仅供内部参考，请勿外传

纺织服饰

周专题：Zara 母公司 Inditex 发布 FY2026H1 半年报，经营表现优异

【本周专题】

Zara 母公司 Inditex 发布 FY2026H1 半年报，经营表现优异。近期 Zara 母公司 Inditex 披露 FY2026H1 半年报（2026 年 2 月~7 月），根据公司披露期内营收同比增长 7.6%至 197.55 亿欧元（固定汇率基础上增长 9.2%），毛利率同比提升 0.4pcts 至 58.7%，毛利同比增长 8.3%至 115.96 亿欧元，净利润同比增长 6.8%至 29.80 亿欧元，受益于春夏新品销售表现优异与全渠道业务稳健发展，期内公司整体盈利继续增长。8 月 1 日至 9 月 7 日期间，线下以及电商全渠道销售额在固定汇率基础上同比增长 9%，秋冬新品销售表现良好。

伴随经营规模扩张，库存质量保持健康。受益于优秀的经营表现，截至 7 月末公司库存金额为 37.89 亿欧元，同比增长 9.3%，与销售增长趋势基本匹配，库存质量保持健康。期内经营活动现金流同比增长 48.1%至 36.05 亿欧元，自由现金流同比增长 97.3%至 22.99 亿欧元，期末净现金同比增长 4%至 103.98 亿欧元，现金流与资产负债表保持稳健。

长期来看门店优化与电商业务持续推进，叠加数字化升级驱动增长。全年来看，公司预计门店销售总面积同比增长约 5%，销售面积扩张与门店效率提升有望带动线下销售规模增长，电商业务保持强劲增长趋势，同时预计毛利率同比保持稳定。长期来看公司将继续投资线下渠道网络、全球电商平台以及集中式物流体系，同时推进线上个性化体验及门店数字化升级，持续提升全渠道运营效率与长期增长能力。

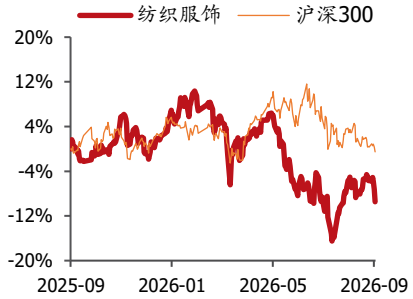
【本周观点】

品牌服饰：2026 年整体进入稳步修复通道，个股业绩分化，推荐业绩释放持续性强的公司。推荐【比音勒芬】，Q2 扣非净利润超预期，业绩释放逻辑清晰，对应 2026/2027 年 PE 为 19.1/15.1 倍；推荐【安踏体育】，集团流水短期稳健增长，长期业绩增长确定性强，对应 2026/2027 年 PE 为 12.3（不考虑一次性利得）/10.9 倍；推荐【波司登】，业绩中长期稳步增长，对应 FY2027PE 为 10.2 倍；推荐【罗莱生活】，家纺业务利润率持续改善，对应 2026/2027 年 PE 为 14.6/13.3 倍；关注【李宁】，短期业绩波动，长期品牌力提升，业绩释放空间大。

服饰制造：目前板块标的股价多处于低位，后续关注预期边际变化。2026H1 成衣制造公司利润空间受到压缩，2026Q3 估计原材料波动的影响将向下游逐步传导，期待 2026Q4 成衣制造盈利能力环比好转。目前推荐【伟星股份】，公司短期订单良好，长期市占率持续提升，对应 2026 年 PE 为 18.6 倍；推荐短期业绩健康增长、市占率有望稳步提升的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 为 9.6 倍；关注【华利集团】，短期利润

增持（维持）

行业走势



作者

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

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

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

相关研究

1、《纺织服饰：品牌服饰个股业绩分化，成衣制造 Q2 环比改善——2026H1 行业总结》 2026-09-06
2、《纺织服饰：周专题：lululemon FY26Q2 北美需求承压，中国业务增长放缓》 2026-09-06
3、《纺织服饰：7 月中国服饰出口提速增长，纺织制造 2026H1 个股业绩分化》 2026-09-02

