

纺织服装2025年报&26一季报总结

消费复苏渐显，制造景气承压

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

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

- **板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强。** 1) **2025年：**纺织制造板块受关税扰动与客户下单谨慎影响，收入同比-1.5%至37.1亿元，毛利率/净利率均下降0.2pct至19.4%/7.9%；服装家纺板块收入同比-2.9%至27.0亿元，但降本增效与产品结构优化推动毛利率/净利率提升1.7/2.6pct至45.2%/5.2%，盈利修复弹性更强。2) **季度趋势：**2025Q4两大板块收入同比分别+5.1%/-0.1%；2026Q1纺织制造收入同比-4.7%、净利润同比-23.2%，服装家纺收入同比+6.4%、净利润同比+2.6%，内需修复带动服装家纺延续改善。3) **重点公司：**运动龙头与高股息家纺表现更优，制造端分化加大，具备优质客户结构、产能效率与全球化布局优势的公司韧性更强。
- **运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显。** 1) **业绩总结：**2025年安踏/361度/特步/李宁收入分别同比+13.3%/+10.6%/+4.2%/+3.2%，利润端安踏核心净利、特步、361度分别同比+13.9%/+10.8%/+14.0%，李宁净利润同比-2.6%。2) **运营分析：**2025年门店端以提质增效为主、整体开店放缓，2026年细分品牌仍在扩张；下半年流水增速略低于收入增速，品牌库存与折扣总体稳定，渠道健康度维持。3) **增长趋势：**2026Q1线上表现继续优于线下，休闲鞋/板鞋、户外为主要热点，户外鞋量价齐升，行业结构性机会集中在专业运动与细分场景。
- **休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下。** 1) **业绩总结：**2025年收入表现分化，稳健医疗/中国利郎/水星家纺/比音勒芬/罗莱生活分别同比+22.0%/+11.5%/+7.8%/+7.6%/+6.1%，海澜之家等保持低个位数增长，富安娜、太平鸟等承压；净利润端多数公司低于收入增速，仅歌力思、罗莱生活、九牧王等改善明显。2) **运营分析：**线下客流与店效仍有压力，品牌持续优化低效门店；线上渠道贡献更高增速，直营普遍优于加盟，现金流与分红整体保持稳健。3) **增长趋势：**2026年以来休闲服饰线上增长总体优于家纺，品牌分化延续；海澜之家京东奥莱等新零售模式继续贡献增量。

- **代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强。** 1) **业绩总结：**2025年行业受品牌客户增速放缓、贸易政策不确定性与基数效应影响，收入增速整体放缓；申洲国际/华利集团/开润股份收入分别同比+8.1%/+4.0%/+15.4%，但利润端分化明显，申洲、华利等龙头阶段性承压，健盛集团等实现较快增长。2) **关税影响：**美国关税扰动对全球品牌毛利率形成短期压力，但供应链回流美国可行性低，成本传导与订单再分配并存；对美敞口低、净利率高、产能供需偏紧的制造商抗风险能力更强。3) **近况跟踪：**代工台企4月基本延续一季度趋势，聚阳/儒鸿等对二季度量价或订单预期偏乐观，国际品牌端耐克与阿迪均提示关税拖累但给出后续修复展望。
- **纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显。** 1) **业绩总结：**2025年受价格竞争与基数影响，收入端整体微增或下滑，南山智尚/新澳股份/伟星股份保持增长，台华新材、百隆东方、天虹国际收入承压；利润端显著分化，天虹国际与百隆东方同比高增，新澳稳健增长，台华、伟星、南山等阶段性承压。2) **业绩拆分：**毛利率与净利率分化加大，低价原料储备、海外产能利用率提升及费用优化是盈利改善主因；越南等海外产能与技改投入继续推进，资本开支呈“多数收缩、少数扩张”特征，全球化与产品结构升级成为中期胜负手。
- **风险提示：**宏观经济表现不及预期，产能扩张不及预期，供应商下游客户库存恶化，关税政策不确定性，国际政治经济风险，系统性风险。

• **投资建议：内需布局高端化成长方向，纺织制造关注超跌反弹机会。**

1) **品牌服饰**：外部环境波动下建议优选内需主线，关注成长性出色、经营韧性强、新消费新零售方向。重点推荐受益睡眠经济推动行业量价齐升、新零售渠道运营效率较高的家纺龙头，看好罗莱生活、富安娜，以及推荐健康消费和体育产业发展政策支持的运动赛道，看好港股估值性价比高、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁，关注在基数下降和新品发力下有望业绩增长加速的稳健医疗。

2) **纺织制造**：纺织制造行业受关税和油价影响股价有较大波动，品牌短期下单谨慎但库存健康，建议重点关注后续反弹空间大、基本面韧性强，在高度成熟的行业中大浪淘沙出的高盈利高壁垒公司，重点推荐代工龙头申洲国际、华利集团，受益涨价带动盈利释放的新澳股份、百隆东方，细分赛道制造制造优质龙头伟星股份、开润股份、台华新材。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
02331	安踏体育	优于大市	72.9	1914	5.00	5.62	14.6	13.0
02020	李宁	优于大市	18.1	439	1.11	1.31	16.4	13.9
002293	罗莱生活	优于大市	10.7	89	0.72	0.78	14.8	13.6
002327	富安娜	优于大市	7.4	62	0.45	0.52	16.3	14.4
300888	稳健医疗	优于大市	31.9	186	1.75	2.03	18.2	15.7
02313	申洲国际	优于大市	43.4	612	3.95	4.48	11.0	9.7
300979	华利集团	优于大市	38.0	443	2.56	3.32	14.8	11.4
603889	新澳股份	优于大市	8.5	62	0.75	0.85	11.4	10.0
601339	百隆东方	优于大市	8.6	129	0.54	0.56	15.8	15.4
002003	伟星股份	优于大市	9.9	117	0.57	0.64	17.2	15.4
300577	开润股份	优于大市	21.4	51	1.90	2.09	11.3	10.2
603055	台华新材	优于大市	9.2	82	0.79	0.89	11.6	10.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

01

板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

03

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

04

代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强

05

纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显

06

投资建议

01

板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

03

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

04

代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强

05

纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显

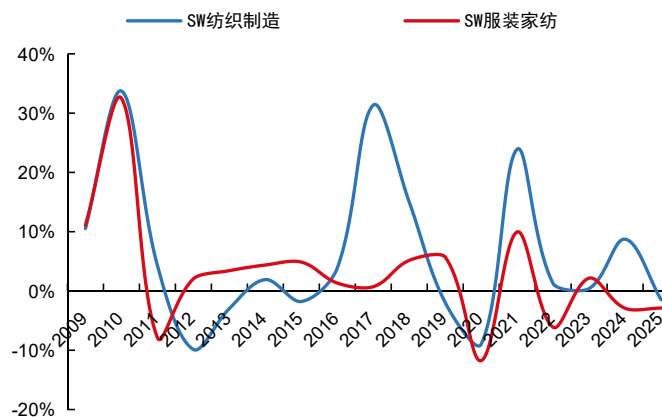
06

投资建议

2025年年报：需求走弱下收入承压，毛利率修复带动服装家纺盈利改善

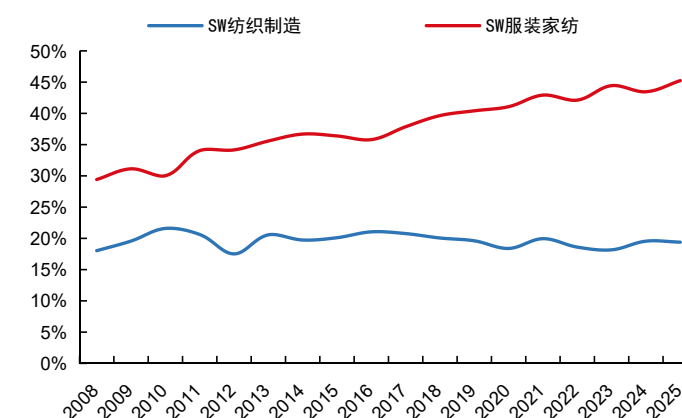
- **收入端**，2025年纺织制造板块收入同比下降1.5%至37.1亿元，增速由正转负，主因关税等外部不确定性因素使客户下单谨慎所致；服装家纺板块收入同比下降2.9%至27.0亿元，终端消费需求疲软及市场竞争加剧对板块收入形成压力。
- **利润端**，纺织制造板块毛利率同比下降0.2个百分点至19.4%，净利率微降0.2个百分点至7.9%；服装家纺板块毛利率同比提升1.7个百分点至45.2%，净利率提升2.6个百分点至5.2%，主要因企业降本增效与产品结构优化逐步显现。
- **库存端**，纺织制造板块库销比由4.4个月微降至4.3个月，存货周转天数同比上升11.2天至132.1天；服装家纺板块库销比同比下降0.3个月至6.7个月，存货周转天数下降5.7天至216.0天，库存去化有所推进，秋冬库存压力略有缓和。

图：板块年度营业收入增速



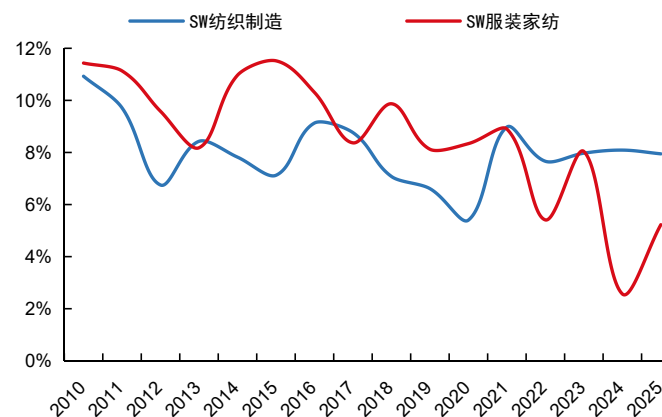
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块年度毛利率



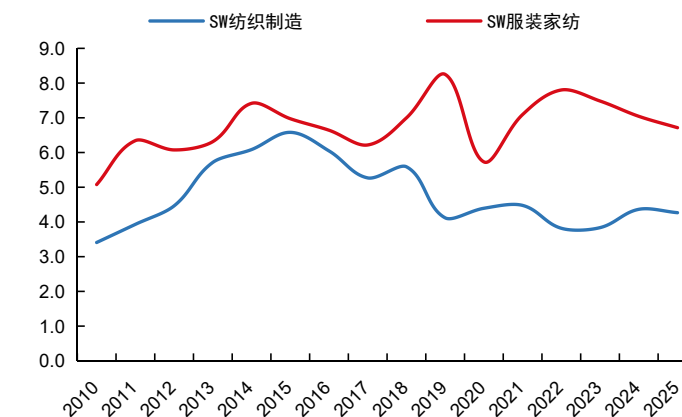
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块年度净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块年度库销比

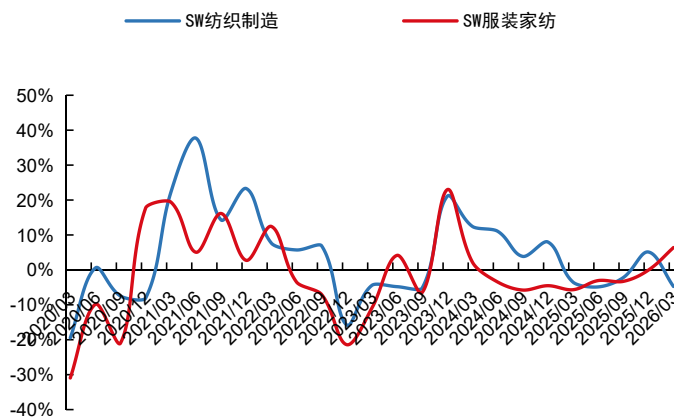


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

2025年四季度：两大板块环比收入增速改善，服装家纺盈利开始修复

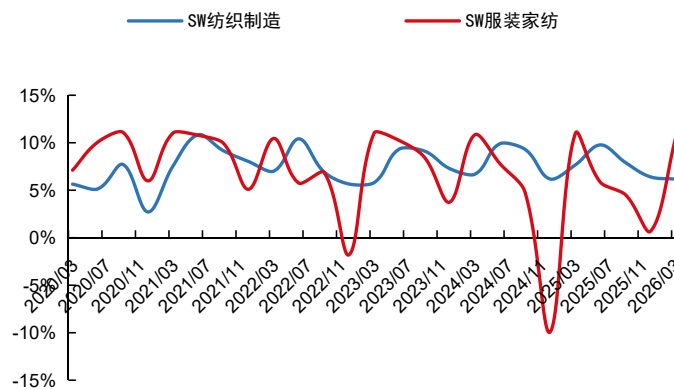
- 收入端**，2025年第四季度，纺织制造板块收入同比增长5.1%至9.58亿元，增速较第三季度（-2.2%）明显改善；服装家纺板块收入同比基本持平于8.40亿元，较三季度（-3.3%）降幅收窄。受“双十一”等购物节刺激，四季度增速明显好于三季度。
- 利润端**，纺织制造板块毛利率同比下滑0.1个百分点至23.0%，净利率同比提升0.2个百分点至6.4%，净利润同比增长8.8%至0.61亿元；服装家纺板块毛利率同比提升2.4个百分点至44.4%，净利率由上年同期-9.9%修复至0.7%，净利润同比增长107.0%至0.06亿元。整体看，服装家纺修复弹性更大。
- 库存端**，纺织制造库销比同比上升0.1个月至4.2个月，存货周转天数同比增加6.7天至126.4天；服装家纺库销比环比优化0.8个月至6.7个月，存货周转天数同比下降6.4天至217.8天，但同比仍处高位，库存去化压力延续。

图：板块季度营业收入增速



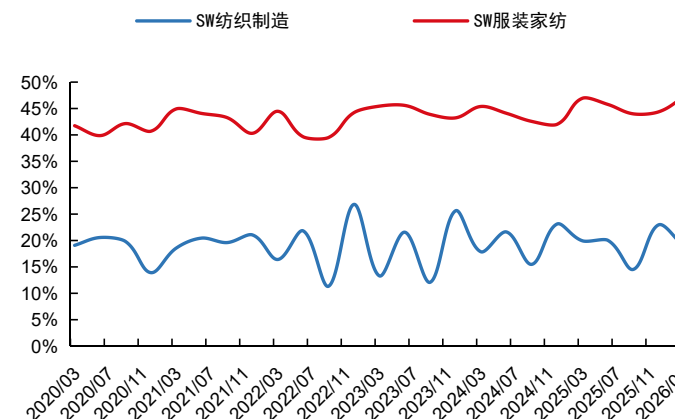
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度净利率



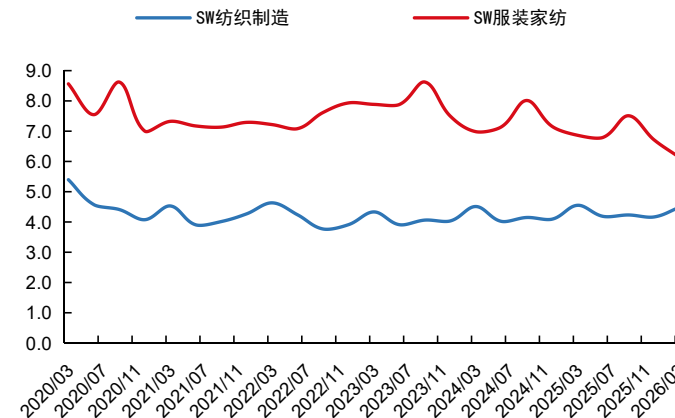
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度库销比

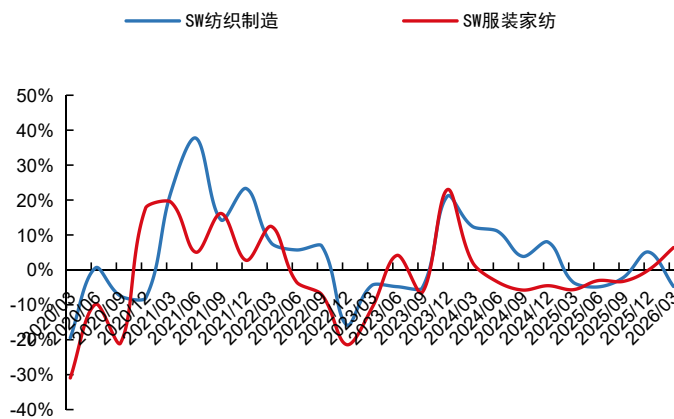


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

2026年一季度：纺织制造收入承压回落，服装家纺在内需修复下增长

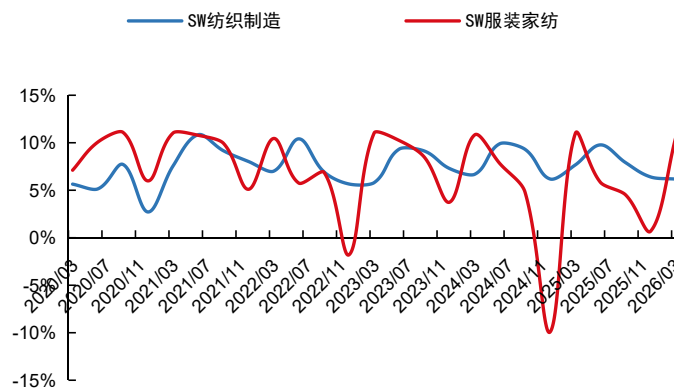
- 收入端，2026年第一季度，纺织制造板块收入同比下降4.7%至8.18亿元，较2025年四季度明显回落；服装家纺板块收入同比增长6.4%至7.14亿元，较2025年四季度改善，主因春节错期导致的旺季延长。
- 利润端，纺织制造板块毛利率同比下降1.1个百分点至18.8%，净利率同比下降1.5个百分点至6.2%，净利润同比下降23.2%至0.51亿元，主收入订单下降对产能利用率的影响，拖累利润率；服装家纺板块毛利率同比提升0.3个百分点至47.2%，净利率同比下降0.4个百分点至10.6%，净利润同比增长2.6%至0.75亿元，主因电商投流、广告营销、渠道扩张等前置投入上升，对冲了部分毛利改善。
- 存货端，纺织制造库销比同比下降0.1个月至4.5个月，存货周转天数同比增加2.5天至137.8天；服装家纺库销比同比下降0.8个月至6.1个月，存货周转天数同比下降14.3天至200.5天，库存效率继续改善。

图：板块季度营业收入增速



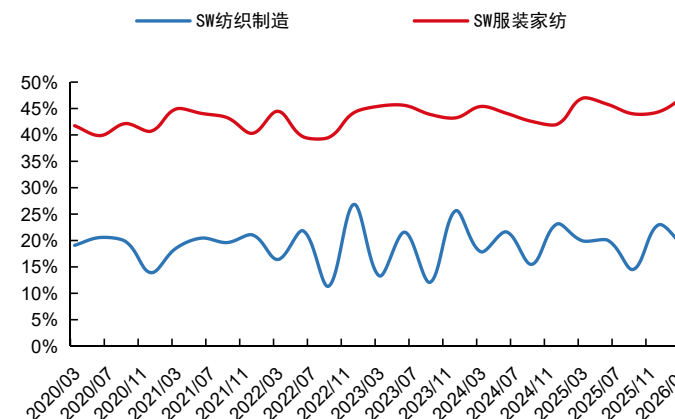
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度净利率



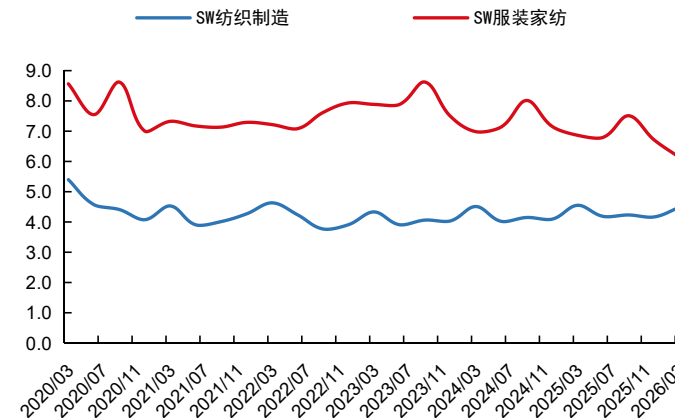
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度库销比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

板块业绩总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强



重点公司年报：运动消费相对韧性较强，纺织制造利润表现分化明显

服装家纺板块：运动赛道景气度较高，且龙头公司凭借自身α，收入及利润增速持续领跑行业，三夫户外、安踏体育、361度、特步、李宁全年收入同比分别增长19.4%、13.3%、10.6%、4.2%、3.2%；归母净利润除李宁外均同比增长双位数以上，（安踏剔除亚玛芬上市和配售权益摊薄后同比增长13.9%），显著优于行业平均水平。非运动服饰公司受消费疲软影响，收入增速普遍回落至个位数或下滑，利润端受负向经营杠杆影响下滑幅度更大，其中表现较优，收入利润均有双位数增长的标的包括稳健医疗、普拉达。

纺织制造板块：全年呈“收入稳健、利润分化”。华利集团/申洲国际全年收入分别同比约+4%/+8%，但受新工厂爬坡、客户结构与成本分摊等影响，归母净利分别同比-16.5%/-6.7%，晶苑国际收入/净利分别同比+6.9%/+12%；纺织材料企业表现分化明显，天虹国际、百隆东方在低价库存与成本下降助力下归母净利同比均增加60%以上，台华新材、伟星股份、富春染织与南山智尚利润端则不同程度承压。

图：纺服公司年报收入与净利润变化概览

行业	细分板块	市场	证券代码	证券简称	收入(亿元)	YoY	2025 1H YoY	2025 2H YoY	归母净利润(亿元)	YoY	2025 1H YoY	2025 2H YoY
服装家纺	运动服饰	港股	2020.HK	安踏体育	802.2	13.3%	14.3%	12.4%	135.9	12.9%	-8.9%	-16.7%
			2331.HK	李宁	296.0	3.2%	3.3%	3.1%	29.4	-2.6%	-11.0%	13.0%
			6110.HK	滔搏	/	/	-5.8%	/	/	/	-9.7%	/
			3813.HK	宝胜国际	171.3	-7.2%	-8.3%	-5.9%	2.1	57.1%	-44.1%	-85.1%
			1368.HK	特步国际	141.5	4.2%	-5.1%	14.7%	13.7	10.8%	21.5%	-5.8%
		A股	1361.HK	361度	111.5	10.6%	11.0%	10.3%	13.1	14.0%	8.6%	25.7%
			603908.SH	牧高笛	10.1	22.4%	27.5%	13.4%	-0.3	40.8%	-40.3%	-62.9%
			002780.SZ	三夫户外	9.6	19.4%	15.1%	22.4%	0.5	348.2%	105.7%	223.1%
			600398.SH	海澜之家	216.3	3.2%	1.7%	4.9%	21.7	0.3%	-3.4%	12.1%
			002563.SZ	森马服饰	150.9	3.2%	3.3%	3.1%	8.9	21.5%	-41.2%	-3.0%
	非运动服饰	A股	300888.SH	稳健医疗	109.5	22.0%	31.3%	14.3%	7.7	10.4%	28.1%	-11.3%
			603877.SH	太平鸟	63.3	-6.9%	-7.9%	-6.0%	1.7	32.6%	-54.6%	10.7%
			002154.SZ	报喜鸟	51.7	0.3%	-3.6%	3.9%	3.4	31.0%	-42.7%	-4.3%
			603518.SH	锦泓集团	42.0	-4.4%	-4.0%	-4.7%	2.3	26.1%	-23.0%	-28.9%
			002832.SZ	比音勒芬	43.1	7.7%	8.6%	6.9%	5.5	29.5%	-13.6%	-54.7%
		港股	601566.SH	九牧王	29.8	-6.5%	-5.0%	-7.9%	2.9	67.1%	248.5%	-4.8%
			603808.SH	歌力思	28.6	-5.9%	-5.3%	-6.5%	1.6	153.3%	45.3%	/
			603587.SH	地素时尚	21.4	-3.7%	-5.5%	-1.8%	2.6	14.2%	-23.5%	11.5%
			1913.HK	普拉达	470.9	15.2%	17.9%	12.7%	70.2	11.1%	10.3%	11.8%
			1910.HK	新秀丽	245.8	-4.7%	-5.6%	-3.8%	20.3	18.2%	-27.7%	-9.8%
家纺	A股	3709.HK	赢家时尚	62.9	-4.6%	-6.1%	-3.1%	4.0	15.3%	3.2%	-42.3%	
		3306.HK	江南布衣	55.5	5.9%	6.1%	5.7%	8.9	5.1%	4.4%	6.6%	
		1234.HK	中国利郎	40.7	11.5%	7.9%	14.3%	5.0	9.0%	-13.4%	43.6%	
		002293.SZ	罗莱生活	48.4	6.1%	3.6%	8.3%	5.2	20.1%	17.0%	21.9%	
		603365.SH	水星家纺	45.3	8.0%	6.4%	9.2%	4.1	11.0%	-3.4%	20.5%	
纺织制造	代工制造	A股	002327.SZ	富安娜	25.8	14.2%	16.6%	12.3%	3.4	38.0%	-51.3%	-29.0%
			300979.SZ	华利集团	249.8	4.1%	10.4%	-1.7%	32.1	16.5%	-11.1%	-21.7%
			605138.SH	盛泰集团	34.2	-6.6%	-6.2%	-7.1%	0.3	34.9%	21.5%	10.0%
			300577.SZ	开润股份	48.9	15.4%	32.5%	2.3%	3.3	13.1%	-24.8%	8.7%
			603558.SH	健盛集团	25.9	0.6%	0.2%	0.9%	4.0	24.6%	-14.5%	65.3%
	A股	605080.SH	浙江自然	10.2	2.1%	14.2%	16.0%	1.9	3.4%	44.5%	-45.7%	
		2313.HK	申洲国际	309.9	8.1%	15.3%	2.2%	58.3	-6.7%	8.4%	-20.0%	
		0551.HK	裕元集团	564.5	-4.0%	1.6%	-9.3%	26.8	-5.0%	-6.8%	-3.6%	
		2232.HK	晶苑国际	185.6	4.6%	12.9%	-2.0%	15.8	9.6%	17.5%	3.9%	
		纺织材料	A股	002042.SZ	华孚时尚	80.5	25.2%	37.2%	-6.8%	0.6	127.6%	-44.0%
	601339.SH			百隆东方	78.6	-1.0%	-10.0%	-8.0%	6.6	60.0%	67.5%	50.0%
	603055.SH			台华新材	64.1	10.0%	-8.6%	11.3%	5.3	26.8%	-23.3%	-31.7%
	002003.SZ			伟星股份	48.0	2.7%	1.8%	3.6%	6.4	-8.0%	-11.2%	-3.2%
	000726.SZ			鲁泰A	59.0	-3.1%	-0.1%	-5.6%	5.9	44.7%	12.4%	-3.1%
	港股	603889.SH	新澳股份	50.5	4.4%	-0.1%	9.3%	4.8	12.1%	1.7%	29.2%	
605189.SH		富春染织	34.1	11.9%	8.8%	14.3%	0.8	39.2%	-83.9%	48.8%		
300918.SZ		南山智尚	17.9	1.0%	-5.8%	26.5%	1.3	32.9%	-8.7%	-51.2%		
2678.HK		天虹国际集	227.2	-1.4%	-1.9%	-0.9%	9.1	64.9%	55.2%	74.3%		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司季报：服装家纺复苏信号增强，纺织制造分化明显

