

2025年报及2026年一季报总结： 26Q1品牌服饰业绩改善，上游表现分化

证券分析师：赵艺原

执业证书：S0600522090003

联系邮箱：zhaoyy@dwzq.com.cn

二零二六年五月八日

➤ 品牌服饰：26Q1业绩回暖

- **行业层面**：受益于24年9月后国家出台一系列经济刺激政策，25年以来国内服装社零消费有所回暖。
- **板块层面**：25年净利同比下滑，26Q1恢复增长。1) 25年：营收同比+4.2%，毛利率同比+0.2pct，期间费用率同比+0.9pct，归母净利同比-7.3%，我们判断主因渠道结构变化及去库影响（多数品牌电商/直营营收占比提升，带动毛利率和费用率提升，净利率相对承压）；2) 26Q1：营收同比+8.3%，毛利率同比+0.1pct，期间费用率同比-2pct，归母净利同比+9.0%，春节销售带动板块业绩显著回暖。
- **公司层面**：表现分化，家纺公司超预期。1) 25年：整体看营收表现好于净利，与板块整体趋势吻合。在我们重点跟踪公司中，结合2025年业绩表现，仅对李宁、水星家纺、罗莱生活做了业绩上调。2) 26Q1：整体营收表现明显改善，同时归母净利润同比增速释放弹性。
- **投资建议**：26Q1服装消费有所回暖，国内消费者信心持续修复，关注品牌服饰业绩和估值双重改善机会。**重点推荐**：1) 增长确定性较强+高分红家纺标的水星家纺、罗莱生活；2) 拥有较强的品牌资产及运营能力，估值处于历史较低分位的体育服饰品牌安踏体育、李宁、361度、特步国际；**建议关注**：1) 25年去库取得进展或逆势投入，26年有望实现业绩修复的比音勒芬、富安娜、报喜鸟、森马服饰；2) 空间广阔、成长性较强的非洲快消品品牌乐舒适；3) 其他高分红标的滔搏、海澜之家、波司登等。

➤ 纺织制造：中游短期承压，上游涨价释放业绩弹性

- **行业层面**：2025年受美国加征关税影响国内纺织服装商品出口有所承压，25年下半年以来人民币汇率持续升值，26年初以来原材料涨价趋势持续。
- **板块层面**：多重因素影响下，板块整体业绩小幅承压。1) 25年：营收同比-1.9%，毛利率同比+0.1pct，归母净利同比-4.4%；2) 26Q1：营收同比-1.2%，毛利率同比-0.6pct，归母净利同比-6.9%。受客户订单趋紧、人民币升值、原材料涨价、美国加征关税、地缘冲突等因素影响，纺织制造板块业绩小幅承压。
- **公司层面**：表现分化，棉纺织板块利润弹性较大。1) 25年：除棉纺织、无纺布、毛纺纤维细分方向外，其他细分领域归母净利润整体承压同比下滑，我们在年报业绩点评中对重点跟踪的标的申洲国际、华利集团及伟星股份盈利预测均做了业绩下调，对健盛集团、新澳股份做了业绩上调；2) 26Q1：延续25年表现，上游棉纺织、毛纺纤维释放业绩弹性，其他多数公司业绩进一步承压。
- **投资建议**：当前地缘冲突、人民币升值、原材料涨价等因素，对纺织制造中游环节存在一定负面影响，上游纱线环节公司有望受益释放业绩弹性。**重点推荐**：1) 羊毛+羊绒双业务驱动的新澳股份，治理改善及产销双旺的健盛集团；**建议关注**：1) 棉纺企业百隆东方、鲁泰A；2) 长期优势仍存，若前述负面因素逐步消除，业绩有望迎来修复的申洲国际、华利集团、伟星股份。

➤ 风险提示：终端消费疲软、地缘冲突、棉价大幅波动、人民币汇率波动等



- 1、品牌服饰：26Q1业绩回暖

- 2、纺织制造：中游短期承压，上游涨价释放业绩弹性

- 3、风险提示

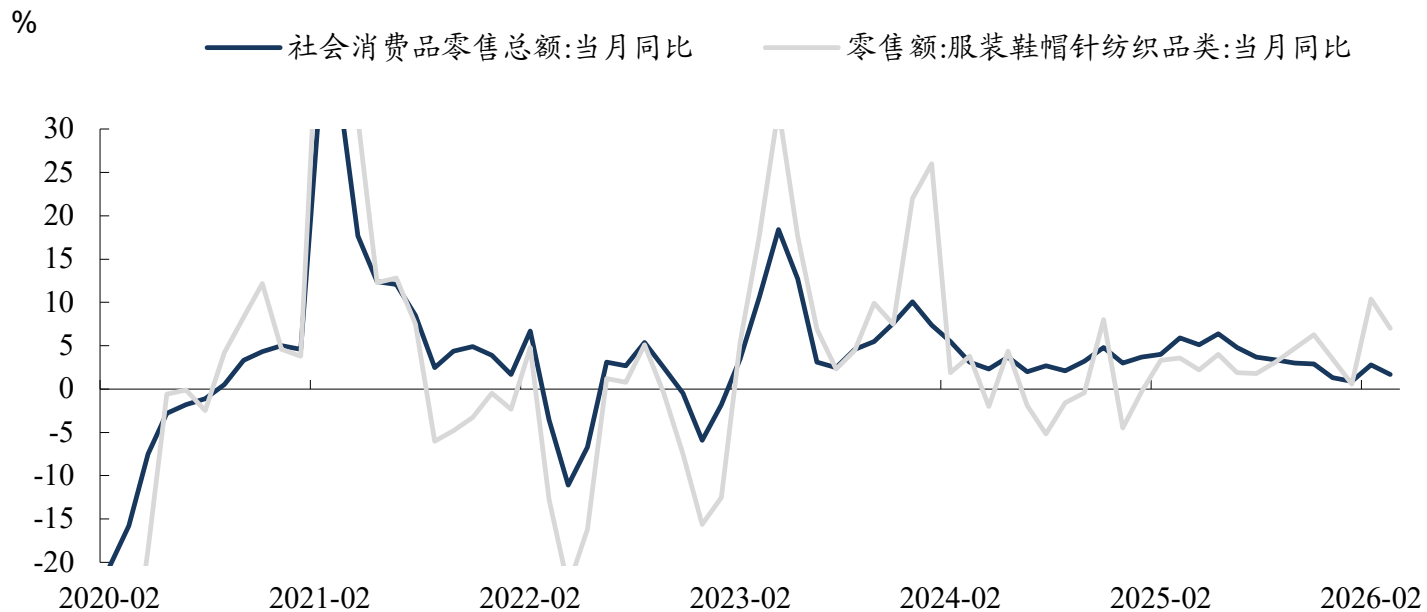
- 4、附录

1. 品牌服饰：26Q1业绩回暖

1.1. 行业概览：25年以来国内服装消费有所回暖

- **2025年：国内社零累计同比+3.7%，较24年有小幅改善（2024年为累计同比+3.5%）；其中限额以上服装鞋帽针纺品类累计同比+3.2%，较24年表现有所回暖（2024年为累计同比+0.3%）。** 受益于2024年9月后国家出台一系列经济刺激相关政策（例如降准降息、降低房贷利率、商品消费补贴等），25年以来国内服装消费有所回暖，同时国内消费者信心指数呈持续修复趋势。
- **2026Q1：社零服装消费开局良好。** 26Q1社零累计同比+2.4%，其中限额以上服装鞋帽针纺品类累计同比+9.3%（1-2月+10.4%、3月+7%），较2025年表现有显著改善（2025年增速最高单月为10月同比+6.3%）。

25年以来国内服装消费有所回暖



1.1. 行业概览：国内消费延续偏弱表现，服装类表现弱于整体

- **2025年：国内社零累计同比+3.7%，较24年有小幅改善（2024年为累计同比+3.5%）；其中限额以上服装鞋帽针纺品类累计同比+3.2%，较24年表现有所回暖（2024年为累计同比+0.3%）。** 受益于2024年9月后国家出台一系列经济刺激相关政策（例如降准降息、降低房贷利率、商品消费补贴等），25年以来国内服装消费有所回暖，国内消费者信心指数呈持续修复趋势。
- **26Q1：社零服装消费开局良好。** 26Q1社零累计同比+2.4%，其中限额以上服装鞋帽针纺品累计同比+9.3%（1-2月+10.4%、3月+7%），较2025年表现有显著改善（2025年增速最高单月为10月同比+6.3%），一定程度受益于春节靠后延长旺季销售。