率受损较多，后期有望环比改善；关注【申洲国际】，汇兑损失短期拖累报表，估值具备修复空间。

黄金珠宝：2026 年金价波动影响消费者购金需求，关注强 α 标的。2026 年以来金价的大幅波动或影响居民购金意愿，终端需求具有较大不确定性，与此同时具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望呈现出优于行业的表现。推荐【潮宏基】，公司长期产品力提升及渠道拓店推动业绩增长，对应 2026/2027 年 PE 为 9.3/8.0 倍；关注【周大福】，产品品牌升级趋势显著，对应 FY2027PE 为 11.0 倍。

【近期报告】

《行业深度：7 月中国服饰出口提速增长，纺织制造 2026H1 个股业绩分化》

《品牌服饰个股业绩分化，成衣制造 Q2 环比改善——2026H1 行业总结》

风险提示：消费力疲软及消费环境波动风险，门店扩张不及预期，电商业务建设不及预期，管理层团队优化不及预期，汇率波动风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002832.SZ	比音勒芬	买入	0.96	1.31	1.66	1.91	26.0	19.1	15.1	13.1
2020.HK	安踏体育	买入	4.86	5.63	5.73	6.41	12.9	11.1	10.9	9.8
3998.HK	波司登	买入	0.30	0.34	0.37	0.40	12.6	11.1	10.2	9.4
002293.SZ	罗莱生活	买入	0.62	0.73	0.81	0.89	17.3	14.6	13.3	12.0
2331.HK	李宁	买入	1.14	0.86	1.00	1.10	9.9	13.0	11.2	10.2
002003.SZ	伟星股份	买入	0.54	0.61	0.70	0.78	20.9	18.6	16.2	14.4
300979.SZ	华利集团	买入	2.75	1.84	2.27	2.64	12.0	17.9	14.5	12.5
2232.HK	晶苑国际	买入	0.08	0.09	0.10	0.11	10.8	9.6	8.6	7.7
002345.SZ	潮宏基	增持	0.56	0.97	1.14	1.30	16.3	9.3	8.0	7.0
1929.HK	周大福	买入	0.60	0.91	1.06	1.20	19.5	12.8	11.0	9.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所，周大福 EPS 单位为港元，晶苑国际 EPS 单位为美元

内容目录

1.本周专题：Zara 母公司 Inditex 发布 FY2026H1 半年报，经营表现优异 4
2.本周观点：推荐中报业绩优异的优质标的 5
3.本周行情：品牌服饰板块跑输大盘 7
4.重点公司近期公告 8
5.本周行业要闻 8
6.本周原材料走势 9
7.风险提示 9

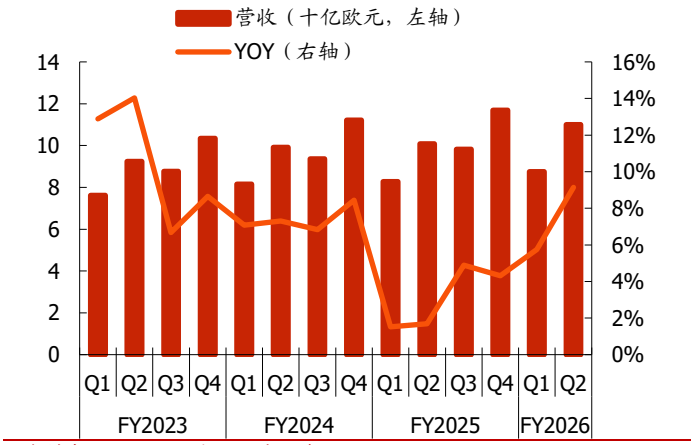
图表目录

图表 1：FY2023Q1~FY2026Q2 Inditex 营收及增速（十亿欧元，%） *4*
图表 2：FY2023Q1~FY2026Q2 Inditex 净利润及增速（十亿欧元，%） *4*
图表 3：FY2023Q1~FY2026Q2 库存（十亿欧元） *4*
图表 4：重点公司估值表（亿元，%，倍） *6*
图表 5：A 股板块行情（%） *7*
图表 6：纺服标的行情（%） *7*
图表 7：中国棉花价格指数 328 走势（元/吨） *9*
图表 8：中国棉花价格内外棉价差（元/吨） *9*