图：纺服公司季度收入与净利润变化概览

服装家纺：25Q4板块环比总体改善但仍存在分化。三夫户外、海澜之家、报喜鸟、水星家纺、罗莱生活收入利润均实现正增长，表现相对稳健；牧高迪、太平鸟、富安娜收入利润则双双下降。进入26Q1，三夫户外、森马服饰、罗莱生活、报喜鸟收入和利润增速均超过10%；海澜之家收入利润同比微增，保持平稳；但牧高笛、锦泓集团则延续了收入利润双降的调整态势。

纺织制造：25Q4代工龙头华利集团收入利润均出现同比下滑；百隆东方净利润同比扭亏，浙江自然、伟星股份、鲁泰A利润端则承压。26Q1趋势延续分化，百隆东方、健盛集团、富春染织、盛泰集团盈利持续高增；开润股份、新澳股份收入实现正增长，且利润增速达双位数；伟星股份、南山智尚则表现为收入增长而利润下滑。华利集团、台华新材、鲁泰A收入利润均出现下滑。

行业	细分板块	证券代码	证券简称	25Q4收入 (亿元)	26Q1收入 (亿元)	25Q4 YoY	26Q1 YoY	25Q4净利 润(亿元)	26Q1净利 润(亿元)	25Q4 YoY	26Q1 YoY
服装家纺	运动服饰	603908.SH	牧高笛	1.9	2.7	3.7%	9.8%	-0.7	0.2	-17.6%	33.3%
		002780.SZ	三夫户外	3.7	2.6	23.4%	36.0%	0.3	0.3	206.9%	141.9%
	非运动服饰	600398.SH	海澜之家	60.3	66.6	5.8%	7.7%	3.0	9.5	21.0%	1.5%
		002563.SZ	森马服饰	52.5	34.5	0.4%	2.0%	3.6	3.1	-7.0%	45.2%
		300888.SZ	稳健医疗	30.5	26.8	5.0%	2.8%	0.4	2.5	74.7%	1.2%
		603877.SH	太平鸟	21.2	16.6	6.3%	0.7%	1.5	1.4	-3.1%	10.3%
		002154.SZ	报喜鸟	16.9	14.4	4.5%	0.5%	1.1	2.4	32.7%	39.0%
		603518.SH	锦泓集团	13.7	10.7	7.1%	3.3%	1.1	1.1	22.4%	24.5%
		002832.SZ	比音勒芬	11.1	15.2	0.8%	8.4%	-0.7	3.9	471.8%	16.5%
		601566.SH	九牧王	8.5	9.5	7.6%	5.7%	-0.2	0.7	38.3%	63.8%
		603808.SH	歌力思	8.4	7.4	5.1%	7.8%	0.5	0.4	15.5%	0.1%
		603587.SH	地素时尚	5.9	5.1	2.4%	6.2%	0.2	1.0	-0.4%	21.8%
	家纺	002293.SZ	罗莱生活	14.5	11.6	7.0%	5.9%	1.8	1.5	4.9%	30.5%
		603365.SH	水星家纺	15.5	9.8	2.8%	5.7%	1.7	1.1	11.2%	17.1%
纺织制造	代工制造	002327.SZ	富安娜	9.6	6.1	4.8%	4.3%	1.8	0.6	29.0%	15.1%
		300979.SZ	华利集团	63.0	43.1	3.0%	9.4%	7.7	3.8	22.7%	49.6%
		605138.SH	盛泰集团	9.6	9.0	5.4%	0.1%	-0.1	1.7	24.1%	711.7%
		300577.SZ	开润股份	11.7	12.6	3.5%	1.9%	0.5	1.0	11.6%	15.7%
		603558.SH	健盛集团	7.0	5.8	8.1%	2.8%	1.0	0.9	56.0%	51.9%
		605080.SH	浙江自然	2.1	3.8	3.0%	5.7%	0.1	0.7	59.8%	25.3%
	纺织材料	002042.SZ	华孚时尚	22.9	20.3	59.3%	7.0%	0.1	0.3	102.0%	181.0%
		601339.SH	百隆东方	21.4	19.9	4.4%	4.8%	1.1	2.4	4369.9%	39.8%
		603055.SH	台华新材	17.0	14.4	1.9%	2.9%	1.1	1.3	5.0%	19.3%
		002003.SZ	伟星股份	11.7	10.4	6.7%	6.2%	0.6	0.9	20.2%	-7.2%
		000726.SZ	鲁泰A	16.0	13.6	5.0%	6.7%	0.9	0.9	25.8%	36.9%
		603889.SH	新澳股份	11.6	12.9	9.4%	6.5%	1.0	1.2	76.4%	18.6%
		605189.SH	富春染织	10.0	8.7	7.0%	30.3%	0.5	0.7	138.5%	1415.9%
		300918.SZ	南山智尚	5.7	5.7	25.3%	57.1%	0.1	0.3	83.8%	17.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

03

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

04

代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强

05

纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显

06

投资建议

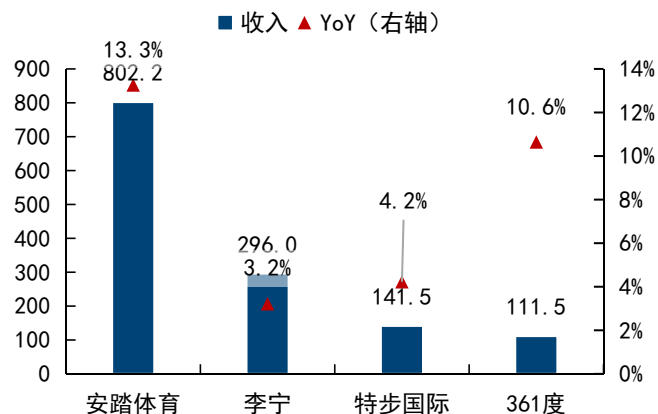
运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

年度业绩：稳定增长，净利率改善，维持高分红

成长趋势方面，收入端，安踏体育、361度延续双位数增长，分别同比+13.3%/10.6%，特步国际、李宁分别小幅增长4.2%/3.2%；净利润端，安踏核心净利润增长13.9%（剔除Amer上市及配售影响），特步增长10.8%（剔除一次性税费影响以及KP亏损），361度增长14.0%，李宁净利润同比下滑2.6%。细分品牌中，安踏旗下迪桑特/可隆等其他品牌收入增速达59.2%，高基数基础上继续保持快速增长。

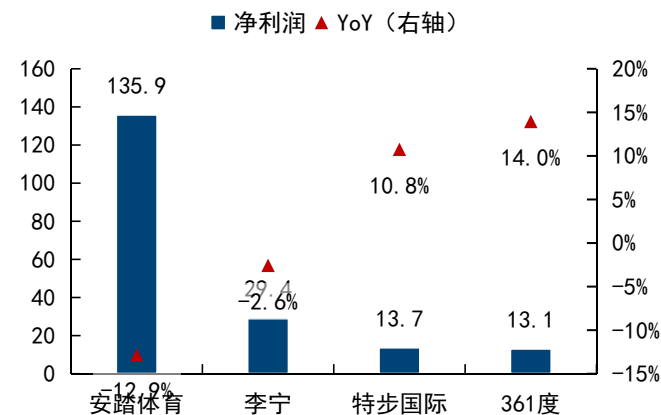
利润率方面，安踏以62.0%毛利率（同比-0.2pct），16.9%净利率（同比-5.1pct）领跑行业，剔除Amer上市和配售影响后同比+0.1pct；李宁49.0%毛利率（同比-0.4pct），主要受渠道结构调整及直营渠道促销竞争加剧影响，9.9%净利率（同比-0.6pct），主要由于实际税率提升；特步42.8%毛利率（同比-0.4pct），9.6%净利率（同比+0.6pct），主因政府补助及金融资产投资收益增加；361度41.5%毛利率（同比持平），11.4%净利率（同比+0.3pct），基本保持稳定。

图：运动服饰公司收入变化



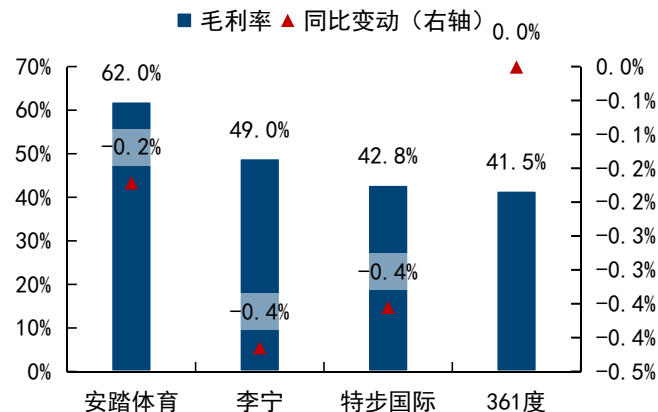
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司净利润变化



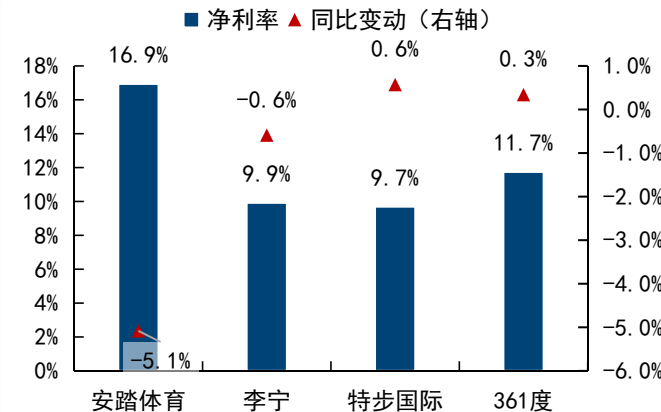
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司净利率变化



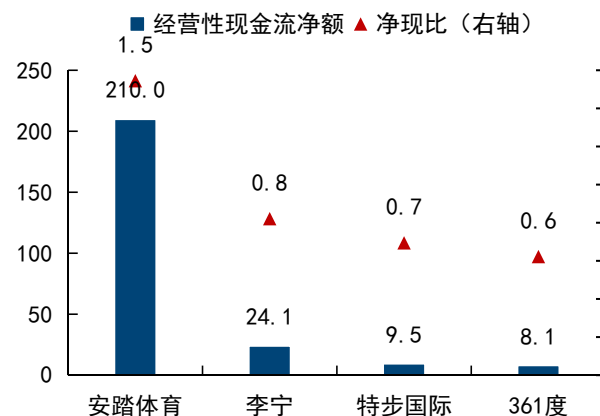
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

年度业绩：稳定增长，净利率改善，维持高分红

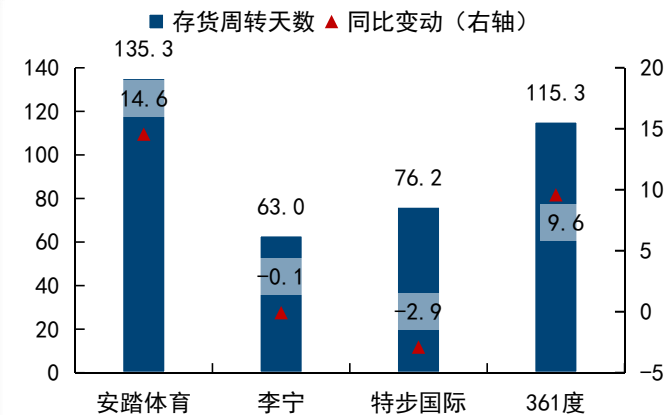
- 现金流方面，安踏体育、李宁、特步国际、361度净现比分别为1.5/0.8/0.7/0.6；李宁保持高效的运营能力，各项周转率领先；特步存货、应收天数优化明显但应付天数缩短；361度经营性现金流净额大幅回升至8.1亿元，主因公司持续优化营运资本管理所致。
- 分红方面，运动服饰公司保持较高的分红比例，特步以50.4%分红率居首，安踏、李宁保持50%+水平，361度保持45%水平。

图：运动服饰公司经营性现金流



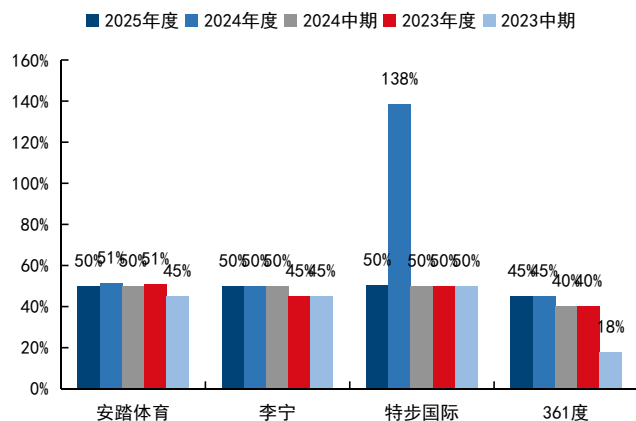
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司存货周转天数



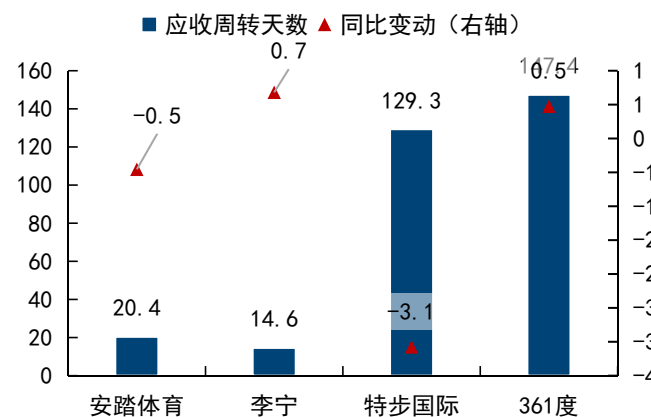
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司分红率变化



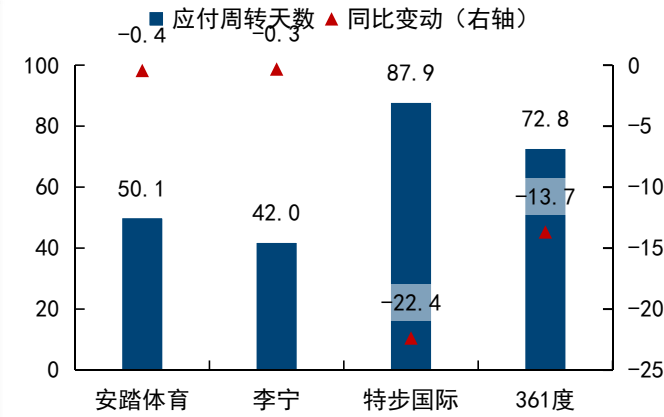
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司应付账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

季度变化：增长差异分化明显，库存折扣维持稳定

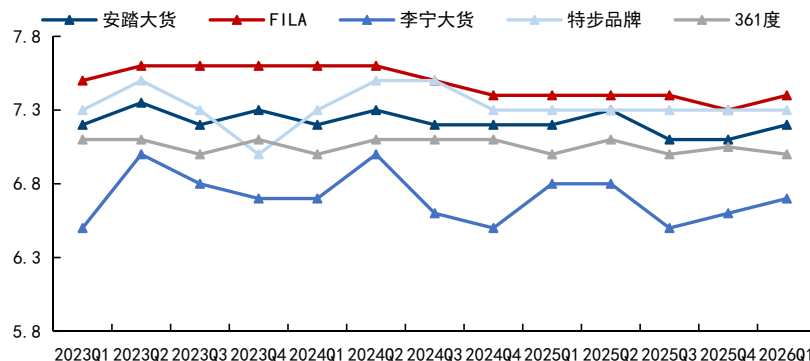
图：运动服饰公司大中华区流水变化对比

- 流水对比方面，大众综合运动品牌以中高个位数的增长为主，而表现较好的阿迪达斯、FILA、361实现双位数增长，尤其阿迪较2024年增长加速明显；较差的品牌耐克、UA呈双位数下滑。细分品牌延续快速增长，迪桑特、可隆和MAIA合计增长40-45%，增速稳定，亚瑟士增长24%。
- 折扣方面，在25Q4多数品牌折扣保持稳定，但库存增加，而进入26Q1折扣继续保持稳定，库存也有所改善。总体仍在健康水平。

YoY	本土运动品牌公司							国际品牌中国代理商				国际品牌中国区					
	安踏品牌	FILA	迪桑特可隆	李宁大货	特步品牌	361大货	361童装	宝胜	滔搏	耐克	阿迪达斯	彪马	UA亚太	亚瑟士	LULU	VF	优衣库
2022Q1	18%	5%	43%	28%	32%	18%	23%	-25%	-18%	-8%	-35%	-17%	-13%	0%	13%	-2%	
2022Q2	-5%	-8%	22%	-8%	15%	12%	23%	-24%	-28%	-20%	-35%	-2%	-4%	7%	30%	-14%	
2022Q3	5%	12%	43%	15%	22%	15%	23%	-8%	-3%	-13%	-27%	10%	14%	43%	70%	-10%	
2022Q4	-8%	-12%	12%	-12%	-8%	0%	3%	-20%	-18%	6%	-50%	2%	1%	28%	30%	-1%	
2023Q1	5%	8%	77%	5%	20%	13%	23%	7%	-12%	1%	-9%	27%	31%	41%	79%	10%	
2023Q2	8%	18%	73%	15%	18%	15%	25%	16%	23%	25%	16%	24%	21%	38%	61%	31%	
2023Q3	8%	13%	48%	5%	18%	18%	30%	-6%	-3%	12%	6%	5%	7%	12%	53%	14%	
2023Q4	18%	28%	58%	23%	32%	23%	42%	-11%	13%	8%	37%	3%	8%	10%	82%	7%	
2024Q1	5%	8%	28%	3%	8%	20%	22%	-8%	3%	6%	8%	1%	5%	25%	52%	10%	
2024Q2	8%	5%	43%	-2%	10%	10%	15%	-11%	-5%	7%	9%	2%	-7%	37%	37%	4%	
2024Q3	5%	-2%	48%	-5%	5%	10%	10%	-11%	-12%	-3%	9%	3%	-10%	20%	36%	9%	
2024Q4	8%	8%	53%	8%	8%	10%	13%	-3%	-5%	-11%	16%	10%	-6%	37%	48%	4%	
2025Q1	8%	8%	68%	3%	5%	12%	12%	-5%	-5%	-15%	13%	-5%	-26%	25%	22%	-1%	
2025Q2	3%	5%	53%	1%	3%	10%	10%	-12%	-5%	-20%	11%	-3%	-10%	19%	24%	-6%	
2025Q3	3%	3%	48%	-5%	3%	10%	10%	-8%	-5%	-10%	10%	-9%	-14%	23%	25%	-2%	
2025Q4	-1%	5%	38%	-2%	0%	10%	10%	-5%	-8%	-16%	15%	-13%	-5%	24%	34%	-4%	
2026Q1	8%	12%	43%	5%	3%	10%	10%	-1%	-10%	-10%	17%	8%				7%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

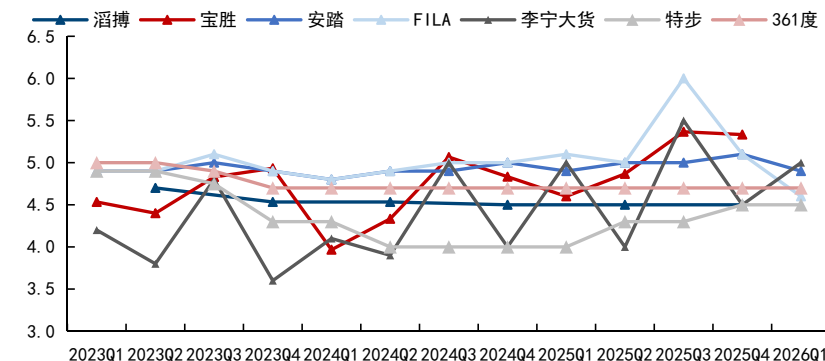
图：运动服饰公司折扣变化



折扣同比	安踏大货	FILA	李宁大货	特步品牌	361度
2025Q4	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0
2026Q1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司库销比变化



库销比同比	滔搏	宝胜	安踏	FILA	李宁大货	特步	361度
2025Q4	0.0	0.5	0.1	0.1	0.5	0.5	0.0
2026Q1	-	-	0.0	-0.5	0.0	0.5	0.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

门店变化：着重运营优化，2025全年开店放缓或闭店调整，2026细分品牌开店持续

- 门店情况，2025上半年大部分品牌呈现店铺数量同比减少的趋势，除安踏外，其余三家运动服饰公司各类店铺合计同比减少均超过200家；而2025下半年这种趋势也一直持续，主要基于当下的谨慎消费环境，品牌对门店盈利能力和渠道模型持续优化的结果。
- 安踏在2025年仍呈现最少的店铺缩减情况，结合品牌2026年的门店规划，安踏冠军店有继续开店的空间；而作品集和超级安踏的开店会略微保守，超级安踏因仍在调试阶段，新业态会涉及关店与改造。整体上，安踏品牌的店铺净增长将保持保守。FILA2026年目标总店数1900-2000家，迪桑特2026年底目标开至260-270家；可隆2026年底目标开至220-230家。
- 李宁直营业务计划净增50多家门店，其中包括约30家“龙店”和20-25家常规店；批发渠道计划净增30到40家；童装业务由于基数较低，计划净增140到150家；1990则计划净增5家门店。在关店方面，中国李宁计划净关店约30家。
- 特步主品牌预计门店数量的微调，并计划新增约500家DTC店铺。索康尼将继续执行高端化策略，并计划于6月初在香港K11、北京及上海开设旗舰店；而迈乐则计划在2026年开始尝试线下布局，为2027年的正式开店做准备。
- 361度在2025年门店减少最多，预计2026年超品店是扩张的核心，目标新增不低于100家。会优化渠道结构以提升童装独立门店的占比。此外，Oneway开店策略以求稳为主。

图：运动服饰公司门店数量变化

公司	品牌	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H	同比	环比
安踏体育	安踏	9633	9831	9904	9919	9909	9855	-4	-4
	FILA	1942	1972	1981	2060	2054	2040	-20	-14
	迪桑特	183	187	197	226	241	256	30	15
	可隆	160	164	160	191	199	209	18	10
	合计	11918	12154	12242	12396	12403	12360	-36	-43
李宁	李宁直营	1423	1498	1495	1297	1278	1192	-105	-86
	李宁经销	4744	4742	4744	4820	4821	4883	63	62
	李宁儿童	1281	1428	1438	1468	1435	1464	-4	29
	合计	7448	7668	7677	7585	7534	7539	-46	5
特步国际	特步大货	6443	6571	6578	6382	6360	6357	-25	-3
	特步儿童	1588	1703	1706	1584	1564	1488	-96	-76
	合计	8031	8274	8284	7966	7924	7845	-121	-79
361度	361度大货	5642	5734	5740	5750	5669	5394	-356	-275
	361度儿童	2448	2545	2550	2548	2494	2364	-184	-130
	合计	8090	8279	8290	8298	8163	7758	-540	-405

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

渠道对比：电商增长仍然较快，但25下半年也出现放缓

- 电商表现方面，3家本土运动品牌公司在2025年的电商增长表现均好于线下，在收入的占比也达到30%左右，其中安踏最高，有超过36%左右的占比。直播平台在去年是增长最快的线上渠道。今年以来线上仍然表现比线下略好的趋势。

图：运动服饰公司电商渗透率和同比变化（百万元）

公司	类型	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
安踏体育	收入	4569	5108	4635	5296	5567	6418	6131	6732
	渗透率	34.2%	35.6%	32.7%	32.8%	34.6%	36.8%	36.2%	37.8%
	同比	26.6%	10.8%	1.4%	3.7%	20.1%	21.2%	10.1%	4.9%
李宁	收入	3534	3931	3595	3936	4004	4301	4300	4443
	渗透率	28.5%	29.3%	25.6%	29.0%	27.9%	30.0%	29.0%	30.1%
	同比	19.2%	14.0%	1.7%	0.1%	11.4%	9.3%	7.4%	3.3%
361度	收入	782	904	1079	1246	1253	1357	1817	1469
	渗透率	21.4%	27.3%	25.0%	30.3%	24.4%	27.5%	31.8%	27.0%
	同比	60.3%	22.2%	38.0%	37.9%	16.1%	8.9%	45.0%	8.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

品牌线上：休闲鞋、板鞋、户外为主要增长热点

- 行业在2026第一季度延续较好的景气度，运动服饰、户外服饰均呈现量价齐升的趋势，在总体双位数增长下价格增长提速。价格驱动力主要来自服饰品类，主要由于价格较高的运动服饰品牌增长更快，以及运动户外品牌羽绒服销售占比增加所致。运动鞋继续由销量驱动增长，均价延续小幅下跌但跌幅收窄。由休闲鞋、板鞋驱动明显，篮球鞋占比延续下降势，跑鞋销售额小幅下降，但运动鞋整体销售额也呈现增长。
- 国际品牌中耐克调整阵痛持续，阿迪达斯运动鞋服均双位数增长。本土品牌中安踏、李宁表现较好，361、特步承压。消费者的购买决策变化：在细分品类中，户外鞋量价齐升；碳板/马拉松等竞速鞋款降价幅度最大却未换来需求增长；通勤鞋则是典型的向低价市场扩容；休闲时尚鞋价格与销量基本稳定；训练与缓震鞋款也以降价换取了增长；在时尚产品上，头部国际品牌潮鞋单品调整进入低基数，降幅收窄但均价仍有压力。天猫平台占比在两大品类均呈现回升趋势。

图：运动户外品牌半年度线上增长

运动服饰		同比增长(%)									
品牌		22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2	26HTD	
阿迪达斯 Ac		46	-9.5	-28	-2.9	19	21	17	0.9	38	
耐克 Nike		5.5	-5.1	35	34	23	29	-0.7	-13	-9.0	
斐乐 Fila		51	30	24	18	20	29	3.8	5.3	26	
李宁 Lining		29	12	-7.0	-7.5	-3.2	13	3.1	-0.4	17	
安踏 Anta		20	1.1	-11	-5.9	13	19	-6.8	-7.5	14	
露露乐蒙 Lu		42	61	54	49	43	73	44	49	31	
特步 Xtep		24	4.2	-15	-13	13	11	6.0	0.4	-1.8	
斯凯奇 Skec		38	-4.6	15	4.0	5.6	-10	-23	-5.4	22	
鸿星尔克 Er	260	-1.8	19	0.3	3.0	-7.0	-11	-8.6	-10		
亚瑟士 Asic		33	22	21	-0.3	3.2	18	11	8.7	18	
彪马 Puma		-24	-4.7	42	-1.0	-3.4	19	-10	-2.4	12	
361°		34	19	33	16	12	16	-0.5	-8.4	-18	
迪桑特 Desc		49	8.8	36	48	56	48	45	59	13	
新百伦 New		47	13	29	0.6	-6.1	-1.0	-8.5	-7.3	-1.6	
骆驼 Camel		33	9.4	53	107	81	90	71	50	28	
户外服饰		同比增长(%)									
品牌		22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2	26HTD	
骆驼 Camel		71	202	367	165	69	34	17	29	42	
凯乐石 Kail		59	20	75	35	116	220	179	53	30	
伯希和 Pell		14	17	109	233	155	135	100	31	33	
始祖鸟 Arc'		66	27	45	59	135	178	32	-8.7	19	
可隆 Kolon		119	54	77	54	88	88	104	41	37	
北面 The Nc		94	85	50	43	32	24	2.3	-1.8	4.1	
蕉下 Beneur		60	31	39	78	5.8	-4.3	-1.1	30	1.1	
鸭鸭 Yaya		215	1.3	3.8	367	393	6.2	-23	37	97	
波司登 Bosi		116	42	38	30	24	-13	-1.3	-6.5	13	
迪卡侬 Deca		16	35	55	60	78	52	57	37	36	