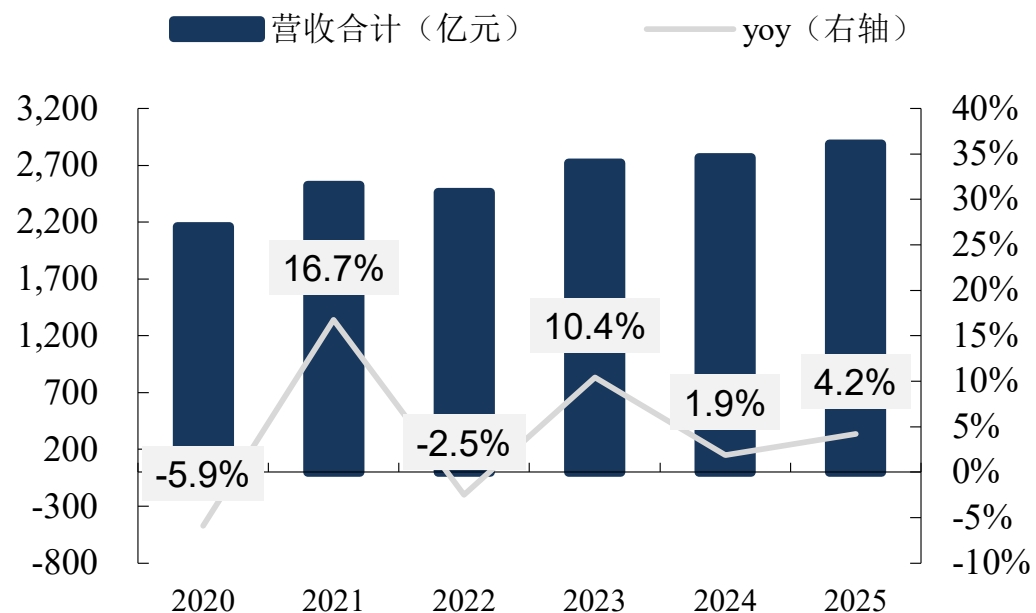
26Q1社零服装消费开局良好

零售额当月同比 (%)	2026-03	2026-01&02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-01&02	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-01&02
限额以上企业商品零售总额	1.2	2.5	-2.0	-2.2	1.4	2.7	2.6	3.1	5.5	8.2	6.6	8.6	4.4
粮油、食品类	9.5	10.2	3.9	6.1	9.1	6.3	5.8	8.6	8.7	14.6	14.0	13.8	11.5
饮料类	8.2	6.0	1.7	2.9	7.1	-0.8	2.8	2.7	-4.4	0.1	2.9	4.4	-2.6
烟酒类	7.7	19.1	-2.9	-3.4	4.1	1.6	-2.3	2.7	-0.7	11.2	4.0	8.5	5.5
服装鞋帽针纺品类	7.0	10.4	0.6	3.5	6.3	4.7	3.1	1.8	1.9	4.0	2.2	3.6	3.3
化妆品类	8.3	4.5	8.8	6.1	9.6	8.6	5.1	4.5	-2.3	4.4	7.2	1.1	4.4
金银珠宝类	11.7	13.0	5.9	8.5	37.6	9.7	16.8	8.2	6.1	21.8	25.3	10.6	5.4
日用品类	4.6	6.6	3.7	-0.8	7.4	6.8	7.7	8.2	7.8	8.0	7.6	8.8	5.7
体育、娱乐用品类	-2.0	4.1	9.0	0.4	10.1	11.9	16.9	13.7	9.5	28.3	23.3	26.2	25.0
书报杂志类	3.9	0.0	4.6	0.5	-3.5	-6.9	11.9	-6.6	-10.7	-8.4	-8.5	2.8	0.0
家用电器和音像器材类	-5.0	3.3	-18.7	-19.4	-14.6	3.3	14.3	28.7	32.4	53.0	38.8	35.1	10.9
中西药品类	5.7	0.7	1.2	4.9	3.6	1.9	0.9	0.1	-0.7	0.3	2.6	1.4	2.5
文化办公用品类	15.0	5.8	9.2	11.7	13.5	6.2	14.2	13.8	24.4	30.5	33.5	21.5	21.8
家具类	-8.7	8.8	-2.2	-3.8	9.6	16.2	18.6	20.6	28.7	25.6	26.9	29.5	11.7
通讯器材类	27.3	17.8	20.9	20.6	23.2	16.2	7.3	14.9	13.9	33.0	19.9	28.6	26.2
石油及制品类	0.1	-9.7	-11.0	-8.0	-5.9	-7.1	-8.0	-8.3	-7.3	-7.0	-5.7	-1.9	0.9
建筑及装潢材料类	-9.0	-2.2	-11.8	-17.0	-8.3	-0.1	-0.7	-0.5	1.0	5.8	9.7	-0.1	0.1
汽车类	-11.8	-7.3	-5.0	-8.3	-6.6	1.6	0.8	-1.5	4.6	1.1	0.7	5.5	-4.4

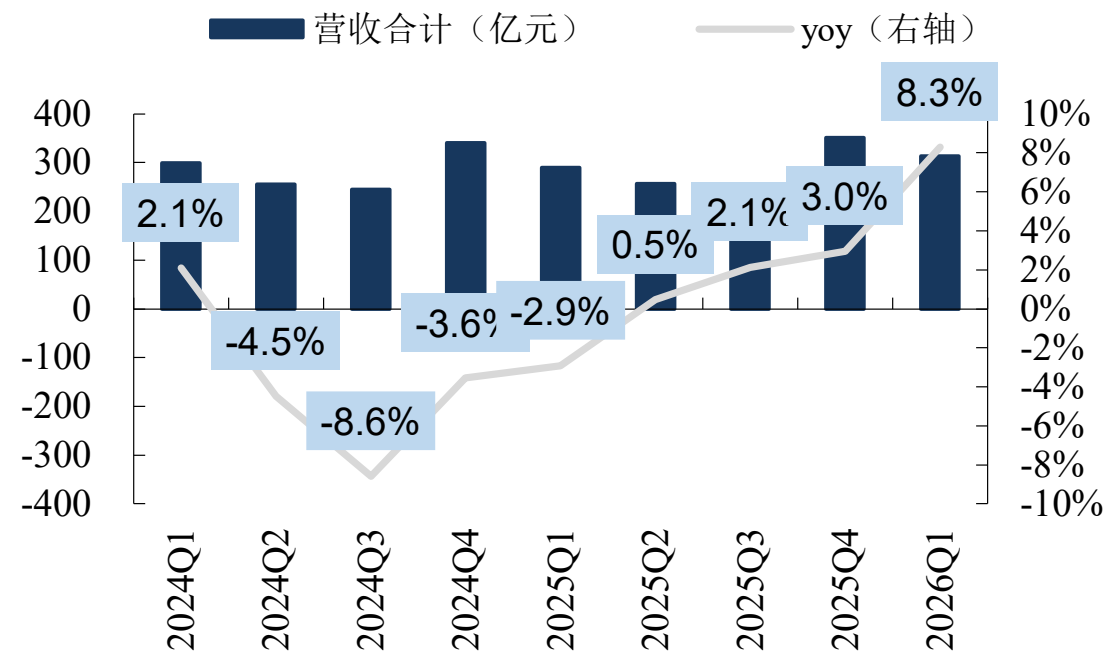
1.2. 板块财务：25年净利同比下滑，26Q1恢复增长

- 我们统计了品牌服饰11个子行业48家A+H股公司财务数据（样本公司列表见文末附表）。
- 营收端：25年板块（A+H股，后同）同比+4.2%，26Q1（仅A股，后同）同比+8.3%，呈改善趋势，与社零服装表现趋势一致。**

25年品牌服饰板块（A+H股）营收同比+4.2%



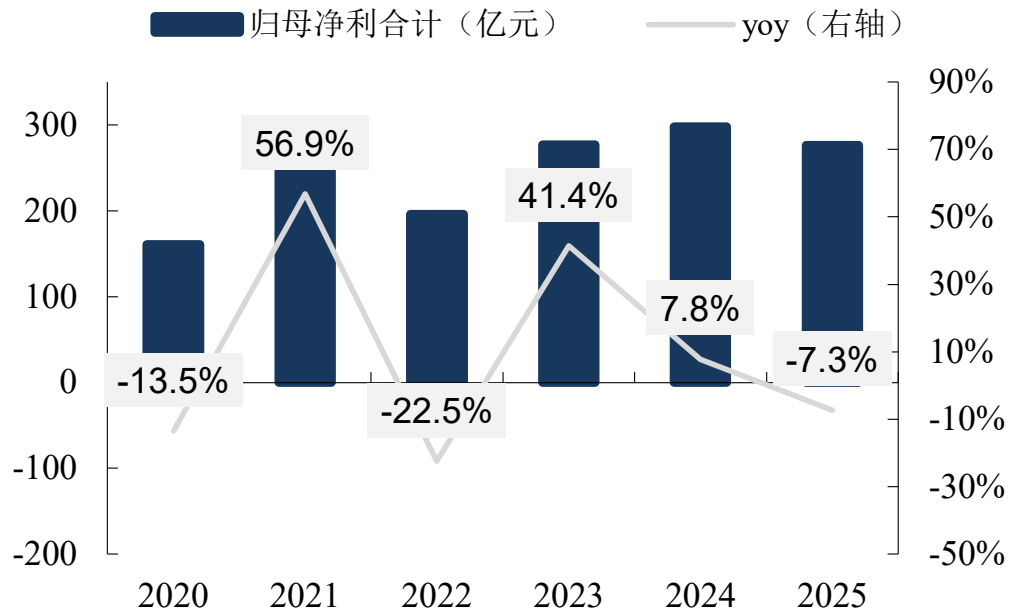
26Q1品牌服饰板块（A股）营收同比+8.3%



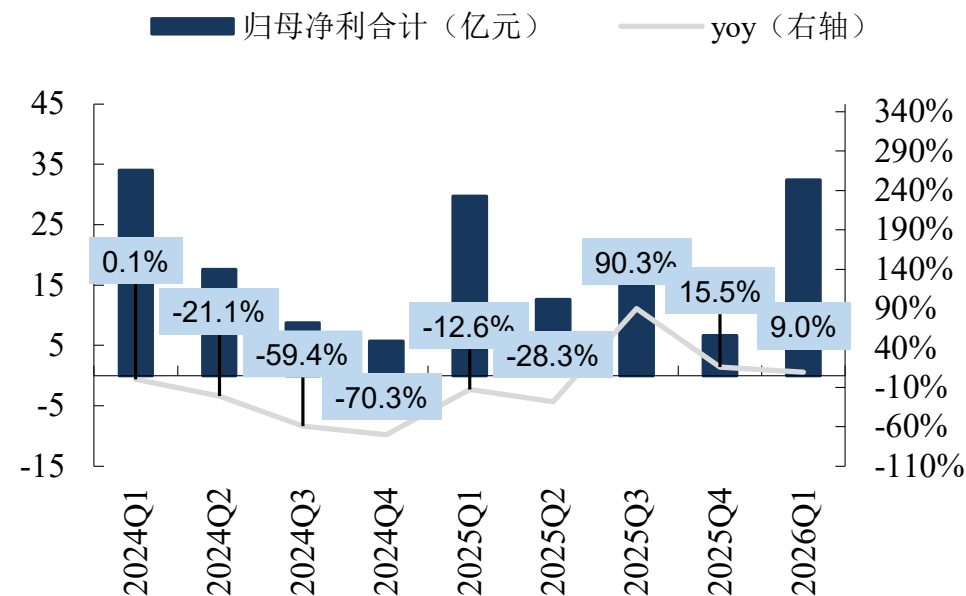
1.2. 板块财务：25年净利同比下滑，26Q1恢复增长

- **净利端：25年同比-7.3%，26Q1同比+9.0%**。25年板块归母净利润同比-7.3%，其中安踏体育由于24年存在一次性收益使得25年报表归母净利润同比-12.9%，其他品牌如森马服饰、富安娜、太平鸟等在去库存、渠道优化等调整下归母净利润同比下滑。26Q1受益于春节旺季销售，品牌服饰公司业绩回暖，板块归母净利润同比增长9.0%。