1. 本周专题：Zara 母公司 Inditex 发布 FY2026H1 半年报，经营表现优异

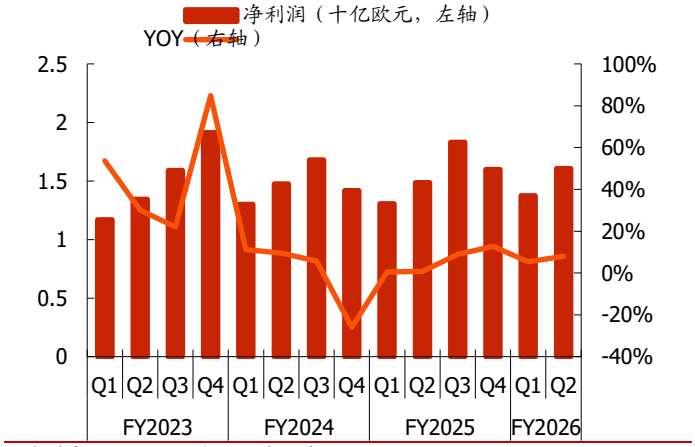
Zara 母公司 Inditex 发布 FY2026H1 半年报，经营表现优异。近期 Zara 母公司 Inditex 披露 FY2026H1 半年报（2026 年 2 月~7 月），根据公司披露期内营收同比增长 7.6%至 197.55 亿欧元（固定汇率基础上增长 9.2%），毛利率同比提升 0.4pcts 至 58.7%，毛利同比增长 8.3%至 115.96 亿欧元，净利润同比增长 6.8%至 29.80 亿欧元，受益于春夏新品销售表现优异与全渠道业务稳健发展，期内公司整体盈利继续增长。8 月 1 日至 9 月 7 日期间，线下以及电商全渠道销售额在固定汇率基础上同比增长 9%，秋冬新品销售表现良好。

图表1：FY2023Q1~FY2026Q2 Inditex 营收及增速（十亿欧元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

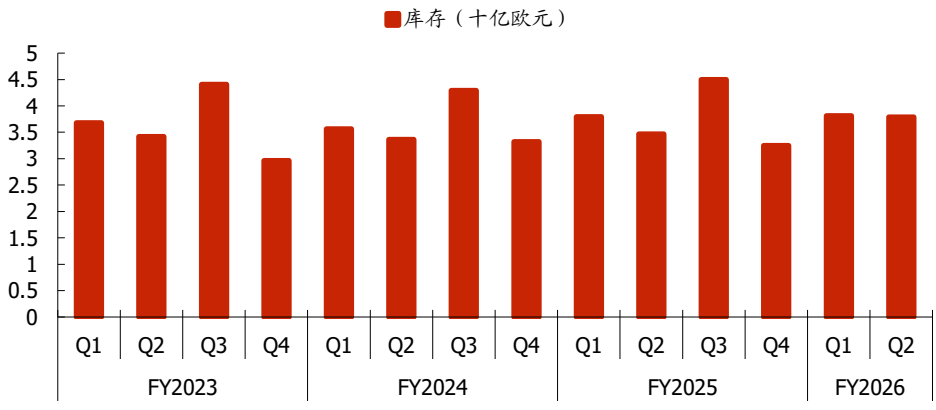
图表2：FY2023Q1~FY2026Q2 Inditex 净利润及增速（十亿欧元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

伴随经营规模扩张，库存质量保持健康。受益于优秀的经营表现，截至 7 月末公司库存金额为 37.89 亿欧元，同比增长 9.3%，与销售增长趋势基本匹配，库存质量保持健康。期内经营活动现金流同比增长 48.1%至 36.05 亿欧元，自由现金流同比增长 97.3%至 22.99 亿欧元，期末净现金同比增长 4%至 103.98 亿欧元，现金流与资产负债表保持稳健。