资料来源：久谦，国信证券经济研究所

重点公司财报分析

安踏体育：2025年核心利润增长14%，FILA盈利能力提升

- **2025年公司核心净利润增长13.9%，多品牌矩阵驱动高质量增长。**2025年公司收入增长13.3%至802.2亿元，不包括由Amer Sports上市及配套权益摊薄所致的非现金盈利的归母净利润增长13.9%至135.9亿元。其中，毛利率较低的电商业务占比持续增加等原因导致毛利率同比下降0.2个百分点，但通过严格的成本管控与运营提效，经营利润率同比提升0.4个百分点至23.8%；存货周转天数同比增加14天至137天，应收和应付账款天数保持稳定，经营现金流入净额约为210亿元，净现金约为317亿元；全年延续较高派息率50.1%，并于年内购回约为港币16.8亿元的股份。2025年下半年实现收入增长12.4%，其中毛利率和经营利润率分别同比上升0.3和0.1个百分点，核心净利润同比增长13.3%。
- **安踏增长稳健，FILA盈利提升，其他品牌高速增长。**2025年安踏/FILA/其他品牌收入347.5/284.7/170.0亿元，同比增长3.7%/6.9%/59.2%，经营利润率分别同比-0.3/+0.8/-0.7个百分点至20.7%/26.1%/27.9%。分品牌看，1) 安踏品牌竞技场旗舰店和Palace店月均店效分别突破300万/80万元，改造灯塔店300家，PG7、C-家族年销量分别增长110%和240%；2) FILA品牌由专业运动系列和鞋商品推动增长，老爹鞋家族全年销量近千万双；3) 迪桑特和可隆流水分别成功突破100亿和60亿；4) Amer Sports业绩增长迅速；5) 集团于2025年6月完成对德国户外品牌JACK WOLFSKIN的收购；6) 集团拟收购全球知名运动品牌PUMA29.06%的股权，成为其单一最大股东，持续围绕全球化能力建设进行长期投资。
- **管理层对体育行业与公司的发展保持信心。**管理层在业绩会上表示，看好中国运动消费的前景，指引2026年安踏品牌流水增长低单位数，经营利润率达20%左右；FILA品牌增长中单位数，经营利润率达25%左右；其他品牌（不含狼爪）增长超过20%，经营利润率25%以上。

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	87,979	95,812	104,391
(+/-%)	13.6%	13.3%	9.7%	8.9%	9.0%
净利润(百万元)	15596	13588	13978	15727	17506
(+/-%)	52.4%	-12.9%	2.9%	12.5%	11.3%
每股收益(元)	5.58	4.86	5.00	5.62	6.26
EBITMargin	26.4%	24.8%	19.6%	20.1%	20.6%
净资产收益率(ROE)	25.3%	20.7%	19.2%	19.5%	19.6%
市盈率(PE)	12.6	14.5	14.1	12.5	11.2
EV/EBITDA	10.6	10.0	12.4	11.3	10.4
市净率(PB)	3.19	2.99	2.70	2.44	2.20

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：安踏体育2025业绩一图

2020.HK	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
收入(百万元)	49,328	53,651	62,356	70,826	80,219	33,735	37,091	38,544	41,675
合计	49,328	53,651	62,356	70,826	80,219	33,735	37,091	38,544	41,675
YoY	38.9%	8.8%	16.2%	13.6%	13.3%	13.8%	13.4%	14.3%	12.4%
安踏	24,012	27,723	30,306	33,522	34,754	16,077	17,445	16,950	17,804
YoY	52.5%	15.5%	9.3%	10.6%	3.7%	13.5%	8.1%	5.4%	2.1%
FILA	21,822	21,523	25,103	26,626	28,469	13,056	13,570	14,182	14,287
YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	6.1%	6.9%	6.8%	5.4%	8.6%	5.3%
其他品牌	3,494	4,405	6,947	10,678	16,996	4,602	6,076	7,412	11,312
YoY	51.1%	26.1%	57.7%	53.7%	59.2%	41.8%	64.2%	61.1%	86.2%
毛利率	61.6%	60.2%	62.6%	62.2%	62.0%	64.1%	60.4%	63.4%	60.7%
安踏	52.2%	53.6%	54.9%	54.5%	53.6%	56.6%	52.6%	54.9%	52.3%
FILA	70.5%	66.4%	69.0%	67.8%	66.4%	70.2%	65.5%	68.0%	64.9%
其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	72.2%	71.8%	72.7%	71.8%	73.9%	70.1%
SG&A比率	41.9%	43.3%	40.7%	42.1%	41.9%	40.8%	43.3%	40.5%	43.3%
销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-36.2%	-35.5%	-35.0%	-37.3%	-34.4%	-36.4%
其中：广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-9.0%	-8.0%	-7.5%	-10.4%	-6.6%	-9.3%
管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.9%	-6.5%	-5.8%	-6.0%	-6.1%	-6.8%
其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	3.4%	3.7%	2.4%	4.3%	3.4%	4.0%
经营利润率	22.3%	20.9%	24.6%	23.4%	23.8%	25.7%	21.4%	26.3%	21.5%
安踏	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	20.7%	21.8%	20.2%	23.3%	18.3%
FILA	24.5%	20.0%	27.6%	25.3%	26.1%	28.6%	22.2%	27.7%	24.4%
其他品牌	18.4%	20.6%	27.1%	28.6%	27.9%	29.9%	27.6%	33.2%	23.8%
净融资收入占比	0.5%	0.2%	1.6%	2.2%	1.8%	2.1%	1.8%	1.5%	1.3%
分占合营/联营公司利润	-81	28	-718	198	1,203	-19	217	434	769
Amer上市权益摊薄所得				1,579		1,579			
Amer配售权益摊薄所得				2,090			2,090		
税前利润	11,240	11,355	15,640	21,884	21,446	10,930	10,954	11,161	10,285
综合	11,240	11,355	15,640	21,884	21,446	10,930	10,954	11,161	10,285
所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	22.4%	27.0%	23.0%	21.8%	27.3%	26.6%
净利润(百万元)	7,720	7,590	10,236	15,596	13,588	7,721	7,875	7,031	6,557
归母净利润	7,720	7,590	10,236	15,596	13,588	7,721	7,875	7,031	6,557
归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	22.0%	16.9%	22.9%	21.2%	18.2%	15.7%
YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	52.4%	-12.9%	62.6%	43.5%	-8.9%	-16.7%
净利润(百万元)	7,720	7,590	10,236	11,927	13,588	6,142	5,785	7,031	6,557
剔除Amer上市配售影响	7,720	7,590	10,236	11,927	13,588	6,142	5,785	7,031	6,557
归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.8%	16.9%	18.2%	15.6%	18.2%	15.7%
YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	13.9%	29.4%	5.4%	14.5%	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

李宁：全年收入增长3%，经营利润率小幅上升

- **2025年业绩稳健增长，盈利好于市场预期。**2025公司收入同比增长3.2%至296.0亿元，归母净利润同比下滑2.6%至29.4亿元。毛利率同比下降0.4个百分点至49.0%，主要受渠道结构调整及直营渠道促销竞争加剧影响。销售费用率得益于门店运营优化同比下降1.1个百分点至31.0%，但公司为强化品牌竞争力，策略性增加奥运营营销投入，广告及市场推广开支占收入比重由9.5%提升至10.7%。管理费用率同比小幅增加0.5个百分点至5.5%，其中包含因凯胜体育商誉减值7239万元。经营利润率同比提升0.4个百分点至13.2%，但在预提所得税增加导致实际税率提升的影响下，净利率同比下降0.6个百分点至9.9%。经营性现金流净流入48.5亿元，全年派息率维持50%，现金储备充裕。
- **跑步产品驱动增长，羽毛球与户外增长亮眼。**跑步/综训/运动时尚/篮球流水分别+10%/+5%/-9%/-19%，占比分别为31%/16%/28%/17%。跑步品类持续引领增长，专业跑鞋销量突破2600万双，其中超轻、赤兔、飞电三大核心系列新品销量超1100万双；年底推出的飞电6U、飞电6E、赤兔9U搭载全新超靚胶囊科技，能量回归率高达95%。此外，基数相对低的羽毛球、户外品类表现亮眼，分别增长30%和113%。
- **渠道健康度高，线下零售承压，电商平稳增长。**分渠道收入增速，批发/直营/电商分别增长+6.3%/+3.3%/+5.3%。全渠道库存健康，平均存货周转天数同比持平于64天；渠道新品库存占比85%。门店方面，总销售点7,609家（净增24家）。其中，直营渠道优化调整，门店净减少59家；加盟渠道（含李宁YOUNG）净增加83家，反映经销商信心逐步恢复。

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)	28,676	29,598	31,861	34,306	36,948
(+/-%)	3.9%	3.2%	7.6%	7.7%	7.7%
净利润(百万元)	3013	2936	2857	3378	3756
(+/-%)	-5.5%	-2.6%	-2.7%	18.3%	11.2%
每股收益(元)	1.17	1.14	1.11	1.31	1.45
EBITMargin	13.3%	13.0%	11.2%	12.4%	12.5%
净资产收益率(ROE)	11.5%	10.6%	9.8%	11.0%	11.5%
市盈率(PE)	17.1	17.6	18.1	15.3	13.8
EV/EBITDA	11.5	17.0	15.6	13.4	12.5
市净率(PB)	1.98	1.87	1.78	1.68	1.58

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：李宁2025业绩一图

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2024 1H	FY2024 2H	FY2025 1H	FY2025 2H
营收	25,803	27,598	28,676	29,598	14,345	14,330	14,817	14,782
批发	12,552	12,628	12,957	13,773	6,590	6,367	6,883	6,890
零售	5,330	6,907	6,883	6,655	3,503	3,381	3,383	3,272
电商	7,465	7,531	8,305	8,743	4,004	4,300	4,300	4,443
国际	456	532	531	427	248	283	250	177
营收YoY	14.3%	7.0%	3.9%	3.2%	2.3%	5.5%	3.3%	3.1%
批发	15.7%	0.6%	2.6%	6.3%	-2.0%	7.8%	4.4%	8.2%
零售	6.4%	29.6%	-0.3%	-3.3%	2.7%	-3.4%	-3.4%	-3.2%
电商	16.4%	0.9%	10.3%	5.3%	11.4%	9.3%	7.4%	3.3%
国际	53.9%	16.6%	-0.1%	-19.5%	-14.4%	17.0%	0.7%	-37.4%
毛利	12485	13352	14156	14489	7236	6921	7415	7074
销售费用	-7,314	-9,080	-9,199	-9,190	-4,327	-4,872	-4,293	-4,897
其中：A&P	-2,279	-2,496	-2,721	-3,166	-1,249	-1,472	-1,336	-1,830
管理费用	-1,113	-1,256	-1,428	-1,630	-680	-748	-777	-854
其他收入	805	524	154	228	184	-30	94	135
毛利率	48.4%	48.4%	49.4%	49.0%	50.4%	48.3%	50.0%	47.9%
销售费用率	-27.7%	-32.3%	-32.1%	-31.0%	-30.2%	-34.0%	-29.0%	-33.1%
其中：租售比	-5.6%	-7.7%	-7.1%	-6.8%	-7.1%	-7.2%	-6.6%	-7.0%
其中：A&P	-8.2%	-8.5%	-9.5%	-10.7%	-8.7%	-10.3%	-9.0%	-12.4%
管理费用率	-4.3%	-4.6%	-5.0%	-5.5%	-4.7%	-5.2%	-5.2%	-5.8%
其他收入占比	3.1%	1.9%	0.5%	0.8%	1.3%	-0.2%	0.6%	0.9%
经营利润	4,887	3,559	3,678	3,898	2,402	1,276	2,438	1,460
经营利润率	18.9%	12.9%	12.8%	13.2%	16.7%	8.9%	16.5%	9.9%
财务费用率	1.3%	1.2%	0.6%	0.1%	0.7%	0.5%	0.2%	0.0%
所得税率	-24.7%	-24.1%	-26.7%	-29.9%	-25.3%	-29.1%	-33.3%	-29.0%
归母净利润	4,064	3,187	3,013	2,936	1,952	1,061	1,737	1,198
归母净利率	15.7%	11.5%	10.5%	9.9%	13.6%	7.4%	11.7%	8.1%
归母净利润YoY	1.3%	-21.6%	-5.5%	-2.6%	-8.0%	-0.4%	-11.0%	13.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

特步国际：2025年净利润双位数增长，专业运动品牌利润率进一步改善

- **2025年收入稳健增长，净利润完成双位数增长目标。**2025年公司收入同比增长4.2%至141.5亿元，归母净利润同比增长10.8%至13.7亿元；分品牌看主品牌收入增长稳健，同比+1.5%；专业运动品牌增长亮眼，同比+30.8%；分品类看，鞋类收入增长4.5%，服装品类增长4.3%。毛利率同比下降0.4个百分点至42.8%，主因主品牌补贴及折扣率增加所致。销售费用率同比增加1.5个百分点至22.6%，主因电商相关的平台费用及物流成本增加，其中广告及推广费用率下降0.5个百分点至12.9%，主要受益于营销管理效率提升。管理费用率同比-0.8个百分点至9.7%。毛利率下降叠加费用率提升，经营利润率下降0.2个百分点至14.3%，归母净利率提升0.6个百分点至9.7%，主因政府补助及金融资产投资收益增加。存货/应收/应付账款周转天数分别+9/0/-14至77/120/87天。经营性现金流净额9.52亿元，保持稳定。末期股息每股9.5港仙，叠加中期股息全年派息率50.4%。
- **分品牌：专业运动品牌收入快速增长、利润率小幅改善。**1) 特步主品牌：深化跑步战略，国内六大标杆马拉松赛事穿着率位居全品牌第一。收入同比增长1.5%至125.2亿元，经营利润同比下滑1.8%至19.2亿元，主因毛利率下降及物流成本、电商平台费用增加。毛利率下降0.6个百分点至41.2%，主因补贴及折扣率增加所致，经营利润率下降0.6个百分点至15.3%。渠道方面，电商收入占主品牌超三分之一，抖音等直播平台收入增长40%。跑步品类为增长引擎，“两千公里”系列销量翻倍；线下公司持续推进DTC战略，升级门店形象，重点拓展奥莱及购物中心渠道。门店方面，成人及儿童门店较去年同期分别减少25/96家至6357/1488家。公司加速全球化战略，海外特跑族会员人数增长34倍至7000人，海外业务同比增长接近翻倍，跨境电商增长超过220%。2) 专业运动（索康尼和迈乐）：建立精英运动生活心智策略取得成功，收入同比增长30.8%至16.4亿元，经营利润同比增长46.4%至1.15亿元，毛利率同比下降1.7个百分点至55.5%，主因较低毛利服装产品销售占比提升所致，经营利润率同比+0.7个百分点至7.0%。索康尼坚持高端化的核心战略，积极拓展门店布局，中国门店较去年同期增长30家至175家。迈乐聚焦专业户外场景，保持线上高质量增长，同时计划2026年尝试线下布局，2027年正式线下开店。
- **2026年预计收入中单位数增长，利润率维持高单位数水平。**管理层预计2026年收入中单位数增长，利润率维持高单位数水平。主品牌店铺数量保持稳定，结构向商场大店转型，减少街铺，同时聚焦电商头部店铺运营，专业运动品牌增长20-30%且经营利润率持续提升。此外，公司计划投入超1亿元一次性费用，包括增加DTC投入及新的股权计划。

图：特步国际2025业绩一图

1368.HK		FY2024	FY2025	2024/6/30	2024/12/31	2025/6/30	2025/12/31
营收	合计	13,577.2	14,151.1	6,381.7	7,195.5	6,837.6	7,313.5
	特步品牌	12,326.9	12,515.1	5,789.2	6,537.7	6,052.5	6,462.6
	专业运动 (S、M)	1,250.3	1,636.0	592.5	657.8	785.1	850.9
占比	合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	特步品牌	90.8%	88.4%	90.7%	90.9%	88.5%	88.4%
	专业运动 (S、M)	9.2%	11.6%	9.3%	9.1%	11.5%	11.6%
同比	合计	6.55%	4.23%	10.5%	3.2%	7.1%	1.6%
	特步品牌	3.18%	1.53%	6.6%	0.3%	4.5%	-1.1%
	专业运动 (S、M)	57.17%	30.85%	72.1%	45.8%	32.5%	29.4%
毛利率	合计	43.2%	42.8%	45.1%	41.6%	45.0%	40.9%
	特步品牌	41.8%	41.2%	43.9%	39.9%	43.6%	38.9%
	专业运动 (S、M)	57.2%	55.5%	56.8%	57.5%	55.2%	55.7%
销售费用率	合计	-21.1%	-22.6%	-26.5%	-16.3%	-21.7%	-23.4%
	其中：广告及推广	-13.7%	-12.9%	-12.6%	-14.7%	-12.6%	-13.2%
行政费用率	合计	-10.5%	-9.7%	-12.6%	-8.7%	-9.4%	-9.9%
财务费用率	合计	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-1.5%	-1.5%	-1.9%
经营利润率	合计	14.5%	14.3%	18.7%	10.7%	19.1%	9.8%
	特步品牌	15.9%	15.3%	20.6%	11.7%	20.0%	11.0%
	专业运动 (S、M)	6.3%	7.0%	3.9%	8.3%	10.0%	4.2%
	总部分摊	-0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.7%	0.3%	-0.5%
	其他收入	金额	395.6	517.4	274.5	121.1	353.9
所得税	占比	2.9%	3.7%	4.3%	1.7%	5.2%	2.2%
	金额	-595.9	-601.8	-131.3	-93.1	-175.0	-131.2
	有效税率	31.3%	30.5%	-28.1%	-45.7%	-31.8%	-30.8%
归母净利润	金额	1,238.4	1,371.6	752.1	486.3	913.6	458.0
	净利率	9.1%	9.7%	11.8%	6.8%	13.4%	6.3%
	YoY	20.2%	10.8%	13.0%	33.4%	21.5%	-5.8%

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)	13,577	14,151	14,732	16,131	17,373
(+/-%)	6.5%	4.2%	4.1%	9.5%	7.7%
净利润(百万元)	1,238	1,372	1,294	1,529	1,604
(+/-%)	20.2%	10.8%	-5.7%	18.1%	4.9%
每股收益(元)	0.44	0.49	0.46	0.54	0.57
EBITMargin	9.1%	9.7%	8.8%	9.5%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	13.4%	11.9%	15.2%	20.9%
市盈率 (PE)	10.1	9.1	9.7	8.2	7.8
EV/EBITDA	12.6	13.1	12.7	10.7	10.4
市净率 (PB)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

361度：2025年业绩增长双位数，现金流大幅改善

- **全年收入和净利润双位数增长，派息率45%**。2025年公司收入增长10.6%至111.5亿元，归母净利润增长14.0%至13.1亿元，成人和童装收入分别实现9.1%和10.4%的增长。归母净利率提升0.3个百分点至11.7%，拆分来看，毛利率保持平稳，销售费用率下降1.7个百分点至20.2%，主要受益于广告及宣传开支费用率下降2.3个百分点至10.5%，管理费用率上升0.8个百分点至7.7%，主因慈善捐款增加所致。经营性现金流净额大幅改善，同比增长1067.0%至8.15亿元，净现比升至0.62，主因公司持续优化营运资金管理，在应收账款、应收票据与存货管理方面取得成效所致，存货/应收/应付周转天数分别+10/0/-14天至117/149/74天，其中存货周转天数增加主要为支持电商业务而主动备货，应付账款周转天数缩短主要为保障供应链稳定而调整付款条款。2025全年派息率维持在45.0%。
- **下半年收入增速稳定利润率提升，广宣费用同比下降**。2025年下半年公司收入和净利润分别同比增长10.3%和25.7%，净利润增长快于收入的正面因素包括销售费用率同比下降3.9个百分点，主因广告宣传费用率下降所致，预计主要受益于费用投放效率提升影响；负面因素包括管理费用率上升1.7个百分点、毛利率小幅下降，综合因素下公司下半年净利率提升1个百分点至8.3%。
- **店铺数量减少单店面积增加，超品店落地超100家，全面接入即时零售渠道**。2025年公司持续优化渠道质量，成人和童装分别净关店356家和184家至5394家和2364家，店铺面积增加明显，成人和童装单店面积分别提升16平米和12平米至165平米和124平米，成人门店全新十代店已有78家、九代店占比近75%，童装门店五代店占比超15%，四代店占比78.7%。公司于年内成功落地127家超品店（成人105家，儿童21家。柬埔寨1家），远超年初目标。2025年电商渠道在高基数影响下同比增长25.9%，专供品占比维持在80%以上，通过线上专供品与线下商品区隔，发挥电商独特价值和价格体系，此外，品牌已全面接入美团团购、美团闪购、淘宝闪购及京东秒送即时零售渠道，全国超千家门店响应，覆盖160+城市。

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)	10,074	11,146	12,189	13,091	13,932
(+/-%)	19.6%	10.6%	9.4%	7.4%	6.4%
净利润(百万元)	1149	1309	1478	1622	1741
(+/-%)	19.5%	14.0%	12.9%	9.8%	7.3%
每股收益(元)	0.56	0.63	0.71	0.78	0.84
EBITMargin	12.6%	13.6%	14.1%	14.5%	14.6%
净资产收益率(ROE)	12.3%	13.0%	13.2%	13.3%	13.1%
市盈率(PE)	9.9	8.7	7.7	7.0	6.5
EV/EBITDA	11.7	10.6	8.8	8.0	7.4
市净率(PB)	1.21	1.13	1.01	0.93	0.85

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：361度2025业绩一图

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	2024/6/30	2024/12/31	2025/6/30	2025/12/31
收入	6961	8423	10074	11146	5141	4932	5705	5441
分产品								
大货	5397	6197	7380	8052	3859	3518	4176	3880
儿童	1442	1924	2310	2532	1121	1192	1233	1294
其他	122	302	383	562	161	222	295	267
分渠道								
大货(批发)	3943	4237	5208	5135	2815	2393	2686	2448
儿童(批发)	1087	1373	1688	1746	839	849	819	927
电商	1685	2326	2609	3286	1253	1357	1817	1469
大货国际	124	185	185	418	73	112	88	330
收入YOY	17.3%	0.0%	19.6%	10.6%	0.0%	0.0%	11.0%	10.3%
分产品								
大货	13.7%	14.8%	19.1%	9.1%	18.2%	14.8%	8.2%	10.3%
儿童	30.3%	33.4%	20.1%	9.6%	23.1%	13.4%	10.0%	8.6%
其他	54.8%	148.1%	26.8%	46.5%	138.3%	247.6%	83.1%	20.0%
分渠道								
大货(批发)	7.7%	7.5%	22.9%	-1.4%	20.5%	17.5%	-4.6%	2.3%
儿童(批发)	24.2%	26.3%	22.9%	3.4%	24.3%	15.7%	-2.4%	9.2%
电商	37.3%	38.0%	12.2%	25.9%	16.1%	8.9%	45.0%	8.3%
大货国际	37.6%	50.0%	-0.1%	125.4%	-12.1%	9.8%	19.7%	194.4%
毛利率	40.5%	41.1%	41.5%	41.5%	41.3%	41.7%	41.5%	41.6%
大货	41.3%	41.6%	42.3%	42.8%	41.7%	42.9%	42.5%	42.9%
儿童	40.9%	42.0%	41.5%	41.6%	41.8%	41.5%	41.6%	42.4%
其他	2.5%	25.7%	26.9%	22.3%	29.3%	25.2%	26.4%	17.8%
费用率								
销售费用率	-20.6%	-22.1%	-22.0%	-20.2%	-17.8%	-26.3%	-18.2%	-22.4%
管理费用率	-7.8%	-7.5%	-6.9%	-7.7%	-6.1%	-7.9%	-5.8%	-9.6%
其他收入支出净额比率	3.3%	4.9%	3.0%	2.2%	3.2%	2.8%	2.5%	-0.8%
经营利润	1,074	1,384	1,576	1,767	1,060	516	1,137	630
YOY	-0.8%	28.8%	13.9%	12.1%	0.0%	0.0%	7.2%	22.1%
经营利润率	15.4%	16.4%	15.6%	15.9%	20.6%	10.5%	19.9%	11.6%
融资收入净额比率	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
所得税率	-23.3%	-23.7%	-23.7%	-23.9%	-21.9%	-27.3%	-22.9%	-25.6%
归母净利润	747	961	1,149	1,309	790	359	858	451
YOY	24.2%	28.7%	19.5%	14.0%	0.0%	39.2%	8.6%	25.7%
净利率	10.7%	11.4%	11.4%	11.7%	15.4%	7.3%	15.0%	8.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

03

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

04

代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强

05

纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显

06

投资建议

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

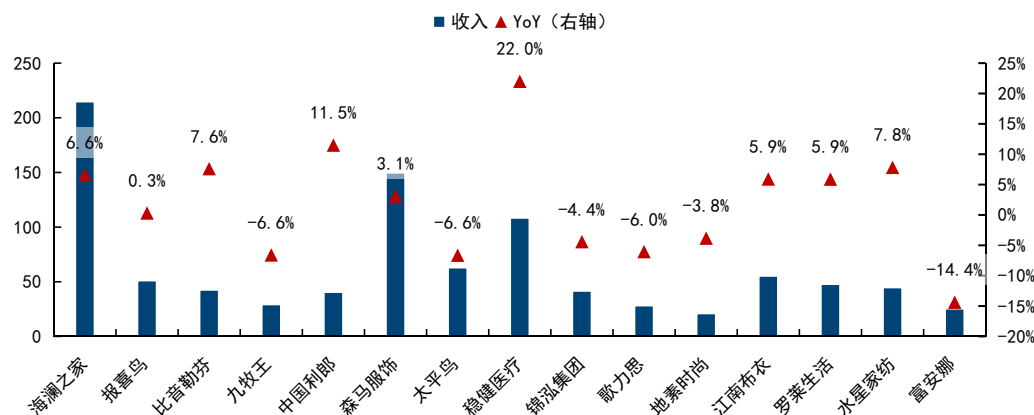
年度业绩：收入表现有所分化，利润端普遍承压，线上好于线下

1、收入：全年收入增速呈现分化，稳健医疗、中国利郎、水星家纺、比音勒芬收入增速分别为22.0%/11.5%/7.8%/7.6%，增速相对领先；海澜之家、江南布衣、罗莱生活、森马服饰、报喜鸟随正向增长但增速放缓至0.3%–6.6%。表现承压的包括富安娜（-14.4%）、太平鸟（-6.6%）、地素时尚（-3.8%）等，主要受消费环境疲软及品牌帮助渠道消化库存等影响。

分渠道看，线下零售仍面临压力，门店调整与客流下滑导致单店收入承压，但部分公司通过渠道扩张实现稳健表现，如比音勒芬2025年直营门店净增117家，直营收入同比增长6.9%；休闲服饰与家纺品牌的线上表现整体优于线下，其中比音勒芬线上收入同比增长71.5%，全棉时代增长18.7%，但部分品牌如罗莱生活、富安娜的电商渠道渗透率虽高，全年收入增速已放缓至个位数或出现下滑。

