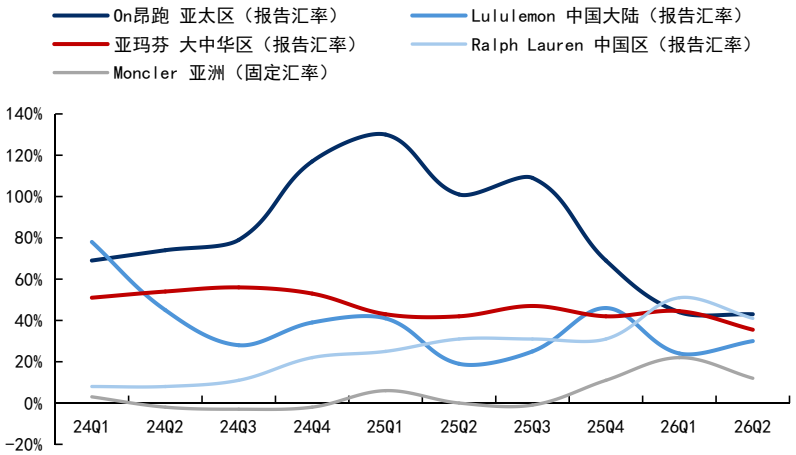
- **轻奢品牌表现更为亮眼，运动生活方式鞋服品牌增长仍显著领先。**新兴轻奢运动户外品牌中，昂跑亚太市场持续高增，2025年连续四个季度收入增速大于70，2026连续两个季度在高基数下仍增长超40%。亚玛芬大中华区在高基数上维持高速扩张，2025Q1-2026Q1增速均超40%，2026Q2有所放缓但仍有+35.5%。经典轻奢服饰品牌Ralph Lauren中国区拐点更为清晰，由2024年的高个位数逐季加速到2025Q2至今每个季度超过30%的增长。

图：奢侈品集团大中华区/亚太区收入增长普遍提速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：轻奢鞋服品牌大中华区/亚太区收入增长更为强劲



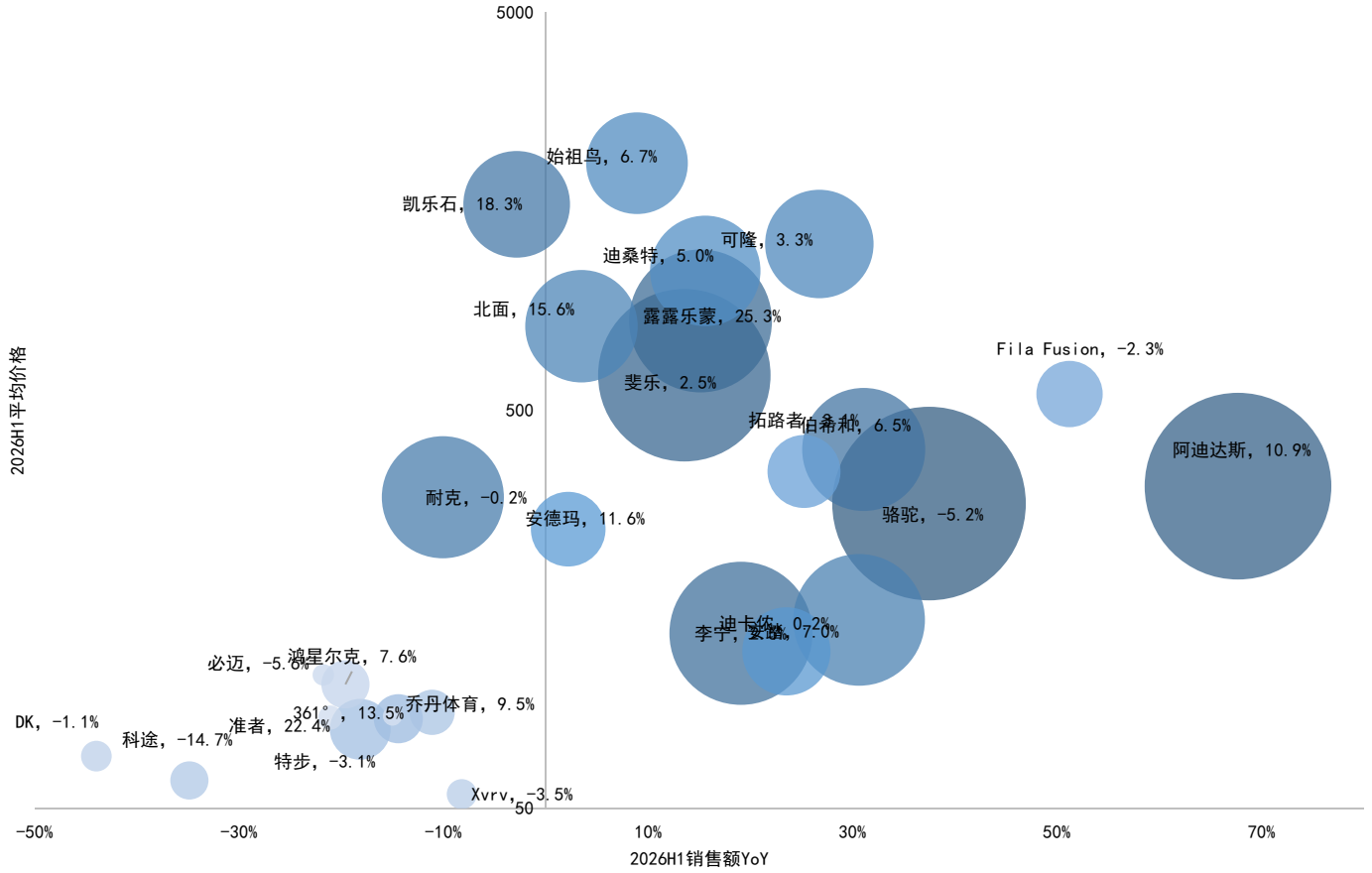
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

三、运动户外服装：整体“越贵越买”，头部品牌“量价齐升”

- **整体市场消费偏好向高价品牌倾斜，“越贵越买”趋势明显。**从运动户外服装市场整体均价变动分析，2026年上半年运动户外服装均价上涨19.5%。若将涨价因素拆解为“品牌自身均价变动”与“品牌份额结构变动”两部分，可发现各品牌自身均价实际上升约1%，而结构性变动带动均价上升约17%。这意味着本季度均价的上涨并非主要由品牌普遍提价所驱动，而是由于高价品牌的市场份额显著提升所致，即消费者更多流向单价较高的品牌，从而在整体上推高了市场均价。
- **头部品牌呈现“量价齐升”，溢价能力凸显。**从2026年上半年的品牌数据来看，运动户外服装前20的品牌整体呈现“量价齐升”的势头，多个品牌在显著提价的同时实现了销售额的大幅增长。例如，阿迪达斯均价同比上涨10.9%，销售额增长67.7%；安踏提价7.0%，销售额增长30.6%；始祖鸟提价6.7%，销售额增长8.9%；伯希和也以6.5%的提价幅度，换来了超30%的销售额增长，充分体现了强品牌在需求期的溢价能力和市场热度。

图：2026年上半年主要品牌的运动户外服装品类销售额和均价及同比变化

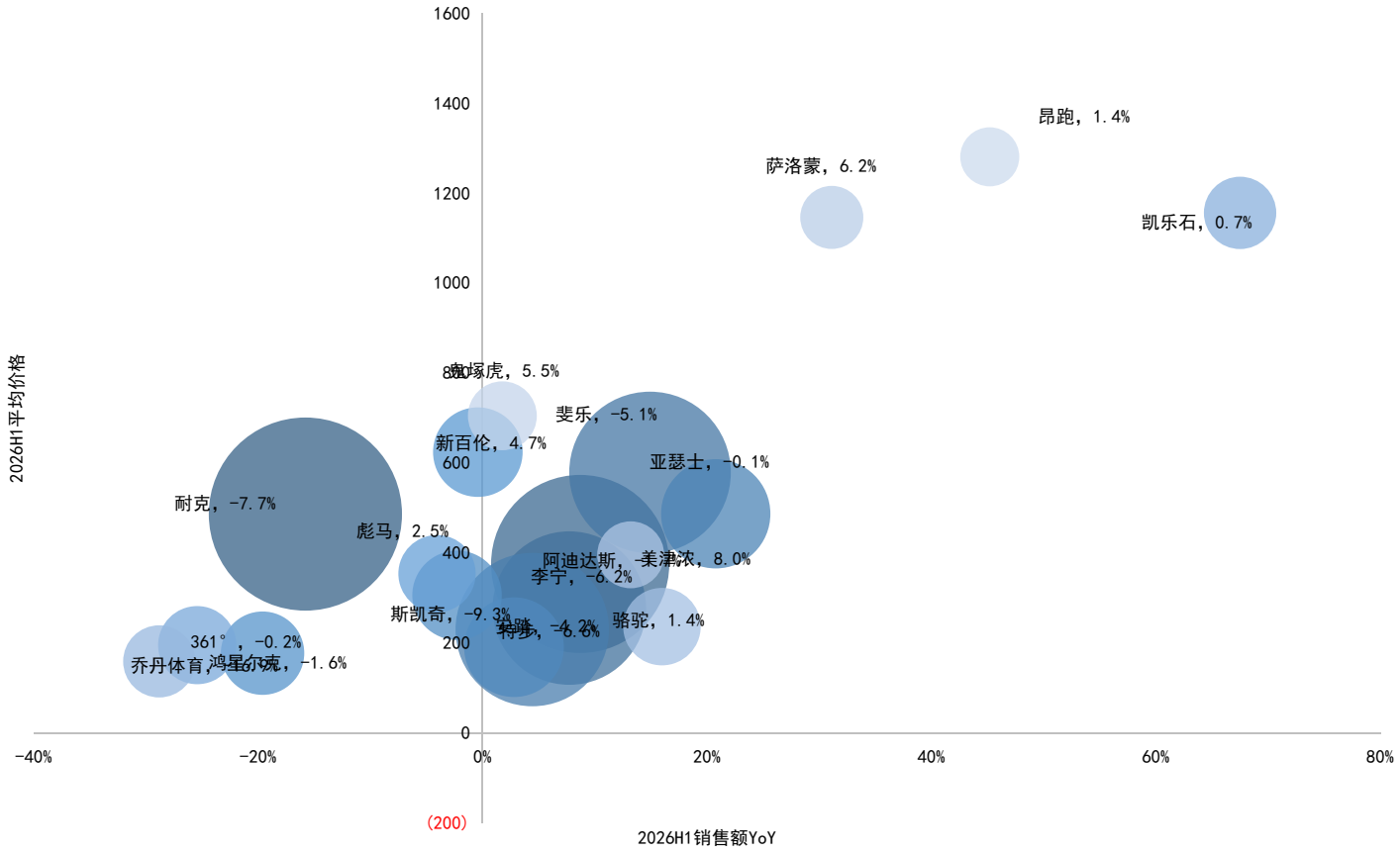


资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理；注：气泡面积表示品牌26H1销售额相对大小，气泡内的数字表示26H1均价同比变化幅度

四、运动户外鞋：降价趋势明显，唯有少数高端品牌高增长

- **多数品牌均价出现下跌，但高价品牌展现出更强的增长景气度。**份额前20的品牌中，增长率排名靠前的凯乐石（+67.5%）、昂跑（+45.2%）和萨洛蒙（+31.1%），均价分别高达1156元、1280元和1146元，均位列榜单价格顶端。同样实现正增长的斐乐（+14.9%）和亚瑟士（+20.8%），均价也分别达到579元和487元，显著高于市场平均水平。反观销售额大幅下滑的品牌，则高度集中在低价区间：跌幅最大的匡威（-43.9%）、乔丹体育（-28.8%）和361°（-25.4%），均价分别仅为382元、159元和195元。
- **高价品牌在销售额与均价的变动上均体现出更高的景气度。**前20大品牌中：
    1. 均价前5名（大于579元）的品牌2026年上半年销售额（30.7亿）同比上升19.7%，均价（840元）同比上升12.1%；
    2. 均价后15名（小于等于579元）的品牌2026年上半年销售额（252.0亿）同比下降1.3%，均价（317元）同比下降1.4%。

图：2026年上半年前20大品牌的运动户外鞋品类销售额和均价及同比变化（三平台）



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理；注：气泡面积表示品牌26Q1销售额相对大小，气泡内的数字表示26Q1均价同比变化幅度

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。**

成长看点一：始祖鸟品牌：业绩证明舆情短期影响有限，品牌维持稀缺性营销。

- **2025Q4始祖鸟品牌所在的TA事业部收入同比增长31.4%（Q3：23.5%），经营利润率19.0%，同比下降100bps，在利润率小幅下降的情况下实现了超预期的收入增长。**
- **通过第三方小红书数据统计，始祖鸟的营销模式介于户外品牌和奢侈品牌之间，采取低密度、高质量的商业投放，但也能收获较好的用户互动。舆论事件过后，始祖鸟已经度过冷却期，开始进入常态化营销阶段，品牌横向对比下定位仍有稀缺性，但相比自身过往，目前在商业投放力度有所加强，互动效率尚未恢复。**具体情况：

1. 在2025年9月“炸山”舆论事件发生前，横向对比始祖鸟的营销“稀缺性”明显高于其他户外品牌，更接近奢侈品牌，如2025年5-8月始祖鸟的商业笔记占比仅0.09%，但笔记平均互动数75.4，与miumiu品牌可媲美；
2. 2025年9月-2026年1月，随着舆论发酵，品牌进入营销冷却期，商业笔记数量迅速减少，互动数据随着话题热度消散和品牌的谨慎发声也明显回落；2026年2月开始，品牌商业笔记数量明显增加，最近几个月的种草总数和商业笔记数量与“炸山”前已经接近；
3. 最近3个月始祖鸟在轻奢和户外品牌组仍属于商业笔记比例较低的品牌（0.39%，仍然仅次于蔻驰和缪缪），但在所有对比品牌的单篇互动量普遍下降的趋势中，始祖鸟的互动量也未取得逆势提升的效果。

图：2025年4月以来始祖鸟小红书笔记和互动数据

指标	25年4-8月月均	25年9月	25年10月	25年11月	25年12月	26年1月	26年2月	26年3月	26年4月	26年5月
种草笔记数	8911	13,500	9,122	8,118	7,441	8,429	6,368	9,642	8,565	7,082
互动总量（万）	66.2	429.25	52.54	58.01	44.79	39.09	35.06	44.30	45.19	25.95
商业笔记数	26	15	0	4	4	7	32	52	16	39
商业笔记占比	0.29%	0.11%	0.00%	0.05%	0.05%	0.08%	0.50%	0.54%	0.19%	0.55%

资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：2025年5-8月始祖鸟对比其他轻奢/户外品牌小红书互动数据

品牌	笔记数	互动(万)	商业占比	每篇互动
始祖鸟	**22,300**	**168.08**	**0.09%**	**75.37**
普拉达	36,200	796.21	1.03%	219.95
缪缪	30,100	272.08	0.03%	90.39
蔻驰	31,700	228.15	0.25%	71.97
昂跑	9,667	97.94	1.13%	101.31
萨洛蒙	20,200	183.73	0.62%	90.96
KAILAS	26,000	232.52	2.28%	89.43
伯希和	5,430	111.68	15.51%	205.67
骆驼	16,500	748.21	10.58%	453.46