图表3：FY2023Q1~FY2026Q2 库存（十亿欧元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

长期来看门店优化与电商业务持续推进，叠加数字化升级驱动增长。全年来看，公司预计门店销售总面积同比增长约 5%，销售面积扩张与门店效率提升有望带动线下销售规模增长，电商业务保持强劲增长趋势，同时预计毛利率同比保持稳定。长期来看公司将继续投资线下渠道网络、全球电商平台以及集中式物流体系，同时推进线上个性化体验及门店数字化升级，持续提升全渠道运营效率与长期增长能力。

2. 本周观点：推荐中报业绩优异的优质标的

品牌服饰：2026 年整体进入稳步修复通道，个股业绩分化，推荐业绩释放持续性强的公司。推荐【比音勒芬】，Q2 扣非净利润超预期，业绩释放逻辑清晰，对应 2026/2027 年 PE 为 19.1/15.1 倍；推荐【安踏体育】，集团流水短期稳健增长，长期业绩增长确定性强，对应 2026/2027 年 PE 为 12.3（不考虑一次性利得）/10.9 倍；推荐【波司登】，业绩中长期稳步增长，对应 FY2027PE 为 10.2 倍；推荐【罗莱生活】，家纺业务利润率持续改善，对应 2026/2027 年 PE 为 14.6/13.3 倍；关注【李宁】，短期业绩波动，长期品牌力提升，业绩释放空间大。

服饰制造：目前板块标的股价多处于低位，后续关注预期边际变化。2026H1 成衣制造公司利润空间受到压缩，2026Q3 估计原材料波动的影响将向下游逐步传导，期待 2026Q4 成衣制造盈利能力环比好转。目前推荐【伟星股份】，公司短期订单良好，长期市占率持续提升，对应 2026 年 PE 为 18.6 倍；推荐短期业绩健康增长、市占率有望稳步提升的【晶苑国际】，对应 2026 年 PE 为 9.6 倍；关注【华利集团】，短期利润率受损较多，后期有望环比改善；关注【申洲国际】，汇兑损失短期拖累报表，估值具备修复空间。

黄金珠宝：2026 年金价波动影响消费者购金需求，关注强 α 标的。2026 年以来金价的大幅波动或影响居民购金意愿，终端需求具有较大不确定性，与此同时具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望呈现出优于行业的表现。推荐【潮宏基】，公司长期产品力提升及渠道拓店推动业绩增长，对应 2026/2027 年 PE 为 9.3/8.0 倍；关注【周大福】，产品品牌升级趋势显著，对应 FY2027PE 为 11.0 倍。