25年品牌服饰板块（A+H股）归母净利润同比-7.3%



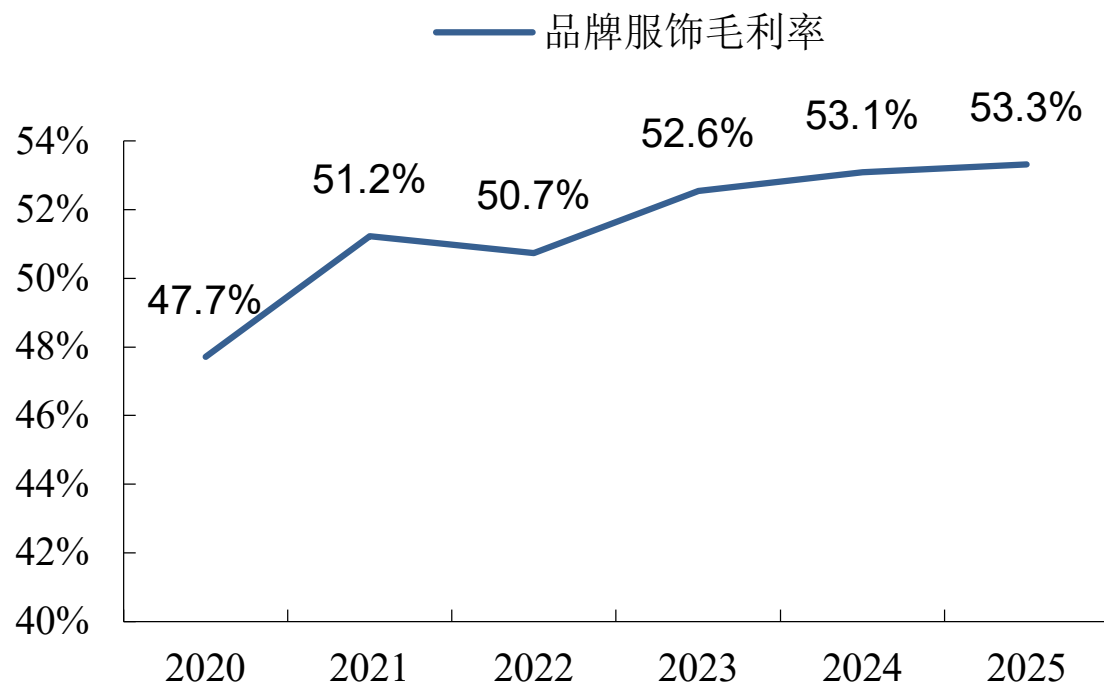
26Q1品牌服饰板块（A股）归母净利润同比+9.0%



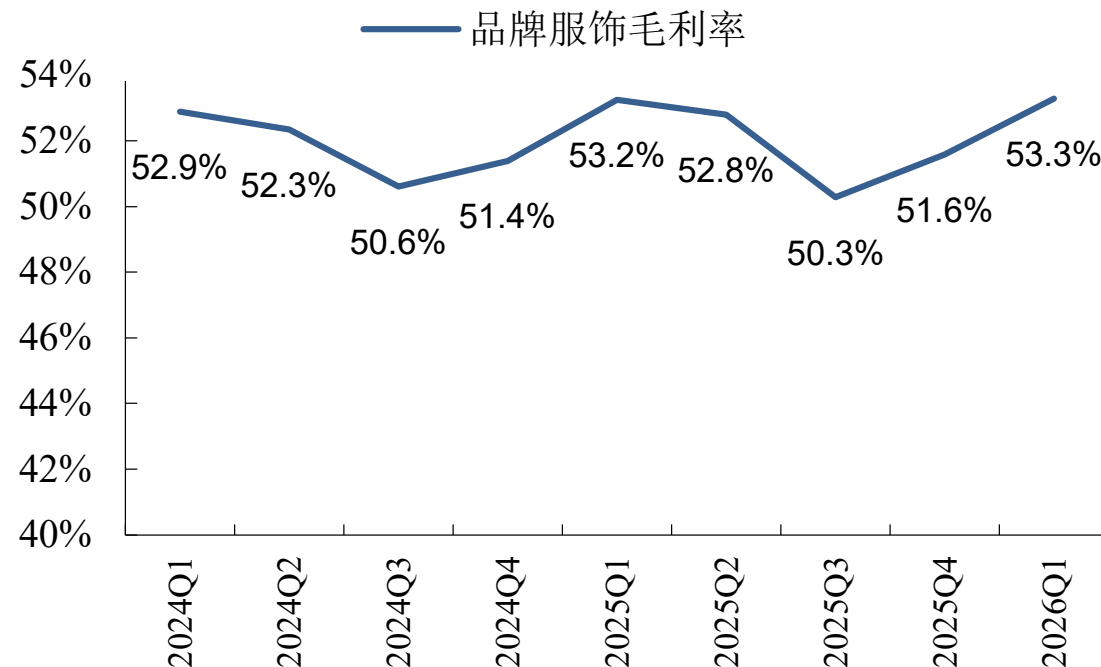
1.2. 板块财务：25年净利同比下滑，26Q1恢复增长

- **毛利率：25年及26Q1均同比持平略增。** 25年板块毛利率同比+0.2pct至53.3%，26Q1同比+0.1pct至53.3%，我们判断主要来自渠道结构变化贡献（线上及直营占比提升）。

25年品牌服饰板块（A+H股）毛利率同比小幅提升



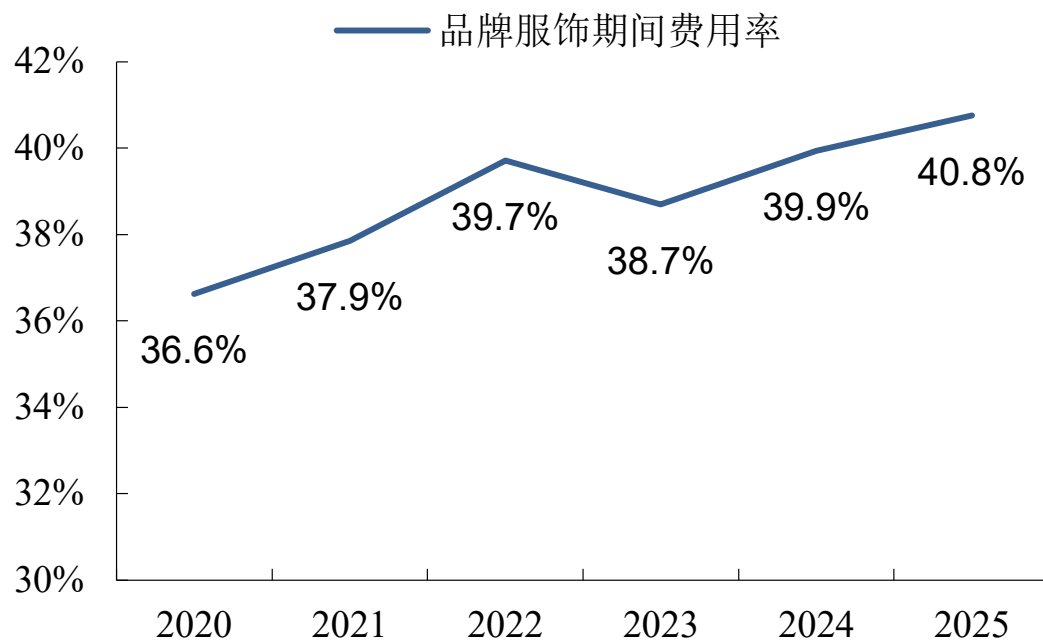
26Q1品牌服饰板块（A股）毛利率同比小幅提升



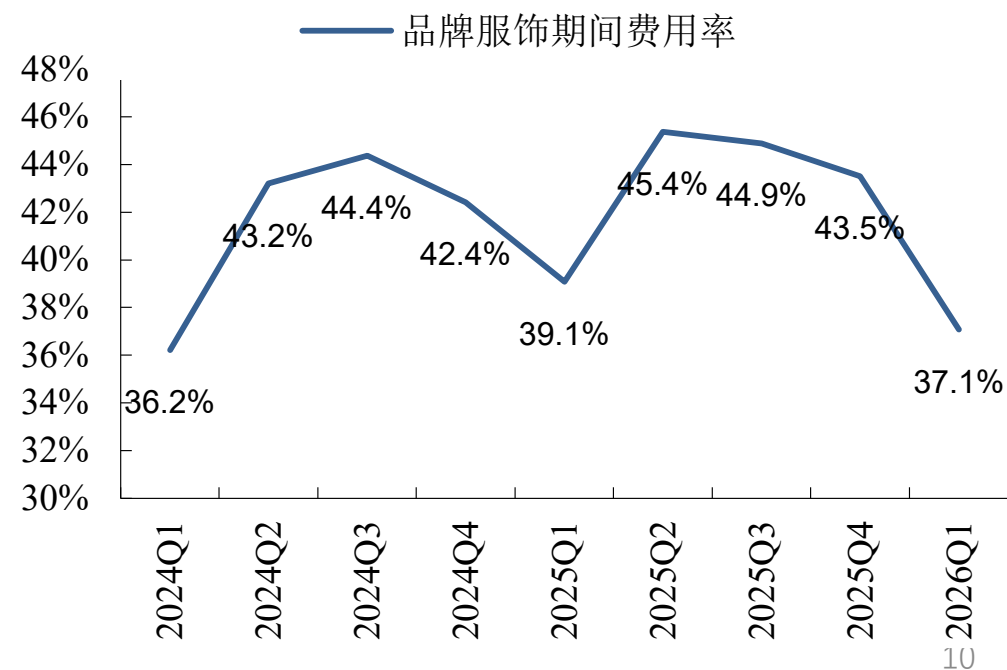
1.2. 板块财务：25年净利同比下滑，26Q1恢复增长

- 期间费用率：25年同比+0.9pct至40.8%**（我们判断主要来自渠道优化等调整影响，多数品牌线上及直营渠道表现好于加盟，线上及直营占比提升带动销售费用率提升），**26Q1同比-2pct至37.1%**（我们判断主因终端销售回暖摊薄费用率）。

25年品牌服饰板块（A+H股）期间费用率同比提升



26Q1品牌服饰板块（A股）期间费用率同比下降



1.2. 板块财务：25年净利同比下滑，26Q1恢复增长

- **2025年品牌服饰渠道结构特点：多数品牌电商&直营线上收入占比提升，加盟/批发收入占比下降。**我们认为消费偏弱环境下，线上渠道折扣相对较大，吸引更多消费；线下直营门店多位于客流较好的购物中心等商圈，而加盟/批发模式以街边店业态为主，客流相对较少，且加盟/批发商风险承受能力相对较低，可能出现净关店，因此25年品牌服饰公司多数呈现直营或电商收入占比提升，加盟/批发收入占比下降的渠道结构特点。

