

纺织服装2026中报前瞻暨中期策略

拨开叙事迷雾，捕捉价值拐点

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

2026年中期回顾及中报前瞻：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造。1) 行情回顾：2026上半年A股与港股纺服指数均跑输大盘，品牌服饰好于纺织制造，7月以来市场风格切换，资金从前期芯片等主力板块流入低估值、基本面确定性强的消费板块标的，纺服标的股价普涨；2) 行业数据：1-5月服装社零累计同比+7.2%，每月均为正增长，均好于整体社零；中国与越南鞋服出口在关税与地缘冲突扰动下震荡，但关税与原材料价格正逐步趋稳。3) 中报前瞻：品牌服饰韧性强于制造，二季度多数品牌延续增长但较一季度略放缓，高端服饰、户外及家纺龙头相对领先，多数品牌利润端在折扣改善、加盟补库与费用控制下好于收入端；纺织制造受关税、原材料上涨及汇率拖累收入利润普遍承压，但二季度环比改善。展望下半年，品牌趋势整体趋稳，制造在关税明朗、原材料趋稳、下游补库修复背景下环比改善值得期待。

主线一——高端服饰消费韧性强、景气度高。高端消费自2025下半年以来全面复苏且持续加速。晴雨表端，恒隆内地商场租户销售额从24Q3的-18%回升至25Q4的+18%，华润万象生活2025年零售额同比+23.7%、重奢同店增速由+1.8%升至+15.3%；奢侈品端，2025Q3为全球行业转折点，2026Q1复苏加速，大中华区由拖累项变为核心增长引擎，昂跑、亚玛芬、Ralph Lauren等轻奢品牌增长领先。运动户外服饰呈“越贵越买”格局，26H1运动户外服装均价上涨19.5%（主要由高价品牌份额提升驱动），头部品牌“量价齐升”、溢价能力凸显；运动鞋则多数品牌降价、唯高价品牌高增。中高端定价、细分场景挖掘与差异化产品创新能力强的品牌有望脱颖而出。

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

主线三——关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头。全球品牌客户终端需求整体稳健、库存压力缓解，最新一季度业绩北美多数品牌正增长、大中华受益春节多数双位数增长，2026Q1海外重点品牌库销比同比改善、库存处于低位。关税端呈现企稳信号，今年有望下降且部分品牌已收到关税返还；原材料年初以来普遍上涨后近期明显回调、逐步趋稳，制造商成本压力可通过对下游品牌涨价传导。制造台企Q2较Q1普遍改善，随关税成本向下传导，企业预期四季度至明年初订单逐渐回稳。

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

投资建议：关注三大主线，高端服饰、高股息家纺、优质制造。

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

主线二 睡眠经济驱动家纺消费升级、龙头兼具成长性与高股息：重点推荐**罗莱生活**——大单品逻辑奏效，2025年分红率99%、高股息攻守兼备；推荐**富安娜**——盈利能力优、加盟补库，2025年维持95%以上高分红，2026一季度业绩企稳回升；建议关注**水星家纺**——紧跟大单品趋势、线上布局领先。

主线三 关税与原材料趋稳、优选份额与效率向上的制造龙头：重点推荐**华利集团**——运动鞋制造龙头，新客户放量与产能扩张驱动份额提升、毛利率有望逐季回升；推荐**申洲国际**——针织一体化龙头，成本传导能力强、盈利稳定性突出；推荐**伟星股份**——辅料龙头效率领先、订单与份额稳健提升；推荐**开润股份**——箱包与服装代工双轮驱动，服装代工盈利持续改善；建议关注**晶苑国际**——核心客户优衣库、阿迪达斯业绩表现强劲、人效提升带动盈利改善。

表：重点公司盈利预测及投资评级

代码A	公司名称	投资评级	昨收盘	总市值	EPS			PE		
			(人民币元)	(亿人民币元)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
02331	安踏体育	优于大市	63.5	1780	4.86	5.00	5.62	13.06	12.70	11.28
002832	比音勒芬	优于大市	20.8	119	0.96	1.22	1.44	21.68	17.04	14.46
002780	三夫户外	优于大市	12.1	20	0.34	0.56	0.78	35.59	21.61	15.54
03306	江南布衣	优于大市	16.2	87	1.74	1.85	1.97	9.34	8.80	8.26
002293	罗莱生活	优于大市	10.8	90	0.62	0.72	0.78	17.27	14.89	13.73
002327	富安娜	优于大市	6.3	52	0.40	0.45	0.52	15.59	13.79	12.15
300979	华利集团	优于大市	30.3	353	2.75	2.56	3.32	11.02	11.82	9.12
02313	申洲国际	优于大市	37.0	558	3.88	3.95	4.48	9.55	9.37	8.27
002003	伟星股份	优于大市	8.7	104	0.54	0.57	0.64	16.08	15.21	13.59
300577	开润股份	优于大市	16.3	39	1.38	1.90	2.09	11.79	8.58	7.79

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

- 【 01 】 2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造
- 【 02 】 主线一：高端服饰消费韧性强景气度高
- 【 03 】 主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息
- 【 04 】 主线三：关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头
- 【 05 】 投资建议：关注三大主线，高端服饰、高股息家纺、优质制造
- 【 06 】 风险提示

【 01 】 2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造

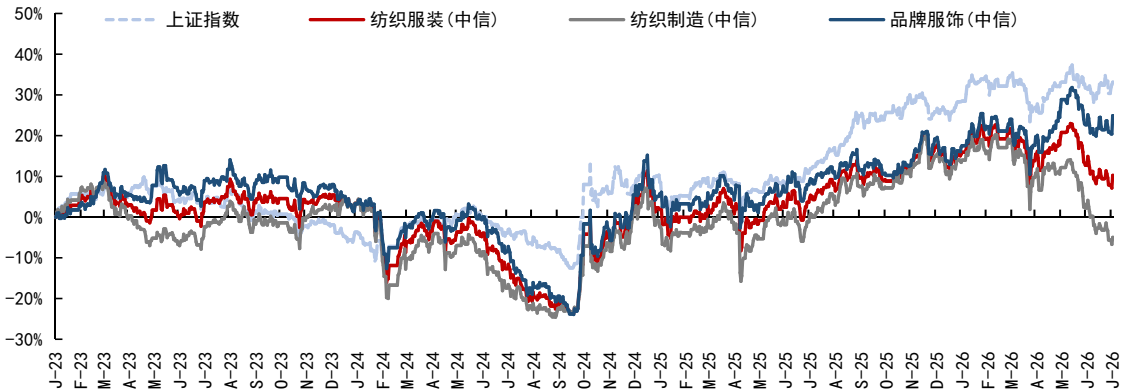
2026年中期回顾：纺服指数高开低走，品牌基本面好于制造



一、行情回顾：纺服指数走势均弱于大盘，品牌服饰好于纺织制造

- 2026年上半年，纺织服装走势弱于大盘，沪深300累计上涨28.6%，纺服指数仅上涨7.1%。走势上，1月下旬纺织服装受春节消费预期催化，一度反超大盘近4个百分点；但2月底至3月，纺织服装表现明显弱于大盘，两者差距一度扩大至17个百分点；4月后大盘整体回暖，纺织服装持续震荡走低。
- 具体而言，品牌服饰表现优于纺织制造，截至6月30日，品牌服饰累计上涨20.41%，而纺织制造累计下跌6.71%。1月至2月中旬，两者曾同步升高，但自3月起纺织制造受制于上游原材料成本高企、外需订单疲软，持续震荡走低；而品牌服饰基本面和股价韧性相对更强。
- 2026年上半年，港股纺织服装走势弱于大盘，恒生指数累计上涨15.7%，而纺织服装指数累计下跌41.7%。走势上，1月下旬恒指短暂冲高至+41.4%，纺织服装同步小幅反弹；2月至3月两者同步回落；5月至6月，两者同步下行走低。

图：A股大盘与板块指数2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股/港股/美股/台股大盘与纺织服装相关指数行情表现（截至7月12日）

市场	代码	指数	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
A股	C1005017.WI	纺织服装(中信)	-2.0%	-5.8%	-1.0%	-7.3%	-3.8%	-9.4%
	C1005185.WI	纺织制造(中信)	-1.7%	-8.8%	-6.8%	-14.1%	-11.0%	-19.5%
	C1005821.WI	品牌服饰(中信)	-2.2%	-3.3%	4.3%	-1.1%	2.9%	0.2%
	000300.SH	沪深300	-5.7%	1.7%	8.7%	3.9%	8.1%	1.4%
	000001.SH	上证指数	-4.4%	-0.9%	4.0%	-2.3%	4.6%	-1.4%
港股	HSC10D.HI	恒生综合行业指数-非必需性消费	10.9%	-7.3%	-4.7%	-13.9%	-17.7%	-20.2%
	C1HK5017.WI	纺织服装HK(中信)	4.2%	-7.5%	-4.7%	-16.1%	-15.7%	-16.6%
	887160.WI	Wind香港纺织服装III	1.4%	3.7%	16.4%	1.4%	12.6%	13.6%
	HSI.HI	恒生指数	5.8%	-3.6%	0.9%	-5.4%	-2.6%	-5.5%
美股	DJ1.GI	道琼斯工业平均	0.6%	4.4%	13.0%	4.2%	6.9%	9.5%
	IX1C.GI	纳斯达克指数	0.3%	9.3%	28.8%	19.0%	15.4%	13.1%
	SPX.GI	标普500	1.0%	6.2%	19.0%	10.2%	10.7%	10.7%
	S5COND.SPI	标普500可选消费	0.4%	3.8%	18.4%	8.0%	4.6%	-0.7%
台股	TW11.TW	台湾加权指数	-1.6%	13.8%	35.1%	26.3%	61.9%	56.7%
	TW50.TW	台湾50	-1.4%	14.1%	38.3%	27.7%	69.1%	61.3%
	TWSE008.TW	台湾纺织指数	0.8%	1.7%	-0.9%	-12.5%	-12.5%	-2.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：港股大盘与板块指数2023年初至今行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾： 纺服指数高开低走， 品牌基本面好于制造



二、 纺服公司行情回顾：

- 部分关注公司中年初以来涨幅领先的包括：比音勒芬（43.9%）/百隆东方（32.8%）/天虹国际（30.9%）/罗莱生活（9.2%）/波司登（5.6%）/健盛集团（5.1%）/森马服饰（4.2%）。
- 品牌服饰和家纺方面：比音勒芬2026年一季度经营回暖，全年预期业绩反弹力度大，带动股价上升；罗莱生活受益于一季度亮眼业绩及全年稳健的业绩预期和高分红，带动股价上升；森马服饰主要由巴拉巴拉等核心品牌带动，一季度业绩表现超预期，叠加稳定分红，推动股价上升；
- 纺织制造方面：天虹国际和百隆东方主要受益于棉价上涨、毛利率改善、业绩弹性大，年报和一季报超市场预期；健盛集团主要受益于年报和一季报盈利改善幅度超市场预期。
- 7月以来市场风格切换，资金从前期半导体与芯片等主力板块流入低估值、基本面确定性强的消费板块标的，纺服标的股价普涨，其中涨幅居前的包括：开润股份（11.4%）/台华新材（11.0%）/波司登（10.0%）/百隆东方（9.6%）/森马服饰（9.3%）/江南布衣（9.1%）/罗莱生活（8.9%）/申洲国际（8.8%）/海澜之家（8.4%）。

图：A股部分上市公司行情表现（截至7月12日）

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
大众休闲	002563.SZ	森马服饰	9.3%	7.3%	5.0%	1.4%	-7.4%	4.2%
	600398.SH	海澜之家	8.4%	-5.9%	-0.2%	-6.2%	-1.3%	-0.1%
	603877.SH	太平鸟	6.8%	-12.0%	-9.1%	-20.2%	-23.0%	-10.9%
	002029.SZ	七匹狼	3.4%	-23.5%	-17.1%	-24.8%	-21.6%	-28.4%
	601566.SH	九牧王	0.0%	11.5%	13.8%	4.1%	-10.1%	-35.3%
	002293.SZ	罗莱生活	8.9%	-6.1%	3.8%	1.1%	8.6%	9.2%
	002327.SZ	富安娜	5.4%	-6.9%	0.3%	-1.4%	-6.2%	-1.3%
高端时尚	300888.SZ	稳健医疗	-2.2%	-5.4%	-10.2%	-17.1%	-24.9%	-26.9%
	002832.SZ	比音勒芬	0.8%	-0.4%	12.9%	26.2%	25.3%	43.9%
	002154.SZ	报喜鸟	3.9%	4.0%	17.7%	6.8%	4.0%	0.1%
	603808.SH	歌力思	-1.5%	-14.3%	-13.4%	-10.4%	1.3%	-12.4%
制造出口	603587.SH	地素时尚	3.2%	3.8%	4.9%	-2.3%	-4.4%	-14.2%
	603839.SH	安正时尚	-0.7%	-13.1%	-9.5%	-16.7%	-19.6%	-29.9%
	601339.SH	百隆东方	9.6%	-15.4%	7.1%	4.2%	37.8%	32.8%
	000726.SZ	鲁泰A	2.4%	-9.0%	-13.6%	-22.0%	-14.9%	-19.8%
	603055.SH	台华新材	11.0%	-6.0%	-8.6%	-11.1%	-2.8%	-6.4%
	300577.SZ	开润股份	11.4%	-15.9%	-5.6%	-18.8%	-27.7%	-22.6%
	603558.SH	健盛集团	3.7%	-10.5%	-13.8%	-1.5%	4.4%	5.1%
	300979.SZ	华利集团	1.7%	-7.7%	-19.3%	-26.1%	-42.4%	-37.9%
	002003.SZ	伟星股份	3.6%	-5.6%	-0.8%	-7.4%	-11.5%	-14.3%
	300918.SZ	南山智尚	1.4%	-12.4%	-11.0%	-25.9%	-31.3%	-41.3%
	603889.SH	新澳股份	0.6%	-10.6%	1.9%	-14.7%	2.5%	-12.1%

资料来源：Wind， 国信证券经济研究所整理

图：港股部分上市公司行情表现（截至7月12日）

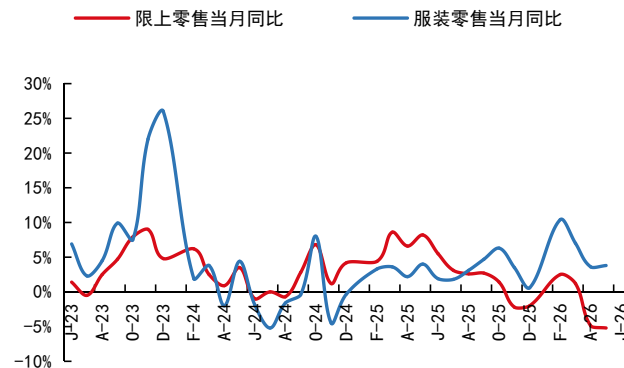
细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今
大众休闲	3998.HK	波司登	10.0%	2.1%	6.3%	-12.6%	-13.2%	5.6%
	1234.HK	中国利郎	0.0%	2.7%	-0.6%	12.5%	9.9%	5.9%
高端时尚	3306.HK	江南布衣	9.1%	-11.4%	-12.3%	-8.6%	-0.5%	-0.9%
	1913.HK	普拉达	1.7%	7.7%	3.0%	-14.1%	-17.0%	-6.4%
	1910.HK	新秀丽	-0.1%	2.4%	-4.2%	-24.7%	-24.7%	-27.5%
	3709.HK	赢家时尚	6.2%	-11.7%	-11.5%	-13.9%	-28.1%	-28.1%
	2020.HK	安踏体育	3.3%	7.6%	1.7%	-9.6%	-9.4%	-7.6%
体育用品	2331.HK	李宁	0.0%	-11.0%	-16.1%	-19.2%	4.8%	-20.0%
	6110.HK	滔搏	5.7%	7.9%	0.7%	-11.1%	-15.2%	-36.8%
	3813.HK	宝胜国际	1.4%	0.3%	-5.1%	-13.4%	-13.4%	-24.8%
	1368.HK	特步国际	-3.2%	1.7%	-3.9%	-18.7%	-22.9%	-29.9%
	1361.HK	361度	6.7%	-15.2%	-21.2%	-16.3%	-21.2%	-27.6%
	3818.HK	中国动向	-4.9%	7.1%	-7.1%	-17.9%	-17.3%	-34.1%
	2313.HK	申洲国际	8.8%	4.0%	-11.2%	-26.7%	-33.0%	-28.2%
制造出口	0551.HK	裕元集团	4.7%	0.9%	-5.7%	-21.1%	-10.8%	-14.4%
	2232.HK	晶苑国际	4.9%	8.1%	-3.4%	-19.1%	-19.5%	-7.9%
	2678.HK	天虹国际集团	0.8%	-14.4%	1.3%	-5.8%	40.2%	30.9%
	1836.HK	九兴控股	0.7%	6.4%	0.8%	-6.6%	-13.8%	-11.0%
	1382.HK	互太纺织	8.1%	1.8%	-2.6%	-15.8%	-7.5%	-25.6%

资料来源：Wind， 国信证券经济研究所整理

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

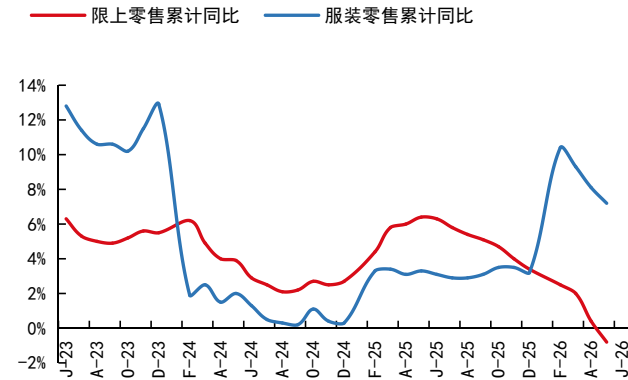
- 今年前5个月，服装零售每月均为正增长，均好于整体社零。1-5月服装社零累计同比增长7.2%，单5月同比增长3.8%。今年服装社零增长在年初冲高后持续回落，2025年第一季度基数相对平稳（3月3.6%、4月2.2%、5月4.0%），而今年并未借助低基数实现加速增长，反而逐月降温，反映终端消费动能有所减弱。1-2月受春节错位影响，同比增长10.4%；3月增速回落至7.0%；4月在社零大盘整体转弱（限上零售当月同比-4.9%）的背景下，服装社零仍保持3.6%的正增长，韧性优于大盘；5月增速微升至3.8%。
- 穿类线上零售表现与服装零售整体表现基本一致。今年1-5月穿类实物商品网上零售累计同比增长7.2%，与服装社零累计同比持平；分月度看，线上销售在前3月保持双位数增长，4月增速弱于服装社零，但5月线上增长再次提速。
- 5月天猫京东平台服装品类销售额表现分化，女装、男装、童装、运动服和运动鞋分别同比-5.0%、-8.8%、+2.9%、+4.3%、-7.7%。