图：2026年3-5月始祖鸟对比其他轻奢/户外品牌小红书互动数据

品牌	笔记数	互动(万)	商业占比	每篇互动
始祖鸟	**27,100**	**131.91**	**0.39%**	**48.68**
普拉达	53,300	850.55	1.09%	159.58
缪缪	37,900	272.32	0.33%	71.85
蔻驰	34,000	168.95	0.20%	49.69
昂跑	10,300	78.71	2.31%	76.42
萨洛蒙	31,600	156.68	0.61%	49.58
KAILAS	27,100	195.92	2.23%	72.30
伯希和	10,100	201.86	11.55%	199.86
骆驼	24,100	909.99	13.22%	377.59

资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。**
- **成长看点二：萨洛蒙、威尔胜品牌势能上升强劲，全球化发展空间广阔。**
- **萨洛蒙品牌：**

1. 除近期业绩增长快以外，我们看到其谷歌搜索指数在近两年呈现加速增长态势，近几个月的增速高达50%以上；

2. 其在中国市场的发展较为顺利，从线上数据可以看到23-25年都在快速增长，同时核心产品户外鞋的均价保持稳定，呈现高质量的增速态势；

3. 从品牌体量看，除去运动装备类的传统产品，萨洛蒙近期重点发展的鞋类产品仍有较大的成长空间，**与其价格定位接近的跑鞋品牌平均规模体量是萨洛蒙的4倍，而在中国市场萨洛蒙已经可以达到与之接近的体量，但在中国以外的市场这一规模差距拉大到了8倍，说明萨洛蒙全球化发展的空间广阔。**

- **威尔胜品牌：**

1. 品牌转型进行中，传统球拍和篮球等产品热度有限，近期经过品牌孵化，**在谷歌指数上已经显示出爆发力，并且超过了始祖鸟品牌的全球搜索热度；**

2. 从中国线上销售数据也可以看到，品牌2025年开始呈现翻倍的增长，而当下销售规模尚不足萨洛蒙的1/5；同时其高端定位逐步确立，**核心鞋类产品的均价在中国电商上连续多年上调至接近千元定位，**为后续发展积蓄了较好的品牌基础。

图：2025年 Salomon对比跑鞋竞品规模差距

百万美元	全球	中国	海外
ASICS	6,902.9	857.3	6,045.6
On	5,289.8	346.2	4,943.6
Hoka One One	2,211.9	322.6	1,889.3
Salomon	1,088.2	551.8	536.4
规模差异（竞品均值/萨洛蒙）	4.41	0.92	8.00

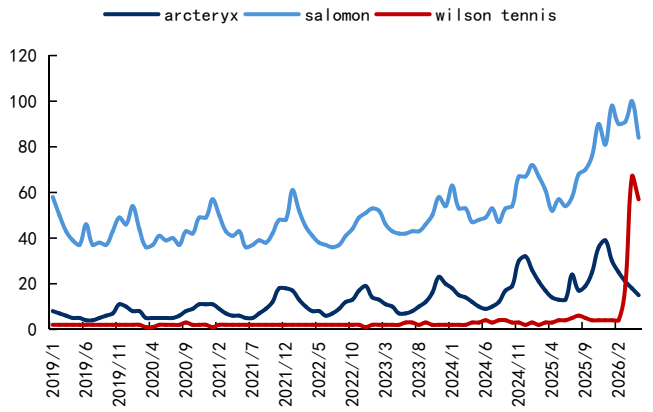
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：三大品牌核心产品中国市场电商销售情况

年度		2022	2023	2024	2025	YoY
销售额	亿元					
始祖鸟	冲锋衣	0.4	0.5	2.6	2.4	-8%
萨洛蒙	户外鞋	0.7	1.3	2.9	3.7	29%
威尔胜	运动鞋	0.1	0.1	0.2	0.6	169%
均价	元					
始祖鸟	冲锋衣	5069	5175	4384	3907	-11%
萨洛蒙	户外鞋	1110	1108	1152	1127	-2%
威尔胜	运动鞋	573	627	681	913	34%

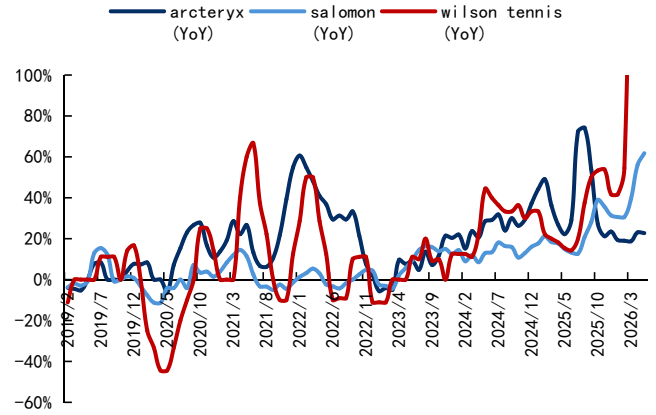
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports三大品牌谷歌搜索指数



资料来源：Google trends，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports三大品牌谷歌搜索指数同比



资料来源： Google trends，国信证券经济研究所整理
注：使用三个月移动平均同比

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

五、高端服饰核心标的

- **安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。**

- **在2024-2025年，疫情后国内运动市场增长大幅放缓的背景下，安踏集团整体实现了约15%的复合增长，显著跑赢行业，主要有赖于旗下高端细分品牌成功运营带来的业绩增长驱动力。**

1. 近两年利润CAGR拆品牌来看：安踏主品牌基本持平，FILA4.2%，迪桑特可隆58%，亚玛芬大幅扭亏；

2. 近两年净利润增量拆品牌看：亚玛芬、迪桑特和可隆、FILA分别贡献了57%/36%/13%，安踏基本持平，狼爪拖累6%。

- **未来安踏集团将持续成为以高端细分和全球化布局的品牌驱动增长的运动品牌集团。**根据我们预测，从2026年开始，迪桑特、可隆和亚玛芬贡献安踏集团的净利润将超过30%，且呈现20%~30%的复合增长，而两三年后狼爪、PUMA也有望通过扭亏为盈接力贡献超额利润增长。

图：安踏体育分品牌利润占比与增速

净利润估算	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
安踏	3,845	4,307	5,205	5,521	5,223
FILA	3,691	2,892	4,947	4,891	5,373
迪桑特可隆等	265	363	802	1,317	2,006
亚玛芬	-81	28	-718	198	1,203
狼爪	-	-	-	-	-217
占比					
安踏	50%	57%	51%	46%	38%
FILA	48%	38%	48%	41%	40%
迪桑特可隆等	3%	5%	8%	11%	15%
亚玛芬	-1%	0%	-7%	2%	9%
狼爪	0%	0%	0%	0%	-2%
YoY					
安踏	31%	12%	21%	6%	-5%
FILA	34%	-22%	71%	-1%	10%
迪桑特可隆等	273%	37%	121%	64%	52%
亚玛芬					508%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：安踏体育基本面一览

2020.HK		FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
收入（百万元）	**合计**	**49,328**	**53,651**	**62,356**	**70,826**	**80,219**
	YoY	**38.9%**	**8.8%**	**16.2%**	**13.6%**	**13.3%**
	安踏	24,012	27,723	30,306	33,522	34,754
	YoY	52.5%	15.5%	9.3%	10.6%	3.7%
	FILA	21,822	21,523	25,103	26,626	28,469
	YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	6.1%	6.9%
	其他品牌	3,494	4,405	6,947	10,678	16,996
	YoY	51.1%	26.1%	57.7%	53.7%	59.2%
毛利率	**合计**	**61.6%**	**60.2%**	**62.6%**	**62.2%**	**62.0%**
	安踏	52.2%	53.6%	54.9%	54.5%	53.6%
	FILA	70.5%	66.4%	69.0%	67.8%	66.4%
	其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	72.2%	71.8%
SG&A比率	合计	-41.9%	-43.3%	-40.7%	-42.1%	-41.9%
	销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-36.2%	-35.5%
	其中：广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-9.0%	-8.0%
	管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.9%	-6.5%
	其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	3.4%	3.7%
经营利润率		22.3%	20.9%	24.6%	23.4%	23.8%
	安踏	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	20.7%
	FILA	24.5%	20.0%	27.6%	25.3%	26.1%
	其他品牌	18.4%	20.6%	27.1%	28.6%	27.9%
	净融资收入占比	0.5%	0.2%	1.6%	2.2%	1.8%
	分占合营/联营公司利润	**-81**	**28**	**-718**	**198**	**1,203**
	Amer上市权益摊薄所得				**1,579**	
	Amer配售权益摊薄所得				**2,090**	
税前利润	综合	11,240	11,355	15,640	21,884	21,446
	所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	22.4%	27.0%
净利润（百万元）	**归母净利润**	**7,720**	**7,590**	**10,236**	**15,596**	**13,588**
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	22.0%	16.9%
	YoY	**49.6%**	**-1.7%**	**34.9%**	**52.4%**	**-12.9%**
净利润（百万元）	**剔除Amer上市配售影响**	**7,720**	**7,590**	**10,236**	**11,927**	**13,588**
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.8%	16.9%
	YoY	**49.6%**	**-1.7%**	**34.9%**	**16.5%**	**13.9%**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

五、高端服饰核心标的

- **安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。**
- **从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，安踏旗下品牌虽然在不同的生命周期，但都处于较好的运营状态：**

1. **FILA：成熟期稳定运营。**在收购品牌中当前体量最大，但线上销售额仍保持稳健增长，运动鞋均价有所放缓但服装价格上涨，整体价位段平稳，小红书粉丝数在最近几个季度处于5%-10%左右的环比增速。

2. **迪桑特：品牌上升势能强劲。**量价齐升的标杆，线上销售额连续三年40%上线的高增长，核心服装产品稳定中逐步提价，并开拓鞋类产品。小红书季度粉丝增速维持10%-30%高位。

3. **可隆：景气度最强的黑马。**连续三年60-80%高速增长，核心品类冲锋衣、羽绒服、软壳衣等持续涨价，小红书季度粉丝增速维持在10%-20%高位。

4. **MAIA：进入困境反转通道。**经历2023-2024年下滑后触底回升，2026YTD达到双位数增长，同时核心产品瑜伽裤2026年价格回升，瑜伽服2025年价格回升。并且，相比起品牌体量，小红书粉丝数量基数较高（安踏体系内仅次于始祖鸟和主品牌），在高基数下仍保持5%-10%的环比增速。

5. **狼爪：品牌重塑中。**2025年线上销售额大幅下滑55%，2026YTD下滑37%，但同期核心产品冲锋衣、羽绒服等产品都明显提价，显示出品牌正处于清理库存后恢复折扣的阶段，为后续产品调整到位再发力营销焕活品牌打下基础。

图：FILA品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	94	119	128	35
YoY	18%	26%	8%	24%
均价（元）				
运动鞋	305	301	283	283
运动休闲服	172	187	198	237

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：MAIA品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	2.4	2.1	2.2	0.6
YoY	-25%	-10%	5%	17%
均价（元）				
瑜伽裤	349	336	320	393
瑜伽服	253	226	340	295

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：迪桑特品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
运动服	9.2	12.4	19.4	5.1
YoY	41%	35%	56%	28%
运动鞋	0.9	2.9	4.1	1.1
YoY	73%	231%	42%	6%
均价（元）				
运动外套	1,784	1,895	1,881	1,818
运动羽绒服	3,074	3,080	3,255	3,191
运动裤	1,065	1,080	1,126	1,119
POLO衫	829	780	852	809
运动T恤	681	618	660	664
运动鞋	1,179	1,109	1,146	1,117

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：狼爪品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	3.6	3.7	1.6	0.4
YoY	31%	1%	-55%	-37%
均价（元）				
冲锋衣	1255	1360	1424	1533
羽绒服	1756	1593	1670	1927
户外休闲衣	359	382	381	548
软壳衣	652	702	589	773

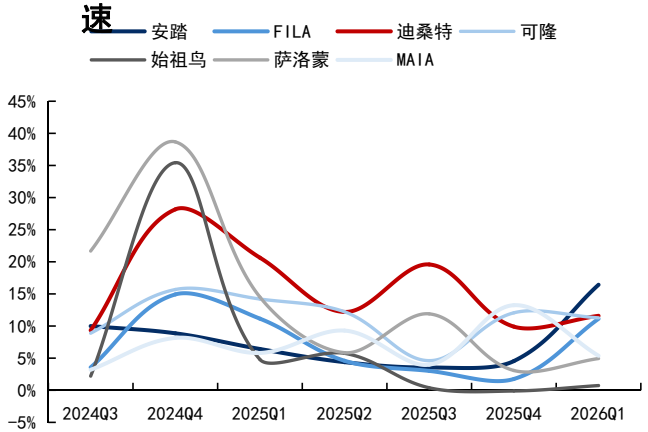
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：可隆品牌电商销售增速与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	6	11	19	7
YoY	60%	83%	69%	42%
均价（元）				
冲锋衣	2,684	2,716	2,890	2,724
软壳衣裤	1,472	1,724	1,749	1,629
羽绒服	2,956	3,056	3,204	3,321
软壳衣	1,833	1,837	1,932	1,980
户外休闲衣	853	986	923	928
防晒服	1,306	1,320	1,350	1,313

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：安踏旗下品牌小红书达人号粉丝环比增速



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。**
- **PUMA：年内有望完成并购整合，品牌重塑潜力较大**

1. **搜索指数：PUMA今年以来谷歌搜索指数大幅增长，在过去5年中表现明显，且增幅超越阿迪达斯和亚瑟士。**从相关词分析，指数的大幅增长主要得益于鞋类产品热度带动，包括speedcat系列、nitro、跑鞋等。

2. **营销亮点：PUMA赞助的HYROX正火遍全球。**作为一种新兴的商业体能赛，HYROX全球参与度持续强劲增长，2025/2026赛季赛事版图扩张到30多个国家和地区的100多场比赛，全球参赛人数也迅速攀升至已与马拉松比赛接近，正演化为一种高频的现代生活方式。而PUMA 已将与HYROX的全球服鞋合作伙伴及世锦赛独家冠名协议提前续约至2030年。基于与HYROX的合作，PUMA可以进一步拓宽Nitro平台的应用，不仅限于跑步系列。

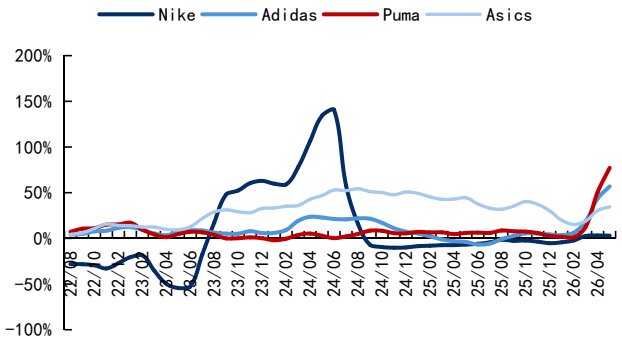
3. **中国市场：品牌热度出现明显上升。**小红书数据显示，近半年PUMA官方达人号粉丝数量、互动数据阶段性大幅增加，主要体现在2-3月官宣张凌赫代言，多条视频点赞破万，其次关于rose和HYROX的多条视频内容也有过千的点赞。

表：PUMA品牌近期基本面情况

单位：亿欧元 增速为固定汇率口径	2024年	2025年	同比变化	2026Q1	同比变化
总体业绩					
总收入	88.17	72.96	-8.1%	18.64	-1.0%
毛利率	47.4%	45.0%	-2.4pct	47.7%	+60bp
EBIT	6.22	-3.57	由盈转亏	0.52	+19.6%
EBIT率	7.1%	-4.9%	-12.0pct	2.8%	+0.6pct
调整后EBIT	6.22	-1.66	由盈转亏	0.64	+11.0%
净利润	2.82	-6.46	由盈转亏	0.27	扭亏为盈
净利率	3.2%	-8.8%	-12.0pct	1.4%	+1.4pct
库存	20.14	20.60	+2.3%	18.98	-8.6%