图表4：重点公司估值表（亿元，%，倍）

	公司	评级	市值（亿元）	2025 年股利支付率	归母净利润（亿元）			PE		
					25A	26E	27E	25A	26E	27E
运动鞋服	安踏体育	买入	2026.2	45%	135.9	157.4	160.2	12.9	11.1	10.9
	李宁	买入	336.3	50%	29.4	22.3	25.9	9.9	13.0	11.2
	特步国际	买入	92.5	50%	13.7	11.6	12.8	5.8	6.9	6.2
	361 度	买入	94.9	46%	13.1	14.6	16.2	6.3	5.6	5.1
	滔搏	买入	62.9	133%	12.9	12.7	10.5	4.2	4.3	5.2
休闲服饰	波司登	买入	511.8	84%	35.1	39.9	43.5	12.6	11.1	10.2
	赢家时尚	买入	34.0	54%	4.0	4.2	4.6	7.4	7.1	6.4
	比音勒芬	买入	143.0	75%	5.5	7.5	9.5	26.0	19.1	15.1
	地素时尚	买入	59.1	72%	2.6	3.1	3.5	22.7	19.4	17.1
	歌力思	增持	30.7	40%	1.6	2.0	2.5	18.6	15.5	12.2
	报喜鸟	买入	58.4	73%	3.4	4.5	5.2	17.1	13.0	11.2
	海澜之家	买入	280.0	91%	21.7	21.2	23.5	12.9	13.2	11.9
	太平鸟	买入	56.8	81%	1.7	2.1	2.6	32.6	26.5	21.5
	森马服饰	买入	151.1	91%	8.9	10.6	11.9	16.9	14.3	12.7
纺织制造	稳健医疗	买入	164.6	57%	7.7	9.6	10.8	21.4	17.2	15.2
	申洲国际	买入	540.9	59%	58.3	45.2	53.5	8.0	10.3	8.7
	华利集团	买入	384.4	76%	32.1	21.5	26.5	12.0	17.9	14.5
	健盛集团	买入	41.6	50%	4.0	4.1	4.7	10.3	10.3	8.8
	伟星股份	买入	134.5	92%	6.4	7.2	8.3	20.9	18.6	16.2
	新澳股份	买入	57.7	53%	4.8	5.8	6.5	12.0	9.9	8.9
	晶苑国际	买入	190.4	66%	2.2	2.5	2.8	10.8	9.6	8.6
	开润股份	买入	47.1	30%	3.3	3.8	4.3	14.2	12.3	10.8
黄金珠宝	老凤祥	买入	168.1	49%	17.5	12.8	14.1	9.6	13.1	11.9
	周大生	增持	113.5	89%	11.0	12.6	14.3	10.3	9.0	7.9
	周大福	买入	1151.4	87%	59.2	90.0	104.3	19.5	12.8	11.0
	潮宏基	增持	80.8	80%	5.0	8.6	10.1	16.3	9.3	8.0
家纺	罗莱生活	买入	89.9	99%	5.2	6.2	6.8	17.3	14.6	13.3
	富安娜	买入	51.3	95%	3.4	3.7	4.1	15.2	13.9	12.4
	水星家纺	买入	42.5	64%	4.1	4.4	4.8	10.4	9.7	8.8

数据来源：wind，国盛证券研究所预期

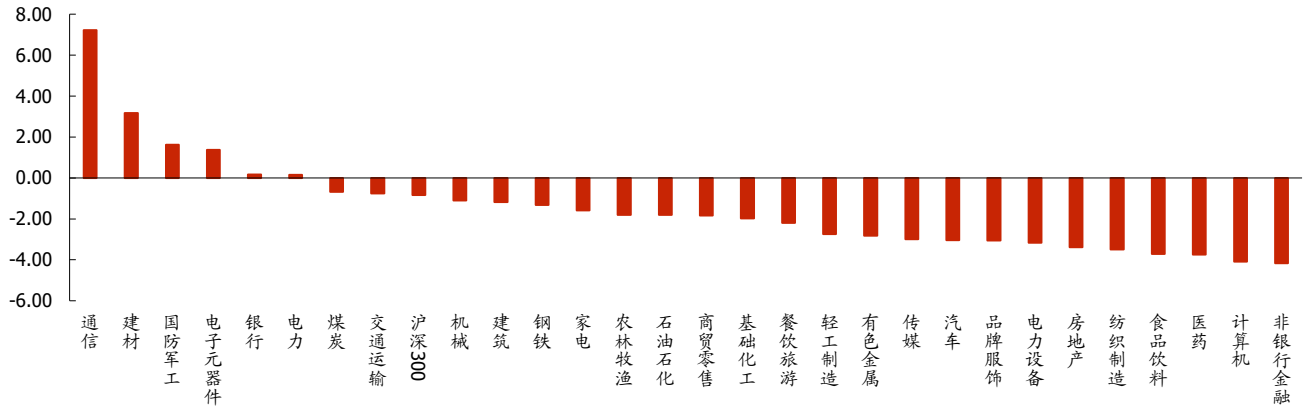
注：A 股收盘价截至 2026 年 9 月 11 日，H 股收盘价截至 2026 年 9 月 11 日。