图：限上整体与服装零售额当月同比



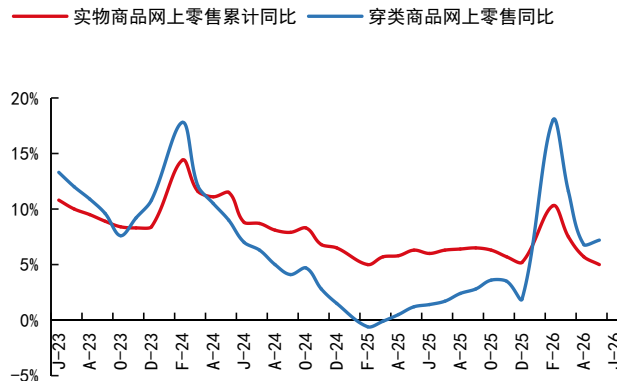
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限上整体与服装零售额累计同比



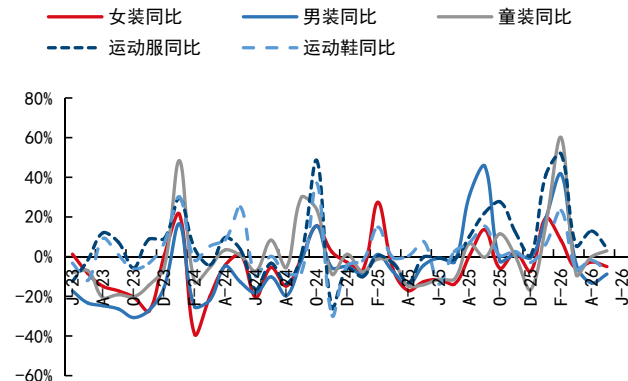
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：天猫京东线上当月销售额同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾： 纺服指数高开低走， 品牌基本面好于制造



四、服饰品牌电商数据： 户外表现领先， 家纺增速放缓

- 运动服饰：**运动服饰前高后低，1月微降1%、2月同比增长29%，随后逐月回落，5月转负至-3%，6月回升至6%。具体品牌而言，亚瑟士2-6月持续高增，连续5个月增速均达双位数；威尔胜增速虽逐月收窄，但最新月份增速仍超40%；阿迪达斯自2月起增速均超过25%。
- 户外服饰：**户外服饰走势与运动类似，但表现较运动服饰更好，2月同比增长37%，5月转负至-8%，6月回升至8%。具体品牌而言，凯乐石1-4个月持续高增（+16%至+56%）；三夫户外2-6月均保持同比双位数正增长，骆驼、伯希和、迪卡侬1-6月保持正增长。
- 休闲服饰：**休闲服饰表现较弱，3月同比-18%且4-6月持续负增长，6月仍为-8%。具体品牌而言，比音勒芬持续高速增长（+137%至+453%）；利郎、江南布衣各月表现同样优异；优衣库2月起增速均超25%；地素1-6月均保持同比正增长。
- 家纺：**家纺今年电商在高基数基础上表现承压，各月均为负增长且3-5月同比跌幅均超20%，6月仍为-9%。具体品牌而言，亚朵星球表现亮眼，1-6月均保持两位数增长；水星家纺、南极人较为承压，1-6月持续负增长；罗莱家纺3、4月下月明显，但5月增速转正，6月双位数增长。
- 个护：**个护整体平稳偏弱，各月增速在-6%至+4%之间波动。具体品牌而言，淘淘氧棉、七度空间、维达、洁柔1-6月均保持同比正增长；全棉时代自1月小幅下滑后，连续4个月保持双位数增长，但6月表现不佳双位数下滑。

图：2026年月度天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况

【国信纺服】细分行业与品牌电商销售额-更新202606																
销售额(百万元)	26M1	26M2	26M3	26M4	26M5	26M6	品牌	销售额同比	26M1	26M2	26M3	26M4	26M5	26M6	品牌	品牌
运动服饰	9,834	7,700	10,129	9,295	14,448	10,778	运动服饰	-1%	29%	8%	4%	-3%	6%	品牌	品牌	品牌
耐克	1,085	964	981	779	1,198	790	耐克	-13%	11%	-2%	-8%	-16%	-17%	品牌	品牌	品牌
阿迪达斯	925	951	1,107	916	1,574	1,236	阿迪达斯	-8%	70%	47%	31%	28%	50%	品牌	品牌	品牌
斐乐	802	623	936	681	1,448	1,036	斐乐	-13%	53%	40%	18%	7%	28%	品牌	品牌	品牌
李宁	706	567	937	664	1,047	837	李宁	-11%	28%	24%	-1%	10%	13%	品牌	品牌	品牌
安踏	608	497	677	572	1,048	872	安踏	-20%	33%	21%	5%	10%	41%	品牌	品牌	品牌
露露乐蒙	362	288	600	327	547	301	露露乐蒙	13%	11%	45%	6%	-1%	-29%	品牌	品牌	品牌
特步	190	173	284	255	391	289	特步	-25%	21%	0%	4%	11%	1%	品牌	品牌	品牌
361°	149	99	202	196	232	177	361°	-35%	-31%	-3%	-12%	-14%	-17%	品牌	品牌	品牌
鸿星尔克	177	145	163	182	216	169	鸿星尔克	-18%	31%	-27%	-21%	-17%	-12%	品牌	品牌	品牌
乔丹体育	111	83	101	138	179	144	乔丹体育	-42%	-14%	-44%	-20%	-27%	-16%	品牌	品牌	品牌
亚瑟士	152	168	213	222	472	217	亚瑟士	-40%	32%	13%	13%	41%	11%	品牌	品牌	品牌
斯凯奇	146	137	188	187	254	172	斯凯奇	-19%	61%	19%	15%	-6%	-14%	品牌	品牌	品牌
新百伦	164	122	133	130	302	184	新百伦	-33%	28%	-14%	-7%	20%	2%	品牌	品牌	品牌
彪马	148	124	153	117	184	182	彪马	-33%	39%	16%	3%	-10%	19%	品牌	品牌	品牌
迪桑特	193	131	157	201	320	230	迪桑特	39%	33%	-3%	41%	18%	27%	品牌	品牌	品牌
索康尼	30	20	28	35	63	45	索康尼	-33%	-28%	-24%	-9%	-43%	-45%	品牌	品牌	品牌
威尔胜	14	10	27	28	46	39	威尔胜	193%	215%	126%	101%	71%	41%	品牌	品牌	品牌
户外服饰	6,340	3,073	3,636	4,009	5,819	4,487	户外服饰	15%	37%	-2%	2%	-8%	8%	品牌	品牌	品牌
骆驼	945	619	696	550	647	465	骆驼	4%	67%	48%	49%	35%	7%	品牌	品牌	品牌
凯乐石	305	253	280	264	251	206	凯乐石	16%	48%	29%	56%	7%	29%	品牌	品牌	品牌
蕉下	41	127	273	523	675	754	蕉下	40%	72%	-6%	22%	33%	51%	品牌	品牌	品牌
伯希和	255	189	236	215	211	205	伯希和	10%	48%	24%	60%	21%	62%	品牌	品牌	品牌
北面	240	137	122	116	223	154	北面	4%	21%	-12%	20%	10%	36%	品牌	品牌	品牌
可隆	148	141	192	153	196	165	可隆	3%	60%	49%	66%	19%	101%	品牌	品牌	品牌
始祖鸟	164	163	216	151	182	154	始祖鸟	-7%	47%	23%	10%	-3%	18%	品牌	品牌	品牌
哥伦比亚	94	55	50	53	72	60	哥伦比亚	-37%	29%	-26%	26%	15%	19%	品牌	品牌	品牌
迪卡侬	124	93	152	318	256	220	迪卡侬	42%	36%	10%	134%	9%	8%	品牌	品牌	品牌
三夫户外	20	17	16	21	29	31	三夫户外	-2%	87%	10%	94%	71%	180%	品牌	品牌	品牌
休闲服饰	46,133	25,893	28,446	34,788	42,405	37,400	休闲服饰	4%	24%	-18%	-13%	-9%	-8%	品牌	品牌	品牌
优衣库	412	292	449	490	633	420	优衣库	-16%	28%	46%	25%	76%	19%	品牌	品牌	品牌
波司登	1,155	573	404	178	152	216	波司登	21%	57%	54%	57%	-14%	17%	品牌	品牌	品牌
鸭鸭	1,616	526	394	175	1	27	鸭鸭	-17%	92%	153%	878%	-99%	25%	品牌	品牌	品牌
雪中飞	655	245	158	78	50	33	雪中飞	4%	74%	54%	133%	-4%	25%	品牌	品牌	品牌
海澜之家	290	216	226	246	364	512	海澜之家	-5%	86%	27%	1%	-1%	19%	品牌	品牌	品牌
太平鸟	164	132	150	141	127	102	太平鸟	-31%	43%	18%	32%	11%	16%	品牌	品牌	品牌
森马	103	43	57	75	98	64	森马	-39%	-37%	-16%	-17%	-32%	-21%	品牌	品牌	品牌
地素	44	38	42	64	85	70	地素	77%	63%	8%	32%	27%	10%	品牌	品牌	品牌
维尼熊	139	110	117	122	139	112	维尼熊	4%	39%	0%	16%	-22%	-16%	品牌	品牌	品牌
江南布衣	139	96	99	121	115	136	江南布衣	29%	112%	55%	72%	25%	14%	品牌	品牌	品牌
歌力思	23	14	15	35	43	41	歌力思	19%	0%	-32%	34%	-6%	-11%	品牌	品牌	品牌
比音勒芬	38	29	33	74	127	116	比音勒芬	199%	137%	244%	453%	164%	349%	品牌	品牌	品牌
利郎	80	72	84	125	106	71	利郎	24%	161%	58%	70%	43%	83%	品牌	品牌	品牌
哈吉斯	49	28	42	48	76	46	哈吉斯	0%	10%	-26%	26%	-32%	-6%	品牌	品牌	品牌
家纺	12,825	8,024	7,793	8,745	11,177	8,664	家纺	-6%	-3%	-26%	-22%	-26%	-9%	品牌	品牌	品牌
亚朵星球	262	265	292	389	673	514	亚朵星球	52%	16%	46%	64%	85%	107%	品牌	品牌	品牌
水星家纺	187	111	139	200	225	166	水星家纺	-11%	-6%	-24%	-4%	-22%	-22%	品牌	品牌	品牌
洁丽雅	157	110	112	132	191	155	洁丽雅	2%	-18%	-25%	-25%	-8%	1%	品牌	品牌	品牌
罗莱家纺	115	89	106	104	178	172	罗莱家纺	6%	18%	-25%	-18%	1%	17%	品牌	品牌	品牌
富安娜	89	70	91	94	93	75	富安娜	-35%	40%	17%	21%	-29%	-10%	品牌	品牌	品牌
南极人	42	29	33	39	62	42	南极人	-49%	-50%	-53%	-52%	-54%	-44%	品牌	品牌	品牌
个护	4,547	4,021	4,545	4,167	5,449	4,573	个护	4%	-6%	0%	-5%	-1%	1%	品牌	品牌	品牌
全棉时代	219	208	237	233	386	261	全棉时代	-10%	21%	14%	21%	12%	-11%	品牌	品牌	品牌
奈丝公主	47	37	47	39	52	48	奈丝公主	3%	-40%	-20%	-18%	-10%	-10%	品牌	品牌	品牌
维达	534	458	535	488	615	605	维达	20%	22%	16%	13%	8%	19%	品牌	品牌	品牌
洁柔	260	213	248	243	306	288	洁柔	16%	1%	4%	10%	15%	14%	品牌	品牌	品牌
清风	247	186	198	226	264	247	清风	14%	6%	-1%	7%	3%	7%	品牌	品牌	品牌
高洁丝	78	73	101	74	109	86	高洁丝	-25%	-37%	-29%	-38%	7%	3%	品牌	品牌	品牌
护舒宝	113	117	160	115	234	150	护舒宝	20%	-8%	1%	0%	23%	8%	品牌	品牌	品牌
苏菲	73	65	85	60	91	92	苏菲	-7%	-25%	-17%	-27%	-32%	-18%	品牌	品牌	品牌
自由点	72	65	77	72	134	104	自由点	-11%	-39%	-8%	-4%	5%	33%	品牌	品牌	品牌
淘淘氧棉	74	88	106	91	121	94	淘淘氧棉	51%	71%	20%	51%	28%	53%	品牌	品牌	品牌
七度空间	58	79	88	66	95	66	七度空间	28%	31%	5%	49%	59%	23%	品牌	品牌	品牌

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

五、服饰品牌社媒数据： 阿迪四项排名均第一， 李宁、优衣库、自由点表现亮眼

- 粉丝增量：**运动户外赛道中阿迪达斯以7.60万的新增粉丝遥遥领先，李宁（4.69万）和耐克（4.11万）分列二三位，头部品牌占据绝对优势；休闲时尚赛道优衣库以6.48万的新增粉丝位居第一，MIUMIU（3.82万）和地素（1.34万）同样增长较快；母婴个护赛道自由点以1.86万的新增粉丝领先，Babycare（1.38万）和全棉时代（0.93万）分列其后。
- 粉丝增速：**运动户外赛道阿迪达斯以69.9%的增速高居榜首，李宁（29.9%）和索康尼（26.6%）分列二三位；休闲时尚赛道MIUMIU以17.4%的增速领先，地素（17.2%）和比音勒芬（15.7%）紧随其后，显示出中高端时尚品牌在小红书上的用户吸引力正在快速提升；母婴个护赛道自由点以50.6%的增速大幅领先，淘淘氧棉（26.9%）和奈丝公主（8.7%）分列其后。
- 互动增量：**运动户外赛道阿迪达斯以70.41万的赞藏增量领先，李宁（32.15万）和FILA（29.75万）分列二三位；休闲时尚赛道优衣库以66.56万的赞藏增量位居第一，MIUMIU（41.70万）和地素（20.34万）紧随其后；母婴个护赛道全棉时代以37.38万的赞藏增量领先，自由点（32.21万）和Babycare（13.92万）分列其后，全棉时代通过优质内容获得了超粉丝体量的互动。
- 互动增速：**运动户外赛道阿迪达斯以241.3%的增速位居第一；MAIA（62.2%）和索康尼（61.1%）分列二三位，两个品牌均在较小粉丝基数下实现了超高的赞藏转化效率；休闲时尚赛道MIUMIU以62.2%的增速领先，地素（53.3%）和优衣库（33.7%）同样增速较快；母婴个护赛道自由点以210.9%的增速遥遥领先，淘淘氧棉（40.3%）和全棉时代（29.3%）分列其后。

图：小红书品牌官方达人号涨粉观察

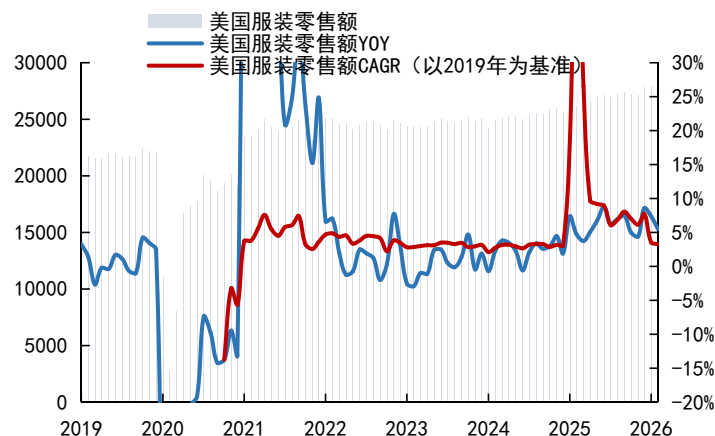
小红书品牌官方达人号涨粉观察					
2026年1-6月	品牌名称	粉丝增量（万）	粉丝增速	赞藏增量（万）	赞藏增速
运动户外	安踏	3.52	16.9%	22.55	13.7%
	FILA	2.84	17.1%	29.75	23.0%
	迪桑特	2.74	24.1%	22.63	50.9%
	可隆	0.93	14.2%	7.92	21.5%
	始祖鸟	0.28	1.1%	1.69	1.8%
	萨洛蒙	1.02	7.0%	14.26	57.8%
	MAIA	1.87	8.7%	24.18	62.2%
	李宁	4.69	29.9%	32.15	30.2%
	特步	1.99	14.0%	15.07	17.0%
	索康尼	1.81	26.6%	10.69	61.1%
	361度	0.11	1.3%	3.74	5.2%
	耐克	4.11	16.2%	22.75	22.8%
	阿迪达斯	7.60	69.9%	70.41	241.3%
	Puma	1.87	16.8%	22.42	37.6%
	lululemon	3.63	14.1%	18.64	37.9%
	New Balance	0.52	6.3%	5.56	19.7%
	昂跑	1.53	23.7%	12.82	37.2%
	HOKA	0.42	10.1%	1.16	5.3%
	牧高笛	0.06	0.4%	0.29	2.1%
	KEEP	0.80	5.9%	21.28	20.5%
休闲时尚	伯希和	1.46	26.3%	16.84	41.6%
	凯乐石	0.99	10.5%	4.97	14.5%
	MIUMIU	3.82	17.4%	41.70	62.2%
	self-portrait	0.46	3.4%	14.47	20.6%
	ICICLE之禾	0.34	2.0%	3.54	26.0%
	JNBY	0.49	3.4%	2.00	4.0%
	歌力思	0.24	3.3%	2.21	5.2%
	地素	1.34	17.2%	20.34	53.3%
	海澜之家	0.35	5.6%	6.17	21.4%
	比音勒芬	0.87	15.7%	12.23	22.4%
母婴个护	哈吉斯	0.42	15.7%	3.91	30.0%
	优衣库	6.48	10.6%	66.56	33.7%
	Babycare	1.38	5.2%	13.92	19.6%
	全棉时代	0.93	3.5%	37.38	29.3%
	护舒宝	0.16	0.9%	5.65	22.3%
	高洁丝	0.12	2.6%	2.88	7.5%
	淘淘氧棉	0.58	26.9%	8.92	40.3%
	奈丝公主	0.30	8.7%	5.48	23.9%
	自由点	1.86	50.6%	32.21	210.9%
	洁婷	-0.01	-0.7%	0.08	1.5%
	BeBeBus	0.16	3.0%	2.05	19.2%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

六、纺织制造行业数据：美国服装谨慎补库，东南亚和中国纺织出口数据放缓

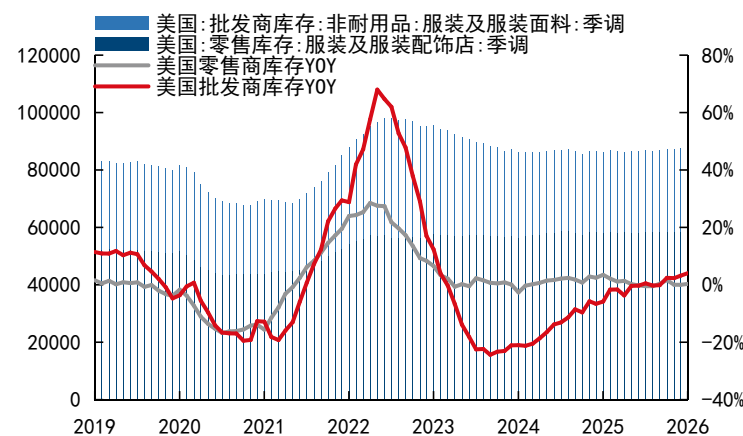
美国服装消费延续韧性，渠道库存从去库转向谨慎补库。美国服装零售额自2021年疫后修复后整体维持高位，2025年全年同比增长约5.7%，2026年1-4月累计同比增长约6.4%，4月单月同比增长约5.5%，显示终端消费需求仍具韧性。库存端看，美国服装及服装面料零售库存、批发库存已明显走出2022年高位累库阶段，2023年进入主动去库，2024年以来库存同比降幅持续收窄。最新数据显示，2026年3月零售库存同比基本持平，批发库存同比转为小幅增长，表明美国服装渠道库存压力已基本消化，行业由“去库周期”逐步切换至“低位企稳/谨慎补库”阶段。