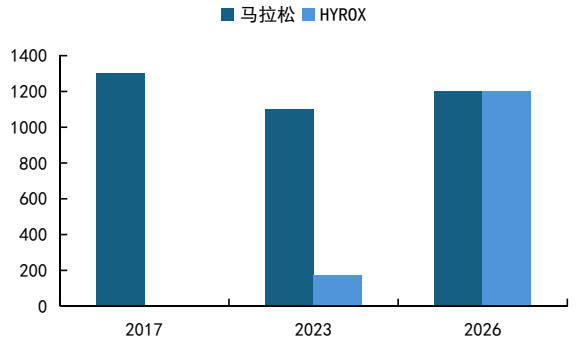
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：四大国际运动品牌谷歌指数同比增速



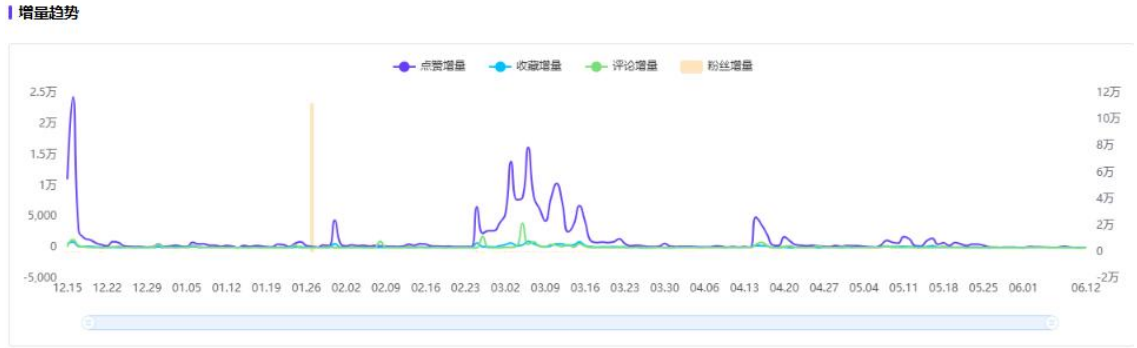
资料来源：Google Trends，国信证券经济研究所整理
注：使用三个月移动平均后计算同比

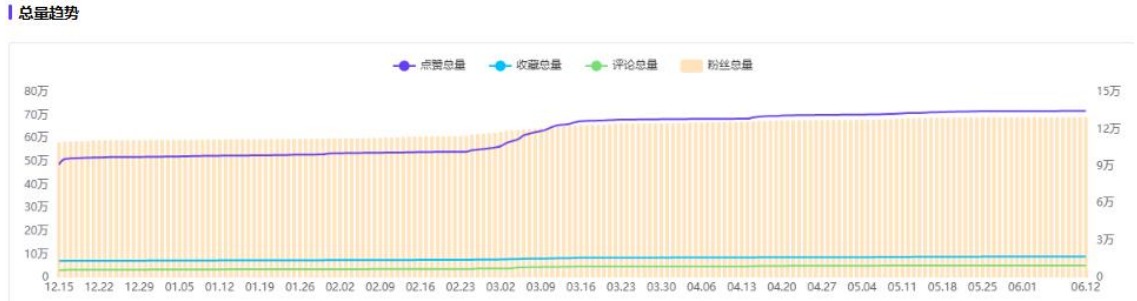
图：全球马拉松和HYROX参赛人数对比



资料来源：Run repeat，Matchable，国信证券经济研究所整理

图：近半年小红书PUMA官方达人号粉丝与互动数据





资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **三夫户外：品牌化发展进入快车道，盈利能力释放。**

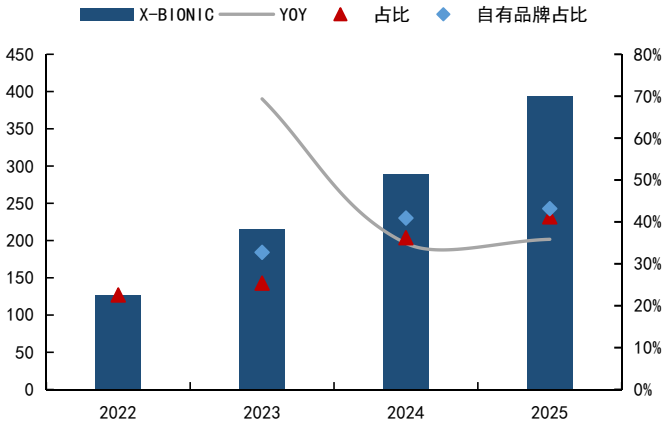
- 2021年之后公司确立品牌化转型，完成对X-BIONIC中国区核心IP收购，此后陆续完成CRISPI独家代理、HOUDINI独家代理，并与Klattermusen（攀山鼠）成立合资公司，形成“自有+独家代理”的品牌矩阵。

1. **X品牌：收入从22年的1.27亿增长至2025年的3.94亿，CAGR3为45.9%，占公司整体收入的比例从22.6%提升至41.2%**，进而公司全部自有品牌占比提升至43.2%；从电商数据来看，X-BIONIC从2024Q2开始增长提速，与户外鞋服行业整体电商增长趋势有差异，行业在此之后增长降速，而X-BIONIC从24Q2到25Q4延续40%以上增速，25Q4单季电商销售额超1.5亿元；26Q1同比+37.8%至0.7亿元，成为今年行业里增长领跑的品牌。

2. **其他表内品牌：**HOUDINI是当前最具弹性的独代品牌，**2025年进一步增长至1.09亿元，同比增长69.07%。** CRISPI则体现为更稳健的增长曲线：2024年收入0.93亿元、同比增长16.5%，2025年收入1.09亿元、同比增长17.68%。LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER三品牌合计2024年收入1.21亿元、同比增23.9%，2025年进一步达到1.53亿元、同比增26.58%。

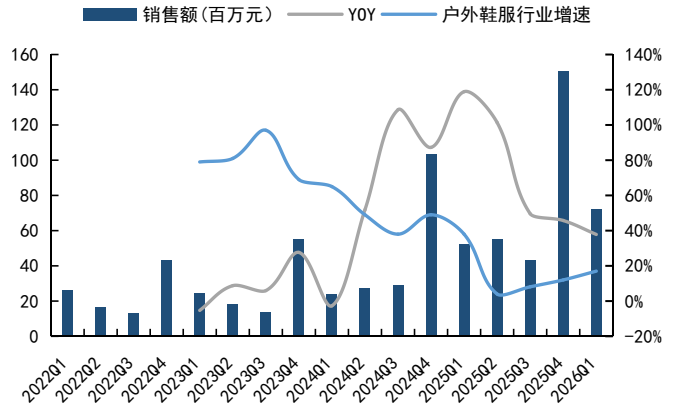
3. **攀山鼠：**2024年起改为合资运营后品牌收入出表但业务延续扩张；**2025年全年品牌营收约2.8亿元、净利润约0.6亿元，净利率处于高位，对三夫上市公司贡献投资收益约2000万元**；2026年一季度营收约1.03亿元、净利润约0.25亿元，同比约+10%稳健增长。

图：X-BIONIC收入/增速/占比（百万元）



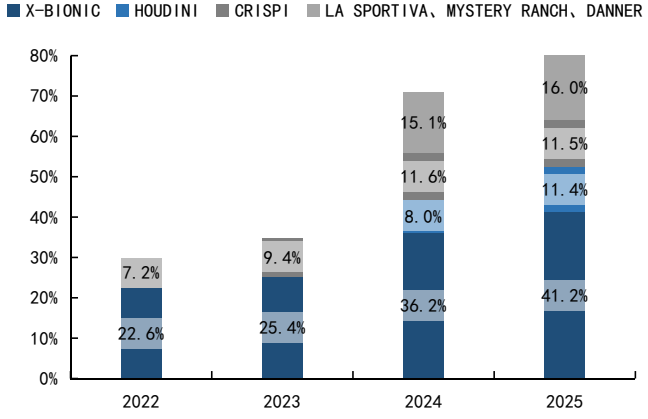
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：X-BIONIC电商三平台销售额及增速（百万元）



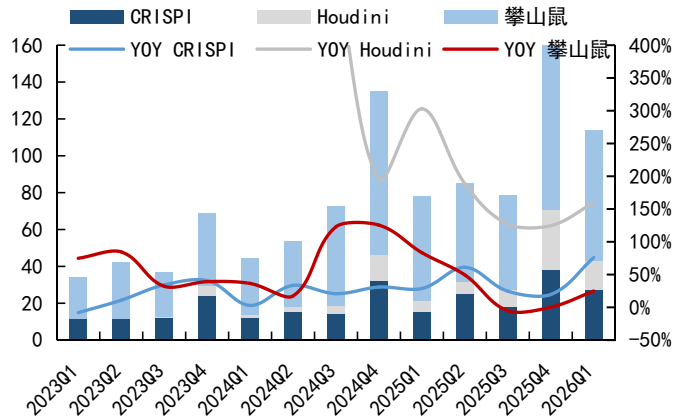
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外核心品牌收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：核心品牌电商三平台销售额及增速（百万元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

五、高端服饰核心标的

- **三夫户外：品牌化发展进入快车道，盈利能力释放。**

- **改革成效：毛利率先行改善，非核心业务逐步出清，利润初步释放**

1. **品牌化转型带动毛利率提升。**传统代理经销毛利率较低，而X-BIONIC等自有品牌与CRISPI、HOUDINI等独家代理品牌具备更高定价权与产品溢价，因此自有品牌占比从2020年的8%提升至2025年的43.2%后，公司毛利率自然从43.4%抬升至59.2%，尤其24-25年伴随自有品牌和独家代理品牌的快速增长，毛利率显著提升。

2. **费用前置，销售费用率提升，但新模式下盈利能力更佳。**销售费用率在2020年后明显跃升，2022年接近37%，2023年降至30%以下，2024-2025年来到34%以上。主因公司向品牌商转型过程中，需要通过门店开设、装修升级、品宣投放、赛事合作和社群运营换取收入扩张。从代理转为品牌运营的过程中，品牌的渠道落位也从街边店向商场店转型。过去街边店租金每平米月租金为100-300元，高端商场店每平米月租金为500-2000元，是之前的5倍，但从店效来看，新模式坪效也远高于旧模式。根据公司公告的店效前10店铺，X-BIONIC 133平的沈阳万象城店，店效仅次于2247平上海万体店，若假设销售额类似，万象城店坪效是万体店的17倍。

3. **存货减值与非核心业务出清是净利率释放的外部约束解除。**上海悉乐（松鼠部落）项目在2022—2024年累计扣非亏损1.06亿元，鹰极体育三年亏损约2百万元，此外两项跨界业务还带来部分商誉减值，使得利润表显著失真。但到2024年底，相关商誉和固定资产已基本完成减值计提，2025年起对主业的拖累明显缩小，仅剩日常经营层面的约1000万元影响，且公司正在推进破产清算和资产剥离。此外，由于x-bionic老货积压问题，2024-2025年存货减值比例在6%以上，伴随老货出清、新品售罄率高，未来存货减值也有望缓解。剔除非核心业务和存货减　值影响，公司2023-2025年净利率在10%以上。

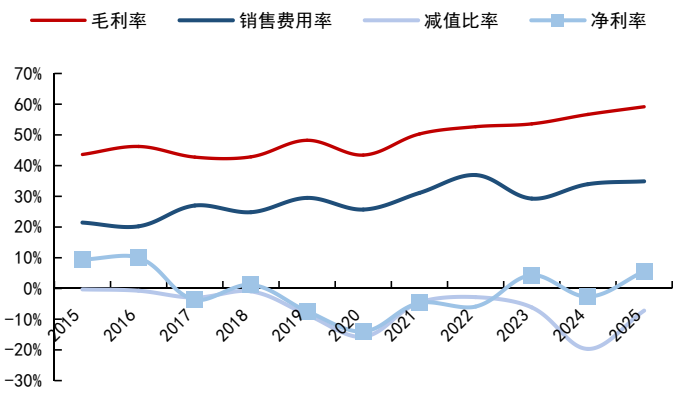
4. **25Q4-26Q1出现盈利拐点，连续两季单季归母净利润超3000万。**

图：销售收入排名前5门店

序号	门店名称	开业日期	合同面积（m2）
1	万体店	2005年3月	2,247.64
2	X-BIONIC沈阳万象城店	2024年2月	133
3	五棵松店	2017年2月	1,252.28
4	铁像寺水街店	2021年10月	998.01
5	浑南天惠广场店	2019年8月	571.22

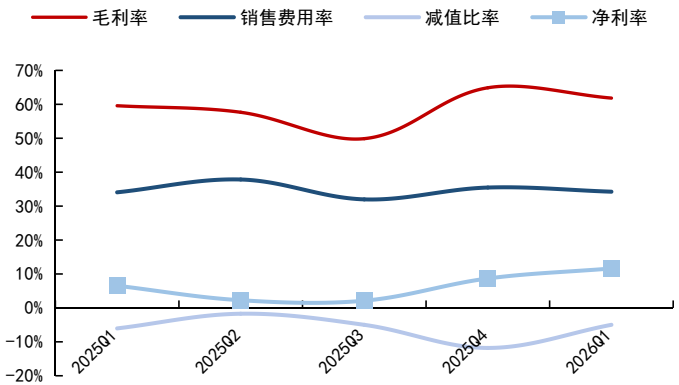
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：关键财务指标（年度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：关键财务指标（季度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **江南布衣：设计驱动的品牌护城河展现经营韧性。**

1. **设计驱动的品牌护城河。**公司坚持以原创设计为核心，创始人李琳女士作为首席创意官，确保了品牌风格的长期一致性与艺术性，将公司置于竞争相对缓和的设计师品牌赛道。公司并非单纯销售服装，而是通过“艺术探索，美好生活”的理念输出一种生活方式，与目标客群建立深度的情感和价值观共鸣，形成了难以复制的品牌护城河。

2. **高粘性的“粉丝经济”模式。**公司成功构建了以会员为核心的“粉丝经济”体系。截至2025年底，公司拥有年消费超5,000元的高价值会员逾34万人，贡献了线下零售额的超六成。公司通过“不止盒子”、精细化会员标签、全渠道数据打通等数字化工具，实现了对会员的高效触达和深度服务，形成了极高的复购率和用户粘性，为业绩增长提供了坚实的基本盘。

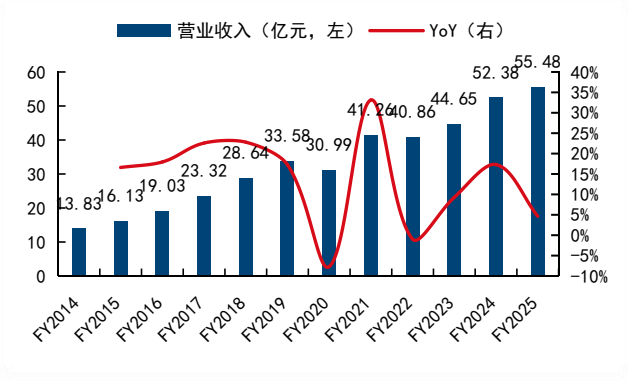
3. **多品牌矩阵与可规模化的商业模式。**公司通过“成熟-成长-新兴”三层品牌矩阵，覆盖了女装、男装、童装、家居等多个领域，满足了[illegible]产家庭全生命周期的消费需求，有效对冲了单一品牌可能面临的增[illegible]瓶颈和周期性风险。成长品牌 LESS 和新兴品牌 onmygame 的快速[illegible]长验证了公司强大的品牌孵化和运营能力，为集团长期发展打开了[illegible]的增长空间。