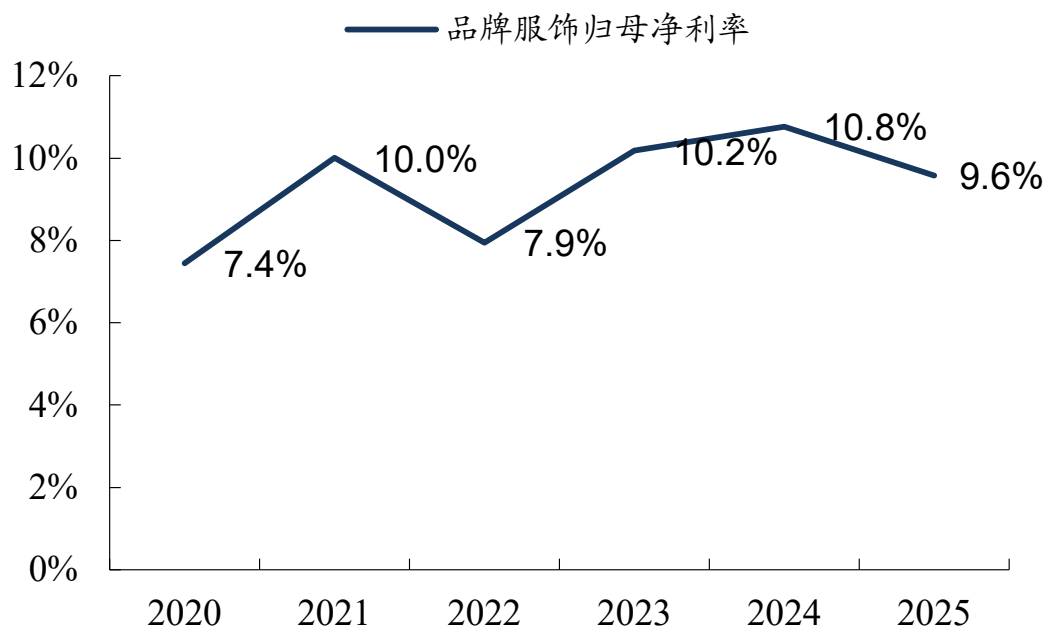
2025年品牌服饰公司多数呈现直营或电商收入占比提升，加盟或批发收入占比下降的渠道结构特点 (标橙色折线图表示满足这一特点)

	2023	2024	2025	折线图	2023	2024	2025	折线图	2023	2024	2025	折线图
	安踏品牌				李宁				海澜之家（不含团购）			
总营收（百万元，下同）	30,306	33,522	34,754		27,598	28,676	29,598		21,528	20,957	21,626	
YOY	9.3%	10.6%	3.7%		7.0%	3.9%	3.2%		16.0%	-2.7%	3.2%	
电商	9,931	11,985	12,863		7,531	8,305	8,743					
YOY	2.6%	20.7%	10.0%			10.3%	5.3%					
占比	32.8%	35.8%	37.0%		27.3%	29.0%	29.5%					
直营	17,005	18,238	18,705		6,907	6,883	6,655		4,533	4,780	5,698	
YOY	24.2%	7.3%	2.6%			-0.3%	-3.3%			5.4%	19.2%	
占比	56.1%	54.4%	53.8%		25.0%	24.0%	22.5%		24.5%	26.6%	31.1%	
批发/加盟	3,370	3,299	3,186		12,628	12,957	13,773		13,941	13,159	12,653	
YOY	-22.7%	-2.1%	-3.4%			2.6%	6.3%			-5.6%	-3.8%	
占比	11.1%	9.8%	9.2%		45.8%	45.2%	46.5%		75.5%	73.4%	68.9%	
	森马服饰				罗莱生活（家纺业务）				水星家纺			
总营收	13,661	14,626	15,090		4,267	3,737	4,068		4,211	4,193	4,528	
YOY	2.5%	7.1%	3.2%		3.4%	-12.4%	8.9%		14.9%	-0.4%	8.0%	
电商	6,228	6,672	6,972		1,610	1,382	1,747		2,388	2,299	2,654	
YOY	-3.5%	7.1%	4.5%		8.6%	-14.1%	26.4%		11.7%	-3.8%	15.5%	
占比	45.6%	45.6%	46.2%		37.7%	37.0%	43.0%		56.7%	54.8%	58.6%	
直营	1,374	1,548	2,016		407	401	427		348	325	290	
YOY	19.2%	12.6%	30.2%		31.7%	-1.5%	6.4%		24.4%	-6.5%	-10.8%	
占比	10.1%	10.6%	13.4%		7.7%	8.8%	10.5%		8.3%	7.8%	6.4%	
批发/加盟	5,779	6,075	5,769		1,788	1,448	1,434		1,313	1,333	1,288	
YOY	9.7%	5.1%	-5.0%		-3.9%	-19.0%	-1.0%		10.9%	1.5%	-3.3%	
占比	42.3%	41.5%	38.2%		33.6%	31.8%	35.2%		31.2%	31.8%	28.4%	
其他（如联营、团购）	280	331	332		462	505	460		153	230	289	
YOY		18.3%	0.5%		-3.0%	9.3%	-9.0%		178.1%	50.4%	25.3%	
占比	2.0%	2.3%	2.2%		8.7%	11.1%	11.3%		3.6%	5.5%	6.4%	

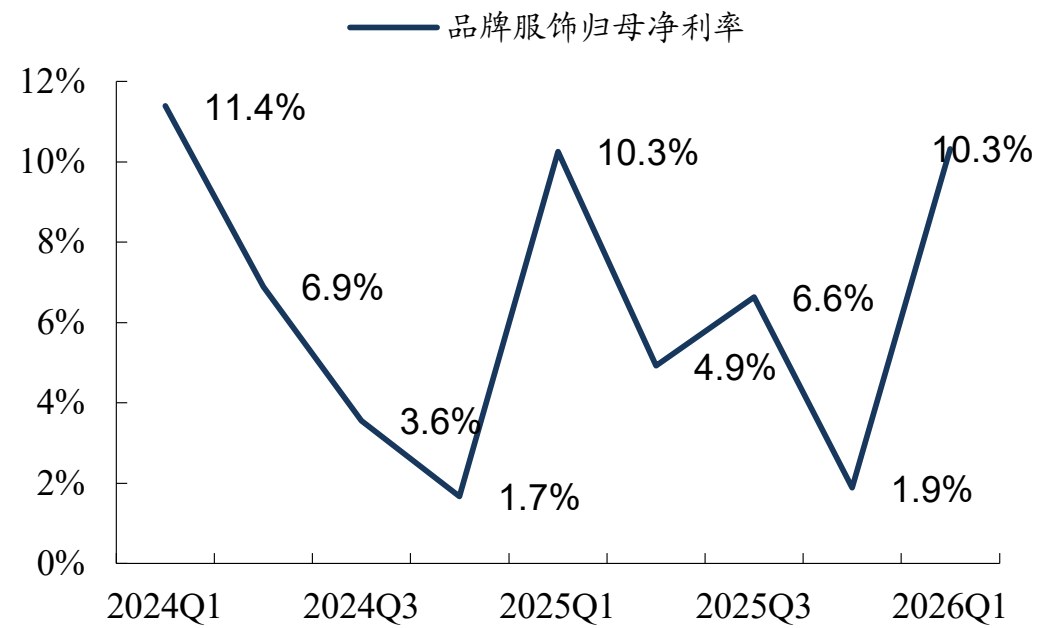
1.2. 板块财务：25年净利同比下滑，26Q1恢复增长

- **归母净利润率：25年同比-1.2pct至9.6%**（我们判断主要受期间费用率同比提升及非经常性损益项目影响），**26Q1同比持平为10.3%**。

25年品牌服饰板块（A+H股）归母净利润率同比-1.2pct



26Q1品牌服饰板块（A股）归母净利润率同比持平



1.3. 公司表现：表现分化，家纺公司超预期

➤ **公司层面：表现分化，家纺公司超预期。** 1) **25年**：整体看营收表现好于净利，与板块整体趋势吻合。在我们重点跟踪公司中，结合2025年业绩表现，仅对李宁、水星家纺、罗莱生活做了业绩上调（安踏体育实际为下调，具体见下表）。2) **26Q1**：整体营收表现明显改善，同时归母净利润同比增速释放弹性。