图：美国服装零售金额及增长（百万美元，季调）



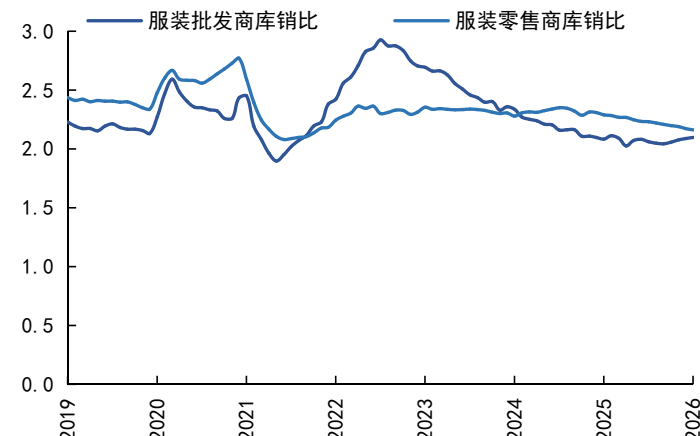
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库存（百万美元，季调）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库销比（季调）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026年中期回顾： 纺服指数高开低走， 品牌基本面好于制造

六、纺织制造行业数据： 美国服装谨慎补库， 东南亚和中国纺织出口数据放缓

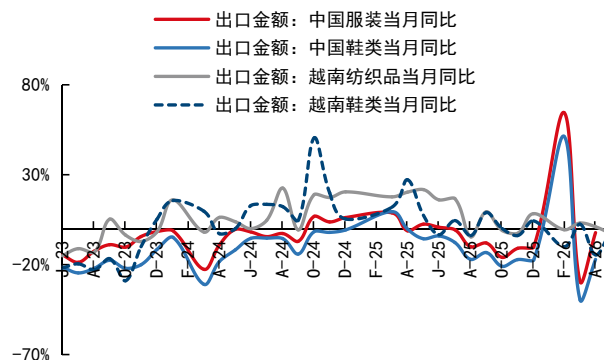
- 出口：受高基数、关税、地缘冲突、原材料价格上涨等因素影响，客户下单谨慎，今年东南亚和中国纺织出口数据放缓。2月中国出口表现较好，3月出现大幅回落，4月跌幅收窄；越南出口则持续偏弱，多数月份同比负增长或微增。1) 越南：5月纺织品和鞋类出口同比分别-3.0%和-0.3%，在去年同期增速大幅提升所造成的高基数影响下有所下滑，1-5月纺织品和鞋类分别累计增长0.5%和-3.0%。2) 中国：2月服装和鞋类出口同比分别+64.5%和+51.3%，主要受去年春节错位导致的低基数推动；3月迅速回落至-29.4%和-39.6%；4月服装同比收窄至-2.2%，鞋类仍达-17.1%；5月鞋类收窄至-10.4%。1-5月中国纺织品/服装/鞋类累计出口分别同比+1.7%/-1.6%/-10.3%。

- PMI：6月印度、印尼、越南、中国台湾PMI环比下降，中国PMI环比提升。从PMI看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单6月PMI 46.9/54.2/51.8/55.2/50.1，环比5月，印度、印尼、越南、中国台湾PMI小幅下降，中国出口新订单PMI小幅上升。

- 景气度：柯桥纺织景气指数同比环比均提升。从柯桥纺织景气指数看中国纺织市场同比提升，5月总景气指数1326.22，较4月环比提升2.9%。

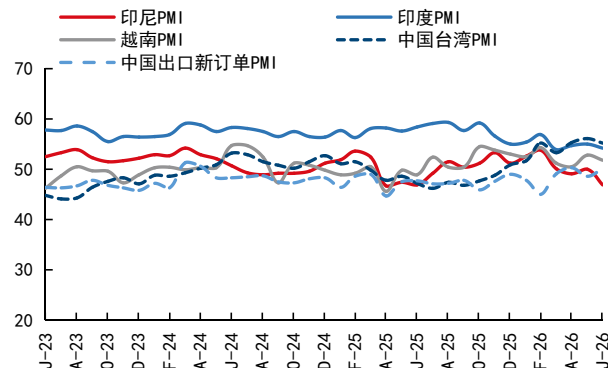
- 美元兑人民币汇率震荡下行。2026年初至今，美元兑人民币中间价整体呈震荡下行趋势，人民币对美元逐步升值，从1月初的约7.02降至7月初的6.81附近，累计跌幅约3%。

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



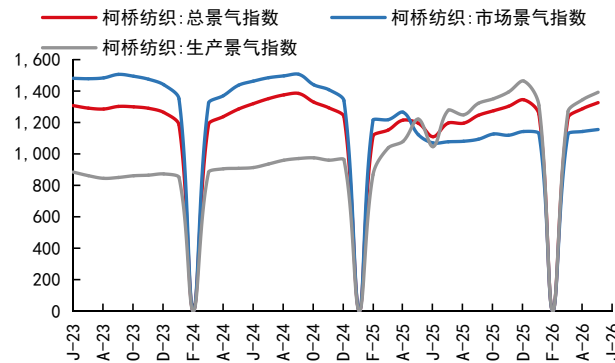
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：亚洲纺服主要出口地PMI与中国出口新订单PMI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

七、纺织制造原材料价格数据：年初至今普遍上涨，5月以来出现回调

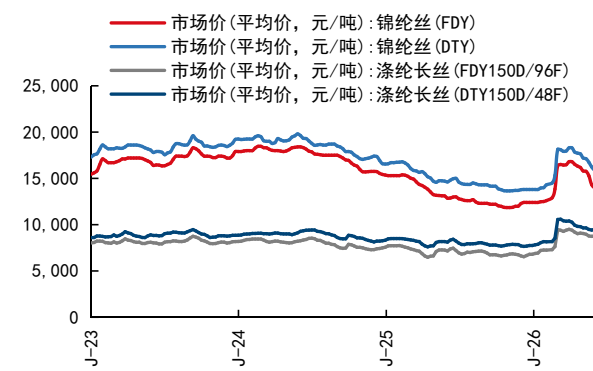
- **棉价：**年初至今内棉、外棉价格均呈现上涨态势，分别+13.9%/+10.2%至17722元/吨和14298元/吨；相较去年同期分别+16.5%/+0.7%；距年内高点5月14日/5月12日分别-1.4%/-13.1%，6月份以来呈现上涨/下跌态势，分别+0.4%/-1.5%，内外棉价差扩大。
- **锦纶丝/涤纶长丝：**年初至今锦纶丝FDY、锦纶丝DTY、涤纶长丝FDY、涤纶长丝DTY价格均呈现上涨态势，分别+11.9%/+14.9%/+27.7%/+20.4%至13880元/吨、15860元/吨、8515元/吨和9250元/吨；相较去年同期分别+6.9%/+6.0%/+14.1%/+9.8%；距年内高点4月12日/4月12日/4月12日/3月22日分别-17.4%/-13.3%/-10.4%/-12.7%，6月份以来均呈现下跌态势，分别-9.2%/-5.3%/-3.0%/-2.5%。
- **PA6和PA66：**年初至今PA6和PA66价格分别上涨14.8%/18.0%至11633元/吨和18367元/吨，相较去年同期分别+9.7%/+6.0%；距年内高点4月13日/4月7日分别-20.3%/-26.8%，6月份以来均呈现下跌态势，分别-5.4%/-11.6%。
- **羊毛：**年初至今羊毛价格上涨31.4%至13.42美元/公斤，相较去年同期+71.2%；距年内高点6月4日减少4.6%，6月份以来呈现下跌态势，减少3.1%。

图：国内与国际棉价趋势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：锦纶丝/涤纶长丝FDY和DTY价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：PA66价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：羊毛价格走势（美分/公斤）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

八、 二季报前瞻： 品牌趋势企稳， 制造环比改善

• 服装家纺板块：

收入端： 二季度多数品牌延续一季度增长态势， 但增速环比一季度略有放缓； 上半年整体来看， 板块收入普遍实现正增长， 高端服饰安踏体育（+13.0%）、 比音勒芬（+18.2%）、 三夫户外（+33.1%） 增长领先， 增速在双位数以上。

利润端： 主要基于折扣改善毛利率提升、 加盟补库、 费用率控制， 二季度利润增速多数好于收入、 盈利弹性显现， 稳健医疗（+15.9%）、 比音勒芬（+24.7%）、 三夫户外（+49.4%）、 罗莱生活（+27.7%） 等利润端亮眼； 李宁受费用投放及折扣压力， 上半年利润预计小幅下滑（-7.1%）。

• 纺织制造板块：

收入端： 代工制造二季度由于下游客户受关税政策和地缘冲突扰动下单相对谨慎， 收入普遍承压， 但二季度环比一季度改善， 伴随关税政策落地， 三季度接单发货预计进一步改善； 上游制造二季度订单景气度环比进一步提升， 收入增速有望环比提速， 基本都在双位数以上增长。

利润端： 代工制造板块承压明显， 主受关税、 原材料价格上涨影响， 亦有汇兑损失压力， 下半年有望好转； 伟星股份毛利率受铜价上涨影响预计承压； 新澳股份受高基数+汇兑损失影响利润增速预计放缓； 台华、 百隆受益于产品售价上涨利润增速预计好于收入增速， 根据百隆业绩预告， 净利润预计增长30~60%。

图： 纺服公司二季报及中期业绩前瞻

板块	公司	2026Q1		2026Q2 E		2026H1 E	
		收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速	收入 增速	利润 增速
品牌服饰	稳健医疗	2.8%	1.2%	4.4%	15.9%	3.7%	8.5%
	海澜之家	7.7%	1.5%	2.9%	0.0%	5.4%	0.9%
	比音勒芬	18.4%	16.5%	18.0%	24.7%	18.2%	18.2%
	森马服饰	12.0%	45.2%	3.6%	13.7%	7.8%	34.5%
	三夫户外	36.0%	141.9%	30.0%	49.4%	33.1%	119.1%
	罗莱生活	5.9%	30.5%	4.0%	27.7%	4.9%	29.4%
	富安娜	14.3%	15.1%	4.0%	6.9%	9.1%	11.2%
	安踏体育					13.0%	6.6%
	李宁					6.5%	-7.1%
纺织制造	华利集团	-19.4%	-49.6%	-4.8%	-12.5%	-11.0%	-29.4%
	伟星股份	6.2%	-7.2%	12.0%	3.5%	9.6%	0.6%
	台华新材	-2.9%	-19.3%	12.1%	18.6%	5.0%	-0.4%
	开润股份	1.9%	15.7%	3.4%	-16.3%	2.6%	-1.7%
	新澳股份	16.5%	18.6%	15.0%	5.0%	15.7%	10.1%
	百隆东方	14.8%	39.8%	25.0%	49.0%	20.1%	44.9%
	申洲国际					-4.0%	-28.5%

资料来源： Wind， 国信证券经济研究所整理

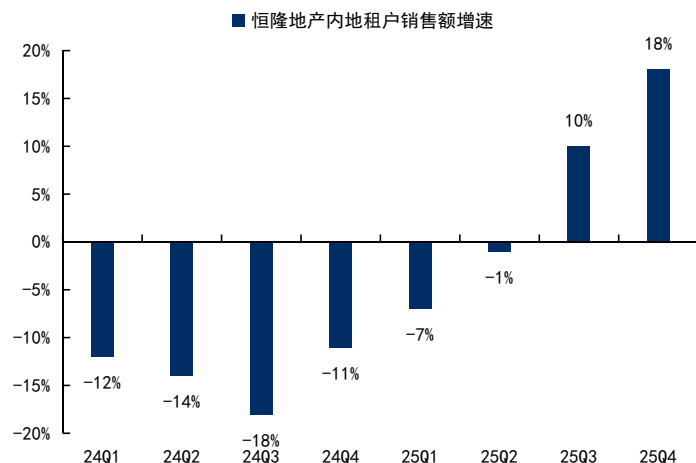
【 02 】 主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

一、高端商场：高端消费的晴雨表，2025年下半年以来呈现全面复苏态势

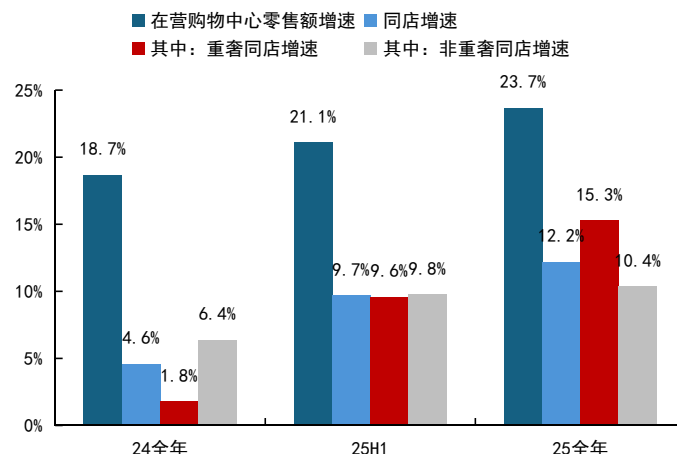
- 恒隆内地商场租户销售额从24Q3的-18%谷底持续改善，至25Q4已加速至+18%。
- 2024年华润万象生活在营购物中心零售额达2150亿元（同比+18.7%），同店增速+4.6%，其中重奢同店仅+1.8%，反映当年高端消费承压。进入2025年，零售额跃升至2660亿元（同比+23.7%），同店增速从24全年的+4.6%大幅提升至+12.2%，尤其重奢同店增速从+1.8%飙升至+15.3%，远超非重奢的+10.4%，充分印证高端消费复苏力度更强。管理层在业绩会上表示，26Q1零售额持续双位数增长，全年同店销售预计实现中高个位数增长，其中运动户外、配饰类增长态势良好。
- 太古地产旗下商场表现同样亮眼，2025年以来零售销售额逐季加速增长，2026Q1增速进一步创新高，多个商场全面高增长。

图：恒隆地产内地商场呈现强劲复苏



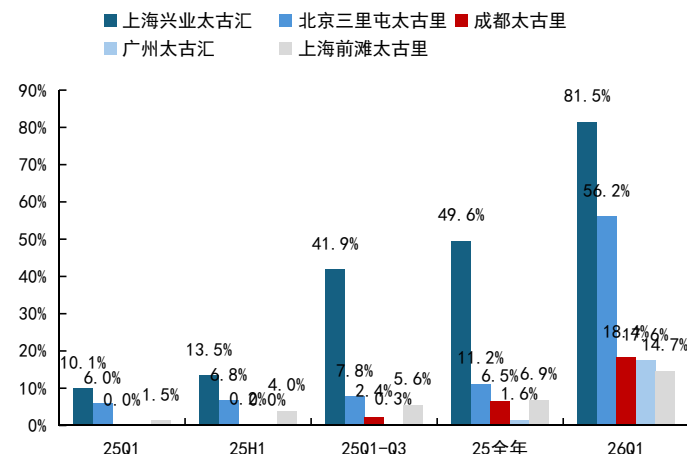
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：华润万象生活（万象城/万象汇）增长加速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：太古地产旗下商场零售销售额持续加速



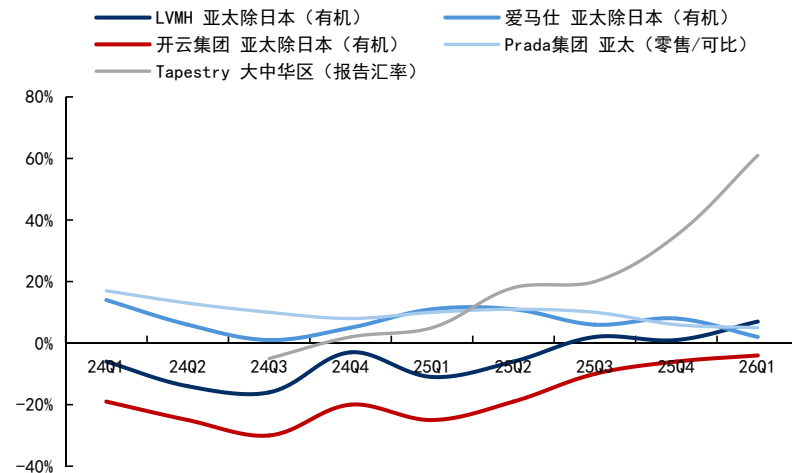
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

二、奢侈品：奢侈品集团大中华区业绩复苏加速，轻奢鞋服品牌增长更为强劲

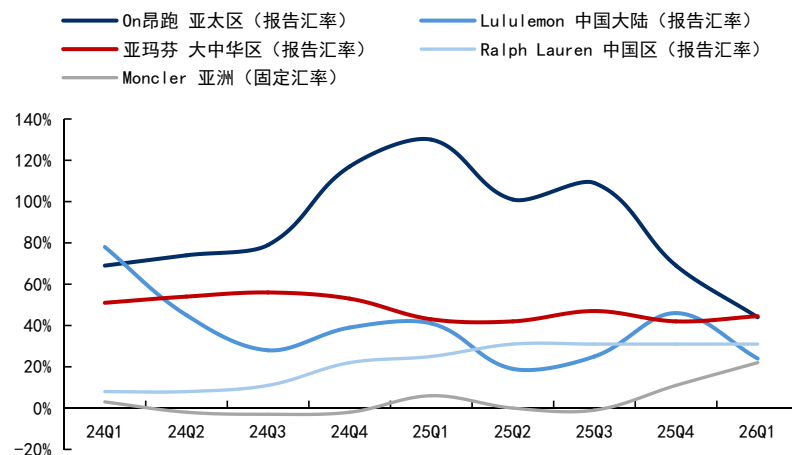
- 2025Q3成为全球奢侈品行业的关键转折点，而2026Q1数据进一步确认复苏趋势在加速，大中华区已从拖累项变为核心增长引擎。LVMH 26Q1亚太（除日本）有机增速达+7%，为2023年以来最佳，占集团收入比例从25Q1的30%提升至32%。LVMH首席财务官确认，大中华区客群表现从25Q4的中低个位数负增长改善至26Q1的持平，其中中国本地客群实现了非常稳健的增长。爱马仕管理层在25Q4的业绩交流中谈到中国市场的奢侈品消费热情更多受股市和房地产市场的财富效应影响；目前中国金融市场正在回暖，是积极信号。
- 轻奢品牌表现更为亮眼，运动生活方式鞋服品牌增长遥遥领先。新兴轻奢运动户外品牌中，昂跑亚太市场持续呈现爆发式增长，2025年甚至连续三个季度实现三位数增长，2026Q1在高基数下仍有44%的亮眼表现；亚玛芬在大中华区高基数下持续高速增长，2024年至今每个季度增速都超过40%。经典轻奢服饰品牌Ralph Lauren拐点更为明显，由2024年的高个位数逐季加速到2025Q2至今每个季度超过30%的增长。