表：江南布衣品牌收入结构和毛利率

业务板块	收入（亿元）	收入占比(%)	毛利率(%)
成熟品牌 (JNBY)	30.13	54.3%	68.6%
成长品牌	21.74	39.2%	63.8%
└ 速写(CROQUIS)	7.20	13.0%	66.2%
└ jnby by JNBY	8.31	15.0%	57.9%
└ LESS	6.23	11.2%	69.0%
新兴品牌	3.61	6.5%	51.5%
总计	55.48	100.0%	65.6%

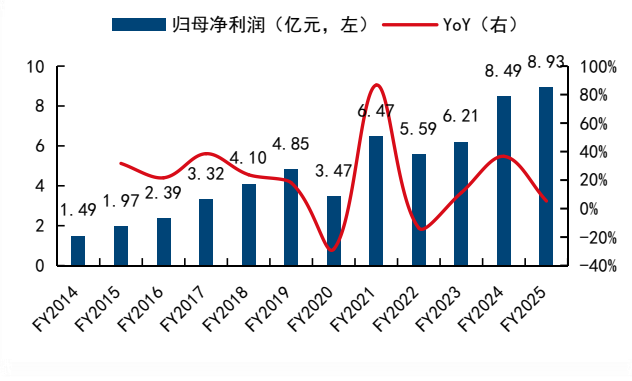
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣年度收入及增速（亿元，%）



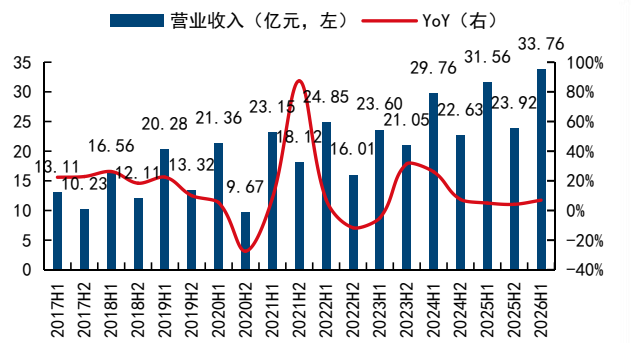
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣年度净利润及增速（亿元，%）



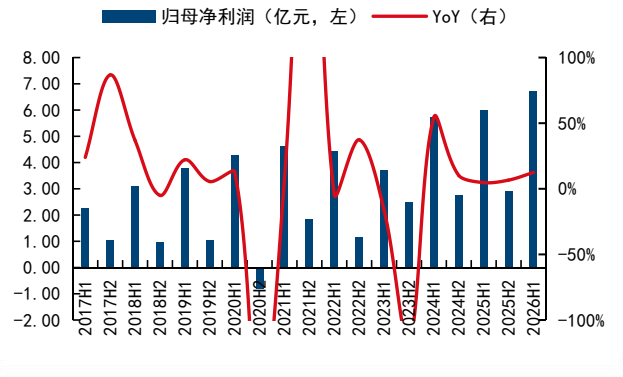
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣半年度收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣半年度净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **江南布衣：设计驱动的品牌护城河展现经营韧性。**
- **从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，江南布衣旗下主品牌健康增长，其余品牌高速增长但存在降价。**

1. **JNBY（江南布衣主品牌）增长快速、价格稳定。**JNBY主品牌是集团电商增长的绝对主力。销售额两年复合增速超30%，2026年YTD同比增长82%，加速态势明显。核心品类针织衫均价经历了2024年冲高至862元后回落至2025年的763元、2026YTD的773元，整体价格带稳定在760-780元区间，较2023年的740元仍有温和上移。另外，小红书维度，JNBY品牌达人号粉丝数在2024Q3-Q4保持约5.5%-6.0%的环比增速，进入2025年后增速明显放缓，25Q2-Q3降至1%以下，但25Q4回升至3.1%，显示品牌社媒热度经历了一轮自然回调后正在企稳回暖。互动数方面，24Q3高达8.4%的环比增速后持续回落，25Q2-Q4维持在0.4%-0.8%的低位，26Q1小幅改善。

2. **速写（CROQUIS）：触底反弹但存在降价。**速写品牌2024年经历了严峻的下滑，2025年小幅回升，2026年YTD同比增长71%，强劲反弹。但核心品类休闲裤均价从2024年的663元持续下探至2025年的556元、2026YTD的546元，整体定价区间有一定下移。

3. **jnby by JNBY（童装线）：增速反弹，价格带下移。**童装品牌jnby by JNBY的销售额在2024年几乎零增长，2025年恢复至+24%，2026YTD+30%，增长节奏稳健。然而核心品类连衣裙均价从2023-2024年400元档下滑至2025-2026年的300元档，降价幅度较为明显。 童装市场竞争加剧、消费者价格敏感度高是客观背景，需要观察后续能否在新价格带上稳住规模并改善盈利能力。

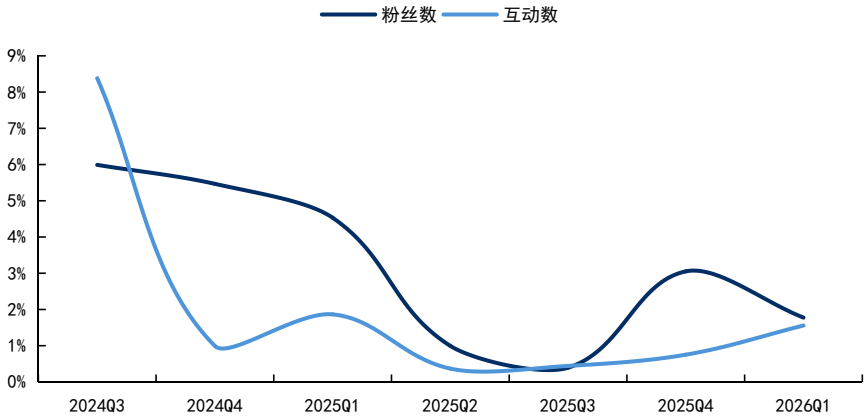
4. **less：大幅波动后的修复期，价格回归理性。**2024年销售额大幅下降38%，2025年回升至+20%，2026YTD同比增长105%，反弹力度最大。核心品类休闲裤均价在2023年是800元档，2024年冲高至1000元档后，2025-2026年在此回落至800元档。对比销售额增速，2024年的激进提价或是销量崩塌的原因，2025年以来的价格纠偏带动销售反弹。 当前826元的均价仍略高于2023年的806元基准，说明品牌并未完全放弃高端定位，而是在寻找合理的价格锚点。

图：江南布衣旗下品牌电商销售与产品价格

年份		2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）					
江南布衣		8.5	10.3	14.5	4.6
速写		1.9	1.3	1.4	0.5
jnby by JNBY		2.1	2.1	2.6	0.8
less		1.8	1.2	1.4	0.3
YoY					
江南布衣		33%	22%	41%	82%
速写		6%	-30%	8%	71%
jnby by JNBY		35%	-1%	24%	30%
less		46%	-38%	20%	105%
均价（元）					
江南布衣	针织衫	740	862	763	773
速写	休闲裤	576	663	556	546
jnby	连衣裙	409	431	329	312
less	休闲裤	806	1,068	863	826

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣品牌小红书达人号粉丝和互动环比增速



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **比音勒芬：经营拐点已至，步入业绩释放期。**

1. **主品牌升级与渠道扩张驱动内生增长。**公司主品牌围绕“生活、户外、高尔夫”三大系列，切入高景气的户外运动赛道，并通过开设独立门店强化专业形象。渠道层面，公司采取“三轮驱动”策略：1）直营渠道作为基本盘，2025年净开店117家，2026年计划再净开约100家，外延增长确定性强；2）电商渠道是核心增长引擎，2025年收入增速达71.5%，但收入占比仅10.5%，远低于行业平均水平，未来提升空间大；3）加盟渠道在经历库存清理和结构优化后，有望恢复增长。

2. **费用投入进入收获期，利润率修复弹性大。**公司2024-2025年因品牌年轻化推广（2025年广告宣传费+54.9%11）、新品牌培育（K&C、CERRUTI 1881亏损超1亿元）及渠道升级导致利润承压。自2026年起，公司加强费用管控，前期投入进入收获期，新品牌亏损有望持续收窄。随着收入规模效应显现，公司净利率有望从2025年的12.8%逐步向历史25%的利润率方向修复，利润弹性大。

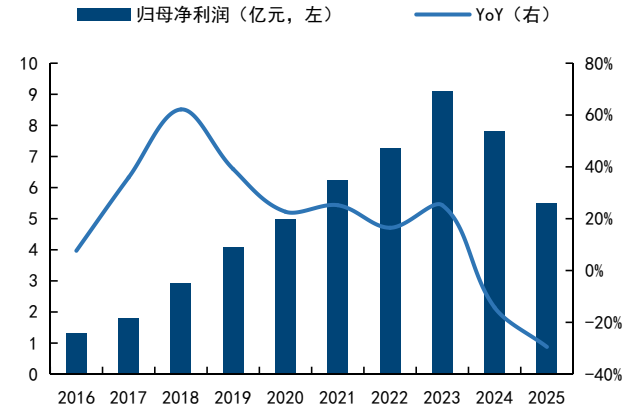
3. **多品牌矩阵协同发力，打开第二增长曲线。**公司通过收购（KENT&CURWEN、CERRUTI 1881）和代理（OOFOS、SNOW PEAK）等方式，已构建起覆盖高端商务、户外、运动恢复等多个高景气赛道的多品牌矩阵。各品牌精准卡位不同赛道，与主品牌形成协同效应，有望在未来3-5年逐步成熟，成为公司增长的第二极，推动公司从单一高尔夫品牌向多品牌高端服饰集团加速演进。

图：比音勒芬年度收入及增速（亿元，%）



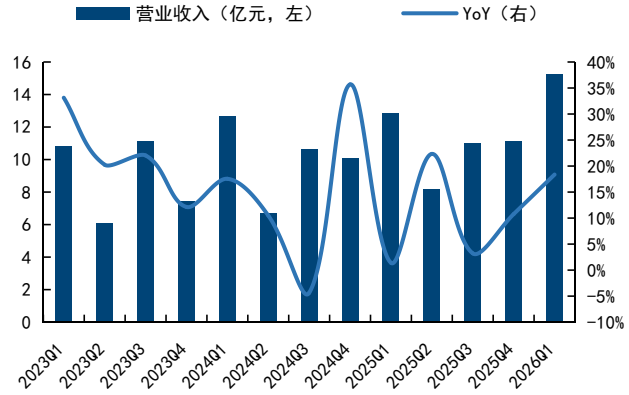
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬年度净利润及增速（亿元，%）



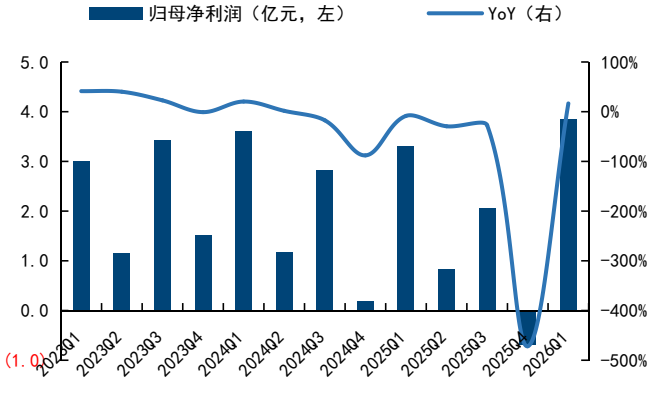
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬季度收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬季度净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- **比音勒芬：经营拐点已至，步入业绩释放期。**

- **从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，比音勒芬电商在低基数下高速增长，降价趋势也较为明显，小红书数据快速增长，处于电商化年轻化重塑期。**

1. **比音勒芬电商销售额增长呈现迅猛加速的趋势，大部分产品价位段下调打开客群空间。**从2023年至2025年同比增速从5%→23%→156%，2026年YTD仍维持132%的高增长。但这一增长伴随着核心品类均价的系统性下移，说明品牌在过往过高的价位段中调整，凭借较高的品牌心智进入中高端市场，打开客群空间。

   ① **POLO衫、T恤：** POLO均价从994元（2023）持续下滑至616元（2026YTD），作为比音勒芬最具品牌辨识度的品类，过往千元的定价的销售破圈难度较高，目前进入600元价位段后有效扩大了销售基数，仍处于市场上较高端的价格。T恤均价从1064元降至744元，趋势与POLO衫一致但幅度略小。

   ② **夹克、裤装：**夹克作为高客单品类，降价空间更大，均价从2412元骤降至1308元，仍处于千元基本。休闲裤均价从1219元持续下滑至637元，与夹克并列降幅最大品类。

   ③ **羽绒服保持高端定价：** 均价经历了先降后升的“V型”走势——从3008元降至1974元后，2025年回升至2431元，2026YTD进一步升至2603元，实现价格回升的品类，表明品牌在这一品类上具备一定的提价能力，产品力得到市场认可。

   ④ **男装vs女装：**女装爆发式增长。男装作为基本盘（占比87%），2025年增速142%，2026YTD维持117%，增长稳健。女装从2024年的负增长（-8%）逆转为2025年的387%爆发式增长，2026YTD仍达311%，但绝对规模占比仍低，具备构成第二增长曲线的潜力。

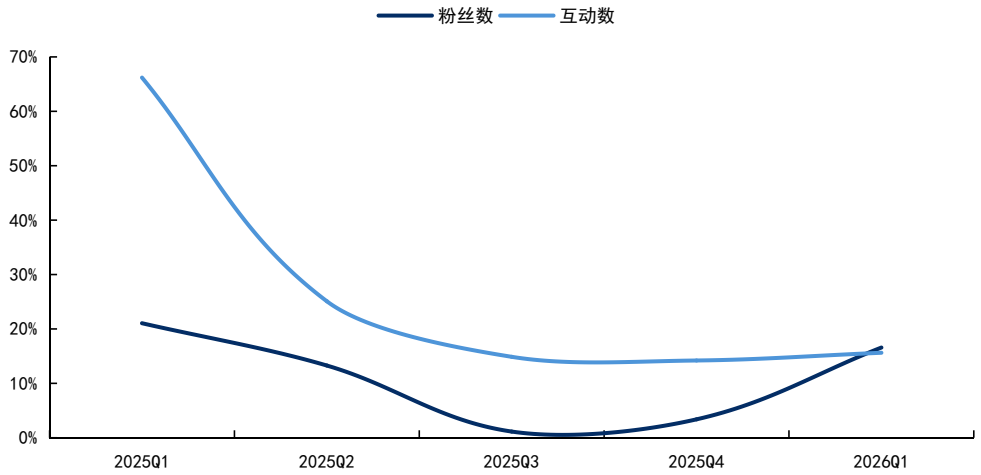
2. **小红书年轻化转型：脉冲式起量后进入稳定运营期。**小红书达人号数据显示，2024Q4出现了一次爆发式增长——粉丝环比增长172%、互动环比增长324%，大概率对应了一轮集中的达人投放或营销事件，正式起号。2025Q3-Q4粉丝环比增速仅1%-3%，互动增速降至14%-15%，互动增速始终高于粉丝增速，说明内容质量尚可、用户粘性不差。