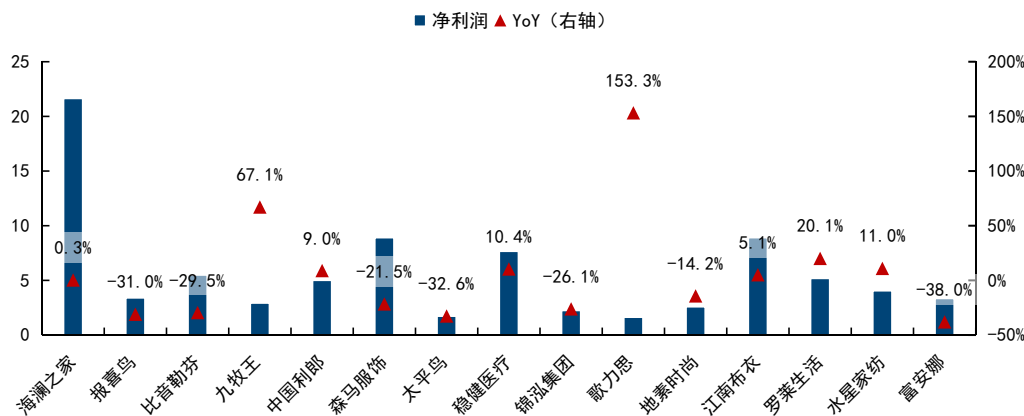
2、净利润：受负经营杠杆、销售费用率提升，以及部分公司去库促销影响毛利率、计提商誉减值等原因，超七成企业净利润增速低于收入增速。表现突出的有歌力思（153.3%），主因公司主动降本叠加汇兑收益提升，罗莱生活（20.1%），主要得益于毛利率同比提升2.52个百分点所致；九牧王（67.1%）也实现正增长。

图：休闲服饰家纺公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司净利润变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

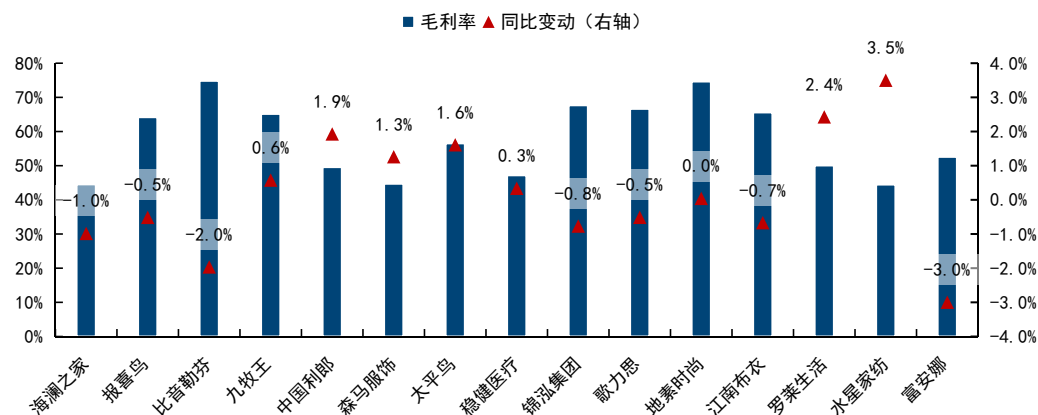
休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

年度业绩：收入表现有所分化，利润端普遍承压，线上好于线下

1、**毛利率**：行业整体毛利率分化明显，九牧王（+0.6pct）、中国利郎（+1.9pct）、森马服饰（+1.3pct）、太平鸟（+1.6pct）、稳健医疗（+0.3pct）、罗莱生活（+2.4pct）、水星家纺（+3.5pct）等实现提升，主要因部分高毛利产品占比提升、公司积极控制折扣等。毛利率明显下滑的包括比音勒芬（-2.0pct）、富安娜（-3.0pct），前者主因折扣有所加深，叠加直营门店快速扩张带来的初期摊销及促销活动，后者主因公司主动去库存促销及渠道结构变化所致。

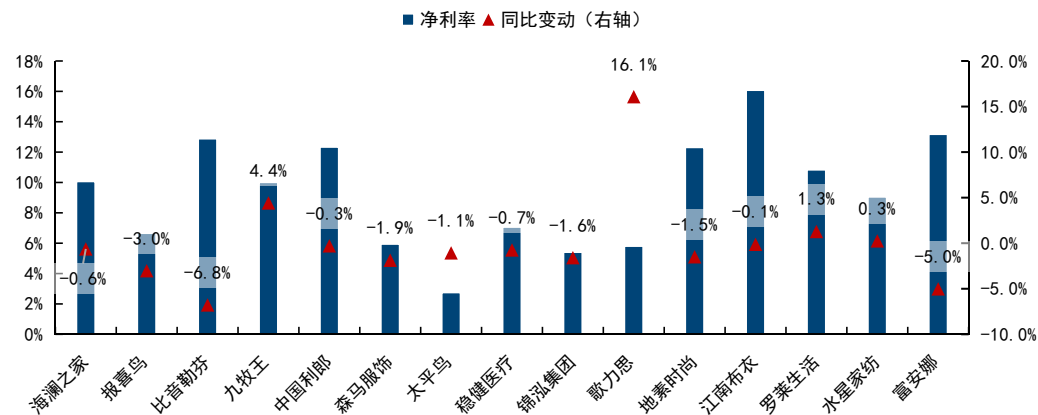
2、**净利率**：行业净利率中枢下移趋势延续，仅九牧王（+4.4pct）、歌力思（+16.1pct）、罗莱生活（+1.3pct）、水星家纺（+0.3pct）逆势改善。头部企业中海澜之家净利率10.1%（-0.6pct）、比音勒芬12.9%（-6.8pct）仍居行业前列，但同比降幅显著，其中比音勒芬主因公司直营门店净增较多导致店铺装修费、广告投入大幅增加所致。富安娜（-5.0pct）主因加盟渠道去库存加大促销叠加负向经营杠杆所致。

图：休闲服饰家纺公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司净利率变化



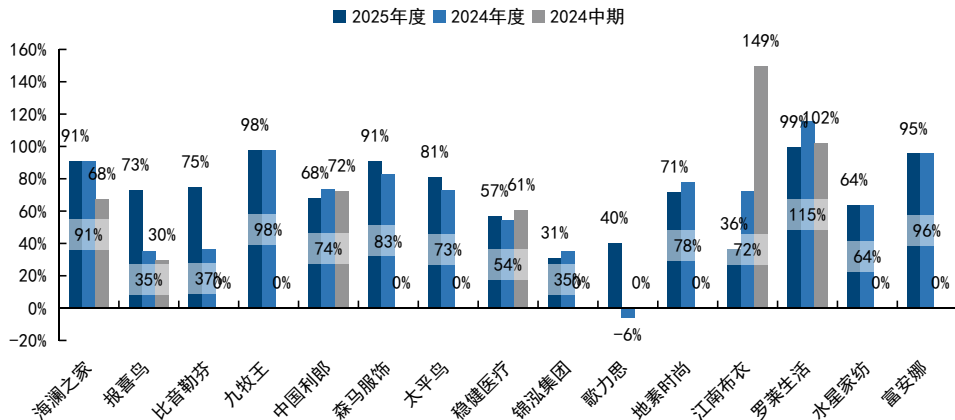
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

年度业绩：收入表现有所分化，利润端普遍承压，线上好于线下

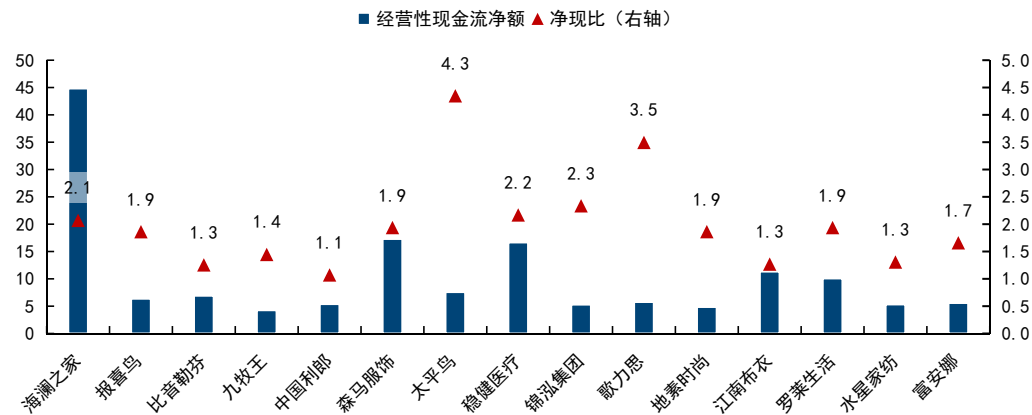
- 1、分红率：**伴随业绩增速放缓、同时为了响应政策号召、更好的回馈股东，大部分公司提升了分红水平，其中报喜鸟、比音勒芬的分红率同比均大幅提升38个百分点至73%和75%；地素时尚、稳健医疗小幅回落，但整体仍维持在57%-71%的较高区间；全财年分红率在90%以上的公司包括海澜之家、富安娜、罗莱生活、森马服饰、九牧王，分红率分别达91%/95%/99%/91%/98%。
- 2、现金流：**大部分公司现金流充裕，净现比基本均大于1。

图：休闲服饰家纺公司分红变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司经营性现金流



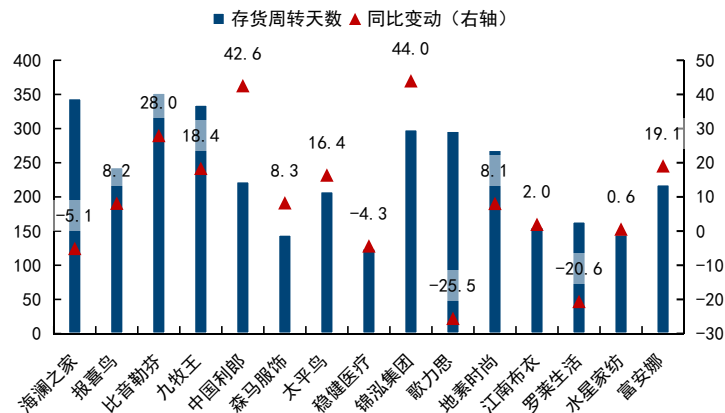
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

年度业绩：收入表现有所分化，利润端普遍承压，线上好于线下

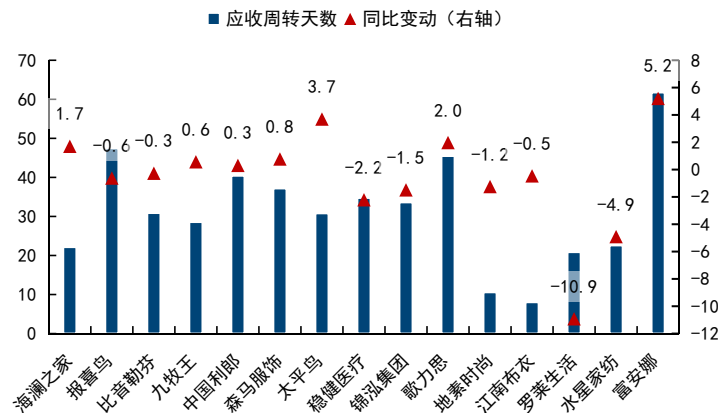
- 1、存货周转天数：**运营效率改善显著的包括歌力思（-25.5天）、罗莱生活（-20.6天）、海澜之家（-5.1天）、稳健医疗（-4.3）；周转压力加大的有中国利郎（+42.6天）、锦泓集团（+44.0天），前者预计主因主动备货所致，后者主要因终端销售不及预期。
- 2、应收账款周转天数：**富安娜（+5.2天）、太平鸟（+3.7天）回款周期延长，富安娜主因销售收入大幅下降所致；罗莱生活（-10.9天）、水星家纺（-4.9天）实现改善。行业平均周转天数维持在30-50天区间。

图：休闲服饰家纺公司存货周转天数



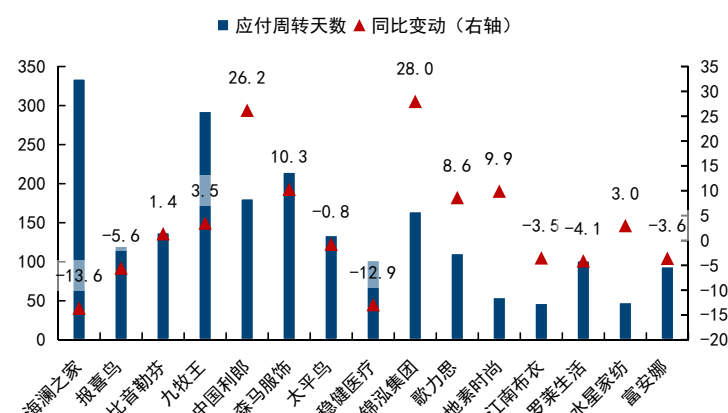
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司应付账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

品牌线上：2026年以来家纺品牌线上表现分化，休闲服饰品牌表现优异

- 休闲服饰品牌在电商三平台销售额，头部品牌2026年以来大部分维持正增长，部分品牌保持较快的增长趋势，尤其冬季羽绒服品牌多数增长亮眼，其中增速领先的品品牌包括坦博尔(145%) / 鸭鸭(63%) / 海澜之家(33%) / 雪中飞(30%) / 波司登(25%)。
- 家纺品牌进入2026年部分品牌增速掉队，增速较快的品牌有无印良品(49%) / 亚朵星球(37%)，但也呈现环比降速，富安娜降幅收窄至-6%。

图：休闲服饰家纺品牌电商销售额增速

休闲服饰品牌	同比增长(%)								
	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2	26HTD
Alessandro Paccuci	-	320	9	44	57	14	-0	22	8
鸭鸭 Yaya	378	77	24	12	31	-24	-50	4	63
波司登 Bosideng	123	37	46	25	24	7	4	24	25
优衣库 Uniqlo	-11	-9	-8	-7	6	44	6	2	3
猫人 Miiow	52	57	43	22	37	19	37	9	-5
雅鹿 Yaloo	251	40	26	-16	-25	-24	4	11	21
罗蒙 Romon	134	76	37	7	-13	-39	-13	-2	12
雪中飞 Snow Flying	231	41	-39	17	81	-5	20	22	30
啄木鸟男装 Tucano	126	132	65	118	94	-24	-0	-1	33
海澜之家 Hla	75	22	25	12	26	9	-9	16	33
皮尔卡丹 Pierre cardin	256	159	9	-34	63	-5	-20	14	33
坦博尔 Tanboer	163	3	59	39	42	308	184	63	145
恒源祥	-14	-1	-8	-25	-6	-29	-25	-3	10
蕉内 Bananain	38	56	47	-9	-11	9	8	12	27
草本初色	-	999	-53	9	381	438	143	34	-9

家纺品牌	同比增长(%)								
	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2	26HTD
亚朵星球	119	121	1,302	1,095	271	111	71	48	37
水星家纺 Mercury	54	-3	16	6	-14	10	36	-1	-15
洁丽雅 Grace	52	72	53	37	31	17	2	-1	-13
罗莱家纺 Luolai	48	6	17	25	5	10	37	30	-5
无印良品 Muji	85	46	116	71	43	24	158	161	49
富安娜 Fuanna	34	-5	-0	-3	-5	-0	3	-25	-6

资料来源：久谦，国信证券经济研究所

重点公司财报分析

罗莱生活：2025年高分红延续，2026一季度扣非净利增长29%

- **2025年收入稳健增长，盈利能力提升，分红率近100%**。2025年公司业绩表现亮眼，实现营业收入48.39亿元，同比增长6.13%；归母净利润5.20亿元，同比增长20.10%。公司整体毛利率同比提升2.52pct至50.53%，净利率同比提升1.30pct至10.74%，主要受益于高毛利的大单品和线上渠道收入高增。经营性现金流净额达10.07亿元，同比增长18.92%，净现比达1.94。公司维持高分红政策，拟每10股派发现金红利4.2元（含税），叠加已实施的2025年中期分红，全年合计分红5.17亿元，股利支付率高达99.46%。第四季度实现营收14.53亿元（同比+7.0%），归母净利润1.80亿元（同比+4.9%）。
- **2026一季度收入稳健增长，扣非净利润增长29%**。2026年第一季度公司延续增长势头，实现营收11.58亿元，同比增长5.87%；归母净利润1.48亿元，同比增长30.54%，扣非后归母净利润同比增长29.31%。盈利能力持续改善，毛利率同比提升3.61pct至49.58%，净利率同比提升2.4pct。利润端的高增长主要得益于线上渠道占比提升、高毛利爆品销售良好。
- **线上渠道高增驱动增长，被芯和枕芯品类表现突出**。1) 分渠道：2025年线上渠道成为增长主引擎，收入达17.47亿元，同比大幅增长26.40%，收入占比提升至36.11%。直营渠道表现稳健，收入同比增长6.44%，而加盟渠道收入同比微降0.98%。线下门店结构持续优化，全年净减少227家门店，其中加盟店净关店388家，直营店净关店70家，但存活直营门店店效提升明显，年均单店收入提升16.65%。毛利率方面，线上渠道毛利率提升4.17pct至57.49%，盈利能力强劲；直营渠道毛利率提升2.29pct至69.84%；加盟渠道毛利率则小幅下滑0.80pct。2) 分品类：被芯类作为第一大品类，收入达18.69亿元，同比增长17.53%，增长势头强劲，其毛利率同比提升1.74pct至54.77%。标准套件类收入14.76亿元，同比微增1.04%，毛利率提升2.20pct至53.93%。枕芯类收入3.21亿元，同比增长14.45%，毛利率在大单品驱动下提升2.62个百分点至60.65%。美国家具业务收入7.71亿元，同比下降6.27%，但亏损收窄，归母净利润为-0.27亿元。

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	5,376	5,728	6,029
(+/-)	-14.2%	6.1%	11.1%	6.5%	5.2%
净利润(百万元)	433	520	603	654	697
(+/-)	-24.4%	20.1%	16.0%	8.5%	6.5%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.72	0.78	0.84
EBITMargin	12.1%	13.1%	14.0%	14.2%	14.4%
净资产收益率(ROE)	10.3%	12.4%	14.0%	14.7%	15.2%
市盈率(PE)	20.3	17.0	14.6	13.5	12.7
EV/EBITDA	17.2	15.2	12.1	11.2	10.5
市净率(PB)	2.10	2.10	2.04	1.98	1.92

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：罗莱生活2025业绩一图

	2023	2024	2025	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
收入(百万元)	5315	4559	4839	2106	2454	2181	2657
直营	407.36	401.34	427.17	180.91	220.43	190.20	236.96
店数	335	411	375	361	411	381	375
单店收入	121.60	97.65	113.91	172.69	184.67	193.60	269.24
加盟	1,788.14	1,447.94	1,433.76	662.07	785.87	604.79	828.96
店数	2,395	2,227	2,036	2,329	2,227	2,142	2,036
单店收入	74.66	65.02	70.42	7.77	9.90	8.88	11.64
线上销售	1,609.71	1,382.38	1,747.28	623.41	758.98	737.62	1,009.66
其他渠道	462.16	505.36	459.72	213.61	291.75	256.33	203.40
美国	1,047.91	822.22	770.70	425.53	396.68	392.28	378.42
收入YOY	0.0%	-14.2%	6.1%	-14.3%	-14.2%	3.6%	8.3%
直营	31.7%	-1.5%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
店数	9.1%	22.7%	-8.8%	13.5%	22.7%	5.5%	-8.8%
单店收入	20.7%	-19.7%	16.7%	-18.2%	-34.1%	12.1%	45.8%
加盟	-3.9%	-19.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
店数	1.7%	-7.0%	-8.6%	-1.9%	-7.0%	-8.0%	-8.6%
单店收入	-5.5%	-12.9%	8.3%	-1.0%	7.2%	14.3%	17.6%
线上销售	8.6%	-14.1%	26.4%	-7.1%	-19.1%	18.3%	33.0%
其他渠道	-3.0%	9.3%	-9.0%	4.8%	12.9%	20.0%	-30.3%
美国	-11.6%	-21.5%	-6.3%	-19.7%	-23.4%	-7.8%	-4.6%
毛利率	47.3%	48.0%	50.5%	46.7%	49.1%	47.8%	52.7%
直营	67.3%	67.6%	69.8%	66.3%	68.6%	67.8%	71.5%
加盟	47.4%	48.8%	48.0%	47.5%	50.0%	45.1%	50.2%
线上销售	52.2%	53.3%	57.5%	53.4%	53.3%	54.8%	59.5%
其他渠道	42.3%	48.1%	45.3%	38.6%	55.0%	44.6%	46.2%
美国	33.8%	28.1%	31.8%	31.6%	24.3%	31.4%	32.1%
费用率							
销售费用率	24.7%	26.4%	26.7%	26.1%	26.7%	26.2%	27.2%
管理费用率	5.9%	6.6%	7.6%	6.4%	6.8%	7.9%	7.4%
研发费用率	2.1%	2.2%	2.2%	3.5%	1.0%	2.8%	1.7%
财务费用率	-0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.9%	-0.1%	-0.4%	0.1%
所得税率	15%	10%	16%	15%	7%	13%	18%
归母净利润(百)	572.44	432.85	519.86	158.57	274.28	185.49	334.37
YOY	-0.2%	-24.4%	20.1%	-44.3%	-4.7%	17.0%	21.9%
归母净利率	10.8%	9.5%	10.7%	7.5%	11.2%	8.5%	12.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

富安娜：2025年维持95%以上高分红，2026一季度业绩企稳回升

- **2025年收入及利润承压，分红率维持95%以上。**受客观市场环境消费疲软，行业竞争加剧，重要营销节庆活动产出不达预期等因素影响，公司2025全年实现营业收入25.85亿元，同比下降14.2%；归母净利润3.36亿元，同比下降38.0%。毛利率同比下降2.85pct至53.20%，主因去库存促销及渠道结构变化，叠加去年同期高基数所致；销售费用率同比上升4.77个百分点至32.40%，主因收入下滑的规模效应及线上渠道投入增加所致。管理费用率小幅下降0.17个百分点，信用减值损失较去年同期大幅转回3059万元，资产处置收益同比增加1199万元，三方面共同形成了阶段性缓冲，使归母净利率同比下降4.99个百分点至13.02%。经营性现金流净额同比增长52.41%至5.58亿元，净现比1.66，同比提升主要得益于有效的库存管理和回款控制。分红率保持高位，拟每10股派3.85元，合计派现3.21亿元，分红率95.4%。第四季度实现营收9.58亿元（同比-14.8%）；归母净利润1.77亿元（同比-28.9%），毛利率52.65%（同比-4.89pct），净利率18.44%（同比-3.71pct）。
- **2026一季度业绩企稳，收入利润均双位数增长。**公司在2025年进行渠道库存清理后，经营进入健康成长阶段。2026年第一季度营收6.13亿元（同比+14.3%），归母净利润0.65亿元（同比+15.1%），扣非归母净利润0.61亿元（同比+24.2%），非经项目（主要系政府补助减少及去年同期有信用减值冲回）占收入比例同比下降3.1个百分点。毛利率52.31%（同比-2.16pct），销售费用率同比-2.46pct至33.98%，预计主要受渠道结构变化影响，一季度加盟渠道补库拉动增长。经营现金流同比-35.4%至1.18亿元，主因一季度为支持销售增长，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。
- **线上渠道小幅增长，加盟渠道主动去库存致收入大幅下滑。**1) 分渠道：2025年直营/加盟/线上/团购渠道收入分别同比-9.83%/-44.51%/+2.37%/+13.95%，线上渠道通过与头部主播合作及深化内容运营，实现逆势增长，收入达11.47亿元，占比提升至44.38%；加盟渠道收入大幅下滑主要系公司主动控制发货节奏，帮助渠道消化库存。线下门店数小幅下降，直营和加盟门店分别+9/-88家，直营单店收入双位数下滑。毛利率方面，直营、加盟、团购、线上渠道毛利率分别下滑4.9/6.8/2.7/0.1pct。2) 分品类：核心品类承压，套件类收入10.32亿元（同比-13.6%），超越被芯类成为第一大品类，毛利率-2.35pct至55.52%；被芯类收入10.13亿元（同比-15.6%），毛利率-3.51pct至52.35%。

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	380	432	487
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	13.1%	13.5%	12.8%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.45	0.52	0.58
EBITMargin	20.7%	13.5%	14.0%	14.4%	14.8%
净资产收益率(ROE)	13.9%	9.1%	10.2%	11.4%	12.7%
市盈率(PE)	11.3	18.2	16.1	14.2	12.6
EV/EBITDA	10.4	17.2	14.6	13.2	11.9
市净率(PB)	1.58	1.66	1.64	1.62	1.60

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：富安娜2025业绩一图

	2022	2023	2024	2025	2024 H1	2024 H2	2025 H1	2025 H2
收入(百万元)	3080	3030	3011	2585	1308	1704	1091	1494
直营	731.21	722.89	735.75	663.44	309.48	426.27	281.32	382.12
店数	470	484	485	494	498	485	486	494
单店收入	155.58	151.55	151.86	135.53	63.03	86.73	57.94	77.98
加盟	827.73	824.19	835.75	463.76	328.90	506.86	186.35	277.41
店数	999	1,010	987	899	1,033	987	928	899
单店收入	80.60	82.05	83.70	49.18	31.84	51.35	20.08	30.86
电商	1,280.49	1,210.19	1,120.61	1,147.22	527.60	593.01	501.16	646.07
天猫	384.00	296.97						
京东	444.65	474.68						
唯品会	175.97	173.83						
团购	137.32	164.07	172.49	196.56				
其他	102.84	108.22	146.64	113.99				
收入YOY	-3.1%	-1.6%	-0.6%	-14.2%	2.8%	-3.1%	-16.6%	-12.3%
直营	-4.7%	-1.1%	1.8%	-9.8%	-0.9%	3.8%	-9.1%	-10.4%
店数	0.0%	3.0%	0.2%	1.9%	5.3%	0.2%	-2.4%	1.9%
单店收入	-8.0%	-2.6%	0.2%	-10.7%	-4.9%	1.1%	-8.1%	-10.1%
加盟	1.6%	-0.4%	1.4%	-44.5%	1.9%	1.1%	-43.3%	-45.3%
店数	-5.3%	1.1%	-2.3%	-8.9%	4.2%	-2.3%	-10.2%	-8.9%
单店收入	3.1%	1.8%	2.0%	-41.2%	-2.2%	3.4%	-36.9%	-39.9%
电商	-3.2%	-5.5%	-7.4%	2.4%	-0.6%	-12.7%	-5.0%	8.9%
天猫	-12.7%	-22.7%						
京东	-2.0%	6.8%						
唯品会	-8.2%	-1.2%						
团购	-22.1%	19.5%	5.1%	13.9%				
其他	4.9%	5.2%	35.5%	-22.3%				
毛利率	53.1%	55.6%	56.1%	53.2%	55.0%	56.8%	53.6%	52.9%
直营	66.5%	70.1%	67.9%	63.0%	68.0%	67.7%	66.3%	60.6%
加盟	52.7%	56.2%	55.6%	48.8%	53.2%	57.1%	49.3%	48.4%
电商	46.3%	48.0%	50.3%	50.2%	46.5%	53.6%	49.4%	50.8%
团购	44.5%	43.8%	41.6%	38.9%				
其他	57.2%	57.5%	60.8%	68.7%				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