图：奢侈品集团大中华区/亚太区收入增长普遍提速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：轻奢鞋服品牌大中华区/亚太区收入增长更为强劲

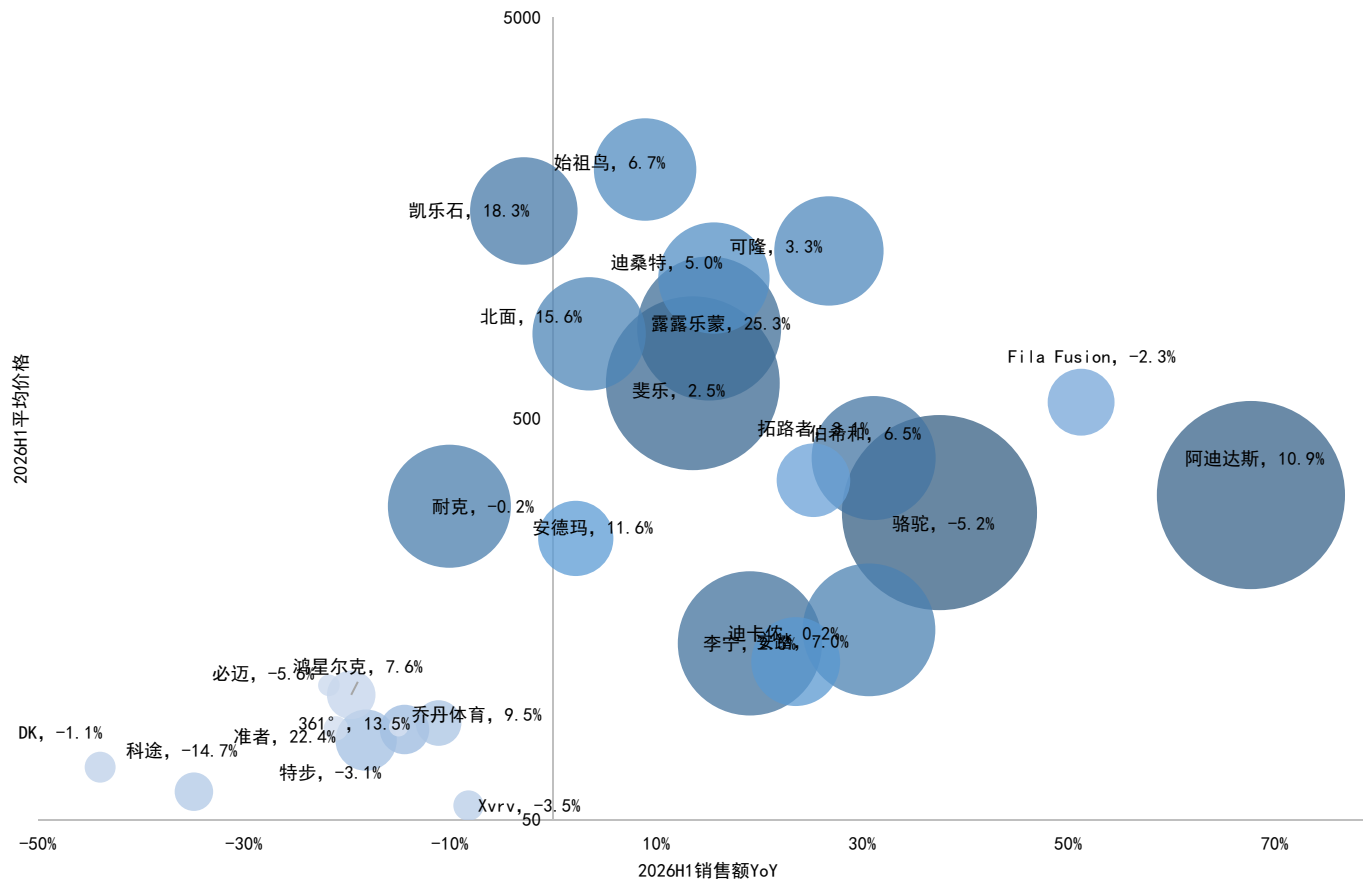


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

三、运动户外服装：整体“越贵越买”，头部品牌“量价齐升”

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

图：2026年上半年主要品牌的运动户外服装品类销售额和均价及同比变化

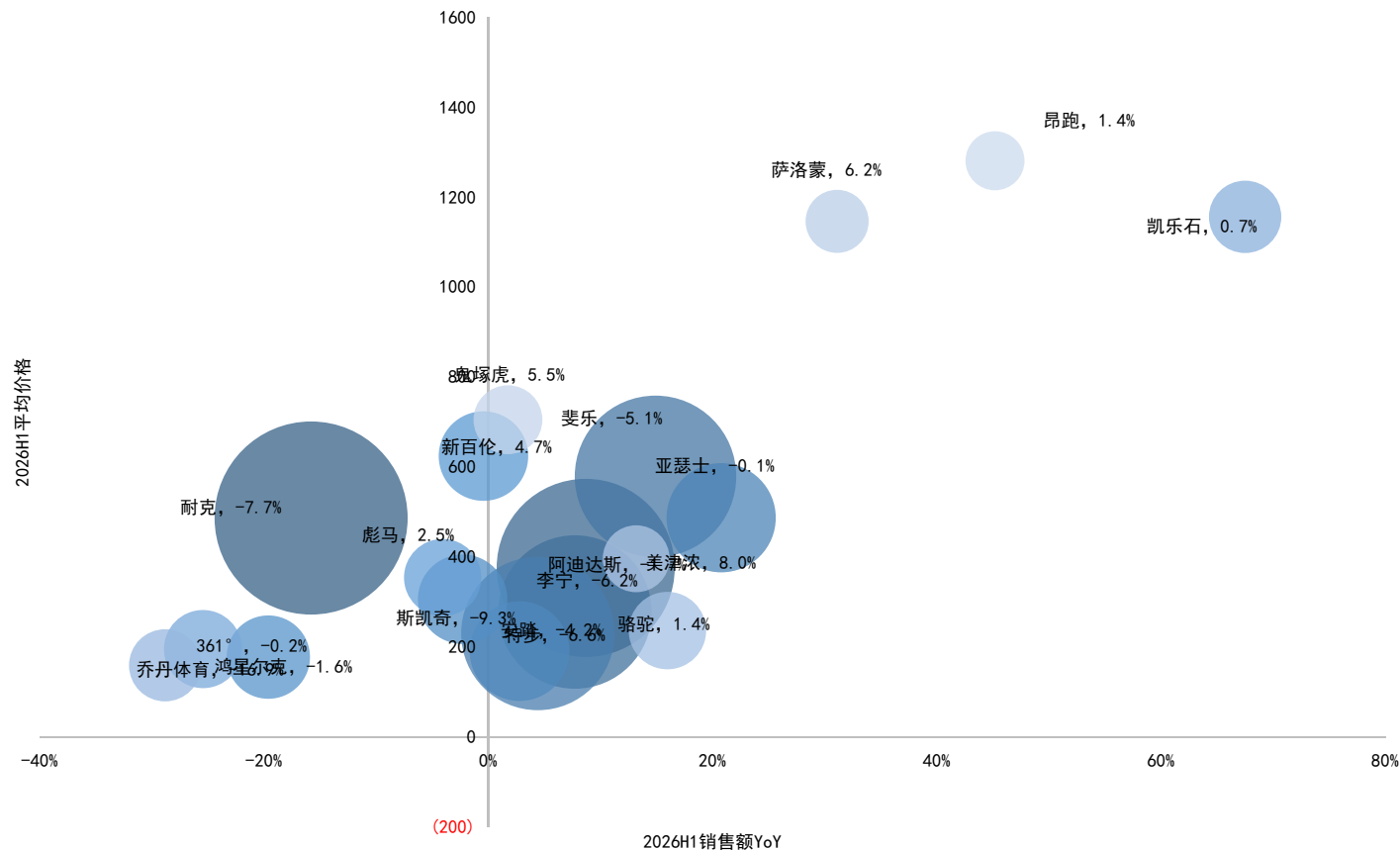


资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理；注：气泡面积表示品牌26H1销售额相对大小，气泡内的数字表示26H1均价同比变化幅度

四、运动户外鞋：降价趋势明显，唯有少数高端品牌高增长

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

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



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

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

• 亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。

成长看点一：始祖鸟品牌：业绩证明舆情短期影响有限，品牌维持稀缺性营销。

- 2025Q4始祖鸟品牌所在的TA事业部收入同比增长31.4%（Q3：23.5%），经营利润率19.0%，同比下降100bps，在利润率小幅下降的情况下实现了超预期的收入增长。
- 通过第三方小红书数据统计，始祖鸟的营销模式介于户外品牌和奢侈品牌之间，采取低密度、高质量的商业投放，但也能收获较好的用户互动。舆论事件过后，始祖鸟已经度过冷却期，开始进入常态化营销阶段，品牌横向对比下定位仍有稀缺性，但相比自身过往，目前在商业投放力度有所加强，互动效率尚未恢复。具体情况：
 1. 在2025年9月“炸山”舆论事件发生前，横向对比始祖鸟的营销“稀缺性”明显高于其他户外品牌，更接近奢侈品牌，如2025年5-8月始祖鸟的商业笔记占比仅0.09%，但笔记平均互动数75.4，与miumiu品牌可媲美；
 2. 2025年9月-2026年1月，随着舆论发酵，品牌进入营销冷却期，商业笔记数量迅速减少，互动数据随着话题热度消散和品牌的谨慎发声也明显回落；2026年2月开始，品牌商业笔记数量明显增加，最近几个月的种草总数和商业笔记数量与“炸山”前已经接近；
 3. 最近3个月始祖鸟在轻奢和户外品牌组仍属于商业笔记比例较低的品牌（0.39%，仍然仅次于蔻驰和缪缪），但在所有对比品牌的单篇互动量普遍下降的趋势中，始祖鸟的互动量也未取得逆势提升的效果。

图：2025年4月以来始祖鸟小红书笔记和互动数据

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

资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：2025年5-8月始祖鸟对比其他轻奢/户外品牌小红书互动数据

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

图：2026年3-5月始祖鸟对比其他轻奢/户外品牌小红书互动数据

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

资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

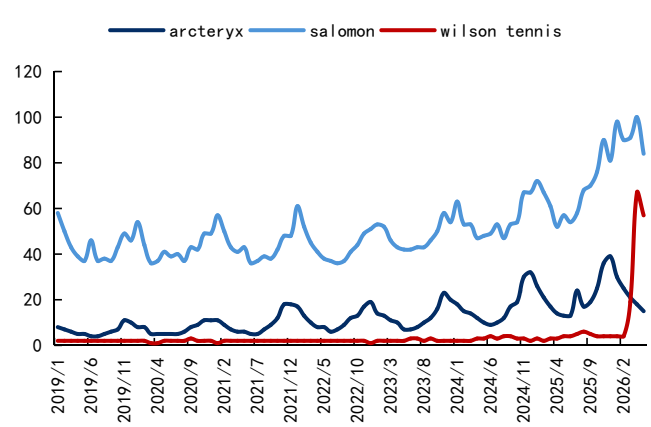
- 亚玛芬：度过舆情危机，迎接品牌矩阵化与全球化突破。
- 成长看点二：萨洛蒙、威尔胜品牌势能上升强劲，全球化发展空间广阔。
- 萨洛蒙品牌：
 1. 除近期业绩增长快以外，我们看到其谷歌搜索指数在近两年呈现加速增长态势，近几个月的增速高达50%以上；
 2. 其在中国市场的发展较为顺利，从线上数据可以看到23-25年都在快速增长，同时核心产品户外鞋的均价保持稳定，呈现高质量的增速态势；
 3. 从品牌体量看，除去运动装备类的传统产品，萨洛蒙近期重点发展的鞋类产品仍有较大的成长空间，与其价格定位接近的跑鞋品牌平均规模体量是萨洛蒙的4倍，而在中国市场萨洛蒙已经可以达到与之接近的体量，但在中国以外的市场这一规模差距拉大到了8倍，说明萨洛蒙全球化发展的空间广阔。
- 威尔胜品牌：
 1. 品牌转型进行中，传统球拍和篮球等产品热度有限，近期经过品牌孵化，在谷歌指数上已经显示出爆发力，并且超过了始祖鸟品牌的全球搜索热度；
 2. 从中国线上销售数据也可以看到，品牌2025年开始呈现翻倍的增长，而当下销售规模尚不足萨洛蒙的1/5；同时其高端定位逐步确立，核心鞋类产品的均价在中国电商上连续多年上调至接近千元定位，为后续发展积蓄了较好的品牌基础。

图：2025年 Salomon对比跑鞋竞品规模差距

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

资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports三大品牌谷歌搜索指数



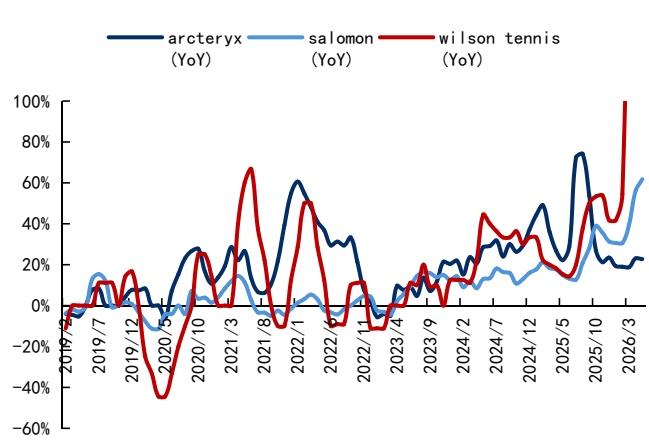
资料来源：Google trends，国信证券经济研究所整理

图：三大品牌核心产品中国市场电商销售情况

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：Amer Sports三大品牌谷歌搜索指数同比



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

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- 安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。
 - 在2024-2025年，疫情后国内运动市场增长大幅放缓的背景下，安踏集团整体实现了约15%的复合增长，显著跑赢行业，主要有赖于旗下高端细分品牌成功运营带来的业绩增长驱动力。
1. 近两年利润CAGR拆品牌来看：安踏主品牌基本持平，FILA4.2%，迪桑特可隆58%，亚玛芬大幅扭亏；

2. 近两年净利润增量拆品牌看：亚玛芬、迪桑特和可隆、FILA分别贡献了57%/36%/13%，安踏基本持平，狼爪拖累6%。
- 未来安踏集团将持续成为以高端细分和全球化布局的品牌驱动增长的运动品牌集团。根据我们预测，从2026年开始，迪桑特、可隆和亚玛芬贡献安踏集团的净利润将超过30%，且呈现20%~30%的复合增长，而两三年后狼爪、PUMA也有望通过扭亏为盈接力贡献超额利润增长。

图：安踏体育分品牌利润占比与增速

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：安踏体育基本面一览

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

- 安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。
- 从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，安踏旗下品牌虽然在不同的生命周期，但都处于较好的运营状态：
 - FILA：成熟期稳定运营。在收购品牌中当前体量最大，但线上销售额仍保持稳健增长，运动鞋均价有所放缓但服装价格上涨，整体价位段平稳，小红书粉丝数在最近几个季度处于5%-10%左右的环比增速。
 - 迪桑特：品牌上升势能强劲。量价齐升的标杆，线上销售额连续三年40%上线的高增长，核心服装产品稳定中逐步提价，并开拓鞋类产品。小红书季度粉丝增速维持10%-30%高位。
 - 可隆：景气度最强的黑马。连续三年60-80%高速增长，核心品类冲锋衣、羽绒服、软壳衣等持续涨价，小红书季度粉丝增速维持在10%-20%高位。
 - MAIA：进入困境反转通道。经历2023-2024年下滑后触底回升，2026YTD达到双位数增长，同时核心产品瑜伽裤2026年价格回升，瑜伽服2025年价格回升。并且，相比起品牌体量，小红书粉丝数量基数较高（安踏体系内仅次于始祖鸟和主品牌），在高基数下仍保持5%-10%的环比增速。
 - 狼爪：品牌重塑中。2025年线上销售额大幅下滑55%，2026YTD下滑37%，但同期核心产品冲锋衣、羽绒服等产品都明显提价，显示出品牌正处于清理库存后恢复折扣的阶段，为后续产品调整到位再发力营销焕活品牌打下基础。

图：FILA品牌电商销售增速与产品价格

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：迪桑特品牌电商销售增速与产品价格

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：可隆品牌电商销售增速与产品价格

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：MAIA品牌电商销售增速与产品价格

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

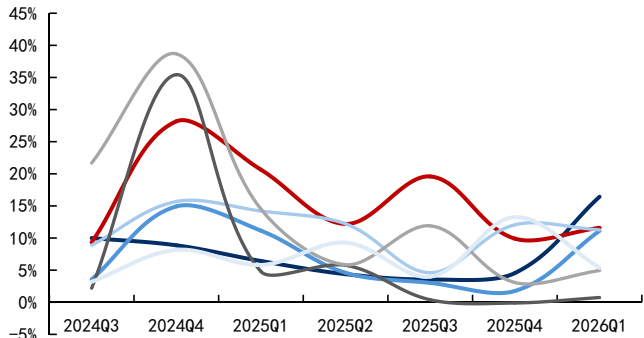
图：狼爪品牌电商销售增速与产品价格

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：安踏旗下品牌小红书达人号粉丝环比增速

安踏 FILA 迪桑特 可隆
始祖鸟 萨洛蒙 MAIA



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

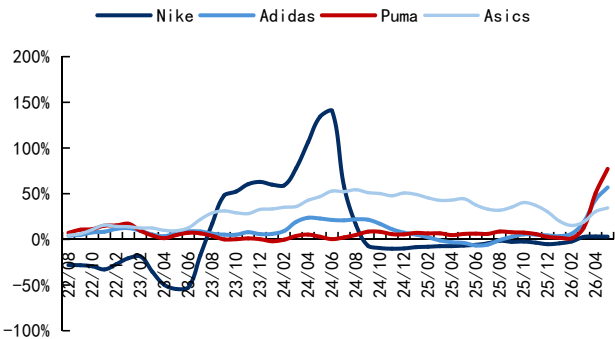
- 安踏体育：品牌孵化逐个击破，高端品牌占比大幅提升。
 - PUMA：年内有望完成并购整合，品牌重塑潜力较大
- 搜索指数：PUMA今年以来谷歌搜索指数大幅增长，在过去5年中表现明显，且增幅超越阿迪达斯和亚瑟士。从相关词分析，指数的大幅增长主要得益于鞋类产品热度带动，包括speedcat系列、nitro、跑鞋等。
 - 营销亮点：PUMA赞助的HYROX正火遍全球。作为一种新兴的商业体能赛，HYROX全球参与度持续强劲增长，2025/2026赛季赛事版图扩张到30多个国家和地区的100多场比赛，全球参赛人数也迅速攀升至已与马拉松比赛接近，正演化为一种高频的现代生活方式。而PUMA 已将与HYROX的全球服鞋合作伙伴及世锦赛独家冠名协议提前续约至2030年。基于与HYROX的合作，PUMA可以进一步拓宽Nitro平台的应用，不仅限于跑步系列。
 - 中国市场：品牌热度出现明显上升。小红书数据显示，近半年PUMA官方达人号粉丝数量、互动数据阶段性大幅增加，主要体现在2-3月官宣张凌赫代言，多条视频点赞破万，其次关于rose和HYROX的多条视频内容也有过千的点赞。