图：比音勒芬品牌电商销售与产品价格

年份	2023	2024	2025	2026YTD
销售额（亿元）				
总计	1.4	1.7	4.3	1.5
男装	1.2	1.6	3.8	1.3
女装	0.1	0.1	0.5	0.2
YoY				
总计	5%	23%	156%	132%
男装	4%	26%	142%	117%
女装	19%	-8%	387%	311%
均价				
夹克	2,412	2,100	1,565	1,308
POLO衫	994	845	761	616
T恤	1,064	852	799	744
羽绒服	3,008	1,974	2,431	2,603
休闲裤	1,219	1,083	828	637

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬品牌小红书达人号粉丝和互动环比增速



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

目录

【 04 】 主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

一、行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，驱动家纺消费升级

2024年以来，家纺行业增长逻辑发生变革。此前行业增速长期较缓、销售主体以被子和套件为主，行业格局呈现大行业小公司，家纺龙头市占率低但地位稳定，销售基本盘主要依托线下渠道和高粘性老客复购。

2024年后，亚朵为行业注入新增长动能，以亚朵深睡枕为起点，家纺大单品成为品牌重要增长引擎。本轮增长主要基于需求端消费者对于睡眠健康的重视、品牌营销端对消费者痛点的切中，以及亚朵作为新入局者依靠独特的资源禀赋通过“场景体验x流量转化x品牌信任”打造了行业爆品；随后传统家纺龙头积极应对，尤其罗莱和水星快速跟进枕头的潮流趋势，并推出床笠、被子等其他大单品，增量贡献明显。

从电商三平台床品品牌份额来看：亚朵迅速从2021年的0.1%提升至2025年的5.7%，2026H1更是凭借显著好于大盘的增速，份额提升至10.1%。水星、罗莱位列第二第三，2025年分别占4.7%/3.2%，水星线上份额有小幅下滑，罗莱小幅提升；2026H1份额基本稳定。均价来看，行业整体均价稳定，部分品类如套件、枕头、羽绒被有明显的涨价趋势；分品牌看头部品牌均价持续向上，罗莱均价为行业最高且持续提升。

图：电商三平台家纺品牌份额

品牌份额	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
亚朵星球	0.1%	0.2%	1.7%	3.8%	5.7%	10.1%
水星家纺	5.6%	5.7%	5.0%	4.5%	4.7%	4.4%
罗莱家纺	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%	3.2%	3.2%
无印良品	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
洁丽雅	0.6%	1.5%	2.1%	2.2%	2.1%	1.8%
富安娜	3.6%	3.5%	2.7%	2.4%	2.0%	2.2%
雅鹿	0.4%	0.6%	0.6%	1.4%	1.6%	1.7%
维尼熊			0.3%	0.9%	1.6%	1.5%
南极人	7.9%	5.6%	3.1%	1.9%	1.3%	0.8%
博洋	2.4%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%	0.7%
京东京造	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所

图：电商三平台家纺品牌均价

均价（元）	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
亚朵星球	197	211	311	350	361	376
水星家纺	280	259	302	297	300	284
罗莱家纺	394	392	470	536	600	636
无印良品	214	243	236	230	198	186
洁丽雅	71	80	82	77	72	77
富安娜	314	292	287	358	317	303
雅鹿	103	84	94	86	75	71
维尼熊	-	-	302	268	266	259
南极人	80	81	83	82	73	63
博洋	231	207	249	271	279	241
京东京造	187	191	174	172	153	140
总计	124	120	118	108	119	121

资料来源：久谦，国信证券经济研究所

主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

一、行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，驱动家纺消费升级

大单品方面：

亚朵：深睡枕PRO与“枕——被”年迭代的大单品体系已形成全国级爆品矩阵，规模和增速均领先同业：枕头销量2024年380万+，枕头单品GMV10亿元+；2025年深睡枕系列累计销量约1000万只，深睡枕3.0上市25天GMV破亿；控温被2024年售出约77万条，销售额 约5亿元；控温被系列累计销量突破200万条，GMV约11亿元；；亚朵零售收入2024年20亿（+157%），2025年达到32亿（+57%）。

罗莱生活：大单品追赶势头明显，系家纺龙头中最先跟进于24.9月推出深睡枕，2025年三季度又推出无痕床笠；25H1深睡枕推动枕芯收入同比+56%至1.51亿元，单品销量与毛利率修复双改善；2025年，床笠销售8000万（仅销售半年）；深睡枕2025全年销售接近2亿元。截至2026年3月，零压深睡枕累计零售73万只、儿童呼吸枕15万只、无痕床笠11万条。

水星家纺：以“人体工学枕+雪糕被”构建大单品双引擎，2025年H1两款单品销售快速放量，销售额分别达到约5000/8000万元，销量分别是27万只/31万条；2025年人体工学枕、雪糕被各约实现1亿元销售额。验证“被芯心智+性价比+强电商”的打法，叠加记忆枕与夏被在三大平台的高增，成为爆品化进程最快的家纺龙头之一。

富安娜：大单品跟进时间相对较晚，2025年大单品规模尚小，但2026年有明显突破。艺术家纺心智+"全域大单品"矩阵式打法：从99元到799元覆盖二十多个深睡枕系列，先孵化矩阵再优选爆款升级；叠加头部达人联名(棉花被、四件套)。注重利润率与稳健经营。深睡枕系列2025年销量约25万只；2026年1-4月深睡枕系列销量同比+185%(全年有望翻番，约4000万元量级)。

主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

一、行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，驱动家纺消费升级

表：家纺品牌大单品矩阵

品牌	当前爆品/大单品	产品思路/打法	销售体量	渠道与定位	产品图示
亚朵	深睡枕PRO3.0；深睡控温被Pro3.0；拓展深睡床笠、深睡睡衣等衍生品类	单一品牌-多品类-大单品年迭代；“酒店+零售”场景化，房型即卖场，沉浸式体验驱动转化；会员与内容平台联动放大口碑裂变。	枕头销量2024年380万+，枕头单品GMV10亿元+；2025年深睡枕系列累计销量约1000万只，深睡枕3.0上市25天GMV破亿；控温被2024年售出约77万条，销售额 约5亿元；控温被系列累计销量突破200万条，GMV约11亿元；；亚朵零售收入2024年20亿（+157%），2025年达到32亿（+57%）。	线上重、内容强、体验深；抖音/小红书声量高、酒店试睡转化。	 
罗莱生活	安睡枕3.0 Pro；无痕安睡床笠；鹅绒被	大单品策略+控折扣提毛利；线上制造声量、线下提质扩张；超柔研究与产品矩阵支撑。	25H1枕芯收入1.51亿元（+56%），增量基本由深睡枕贡献；深睡枕24.9月推出，截至25.10月累计销量53.8万只；床笠25.6月推出在三季度销量5.2万条。2025全年，床笠销售8000万（仅售半年）；深睡枕2025全年销售接近2亿元；截至2026年3月，零压深睡枕累计零售73万只、儿童呼吸枕15万只、无痕床笠11万条。	线上恢复与直营稳健并进；以大单品为抓手，产品力+价格体系管理驱动毛利修复。	 
水星家纺	人体工学枕4.0；雪糕被6.0；泡芙鹅绒被、深睡控温被、胶原蚕丝被	“好被芯选水星”+大单品战略；科技功能+性价比；电商优先与兴趣电商种草并行。	2025年推出人体工学枕和雪糕被，25H1人体工学枕/雪糕被销售额分别约5000/8000万元，销量分别是27万只/31万条；2025年人体工学枕、雪糕被各约实现1亿元销售额	性价比定位、认证背书（IGR等）、投放强化，渠道效率高。	 
富安娜	太空深睡枕；智芯深睡系列；J.Dear×富安娜深睡气垫系列(京东专供)；双感夏凉被	艺术家纺心智+"全域大单品"矩阵式打法：从99元到799元覆盖二十多个深睡枕系列，先孵化矩阵再优选爆款升级；叠加头部达人联名(棉花被、四件套)。注重利润率与稳健经营。	深睡枕系列2025年销量约25万只；2026年1-4月深睡枕系列销量同比+185%(全年有望翻番，约4000万元量级)，其中799/369两款主推单品2026年1-3月约销售2.3万只；联名款(棉花被+四件套)2026年1-4月约销3万多件。	渠道结构均衡、现金回报突出；短期更关注经营韧性与库存健康度。	

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

2023年以来亚朵凭借深睡枕爆品份额快速提升。此前枕头竞争格局分散，亚朵加入后快速将份额集中，根据天猫、京东、抖音三平台第三方数据，亚朵凭借深睡枕PRO带动枕头销售额快速提升，从2021年仅0.7%的份额（排名第8），到2023年跃升到13.0%（排名第1），并连续三年位列第一，2024-2025年份额维持在24%左右，2026上半年进一步提升至32.4%；水星家纺枕头份额近年来相对稳定，在2.5%~3.5%左右，排名位列前三；罗莱2023年枕头份额被明显稀释，但是随着2024年深睡枕的推出，份额重回1.4%以上；富安娜枕头份额2023年以来逐年下降。

图：电商三平台其他枕头品牌份额及排名

	份额						排名					
	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD
亚朵星球	0.7%	1.5%	13.0%	24.3%	24.6%	32.4%	8	6	1	1	1	1
水星家纺	3.2%	3.5%	2.6%	3.5%	3.3%	2.6%	2	2	2	2	2	3
洁丽雅	1.0%	1.3%	2.0%	3.4%	3.1%	1.7%	6	7	4	3	3	4
北极绒	0.6%	0.2%	0.1%	0.7%	1.8%	3.8%	9	10	13	11	4	2
海澜之家	0.0%	0.1%	0.3%	1.4%	1.5%	1.1%	11	11	12	7	5	9
FlixSleeps	0.0%	0.0%	0.7%	1.8%	1.5%	1.0%	14	13	10	4	6	10
罗莱家纺	1.4%	1.8%	1.0%	1.5%	1.4%	1.4%	5	5	8	6	7	6
富安娜	3.2%	2.6%	1.9%	1.6%	1.3%	1.0%	3	3	5	5	8	11
棉蒲				0.4%	1.3%	1.6%				13	9	5
康尔馨	2.0%	1.8%	1.4%	0.9%	1.1%	0.6%	4	4	7	10	10	14
零点记忆	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	1.3%	12	14	14	15	11	7
梦百合	0.7%	0.9%	0.5%	0.6%	1.1%	0.8%	7	8	11	12	12	12
蓝盒子	0.1%	0.1%	0.7%	0.3%	1.1%	1.3%	10	12	9	14	13	8
埃尔维卡	0.0%	0.4%	1.9%	1.3%	0.9%	0.7%	13	9	6	9	14	13
南极人	8.0%	5.0%	2.3%	1.4%	0.9%	0.5%	1	1	3	8	15	15

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

2024年以来亚朵被子补强带动化纤被份额增长。除枕头外，亚朵进一步推出夏凉被大单品，2024年-2026YTD在电商平台化纤被品类中成为行业第一，且份额持续快速提升，2026上半年份额达到16.6%。化纤被同样此前份额较为分散，2023年之前南极人、水星份额相对较高，亚朵的加入主要稀释了南极人品牌的份额，水星通过“雪糕被”的推出稳定住了份额和排名；罗莱在2026上半年进步明显，化纤被份额提升至4.2%，排名提升至第二。

图：电商三平台化纤被品牌份额及排名

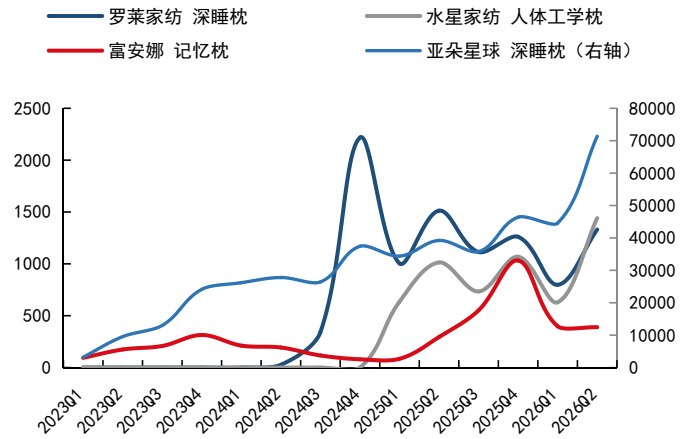
	份额						排名					
	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD	2021	2022	2023	2024	2025	2026YTD
亚朵星球	0.0%	0.0%	0.7%	5.5%	10.3%	16.6%	11	12	11	1	1	1
罗莱家纺	2.6%	2.7%	1.9%	1.7%	2.5%	4.2%	4	3	6	9	5	2
水星家纺	8.2%	7.2%	4.3%	4.2%	3.9%	3.6%	2	2	2	2	3	3
无印良品	1.6%	2.6%	2.2%	3.2%	5.4%	3.4%	6	4	4	4	2	4
雅鹿	0.7%	1.2%	0.9%	1.6%	2.4%	2.8%	8	8	9	10	6	5
芸裕		0.0%	0.4%	0.2%	0.8%	2.3%		13	13	15	14	6
浪莎	0.1%	0.3%	1.4%	2.2%	1.9%	1.9%	9	11	7	7	8	7
恒源祥	2.2%	1.6%	0.8%	1.0%	0.8%	1.8%	5	7	10	11	15	8
神气小鹿			0.0%	0.4%	1.1%	1.7%			16	14	12	9
春秋故事		0.4%	4.6%	4.1%	3.1%	1.7%		10	1	3	4	10
洁丽雅	0.8%	1.7%	1.3%	2.3%	2.0%	1.6%	7	6	8	6	7	11
网易严选	0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%	1.5%	10	9	12	12	13	12
太湖雪			0.0%	0.1%	0.5%	1.4%			15	16	16	13
富安娜	2.7%	2.4%	1.9%	2.0%	1.2%	1.3%	3	5	5	8	10	14
维尼熊			0.2%	0.7%	1.1%	1.2%			14	13	11	15
南极人	13.7%	8.6%	4.1%	2.6%	1.6%	0.8%	1	1	3	5	9	16

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

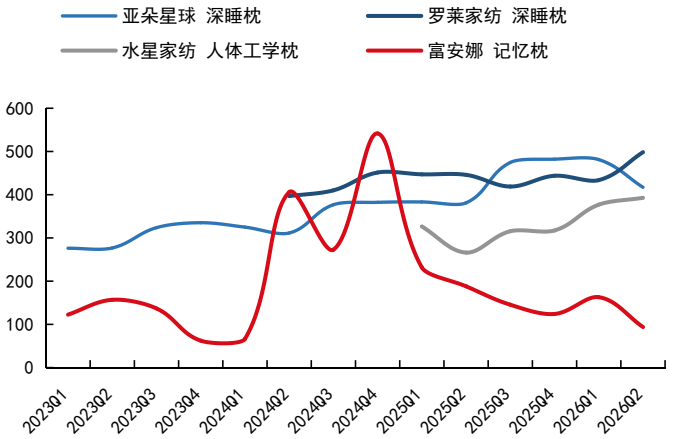
- **枕头品类品牌增长趋势：**根据电商三平台第三方数据，亚朵深睡枕销售额领先，2023年全年销售额5.0亿，2024年增加至11.8亿元（同比+136%），2025年进一步提升至15.6亿元（同比+32%）。罗莱深睡枕自2024年三季度起量，实现销售额342万元，2024全年销售2586万元，2025年进一步提升至4892万元（同比+89%）。水星人体工学枕于2025年推出，全年销售额3451万元。2026年以来深睡枕产品在去年高基数基础上增长放缓，但规模体量依然维持较高水平，富安娜由于推出时间较晚，Q1有同比超300%+的增长，Q2有所降速但也有30%以上增长；亚朵和水星Q2深睡枕产品再次提速，亚朵主要来自营销端发力，水星主要来自产品升级推新；罗莱枕头产品上半年表现一般，但新一代升级产品——安睡枕3.0Pro在7月正式发布，我们预计罗莱枕头大单品将在下半年增长提速。
- **从均价来看：**亚朵、罗莱深睡枕均价相对较高，在400元以上；水星均价持续提升，从300元左右提升至接近400元；富安娜均价在200元以内。相比整体枕头品类均价，罗莱和水星分别为300元和100元左右，深睡枕相比传统枕头有明显的价格升级。