稳健医疗：2025年业绩稳健增长，消费与医疗双轮驱动

- **2025年营收增长22%，扣非归母净利润增长19%**。稳健医疗2025年实现营业收入109.5亿元，同比增长22.0%；归母净利润7.7亿元，同比增长10.4%，剔除商誉减值后归母净利润9.5亿，同比增长20.0%；扣非归母净利润7.1亿元，同比增长19.4%，主要系非流动性资产处置损益和金融资产持有及处置损益下降所致。经营活动产生的现金流量净额为16.7亿元，同比增长31.6%，主要系本年收入增长，收到的货款增加所致。在充沛现金流下，公司拟每10股派发现金红利3.00元（含税），叠加中期分红，全年分红占归母净利润比例达56.9%。Q4单季营收30.5亿元，同比+5.0%；归母净利润0.36亿元（去年同期为1.4亿元），环比-85.0%，同比-74.7%，主要受计提商誉减值1.79亿元影响。
- **消费品业务双位数增长，医疗耗材业务结构优化毛利率提升**。1) 消费品（全棉时代）全年营收57.5亿元，同比+15.2%，毛利率提升1.4个百分点至57.3%，主因2025年棉花采购价格回落、卫生巾等高毛利产品占比提升所致，营业利润率13.2%，较去年同期提升1.1个百分点。核心爆品干湿棉柔巾营收17.6亿元，同比+13.0%，卫生巾表现亮眼，营收10.2亿元，同比+45.5%，跃升为第二大单品。成人服饰/婴童服饰分别同比增长17.5%/2.9个百分点至11.3/9.9亿元。线上渠道增长18.7%，其中抖音等兴趣电商增长超60%；线下门店净增18家至505家，收入增长1.2%，商超渠道提速发展，全年贡献收入4.6亿元，同比增长+42.0%；2) 医疗耗材（稳健医疗）全年营收51.1亿元，同比+31.0%，其中GRI公司并表贡献收入12.3亿元，内生业务收入增速7.6%。毛利率提升0.6个百分点至37.1%，主因高端伤口敷料、手术室耗材、健康个护等高毛利产品占比提升所致，但部分被GRI并表业务抵消，营业利润率下降1.7个百分点至6.0%，主因商誉减值1.79亿元所致，剔除商誉减值影响，营业利润率9.4%，较去年同期基本持平。高端敷料（同比+20.0%至9.4亿元）、手术室耗材（同比+83.4%至15.2亿元）、健康个护（同比+17.1%至4.7亿元）等高附加值品类增长亮眼。全年国外销售渠道实现营业收入28.5亿元，同比增长47.9%，海外销售占医疗板块比重上升至56%。国内医院营收8.3亿元，同比+14.8%，C端自主品牌业务（药店+电商）营收9.2亿元，同比+29.0%。

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)	8,978	10,949	11,982	13,488	14,971
(+/-%)	9.7%	22.0%	9.4%	12.6%	11.0%
净利润(百万元)	695	768	1029	1193	1328
(+/-%)	19.8%	10.4%	34.0%	15.9%	11.3%
每股收益(元)	1.19	1.32	1.75	2.03	2.26
EBITMargin	9.8%	11.2%	12.0%	10.8%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	6.7%	8.6%	9.4%	10.0%
市盈率 (PE)	26.1	23.6	17.81	15.36	13.8
EV/EBITDA	19.9	14.7	12.5	12.1	11.2
市净率 (PB)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：稳健医疗2025业绩一图

	2022	2023	2024	2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H	2025Q4	2026Q1
收入(百万)	11,351	8,185	8,978	10,949	4,034	4,944	5,296	5,653	3,052	2,659
医疗业务:	7,250	3,862	3,906	5,114	1,718	2,187	2,515	2,599	1,284	1,319
消费品业务:	4,008	4,263	4,991	5,749	2,282	2,709	2,745	3,004	1,739	1,340
收入YOY	41.2%	-27.9%	9.7%	22.0%	-5.5%	26.2%	31.3%	14.3%	5.0%	2.0%
医疗业务:	84.9%	-46.7%	1.1%	31.0%	-20.9%	29.5%	46.4%	18.8%	3.1%	5.4%
剔除GRI			34.3%	7.3%	-20.9%	12.4%	13.2%	5.4%	1.6%	
消费品业务:	-1.2%	6.4%	17.1%	15.2%	10.6%	23.1%	20.3%	10.9%	6.6%	0.2%
毛利率	47.4%	49.0%	47.3%	47.6%	48.7%	46.2%	48.3%	47.0%	45.9%	48.9%
医疗业务	44.5%	40.4%	36.5%	37.1%	38.1%	35.2%	37.4%	36.8%		
消费品业务	53.0%	56.9%	55.9%	57.3%	56.9%	55.0%	58.6%	56.1%		
期间费用	26.9%	37.2%	35.5%	35.7%	36.5%	34.7%	35.4%	36.0%	36.6%	36.5%
销售费用率	18.1%	25.5%	25.2%	24.1%	26.2%	24.4%	23.7%	24.4%	25.0%	22.8%
管理费用率	5.6%	8.5%	7.5%	7.8%	7.7%	7.4%	8.2%	7.4%	6.6%	8.0%
研发费用率	4.3%	3.9%	3.9%	3.8%	3.5%	4.1%	3.7%	3.8%	3.9%	3.4%
财务费用率	-1.1%	-0.8%	-1.1%	0.1%	-0.9%	-1.2%	-0.2%	0.3%	0.3%	1.3%
资产减值比率	-3.2%	-4.8%	-2.7%	-2.3%	-1.4%	-3.8%	-0.6%	-3.9%	-6.8%	-0.7%
营业利润率	17.4%	10.0%	10.2%	9.8%	11.7%	8.9%	12.4%	7.2%	3.4%	13.2%
医疗业务	21.3%	8.8%	7.7%	6.0%	7.8%	7.7%	8.8%	3.3%		
消费品业务	9.8%	11.4%	12.1%	13.2%	12.8%	11.5%	14.0%	12.5%		
所得税率	12.8%	16.2%	18.5%	22.3%	14.2%	23.1%	19.7%	26.4%	59.6%	22.2%
净利润(百万元):										
归母净利润	1651	580	695	768	384	311	492	276	36	251
YOY	33.2%	-64.8%	19.8%	10.4%	-43.6%	407.5%	28.1%	-11.3%	74.7%	1.2%
净利率	14.5%	7.1%	7.7%	7.0%	9.5%	6.3%	9.3%	4.9%	1.2%	9.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

海澜之家：2025年扣非净利润增长5%，分红率达91%

- **2025年收入增长3%，扣非净利润增长5%，分红率91%**。2025年公司收入同比增长3%至216.3亿元，归母净利润增长0.3%至21.7亿元，扣非净利润增长5.3%至21.2亿元，主因2024年存在斯搏兹并表带来的一次性投资收益1.13亿元。1) 分品牌看，海澜之家/团购/其他品牌收入分别-2.4%/+21.9%/+29.2%，2) 分渠道看，直营店/加盟店收入分别+19.2%/-3.9%，电商增长0.4%。2025年公司毛利率同比提升0.4个百分点至44.9%，电商/线下毛利率分别减少0.3/0.1个百分点至47.7%/45.4%。销售/管理/财务费用率分别同比+0.8/-0.2/+0.1个百分点至23.9%/4.8%/-0.7%，销售费用率增加主要由于销售费用率较高的直营占比提升所致。费用率上升叠加一次性收益下降抵消了毛利率上升的积极影响，归母净利率下降0.3个百分点至10.0%，扣非归母净利率提升0.2个百分点至9.8%。存货同比减少9.7%至108.2亿元，主因春节时间较晚，旺季备库延后所致。2025年经营活动现金流净额同比增长93%至44.8亿元，主因本期购买商品、接受劳务支付的现金减少所致，公司拟派发现金红利0.41元/股，现金分红率91%。
- **第四季度收入增长环比提速，归母净利润同比增长21%**。2025第四季度公司收入同比+6%至60.3亿元，归母净利润同比+21%至3.0亿元，扣非归母净利润同比+15%至3.1亿元。毛利率同比-0.2个百分点至44.1%；销售/管理/财务费用率分别同比+1/-0.5/+0.4个百分点。归母净利率同比+0.6个百分点至5.0%，主因所得税税率优化、研发费用率下降、其他收入增加所致。扣非归母净利率同比+0.4个百分点至5.1%。
- **主品牌直营表现稳健，海外业务亮眼，新业态持续布局**。1) 海澜之家主品牌：2025年收入149.0亿元，同比-2.4%，其中线下直营门店拓张驱动直营收入增长；加盟收入下滑，主因门店数量缩减所致；线上收入保持增长，四季度增长提速；毛利率+1.9个百分点达48.4%。直营门店净增161家至1629家，加盟店净减369家至3996家。海外业务增长亮眼，成功开拓中东地区首店阿联酋迪拜店、澳洲首店澳大利亚悉尼店，业务版图由东南亚延伸至中东、亚太地区。2025年海外地区主营业务收入4.53亿元，同比增长27.7%，门店数达147家。2) 团购业务：2025年收入27.1亿元(+21.9%)，毛利率38.3%(-2.0个百分点)。3) 其他品牌：合计收入34.5亿元(+29.2%)，毛利率41.0%(-7.2个百分点)，主因阿迪FCC业务占比加大，预计OVV、英氏收入持续增长，阿迪达斯FCC/京东奥莱门店数量分别同比增加290/48家至723/60家，2026年伴随规模进一步扩大、业务成熟，盈利端有望改善。

图：海澜之家2025业绩一图

	2022A	2023A	2024A	2025A	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
收入(百万元)	18,562	21,528	20,957	21,626	11,370	9,587	11,566	10,060
传统业务								
海澜之家及其他	15,658	18,474	16,945	18,015	9,824	8,115	9,895	8,120
- 直营	2,483	3,734	3,602	4,321	1,919	1,683	2,225	2,096
- 店数	1,578	1,683	1,960	2,372	1,773	1,972	2,099	2,372
- 店效	1.84	2.29	1.98	1.99	2.22	1.80	2.19	1.88
- 加盟及其他	10,318	11,482	9,917	9,595	5,692	4,225	5,361	4,233
- 店数	6,641	5,194	4,773	4,958	5,184	5,206	5,110	4,958
- 店效	1.57	1.94	1.99	1.97	2.19	1.63	2.08	1.68
- 线上	2,856	3,258	4,419	4,435	2,212	2,207	2,308	2,126
团购业务	2,247	2,281	2,224	2,711	1,086	1,138	1,343	1,368
其他(报表里包含斯搏兹)								
斯搏兹			994	336				
收入YoY	-8.1%	16.0%	-2.7%	3.2%	1.5%	-7.2%	1.7%	4.9%
传统业务								
海澜之家及其他	-8.8%	18.0%	-8.3%	6.3%	1.2%	-7.4%	0.7%	0.1%
- 直营	19.3%	50.4%	-3.5%	19.9%	-2.1%	-5.1%	15.9%	24.5%
- 店数	41.5%	6.7%	16.5%	21.0%	5.0%	17.2%	18.4%	20.3%
- 店效	-14.9%	24.2%	-12.0%	0.9%	-7.5%	-14.6%	-1.6%	4.3%
- 加盟及其他	-16.6%	11.3%	-13.6%	-3.3%	-8.8%	-19.3%	-5.8%	0.2%
- 店数	1.6%	-21.8%	-8.1%	3.9%	-20.5%	0.2%	-1.4%	-4.8%
- 店效	-17.0%	23.9%	-5.0%	-0.9%	15.6%	-9.0%	-5.2%	3.4%
- 线上	4.8%	14.1%	40.0%	0.4%	47.0%	25.9%	4.4%	-3.7%
团购业务	-0.6%	1.5%	-12.0%	21.9%	-0.7%	-4.2%	23.7%	20.3%
斯搏兹				-66.2%				
毛利率	42.9%	44.5%	44.5%	44.9%	45.2%	43.7%	46.4%	43.2%
传统业务								
海澜之家及其他品牌	43.5%	45.7%	46.8%	47.0%	47.3%	46.2%	48.4%	47.2%
- 直营	68.4%	65.7%	67.7%	67.4%	66.6%	69.0%	68.1%	66.6%
- 加盟及其他	38.4%	38.6%	38.6%	37.5%	40.0%	36.8%	39.6%	34.9%
- 线上	39.9%	48.2%	48.0%	47.7%	49.3%	46.7%	50.0%	45.2%
团购业务	48.6%	46.8%	40.3%	38.3%	43.6%	37.2%	40.4%	36.3%
其他								
斯搏兹			31.3%	37.8%				
传统业务经营利润率	17.9%	17.9%	16.0%	16.1%				
费用率	19.4%	21.4%	23.6%	24.1%	21.2%	26.5%	21.9%	26.6%
销售费用	18.5%	20.2%	23.1%	23.9%	21.0%	25.6%	21.4%	26.7%
管理费用	5.0%	4.5%	4.9%	4.8%	4.2%	5.8%	4.3%	5.4%
研发费用	1.0%	0.9%	1.4%	1.0%	1.0%	1.8%	0.9%	1.1%
财务费用	-0.1%	0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.9%	-0.4%	-1.1%
其他经营收益占比	-2.7%	-1.2%	-2.1%	-2.4%	-1.2%	-3.2%	-2.1%	-2.8%
- 资产减值损失比率	-2.7%	-2.1%	-2.7%	-2.6%	-2.5%	-3.0%	-2.3%	-3.0%
- 投资收益比率	0.0%	0.9%	0.6%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.1%
所得税率	28.8%	19.5%	21.5%	24.0%	20.3%	24.7%	21.8%	29.8%
归母净利润合计	2,155	2,952	2,159	2,166	1,636	522	1,580	586
YOY	-13.5%	37.0%	-26.9%	0.3%	-2.5%	-59.0%	-3.4%	12.1%
净利率	11.6%	13.7%	10.3%	10.0%	14.4%	5.4%	13.7%	5.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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)	20,957	21,626	23,265	24,300	25,236
(+/-%)	-2.7%	3.2%	7.6%	4.5%	3.9%
净利润(百万元)	2159	2166	2320	2427	2517
(+/-%)	-26.9%	0.3%	7.1%	4.6%	3.7%
每股收益(元)	0.45	0.45	0.48	0.51	0.52
EBITMargin	16.3%	15.7%	14.8%	14.7%	14.7%
净资产收益率(ROE)	12.7%	11.8%	12.4%	12.7%	13.0%
市盈率(PE)	14.5	14.4	13.5	12.9	12.4
EV/EBITDA	12.5	12.4	13.1	12.5	12.0
市净率(PB)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

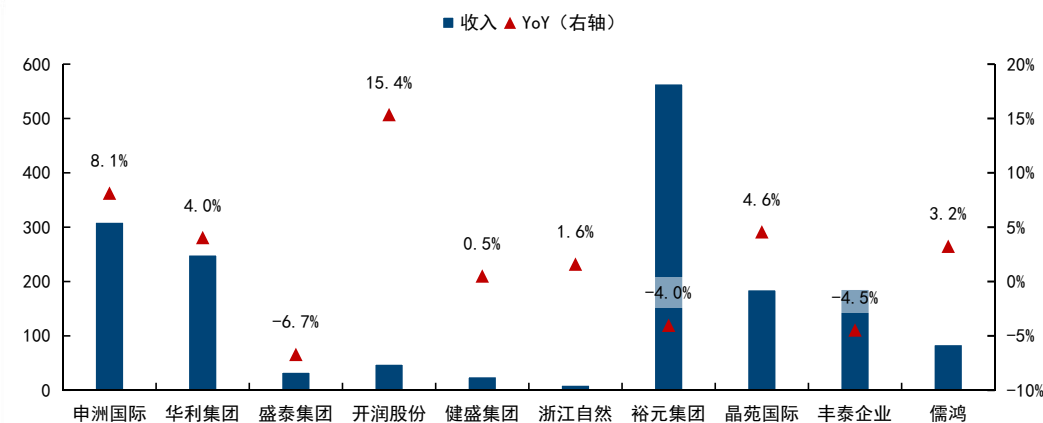
- [01] 板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强
- [02] 运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显
- [03] 休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下
- [04] 代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强
- [05] 纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显
- [06] 投资建议

年度业绩：客户需求放缓致收入增速放缓，盈利普遍承压

1、收入：2025年纺织制造行业下游补库需求温和，但受品牌客户自身销售增速放缓、贸易政策不确定性及基数效应等影响，主要代工企业收入增速普遍放缓。申洲国际收入309.9亿元，同比增长8.1%，凭借其核心供应商份额优势，在行业调整期仍实现稳健增长；开润股份收入同比增长15.4%至48.7亿元，其中箱包与服装代工双轮驱动，显著跑赢同业；晶苑国际、华利集团收入分别同比增长4.6%和4.0%，保持平稳。儒鸿、健盛集团、浙江自然收入增速进一步放缓，分别增长3.2%、0.5%和1.6%。裕元集团、丰泰企业、盛泰集团制造业务受到品牌订单波动影响，收入同比分别下滑4.0%、4.5%和6.7%。

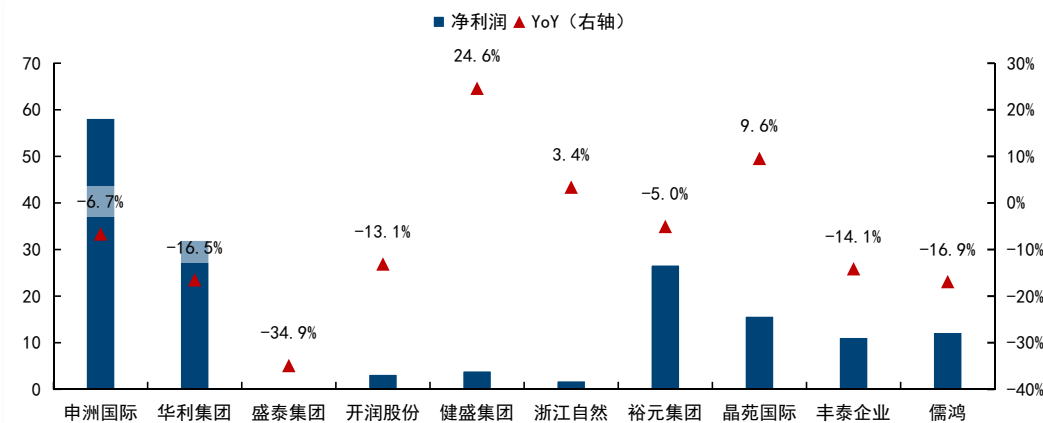
2、净利润：2025年行业盈利能力明显分化，多数企业净利润承压。申洲国际净利润同比下滑6.7%，主因员工薪资上涨、新厂爬坡及关税分担拖累毛利率，叠加汇兑损失扩大；华利集团、儒鸿、丰泰企业净利润分别同比下滑16.5%、16.9%、14.1%，均受客户订单波动及产能利用率不足影响；盛泰集团受大客户订单流失冲击，净利润下滑34.9%。而健盛集团净利润同比增长24.6%，主因非流动性资产处置收益及无缝业务盈利修复；开润股份归母净利润同比下降13.1%，但若剔除去年同期收购嘉乐产生的一次性收益高基数影响，扣非净利润同比仍小幅增长。

图：代工制造公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司净利润变化



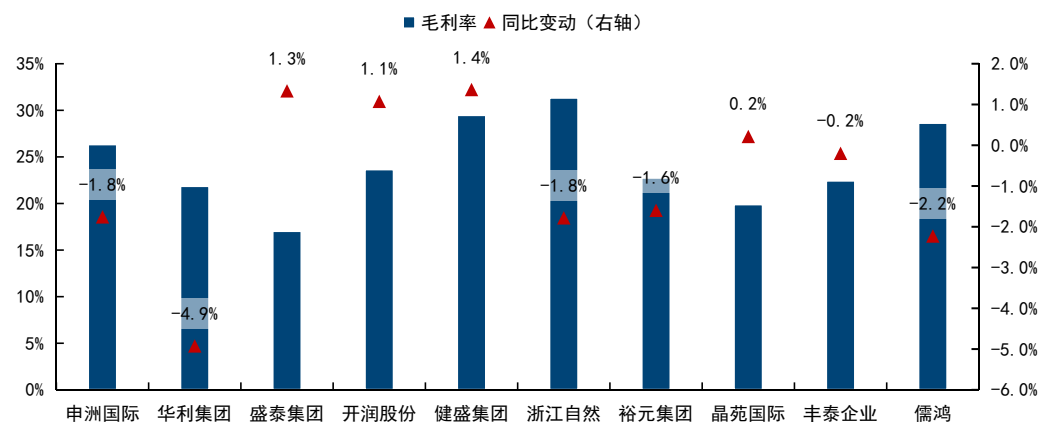
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

年度业绩：客户需求放缓致收入增速放缓，盈利普遍承压

1、毛利率：产能爬坡与成本端压力导致普遍承压，少数企业逆势改善。华利集团毛利率同比大幅下滑4.9个百分点，主因订单减少致产能利用率不足、新工厂集中投产爬坡；儒鸿、申洲国际毛利率分别同比下滑2.2和1.8个百分点，前者受客户订单波动影响，后者受员工薪资上涨、柬埔寨新厂产效爬坡及分担部分关税拖累；浙江自然、裕元集团毛利率分别同比下滑1.8和1.6个百分点。而健盛集团毛利率同比提升1.4个百分点，主要受益于无缝服饰盈利持续修复及降本增效；盛泰集团、开润股份毛利率分别同比提升1.3和1.1个百分点，开润主要受益于客户及产品结构优化、高毛利客户占比提升。

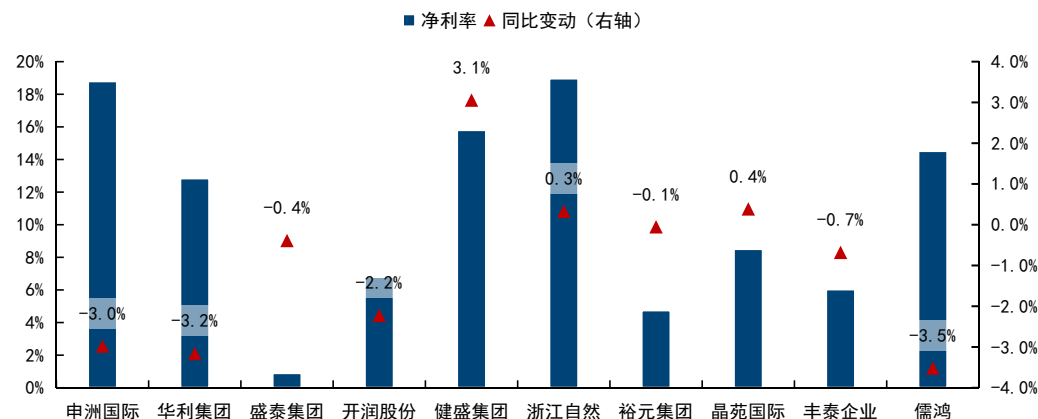
2、净利率：行业普遍承压，仅少数企业提升。儒鸿净利率同比下滑3.5个百分点，主因毛利率下滑叠加费用端压力；华利集团、申洲国际净利率分别同比下滑3.2和3.0个百分点，前者受产能利用率不足及新厂爬坡拖累，后者受毛利率下行及汇兑损失扩大影响；开润股份净利率同比下降2.2个百分点，主因去年同期一次性收益高基数。健盛集团净利率同比提升3.1个百分点至15.8%，主因资产处置收益及无缝业务盈利修复；晶苑国际、浙江自然净利率分别小幅提升0.4和0.3个百分点。

图：代工制造公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司净利率变化

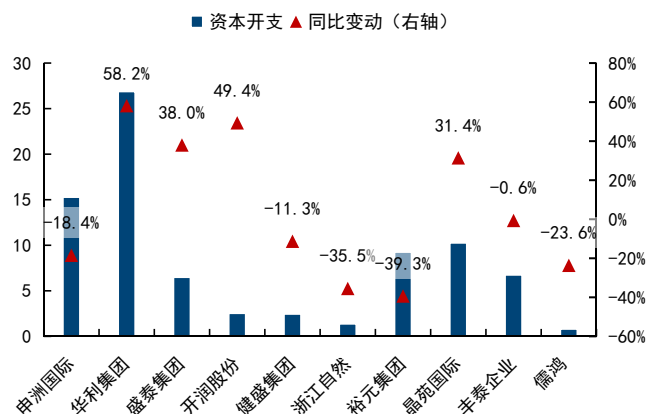


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

年度业绩：客户需求放缓致收入增速放缓，盈利普遍承压

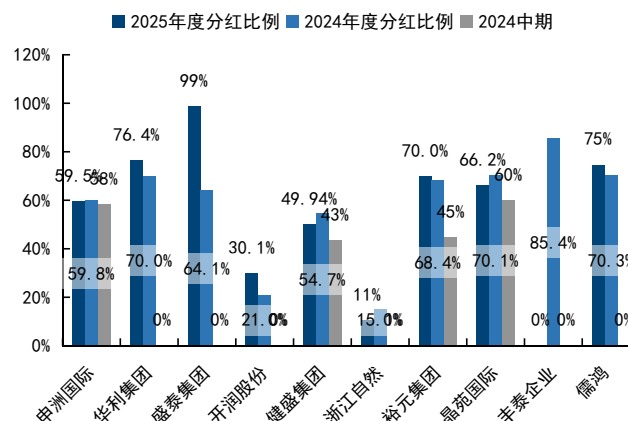
- 资本开支:**龙头扩张节奏分化，部分企业加大投入。华利集团资本开支同比增58.2%至26.9亿元，未来预计每年保持3-4家新厂投产，扩张力度领先；盛泰集团、开润股份、晶苑国际分别增长38.0%、49.4%和31.4%，其中开润主要系收购上海嘉乐及全球化布局所致。申洲国际资本开支同比降18.4%至15.3亿元，仍处行业高位，柬埔寨新厂产效已达正常水平约85%，越南布厂推进设备安装，并规划印尼新基地；裕元集团、浙江自然资本开支分别下滑39.3%和35.5%，扩张节奏放缓。
- 分红率:**行业分红分化，龙头有所提升。华利集团分红率升至76.4%，儒鸿、裕元集团分别维持75.0%和70.0%的较高水平，开润股份升至30.1%。浙江自然、健盛集团、晶苑国际有不同程度下滑。
- 现金流:**华利集团、开润股份、丰泰企业、儒鸿、健盛集团净现比均大于1，经营性现金流保持充裕。申洲国际净现比0.5，主因净利润下滑叠加资本开支维持高位；裕元集团净现比0.3，经营性现金流同比减少。盛泰集团净现比20.3，因净利润规模极小所致。

图：代工制造公司资本开支变化



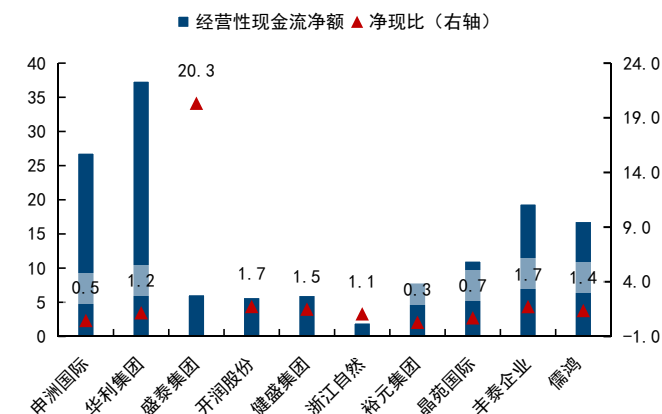
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司分红比例变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司经营性现金流和净现比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