表：PUMA品牌近期基本面情况

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

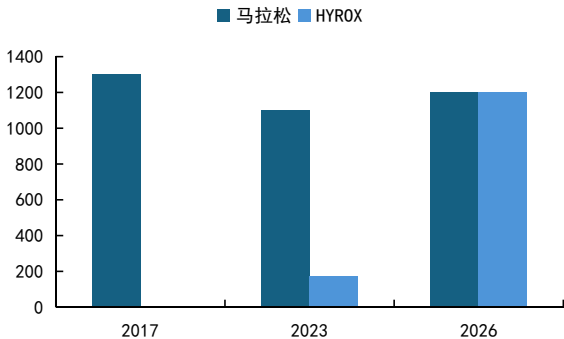
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：四大国际运动品牌谷歌指数同比增速



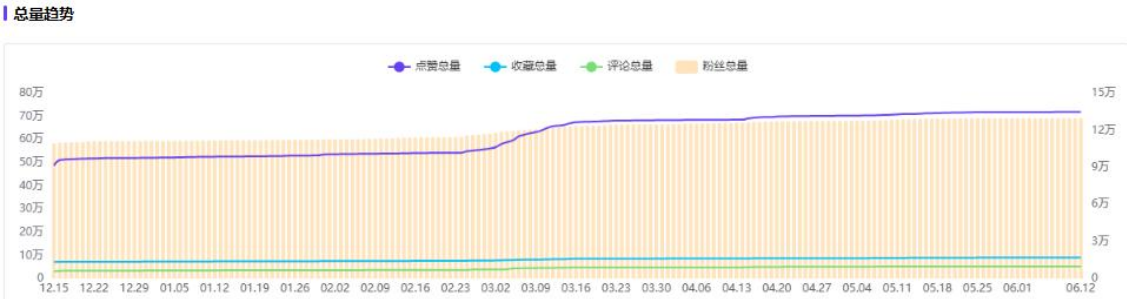
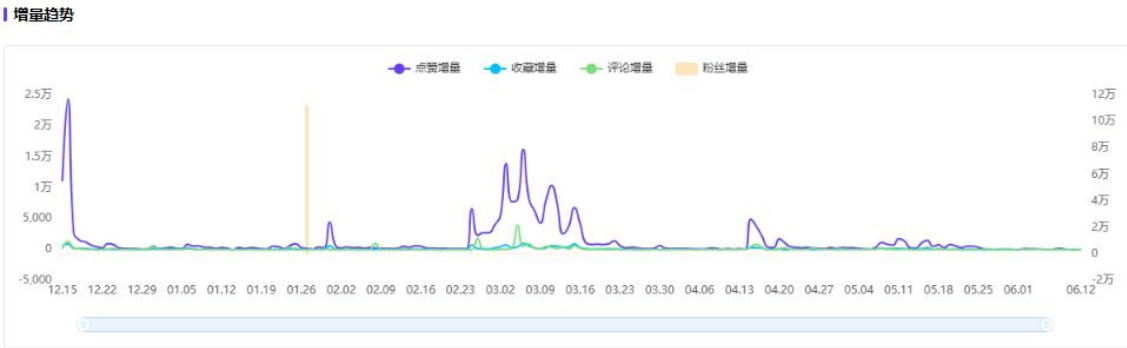
资料来源：Google Trends，国信证券经济研究所整理
注：使用三个月移动平均后计算同比

图：全球马拉松和HYROX参赛人数对比



资料来源：Run repeat，Matchable，国信证券经济研究所整理

图：近半年小红书PUMA官方达人号粉丝与互动数据



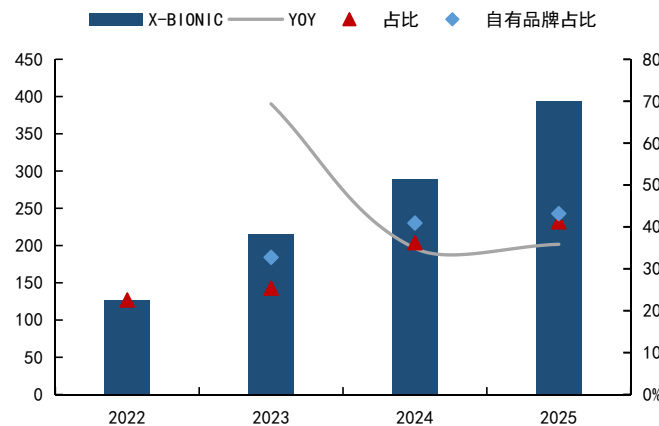
资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

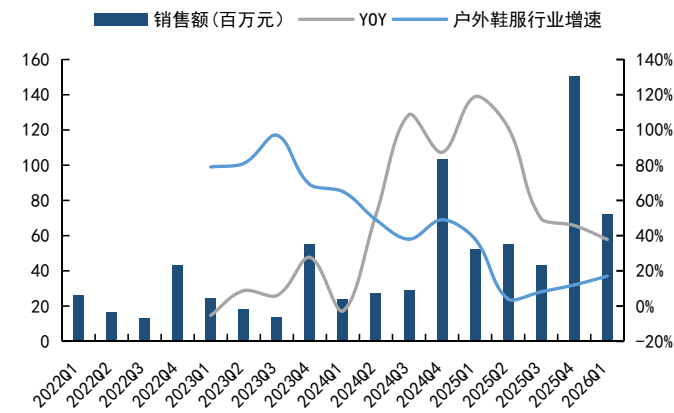
- 三夫户外：品牌化发展进入快车道，盈利能力释放。
- 2021年之后公司确立品牌化转型，完成对X-BIONIC中国区核心IP收购，此后陆续完成CRISPI独家代理、HOUDINI独家代理，并与Klattermusen（攀山鼠）成立合资公司，形成“自有+独家代理”的品牌矩阵。
- 1. X品牌：收入从22年的1.27亿增长至2025年的3.94亿，CAGR3为45.9%，占公司整体收入的比例从22.6%提升至41.2%，进而公司全部自有品牌占比提升至43.2%；从电商数据来看，X-BIONIC从2024Q2开始增长提速，与户外鞋服行业整体电商增长趋势有差异，行业在此之后增长降速，而X-BIONIC从24Q2到25Q4延续40%以上增速，25Q4单季电商销售额超1.5亿元；26Q1同比+37.8%至0.7亿元，成为今年行业里增长领跑的品牌。
- 2. 其他表内品牌：HOUDINI是当前最具弹性的独代品牌，2025年进一步增长至1.09亿元，同比增长69.07%。CRISPI则体现为更稳健的增长曲线：2024年收入0.93亿元、同比增长16.5%，2025年收入1.09亿元、同比增长17.68%。LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER三品牌合计2024年收入1.21亿元、同比增23.9%，2025年进一步达到1.53亿元、同比增26.58%。
- 3. 攀山鼠：2024年起改为合资运营后品牌收入出表但业务延续扩张；2025年全年品牌营收约2.8亿元、净利润约0.6亿元，净利率处于高位，对三夫上市公司贡献投资收益约2000万元；2026年一季度营收约1.03亿元、净利润约0.25亿元，同比约+10%稳健增长。

图：X-BIONIC收入/增速/占比（百万元）



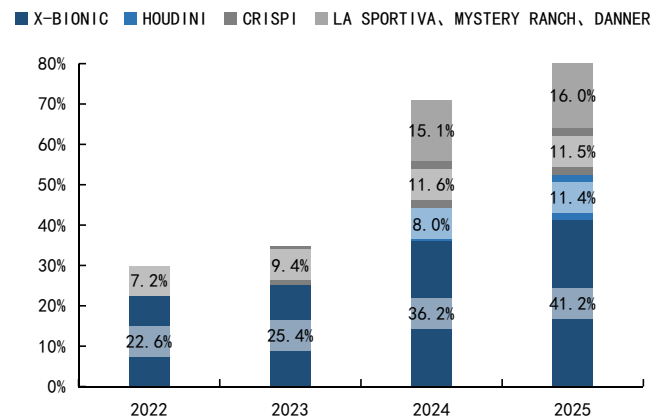
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：X-BIONIC电商三平台销售额及增速（百万元）



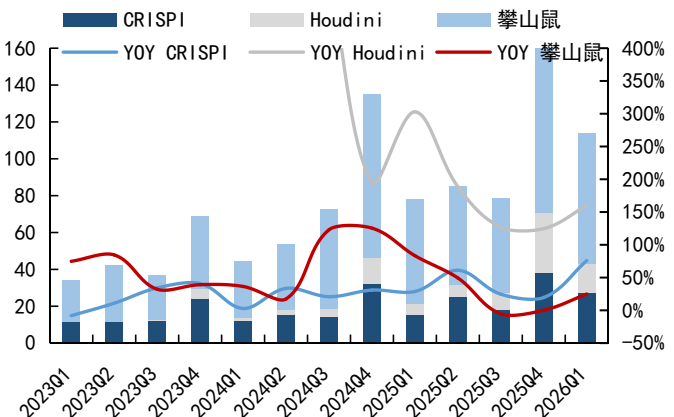
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外核心品牌收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：核心品牌电商三平台销售额及增速（百万元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

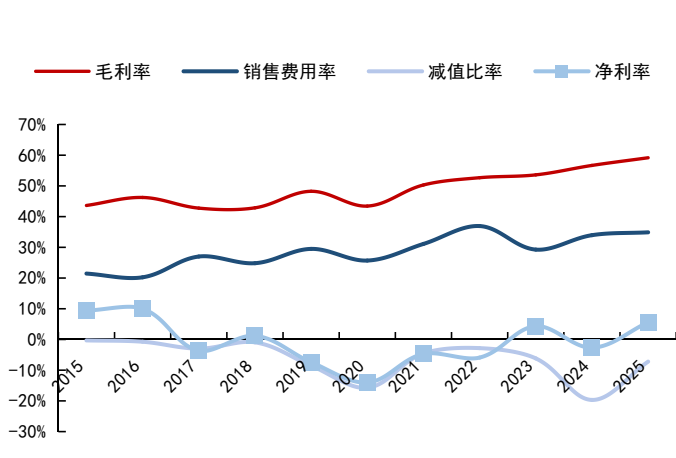
- 三夫户外：品牌化发展进入快车道，盈利能力释放。
 - 改革成效：毛利率先行改善，非核心业务逐步出清，利润初步释放
- 品牌化转型带动毛利率提升。**传统代理经销毛利率较低，而X-BIONIC等自有品牌与CRISPI、HOUDINI等独家代理品牌具备更高定价权与产品溢价，因此自有品牌占比从2020年的8%提升至2025年的43.2%后，公司毛利率自然从43.4%抬升至59.2%，尤其24-25年伴随自有品牌和独家代理品牌的快速增长，毛利率显著提升。
 - 费用前置，销售费用率提升，但新模式下盈利能力更佳。**销售费用率在2020年后明显跃升，2022年接近37%，2023年降至30%以下，2024-2025年来到34%以上。主因公司向品牌商转型过程中，需要通过门店开设、装修升级、品宣投放、赛事合作和社群运营换取收入扩张。从代理转为品牌运营的过程中，品牌的渠道落位也从街边店向商场店转型。过去街边店租金每平米月租金为100-300元，高端商场店每平米月租金为500-2000元，是之前的5倍，但从店效来看，新模式坪效也远高于旧模式。根据公司公告的店效前10店铺，X-BIONIC 133平的沈阳万象城店，店效仅次于2247平上海万体店，若假设销售额类似，万象城店坪效是万体店的17倍。
 - 存货减值与非核心业务出清是净利率释放的外部约束解除。**上海悉乐（松鼠部落）项目在2022—2024年累计扣非亏损1.06亿元，鹰极体育三年亏损约2百万元，此外两项跨界业务还带来部分商誉减值，使得利润表显著失真。但到2024年底，相关商誉和固定资产已基本完成减值计提，2025年起对主业的拖累明显缩小，仅剩日常经营层面的约1000万元影响，且公司正在推进破产清算和资产剥离。此外，由于x-bionic老货积压问题，2024-2025年存货减值比例在6%以上，伴随老货出清、新品售罄率高，未来存货减值也有望缓解。剔除非核心业务和存货减值影响，公司2023-2025年净利率在10%以上。
 - 25Q4-26Q1出现盈利拐点，连续两季单季归母净利润超3000万。**

图：销售收入排名前5门店

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

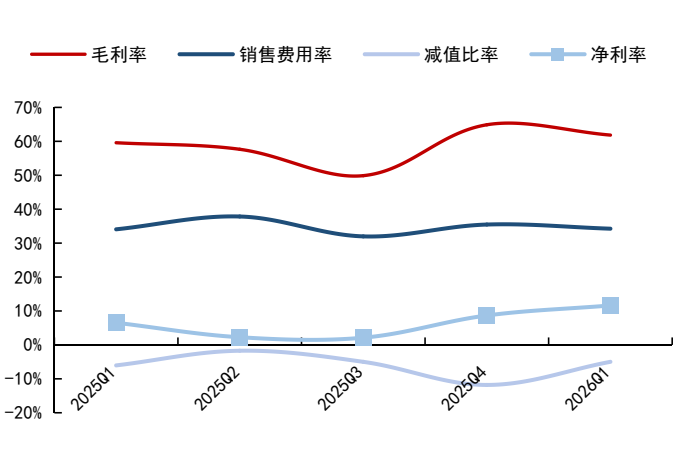
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：关键财务指标（年度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：关键财务指标（季度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

• 江南布衣：设计驱动的品牌护城河展现经营韧性。

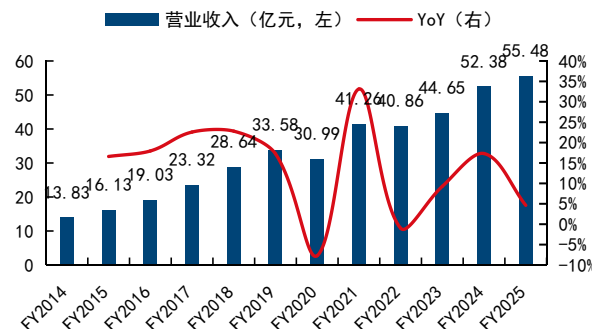
- 设计驱动的品牌护城河。**公司坚持以原创设计为核心，创始人李琳女士作为首席创意官，确保了品牌风格的长期一致性与艺术性，将公司置于竞争相对缓和的设计师品牌赛道。公司并非单纯销售服装，而是通过“艺术探索，美好生活”的理念输出一种生活方式，与目标客群建立深度的情感和价值观共鸣，形成了难以复制的品牌护城河。
- 高粘性的“粉丝经济”模式。**公司成功构建了以会员为核心的“粉丝经济”体系。截至2025年底，公司拥有年消费超5,000元的高价值会员逾34万人，贡献了线下零售额的超六成。公司通过“不止盒子”、精细化会员标签、全渠道数据打通等数字化工具，实现了对会员的高效触达和深度服务，形成了极高的复购率和用户粘性，为业绩增长提供了坚实的基本盘。
- 多品牌矩阵与可规模化的商业模式。**公司通过“成熟-成长-新兴”三层品牌矩阵，覆盖了女装、男装、童装、家居等多个领域，满足了产家庭全生命周期的消费需求，有效对冲了单一品牌可能面临的增长瓶颈和周期性风险。成长品牌 LESS 和新兴品牌 onmygame 的快速成长验证了公司强大的品牌孵化和运营能力，为集团长期发展打开了新的增长空间。

表：江南布衣品牌收入结构和毛利率

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

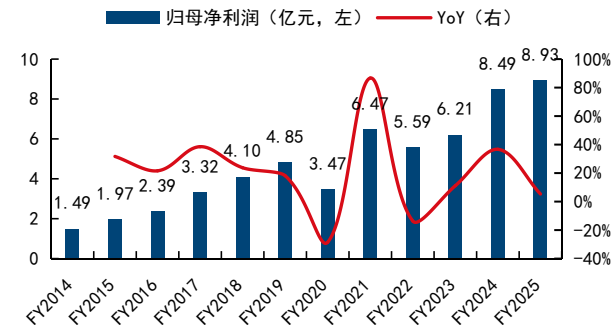
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣年度收入及增速（亿元，%）



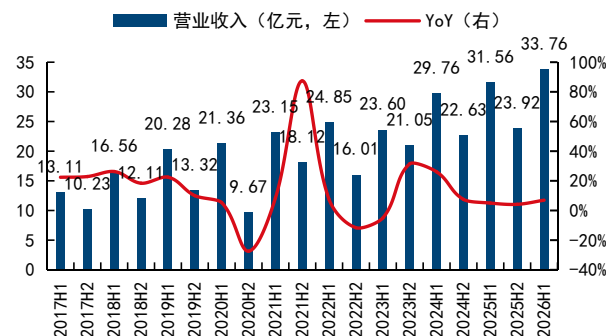
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣年度净利润及增速（亿元，%）



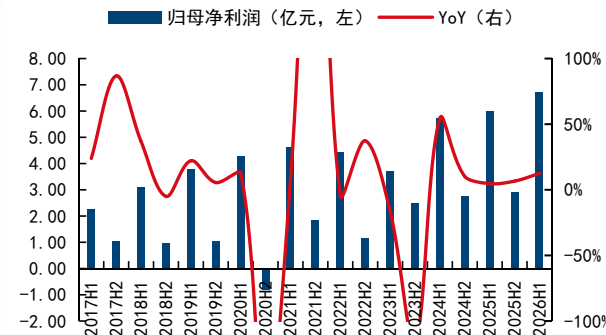
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣半年度收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣半年度净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