图：电商三平台家纺品牌枕头大单品销售额（万元）



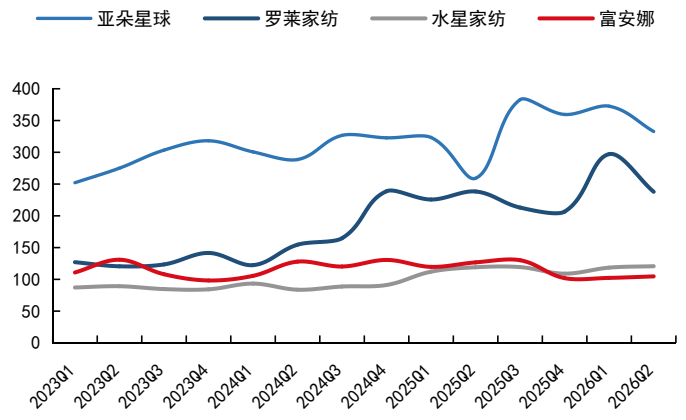
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：电商三平台家纺品牌枕头大单品均价（元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：电商三平台家纺品牌枕头品类均价（元）

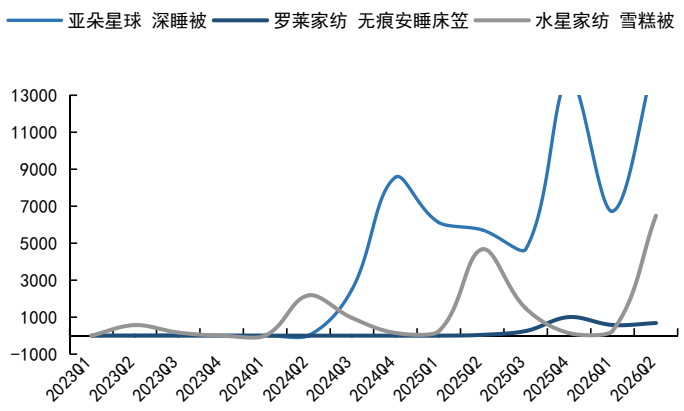


资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

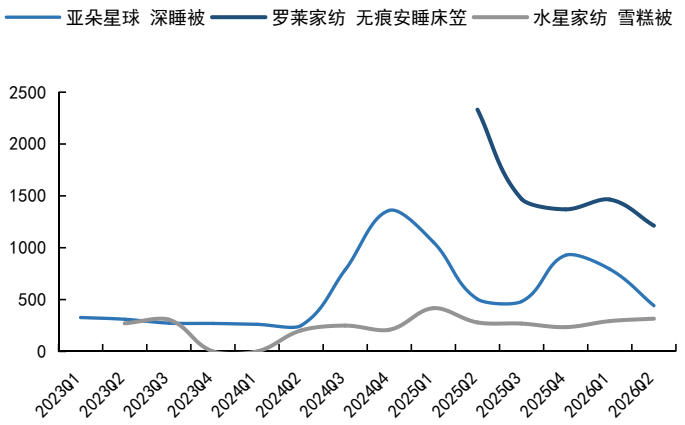
- **被子/床笠品牌增长趋势：**根据电商三平台第三方数据，亚朵深睡被表现突出，2023年销售额为67万元，2024年增长迅速，全年销售额1.1亿元（同比+16509%）；2025年延续良好表现，全年销售额达3.04亿元，同比增长175%。水星雪糕被也有较好表现，2023年销售额739万元，2024年增长至3289万元（同比+345%），2025年达6528万元（同比+98.5%）。罗莱无痕床笠于2025年第三季度推出，全年全渠道累计销售约8000万元。26Q1各品牌被子/床笠产品依然保持同比增长、Q2进一步提速。
- **从均价来看：**罗莱无痕床笠定价较高在千元以上；亚朵深睡被均价在500元左右，部分800元以上产品为深睡被+床笠/枕头套餐；水星雪糕被均价在200~300元，新一代雪糕被定价也有进一步提升。

图：电商三平台家纺品牌被子床笠大单品销售额（万元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：电商三平台家纺品牌被子床笠大单品均价（元）



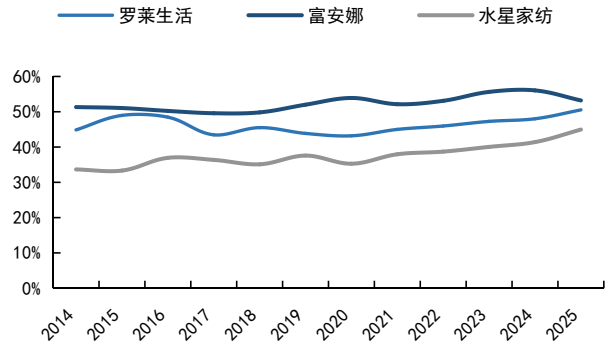
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

三、家纺龙头兼具成长性与高股息

家纺龙头业绩稳健盈利能力强，现金流充裕，奠定高分红基础。罗莱生活、富安娜、水星家纺作为国内家纺行业龙头，业绩稳健、盈利能力优、现金流充裕，2025年毛利率分别为50.53%/53.2%/45.0%，净利率10.7%/13.0%/9.0%，加权ROE分别约12.5%/8.3%/13.3%（富安娜2025年ROE为历史低位，此前在14%~15%左右），且资产负债率均处20%-32%的健康水平。现金流充裕，2025年经营性现金流净额分别达10.07亿元/5.58亿元/5.32亿元，普遍高于当期净利润，叠加资本开支小，为持续高分红奠定基础。

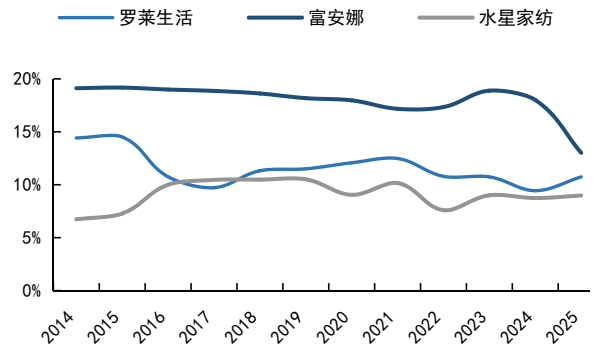
罗莱与富安娜保持高分红水平。罗莱生活、富安娜、水星家纺2025年分红率分别为99%/95%/64%，五年平均分红率为100%/94%/58%，罗莱和富安娜持续维持高分红水平，股息率大致落在5%-8%区间，在纺服板块中排名靠前，兼具业绩稳健性与高股息防御属性，攻守兼备。

图：家纺龙头毛利率水平



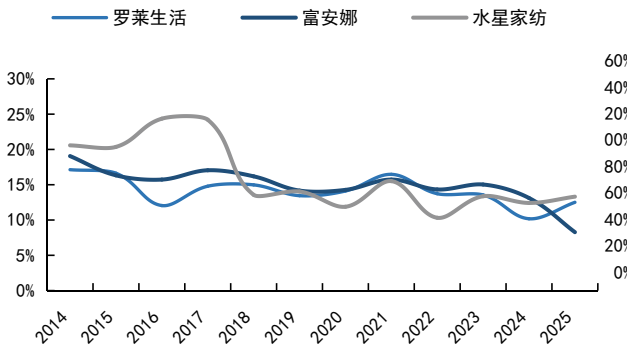
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：家纺龙头净利率水平



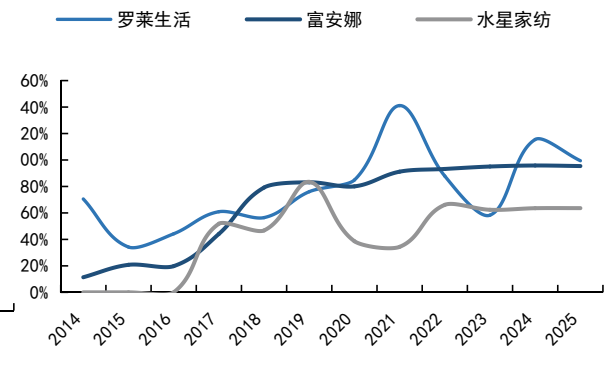
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：家纺龙头ROE水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：家纺龙头分红率水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

目录

[05] 主线三：关税趋稳，原材料价格回调后再上升，优选份额与效率向上的制造龙头

主线三：关税趋稳，原材料价格回调后再上升，优选份额与效率向上的制造龙头

一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还

最新二季度业绩品牌端分化明显：Adidas、AMER、Asics、迅销、ON、Victoria's Secret高景气延续，纷纷上调全年指引；Deckers、Levi's、Gap、VF平稳或小幅改善；Nike、Puma、Lululemon仍处调整期，其中Nike下调近期收入指引，Puma全年预计收入下滑、利润亏损，Lululemon明显下调全年预期。1）强势品牌：Adidas、Asics、UNIQLO、维密、Amer Sports；2）稳健品牌：Deckers、Gap、Levi’s、VF；3）弱势品牌：Nike、Puma、Lululemon。

•北美情况：大部分品牌正增长，总体稳健。Adidas、AMER、Asics、UNIQLO、Victoria's Secret、Levi's表现较强；Nike相对先修复，批发渠道回暖；Deckers的HOKA/UGG、VF的The North Face/Timberland、ON保持增长；Gap内部分化，Gap品牌较强而Old Navy、Athleta承压；Puma与Lululemon北美继续承压。

•大中华情况：多数品牌仍保持较快增长。AMER、Asics、ON、Adidas、UNIQLO表现突出；Nike相对承压但库存去化显著；Puma有所修复，Lululemon表现不及预期。

•关税最新情况：IEEPA关税退款成为品牌短期利润的一次性增厚来源。Nike预计回收金额最大，Gap、AMER、Asics、Puma、Adidas也已确认或收到退款；但多数品牌指引口径谨慎，Deckers、ON、VF均未将退税计入全年预期。

•对OEM含义：终端需求整体稳健，但Nike、Puma、VF、Lululemon仍处调整或库存清理阶段，品牌下单谨慎导致多数OEM年初以来订单低于预期，鞋类弱于服装；关税趋稳与退税落地有望边际改善品牌盈利和下单意愿。

各大OEM客户结构分析：综合来看，晶苑国际最优，核心客户UNIQLO、Victoria's Secret、Adidas强势且指引上修，Levi's、GAP稳健，无重大拖累项；申洲国际稳健向好，UNIQLO、Adidas双强支撑，Nike订单相对稳定，叠加李宁、安踏等中国品牌回暖；裕元集团趋势积极，受益于Asics、AMER、Adidas高景气，但Nike、VF有一定拖累；华利集团相对偏弱，虽有ON、Adidas、Deckers支撑，但Nike、PUMA、UA、VF多个客户处于调整期，弱势客户占比较高。

表：各大OEM主要客户名单

公司名称	主要品牌客户
申洲国际	**强势：**Adidas、UNIQLO **稳健：**李宁、安踏 **弱势：**Nike、PUMA、Lululemon
晶苑国际	**强势：**UNIQLO、Victoria’s Secret、Adidas **稳健：**Levi’s、GAP
华利集团	**强势：**ON、Adidas、NB **稳健：**Deckers（UGG/HOKA）、VF（Vans） **弱势：**PUMA、Under Armour、Nike（含Converse）
裕元集团	**强势：**Adidas、Asics、Amer（Salomon） **稳健：**VF（Timberland） **弱势：**Nike

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

主线三：关税趋稳，原材料价格回调后再上升，优选份额与效率向上的制造龙头

国信证券 GUOSEN SECURITIES

一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还

表：全球品牌客户最新业绩、指引

品牌	上财年	新财年预期	上一季度	新季度预期	备注
Nike	FY26：收入-2%，净利润-3%	FY27：收入维持，净利润-14%	FY26Q4：收入-4%，净利润+407%	FY27Q1：收入预计低至中个位数下滑，净利润+31%	FY27Q1-Q2收入指引下调，其中Q2较Q1进一步放缓，主因EMEA地区高促销基数及北美批发发货节奏影响
Adidas	FY25：收入+5%，净利润+67%	FY26：收入（货币中性）+9~10%，净利润+21.7%	26Q2：收入+14%（货币中性），净利润+6%	26Q3：收入+8%，净利润+36%	Q2北美/大中华均双位数增长，DTC+25%；已收到小额关税退款
Puma	FY25：收入-17%，净利润转亏（-329%）	FY26：收入低至中个位数下滑，净利润+67%（-2.1亿欧元）	26Q2：收入-9.4%（汇率调整），净利润+70.5%（-0.73亿欧元）	26Q3：收入-9.1%，净利润+63.5%（-0.23亿欧元）	库存-15.3%，清库按计划推进；中东冲突与关税/退税对全年利润影响预计大致抵消
迅销	FY25：收入+10%，净利润+16%	FY26：收入+17%，净利润+13%	FY26Q3：收入+22%，净利润+39%	FY26Q4：收入+15%，净利润-2%	收入、利润指引均上调
AMER	FY25：收入+27%，调整后净利润+131%	FY26：收入+24%，调整后净利润+32%	26Q2：收入+32%，净利润+489%（含关税退款）	26Q3：收入+18~20%，调整后净利润+23%	上调全年收入、利润率和EPS指引；Q2净关税退款带来利润增益
Asics	FY25：收入+20%，净利润+55%	FY26：收入+29.5%，归母净利+21.6%	FY26Q2（累计）：收入+32.7%，归母净利+53.3%	26Q3：收入+26.4%，净利润+18%	北美/大中华均高增；库存较年初下降，关税退款提振毛利
Deckers	FY26：收入+10%，净利润+6%	FY27：收入+7.6%，净利润+0.4%	FY27Q1：收入+5.7%，净利润-6.6%	FY27Q2：收入+5.3%，净利润-8.7%	HOKA+7.7%、UGG+4.9%，DTC+13%；库存-4.9%，指引不假设退税
Gap	FY25：收入+2%，净利润-3%	FY26：收入+1~1.5%，净利润+11%	FY26Q2：收入-2%，净利润+131.9%	FY26Q3：收入预计+1.5~2.5%，净利润+18.1%	IEEPA净退税使Q2毛利率显著抬升；调整后口径排除退税，全年EPS上调
Levi's	FY25：收入+-1%，净利润+7%	FY26收入+5.5~6.5%，净利润+10%	FY26Q1：收入+14%，净利润+11%	FY26Q2：收入+4%~5%，净利润+7%	指引上调；DTC、女装/生活方式增长，关税和汇率仍对毛利存在负面影响
VF	FY26：收入+1%，净利润+14%	FY27：收入（除Dickies）+2%或更好，净利润+31%	FY27Q1：收入-5%，除Dickies后+1%；净利润+16.5%（-0.97亿美元）	FY27Q2：收入-5%，净利润+10.8%	Vans美洲DTC仍增长但批发承压；全年指引不含关税退款净影响
Victoria's Secret	FY25：收入+5%，净利润+15%	FY26收入+7%~9%，净利润+49%	FY26Q1：收入+15%，净利润低基数大幅增长（+601%）	FY26Q2：收入+9%~11%，净利润低基数大幅增长（+101%）	指引上调；关税仍有压力
ON	FY25：收入+30%，净利润-16%	FY26：收入（固定汇率）低20%增长，净利润+100%	26Q2：收入+13.5%，净利润+356.7%，扭亏为盈	26Q3：收入+17.4%，净利润-9.9%	DTC+26%，全价与渠道结构推动毛利率65.4%；全年不含潜在退税
Lululemon	FY25：收入+5%，净利润-13%	FY26收入-5%~-7%，净利润-25%	26Q2：收入-4%（固定汇率-5%），净利润-11%	26Q3：收入-10%~-11%，净利润-29%	美洲收入-8%、同店-12%；中国大陆收入+4%（固汇-2%）、同店-2%。全年指引下调；关税退款抬升利润。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线三：关税趋稳，原材料价格回调后再上升，优选份额与效率向上的制造龙头