代工台企跟踪：4月营收回暖，旺季出货与世界杯备货共同支撑

- 关于未来预期：聚阳受惠世界杯出货，二季度接单有望延续增长，出货动能持续改善；志强-KY足球鞋进入传统旺季并叠加世界杯备货，第二季起营运逐季回暖，全年营收目标双位数增长并再创新高；丰泰营收连续两个月环比改善，随着客户调整进入尾声，下半年营运可望逐步回温；广越受益高端机能服饰订单集中，第二季进入旺季、第三季迎出货高峰，全年营运规模可望继续扩张。
- 关于关税：面临贸易政策不确定性，品牌客户更加重视供应商的全球产能配置能力，订单向头部代工厂集中的趋势明显，整体接单结构有望优化。

1、**聚阳 (1477)**：4月营收26.06亿元，同比增长10.23%，创历年同期新高；累计前四月营收115.03亿元，同比减少6.39%。公司表示4月增长主要来自世界杯相关订单集中出货，虽处换季阶段，后续出货动能有望持续改善，第二季营收可望逐月走强。

2、**志强-KY (6768)**：4月合并营收21.25亿元，同比增长5.9%，终结连续六个月同比下滑；累计前四月营收74.82亿元，同比减少6.6%。随着足球鞋传统旺季及美加墨世界杯备货需求，品牌客户拉货热度提升，法人预计第二季起营运将逐季回暖，全年营收有望实现双位数增长并挑战新高。

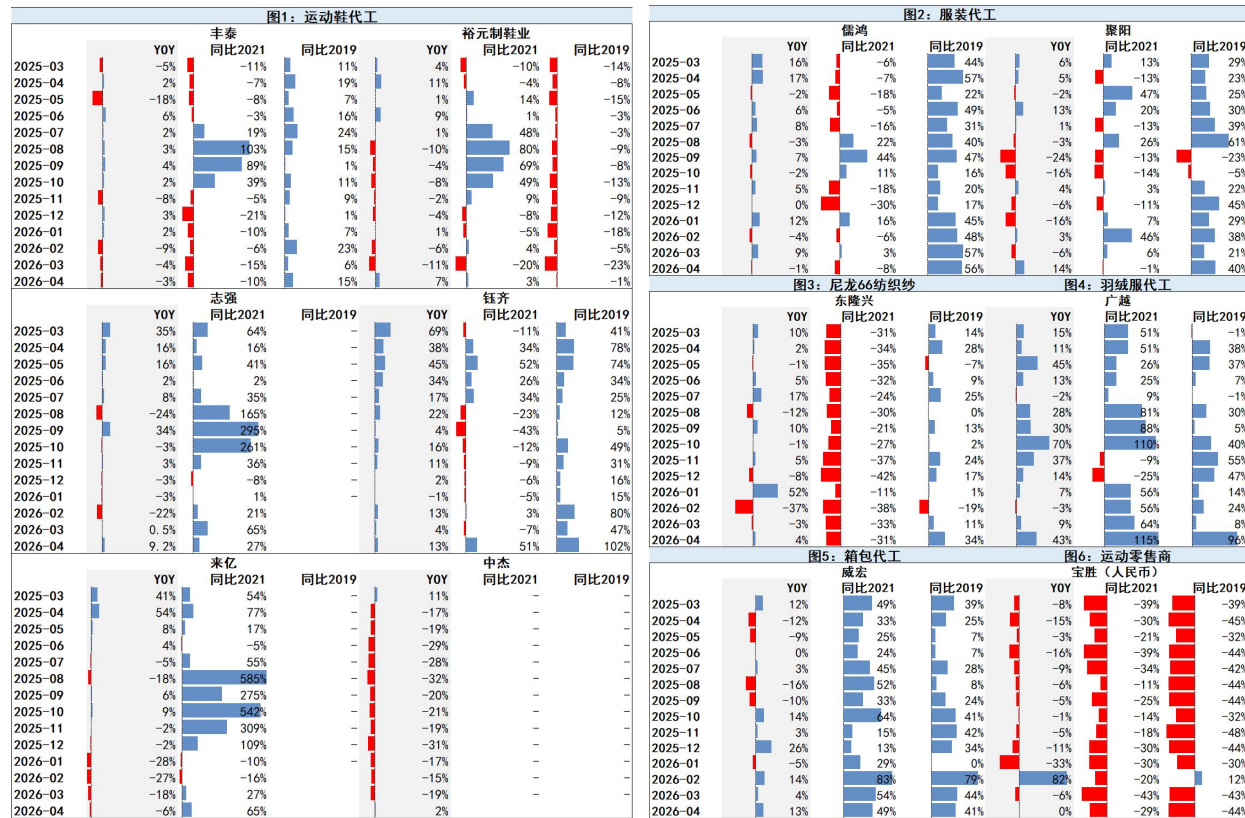
3、**钰齐-KY (9802)**：4月合并营收16.35亿元，环比增长36.9%、同比增长9.7%，创今年以来单月新高；累计前四月营收53.10亿元，同比增长2.9%。公司表示，目前订单能见度已覆盖至第三季度，对秋冬鞋款接单维持审慎乐观。法人判断，一季度大概率为全年低点，后续随着越南、印尼新厂产能释放及新增品牌客户落地，营收有望逐季回升。

4、**丰泰 (9910)**：4月合并营收68.19亿元，环比增长3.3%、同比减少6.1%，连续两个月环比正增长；累计前四月营收260.54亿元，同比减少6.9%。前四月税后纯益9.31亿元，同比减少36.2%，每股税后纯益0.94元。整体营收端已有环比修复，获利仍受订单调整及成本压力；随下半年旺季来临与客户调整趋稳，营运可望逐季改善。公司持续配合客户需求优化全球产能布局。

5、**广越 (4438)**：4月合并营收15.07亿元，环比增长57%、同比增长38%，创历史同期新高；累计前四月营收42.80亿元，同比增长11%，同样刷新同期纪录。公司表示，4月表现主要受益于品牌客户出货安排、订单结构优化及高端户外机能服饰订单向头部供应商集中。随着第二季进入传统旺季、第三季迎来出货高峰，广越营运规模有望继续扩张。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：代工台企月度跟踪



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强



国际品牌跟踪：2025年收入表现分化，

耐克和阿迪均表示关税拖累毛利率

图：国际品牌季度收入、库存、库销比(财季按自然年统一归位)

- 收入方面：2025年，优衣库、阿迪达斯增速位居行业前列；lululemon大中华区持续高增；耐克仍处战略调整期，2025上半年收入承压，但下半年起降幅显著收窄。PUMA、VF和UA整体需求依然偏弱，部分品牌局部市场出现边际改善。
- 库存方面：2025年品牌库存分化，耐克控库、库销比降至低位；阿迪达斯、迅销、PUMA库销比整体高于上年同期；Deckers、VF、UA呈高波动。
- 关税方面：1) 迅销表示通过折扣优化、审慎调价及强效控费，北美上半年毛利率仅小幅下降，营业利润率反升，全年目标毛利率基本稳定。2) 阿迪达斯表示26Q1已因美国关税与汇率拖累毛利率约1个百分点（约5000万欧元），但管理层披露约有3亿欧元潜在关税退款，暂未计入指引。3) 耐克表示26Q3（截至2026年2月28日）毛利率已受关税冲击300个基点，Q4预计再拖累250个基点；但明确指引2027财年Q2起关税拖累将基本退出，届时毛利率有望开始修复。

	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
耐克	2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	-9.0%	-9.0%	-7.0%	-11.0%	-1.0%	0.0%	0.1%
阿迪达斯	1.0%	-2.0%	8.0%	0.0%	0.0%	19.0%	13.0%	8.0%	2.0%	10.0%	7.1%
迅销	16.2%	18.2%	5.0%	18.5%	18.3%	10.4%	13.6%	7.7%	6.3%	14.8%	14.8%
PUMA	6.0%	-4.0%	0.5%	2.1%	5.0%	9.8%	0.1%	-3.1%	-10.4%	-20.7%	-10.3%
Deckers	24.2%	15.1%	21.1%	23.0%	20.4%	17.1%	16.5%	16.3%	8.3%	6.8%	-5.6%
VF	-4.0%	-17.0%	-13.0%	-8.0%	-6.0%	2.0%	-3.0%	-4.2%	-1.0%	2.0%	
UA	-1.1%	-7.0%	-5.0%	-10.0%	-10.0%	0.5%	-10.0%	-4.0%	-5.8%	-4.0%	-6.2%
LULU	18.7%	15.6%	0.4%	7.3%	8.7%	12.7%	7.3%	6.0%	7.0%	0.0%	

	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
耐克	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%	0.0%	-2.4%	-0.4%	-1.7%	-3.2%	-0.7%
阿迪达斯	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%	10.3%	14.6%	15.8%	20.9%	16.9%	14.1%
迅销	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%	5.6%	5.6%	10.9%	10.9%	7.7%	6.4%	9.1%
PUMA	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%	-3.4%	11.6%	16.3%	9.7%	17.3%	2.3%	-8.6%
Deckers	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%	7.0%	4.4%	12.8%	7.4%	-14.1%	71.5%
VF	-9.8%	-17.1%	-23.0%	-24.3%	-16.0%	-16.5%	-7.9%	1.2%	-10.9%	-9.3%	
UA	5.9%	-9.3%	-19.5%	-15.2%	-3.3%	-0.3%	-1.3%	2.0%	-6.2%	-14.1%	
LULU	-4.5%	-8.6%	-14.9%	-14.0%	8.3%	9.0%	22.8%	20.5%	10.9%	17.9%	

	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
耐克	3.61	3.23	3.38	3.24	3.91	3.44	3.43	3.39	3.59	3.14	3.04
阿迪达斯	4.78	5.09	4.99	4.76	4.33	2.50	5.16	5.49	5.14	5.85	5.39
迅销	4.61	3.96	3.22	3.64	4.15	3.78	3.22	3.61	4.22	3.56	3.11
PUMA	4.60	5.15	4.86	5.22	4.52	5.01	5.66	6.16	5.95	4.67	5.84
Deckers	4.28	2.51	3.39	6.37	4.04	2.39	3.36	5.98	4.00	3.36	5.97
VF	5.03	4.85	4.33	6.91	4.74	4.35	4.87	7.89	4.15	4.87	
UA	4.21	4.06	3.92	5.41	4.72	4.49	4.51	5.83	4.43	4.51	
LULU	5.26	3.05	4.32	4.47	5.43	3.03	5.02	4.93	5.26	3.11	

	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
耐克	8698	7979	7726	7519	8253	7981	7539	7489	8114	7726	7487
阿迪达斯	4849	4525	4427	4544	4524	4989	5072	5261	5471	5832	5788
迅销	449250	485724	414430	404800	474460	513154	459460	448931	510960	546085	501144
PUMA	1874	1804	1786	1961	1811	2014	2076	2151	2124	2060	1898
Deckers	726	539	474	753	778	577	495	849	836	495	849
VF	2481	2148	1766	2111	2083	1795	1627	2135	1856	1627	
UA	1144	1104	959	1120	1106	1101	946	1142	1037	946	
LULU	1664	1324	1345	1429	1801	1442	1652	1723	1998	1701	

	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026
耐克 (货币中性)	12.0%	8.0%	6.0%	7.0%	-3.0%	-11.0%	-15.0%	-20.0%	-10.0%	-49.0%	-10%
阿迪达斯 (货币中性)	6.0%	37.0%	7.8%	9.3%	9.0%	16.0%	13.0%	11.0%	10.0%	15.0%	0.17
迅销 (货币中性)	12.6%	22.9%	3.4%	4.6%	7.4%	-1.0%	-5.0%	-3.0%	-4.0%	7.0%	0.074
PUMA (亚太)	-3.3%	-0.7%	-4.1%	-0.3%	-1.3%	9.5%	-4.7%	-5.2%	-9.0%	-12.6%	7.90%
Deckers (美国)	3.3%	16.7%	25.2%	20.8%	3.0%	28.5%	26.3%	49.7%	29.3%	11.5%	15.00%
VF (货币中性)	14.0%	7.0%	10.0%	4.0%	9.0%	4.0%	-3.0%	-5.0%	-2.0%	-4.0%	
UA (亚太)	2.8%	7.1%	0.8%	-10.1%	-10.5%	-5.1%	-26.0%	-10.1%	-13.7%	-4.9%	
LULU	53.3%	82.0%	52.0%	37.0%	36.0%	48.0%	22.0%	24.0%	47.0%	34.0%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

申洲国际：2025年收入增长8%，核心净利润小幅增长

- **2025年营收增长8%，核心净利润小幅增长。**2025年申洲国际实现营业收入309.94亿元人民币，同比增长8.1%；归母净利润58.25亿元人民币，同比下降6.7%。若剔除政府补助、汇兑损益、固定资产处置损益、净利息收入后的核心净利润，同比增长1.3%至49.9亿元，上下半年分别+0.1%/+2.4%。毛利率同比下降1.8个百分点至26.3%，主要受员工平均薪资上涨、柬埔寨新工厂产能爬坡、以及与客户分担美国市场部分进口关税等因素影响。现金流充裕，净现比约为1.0，全年派息率提升至60.9%。下半年收入增长降速至2.2%，分客户看仅阿迪订单维持较快增速，优衣库订单增长降速，耐克和其他品牌整体出现同比下滑；分地区看中国和日本市场出现下滑。毛利率同环比降至25.6%，主受美国关税分担及员工工资上涨影响；汇兑损失扩大，占收入比例同比-2.6个百分点。主受毛利率下滑和汇兑损失影响，归母净利润同比-20.0%至26.5亿元；核心净利润同比+2.4%。
- **业务拆分：阿迪和欧美地区收入保持20%以上较快增长。**1) 分品类，运动/休闲/内衣分别同比+5.9%/+16.7%/-2.3%；2) 分客户，来自客户甲/乙/丙分别同比+13.7%/1.8%/28.7%，除前三大以外客户-4.0%；3) 分地区，欧洲和美国市场增速领先，分别+20.6%/21.0%；日本和其他市场分别+6.4%和10.9%；中国市场出现下滑，同比-8.4%。
- **申洲增长表现好于品牌自身销售与同行，海外产能持续释放。**申洲收入增长表现好于主要客户自身增长，份额进一步提升。对比同行，申洲份额最大且仍在提升，展现竞争优势。海外产能方面，柬埔寨新建成衣工厂已聘用员工约5400人，规模接近预期用工的九成，生产效率已达正常水平的约85%，2026年越南布厂和柬埔寨工厂产能有望逐步释放；此外集团正在规划于印尼投资建设新的成衣生产基地。国内基地技术改造推进，安徽成衣基地已新购置土地约16公顷，一期项目土建工程即将竣工。

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	32,719	34,921	37,232
(+/-%)	14.8%	8.1%	5.6%	6.7%	6.6%
净利润(百万元)	6241	5825	5938	6731	7278
(+/-%)	36.9%	-6.7%	1.9%	13.4%	8.1%
每股收益(元)	4.15	3.88	3.95	4.48	4.84
EBITMargin	22.5%	19.0%	18.8%	20.1%	20.4%
净资产收益率(ROE)	18.2%	14.7%	13.2%	14.1%	14.3%
市盈率(PE)	10.8	11.6	11.3	10.0	9.2
EV/EBITDA	10.5	11.3	11.0	10.0	9.4
市净率(PB)	1.88	1.54	1.46	1.37	1.28

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：申洲国际2025业绩一图

2313.HK	百万元	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY24 1H	FY24 2H	FY25 1H	FY25 2H
收入	金额	27,781	24,970	28,663	30,994	12,976	15,687	14,966	16,027
增速	YoY	16.5%	-10.1%	14.8%	8.1%	12.2%	17.0%	15.3%	2.2%
分客户：									
客户甲	金额	5,834	6,002	7,985	9,080	3,401	4,585	4,333	4,747
客户乙	金额	8,631	7,697	7,399	7,532	3,242	4,156	3,436	4,096
客户丙	金额	4,863	3,692	4,998	6,434	2,334	2,664	2,992	3,442
客户丁	金额	3,466	2,491	2,762	2,727	1,336	1,426	1,532	1,195.24
其他	金额	4,989	5,089	5,518	5,220	2,663	2,855	2,673	2,547
分客户YOY：									
客户甲	YoY	24.1%	2.9%	33.0%	13.7%	33.8%	32.5%	27.4%	3.5%
客户乙	YoY	21.9%	-10.8%	-3.9%	1.8%	-6.5%	-1.7%	6.0%	-1.4%
客户丙	YoY	-1.4%	-24.1%	35.4%	28.7%	23.8%	47.5%	28.2%	29.2%
客户丁	YoY	3.9%	-28.1%	10.9%	-1.3%	0.0%	23.5%	14.7%	-0.16
其他	YoY	31.3%	2.0%	8.4%	-5.4%	14.2%	3.6%	0.4%	-10.8%
分地区：									
中国	金额	7,074	7,124	8,061	7,387	3,724	4,337	3,646	3,742
欧洲	金额	6,215	5,027	5,190	6,262	2,527	2,663	3,029	3,233
美国	金额	4,873	3,880	4,612	5,583	1,881	2,731	2,555	3,028
日本	金额	3,926	3,676	4,834	5,144	2,116	2,718	2,499	2,645
其他	金额	5,693	5,263	5,966	6,618	2,728	3,238	3,238	3,380
分地区YOY：									
中国	YoY	-6.5%	0.7%	13.2%	-8.4%	20.0%	7.9%	-2.1%	-13.7%
欧洲	YoY	31.3%	-19.1%	3.2%	20.6%	4.4%	2.2%	19.9%	21.4%
美国	YoY	28.1%	-20.4%	18.9%	21.0%	2.7%	33.3%	35.8%	10.9%
日本	YoY	17.3%	-6.4%	31.5%	6.4%	27.0%	35.3%	18.1%	-2.7%
其他	YoY	29.6%	-7.6%	13.4%	10.9%	7.4%	18.9%	18.7%	4.4%
毛利	金额	6,126	6,060	8,055	8,165	3,761	4,293	4,058	4,107
毛利率	比率	22.1%	24.3%	28.1%	26.3%	29.0%	27.4%	27.1%	25.6%
销售费用	金额	-204	-164	-276	-250	-85	-191	-109	-142
	比率	-0.7%	-0.7%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	-1.2%	-0.7%	-0.9%
管理费用	金额	-1,954	-1,881	-1,938	-2,095	-944	-995	-1,082	-1,014
	比率	-7.0%	-7.5%	-6.8%	-6.8%	-7.3%	-6.3%	-7.2%	-6.3%
其他收入	金额	1,055	1,235	1,431	1,347	635	599	799	632
	比率	1.7%	4.2%	4.3%	4.6%	4.9%	3.8%	5.3%	3.9%
其他收益净额	金额	1,060	259	459	-254	70	389	139	-393
	比率	3.8%	1.0%	1.6%	-0.8%	0.5%	2.5%	0.9%	-2.5%
其中：处置使用权资产收益	金额	0	9	373	0	0	373	0	0
	比率	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%
其中：汇兑收益	金额	1106	151	106	(256)	75	30	126	(383)
	比率	4.0%	0.6%	0.4%	-0.8%	0.6%	0.2%	0.8%	-2.4%
融资成本	金额	-228	-346	-375	-335	-191	-184	-176	-159
	比率	-0.8%	-1.4%	-1.3%	-1.1%	-1.5%	-1.2%	-1.2%	-1.0%
应占联营公司利润	金额	-21	13	5	5	3	3	2	3
	比率	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	金额	5,262	4,996	7,164	6,666	3,249	3,915	3,632	3,034
	比率	18.9%	20.0%	25.0%	21.5%	25.0%	25.0%	24.3%	18.9%
所得税	金额	-699	-438	-923	-841	-318	-605	-455	-385
	实际税率	13.3%	8.8%	12.9%	12.6%	9.8%	15.5%	12.5%	12.7%
净利润	金额	4,563	4,557	6,241	5,825	2,931	3,310	3,177	2,648
少数股东损益	金额	0.38	-	-	-	-	-	-	-
归母净利润	金额	4,563	4,557	6,241	5,825	2,931	3,310	3,177	2,648
	比率	16.4%	18.3%	21.8%	18.8%	22.6%	21.1%	21.2%	16.5%
	YoY	35.3%	-0.1%	36.9%	-6.7%	37.8%	36.2%	8.4%	-20.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

华利集团：全年收入增长4%，新客户拓展成效显著

- **收入稳健增长，新产能爬坡致利润短期承压。** 2025年公司收入249.80亿元，同比+4.06%，主要受益于新客户订单快速增长以及产品结构优化带动均价提升。归母净利润同比下滑16.50%至32.07亿元。盈利能力短期承压，其中毛利率同比-4.9pct至21.9%，主要受新工厂密集投产及产能爬坡初期的效率拖累，以及部分老工厂产能调配损失影响；经营利润率同比-4.0pct至16.7%，归母净利率同比-3.2pct至12.8%，净利率下滑幅度小于毛利率，主要得益于期间费用率的优化（同比-1.5pct至4.5%）。营运资金周转情况保持健康，存货/应收/应付周转天数同比变化-5/0/-1天至56/62/43天。资本开支26.90亿元（同比+58.2%），主要用于产能建设。
- **四季度收入下滑3%，全年分红率提升至76%。** 四季度单季公司收入同比-3.0%至63.01亿元，归母净利润同比-22.7%至7.71亿元，毛利率同比-2.4pct至21.7%，经营利润率同比-2.6pct至17.0%，归母净利率同比-3.1pct至12.2%，主要由于新工厂仍处于产能爬坡阶段，叠加部分老客户订单波动。全年分红比例约为76.4%，较2024年的70%进一步提升；下半年分红比例提升至约83.6%，在中期分红70%的基础上进一步大幅提升。
- **销量稳健增长，均价小幅提升，其中下半年销量有所回落。** 拆分量价来看，公司全年销售运动鞋2.27亿双，同比+1.6%；人民币单价约为110.05元/双，同比+2.4%；全年美金单价约为15.40美元/双，同比+2.1%。其中上半年销量分别同比+6.1%/-2.7%至1.15亿双/1.12亿双，人民币均价分别同比+4.2%/+1.0%至110.45元/109.64元，美金均价分别同比+2.8%/+1.8%至15.37美元/15.44美元。下半年销量回落主要受部分以硫化鞋为主的老客户订单波动影响，而均价提升主要受益于高单价品牌（如On、Hoka等）占比提升带动产品结构优化。

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	24,581	27,066	28,973
(+/-%)	19.4%	4.1%	-1.6%	10.1%	7.0%
净利润(百万元)	3840	3207	2989	3873	4353
(+/-%)	20.0%	-16.5%	-6.8%	29.6%	12.4%
每股收益(元)	3.29	2.75	2.56	3.32	3.73
EBITMargin	20.6%	17.2%	16.2%	19.0%	19.9%
净资产收益率(ROE)	22.0%	19.7%	17.1%	20.4%	21.0%
市盈率(PE)	11.5	13.8	14.8	11.4	10.2
EV/EBITDA	8.9	9.9	10.9	8.6	7.6
市净率(PB)	2.54	2.73	2.54	2.33	2.14

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：华利集团2025业绩一图

	2023	2024	2025	2025 1H	2025 2H	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
总收入(亿元)	201.14	240.06	249.80	126.61	123.19	53.53	73.08	60.19	63.01
分差价									
销量(百万双)	190.11	223.43	226.99	114.63	112.36	49.39	65.24	53.37	58.99
单价(人民币口径)	105.61	107.23	109.84	110.45	109.64	108.39	112.01	112.78	106.81
总收入YOY	-2.2%	19.4%	4.1%	10.4%	-1.7%	12.3%	9.0%	-0.3%	-3.0%
分差价									
销量	-13.9%	17.5%	1.6%	6.1%	-2.7%	8.2%	4.6%	-3.0%	-2.4%
单价	13.6%	1.5%	2.4%	4.2%	1.0%	3.8%	4.2%	2.7%	-0.6%
毛利率	25.6%	26.8%	21.9%	21.8%	21.9%	22.9%	21.1%	22.2%	21.7%
费用率	4.9%	6.0%	4.5%	4.2%	4.9%	5.4%	3.2%	5.2%	4.5%
销售费用	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%	0.2%
管理费用	3.4%	4.5%	2.8%	2.8%	2.9%	3.7%	2.1%	2.7%	3.0%
研发费用	1.5%	1.6%	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%	1.4%	1.9%	1.5%
财务费用	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.6%	0.1%	-0.5%	-0.6%	0.5%	-0.3%
经营利润	40.56	49.67	41.73	21.66	20.07	9.45	12.21	9.36	10.71
比率	20.2%	20.7%	16.7%	17.1%	16.3%	17.6%	16.7%	15.5%	17.0%
营业外收支	-0.20	-0.19	-0.16	-0.13	-0.03	-0.03	-0.10	-0.04	0.01
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
利润总额	40.36	49.48	41.57	21.53	20.04	9.41	12.12	9.32	10.72
比率	20.1%	20.6%	16.6%	17.0%	16.3%	17.6%	16.6%	15.5%	17.0%
所得税	8.36	11.12	9.50	4.82	4.68	1.78	3.04	1.66	2.32
所得税率	20.7%	22.5%	22.9%	22.4%	23.4%	18.9%	25.1%	17.8%	21.6%
净利润	32.00	38.40	32.07	16.71	15.36	7.62	9.09	7.65	7.71
比率	15.9%	16.0%	12.8%	13.2%	12.5%	14.2%	12.4%	12.7%	12.2%
YoY	-0.9%	20.0%	-16.5%	-11.1%	-21.7%	-3.2%	-16.7%	-20.7%	-22.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

开润股份：2025年箱包与服装代工双轮驱动增长，服装代工盈利持续改善

- **2025年收入增长15%，扣非后净利稳健增长。**公司主营业务包括箱包服装代工和品牌业务，其中代工业务2025年收入占比已达到86.7%。2025年公司实现营业收入48.92亿元，同比增长15.36%；归母净利润3.31亿元，同比下降13.1%。净利润下滑主因去年同期取得上海嘉乐控制权时，按照公允价值计量产生的一次性投资收益增加了去年同期基数所致。扣非归母净利润为2.97亿元，同比增长1.95%。整体毛利率率同比提升1.08个百分点至23.94%，主因公司客户及产品结构不断优化、生产效率持续提升。除财务费用率外，其他费用率有所改善，销售/管理费用率分别下降1.00/0.13个百分点，其中销售费用率下降主因减少市场营销运营投入所致。财务费用率增加1.01个百分点，主因美元和印尼盾贬值导致汇兑损失增加所致。2025年四季度实现营业收入11.73亿元，同比下降3.5%；归母净利润、扣非归母净利润分别实现0.53/0.41亿元。
- **2026一季度扣非净利高增。**2026年第一季度营收12.57亿元（+1.9%），增速放缓主因箱包业务去年同期高基数所致，归母净利润0.99亿元（+15.7%），扣非归母净利润1.10亿元（+31.64%），主因对联营企业投资收益减少导致非经项目较去年同期大幅减少所致。毛利率同比小幅下降0.46个百分点至24.25%。整体费用率改善明显，销售/管理/财务费用率分别下降0.60/1.05/1.08个百分点，其中财务费用下降主因汇兑损失减少所致；费用端改善抵消了投资收益减少的不利影响，归母净利率同比提升0.94个百分点至7.86%，扣非归母净利率同比提升1.97个百分点至8.73%。
- **箱包代工稳健增长，服装代工成增长新引擎。**1) 箱包代工：全年实现收入26.56亿元，同比增长11.96%。公司深化与耐克、阿迪达斯等核心客户的合作，并成功践行“同一品类延展客户、同一客户延展品类”战略，不仅将阿迪达斯的合作从单一服装延伸至服装+软包双赛道，更与耐克联合打造全新拉杆箱产品线，服务边界持续拓宽。同时次新客户（如VF）品牌占比提升，带动整体箱包毛利率提升。2) 服装代工：全年实现收入15.85亿元，同比增长36.46%，剔除嘉乐并表影响，内生服装收入同比增长6.5%。公司于2025年完成了对上海嘉乐的100%控股收购，并快速向嘉乐复制生产制造各环节中的自动化、智能化和精益管理优势及经验，嘉乐的运营效率持续提升，盈利能力显著改善。上海嘉乐自身全年实现营收14.59亿元，净利润同比增加191.0%至0.81亿元，净利率提升2.3个百分点至5.6%。嘉乐客户拓展顺利，2026年正式与新客户Alo合作，预期订单将于三、四季度出货。3) 品牌业务：小米合作深化，90分渠道拓展。全年实现收入6.07亿元，同比下降7.74%，主要受国内消费市场结构性调整影响；毛利率27.12%，同比增加1.6个百分点，主因公司通过精细化运营提升经营质量。公司与小米的合作持续深化，推出米家斜挎包、米家前开盖旅行箱等多款新品；自有品牌“90分”积极拓展海外市场，成功进驻马来西亚高端百货商场。