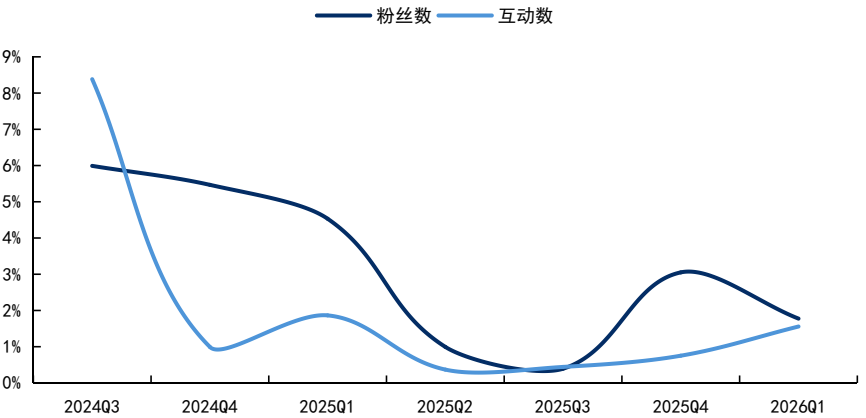
- 江南布衣：设计驱动的品牌护城河展现经营韧性。
 - 从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，江南布衣旗下主品牌健康增长，其余品牌高速增长但存在降价。
- JNBY（江南布衣主品牌）增长快速、价格稳定。**JNBY主品牌是集团电商增长的绝对主力。销售额两年复合增速超30%，2026年YTD同比增长82%，加速态势明显。核心品类针织衫均价经历了2024年冲高至862元后回落至2025年的763元、2026YTD的773元，整体价格带稳定在760-780元区间，较2023年的740元仍有温和上移。另外，小红书维度，JNBY品牌达人号粉丝数在2024Q3-Q4保持约5.5%-6.0%的环比增速，进入2025年后增速明显放缓，25Q2-Q3降至1%以下，但25Q4回升至3.1%，显示品牌社媒热度经历了一轮自然回调后正在企稳回暖。互动数方面，24Q3高达8.4%的环比增速后持续回落，25Q2-Q4维持在0.4%-0.8%的低位，26Q1小幅改善。
 - 速写（CROQUIS）：触底反弹但存在降价。**速写品牌2024年经历了严峻的下滑，2025年小幅回升，2026年YTD同比增长71%，强劲反弹。但核心品类休闲裤均价从2024年的663元持续下探至2025年的556元、2026YTD的546元，整体定价区间有一定下移。
 - jnby by JNBY（童装线）：增速反弹，价格带下移。**童装品牌jnby by JNBY的销售额在2024年几乎零增长，2025年恢复至+24%，2026YTD+30%，增长节奏稳健。然而核心品类连衣裙均价从2023-2024年400元档下滑至2025-2026年的300元档，降价幅度较为明显。童装市场竞争加剧、消费者价格敏感度高是客观背景，需要观察后续能否在新价格带上稳住规模并改善盈利能力。
 - less：大幅波动后的修复期，价格回归理性。**2024年销售额大幅下降38%，2025年回升至+20%，2026YTD同比增长105%，反弹力度最大。核心品类休闲裤均价在2023年是800元档，2024年冲高至1000元档后，2025-2026年在此回落至800元档。对比销售额增速，2024年的激进提价或是销量崩塌的原因，2025年以来的价格纠偏带动销售反弹。当前826元的均价仍略高于2023年的806元基准，说明品牌并未完全放弃高端定位，而是在寻找合理的价格锚点。

图：江南布衣旗下品牌电商销售与产品价格

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣品牌小红书达人号粉丝和互动环比增速



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

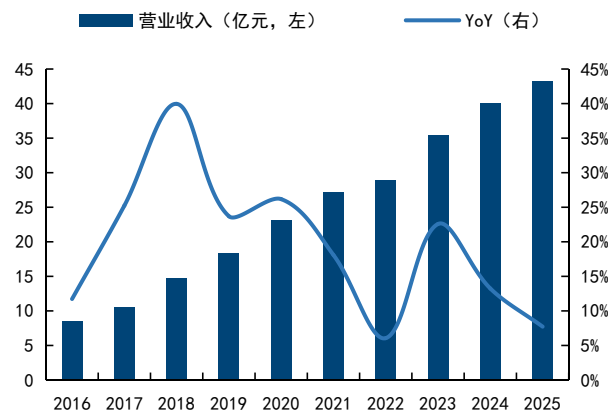
主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

• 比音勒芬：经营拐点已至，步入业绩释放期。

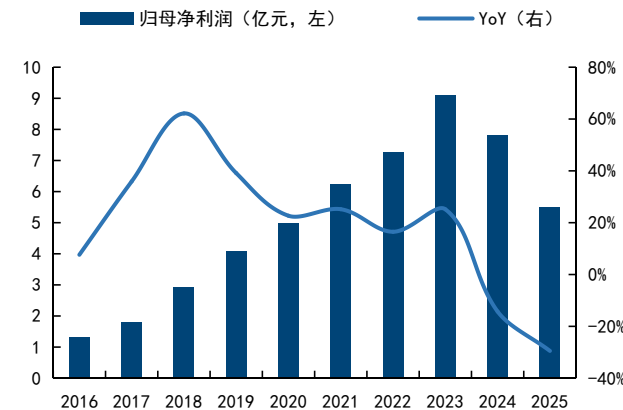
1. **主品牌升级与渠道扩张驱动内生增长。**公司主品牌围绕“生活、户外、高尔夫”三大系列，切入高景气的户外运动赛道，并通过开设独立门店强化专业形象。渠道层面，公司采取“三轮驱动”策略：1) 直营渠道作为基本盘，2025年净开店117家，2026年计划再净开约100家，外延增长确定性强；2) 电商渠道是核心增长引擎，2025年收入增速达71.5%，但收入占比仅10.5%，远低于行业平均水平，未来提升空间大；3) 加盟渠道在经历库存清理和结构优化后，有望恢复增长。
2. **费用投入进入收获期，利润率修复弹性大。**公司2024-2025年因品牌年轻化推广（2025年广告宣传费+54.9%）、新品牌培育（K&C、CERRUTI 1881亏损超1亿元）及渠道升级导致利润承压。自2026年起，公司加强费用管控，前期投入进入收获期，新品牌亏损有望持续收窄。随着收入规模效应显现，公司净利率有望从2025年的12.8%逐步向历史25%的利润率方向修复，利润弹性大。
3. **多品牌矩阵协同发力，打开第二增长曲线。**公司通过收购（KENT&CURWEN、CERRUTI 1881）和代理（OOFOS、SNOW PEAK）等方式，已构建起覆盖高端商务、户外、运动恢复等多个高景气赛道的多品牌矩阵。各品牌精准卡位不同赛道，与主品牌形成协同效应，有望在未来3-5年逐步成熟，成为公司增长的第二极，推动公司从单一高尔夫品牌向多品牌高端服饰集团加速演进。

图：比音勒芬年度收入及增速（亿元，%）



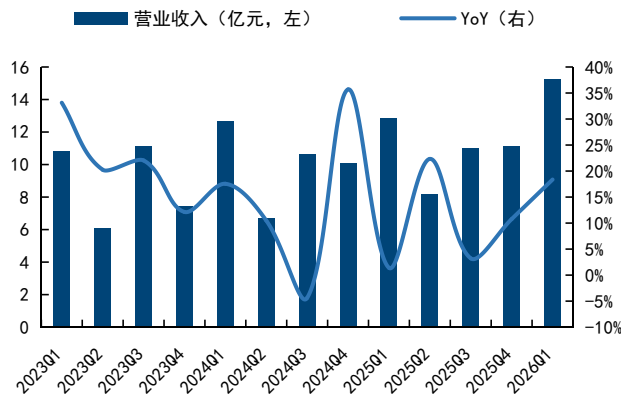
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬年度净利润及增速（亿元，%）



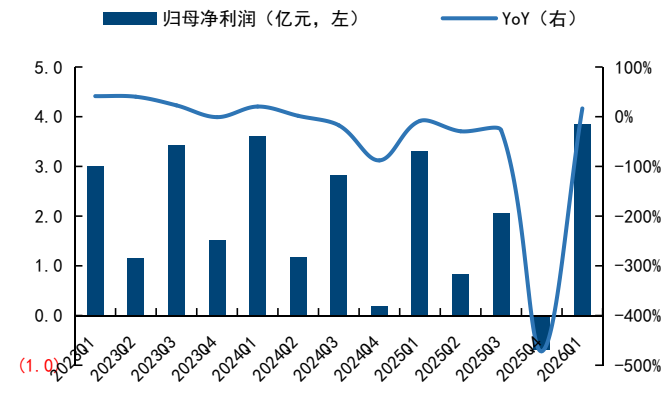
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬季度收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬季度净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

主线一：高端服饰消费韧性强景气度高

五、高端服饰核心标的

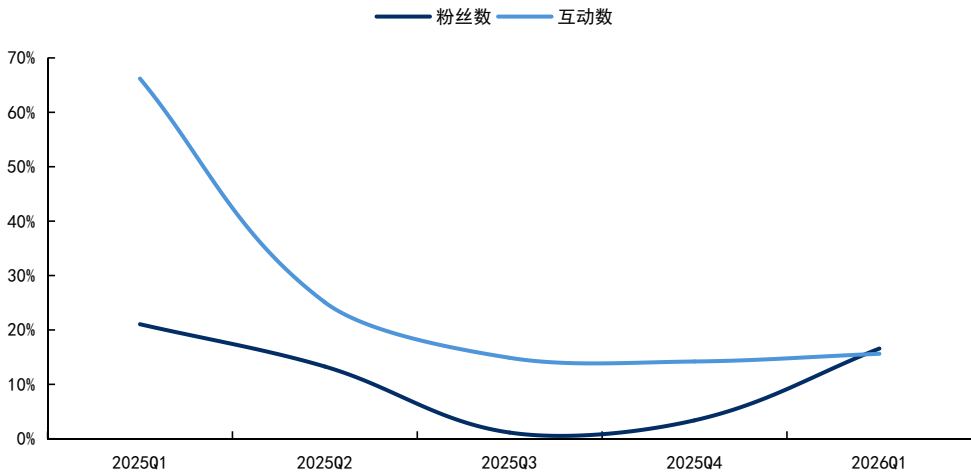
- 比音勒芬：经营拐点已至，步入业绩释放期。
- 从线上销售量价趋势与小红书粉丝数观察，比音勒芬电商在低基数下高速增长，降价趋势也较为明显，小红书数据快速增长，处于电商化年轻化重塑期。
- 1. 比音勒芬电商销售额增长呈现迅猛加速的趋势，大部分产品价位段下调打开客群空间。从2023年至2025年同比增速从5%→23%→156%，2026年YTD仍维持132%的高增长。但这一增长伴随着核心品类均价的系统性下移，说明品牌在过往过高的价位段中调整，凭借较高的品牌心智进入中高端市场，打开客群空间。
 - ① **POLO衫、T恤**：POLO均价从994元（2023）持续下滑至616元（2026YTD），作为比音勒芬最具品牌辨识度的品类，过往千元的定价的销售破圈难度较高，目前进入600元价位段后有效扩大了销售基数，仍处于市场上较高端的价格。T恤均价从1064元降至744元，趋势与POLO衫一致但幅度略小。
 - ② **夹克、裤装**：夹克作为高客单品类，降价空间更大，均价从2412元骤降至1308元，仍处于千元基本。休闲裤均价从1219元持续下滑至637元，与夹克并列降幅最大品类。
 - ③ **羽绒服保持高端定价**：均价经历了先降后升的“V型”走势——从3008元降至1974元后，2025年回升至2431元，2026YTD进一步升至2603元，实现价格回升的品类，表明品牌在这一品类上具备一定的提价能力，产品力得到市场认可。
 - ④ **男装vs女装**：女装爆发式增长。男装作为基本盘（占比87%），2025年增速142%，2026YTD维持117%，增长稳健。女装从2024年的负增长（-8%）逆转为2025年的387%爆发式增长，2026YTD仍达311%，但绝对规模占比仍低，具备构成第二增长曲线的潜力。
- 2. 小红书年轻化转型：脉冲式起量后进入稳定运营期。小红书达人号数据显示，2024Q4出现了一次爆发式增长——粉丝环比增长172%、互动环比增长324%，大概率对应了一轮集中的达人投放或营销事件，正式起号。2025Q3-Q4粉丝环比增速仅1%-3%，互动增速降至14%-15%，互动增速始终高于粉丝增速，说明内容质量尚可、用户粘性不差。

图：比音勒芬品牌电商销售与产品价格

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：比音勒芬品牌小红书达人号粉丝和互动环比增速



资料来源：小红书第三方数据库，国信证券经济研究所整理

【 03 】 主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

一、行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，驱动家纺消费升级

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

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

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

图：电商三平台家纺品牌份额

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所

图：电商三平台家纺品牌均价

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所

主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息



国信证券
GUOSEN SECURITIES

一、行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，驱动家纺消费升级

大单品方面：

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

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

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

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

主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

国信证券
GUOSEN SECURITIES

一、行业趋势变革：家纺睡眠经济兴起，驱动家纺消费升级

表：家纺品牌大单品矩阵

品牌	当前爆品/大单品	产品思路/打法	销售体量	渠道与定位	产品图示
亚朵	深睡枕PRO3.0；深睡控温被Pro3.0；拓展深睡床笠、深睡睡衣等衍生品类	单一品牌-多品类-大单品年迭代；“酒店+零售”场景化，房型即卖场，沉浸式体验驱动转化；会员与内容平台联动放大口碑裂变。	枕头销量2024年380万+，枕头单品GMV10亿元+；2025年深睡枕系列累计销量约1000万只，深睡枕3.0上市25天GMV破亿；控温被2024年售出约77万条，销售额约5亿元；控温被系列累计销量突破200万条，GMV约11亿元；；亚朵零售收入2024年20亿（+157%），2025年达到32亿（+57%）。	线上重、内容强、体验深；抖音/小红书声量高、酒店试睡转化。	 
罗莱生活	安睡枕3.0 Pro；无痕安睡床笠；鹅绒被	大单品策略+控折扣提毛利；线上制造声量、线下提质扩张；超柔研究与产品矩阵支撑。	25H1枕芯收入1.51亿元（+56%），增量基本由深睡枕贡献；深睡枕24.9月推出，截至25.10月累计销量53.8万只；床笠25.6月线上恢复与直营稳健推出在三季度销量5.2万条。2025全年，床笠销售8000万（仅售半年）；手，产品力+价格体系深睡枕2025全年销售接近2亿元；截至2026年3月，零压深睡枕累计零售73万只、儿童呼吸枕15万只、无痕床笠11万条。	并进；以大单品为抓手，产品力+价格体系管理驱动毛利修复。	 
水星家纺	人体工学枕4.0；雪糕被6.0；泡芙鹅绒被、深睡控温被、胶原蚕丝被	“好被芯选水星”+大单品战略；科技功能+性价比；电商优先与兴趣电商种草并行。	2025年推出人体工学枕和雪糕被，25H1人体工学枕/雪糕被销售额分别约5000/8000万元，销量分别是27万只/31万条；2025年人体工学枕、雪糕被各约实现1亿元销售额	性价比定位、认证背书（IGR等）、投放强化，渠道效率高。	 
富安娜	太空深睡枕；智芯深睡系列；J. Dear×富安娜深睡气垫系列（京东专供）；双感夏凉被	艺术家纺心智+“全域大单品”矩阵式打法：从99元到799元覆盖二十多个深睡枕系列，先孵化矩阵再优选爆款升级；叠加头部达人联名（棉花被、四件套）。注重利润率与稳健经营。	深睡枕系列2025年销量约25万只；2026年1-4月深睡枕系列销量同比+185%（全年有望渠道结构均衡、现金翻番，约4000万元量级），其中799/369两回款突出；短期更关款主推单品2026年1-3月约销售2.3万只；注经营韧性 with 库存健康联名款（棉花被+四件套）2026年1-4月约销3万度。万多件。		

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

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

图：电商三平台其他枕头品牌份额及排名

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

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

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

图：电商三平台化纤被品牌份额及排名

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

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

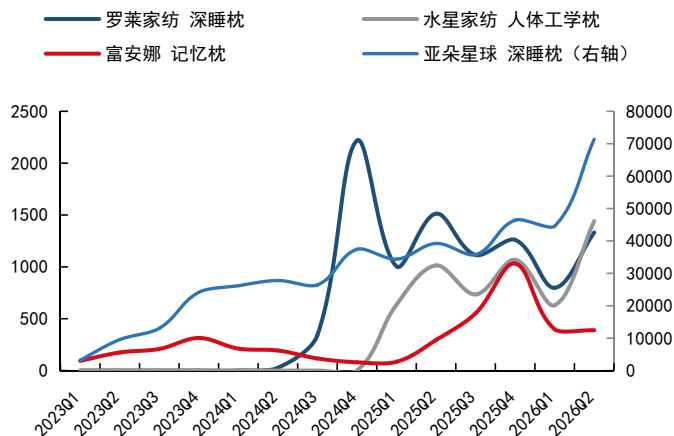


国信证券
GUOSEN SECURITIES

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

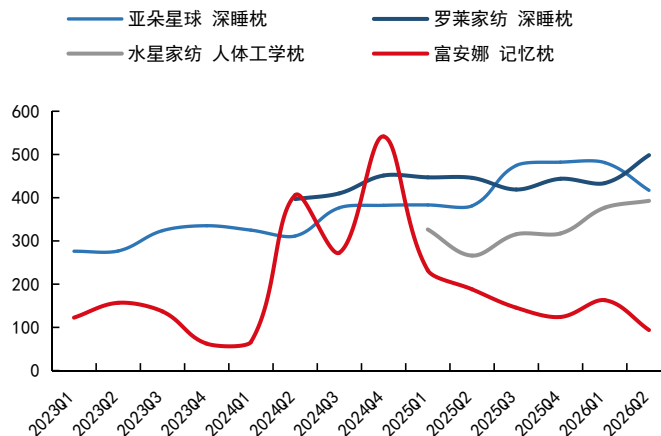
- **枕头品类品牌增长趋势：**根据电商三平台第三方数据，亚朵深睡枕销售额领先，2023年全年销售额5.0亿，2024年增加至11.8亿元（同比+136%），2025年进一步提升至15.6亿元（同比+32%）。罗莱深睡枕自2024年三季度起量，实现销售额342万元，2024全年销售2586万元，2025年进一步提升至4892万元（同比+89%）。水星人体工学枕于2025年推出，全年销售额3451万元。2026年以来深睡枕产品在去年高基数基础上增长放缓，但规模体量依然维持较高水平，富安娜由于推出时间较晚，Q1有同比超300%+的增长，Q2有所降速但也有30%以上增长；亚朵和水星Q2深睡枕产品再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

图：电商三平台家纺品牌枕头大单品销售额（万元）



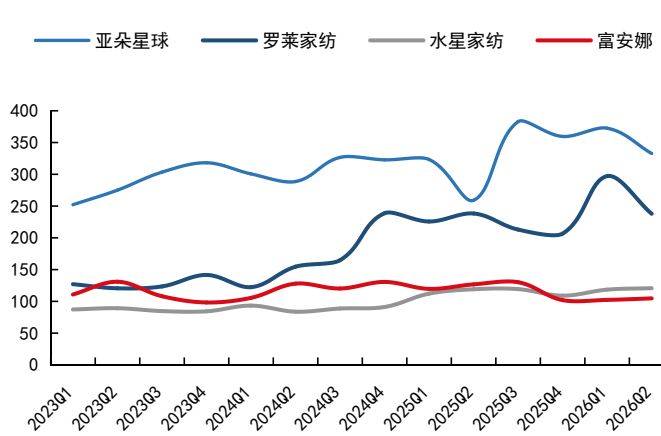
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：电商三平台家纺品牌枕头大单品均价（元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：电商三平台家纺品牌枕头品类均价（元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