国信证券 GUOSEN SECURITIES

一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还

表：全球品牌客户美国/中国（北美/大中华）最新情况、基本面判断

品牌	北美情况	大中华情况	基本面判断
Nike	北美收入48.32亿美元，+3%；北美批发+10%，受关税返还一次性收益带动息税前利润同比+91%，利润率同比+19.2pp（41.4%）。	大中华收入12.97亿美元，报表-12%、不变汇率-17%；库存金额和件数均实现双位数下降，去化效果显著。	仍处修复期。跑步、足球、北美批发相对好，运动生活、大中华、Converse仍弱；管理层预计未来六个月宏观环境难有明显改善。
Adidas	北美：26Q2收入（货币中性）+17%，DTC强劲；库存用于保障世界杯供货，批发仍审慎。	大中华：收入（货币中性）+15%，DTC双位数增长。	全球DTC+25%，上调全年收入（货币中性）增长至9~10%、营业利润约23亿欧元。
Puma	北美：26Q2收入（汇率调整）-16.7%；美洲-15.4%，批发清理与需求偏弱。	大中华：收入（汇率调整）+0.9%，DTC/电商支撑。	过渡年延续；库存-15.3%，全年收入预计低至中个位数下滑、EBIT亏损。
迅销	北美Q3收入和利润双位数增长；美国同店销售双位数增长，Q3在纽约、芝加哥、波士顿新开6家门店且销售表现强劲。	大中华Q3收入增长、利润双位数增长；中国大陆收入增长、同店转正、电商双位数增长。	迅销全球化扩张仍强，北美/欧洲/东南亚维持高增。
AMER	美洲：26Q2收入4.97亿美元，+25.6%；DTC/批发均增长。	大中华：收入5.56亿美元，+35.5%；仍为最大区域。	全区域双位数增长；技术服装+32%、户外+37%，上调全年收入增速至约24%。
Asics	北美：FY26Q2累计收入+28.1%（固定汇率+19.6%），批发增长快、利润率提升。	大中华：累计收入+30.7%（固定汇率+17.6%），零售/电商强。	跑步、SportStyle、Onitsuka Tiger强，全年收入预测上调至1.05万亿日元。
Deckers	北美：FY27Q1国内收入+3.2%，DTC+13%，HOKA/UGG全价销售仍稳。	国际收入+8.4%。	HOKA/UGG增长延续，库存同比-4.9%；全年收入/EPS指引上调。
Gap	北美（美+波多黎各）：收入32.23亿美元，同比-1.9%；Gap品牌强、Old Navy承压。	中国仍非核心直接经营市场。	Gap同店+10%，Old Navy同店-4%、Athleta-12%；全年收入指引下调至+1~1.5%。
Levi's	Americas +9%（有机+7%），美国+4%；DTC美国+10%，DTC占比52%。	亚洲+13%（有机+12%），DTC亚洲+18%；未单独披露中国。	DTC-first牛仔生活方式转型兑现，Beyond Yoga +23%；价格、低促销和棉价/运费锁定对冲关税。
VF	美洲：Q1报表收入-4%，除Dickies后按固定汇率+4%；DTC增长、批发偏弱。	APAC未单列中国；Q1披露区域收入-4%。	The North Face/Timberland增长，Vans美洲DTC续增；全年收入展望上调。
Victoria's Secret	北美门店收入8.03亿美元，+11.3%；品牌、PINK、Beauty均双位数增长，常规价销售改善。	国际收入2.87亿美元，+44.9%，包含中国合资、加盟和批发；中国合资门店64家。	复苏提速，核心来自bra、PINK、Beauty和减少促销；对内衣/运动内衣类供应链偏正面。
ON	美洲：Q2收入4.52亿瑞郎，+4.5%（固定汇率+13.0%）；DTC仍强。	APAC收入1.71亿瑞郎，+43.1%（固定汇率+54.7%）；大中华持续高增。	DTC+26%，全价销售与渠道结构推升毛利；全年固定汇率收入目标低20%增长。
Lululemon	美洲Q2收入-8%，同店-12%；其中美国收入-8%、加拿大-11%，需求仍承压。	中国大陆Q2收入4.07亿美元，+4%（固定汇率-2%）；同店-2%（固定汇率-8%）。	美洲需求继续走弱，中国报表收入仍增长但同店转负；全年收入指引降至-5%~-7%，产品、营销与费用优化能否带动修复仍待验证。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线三：关税趋稳，原材料价格回调后再上升，优选份额与效率向上的制造龙头

国信证券 GUOSEN SECURITIES

一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还

表：全球品牌客户对关税最新表述

品牌	最新关税表述	是否计入指引/量化影响	备注
Nike	FY26Q4确认IEEPA关税可回收，带来9pct毛利率提升、EPS收益0.52美元	预计回收IEEPA关税9.86亿美元，其中Nike9.65亿美元、Converse 0.21亿美元；已收到现金约3亿美元	“关税退还”受益，短期利润一次性增厚明显
Adidas	Q2毛利率受关税/汇率影响，但已收到首笔小额美国关税退款。	全年收入（货币中性）+9~10%、营业利润约23亿欧元；未单独量化退税。	关税仍为外部压力；退款有边际正面但非核心投资逻辑。
PUMA	Q2收到美国关税退款1540万欧元；截至7月已收到3380万欧元，额外索赔仍不确定。	FY26展望已纳入较低关税率及退税正面影响；与中东冲突负面影响大致抵消。	关税/退税已由“未纳入”转为纳入当前评估，全年展望维持。
Amer Sports	Q2净关税退款带来5010万美元净利润增益，毛利率+390bp。	全年/Q3指引假设现行Section 301关税率延续；剔除退款后业绩仍强。	退税抬高Q2利润，核心仍是多品牌、多区域高增。
ASICS	截至Q2累计收到约2800万美元美国退款，提振累计毛利率约0.8pct。	全年预测上调；退款已反映在Q2累计业绩，未来影响仍取决于关税执行。	关税扰动被高增长和售价/产品结构优化部分对冲。
Deckers	FY27全年指引不假设回收已付关税；Q1后维持这一假设。	全年EPS调升至7.35~7.50美元；净销售指引维持58.6~59.1亿美元。	HOKA/UGG需求强，贸易政策仍是毛利不确定项。
Gap	Q2确认IEEPA净退税：COGS调整4.17亿美元；已收0.95亿美元+利息，余款预计Q3。	调整后全年指引排除IEEPA退税；较低关税假设带来全年约1500万美元、10bp利好。	退税使报告利润一次性抬升，基本面应以调整后口径比较。
Levi’s	FY26指引假设中国进口关税30%、其他地区20%；Q1毛利率受关税拖累	已支付约8000万美元IEEPA关税；截至Q1未确认退款资产	已通过提价、低促销部分对冲，退税若落地有额外收益
VF	FY27指引不含关税退款净影响；公司未在Q1单独量化退款。	全年收入（常汇率、除Dickies）+2%或更好；指引明确排除退税净影响。	退税不进入经营判断，Vans批发修复及品牌增长为重点。
Victoria’s Secret	FY26Q1毛利率改善，但仍存在关税逆风	未单独量化关税影响或退款	业绩上修主要靠全价销售、少促销、品类改善抵消关税压力
ON	Q2在完全吸收美国进口关税、且不含退税条件下，毛利率65.4%。	全年展望明确不计入下半年潜在关税退款；收入固定汇率低20%增长。	强DTC和全价销售对冲关税，退款为额外上行而非指引基准。
Lululemon	Q2确认IEEPA关税退款1.345亿美元及相关利息410万美元；分别计入COGS抵减和其他收入。	FY26指引已计入Q2已确认退款，税后增厚EPS 0.86美元；不计入后续潜在退款及未知关税影响。	退款使Q2毛利率、营业利润率各抬升560bp；剔除退款后，关税与折扣促销仍拖累产品毛利。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、美国运动鞋服库存：库存压力缓解，批发补货品牌间有所分化

北美运动鞋服库存压力整体缓解、库存处于低位，但批发渠道补货各品牌间分化，主要与自身销售景气度有关：例如Nike认为终端需求尚未完全恢复，后续将继续收紧采购、降低未来批发出货量，避免渠道库存再次累积；Adidas主动增加库存但对批发发货相对谨慎。

表：重点运动服饰品牌美国/北美库存情况

公司名称	北美库存及渠道表述
Nike	北美库存同比实现中个位数增长，尾货及折扣库存结构仍较为健康。渠道端批发业务修复明显，北美批发收入同比增长10%。但直营渠道仍然偏弱，电商及线下门店均出现下滑。公司认为终端需求尚未完全恢复，后续将继续收紧采购、降低未来批发出货量，避免渠道库存再次累积。
Adidas	Q2库存同比+13%（固定汇率+12%），用于保障产品可得性与世界杯需求；多数为当季/未来季。北美收入+17%，DTC强，但仍审慎管理批发卖入。
lululemon	Q2库存17.11亿美元，同比-1%，按件数计-7%，库存去化改善；美洲收入-8%、同店-12%，公司未单独披露DTC/批发拆分。Q2美洲净开7家门店，后续仍需关注北美需求、全价销售及促销压力。
Amer Sports	Q2库存同比+19%至18.97亿美元，和收入+32%相匹配；DTC+40%、批发+24%，库存服务渠道扩张，质量可控。
Deckers	FY27Q1库存8.08亿美元，同比-4.9%；HOKA/UGG保持较好售罄率，DTC+13%、批发+2.2%，北美库存风险低。
VF Corp	Q1未披露库存额；报表收入-5%、除Dickies后+1%，Vans美洲DTC保持增长但全球批发仍弱。全年收入（常汇率）展望上调。
PUMA	Q2库存同比-15.3%至18.21亿欧元，因采购降低；清库按计划，预计2026年底恢复正常。北美收入-16.7%（汇率调整），仍在渠道重整。
Fast Retailing	UNIQLO北美收入和利润保持增长，库存增加主要来自北美等海外业务扩张带来的备货增长，管理层表示库存仍处合理水平。渠道端以直营门店和电商为主，Q3在纽约、芝加哥、波士顿新开6家门店且销售表现强劲，同时公司持续推进新店和自动化仓等增长投资，并强化SKU/单店层面的库存预测与管理，库存风险相对较低

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三、海外重点品牌库销比：耐克、迅销较健康，阿迪达斯仍偏高

- **海外重点品牌库销比**:海外重点品牌整体库存较健康。迅销、Puma、Deckers、VF同比下降，耐克、阿迪达斯同比增加。其中迅销 Q2由3.61降至3.41，Deckers 由5.98降至5.45，库存均健康，Puma Q2由6.16降至6.15，VF Q2由7.89降至7.30，压力相对可控；耐克Q2由3.39微升至3.42，仍较健康，阿迪达斯Q2由5.49升至5.59，同比增幅不大。

图：海外重点品牌库销比

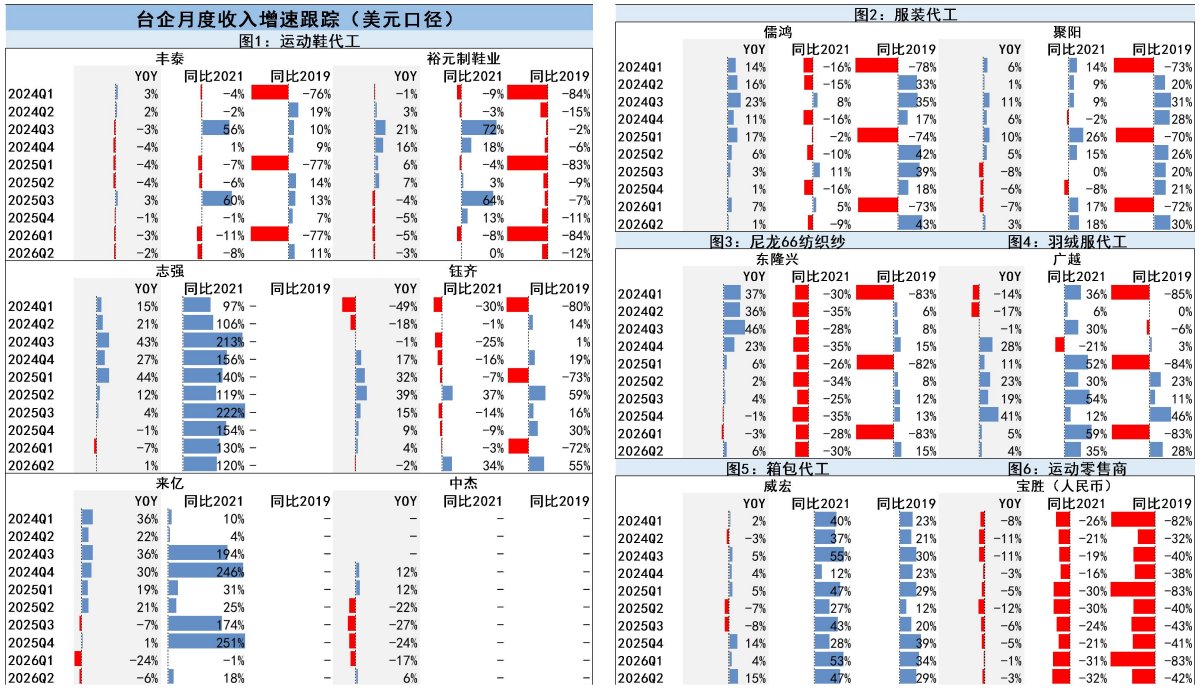
海外重点品牌库销比（3月平均）						
	耐克	阿迪达斯	迅销	PUMA	Deckers	VF
Q1 2024	3.38	4.99	3.22	4.86	3.39	4.33
Q2 2024	3.24	4.76	3.64	5.22	6.37	6.91
Q3 2024	3.91	4.33	4.15	4.52	4.04	4.74
Q4 2024	3.44	2.50	3.78	5.01	2.39	4.35
Q1 2025	3.43	5.16	3.22	5.66	3.36	4.87
Q2 2025	3.39	5.49	3.61	6.16	5.98	7.89
Q3 2025	3.59	5.14	4.22	5.95	4.00	4.15
Q4 2025	3.14	5.86	3.56	4.67	2.42	3.99
Q1 2026	3.33	5.39	3.11	5.84	3.08	4.36
Q2 2026	3.42	5.59	3.41	6.15	5.45	7.30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