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	5,364	5,682	6,024
(+/-%)	36.6%	15.4%	9.7%	5.9%	6.0%
净利润(百万元)	381	331	455	501	538
(+/-%)	229.5%	-13.1%	37.4%	10.1%	7.3%
每股收益(元)	1.59	1.38	1.90	2.09	2.24
EBITMargin	11.7%	13.7%	12.3%	12.7%	12.8%
净资产收益率(ROE)	17.8%	15.4%	19.1%	18.9%	18.4%
市盈率(PE)	12.3	14.2	10.3	9.4	8.7
EV/EBITDA	12.3	10.3	9.6	8.6	7.9
市净率(PB)	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：开润股份2025业绩一图

	2021	2022	2023	2024	2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
收入(百万元)	2289.0	2741.0	3104.9	4240.2	4891.6	1831.5	2408.7	2427.3	2464.3
YoY	17.8%	19.7%	13.3%	36.6%	15.4%	17.6%	55.6%	32.5%	2.3%
代工	1,464.4	2,198.0	2,443.5	3,533.6	4,240.9	1,528.7	2,005.0	2,097.6	2,143.3
YoY	24.0%	50.1%	11.2%	44.6%	20.0%	21.6%	69.0%	37.2%	6.9%
占比	64.0%	80.2%	78.7%	83.3%	86.7%	83.5%	83.2%	86.4%	87.0%
品牌	756.3	513.5	35.1	658.0	607.1	281.4	376.6	306.4	300.7
YoY	3.2%	-32.1%	22.0%	5.1%	-7.7%	-2.5%	-248.6%	8.9%	-20.1%
占比	33.0%	18.7%	20.2%	15.5%	12.4%	15.4%	15.6%	12.6%	12.2%
毛利率	26.6%	21.6%	24.4%	22.9%	23.9%	23.7%	22.2%	24.4%	23.5%
代工	26.0%	22.0%	23.9%	22.6%	23.6%	23.7%	21.7%	24.7%	22.5%
品牌	28.3%	20.9%	26.6%	25.5%	27.1%	25.2%	25.7%	24.1%	30.1%
费用率	23.3%	17.0%	16.0%	14.5%	14.2%	14.2%	14.8%	13.6%	14.7%
销售费用	11.8%	6.9%	6.4%	5.3%	4.3%	5.4%	5.1%	3.8%	4.7%
管理费用	7.4%	7.2%	6.4%	6.0%	5.9%	5.9%	6.1%	5.8%	6.0%
研发费用	2.8%	2.1%	2.2%	2.3%	2.1%	2.1%	2.4%	2.2%	2.0%
财务费用	1.4%	0.8%	0.9%	1.0%	2.0%	0.7%	1.2%	1.8%	2.1%
其他									
其他经营收益率	5.6%	-1.3%	-2.9%	3.5%	0.2%	5.9%	1.6%	0.3%	0.1%
其中：投资净收益	1.4%	-1.6%	-2.8%	2.8%	0.4%	6.5%	-0.1%	0.3%	0.6%
所得税率	11.3%	30.6%	25.2%	16.4%	18.9%	10.9%	24.1%	20.7%	16.5%
归母净利润	180.1	46.9	115.6	381.0	331.1	248.1	132.9	186.7	144.4
YoY	131.0%	-74.0%	146.7%	229.5%	-13.1%	230.1%	228.4%	-24.8%	8.7%
归母净利率	7.9%	1.7%	3.7%	9.0%	6.8%	13.5%	5.5%	7.7%	5.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

健盛集团：2025年四季度收入增长提速，无缝盈利持续修复展望乐观

- **2025年净利润增长25%，通过分红和回购提升股东回报。**2025年收入同比增长0.6%至25.89亿元，归母净利润增长24.6%至4.05亿元，主因非流动性资产处置收益增加所致，扣非归母净利润同比增长4.27%至3.35亿元。毛利率同比提升1.3个百分点至29.7%；销售/管理费用率分别同比+0.3/-0.1个百分点，主要系业务服务费及广告费增加、公司降本增效所致；汇率变动导致的汇兑损益使财务费用率上升0.3个百分点。存货周转天数同比增加17天至137天，应收账款/应付账款周转天数分别同比+14/9天至89/37天。全年资本开支2.47亿元，经营性现金流净额6.06亿元，自由现金流达3.05亿元。2025年末分红0.35元/股，叠加中期分红0.25元/股，分红率为65.5%；公司于2025年实施两期股份回购，首期回购方案已完成，第二期回购期限2025/10/10-2026/10/09，回购金额1.5-3.0亿元，回购价格不超过14.69元/股。
- **第四季度收入增长提速，净利润受益去年低基数增长较快。**2025Q4公司收入同比增长8.1%至7.03亿元，毛利率同比+3.0百分点、环比+0.1百分点至31.9%，主因无缝业务毛利率提升；销售/管理/财务费用率分别同比-0.2/-3.9/+1.1百分点至4.1%/6.6%/0.3%，管理费用率大幅下降主因2024年末计提奖励基金1635万元；受益于毛利率提升、管理费用率下降，归母净利率同比+4.2百分点至13.7%。归母净利润同比+56.0%至0.96亿元，扣非归母净利润同比+50%至0.96亿元。
- **棉袜业务量价微升，无缝服饰盈利持续修复。**1) 棉袜：收入同比+2.3%至18.85亿元，来自量价共同推动，销量同比+2.1%至3.86亿双；毛利率+0.1百分点至30.1%；贡献净利润3.42亿元，净利率约为18%，扣非净利率约14.5%，同比保持稳定。2) 无缝服饰：收入同比-3.3%至6.39亿元，量增价减，销量同比+0.9%至3363万件，均价同比-4.2%至19.0元。无缝盈利情况持续显著修复，越南兴安基地成功扭亏为盈，贡献利润1600余万元。无缝运动内衣毛利率提升迅速，带动整体毛利率同比+4.7百分点至26.4%，净利率约提升3.0百分点至9.9%，扣非净利率同比+1.9百分点至9.5%。

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)	2,574	2,589	2,869	3,030	3,200
(+/-%)	12.8%	0.6%	10.8%	5.6%	5.6%
净利润(百万元)	325	405	374	397	433
(+/-%)	20.2%	24.6%	-7.7%	6.3%	9.2%
每股收益(元)	0.88	1.18	1.09	1.16	1.27
EBITMargin	14.6%	15.9%	15.9%	16.0%	16.6%
净资产收益率(ROE)	13.0%	17.3%	15.2%	15.4%	16.0%
市盈率(PE)	14.8	11.0	11.9	11.2	10.3
EV/EBITDA	11.2	10.1	10.1	9.4	8.8
市净率(PB)	1.92	1.90	1.81	1.73	1.64

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：健盛集团2025业绩一图

	2021	2022	2023	2024	2025	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
总收入(百万元)	2052	2354	2281	2574	2589	1169	1405	1171	1698
棉袜(百万元)	1503	1541	1589	1844	1885	844	1000	839	1046
-销量(百万件)	383	343	330	378	386				
-单价(元)	3.9	4.5	4.8	4.9	4.9				
无缝(百万元)	502	739	626	661	639	324	337	332	307
-销量(百万件)	21.4	29.2	26.6	33.3	33.6				
-单价(元)	23.5	25.3	23.5	19.8	19.0				
总收入YOY	29.7%	14.7%	-3.1%	12.8%	0.6%	5.5%	19.7%	0.2%	20.9%
棉袜YOY	41.8%	2.6%	3.1%	16.0%	2.3%	15.3%	16.7%	-0.6%	4.7%
-销量YOY	34.4%	-10.4%	-3.6%	14.4%	2.1%				
-单价YOY	5.5%	14.5%	7.0%	1.5%	0.1%				
无缝YOY	4.8%	47.3%	-15.3%	5.6%	-3.3%	-13.8%	34.8%	2.5%	-8.8%
-销量YOY	23.1%	36.4%	-8.6%	25.1%	0.9%				
-单价YOY	-14.8%	7.9%	-7.3%	-15.6%	-4.2%				
毛利率	26.8%	25.8%	26.0%	28.8%	30.2%	28.9%	28.7%	28.2%	26.6%
棉袜	31.2%	29.3%	29.4%	30.0%	30.1%	30.3%	29.8%	29.1%	30.9%
无缝	11.7%	15.4%	12.7%	21.7%	26.4%	25.3%	18.3%	25.7%	27.1%
费用率									
销售费用率	2.9%	3.1%	3.3%	3.2%	3.5%	3.1%	3.4%	3.2%	3.7%
管理费用率	9.6%	7.4%	7.8%	8.2%	8.1%	7.9%	8.5%	8.9%	7.6%
研发费用率	2.9%	2.8%	2.2%	1.8%	1.6%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%
财务费用率	1.0%	-0.4%	0.2%	-0.1%	0.1%	-0.7%	0.4%	-0.3%	0.3%
-汇兑损失率	-0.1%	-1.5%	-1.0%	-1.1%	-0.8%	-1.8%	-0.5%	-1.4%	0.9%
其他经营收益率	0.1%	0.2%	0.6%	0.1%	3.2%	0.8%	-0.4%	1.2%	-0.7%
所得税率	13.7%	6.6%	2.1%	14.7%	16.8%	14.2%	15.3%	17.7%	16.3%
归母净利润	167.2	261.7	270.4	324.9	404.9	165.7	159.2	141.7	263.2
YOY	-131.7%	56.5%	3.3%	20.2%	24.6%	33.8%	8.6%	-14.5%	65.3%
归母净利率	8.2%	11.1%	11.9%	12.6%	15.6%	14.2%	11.3%	12.1%	15.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

03

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

04

代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强

05

纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显

06

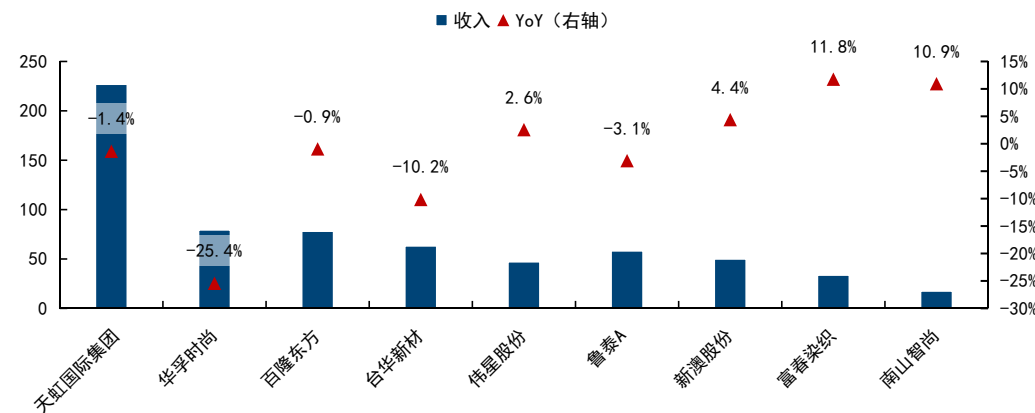
投资建议

年度业绩：行业竞争加剧，毛利率分化明显，全球化布局优势凸显

1、收入：上游材料供应商受产品价格下行及基数效应影响，收入端整体呈现微增或下滑。2025年，南山智尚收入增长10.9%，主要由锦纶新业务投产带动；新澳股份收入增速稳中有升（+4.4%），但受产能瓶颈制约，仍低于实际接单景气度；伟星股份在国际市场驱动下实现2.6%的稳健增长。百隆东方、天虹国际集团受产品单价下降拖累，收入分别小幅下滑0.9%、1.4%，但销量端均已转正。台华新材在2024年高基数与行业价格竞争加剧的双重压力下，收入同比下降10.2%，短期承压明显。

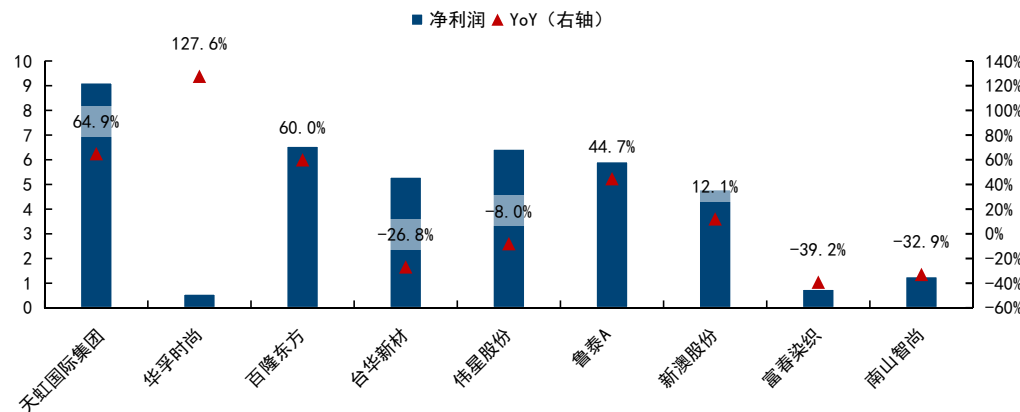
2、净利润：2025年利润端显著分化。天虹国际集团（+64.9%）、百隆东方（+60.0%）净利润高增，主因低价原材料储备释放成本红利及费用优化；新澳股份（+12.1%）受益羊绒放量及毛精纺毛利率提升。伟星股份（-8.0%）受汇率波动导致汇兑损失拖累；台华新材（-26.8%）受常规产品加工费低迷及费用率提升挤压；富春染织（-39.2%）、南山智尚（-32.9%）下滑明显，后者主因锦纶新业务前期费用集中体现。

图：纺织材料公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司净利润变化



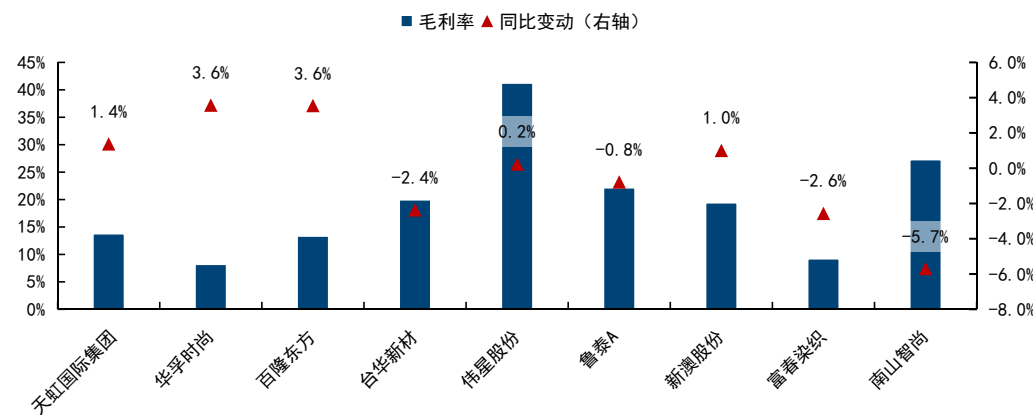
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

年度业绩：行业竞争加剧，毛利率分化明显，全球化布局优势凸显

1、**毛利率**：行业整体分化态势明显。百隆东方、天虹国际集团毛利率分别同比提升3.6、1.4个百分点，前者受益于前期低价棉储备释放，后者受海外工厂满产及采购策略优化驱动；新澳股份(+1.0pct)毛精纺及羊绒业务毛利率均有改善。伟星股份毛利率同比微增0.2个百分点，整体保持稳定。台华新材(-2.4pct)受产品价格下行及常规品加工费低迷拖累；南山智尚(-5.7pct)降幅最大，主因超高业务库存结构调整及锦纶新业务毛利率偏低。

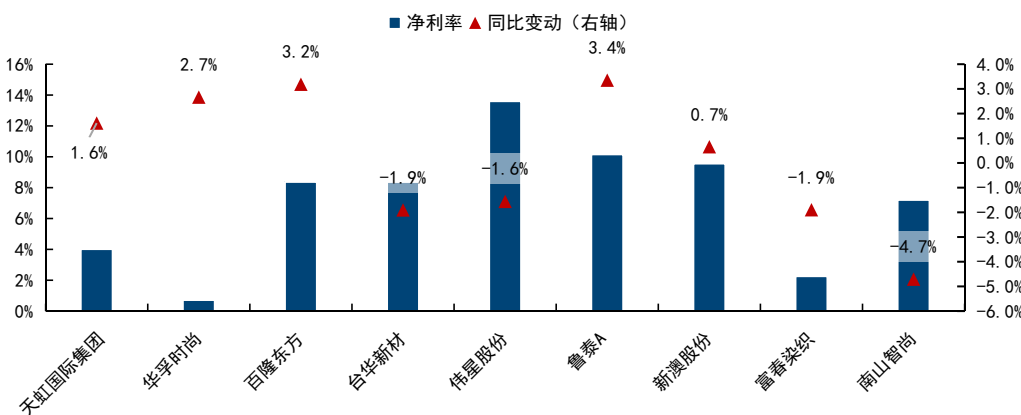
2、**净利率**：毛利率修复力度及费用/非经扰动使净利率分化明显。百隆东方(+3.2pct)净利率提升幅度居前，主因毛利率大幅修复叠加财务费用优化；天虹国际集团(+1.6pct)受益于毛利率改善及负债率下降带来的利息支出减少；新澳股份(+0.7pct)稳健提升。台华新材(-1.9pct)受毛利率下滑及费用率提升双重挤压；伟星股份(-1.6pct)毛利率微增但被汇兑损失大幅侵蚀；南山智尚(-4.7pct)降幅最大，主因锦纶新业务前期亏损及超高业务库存结构调整。

图：纺织材料公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司净利率变化

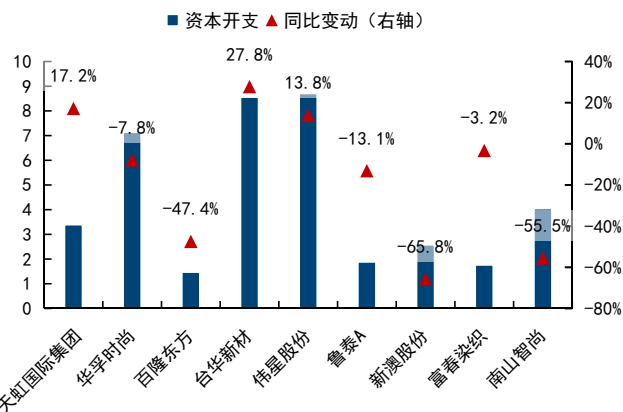


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

年度业绩：行业竞争加剧，毛利率分化明显，全球化布局优势凸显

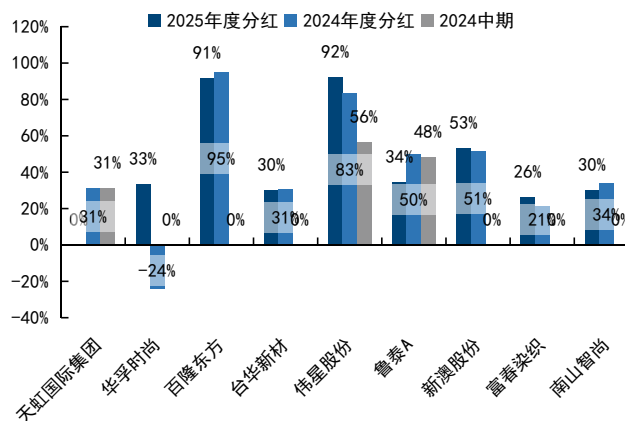
- 1、资本开支：**多数趋于收缩，部分企业逆势扩产。台华新材（+27.8%）、天虹国际集团（+17.2%）、伟星股份（+13.8%）资本开支同比增长双位数以上。台华新材主要用于越南“年产6000万米坯布织染一体化项目”建设；天虹国际主因技改力度加大，2026年将继续加快技改进程；伟星股份持续推进越南产能建设。新澳股份（-65.8%）、南山智尚（-55.5%）、百隆东方（-47.4%）资本开支大幅缩减，前两者前期产能集中投放后进入消化期，后者主动收缩投资聚焦存量优化。
- 2、分红率：**延续高分红趋势，百隆东方分红率达91%，伟星股份分红率同比提升9个百分点至92%。新澳股份（53%）分红率稳中有升。鲁泰A（34%）、南山智尚（30%）分红率同比有所下降；天虹国际集团2025年未进行分红，主因优先将资金用于偿债及技改扩产。
- 3、现金流：**大部分现金流充沛，个别受扩产备货拖累。天虹国际集团净现比达4.7，主因存货及应收款管理优化；台华新材（2.3）、伟星股份（1.8）、百隆东方（1.7）净现比均大于1，表现稳健。新澳股份（0.9）净现比略低于1；南山智尚（0.2）净现比偏弱，主因锦纶新业务备货增加及应收账款扩大导致经营性现金流净额大幅减少。

图：纺织材料公司资本开支变化



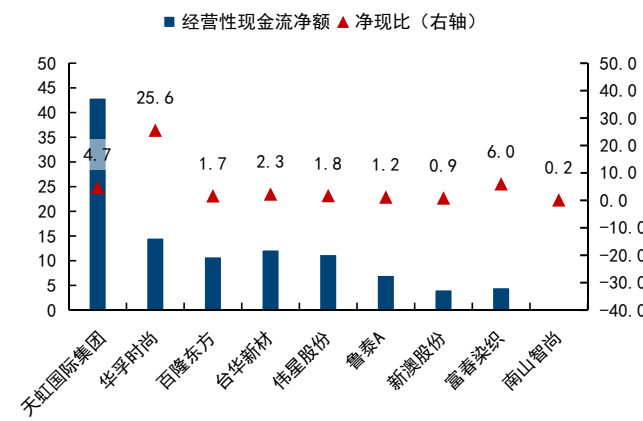
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司分红比例变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司经营性现金流和净现比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

重点公司财报分析

伟星股份：2025年收入稳健增长，分红率达92%

- **全年收入稳健增长，分红率达92%**。2025年公司实现营业收入48.00亿元，同比增长2.69%；归母净利润6.45亿元，同比下降7.96%；扣非归母净利润6.29亿元，同比下降8.70%。盈利能力方面，综合毛利率同比提升0.30个百分点至42.03%。费用端，销售、管理费用率分别同比提升0.26/0.62个百分点，研发费用率同比下降0.18个百分点。财务费用率同比提升1.35个百分点，主要受汇率波动影响，报告期汇兑净损失达3,536.92万元，而上年同期为汇兑净收益1,008.56万元。受此影响，归母净利率同比下降1.55个百分点至13.43%。公司持续重视股东回报，期末拟每10股派息4.00元（含税），叠加已实施的中期分红，2025年度累计现金分红总额预计为5.92亿元，分红率达91.91%。
- **四季度收入增速回升，但汇率波动致利润承压**。第四季度收入同比增长6.72%至11.68亿元，呈现复苏态势，主要得益于天气转冷后国内冬装补单需求回暖。归母净利润同比下降20.17%至0.61亿元，主要受毛利率下滑和财务费用率增加影响。其中，毛利率下滑1.74个百分点至36.82%，主要受原材料成本上涨尤其是金属纽扣材料上涨、及海运费上涨影响；财务费用率同比+1.64个百分点，主要受汇率波动导致的汇兑损失影响。
- **国际市场收入快速增长，拉链业务表现优于纽扣**。1) 分品类：拉链/纽扣收入分别同比+3.07%/+1.79%至25.60/19.89亿元；拉链业务毛利率同比提升0.87个百分点至42.99%，而纽扣业务毛利率同比下降1.20个百分点至41.76%。2) 分区域：国内市场收入同比-0.51%至30.78亿元。国际市场在海外生产基地优势的发挥下，实现逆势增长，收入同比+8.95%至17.22亿元，收入占比提升至35.88%。3) 产能：产能扩张稳步推进，但利用率有所下滑。2025年，纽扣总产能提升至126亿粒（2024年为120亿粒），拉链总产能提升至10亿米（2024年为9.1亿米）。但受宏观环境影响，总产能利用率同比下降2.9个百分点至65.92%。越南生产基地尚处产能爬坡阶段，报告期亏损2,973.97万元，但经营性亏损在持续收窄，预计2026年下半年有望进入盈亏平衡状态。

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	682	750	810
(+/-%)	25.5%	-8.0%	5.7%	10.1%	8.0%
每股收益(元)	0.60	0.54	0.57	0.64	0.69
EBITMargin	20.4%	19.8%	15.7%	15.8%	16.1%
净资产收益率(ROE)	16.1%	14.1%	13.7%	13.8%	13.7%
市盈率(PE)	16.6	18.4	17.4	15.5	14.4
EV/EBITDA	10.9	11.0	12.0	10.8	9.8
市净率(PB)	2.7	2.6	2.4	2.1	2.0

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：伟星股份2025业绩一图

	2023	2024	2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
营收(百万元)	3906.5	4674.4	4800.3	2296.4	2378.0	2337.7	2462.6
分品类							
拉链	2142.6	2484.1	2560.3	1258.9	1225.2	1292.7	1267.5
销量(百万米)	501.0	530.4	552.3				
单价(元/米)	4.3	4.7	4.6				
纽扣	1599.7	1954.5	1989.4	927.5	1027.0	925.9	1063.5
销量(百万粒)	8910.6	9738.7	10002.3				
单价(元/粒)	0.2	0.2	0.2				
其他辅料	115.7	164.2	174.1	76.1	88.1	84.7	89.5
分区域							
国内	2696.4	3093.8	3078.2	1536.5	1557.3	1473.6	1604.6
国外	1210.1	1580.6	1722.1	759.9	820.7	864.2	858.0
YOY							
合计	7.7%	19.7%	2.7%	25.6%	14.4%	1.8%	3.6%
分品类							
拉链	6.8%	15.9%	3.1%	24.0%	8.7%	2.7%	3.5%
销量	5.7%	5.9%	4.1%				
单价	1.1%	9.5%	-1.0%				
纽扣	9.0%	22.2%	1.8%	27.1%	18.0%	-0.2%	3.6%
销量	4.6%	9.3%	2.7%				
单价	4.1%	11.8%	-0.9%				
其他辅料	8.8%	41.9%	6.0%	23.2%	63.3%	11.2%	1.6%
分区域							
国内	7.2%	14.7%	-0.5%	24.8%	6.3%	-4.1%	3.0%
国外	8.7%	30.6%	9.0%	27.2%	34.0%	13.7%	4.5%
毛利率	40.9%	41.7%	42.0%	41.8%	41.7%	42.9%	41.2%
分品类							
拉链	41.0%	42.1%	43.0%	42.9%	41.3%	43.3%	42.7%
纽扣	42.2%	43.0%	41.8%	42.1%	43.7%	43.5%	40.3%
分区域							
国内	39.7%	41.5%	42.6%	41.3%	41.8%	42.2%	42.9%
国外	43.7%	42.2%	41.1%	42.9%	41.5%	44.1%	38.1%
费用率	24.0%	23.7%	25.8%	20.1%	27.3%	23.5%	27.9%
销售费用率	9.1%	8.9%	9.1%	8.0%	9.7%	8.78%	9.5%
管理费用率	10.4%	11.0%	11.6%	9.1%	12.8%	9.98%	13.1%
研发费用率	4.0%	3.9%	3.7%	3.6%	4.1%	3.62%	3.7%
财务费用率	0.4%	0.0%	1.4%	-0.6%	0.6%	1.16%	1.6%
营业利润	672.82	852.45	783.55				
营业利润率	17.2%	18.2%	16.3%				
归母净利润	558.1	700.3	644.6	415.9	284.4	369.4	275.2
YoY	14.2%	25.5%	-8.0%	37.8%	11.0%	-11.2%	-3.2%
净利率	14.3%	15.0%	13.4%	18.1%	12.0%	15.8%	11.2%
产能利用率	66.8%	68.8%	65.9%	70.7%	68.8%	65.3%	65.9%
境内	69.5%	73.2%	69.6%	75.5%	73.2%	69.0%	69.6%
境外	50.6%	48.0%	48.2%	49.6%	48.0%	48.3%	48.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