品牌服饰公司营收及归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY			归母净利润YOY			盈利预测调整方本次盈利预测上次盈利预测			调整原因
			2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1	向	日期	日期	
体育服饰	2020.HK	安踏体育	13.58%	13.26%	/	52.36%	-12.88%	/	上调	2026/3/30	2025/11/3	26年预计获得AmerSports配售一次性利得约16亿元人民币，剔除该因素实际为下调，主因行业竞争激烈及狼爪并表影响利润率改善超预期 主品牌DTC或影响短期业绩 /
	2331.HK	李宁	3.90%	3.22%	/	-5.46%	-2.56%	/	上调	2026/3/23	2025/11/3	
	1368.HK	特步国际	6.55%	4.23%	/	20.23%	10.75%	/	下调	2026/3/27	2025/10/18	
	1361.HK	361度	19.59%	10.64%	/	19.47%	13.95%	/	维持	2026/3/25	2025/10/17	
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	7.06%	3.17%	12.03%	1.42%	-21.54%	45.25%	下调	2026/5/3	2025/11/4	25年存货减值规模较大 暖冬影响主品牌销售
	603877.SH	太平鸟	-12.70%	-6.88%	-0.75%	-38.75%	-32.57%	10.30%				
	3998.HK	波司登	38.39%	11.58%	/	43.74%	14.31%	/	下调	2026/3/17	2025/12/1	
	603518.SH	锦泓集团	-3.29%	-4.39%	-3.30%	2.90%	-26.07%	24.47%				
中高端女装	603587.SH	地素时尚	-16.23%	-3.72%	6.20%	-38.52%	-14.20%	21.84%				
	603808.SH	歌力思	4.14%	-5.90%	7.77%	亏损	扭亏	0.14%				
	003016.SZ	欣贺股份	-20.10%	5.35%	7.15%	-167.29%	214.92%	191.50%				
	603839.SH	安正时尚	-6.23%	15.28%	11.35%	亏损	亏损	31.86%				
家纺	3306.HK	江南布衣	17.31%	4.64%	/	36.66%	4.43%	/				
	002293.SZ	罗莱生活	-14.22%	6.13%	5.87%	-24.39%	20.10%	30.54%	上调	2026/4/24	2025/11/2	大单品战略带动毛利率提升超预期 大单品战略带动毛利率提升超预期 FCC、奥莱业态盈利水平处优化调整期
	002327.SZ	富安娜	-0.60%	-14.16%	14.30%	-5.22%	-37.95%	15.10%				
603365.SH	水星家纺	-0.42%	7.99%	5.74%	-3.28%	10.96%	17.09%	上调	2026/4/25	2025/11/1		
男装	600398.SH	海澜之家	-2.65%	3.19%	7.66%	-26.88%	0.34%	1.51%	下调	2026/5/2	2025/11/2	
	002832.SZ	比音勒芬	13.24%	7.73%	18.36%	-14.28%	-29.46%	16.54%				
	002154.SZ	报喜鸟	-1.91%	0.31%	10.46%	-29.07%	-30.95%	39.03%				
	601566.SH	九牧王	4.13%	-6.48%	5.74%	-7.86%	67.10%	-63.79%				
	002029.SZ	七匹狼	-8.84%	-4.35%	4.90%	5.35%	16.91%	-66.67%				
户外及户外运动零售	1234.HK	中国利郎	3.00%	11.50%	/	-13.07%	8.96%	/				
	300005.SZ	探路者	14.44%	-13.25%	39.41%	48.50%	-25.92%	14.44%				
	603908.SH	牧高笛	-10.42%	-22.40%	-19.80%	-21.57%	亏损	-33.30%				
皮鞋	002780.SZ	三夫户外	-5.45%	19.41%	35.99%	亏损	扭亏	141.94%				
	603001.SH	奥康国际	-17.74%	-24.23%	-27.63%	亏损	亏损	扭亏				
内衣	603511.SH	爱慕股份	-7.72%	-2.21%	-0.57%	-46.56%	-6.92%	9.59%				
	2298.HK	都市丽人	9.18%	-1.86%	/	196.96%	-2.18%	/				

1.4. 投资建议与盈利预测

- **投资建议：26Q1服装消费有所回暖，国内消费者信心持续修复，关注品牌服饰业绩和估值双重改善机会。重点推荐：**1) 增长确定性较强+高分红家纺标的水星家纺、罗莱生活；2) 拥有较强的品牌资产及运营能力，估值处于历史较低分位的体育服饰品牌安踏体育、李宁、361度、特步国际；**建议关注：**1) 25年去库取得进展或逆势投入，26年有望实现业绩修复的比音勒芬、富安娜、报喜鸟、森马服饰；2) 空间广阔、成长性较强的非洲快消品品牌乐舒适；3) 其他高分红标的滔搏、海澜之家、波司登等。

品牌服饰重点公司业绩预测与估值

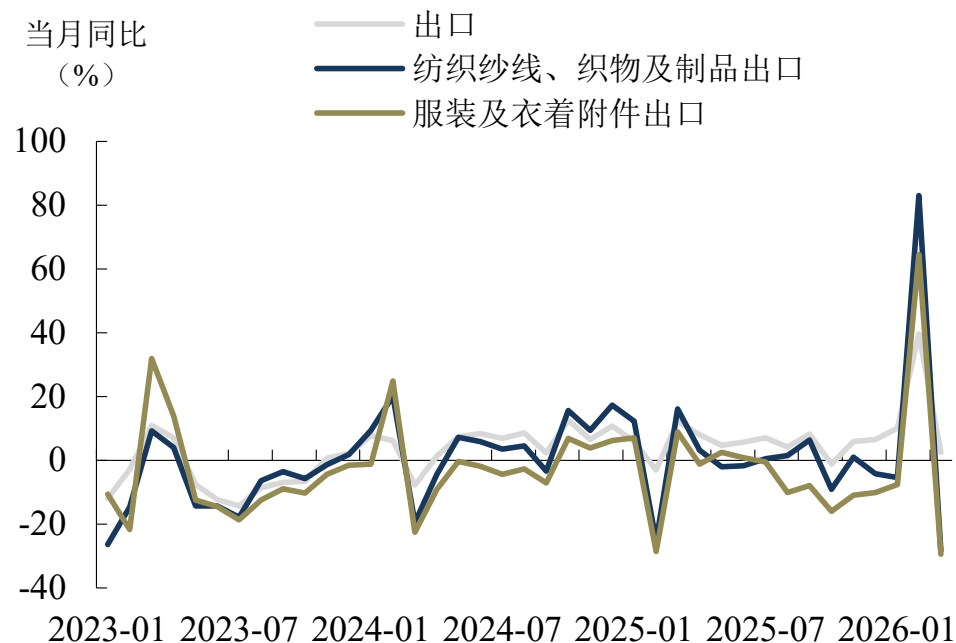
证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润YOY				PE				股息率
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	
体育服饰															
2020.HK	安踏体育	1,988	135.88	156.00	157.13	174.80	-13%	15%	1%	11%	14.63	12.74	12.65	11.37	3.1%
2331.HK	李宁	458	29.36	30.56	32.99	35.64	-3%	4%	8%	8%	15.59	14.98	13.88	12.84	3.2%
1368.HK	特步国际	105	13.72	12.39	14.09	15.89	11%	-10%	14%	13%	7.67	8.49	7.47	6.62	6.5%
1361.HK	361度	98	13.09	14.58	16.16	17.75	14%	11%	11%	10%	7.50	6.73	6.07	5.53	6.1%
6110.HK	滔搏	163	12.86	12.91	14.45	15.96	-42%	0%	12%	10%	12.67	12.62	11.28	10.21	10.5%
男装															
002832.SZ	比音勒芬	116	5.51	6.83	7.92	9.04	-29%	24%	16%	14%	20.98	16.92	14.59	12.78	3.6%
600398.SH	海澜之家	317	21.66	22.80	24.76	26.77	0%	5%	9%	8%	14.66	13.92	12.82	11.86	6.2%
002154.SZ	报喜鸟	61	3.42	4.33	4.97	5.75	-31%	27%	15%	16%	17.76	14.01	12.22	10.56	4.1%
601566.SH	九牧王	62	2.94	2.41	2.66	2.31	67%	-18%	10%	-13%	21.19	25.89	23.50	27.02	4.6%
休闲服饰															
3998.HK	波司登	436	35.14	37.07	40.34	43.87	64%	5%	9%	9%	12.41	11.76	10.81	9.94	6.5%
002563.SZ	森马服饰	163	8.92	10.53	11.46	12.42	-22%	18%	9%	8%	18.29	15.50	14.24	13.14	5.0%
603877.SH	太平鸟	67	1.74	2.53	3.10	3.48	-33%	45%	23%	12%	38.47	26.53	21.60	19.29	2.1%
603518.SH	锦泓集团	34	2.26	3.09	3.66	4.46	-26%	36%	19%	22%	15.18	11.13	9.39	7.70	2.0%
中高端女装															
603587.SH	地素时尚	63	2.60	2.89	3.20	3.55	-14%	11%	11%	11%	24.29	21.85	19.76	17.80	3.0%
603808.SH	歌力思	40	1.65	2.10	2.51	2.79	-153%	27%	20%	11%	24.49	19.27	16.05	14.48	1.6%
3306.HK	江南布衣	100	8.93	9.78	10.47	11.22	5%	10%	7%	7%	11.16	10.18	9.51	8.87	6.5%
家纺															
002293.SZ	罗莱生活	94	5.20	6.01	6.85	7.64	20%	16%	14%	12%	18.06	15.63	13.71	12.28	5.5%
603365.SH	水星家纺	59	4.07	4.65	5.30	6.02	11%	14%	14%	13%	14.43	12.62	11.07	9.76	4.5%
002327.SZ	富安娜	62	3.36	3.98	4.54	5.07	-38%	18%	14%	12%	18.36	15.54	13.62	12.18	5.2%
户外															
002780.SZ	三夫户外	28	0.53	0.94	1.22	1.53	-348%	77%	29%	25%	51.98	29.40	22.73	18.18	0.3%
其他															
300888.SZ	稳健医疗	183	7.68	9.70	11.16	12.56	10%	26%	15%	13%	23.76	18.81	16.36	14.53	2.4%
2698.HK	乐舒适	153	8.52	9.90	11.40	13.10	25%	16%	15%	15%	17.94	15.43	13.40	11.66	2.5%

2. 纺织制造：中游短期承压，上游涨价释放业绩弹性

2.1. 行业概览：出口偏弱，人民币升值，上游涨价

- **2025年受美国加征关税影响国内纺织服装商品出口有所承压。** 1) **2025年**：国内出口额累计同比+5.5%，其中纺织制品、服装及衣着附件出口额分别累计同比+0.5%、-5%。 2) **2026Q1**：国内出口额累计同比+14.7%，其中纺织制品、服装及衣着附件出口额分别累计同比+2.8%、-0.4%。受美国加征关税影响，2025年以来国内纺织服装商品出口有所承压。
- **2025年下半年以来人民币汇率持续升值。** 2026/04/30美元兑人民币汇率为6.86，人民币汇率较全年同期升值4.7%。

国内出口自23年7月以来整体呈改善趋势



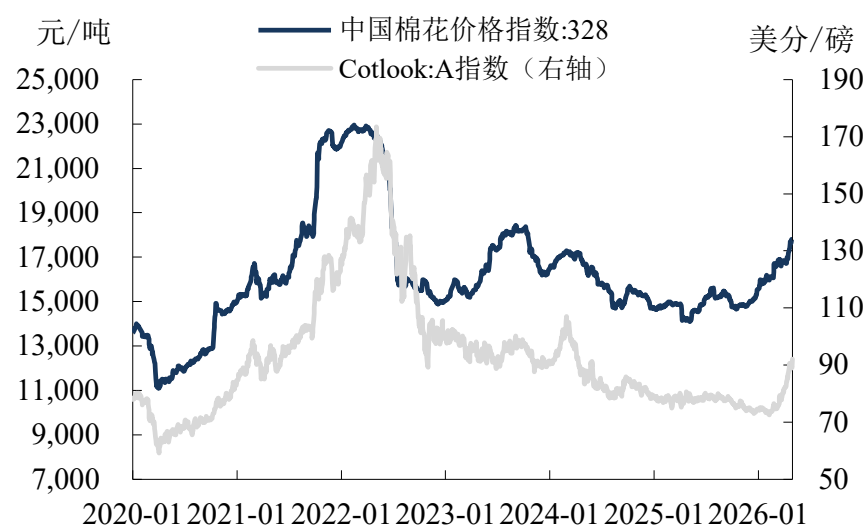
25H1人民币汇率基本稳定



2.1. 行业概览：出口偏弱，人民币升值，上游涨价

- 2026年以来原材料呈涨价趋势：
- ①羊毛：（截至2026/4/30）澳毛价格1352美分/公斤，同比+74.7%。
- ②化纤：（截至2026/4/24）涤纶长丝9200元/吨，同比+42.2%。
- ③棉花：（截至2026/4/30）中国棉花价格指数17802元/吨，同比+25.5%。