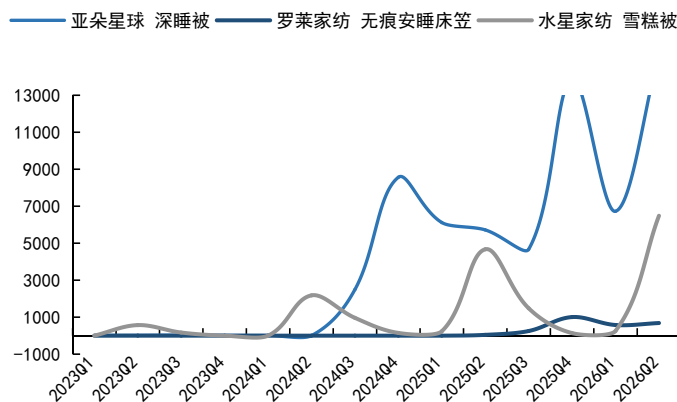


国信证券
GUOSEN SECURITIES

二、亚朵强势入局集中枕头与被子市场份额，罗莱与水星紧跟验证大单品逻辑奏效

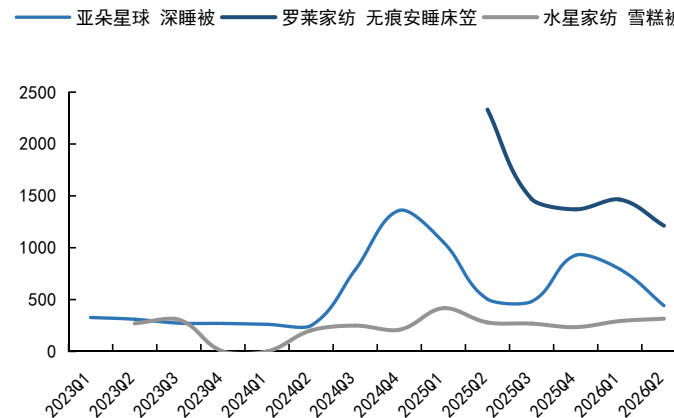
- **被子/床笠品牌增长趋势：**根据电商三平台第三方数据，亚朵深睡被表现突出，2023年销售额为67万元，2024年增长迅速，全年销售额1.1亿元（同比+16509%）；2025年延续良好表现，全年销售额达3.04亿元，同比增长175%。水星雪糕被也有较好表现，2023年销售额739万元，2024年增长至3289万元（同比+345%），2025年达6528万元（同比+98.5%）。罗莱无痕床笠于2025年第三季度推出，全年全渠道累计销售约8000万元。26Q1各品牌被子/床笠产品依然保持同比增长、Q2进一步提速。
- **从均价来看：**罗莱无痕床笠定价较高在千元以上；亚朵深睡被均价在500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

图：电商三平台家纺品牌被子床笠大单品销售额（万元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：电商三平台家纺品牌被子床笠大单品均价（元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

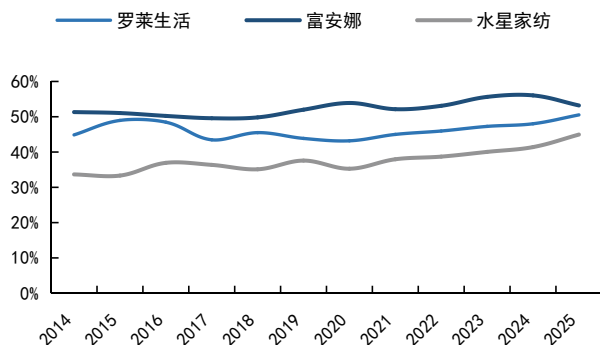
主线二：睡眠经济驱动家纺消费升级，家纺龙头兼具成长性与高股息

三、家纺龙头兼具成长性与高股息

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

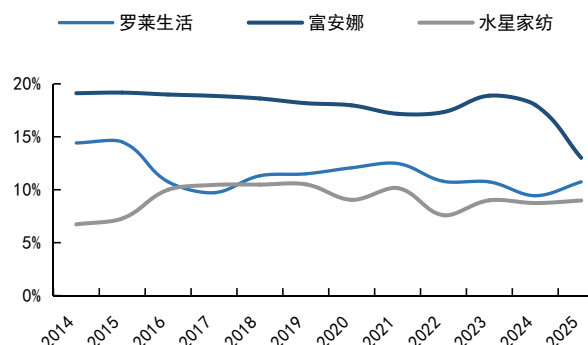
罗莱与富安娜保持高分红水平。罗莱生活、富安娜、水星家纺2025年分红率分别为99%/95%/64%，五年平均分红率为100%/94%/58%，罗莱和富安娜持续维持高分红水平，股息率大致落在5%-8%区间，在纺服板块中排名靠前，兼具业绩稳健性与高股息防御属性，攻守兼备。

图：家纺龙头毛利率水平



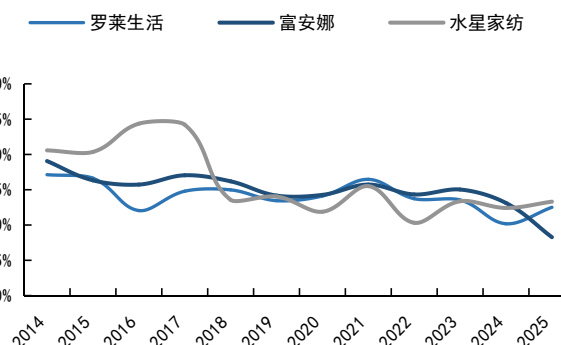
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：家纺龙头净利率水平



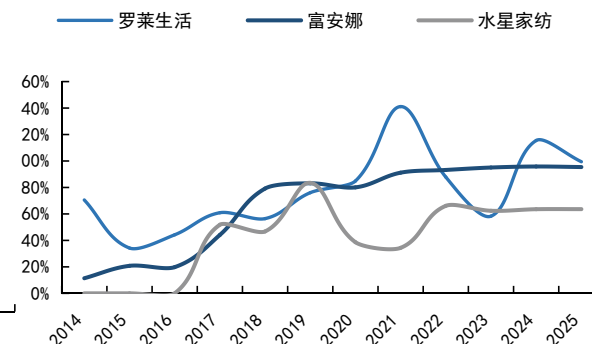
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：家纺龙头ROE水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：家纺龙头分红率水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

【 04 】 主线三：关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

主线三：关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头



一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还

最新一季度业绩品牌端分化明显：1) 强势品牌：Adidas、Asics、Deckers、UNIQLO、维密、Amer Sports；2) 稳健品牌：Gap、Levi ‘s、Lululemon、VF；3) 弱势品牌：Nike、Puma。

•北美情况：大部分品牌正增长，总体表现稳健。Nike 北美相对先修复但毛利受关税压制；Deckers 的 HOKA/UGG、VF 的 The North Face/Timberland、UNIQLO 北美、ON美洲、Levi ‘s DTC 均保持增长；Gap 内部表现分化，Gap品牌强、Old Navy放缓、Athleta仍在重建；Lululemon北美下滑。

•大中华情况：受益春节表现好，多数品牌双位数增长。Nike 仍承压；Adidas、AMER、Asics、UNIQLO、维密、Lululemon大中华高速双位数增长；Puma 受低帮鞋和 Speedcat 带动修复。

•对OEM含义：大部分品牌终端需求不错，除了Nike和PUMA处于库存清理型品牌，但多数OEM年初以来订单低于预期，尤其鞋类比服装更弱，主要由于关税、战争等因素部分品牌担心未来不确定性而拖延下单。关税和原材料压力普遍存在，但关税今年有望下降，二原材料正从材料端逐步开始传导到代工端。

各大OEM客户结构分析：综合来看，今年晶苑国际客户结构最优，受益于UNIQLO、Levi’ s、Victoria’ s Secret、Adidas等品牌表现较强，订单端偏正面；申洲国际受优衣库和阿迪达斯强势支撑，Nike虽品牌弱势但订单并未下滑，叠加中国品牌今年订单回暖帮助；裕元集团受益于Asics、Amer、Adidas等运动/户外品牌高景气，趋势也较积极；华利集团虽有Adidas、UNIQLO、Deckers等强势客户支撑，但Converse大幅调整冲击太大、PUMA处于过渡期，整体表现偏弱。

表：各大OEM主要客户名单

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

资料来源：公司公告，公司官网

一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还

表：全球品牌客户最新业绩、指引

品牌	上财年	新财年预期	上一季度	新季度预期	备注
Nike	FY26：收入-2%，净利润-3%	FY27：收入维持，净利润-14%	FY26Q4：收入-4%，净利润+407%	FY27Q1：收入预计低至中个位数下滑，净利润+31%	FY27Q1-Q2收入指引下调，其中Q2较Q1进一步放缓，主因EMEA地区高促销基数及北美批发发货节奏影响
Adidas	FY25：收入+5%，净利润+67%	FY26：收入高个位数增长，净利润+24%	26Q1：收入+7%，净利润+14%	26Q2：收入预计+10%，净利润+18%	指引维持；关税/汇率拖累营业利润约4亿欧元
Puma	FY25：收入-17%，净利润转亏（-329%）	FY26：收入低到中个位数下滑，净利润亏损收窄（+64%）	26Q1：收入-6%，净利润低基数大幅增长（+2309%）	26Q1：收入预计-6%，净利润亏损收窄（+71%）	2026为过渡年；清库存、缩减低质量批发，年底库存正常化
迅销	FY25：收入+10%，净利润+16%	FY26：收入+17%，净利润+13%	FY26Q3：收入+22%，净利润+39%	FY26Q4：收入+15%，净利润-2%	收入、利润指引均上调
AMER	FY25：收入+27%，调整后净利润+131%	FY26：收入+20%~22%，调整后净利润+26%	26Q1：收入+32%，调整后净利润+47%	26Q2：收入+22%~24%，调整后净利润+17%	上调2026年指引，其中收入假设按当前汇率计算，外汇有利影响约200-250个基点。
Asics	FY25：收入+20%，净利润+55%	FY26：收入+17%，净利润+11%	26Q1：收入+30%，净利润+47%	26Q2：收入+23%，净利润+29%	指引维持；美国关税压低毛利
Deckers	FY26：收入+10%，净利润+6%	FY27：收入增长7~8%，净利润+1%	FY26Q4：收入+10%，净利润-10%	FY27Q1：收入约+5%，净利润-12%	FY27毛利受运费、材料升级、关税压力影响
Gap	FY25：收入+2%，净利润-3%	FY26收入+1~2%，净利润+11%	FY26Q1：收入+1%，净利润+76%	FY26Q2：收入持平~-1%，净利润-14%	全年收入指引下调，但EPS上调
Levi's	FY25：收入+-1%，净利润+7%	FY26收入+5.5~6.5%，净利润+10%	FY26Q1：收入+14%，净利润+11%	FY26Q2：收入+4%~5%，净利润+7%	指引上调；DTC、女装/生活方式增长，关税和汇率仍对毛利存在负面影响
VF	FY26：收入+1%，净利润+14%	FY27收入+1%~2%，净利润+31%	FY26Q4：收入+1%，净利润亏损收窄（+82%）	FY27Q1：收入低个位数下滑，净利润亏损收窄（+8%）	恢复年度指引
Victoria's Secret	FY25：收入+5%，净利润+15%	FY26收入+7%~9%，净利润+49%	FY26Q1：收入+15%，净利润低基数大幅增长（+601%）	FY26Q2：收入+9%~11%，净利润低基数大幅增长（+101%）	指引上调；关税仍有压力
ON	FY25：收入+30%，净利润-16%	FY26收入按固定汇率+23%以上，净利润+63%	26Q1：收入+14%（固定汇率+26%），净利润+82%	26Q2收入+18%，净利润+337%	指引偏正面；毛利率上调至64.5%以上，已纳入越南输美产品20%额外关税影响
Lululemon	FY25：收入+5%，净利润-13%	FY26收入-1%至持平，净利润-7%	26Q1：收入+4%，净利润-38%	26Q2收入-3%~-2%，净利润-27%	指引明显下调；美国/美洲销售承压，中国大陆仍强，毛利受关税、促销和成本压力拖累

资料来源：公司公告，公司业绩会

主线三：关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还



表：全球品牌客户美国/中国（北美/大中华）最新情况、基本面判断

品牌	北美情况	大中华情况	基本面判断
Nike	北美收入48.32亿美元，+3%；北美批发+10%，受关税返还一次性收益带动息税前利润同比+91%，利润率同比+19.2pp（41.4%）。	大中华收入12.97亿美元，报表-12%、不变汇率-17%；库存金额和件数均实现双位数下降，去化效果显著。	仍处修复期。跑步、足球、北美批发相对好，运动生活、大中华、Converse仍弱；管理层预计未来六个月宏观环境难有明显改善。
Adidas	北美收入12.00亿欧元，不变汇率+12%；公司仍保持审慎批发卖入。	大中华收入11.35亿欧元，不变汇率+17%，营业利润弹性突出。	多区域、多品类强增长，DTC +22%、电商+25%、专业运动+29%、服装+31%；对供应链需求较积极。
Puma	美洲不变汇率+6.1%，其中北美+2.3%；受益库存清理，但美国低质量批发仍在收缩。	亚太+7.9%，大中华+9.0%；Speedcat等低帮鞋、DTC和电商拉动。	2026为过渡年，库存去化快于计划但增长质量仍在重塑；短期订单受渠道清理制约。
迅销	北美Q3收入和利润双位数增长；美国同店销售双位数增长，Q3在纽约、芝加哥、波士顿新开6家门店且销售表现强劲。	大中华Q3收入增长、利润双位数增长；中国大陆收入增长、同店转正、电商双位数增长。	迅销全球化扩张仍强，北美/欧洲/东南亚维持高增。
AMER	美洲收入5.49亿美元，+18.1%；批发+DTC均强，全球DTC +44.6%。	大中华收入6.45亿美元，+44.5%，为最大区域；Arc'teryx等高端户外持续强。	组合最强之一：Arc'teryx、Salomon软商品、Wilson Tennis 360均有空间；库存+33%主要匹配扩张。
Asics	北美收入481亿日元，+23.0%（不变汇率+18.8%）；美国关税压毛利，4月北美受批发发货时点影响短期回落。	大中华收入372亿日元，+28.2%（不变汇率+20.0%），利润率29.7%；中国零售销售+20%。	跑步、SportStyle、Onitsuka Tiger均强；高端功能鞋和潮流鞋共同拉动，对鞋类供应链景气较好。
Deckers	FY2026国内收入基本持平；HOKA在美国140美元以上性能路跑/越野鞋维持领先份额。	国际收入+26.8%；HOKA在中国高端市场份额提升。	HOKA/UGG品牌热度强，full-price与pull model健康；FY2027毛利受运费、材料升级和关税压力。
Gap	美国收入30.83亿美元，约+1%；Gap品牌同店+10%，Old Navy +1%，Banana Republic +2%，Athleta -11%。	中国已非核心直接经营市场，其他地区收入占比较低。	美国服装修复但品牌分化：Gap强、Old Navy放缓、Athleta拖累；库存纪律较好，促销和燃油成本仍是风险。
Levi's	Americas +9%（有机+7%），美国+4%；DTC美国+10%，DTC占比52%。	亚洲+13%（有机+12%），DTC亚洲+18%；未单独披露中国。	DTC-first牛仔生活方式转型兑现，Beyond Yoga +23%；价格、低促销和棉价/运费锁定对冲关税。
VF	Q4 Americas +2%，剔除Dickies不变汇率+10%；The North Face +12%，Americas +17%；Vans美洲DTC四年多来首次恢复增长。	APAC Q4基本持平，剔除Dickies不变汇率+1%；未单独披露中国。	转型改善但仍早期：The North Face/Timberland/Altra强，Vans刚见底；库存健康，FY2027会为增长主动补库存。
Victoria's Secret	北美门店收入8.03亿美元，+11.3%；品牌、PINK、Beauty均双位数增长，常规价销售改善。	国际收入2.87亿美元，+44.9%，包含中国合资、加盟和批发；中国合资门店64家。	复苏提速，核心来自bra、PINK、Beauty和减少促销；对内衣/运动内衣类供应链偏正面。
ON	美洲Q1收入4.51亿瑞郎，+3.1%（固定汇率+17.1%），仍为最大市场；美国关税有扰动但全价销售、DTC和批发均保持增长	APAC收入1.74亿瑞郎，+44.4%（固定汇率+61.4%），占比超20%，中国和韩国动能突出	高景气延续；跑步、生活方式、服装共同扩张，全年收入指引维持+23%以上且盈利指引上调，对OEM订单偏正面
Lululemon	北美Q1收入-3%（固定汇率-4%），同店-5%（固定汇率-6%）；北美全价销售环比改善但需求仍弱	中国大陆Q1收入4.78亿美元，+30%（固定汇率+23%），同店+20%（固定汇率+13%），仍是核心增长市场	基本面分化；美国拖累、关税/促销压毛利且全年指引下调，中国仍强，短期对OEM订单偏谨慎但中长期看国际扩张和产品焕新修复

资料来源：公司公告，公司业绩会

一、主要全球品牌客户：终端需求稳健，关税趋稳且部分品牌已收到关税返还

表：全球品牌客户对关税最新表述

品牌	最新关税表述	是否计入指引/量化影响	备注
Nike	FY26Q4确认 IEEPA 关税可回收，带来9pct毛利率提升、EPS收益0.52美元	预计回收 IEEPA 关税9.86亿美元，其中Nike9.65亿美元、Converse 0.21亿美元；已收到现金约3亿美元	“关税退还”受益，短期利润一次性增厚明显
Adidas	FY26Q1毛利率受汇率和美国关税拖累；CEO称可获得美国关税退款	关税+汇率预计拖累2026经营利润约4亿欧元；关税退款约3亿美元，尚未入账	关税仍压利润，但退税有一次性上修空间
PUMA	2026展望未纳入中东冲突及美国最高法院关税裁决潜在影响	2026展望未纳入中东冲突及美国最高法院关税裁决潜在影响	关税不确定性未进指引，经营主线仍是库存清理和渠道重整
Amer Sports	2026指引假设较高 IEEPA 关税在Q2及全年剩余时间继续存在	未预测未来关税退款；CFO称退款影响较小、无明确可见度	高增长可覆盖关税扰动，退税不是核心利润弹性
ASICS	Q1毛利率受美国关税负面影响；潜在退款时点和规模不确定	未将潜在关税退款计入业绩预测	关税压毛利但收入高增抵消，跑步/SportStyle景气更关键
Deckers	库存已包含增量关税影响；FY27不假设关税退款	未纳入已付关税退款；FY27毛利率指引约56.5%	HOKA/UGG需求强，但关税和贸易政策仍是毛利压力项
Gap	Section 122阶段较 IEEPA 有净关税缓释	预计全年约8000万美元/50bp关税缓释，但不计入关税退款收益	将关税缓释作为潜在价格竞争缓冲
Levi's	FY26指引假设中国进口关税30%、其他地区20%；Q1毛利率受关税拖累	已支付约8000万美元 IEEPA 关税；截至Q1未确认退款资产	已通过提价、低促销部分对冲，退税若落地有额外收益
VF	Q4确认一部分“应收关税退款”，带来约5000万美元毛利正贡献	FY27指引假设关税7月底后恢复，预计全年毛利仍有7000万-8000万美元负面影响	退税和重组费用扰动短期利润，可比经营更看Vans修复
Victoria's Secret	FY26Q1毛利率改善，但仍存在关税逆风	未单独量化关税影响或退款	业绩上修主要靠全价销售、少促销、品类改善抵消关税压力
ON	指引已纳入越南输美产品20%增量关税，但不包含潜在退款	仍上调毛利率至64.5%以上，未纳入关税退款	关税影响可控，强全价能力和高毛利结构对冲能力强
Lululemon	FY26指引不包含潜在 IEEPA 关税退款，也不纳入未来未知关税影响	未预测未来关税退款	美国销售偏弱叠加关税/成本压力，短期利润端承压