四、纺织制造台企表现：Q2较Q1普遍改善，7月表现较为分化

- **7月主要趋势：**代工台企呈现“Q2修复、7月分化”的趋势。多数企业Q2增速较Q1改善，但进入7月后表现分化。表现较好的企业中，钰齐由Q2的-2.4%大幅回升至19.2%，儒鸿由1.3%升至12.2%，来亿降幅由-6.2%收窄至-1.6%。而聚阳、志强、中杰则在Q2转正后于7月再度回落，广越、威宏维持正增长但增速放缓；裕元、丰泰、东隆兴降幅进一步扩大。
- **重点代工台企：**
  1. **裕元**
  - **营收：**累计前7个月营收同比下降4.8%。其中Q1、Q2、7月分别下降4.7%/3.2%/10.0%，延续疲软趋势。
  - **展望：**品牌客户下单仍偏谨慎，订单管线在月份与厂区之间波动较大，短期生产效率仍受影响；集团仍持续推进印尼中爪哇厂爬坡与印度新厂建设，若下半年品牌补库改善，制造业务动能仍有望逐步修复。
  2. **儒鸿**
  - **营收：**累计前7个月营收同比增长5.1%。其中Q1、Q2、7月分别增长6.7%/1.3%/12.2%，呈现增速波动上升趋势。
  - **展望：**订单能见度约6个月，部分客户已开始下2027年第一季度订单，整体下半年出货可望维持高水准；随着新品与Wellness产品出货提升，营运有望延续旺季动能，但汇率仍是后续需要关注的重要变量；随著订单于6、7月高峰后持平，预期下半年营收将优于上半年。
  3. **聚阳**
  - **营收：**累计前7个月同比下降2.2%。其中Q1、Q2、7月分别-6.8%/+3.2%/-1.8%，呈现降幅震荡收窄趋势。
  - **展望：**6月约1亿元递延出货已于7月反映，带动单月营收延续改善；公司预期第三季度进入传统旺季后营收有望逐月走高，但仍需关注地缘政治与品牌客户经营压力。

图：代工台企季度营收美元口径同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

  4. **来亿**
  - **营收：**累计前7个月同比下降12.5%。其中Q1、Q2、7月分别-24.0%/-6.2%/-1.6%，呈现降幅逐渐收窄趋势。
  - **展望：**公司表示进入传统旺季，订单能见度看到第三季度，品牌端仍需观察补库与新品拉货的延续性；印尼产能扩张方向不变，但新增产能释放、外部需求、汇率与关税不确定性仍将影响后续营运节奏；公司预计，随着产能利用率回升，下半年营收有望超越上半年。

五、原材料价格：回调后再次上升，OEM企业盈利稳定性面临挑战

年初以来，服装、鞋类主要原料价格全面上涨：原油涨47.5%带动涤纶、锦纶长丝涨19%～30%，棉花涨约18～30%，橡胶涨约23～35%，羊毛涨30.3%，成本压力经由化纤、棉纱、鞋底等环节传导至及各类鞋服，产业链各环节涨价幅度主要取决于公司话语权、转嫁能力、以及原材料库存和订单是否提前锁定。

今年以来，主要原材料价格整体经历了一轮“冲高—回调—再上升”的波动。年初开始，Brent原油、PA66、PA6、PET及锦纶、涤纶长丝价格持续上行，并相继触及年内高点；随后价格普遍回落，其中Brent原油、PA66、PET自高点最大回调39.4%、29.0%和27.0%。7月以后价格再次逐步上升，截至9月1日，Brent原油、PA66、PA6、PET分别较阶段低点回升26.4%、1.9%、15.8%和17.3%，锦纶、涤纶长丝较7月低点回升4.6%—8.3%，棉花亦回升至年内高位，但多数品种尚未回至前期高点。

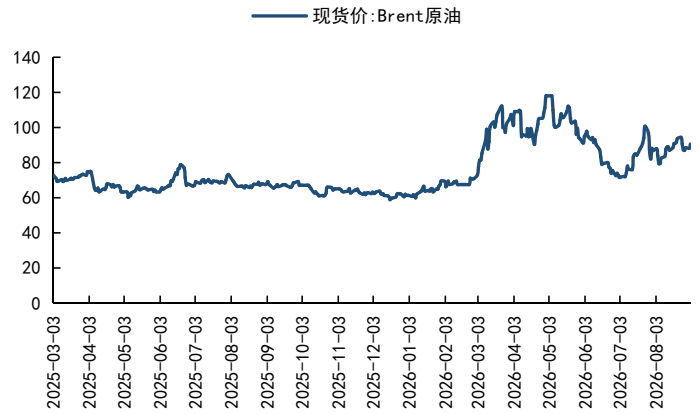
表主要原材料及价格变动详情

原材料	今年以来表现	主要传导链条	影响品类
原油	年初至今原油价格整体呈现上涨态势，截至2026年9月1日，增长47.5%至90.49美元/桶，较去年同期同比增长34.1%。	原油→PET/PA6/PA66→涤纶长丝/锦纶长丝	运动服、鞋面、合成鞋材
化纤原料（切片）	年初至今PET/PA6/PA66价格整体呈现上涨态势，截至2026年9月1日，分别上涨33.8%/32.9%/16.7%至8133元/吨、13467元/吨和18167元/吨，较去年同期分别+36.3%/+30.7%/+10.5%。	原油→PET/PA6/PA66→涤纶长丝/锦纶长丝	运动服、鞋面、合成鞋材
涤纶/锦纶长丝	年初至今锦纶DTY/锦纶FDY/涤纶DTY/涤纶FDY价格整体呈现上涨态势，截至2026年9月1日，分别上涨21.7%/19.1%/25.4%/29.5%至16740元/吨、17000元/吨、9931元/吨和8970元/吨，较去年同期分别+16.9%/+14.1%/+21.7%/+21.8%。	原油→PET/PA6/PA66→涤纶长丝/锦纶长丝	运动服、鞋面、合成鞋材
棉花	年初至今内棉、外棉价格均呈现上涨态势，截至2026年9月1日，分别+18.0%/+30.2%至18357元/吨和16896元/吨；相较去年同期分别+18.6%/+22.7%。8月份以来呈现上涨态势，分别+5.4%/+12.1%，内外棉价差缩小。	棉花→棉纱→针织/梭织面料	各服装类产品
橡胶	年初至今橡胶价格整体呈现上涨态势，截至2026年7月，TSR20/RSS3分别增长23.0%/35.0%至2.14/2.78美元/公斤，较去年同期分别同比增长27.4%/24.7%。	天然橡胶→鞋底材料	各鞋类产品
羊毛	年初至今羊毛价格整体呈现上涨态势，截至2026年8月27日，增长30.3%至13.30美元/公斤，较去年同期同比增长62.6%。	羊毛→高端针织/户外混纺	针织、混纺服装

资料来源：Wind

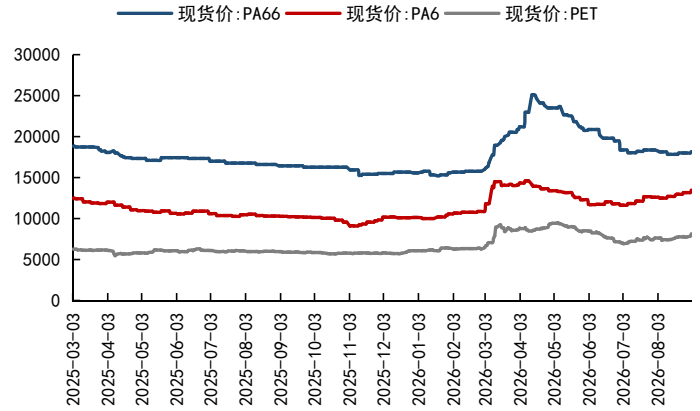
五、原材料价格：回调后再次上升，OEM企业盈利稳定性面临挑战

图：布伦特原油价格趋势 （美元/桶）



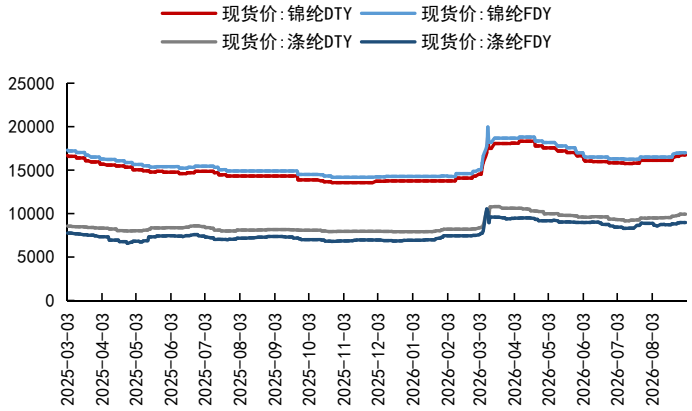
资料来源：Wind

图：化纤原料价格趋势（元/吨）



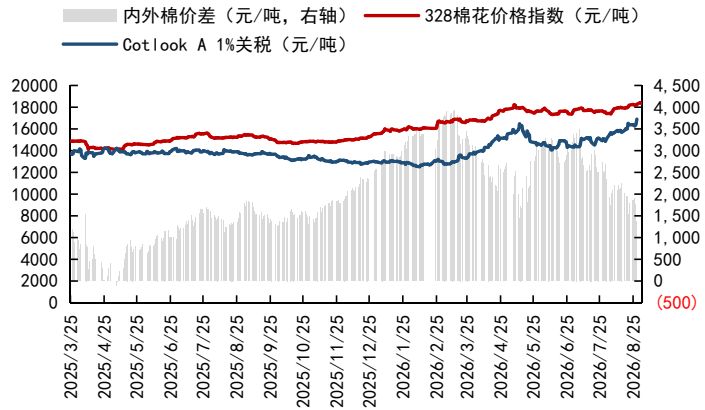
资料来源：Wind

图：涤纶/锦纶长丝价格趋势（元/吨）



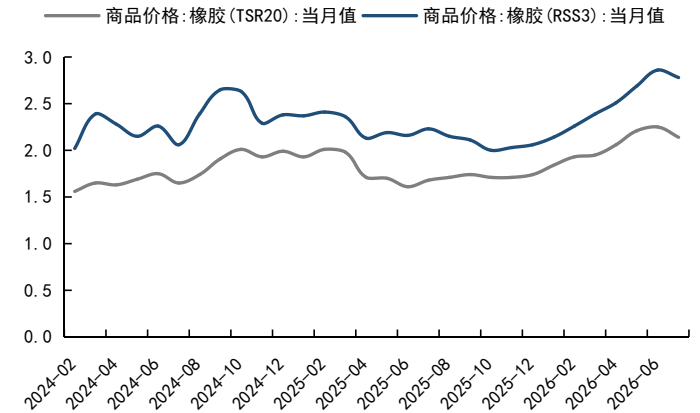
资料来源：Wind

图：内棉、外棉价格趋势 （元/吨）



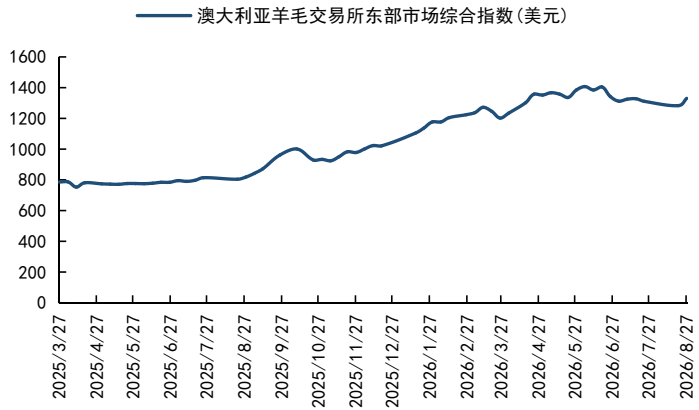
资料来源：Wind

图：橡胶价格趋势（美元/公斤）



资料来源：Wind

图：羊毛价格趋势（美分/公斤）



资料来源：Wind

投资建议：关注三大主线，高端服饰、高股息家纺、优质制造

重点关注三大主线：

主线一 高端服饰消费：定价能力强、差异化突出的高端服饰及户外品牌具备α。重点推荐**安踏体育**——高端品牌增速领先、利润占比提升，多品牌矩阵驱动成长；**比音勒芬**——经营拐点已至、主品牌年轻化叠加渠道扩张，正向杠杆带动利润弹性；**三夫户外**——品牌化转型进入兑现期，X-BIONIC放量+历史包袱出清带动盈利能力释放；**江南布衣**——设计驱动的品牌护城河展现经营韧性+高股息。

主线二 高股息家纺龙头：稳健增长叠加高分红，攻守兼备。重点推荐**罗莱生活**——爆品策略与渠道优化持续显效，业绩双位数增长叠加95%以上高分红；推荐**富安娜**——大单品驱动电商双位数增长，盈利稳健高分红；建议关注**水星家纺**——紧跟大单品趋势、线上布局领先。

主线三 优质制造龙头：承压后进入拐点，客户优质、运营高效、分红吸引力强。重点推荐**华利集团**——运动鞋制造龙头，下半年预期订单企稳、毛利率有望逐季回升，分红数额同比维持下股息率超8%；推荐**申洲国际**——下游订单下半年趋稳，龙头估值底部、改善拐点可期，60%分红率下股息率超7%；推荐**伟星股份**——辅料龙头效率领先、订单与份额稳健提升，全年10%营收增长目标确定性强；推荐**开润股份**——服装代工表现超预期，印尼产能布局具备天然优势；建议关注**晶苑国际**——核心客户优衣库、阿迪达斯业绩表现强劲、人效提升带动盈利改善。

投资建议：关注三大主线，高端服饰、高股息家纺、优质制造

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：重点公司盈利预测

代码	公司名称	净利润			净利润同比增速			PE			分红率	股息率
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026
2020.HK	安踏体育	135.9	159.4	162.1	13.9%	17.3%	1.7%	13.5	11.5	11.3	45%	3.9%
002832.SZ	比音勒芬	5.5	7.5	9.3	-29.5%	36.4%	24.0%	27.6	20.2	16.3	75%	3.7%
002780.SZ	三夫户外	0.5	1.1	1.6	352.4%	111.3%	42.9%	44.3	21.0	14.7	15%	0.7%
3306.HK	江南布衣	8.9	9.6	10.2	4.7%	7.9%	6.3%	10.6	9.8	9.2	73%	7.5%
002293.SZ	罗莱生活	5.2	6.2	6.6	20.9%	19.2%	6.5%	18.3	15.3	14.4	99%	6.5%
002327.SZ	富安娜	3.4	3.6	4.1	-37.0%	5.9%	13.9%	15.5	14.6	12.8	95%	6.5%
300979.SZ	华利集团	32.1	23.0	29.1	-16.5%	-28.3%	26.4%	12.0	16.7	13.2	80%	4.8%
2313.HK	申洲国际	58.3	45.8	55.1	-6.7%	-21.5%	20.5%	8.1	10.4	8.6	59%	5.7%
002003.SZ	伟星股份	6.5	7.2	8.1	-7.9%	11.6%	11.9%	22.5	20.2	18.0	92%	4.6%
300577.SZ	开润股份	3.3	3.8	4.2	-13.1%	14.2%	10.1%	14.4	12.6	11.5	30%	2.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

风险提示

一、宏观经济与消费需求疲软；

二、国际政治经济风险；

三、汇率与原材料价格大幅波动；

四、品牌竞争格局恶化

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032