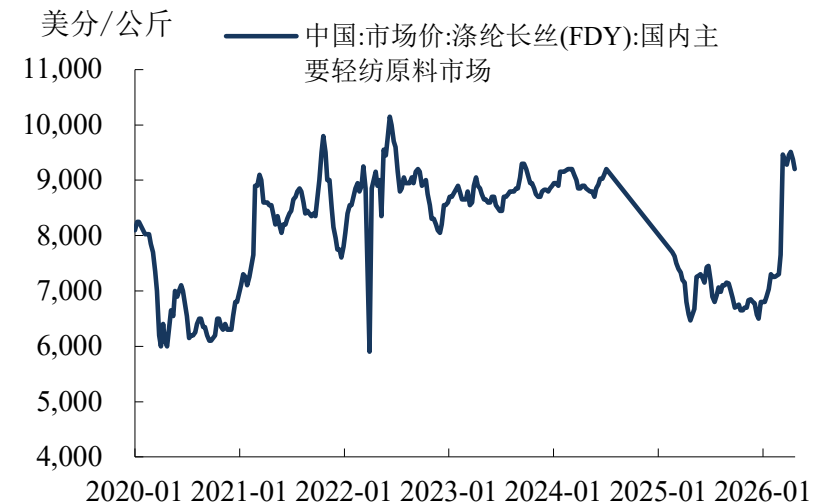
2020年以来国内/国际棉价走势



澳毛价格走势



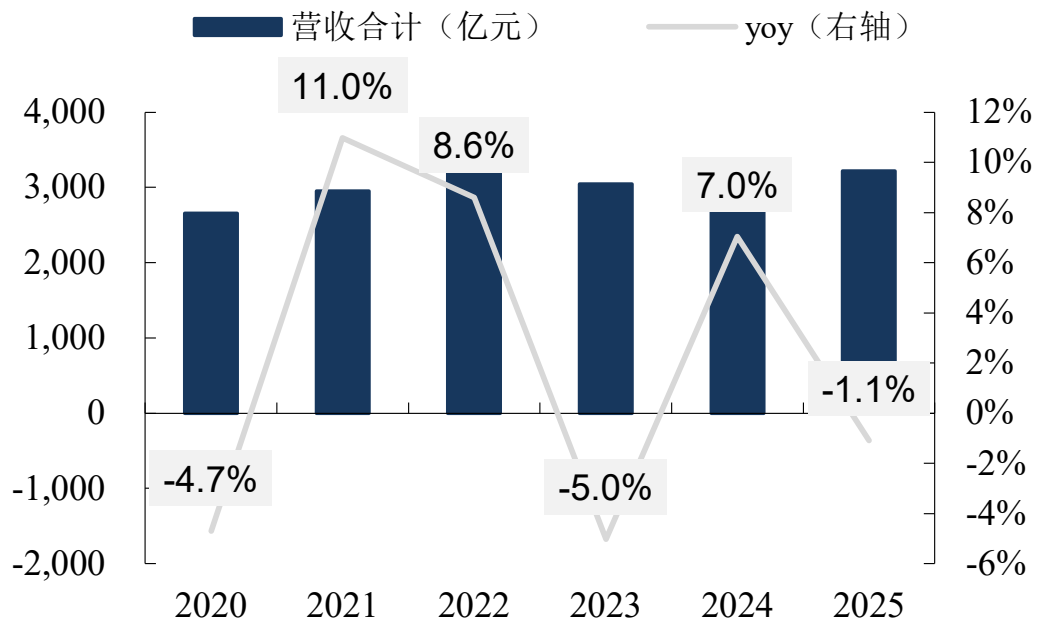
涤纶长丝价格走势



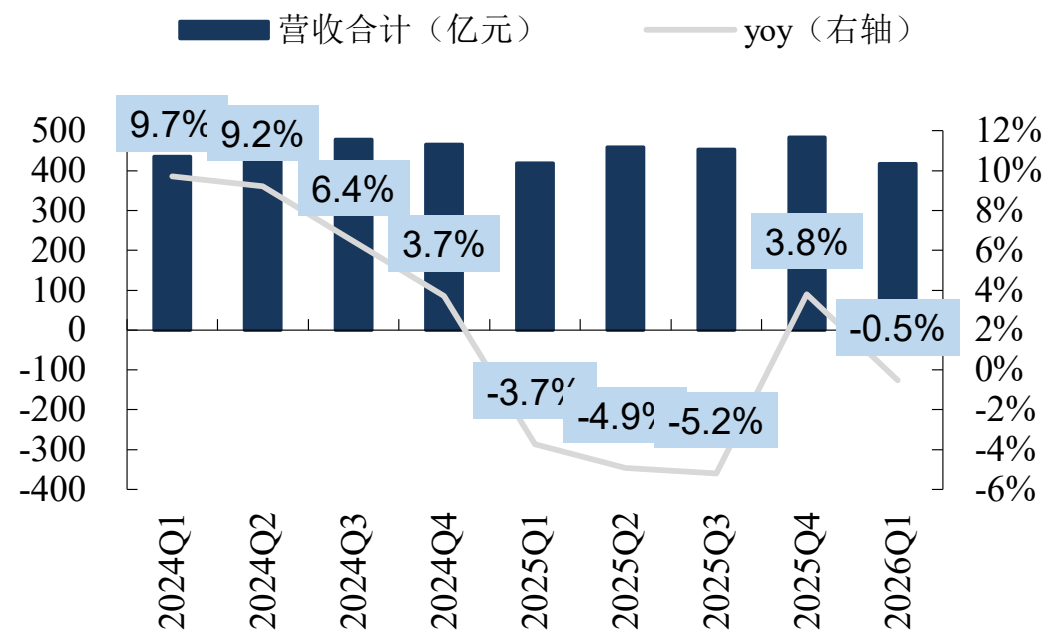
2.2. 板块财务：多重因素影响下，板块整体业绩小幅承压

- 我们统计了纺织制造全产业链12个子行业53家A+H股公司财务数据，包括上游（棉纺织、毛纺、毛皮、化纤及制品、丝麻制品）、中游（印染、辅料）、成品（鞋服制造、无纺布及制品、户外用品代工、箱包制造）及贸易环节（样本公司列表文末附表）。
- **营收端：25年同比-1.1%，26Q1同比-0.5%，受欧美消费市场偏淡以及2025年4月美国开启关税加征政策的影响，纺织制造板块营收小幅承压。**

25年纺织制造板块（A+H股）营收同比-1.1%



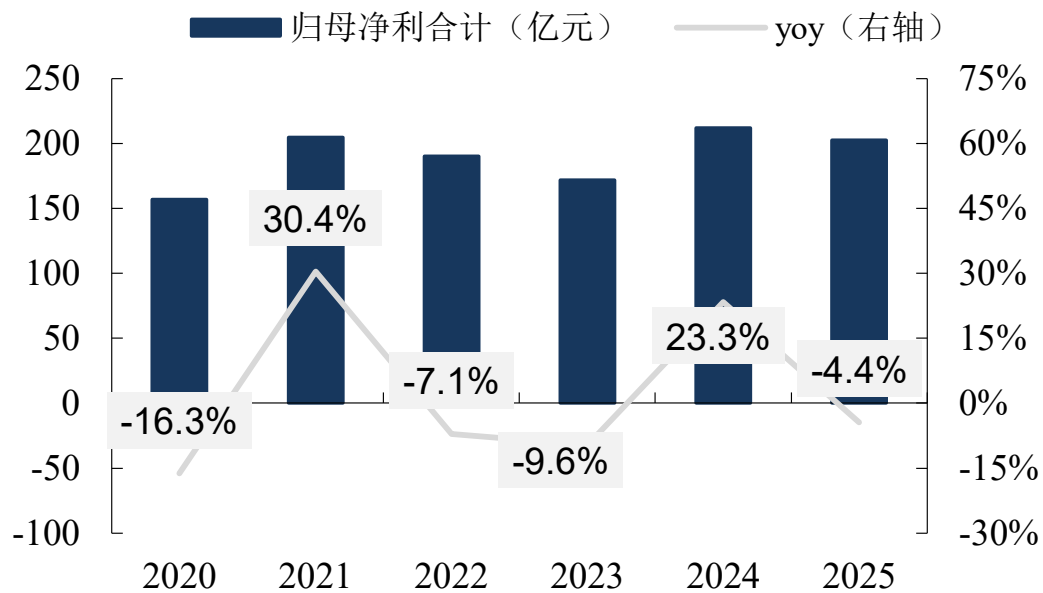
26Q1纺织制造板块（A股）营收同比小幅下滑



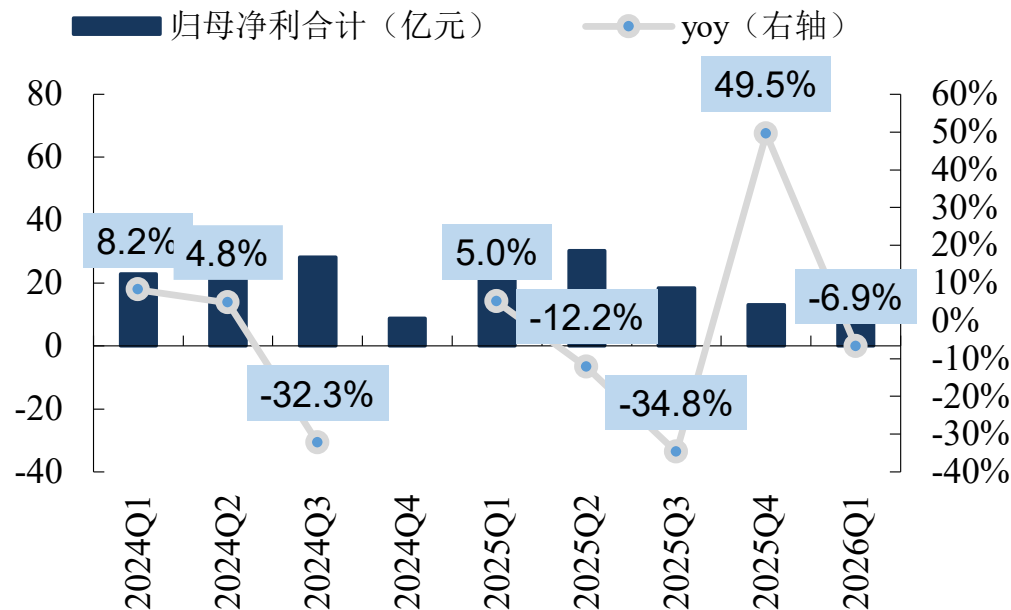
2.2. 板块财务：多重因素影响下，板块整体业绩小幅承压

- **净利端：25年同比-4.4%，26Q1同比-6.9%。**受客户订单趋紧、人民币汇率升值、原材料涨价、美国加征关税、地缘冲突等因素影响，25年及26Q1上游纺织制造板块归母净利润均有所承压。

