

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服装

纺织服饰 2026 年中期策略

同步大市-A(维持)

制造端关注龙头盈利及估值修复，品牌端精选经营韧性

2026 年 8 月 5 日

行业研究/行业年度策略

纺织服装板块近一年市场表现



资料来源：常闻，山西证券研究所

首选股票 评级

300979.SZ	华利集团	买入-A
02313.HK	申洲国际	买入-A
00551.HK	裕元集团	买入-A
002003.SZ	伟星股份	买入-A
603889.SH	新澳股份	买入-A
02020.HK	安踏体育	买入-A
01361.HK	361 度	买入-B
002293.SZ	罗莱生活	买入-A

相关报告：

【山证纺织服装】6 月国内社零同比增长 1.0%，剔除汽车后同比增长 3.0%-【山证纺织】6 月社零数据点评 2026.7.15

【山证纺织服装】6 月越南纺服出口增速转正，纺织制造台企公布 6 月营收数据-

【山证纺织】行业周报 2026.7.13

投资要点：

➢ **板块行情回顾：纺服涨幅位列市场中下游，子板块估值水位分化。**2026 年至今（截至 7 月 29 日），SW 纺织服饰板块累计下跌 13.44%，跑输沪深 300 指数 12.80pct（同期沪深 300 下跌 0.64%），位居三十一个申万一级行业的第二十位。分子板块看，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品累计跌幅分别为 14.33%、11.81%、16.61%。截至 2026 年 7 月 29 日，SW 纺织制造 PE-TTM（剔除负值，下同）为 19.24 倍，处于近三年估值水平 46.4%分位，已反映市场对制造端订单、毛利率修复预期偏向悲观；SW 服装家纺 PE-TTM 为 20.04 倍，处于近三年 75.1%分位，估值提升主要集中在家纺龙头、经营稳健的中高端品牌及大众休闲服饰，反应在整体消费复苏节奏不明朗背景下，资金对“经营确定性”的强烈偏好；SW 饰品 PE-TTM 为 16.87 倍，处于近三年 24.8%分位，年内金价冲高回落后估值中枢下移。

➢ **行业基本面回顾：内需延续弱复苏，美国服饰销售增速提升。**国内方面，消费者信心弱修复，纺织服装社零表现领先。2026 年上半年，社会消费品零售总额 24.87 万亿元，同比增长 1.3%；其中除汽车以外的消费品零售额同比增长 2.8%。6 月单月社零同比增长 1.0%，剔除汽车后同比增长 3.0%，国内消费呈现温和修复态势。今年以来，我国消费者信心指数围绕 90 波动，较上年同期小幅修复。分品类看，2026 年上半年，限额以上纺织服装、化妆品、金银珠宝、体育/娱乐用品零售同比增长 6.7%、6.3%、1.9%、-2.4%，服装及化妆品整体表现较好。海外方面，2026 年，美国服装零售销售增速进一步提升，零售商库存处于近五年低位。2026 年 5 月，美国服装店销售额（季调）同比增长 7.08%，反映夏季购物季开局良好、促销与提前返校采购双重拉动。2026 年 1-5 月，美国服装店销售基本呈中高单位数增长，旺季销售动能保持。库存方面，2026 年 5 月美国服装批发商库销比 2.12 个月，略高于上年同期，但处于近五年低位，零售商库销比为 2.11 个月，处于近五年最低水平，中长期补库需求仍存。欧洲方面，受能源成本高位推动通胀回升、消费需求减弱影响，今年欧盟零售销售指数增长动能有所放缓，呈现低个位数增长。

➢ **纺织制造：提示配置估值低位的中游纺织制造龙头，上游原材料制造商业绩确定性强。**2026 年上半年，欧美终端服饰消费保持稳健，美国服饰消费增速提升，印证海外需求仍然具备韧性，同时，美国服装库销比处近五年低位。国际运动服饰品牌库存及销售预期表现分化，下单意愿差异明显。中游纺织制造企业在 2026 年第一季度营收及业绩承压，预计 2026 年第二季度营收降幅收窄，盈利能力环比改善。下半年临时关税税率降至 15%、违法征收关税启动返还、叠加低

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

基数，估值与业绩有望共振修复。提示配置中游纺织制造龙头，推荐伟星股份、裕元集团、申洲国际、华利集团。上游棉纺及毛纺公司受益于原材料价格上涨，接单景气度提升。展望下半年，预计上游纺织制造企业接单增速环比有所放缓，但库存红利持续释放提供业绩支撑，全年维度看，业绩确定性强，且股息率较高。推荐新澳股份，建议关注百隆东方。