注：安踏体育、李宁、特步国际、申洲国际、滔搏、波司登、周大福、晶苑国际、361 度、赢家时尚市值单位为亿港元，波司登、滔搏、周大福 25A 为 24/25 财年。周大福归母净利润单位为亿港元，晶苑国际归母净利润单位为亿美元，汇率为 1 美元=7.84 港元，汇率为 1 港元=0.86 人民币元。

3. 本周行情：品牌服饰板块跑输大盘

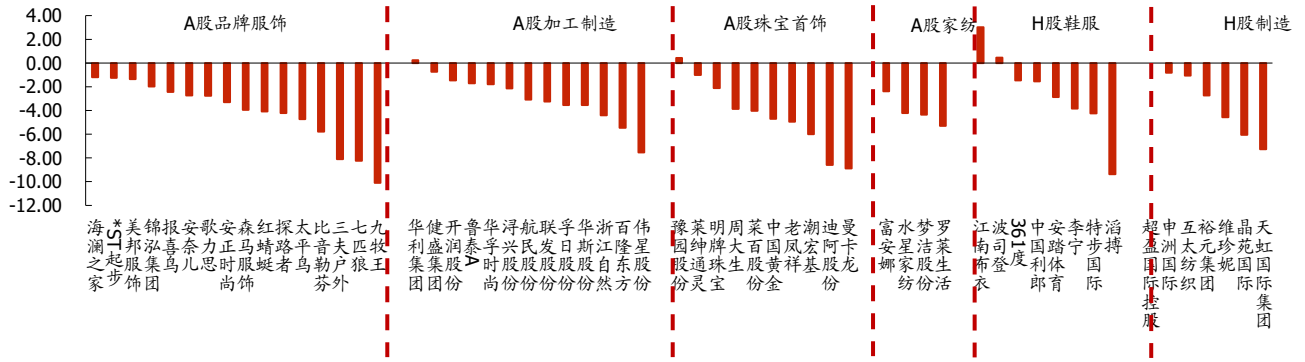
板块跟踪：沪深 300 指数-0.83%，纺织制造板块-3.5%，品牌服饰板块-3.05%。按标的来看，A 股周涨跌幅前三分别为豫园股份(+0.44%)、华利集团(+0.24%)、健盛集团(-0.74%)，A 股周涨跌幅后三分别为九牧王(-10.09%)、曼卡龙(-8.89%)、迪阿股份(-8.58%)，H 股周涨跌幅前三分别为江南布衣(+3.02%)、波司登(+0.46%)、超盈国际控股(0%)，H 股周涨跌幅后三分别为滔搏(-9.38%)、天虹国际集团(-7.26%)、晶苑国际(-6.05%)。

图表5：A 股板块行情（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：A 股涨跌幅区间为 2026 年 9 月 7 日至 2026 年 9 月 11 日，图表单位均为%。

图表6：纺服标的行情（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：A 股涨跌幅区间为 2026 年 9 月 7 日至 2026 年 9 月 11 日，H 股涨跌幅区间为 2026 年 9 月 7 日至 2026 年 9 月 11 日，图表单位均为%。

4. 重点公司近期公告

周大福：向中国银行间市场交易商协会申请注册及建议发行债务融资工具。本公司董事会宣布，本公司已向中华人民共和国中国银行间市场交易商协会申请注册总金额不高于人民币 100 亿元并将于适当时候由本公司分多个批次发行的债务融资工具，建议发行将在接获协会的接受注册通知书起计两年内进行。由于申请正在处理中，申请能否及何时获批准，以及熊猫债券的注册能否及何时完成仍未确定。倘进行建议发行，熊猫债券的确切发行时间、年期、规模及条款将取决于发行时的市场情况，而熊猫债券的票息率将通过集中簿记建档方式厘定。熊猫债券发行后将在中国银行间债券市场进行交易。