25年纺织制造板块（A+H股）归母净利同比-4.4%



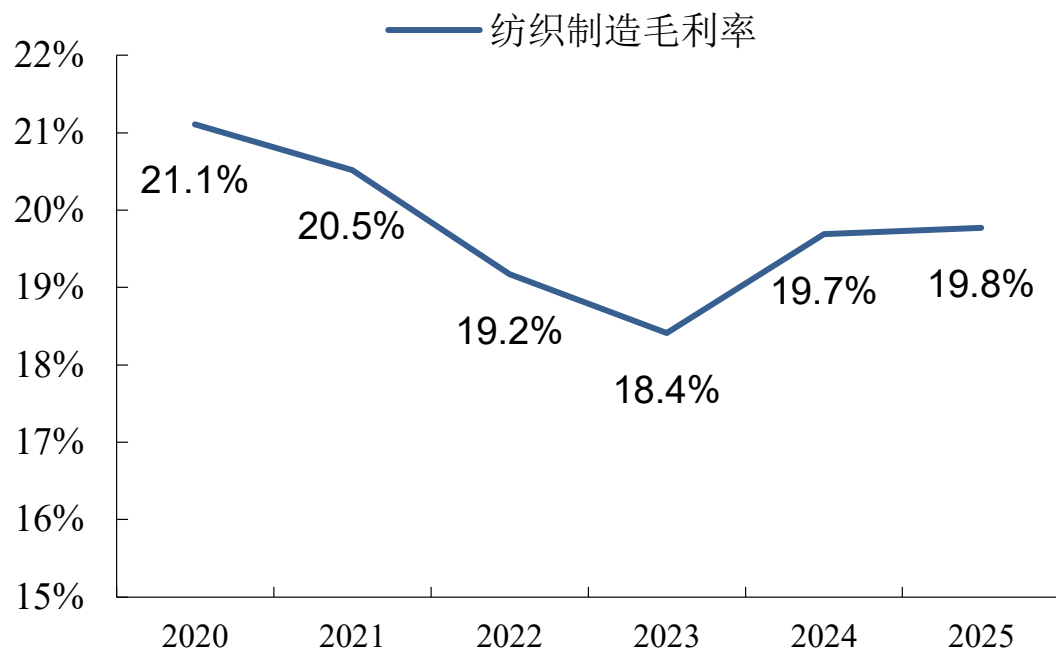
26Q1纺织制造板块（A股）归母净利同比-6.9%



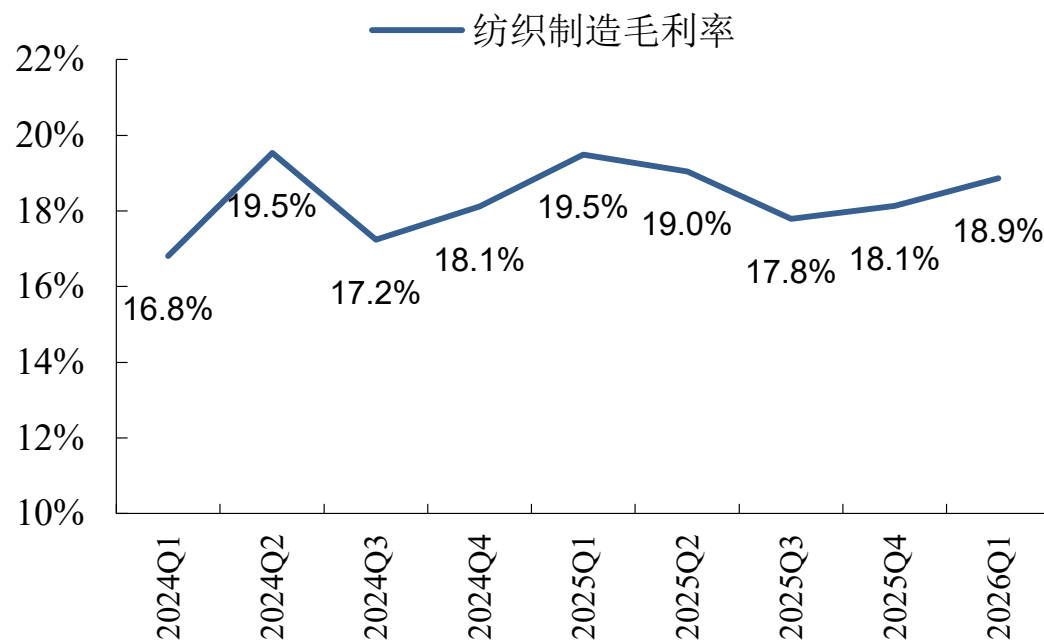
2.2. 板块财务：多重因素影响下，板块整体业绩小幅承压

- 毛利率：25年同比+0.1pct至19.8%，26Q1同比-0.6pct至18.9%。** 25年板块毛利率持平略升，我们判断主因棉纺织相关企业受益于棉价上行毛利率改善带动，其他多数企业如申洲国际、华利集团、裕元集团等受订单趋紧、成本抬升、关税增加、人民币升值等因素的影响毛利率有所下降。26Q1上游原材料进一步涨价，对板块毛利率负向影响扩大。

25年纺织制造板块（A+H股）毛利率同比+0.1pct



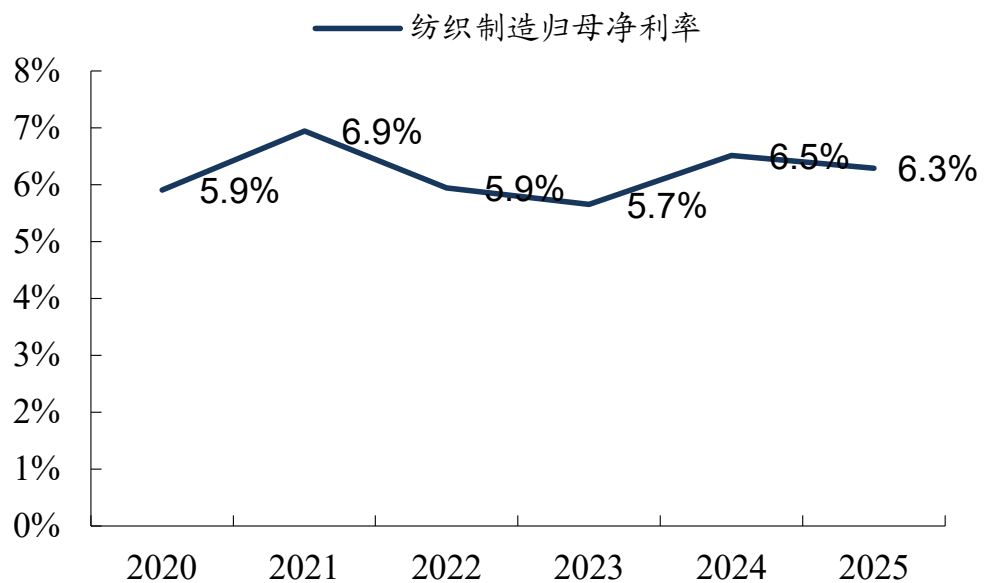
26Q1纺织制造板块（A股）毛利率同比-0.6pct



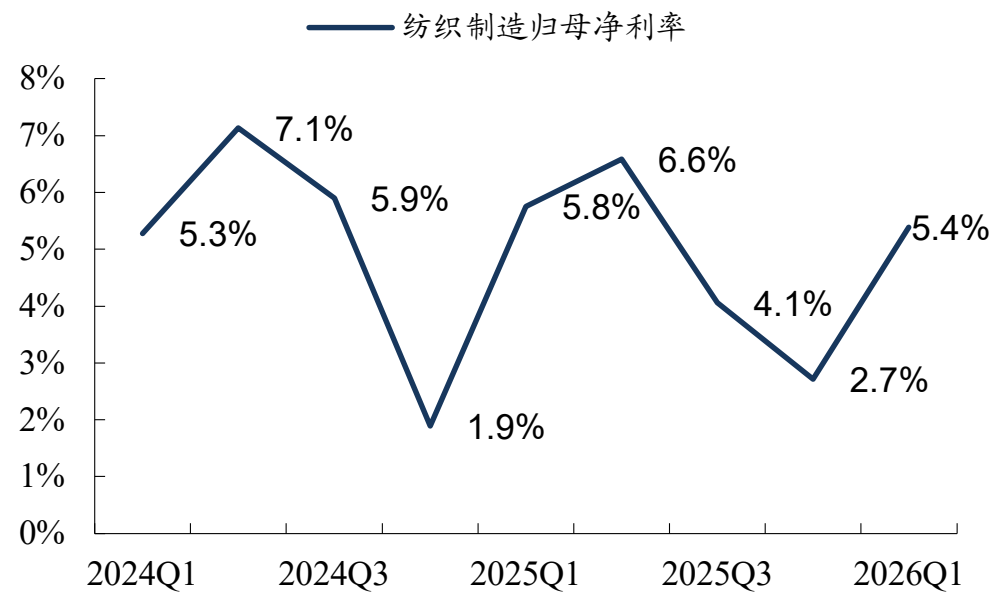
2.2. 板块财务：多重因素影响下，板块整体业绩小幅承压

- **归母净利率：25年同比-0.2pct至6.3%，26Q1同比-0.4pct至5.4%。**受毛利率下降影响，25年及26Q1板块归母净利率同比均有小幅承压下降。