资料来源：公司公告，公司业绩会

主线三：关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头



二、美国运动鞋服库存：库存压力缓解，批发补货品牌间有所分化

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

表：重点运动服饰品牌美国/北美库存情况

公司名称	北美库存及渠道表述
Nike	北美库存同比实现中个位数增长，尾货及折扣库存结构仍较为健康。渠道端批发业务修复明显，北美批发收入同比增长10%。但直营渠道仍然偏弱，电商及线下门店均出现下滑。公司认为终端需求尚未完全恢复，后续将继续收紧采购、降低未来批发出货量，避免渠道库存再次累积。
Adidas	公司主动增加库存以保障产品可得性，但美国市场仍存在行业性库存偏高和折扣压力；公司将严格控制流向零售伙伴的库存，避免新品过早进入折扣渠道。
lululemon	库存金额增长高于库存量增长，主要受关税和汇率影响；公司已清理季节性库存，预计2026年库存量持平至小幅下降，但北美收入承压，后续关注全价销售和促销改善。
Amer Sports	库存增长基本匹配收入高增长，库存质量可控；Salomon美洲需求提升，公司正拓展跑步专门渠道及Foot Locker、JD、Nordstrom、REI等批发客户，库存更多服务渠道扩张。
Deckers	期末库存同比下降；HOKA/UGG保持较好售罄率和全价销售，HOKA在美国高端公路跑和越野跑市场份额较高，北美库存风险相对较低。
VF Corp	库存同比下降，库存管控改善；Vans美洲DTC动销及新品表现改善，或预示未来批发渠道修复；FY27将选择性增加库存以支持增长。
PUMA	库存同比下降，清库进度快于计划；北美收入增长部分来自库存清理贡献，DTC奥莱表现较强，公司目标年末库存恢复至健康水平，短期仍处清库修复阶段。
Fast Retailing	UNIQLO北美收入和利润保持增长，库存增加主要来自北美等海外业务扩张带来的备货增长，管理层表示库存仍处合理水平。渠道端以直营门店和电商为主，Q3在纽约、芝加哥、波士顿新开6家门店且销售表现强劲，同时公司持续推进新店和自动化仓等增长投资，并强化SKU/单店层面的库存预测与管理，库存风险相对较低

资料来源：公司公告，公司业绩会

三、海外重点品牌库销比：耐克、迅销较健康，阿迪达斯仍偏高

- 海外重点品牌库销比:海外重点品牌整体库存较健康。迅销、Deckers、VF同比下降，耐克、阿迪达斯、PUMA同比增加。其中迅销 Q2由3.61降至3.41，Deckers Q1由3.36降至3.08，库存均健康，VF Q1由4.87降至4.36，压力相对可控；耐克Q2由3.39微升至3.42，仍较健康，阿迪达斯、PUMA Q1分别由5.16/5.66升至5.39/5.84，仍处于偏高水平但同比增幅不大。

图：海外重点品牌库销比

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

四、纺织制造台企表现：Q2较Q1改善，鞋类复苏显著，服装代工持续分化

重点代工台企：

1. 裕元

- 营收：累计前 6 个月综合经营收益净额约39.72亿美元，同比-2.2%。

- 展望：公司短期仍要应对订单与排产波动、人工成本与效率压力；中期继续推进印尼中爪哇厂爬坡、印度新厂建设，并以自动化、数字化与采购在地化提升制造韧性。

2. 儒鸿

- 营收：累计前 6 个月营收约197.07亿元，同比+3.22%。

- 展望：维持全年“审慎乐观”，订单能见度约6个月，每月营收目标维持30亿元以上，新品出货占比约15%~20%。2026年7月7日，公司对“挑战历史高点”的媒体说法明确表示不予评论。

3. 聚阳

- 营收：累计前 6 个月营收约170.63亿元，同比-3.12%。

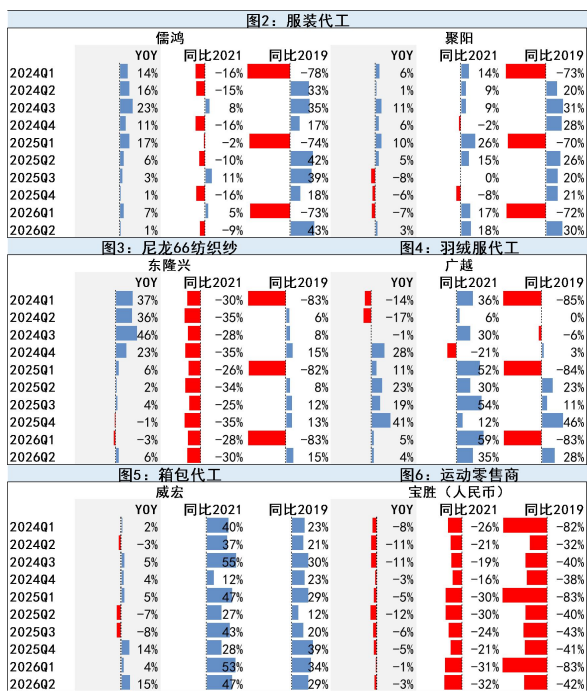
- 展望：公司表示第3季进入传统旺季后，营收可望“月月高”，Q3出货量年增可望达中高个位数，目前订单已看到11月；另外约有1亿元的6月营收因船期递延，预计反映在7月，下半年营收与毛利率都看增。

4. 来亿

- 营收：累计前6个月营收179.01亿元，同比下降14.77%。

- 展望：公司表示，第1季是全年低点，第2季进入旺季、营收季增，下半年优于上半年；运动鞋营收占比已接近90%，HOKA 仍是中长期成长动能，但仍需观察Adidas产品切换、Converse出货恢复与终端消费强度。

图：代工台企季度营收美元口径同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

主线三：关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头



五、原材料价格：回调明显逐步趋稳，OEM企业盈利稳定性有望提升

年初以来，服装、鞋类主要原料价格全面上涨：原油涨16.7%带动涤纶、锦纶长丝涨14%~22%，棉花涨约10%，橡胶涨约30~40%，羊毛涨31.4%，成本压力经由化纤、棉纱、鞋底等环节传导至及各类鞋服，产业链各环节涨价幅度主要取决于公司话语权、转嫁能力、以及原材料库存和订单是否提前锁定。

截至7月2日，Brent原油较5月5日高点回调39.4%，PA66较4月15日高点回调26.8%，PA6较4月10日高点回调20.3%，PET较5月6日高点回调26.0%，锦纶DTY和FDY分别较4月20日高点回调13.5%和13.3%，涤纶DTY和FDY分别较3月19日和3月9日高点回调13.8%和19.7%，内棉较5月14日高点回调1.4%，外棉较5月12日高点回调13.1%。

表：主要原材料及价格变动详情

原材料	今年以来表现	主要传导链条	影响品类
原油	年初至今原油价格整体呈现上涨态势，截至2026年7月2日，增长16.7%至71.57美元/桶，较去年同期同比增长6.6%。	原油→PET/PA6/PA66→涤纶长丝/锦纶长丝	运动服、鞋面、合成鞋材
化纤原料（切片）	年初至今PET/PA6/PA66价格整体呈现上涨态势，截至2026年7月2日，分别上涨15.7%/14.8%/18.0%至7033元/吨、11633元/吨和18367元/吨，较去年同期分别+15.3%/+9.7%/+8.0%。	原油→PET/PA6/PA66→涤纶长丝/锦纶长丝	运动服、鞋面、合成鞋材
涤纶/锦纶长丝	年初至今锦纶DTY/锦纶FDY/涤纶DTY/涤纶FDY价格整体呈现上涨态势，截至2026年7月2日，分别上涨15.1%/14.2%/17.7%/21.9%至15840元/吨、16300元/吨、9319元/吨和8445元/吨，较去年同期分别+6.6%/+5.5%/+9.6%/+14.1%。	原油→PET/PA6/PA66→涤纶长丝/锦纶长丝	运动服、鞋面、合成鞋材
棉花	年初至今内棉、外棉价格均呈现上涨态势，截至2026年7月1日，分别+13.9%/+10.2%至17722元/吨和14298元/吨；相较去年同期分别+16.5%/+0.7%。6月份以来呈现上涨/下跌态势，分别+0.4%/-1.5%，内外棉价差扩大。	棉花→棉纱→针织/梭织面料	各服装类产品
橡胶	年初至今橡胶价格整体呈现上涨态势，截至2026年6月，TSR20/RSS3分别增长29.3%/38.8%至2.25/2.86美元/公斤，较去年同期分别同比增长39.8%/32.4%。	天然橡胶→鞋底材料	各鞋类产品
羊毛	年初至今羊毛价格整体呈现上涨态势，截至2026年6月25日，增长31.4%至13.42美元/公斤，较去年同期同比增长71.2%。	羊毛→高端针织/户外混纺	针织、混纺服装

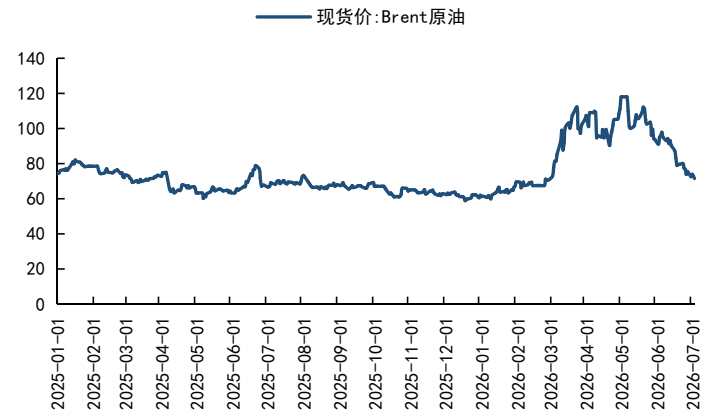
资料来源：Wind

主线三：关税与原材料价格趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

五、原材料价格：回调明显逐步趋稳，OEM企业盈利稳定性有望提升

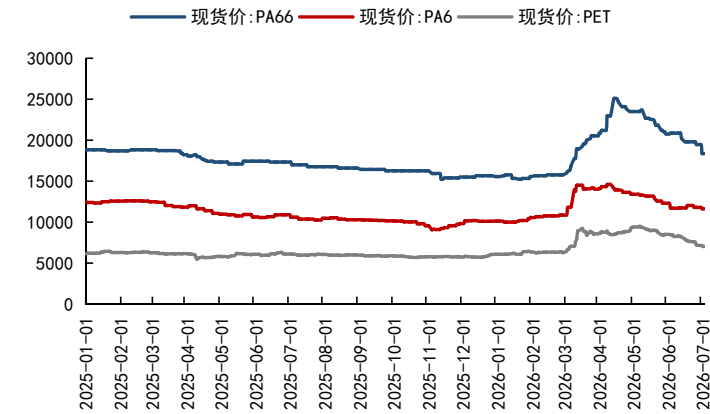


图：布伦特原油价格趋势（美元/桶）



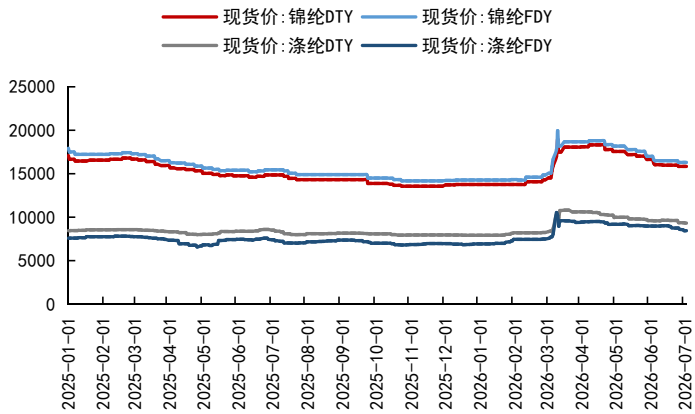
资料来源：Wind

图：化纤原料价格趋势（元/吨）



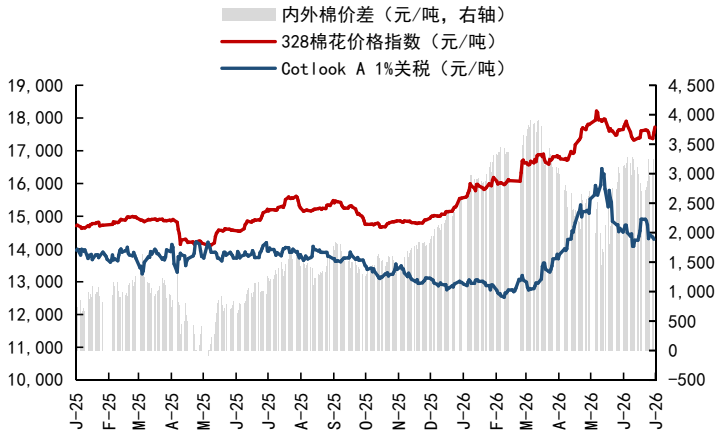
资料来源：Wind

图：涤纶/锦纶长丝价格趋势（元/吨）



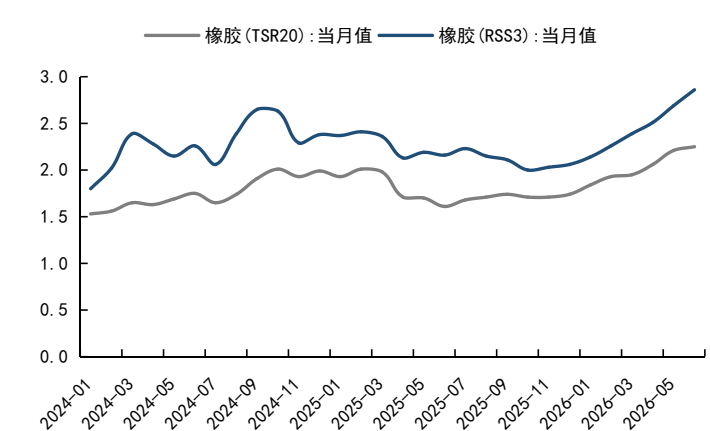
资料来源：Wind

图：内棉、外棉价格趋势（元/吨）



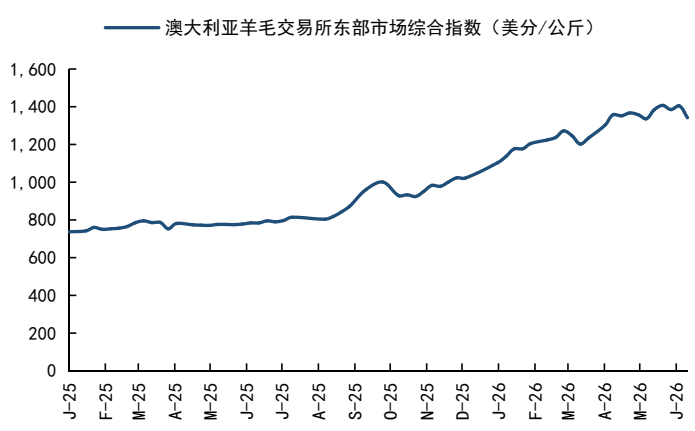
资料来源：Wind

图：橡胶价格趋势（美元/公斤）



资料来源：Wind

图：羊毛价格趋势（美分/公斤）



资料来源：Wind

投资建议：关注三大主线，高端服饰、高股息家纺、优质制造



重点关注三大主线：

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

主线二 睡眠经济驱动家纺消费升级、龙头兼具成长性与高股息：重点推荐**罗莱生活**——大单品逻辑奏效，2025年分红率99%、高股息攻守兼备；推荐**富安娜**——盈利能力优、加盟补库，2025年维持95%以上高分红，2026一季度业绩企稳回升；建议关注**水星家纺**——紧跟大单品趋势、线上布局领先。

主线三 关税与原材料趋稳、优选份额与效率向上的制造龙头：重点推荐**华利集团**——运动鞋制造龙头，新客户放量与产能扩张驱动份额提升、毛利率有望逐季回升；推荐**申洲国际**——针织一体化龙头，成本传导能力强、盈利稳定性突出；推荐**伟星股份**——辅料龙头效率领先、订单与份额稳健提升；推荐**开润股份**——箱包与服装代工双轮驱动，服装代工盈利持续改善；建议关注**晶苑国际**——核心客户优衣库、阿迪达斯业绩表现强劲、人效提升带动盈利改善。

表：重点公司盈利预测

代码	公司名称	净利润			净利润同比增速			PE			分红率	股息率
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026
2020. HK	安踏体育	135. 9	144. 0	163. 5	13. 9%	6. 0%	13. 5%	13. 1	12. 4	10. 9	45%	3. 7%
002832. SZ	比音勒芬	5. 5	6. 5	7. 4	-29. 4%	18. 3%	13. 5%	21. 6	18. 2	16. 0	75%	4. 1%
002780. SZ	三夫户外	0. 5	0. 9	1. 3	352. 4%	75. 5%	38. 7%	37. 8	21. 5	15. 5	15%	0. 7%
3306. HK	江南布衣	8. 9	9. 6	10. 2	5. 2%	7. 3%	6. 5%	9. 7	9. 1	8. 5	73%	8. 1%
002293. SZ	罗莱生活	5. 2	6. 0	6. 5	20. 1%	16. 0%	8. 5%	17. 3	15. 0	13. 8	99%	6. 7%
002327. SZ	富安娜	3. 4	3. 8	4. 3	-38. 0%	13. 1%	13. 7%	15. 5	13. 7	12. 1	95%	6. 9%
300979. SZ	华利集团	32. 1	29. 9	38. 7	-16. 5%	-6. 8%	29. 6%	11. 0	11. 8	9. 1	80%	6. 8%
2313. HK	申洲国际	58. 3	59. 4	67. 3	-6. 7%	1. 9%	13. 4%	9. 6	9. 4	8. 3	59%	6. 3%
002003. SZ	伟星股份	6. 5	6. 8	7. 5	-7. 9%	5. 7%	10. 0%	16. 1	15. 2	13. 8	92%	6. 0%
300577. SZ	开润股份	3. 3	4. 6	5. 0	-13. 1%	37. 5%	10. 1%	11. 8	8. 6	7. 8	30%	3. 5%

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

- 一、宏观经济与消费需求疲软；
- 二、国际政治经济风险；
- 三、汇率与原材料价格大幅波动；
- 四、品牌竞争格局恶化

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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