5. 本周行业要闻

狼爪全球新形象门店陆续亮相，“为行致远”开启新篇章。近日，德系专业户外品牌 Jack Wolfskin 狼爪全球新形象门店在长春、沈阳率先启幕，将陆续落地北京、上海、慕尼黑和苏黎世等城市。以门店换新为起点，狼爪正推进全面复兴计划，确立“为行致远（Made for Further）”品牌主张，回归源自品牌基因的“穿越式徒步”场景，将德国精工理念与可靠、耐用、舒适的真实户外需求深度结合，面向广泛的大众户外用户群体，开启品牌发展全新征程。（数据来源：体育大生意）

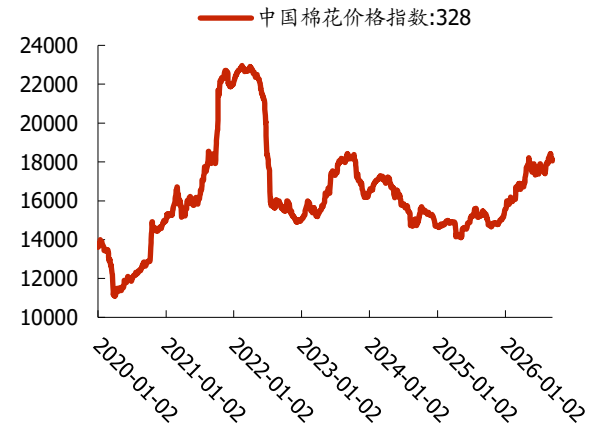
库里中国行首站走进清华附中，与李宁共启“开学第一堂体育课”。9 月 10 日，国际篮球运动员斯蒂芬·库里（Stephen Curry）正式开启与李宁品牌达成长期战略合作后的首次中国行。首站双方共同走进清华大学附属中学，为 200 余名师生带来“开学第一堂体育课”。本次校园活动恰逢开学季与教师节，兼具激励青少年与致敬体育教育者的双重意义。现场，库里与师生们面对面交流，用自身经历和篮球理念激励年轻一代。（数据来源：体育大生意）

lululemon 开启 2026 天猫超级品牌日，焕新呈现“wunder puff™ 动态剧场”。运动生活方式品牌 lululemon 连续第八年开启天猫超级品牌日。继主题短片《wunder puff™ 的冬天，不止一个调》于 9 月 1 日上线后，品牌将这一创意叙事延伸至线下，于沈阳粮仓文化创意园呈现“wunder puff™动态剧场”。lululemon 品牌大使李宇春与中国现代舞团陶身体剧场一同惊喜亮相，与社区伙伴共同走进沉浸式体验，在色彩、身体与音乐的自由碰撞中创造联结、释放能量。（数据来源：体育大生意）

6. 本周原材料走势

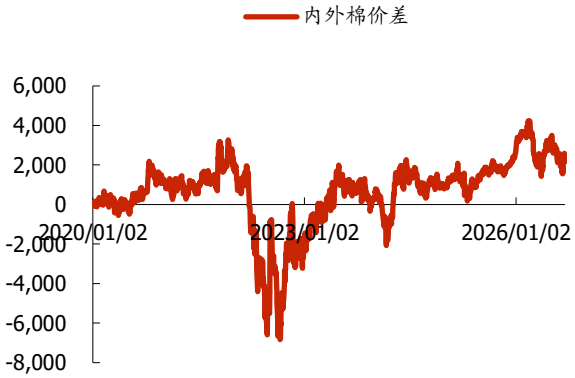
截至 2026/09/11 长绒棉 328 价格同比 18%至 18060 元/吨，截至 2026/09/11 内棉价格高于人民币计价的外棉价格 2154 元/吨。

图表7：中国棉花价格指数 328 走势（元/吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：中国棉花价格内外棉价差（元/吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

7. 风险提示

消费力疲软及消费环境波动风险。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对各公司终端流水造成影响。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

电商业务建设不及预期。目前电商业务在各个品牌公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩表现造成影响。

管理层团队优化不及预期。为了推进公司各项业务的发展，部分公司持续对管理团队进行优化调整，该事项或将对利润造成负面影响。

汇率波动风险。部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对公司财务表现造成影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券”股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准			
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com