25年纺织制造板块（A+H股）归母净利率同比-0.2pct



26Q1纺织制造板块（A股）归母净利率同比-0.4pct



2.3. 公司表现：24H1鞋服制造快速恢复，棉纺织企业盈利仍承压

- **公司层面：表现分化，棉纺织板块利润弹性较大。** 1) **25年**：除棉纺织、无纺布、毛纺纤维细分方向外，其他细分领域归母净利润整体承压同比下滑，我们在年报业绩点评中对重点跟踪的标的申洲国际、华利集团及伟星股份盈利预测均做了业绩下调，对健盛集团、新澳股份做了业绩上调； 2) **26Q1**：延续25年表现，上游棉纺织、毛纺纤维释放业绩弹性，其他多数公司业绩进一步承压。

纺织制造公司营收及归母净利润同比增速

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY			归母净利润YOY			盈利预测调整方向	本次盈利预测日期	上次盈利预测日期	调整原因
			2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1				
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	19.35%	10.36%	12.34%	20.00%	-16.50%	-49.60%	下调	2026/4/30	2026/3/15	客户订单趋紧、新工厂处盈利爬坡期、地缘冲突等
	603558.SH	健盛集团	12.81%	0.19%	2.12%	20.15%	24.62%	51.92%	上调	2026/4/26	2026/3/16	无缝转盈、管理提效、订单结构优化带动利润率改善超预期
	300840.SZ	酷特智能	-5.14%	-4.51%	-7.22%	-20.71%	-58.06%	-19.38%				
	605138.SH	盛泰集团	-21.18%	-6.17%	-10.03%	-55.31%	-34.90%	711.74%				
	2313.HK	申洲国际	14.79%	15.34%	/	36.94%	-6.66%	/	下调	2026/3/31	2025/8/31	客户订单趋紧、关税分担、人民币升值等
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	2.17%	-0.12%	5.06%	1.70%	44.66%	-36.86%				
	601339.SH	百隆东方	14.86%	-9.99%	-5.63%	-18.62%	59.96%	39.83%				
	002042.SZ	华孚时尚	-21.24%	-37.15%	-44.36%	亏损	扭亏	180.98%				
	2678.HK	天虹纺织	1.34%	-1.86%	/	扭亏	64.94%	/				
印染	605189.SH	富春染织	21.38%	8.77%	24.68%	20.76%	-39.16%	1415.88%				
	600987.SH	航民股份	18.65%	-2.78%	-5.69%	5.04%	2.10%	2.15%				
无纺布及制品	300658.SZ	延江股份	17.96%	26.71%	38.59%	30.72%	48.50%	182.90%				
	603238.SH	诺邦股份	16.80%	33.35%	39.14%	15.22%	23.20%	2.00%				
箱包制造	300577.SZ	开润股份	36.56%	32.53%	35.57%	229.52%	-13.10%	15.72%				
辅料	002003.SZ	伟星股份	19.66%	1.80%	22.32%	25.48%	-7.96%	-7.23%	下调	2026/5/1	2025/11/3	人民币升值
化纤及制品	603055.SH	台华新材	39.78%	-8.58%	0.38%	61.59%	-26.79%	-19.26%				
	605003.SH	众望布艺	19.15%	-4.16%	7.12%	-74.40%	-9.79%	-40.43%				
户外用品代工	605080.SH	浙江自然	21.75%	14.22%	30.40%	41.67%	3.39%	-25.30%				
	603307.SH	扬州金泉	-1.77%	13.42%	8.85%	-36.89%	-24.04%	8.25%				
毛纺	603889.SH	新澳股份	9.07%	-0.08%	0.29%	5.96%	12.10%	18.62%	上调	2026/4/13	2025/8/31	订单释放，毛价上行
	300918.SZ	南山智尚	0.98%	-5.80%	0.72%	-5.82%	-32.89%	-17.46%				

2.4. 投资建议与盈利预测

- **投资建议：**当前地缘冲突、人民币升值、原材料涨价等因素，对纺织制造中游环节存在一定负面影响，上游纱线环节公司有望受益释放业绩弹性。重点推荐：1) 羊毛+羊绒双业务驱动的新澳股份、治理改善及产销双旺的健盛集团；建议关注：1) 棉纺企业百隆东方、鲁泰A；2) 长期优势仍存，若前述负面因素逐步消除，业绩有望迎来修复的申洲国际、华利集团、伟星股份。

纺织制造重点公司业绩预测与估值

证券代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				归母净利润YOY				PE				股息率
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	
鞋服制造															
2313.HK	申洲国际	616	58.25	60.09	65.92	70.96	-7%	3%	10%	8%	10.58	10.25	9.35	8.68	5.6%
300979.SZ	华利集团	445	32.07	30.04	36.32	40.57	-17%	-6%	21%	12%	13.88	14.81	12.25	10.97	5.5%
603558.SH	健盛集团	45	4.05	4.05	4.47	4.95	25%	0%	10%	11%	11.02	11.01	9.97	9.01	4.6%
棉纺织															
601339.SH	百隆东方	139	6.56	9.26	10.31	11.31	60%	41%	11%	10%	21.23	15.04	13.52	12.32	4.3%
000726.SZ	鲁泰A	48	5.94	5.24	5.78	6.52	45%	-12%	10%	13%	8.08	9.15	8.30	7.35	3.8%
辅料															
002003.SZ	伟星股份	119	6.45	6.78	7.70	8.38	-8%	5%	14%	9%	18.44	17.55	15.44	14.18	5.0%
毛纺															
603889.SH	新澳股份	64	4.80	5.98	6.56	7.15	12%	25%	10%	9%	13.25	10.64	9.69	8.90	4.0%
印染															
600987.SH	航民股份	73	7.35	8.38	8.86	9.30	2%	14%	6%	5%	9.89	8.68	8.20	7.82	4.9%
箱包制造															
300577.SZ	开润股份	51	3.31	4.19	4.90	5.46	-13%	27%	17%	11%	15.36	12.12	10.39	9.32	2.0%

3. 风险提示

- **终端消费疲软：**国内外下游需求疲软影响服装终端销售，直接影响纺服企业收入及利润表现、加大其库存压力。
- **地缘冲突：**当前国际局势动荡，影响纺织制造企业客户订单预期，以及运输成本。
- **棉价大幅波动：**棉花为纺织服装行业的主要原材料，棉价大幅波动不利于棉纺企业的原材料成本控制。
- **人民币汇率波动：**纺织企业中出口导向公司较多，人民币汇率波动影响订单价格、毛利率、汇兑收益，从而影响业绩。

4. 附录

4. 附录一品牌服饰样本公司

品牌服饰板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称
体育服饰	2020.HK	安踏体育	男装	002832.SZ	比音勒芬
	2331.HK	李宁		600398.SH	海澜之家
	1368.HK	特步国际		002154.SZ	报喜鸟
	1361.HK	361度		601566.SH	九牧王
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰		002029.SZ	七匹狼
	603877.SH	太平鸟		600400.SH	红豆股份
	002269.SZ	美邦服饰		1234.HK	中国利郎
	603196.SH	日播时尚		603587.SH	地素时尚
	3998.HK	波司登		603808.SH	歌力思
	603518.SH	锦泓集团		002612.SZ	朗姿股份
内衣	603511.SH	爱慕股份	003016.SZ	欣贺股份	
	002763.SZ	汇洁股份	603839.SH	安正时尚	
	2298.HK	都市丽人	3306.HK	江南布衣	
	1388.HK	安莉芳控股	3709.HK	赢家时尚	
户外	300005.SZ	探路者	301088.SZ	戎美股份	
	603908.SH	牧高笛	300901.SZ	中胤时尚	
户外运动零售	002780.SZ	三夫户外	品牌设计	603214.SH	爱婴室
	6110.HK	滔博		002875.SZ	安奈儿
	3813.HK	宝胜国际		603557.SH	起步股份
皮鞋	603001.SH	奥康国际		002762.SZ	金发拉比
	603116.SH	红蜻蜓		301276.SZ	嘉曼服饰
	603958.SH	哈森股份		002293.SZ	罗莱生活
	1028.HK	千百度	002327.SZ	富安娜	
	0210.HK	达芙妮国际	603365.SH	水星家纺	
			家纺		

4. 附录—纺织制造样本公司

纺织制造板块样本公司列表

细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称	细分领域	股票代码	公司名称
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	丝麻制品	002404.SZ	嘉欣丝绸
	603558.SH	健盛集团		601339.SH	百隆东方		600156.SH	华升股份
	605138.SH	盛泰集团		002042.SZ	华孚时尚		600232.SH	金鹰股份
	002687.SZ	乔治白		002394.SZ	联发股份	化纤及制品	603055.SH	台华新材
	600137.SH	浪莎股份		002083.SZ	孚日股份		605003.SH	众望布艺
	600630.SH	龙头股份		000850.SZ	华茂股份		300819.SZ	聚杰微纤
	300840.SZ	酷特智能		2678.HK	天虹纺织		603665.SH	康隆达
	002486.SZ	嘉麟杰		600493.SH	凤竹纺织		603073.SH	彩蝶实业
	001234.SZ	泰慕士	箱包制造	300577.SZ	开润股份	贸易	600626.SH	申达股份
	2313.HK	申洲国际		605189.SH	富春染织		600689.SH	上海三毛
	0551.HK	裕元集团	印染	600987.SH	航民股份	户外用品代工	605080.SH	浙江自然
	2232.HK	晶苑国际		600448.SH	华纺股份		603307.SH	扬州金泉
	2199.HK	维珍妮		600370.SH	三房巷	辅料	002003.SZ	伟星股份
	2111.HK	超盈国际控股	300888.SZ	稳健医疗	002098.SZ		浔兴股份	
	002634.SZ	棒杰股份	无纺布及制品	300658.SZ	延江股份	毛皮	002674.SZ	兴业科技
002193.SZ	如意集团	603238.SH		诺邦股份	002494.SZ		华斯股份	
603889.SH	新澳股份	000955.SZ		欣龙控股	300591.SZ		万里马	
300918.SZ	南山智尚	300877.SZ		金春股份				

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券 财富家园