台华新材：2025年收入下滑10%，第四季度利润率同环比修复

- **全年收入和利润阶段性承压，经营现金流显著改善。**2025年公司实现营收64.08亿元（同比-10.0%），归母净利润5.31亿元（同比-26.8%），扣非归母净利润3.37亿元（同比-43.4%）。受行业需求偏弱及产品价格下行影响，综合毛利率同比下降2.22pct至20.76%，除坯布外各产品毛利率均有下滑；期间费用率同比提升1.04pct至12.22%，其中管理费用率同比+1.00pct至4.03%。归母净利率和扣非归母净利率分别同比-1.90/-3.11pct至8.29%/5.26%，非经收益主要为政府补助，占收入比例同比+1.2pct；经营现金流净额显著改善，同比+73.88%至12.28亿元。
- **第四季收入双位数下滑，盈利同环比修复，减值压力缓解。**2025Q4营收17.04亿元（同比-11.9%）；归母净利润1.12亿元（同比+5.0%），扣非净利润0.96亿元（同比+30.7%）。毛利率同比+0.06pct/环比+1.72pct至20.26%；期间费用率同比+1.11pct至13.12%，其中销售/管理/研发费用率分别同比+0.32/+0.62/+0.32pct；资产减值损失占收入比同比改善2.09pct至-1.32%，对利润端拖累较去年同期显著缓解。同时叠加信用减值损失改善和财务费用下降，归母净利率和扣非归母净利率分别同比+1.06/+1.83pct、环比+0.66/3.29pct至6.60%/5.61%。
- **锦纶长丝量增价跌受常规品拖累，坯布收入承压毛利率提升。**1) 业务结构：锦纶长丝收入34.88亿元（同比-11.63%），销量20.60万吨（同比+2.20%），销量增长但价格大幅下滑导致收入下降，毛利率17.27%（-2.07pct），其中常规锦纶6产品因加工费低迷，是2025年业绩的主要拖累；坯布收入10.41亿元（-22.45%），毛利率28.53%（+2.98pct）；面料收入14.89亿元（-6.92%），毛利率27.68%（-3.22pct）。2) 子公司表现：成品面料子公司高新染整净利润1.46亿元，净利率10.45%；长丝子公司嘉华尼龙和江苏再生分别实现净利润0.70亿元和0.71亿元，净利率分别为2.99%和3.93%。报告期内，江苏年产10万吨再生差别化锦纶丝项目和6万吨PA66差别化锦纶丝项目产能利用率均达到96%。江苏织染项目已完成试生产，产能陆续投产；越南“年产6000万米坯布织染一体化项目”已开工建设，预计2026年进入试生产，公司全球化产能布局持续推进。

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)	7,120	6,408	7,651	8,258	8,709
(+/-%)	39.8%	-10.0%	19.4%	7.9%	5.5%
净利润(百万元)	726	531	705	789	852
(+/-%)	61.6%	-26.8%	32.6%	12.0%	7.9%
每股收益(元)	0.82	0.60	0.79	0.89	0.96
EBITMargin	10.2%	8.3%	9.2%	9.6%	9.8%
净资产收益率(ROE)	14.5%	10.0%	12.1%	12.5%	12.3%
市盈率(PE)	11.7	16.0	12.1	10.8	10.0
EV/EBITDA	12.3	15.6	8.9	8.0	7.5
市净率(PB)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：台华新材2025业绩一图

	2022	2023	2024	2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
收入(百万元)	4009	5094	7120	6408	3419	3701	3126	3282
锦纶长丝	2060	2623	3947	3488	1945	2002	1756	1732
坯布	841	1204	1342	1041	640	702	487	554
面料	1001	1132	1600	1489	749	851	708	781
收入YoY	-6%	27%	40%	-10%	56%	28%	-9%	-11%
锦纶长丝	15%	27%	51%	-12%	69%	36%	-10%	-13%
坯布	-29%	43%	11%	-22%	27%	0%	-24%	-21%
面料	-7%	13%	41%	-7%	52%	33%	-6%	-8%
毛利率	21.7%	21.8%	23.0%	20.8%	24.1%	21.9%	22.1%	19.4%
锦纶长丝	19.1%	17.7%	19.3%	17.3%	20.9%	17.9%	19.5%	15.0%
坯布	24.5%	23.8%	25.6%	28.5%	20.9%	29.8%	26.3%	30.5%
面料	23.6%	27.7%	30.9%	27.7%	33.1%	29.0%	29.9%	25.7%
费用率	14.2%	12.5%	11.2%	12.2%				
销售费用	1.1%	1.1%	1.1%	1.4%	0.9%	1.3%	1.2%	1.6%
管理费用	5.7%	4.4%	3.0%	4.0%	2.8%	3.3%	4.0%	4.0%
研发费用	5.9%	5.5%	5.2%	4.6%	5.2%	5.2%	4.3%	5.0%
财务费用	1.4%	1.5%	1.8%	2.1%	1.6%	2.1%	2.1%	2.1%
其他经营收益率	0.6%	1.0%	0.4%	2.3%	1.0%	-0.2%	3.7%	0.9%
所得税率	8.1%	6.6%	10.7%	13.6%	11.3%	9.8%	17.9%	5.9%
归母净利润(百万元)								
归母净利润	269	449	726	531	424	302	325	206
YoY	-42%	67%	62%	-27%	132%	13%	-23%	-32%
归母净利率	6.7%	8.8%	10.2%	8.3%	12.4%	8.2%	10.4%	6.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

新澳股份：2025年收入增长4%，今年以来接单高景气度延续

- **全年收入增长4%，归母净利润双位数增长。**公司是羊毛和羊绒纺纱龙头制造商。2025年公司实现营业收入50.52亿元，同比+4.37%；实现归母净利润4.80亿元，同比+12.1%；扣非归母净利润4.69亿元，同比+14.51%。收入增长主要受益于羊绒纱线业务的持续放量。公司毛利率为19.96%，同比+0.98pct，主要受益于毛精纺纱、羊毛纱线及毛条业务毛利率提升。费用端看，销售费用率下降0.2个百分点至1.9%，主要系销售部门人力成本及宣传推广开支的合理控制与有效优化；管理费用率保持稳定；财务费用同比大幅下降，主要系汇率变动导致汇兑收益增加所致。政府补贴减少33.7%至1805万元，综合影响下，净利率同比上升约0.88个百分点至10.22%。经营活动产生的现金流量净额同比增加13.45%至4.20亿元，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。公司拟向全体股东每10股派发现金红利3.50元，公司分红比例达53.23%。
- **四季度业绩亮眼，2026年接单延续年底强劲势头。**2025年四季度单季，公司实现营业收入11.58亿元，同比增加19.43%；实现归母净利润1.03亿元，同比增加76.43%，毛利率19.6%，同比增加2%。得益于四季度末羊毛涨价，2026年一季度公司接单延续年底强劲势头，保持双位数增长。
- **毛精纺业务保持稳健毛利率提升，羊绒纱线保持快速增长毛利率由降转增。**1、毛精纺纱线业务：保持稳健，毛利率提升。尽管受到越南投入试生产阶段拖累业绩叠加销售承压等不利影响，精纺纱线仍表现稳健，全年收入25.24亿元（-0.7%），销量1.55万吨（-1.7%），销售单价约16.3万元/吨（+1.0%），毛利率27.4%（+0.6pct）。2、羊绒纱线业务：收入18.46亿元（+19.3%），销量0.31万吨（+19.4%），销售单价约59.5万元/吨（-0.1%），毛利率13.1%（+2.0pct），3、羊毛毛条业务：收入6.05亿元（-9.3%），销量0.67万吨（-12.2%），销售单价约9.1万元/吨（+3.4%），毛利率7.2%（+2.0pct）。4、改性处理、染整及羊绒加工业务：收入0.41亿元（-4.8%），销量0.36万吨（-4.4%），销售单价约1.1万元/吨（-0.5%），毛利率35.9%（+1.3pct）。

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)	4,841	5,052	5,603	6,199	6,724
(+/-%)	9.1%	4.4%	10.9%	10.6%	8.5%
净利润(百万元)	428	480	545	618	676
(+/-%)	6.0%	12.1%	13.5%	13.3%	9.4%
每股收益(元)	0.59	0.66	0.75	0.85	0.93
EBITMargin	10.8%	12.0%	12.3%	12.5%	12.7%
净资产收益率(ROE)	12.6%	13.0%	13.7%	14.4%	14.6%
市盈率(PE)	14.9	13.3	11.7	10.3	9.5
EV/EBITDA	12.1	10.4	9.6	8.3	7.4
市净率(PB)	1.88	1.73	1.61	1.49	1.38

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：新澳股份2025业绩一图

	2022	2023	2024	2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
收入(百万元)	3950	4438	4841	5052	2556	2284	2554	2498
按业务分								
毛精纺纱	2244	2497	2543	2524	1479	1064	1433	1091
羊绒纱线	1071	1222	1548	1846	677	871	786	1060
羊毛毛条	586	661	666	605	361	306	303	302
改性处理及染整	27	32	43	41	22	21	20	21
销量(吨)								
毛精纺纱	13644	14983	15739	15464	9285	6454	8800	6664
羊绒纱线	1608	1996	2599	3102	1029	1570	1370	1732
羊毛毛条	5938	7179	7608	6678				
改性处理及染整	2560	3192	3770	3605				
单价(万元/吨)								
毛精纺纱	16.4	16.7	16.2	16.3	15.9	16.5	16.3	16.4
羊绒纱线	66.6	61.3	59.6	59.5	65.8	55.5	57.4	61.2
羊毛毛条	9.9	9.2	8.8	9.1			8.8	9.8
改性处理及染整	1.0	1.0	1.1	1.1				
按区域分								
国内	2586.1	3085.1	3432.1	3358.9	1672.3	1759.8	1650.2	1708.7
国外	1344.2	1329.5	1370.9	1661.2	883.8	487.2	903.6	757.6
收入YOY	14.6%	12.4%	9.1%	4.4%	10.1%	7.9%	-0.1%	9.3%
按业务分								
毛精纺纱	8.9%	11.3%	1.8%	-0.7%	10.0%	-7.7%	-3.1%	2.6%
羊绒纱线	29.0%	14.1%	26.6%	19.3%	19.6%	32.7%	16.0%	21.8%
羊毛毛条	18.3%	12.8%	0.9%	-9.3%	-5.3%	9.3%	-16.0%	-1.3%
改性处理及染整	-35.3%	21.1%	33.7%	-4.8%	44.7%	23.7%	-11.4%	2.2%
按区域分								
国内	7.3%	19.3%	11.2%	-2.1%	9.4%	13.0%	-1.3%	-2.9%
国外	32.0%	-1.1%	3.1%	21.2%	11.5%	-9.2%	2.2%	55.5%
毛利率	18.8%	18.6%	19.0%	20.0%	20.8%	16.9%	21.6%	18.3%
毛精纺纱	25.4%	25.1%	26.8%	27.4%	27.1%	26.5%	28.8%	25.5%
羊绒纱线	11.4%	12.7%	11.1%	13.1%	14.2%	10.5%	13.5%	12.8%
羊毛毛条	5.5%	3.6%	5.2%	7.2%	5.5%	-1.4%	6.2%	8.2%
改性处理及染整	31.0%	32.3%	34.6%	35.9%	30.8%	27.3%	34.3%	37.4%
费用率	7.2%	7.4%	8.2%	7.7%	7.7%	8.7%	7.4%	8.0%
营业税金及附加								
销售费用率	1.8%	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%	2.5%	1.9%	1.8%
管理费用率	3.0%	2.8%	3.2%	3.2%	2.7%	3.7%	3.1%	3.2%
研发费用率	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%
财务费用率	-0.3%	-0.1%	0.6%	0.4%	1.0%	0.2%	0.1%	0.7%
-汇兑损失比率	-0.6%	-0.4%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.4%	0.0%	-0.4%
其他经营收益率	0.7%	0.2%	0.6%	0.4%	-0.1%	1.2%	-0.2%	1.0%
营业利润	11.9%	10.9%	10.7%	12.0%	12.5%	8.7%	13.4%	10.6%
所得税率	12.6%	11.4%	12.4%	14.8%	13.2%	11.1%	16.2%	12.9%
归母净利润	389.7	404.2	428.3	480.1	266.2	162.1	270.6	209.5
yoy	30.7%	3.7%	6.0%	12.1%	4.5%	8.4%	1.7%	29.2%
归母净利率	9.9%	9.1%	8.8%	9.5%	10.4%	7.1%	10.6%	8.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

百隆东方：2025年盈利大幅改善，四季度收入增长提速

- **2025全年收入下降1%，毛利率提升，扣非净利润大幅增长。**2025年下半年公司主动调整定价策略以消化库存，全年实现营业收入78.61亿元（-1.02%），其中纱线营业收入74.29亿元（+1.40%），销量26.07万吨（+7.59%），单价同比-5.7%，单价下跌主因色纺纱均价下降约3%，坯纱均价下降接近6%，且坯纱占比提升所致。虽单价下跌，但公司全年毛利率同比提升3.47个百分点至13.67%（纱线毛利率提升4.15%），主要受益于前期原材料低价采购，成本同比下降10%。费用管控成效显著，期间费用率同比下降1.4个百分点至5.65%，其中财务费用率下降0.69个百分点，主要受益于银行借款规模大幅减小及3000万元汇兑收益贡献。扣非归母净利润6.12亿元，同比增长178.99%；归母净利润6.56亿元（+59.96%），增速低于扣非净利润主因2024年有大额资产处置收益，而2025年该项收益大幅减少，使得非经常性损益缩减至0.44亿元（2024年为1.91亿元）所致。分红方面，公司年末拟每10股派发股息2.5元，全年累计派息4.0元/10股，分红比例达91.42%。
- **第四季度收入同比增长提速，毛利率同环比提升。**第四季度收入21.36亿元（+14.4%），需求回暖源于公司降价刺激及下游低位锁定原材料；毛利率同环比分别+8.13/+4.18个百分点至14.46%。期间费用率同比上升0.55个百分点至5.14%。归母净利润1.06亿元，同比扭亏（2024Q4为-249万元），但较Q3环比下降33.45%，主要受投资净收益由Q3的0.69亿元转为Q4的-0.05亿元，以及资产减值损失计提0.74亿元拖累。
- **色纺纱毛利率显著提升，坯纱占比提升，越南基地盈利持续增长。**1) 色纺纱：收入39.56亿元（-2.47%），营收占比下滑至53%；毛利率大幅提升6.62个百分点至17.84%，主要受益于单吨成本下降。2) 坯纱：收入34.73亿元（+6.19%），毛利率提升1.52个百分点至8.12%。3) 产能：越南基地贡献收入62.11亿元（+3.6%），净利润6.42亿元（+27.4%），净利率达10.3%，同比提升1.9pct，产能利用率持续改善。截至2025年底，越南产能约占总产能的78%，

数据来源：Wind、前瞻产业研究院及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,941	7,861	8,944	9,447	9,905
(+/-%)	14.9%	-1.0%	13.8%	5.6%	4.8%
净利润(百万元)	410	656	816	838	808
(+/-%)	-18.6%	60.0%	24.3%	2.7%	-3.6%
每股收益(元)	0.27	0.44	0.54	0.56	0.54
EBITMargin	5.8%	9.7%	9.3%	9.1%	8.9%
净资产收益率(ROE)	4.3%	7.1%	8.7%	8.8%	8.3%
市盈率(PE)	29.4	18.4	14.8	14.4	14.9
EV/EBITDA	16.9	13.1	13.8	13.4	13.1
市净率(PB)	1.26	1.31	1.29	1.27	1.25

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：百隆东方2025业绩一图

	2022	2023	2024	2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
收入(百万元)	6989	6914	7941	7861	3989	3952	3591	4270
YoY	-10.1%	-1.1%	14.9%	-1.0%	23.9%	7.0%	-10.0%	8.0%
境内收入(百万元)	1809	1801	1902	2093	916	986	823	1270
YoY	-32.8%	-0.5%	5.6%	10.0%	-58.9%	-330.6%	-10.1%	28.8%
境外收入(百万元)	4598	4656	5425	5336	2755	2670	2580	2756
YoY	-2.5%	1.3%	16.5%	-1.6%	-14.4%	85.9%	-6.4%	3.2%
其他业务	582	457	615	431	318	297	187	244
YoY	58.4%	-21.4%	34.4%	-29.8%	0.0%	0.0%	-41.1%	-17.7%
毛利润	1878	598	810	1074	399.0	411.0	545.7	528.5
毛利率	26.9%	8.6%	10.2%	13.7%	10.0%	10.4%	15.2%	12.4%
境内毛利润	346	43	44	58	80.58	(37)	108	(49)
境内毛利率	19.1%	2.4%	2.3%	2.8%	8.8%	-3.0%	13.1%	-3.5%
境外毛利润	1320	440	627	930	257.26	370	400	530
境外毛利率	28.7%	9.4%	11.6%	17.4%	9.3%	11.2%	15.5%	17.5%
其他毛利润	212.4	115.7	139.6	86.1	61.14	78.4	38.2	47.9
费用率								
销售费用	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	0.3%	0.6%	0.2%
管理费用	5.6%	4.8%	3.7%	3.5%	4.0%	3.4%	3.9%	3.2%
研发费用	1.6%	1.5%	1.4%	1.0%	1.5%	1.4%	1.1%	0.8%
财务费用	2.2%	2.2%	1.5%	0.8%	1.5%	1.5%	0.6%	1.0%
其他								
其他经营收益率	8.7%	9.3%	3.0%	1.7%	4.3%	1.7%	3.6%	0.1%
所得税率	11.1%	13.7%	13.1%	11.5%	10.5%	16.4%	10.3%	13.2%
净利润	1563	504	410	656	233	177	390	266
YoY	14.0%	-67.7%	-18.6%	60.0%	-14.8%	-23.2%	67.5%	50.0%
净利率	22.4%	7.3%	5.2%	8.3%	5.8%	4.5%	10.9%	6.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

天虹国际集团：2025年归母净利润增长63%，资产负债率优化

- **2025年归母净利润增长63%，受益于毛利率提升及财务费用优化。**公司是全球棉纱龙头生产商。2025年收入减少1.4%至227.16亿元，主因价格竞争激烈，公司主要产品价格下滑所致。其中，纱线/梭织面料/针织面料收入分别同比变动+1.1%/+1.2%/-40.4%至181.09/21.98/3.29亿元。纱线业务收入占比79.7%，平均售价-4.9%至2.21万元/吨，降幅扩大，但纱线毛利率同比提升2.5个百分点至14.2%，主要受益于海外工厂产能利用率显著提升、灵活的原材料采购策略以及设备自动化改造。2025年公司负债率从52.0%降至48.3%，减少负债11亿元。公司归母净利润同比增长63.0%至9.13亿元，主因整体毛利率增长（+1.4个百分点至13.8%）及财务费用优化（财务费用率下降1.0百分点）。经营现金流量净额43.0亿元，减少3.9%，基本保持稳定；投资活动现金净额-9.22亿元，主要用于设备更新改造及越南未完工程建设；融资活动现金净额-37.4亿元，主要用于主动偿还银行借贷。
- **2025年下半年收入小幅下滑，毛利率同比提升。**2025年下半年，公司收入同比-0.9%至116.82亿元，其中纱线/梭织面料/针织面料收入分别同比变动+4.3%/-12.9%/-43.6%至94.87/10.29 /1.43 亿元，毛利率同比+1.3百分点主要由于纱线毛利率同比+3.5%至14.5%，梭织毛利率同比+3.0%至23.1%；受益于毛利率提升和财务费用减少，下半年归母净利润盈利4.94亿元，同比+74.3%，净利率同比提升1.7百分点至4.2%。
- **管理层展望：保持稳中有升趋势，进一步降低负债压力，加快技改进程。**1) 2026年目标：管理层在公开业绩会表示，2026年计划销售83万吨纱线、1亿米梭织面料、6000吨针织面料，预计纱线毛利率不弱于2025年，负债率继续下降3-4百分点至44%-45%。2) 2025年公司资本开支11.7亿元（2024年8.3亿元），主因技改力度加大所致，公司预计2026年将继续加快技改进程，资本开支预期达12亿元，除技改外，新增投资还主要用于：将纱线总产能提升至约435万锭并扩充越南产能；投资储能设施及分布式光伏发电系统（目前已建成约181MW，计划增建约20MW）。

图：天虹国际2025业绩一图

	百万元	2022	2023	2024	2025	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H
营收	合计	23805	22725	23029	22716	11244	11786	11034	11682
	纱线	17587	17537	17909	18109	8812	9097	8622	9487
	梭织面料	2648	2056	2173	2198	991	1181	1169	1029
	针织面料	866	797	552	329	299	253	186	143
YoY	合计	-10.2%	-4.5%	1.3%	-1.4%	4.2%	-1.2%	-1.9%	-0.9%
	纱线	-13.8%	-0.3%	2.1%	1.1%	8.9%	-3.7%	-2.2%	4.3%
	梭织面料	3.0%	-22.3%	5.7%	1.2%	-3.2%	14.5%	17.9%	-12.9%
	针织面料	-16.8%	-8.0%	-30.8%	-40.4%	-25.5%	-36.2%	-37.8%	-43.6%
毛利率	合计	11.6%	6.4%	12.4%	13.8%	13.2%	11.7%	14.2%	13.5%
	纱线	10.6%	5.7%	11.7%	14.2%	12.5%	10.9%	13.9%	14.5%
	梭织面料	24.6%	12.7%	19.5%	23.3%	18.8%	20.1%	23.5%	23.1%
	针织面料	5.3%	8.7%	8.1%	-5.1%	11.4%	4.2%	-4.2%	-6.3%
其他净收支	比率	0.4%	4.0%	0.8%	0.1%	0.6%	1.0%	0.3%	0.0%
销售费用	比率	-3.7%	-3.2%	-2.8%	-2.8%	-2.7%	-2.9%	-2.8%	-2.9%
行政费用	比率	-5.5%	-5.2%	-5.0%	-5.0%	-5.3%	-4.7%	-5.5%	-4.4%
经营利润	比率	2.5%	1.7%	5.1%	6.1%	5.4%	4.9%	6.0%	6.2%
财务费用	比率	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-0.7%	-2.0%	-1.4%	-0.7%	-0.8%
除税前溢利	合计	171	-130	774	1222	365	409	574	648
所得税率		-18%	-130%	24%	20%	23%	25%	19%	22%
归母溢利	合计	157	-376	554	913	270	284	419	494
	归母净利率	0.7%	-1.7%	2.4%	4.0%	2.4%	2.4%	3.8%	4.2%
	YoY	-94.2%	-339.6%	247.3%	64.9%	136.1%	-23.7%	55.2%	74.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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)	23,029	22,716	23,619	24,078	24,317
(+/-%)	1.3%	-1.4%	4.0%	1.9%	1.0%
净利润(百万元)	554	913	1,152	1,214	1,136
(+/-%)	-247.3%	64.9%	26.1%	5.4%	-6.4%
每股收益(元)	0.60	0.99	1.25	1.32	1.24
EBITMargin	5.1%	6.1%	7.0%	6.8%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	5.7%	8.9%	10.4%	10.2%	9.0%
市盈率 (PE)	9.5	5.7	4.5	4.3	4.6
EV/EBITDA	8.0	6.4	5.9	5.5	5.4
市净率 (PB)	0.54	0.51	0.47	0.44	0.41

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

01

板块总结：纺织制造景气度下滑，服装家纺复苏信号增强

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显

03

休闲家纺：盈利能力普遍承压，线上普遍优于线下

04

代工制造：下游需求趋弱，深度绑定优质客户企业盈利韧性强

05

纺织材料：收入承压盈利分化，全球化布局优势凸显

06

投资建议

投资建议：内需布局成长性与韧性方向，纺织制造关注超跌反弹机会



1) **品牌服饰**：外部环境波动下建议优选内需主线，关注成长性出色、经营韧性强、新消费新零售方向。重点推荐受益睡眠经济推动行业量价齐升、新零售渠道运营效率较高的家纺龙头，看好罗莱生活、富安娜，以及推荐健康消费和体育产业发展政策支持的运动赛道，看好港股估值性价比高、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁，关注在基数下降和新品发力下有望业绩增长加速的稳健医疗。

2) **纺织制造**：纺织制造行业受关税和油价影响股价有较大波动，品牌短期下单谨慎但库存健康，建议重点关注后续反弹空间大、基本面韧性强，在高度成熟的行业中大浪淘沙出的高盈利高壁垒公司，重点推荐代工龙头申洲国际、华利集团，受益涨价带动盈利释放的新澳股份、百隆东方，细分赛道制造制造优质龙头伟星股份、开润股份、台华新材。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
02331	安踏体育	优于大市	72.9	1914	5.00	5.62	14.6	13.0
02020	李宁	优于大市	18.1	439	1.11	1.31	16.4	13.9
002293	罗莱生活	优于大市	10.7	89	0.72	0.78	14.8	13.6
002327	富安娜	优于大市	7.4	62	0.45	0.52	16.3	14.4
300888	稳健医疗	优于大市	31.9	186	1.75	2.03	18.2	15.7
02313	申洲国际	优于大市	43.4	612	3.95	4.48	11.0	9.7
300979	华利集团	优于大市	38.0	443	2.56	3.32	14.8	11.4
603889	新澳股份	优于大市	8.5	62	0.75	0.85	11.4	10.0
601339	百隆东方	优于大市	8.6	129	0.54	0.56	15.8	15.4
002003	伟星股份	优于大市	9.9	117	0.57	0.64	17.2	15.4
300577	开润股份	优于大市	21.4	51	1.90	2.09	11.3	10.2
603055	台华新材	优于大市	9.2	82	0.79	0.89	11.6	10.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

- 1、宏观经济表现不及预期；
- 2、产能扩张不及预期；
- 3、供应商下游客户库存恶化；
- 4、关税政策不确定性；
- 5、国际政治经济风险
- 6、系统性风险。

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.GSI）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