➤ **服装家纺：运动服饰迎来政策顺风，关注终端销售稳健的服饰家纺公司。**

2026 年上半年，国内消费者信心小幅恢复，根据中国连锁经营协会对购物中心（含奥莱）会员企业 2026 年上半年经营情况摸底调查，购物中心销售额增速不及客流增速，客单价仍有承压，消费延续“以量补价”式弱复苏。同期，纺织服装社零线上、线下均实现稳健增长，增速在可选消费品类中领先。分品类看，户外运动服饰表现好于大众运动服饰，在维持折扣良性的基础上，2026Q2 运动服饰公司流水环比放缓，但渠道库存保持可控健康状态，估值处于历史低位。（一）运动板块，推荐品牌矩阵丰富、费用管控见效的安踏体育；超品店模型跑通、业绩确定性高的 361 度；建议关注李宁、特步国际。（二）家纺板块，大单品策略不断深化，促进连带率提升及流水稳健增长，推荐罗莱生活，建议关注水星家纺、富安娜。（三）品牌服饰板块，建议积极关注森马服饰、歌力思，公司终端销售稳健，均具备经营端控费逻辑，利润弹性可期。

风险提示：行业竞争加剧的风险；下游品牌客户销售不及预期的风险；产能扩张不及预期的风险；国内消费者信心恢复不及预期。

目录

1. 板块行情回顾：纺服涨幅位列市场中下游，子板块估值水位分化.....	6
2. 行业基本面回顾：内需延续弱复苏，美国服饰消费增速提升.....	8
2.1 国内消费：消费者信心弱修复，纺织服装社零表现领先.....	8
2.2 海外消费：美国终端服饰消费增速提升，零售商库存处于近五年低位.....	9
3. 纺织制造：提示配置估值低位的中游纺织制造龙头，上游原材料制造商业绩确定性强.....	11
3.1 中游纺织制造 2026H1 承压，下半年有望出现盈利拐点.....	11
3.2 棉纺/毛纺龙头受益于原材料价格上涨、品牌下单积极，业绩具备弹性.....	13
3.3 国际运动品牌库存及业绩预期分化.....	15
3.4 投资建议.....	16
4. 品牌服饰：运动服饰迎来政策顺风，关注终端销售稳健的服饰家纺公司.....	17
4.1 运动服饰：26Q2 流水增速如期放缓，库存整体处于健康可控水平.....	17
4.2 服饰家纺：家纺大单品策略延续，关注终端表现稳健的服饰公司.....	19
4.3 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1： 2026 年 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较（截至 7 月 29 日）	6
图 2： 2026 年 SW 纺织服饰各子板块和沪深 300 指数走势（单位：%）（截至 7 月 29 日）	6
图 3： SW 纺织制造板块公司 2026 年涨跌幅（单位：%，截至 7.29 日）	7
图 4： SW 服装家纺板块公司 2026 年涨跌幅（单位：%，截至 7.29 日）	7
图 5： SW 饰品板块公司 2026 年 涨跌幅（单位：%，截至 7.29 日）	
图 6： 港股纺织服饰公司 2026 年涨跌幅（单位：%，截至 7.29 日）	8
图 7： 主要可选品类社零当月增速（单位：%）	9

图 8: 主要可选品类社零累计增速 (单位: %)	9
图 9: 我国线下百货、品牌专卖店业态零售额累计增速 (单位: %)	9
图 10: 我国线上、线下零售业态累计增速 (单位: %)	9
图 11: 美国服装店、鞋店、零售销售额当月同比增速 (单位: %)	10
图 12: 欧元区:零售销售指数:季调:当月同比	10
图 13: 美国:零售库存销售比:服装及服装配饰店:季调	10
图 14: 美国:批发商库存销售比:服装及服装面料:季调	10
图 15: 我国纺织服装月度出口增速 (单位: %)	11
图 16: 越南纺织服装、制鞋月度出口增速	11
图 17: 纺织制造板块公司营收及同比增速	12
图 18: 纺织制造板块公司季度营收及同比增速	12
图 19: 纺织制造板块公司归母净利润及同比增速	12
图 20: 纺织制造板块公司季度归母净利润及同比增速	12
图 21: 纺织制造台企月度营收增速	12
图 22: 棉价走势 (单位: 元/吨)	13
图 23: 澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数(澳分/公斤)	13
图 24: 国际品牌服饰营收指引	15
图 25: “十五五”时期体育发展主要目标	19
图 26: 国家体育产业总产出 (单位: 亿元) 及同比增速	
图 27: 家纺公司季度营收增速	20
图 28: 家纺公司季度归母净利润增速	20
图 29: 家纺公司季度毛利率	20
图 30: 家纺公司季度归母净利率	20

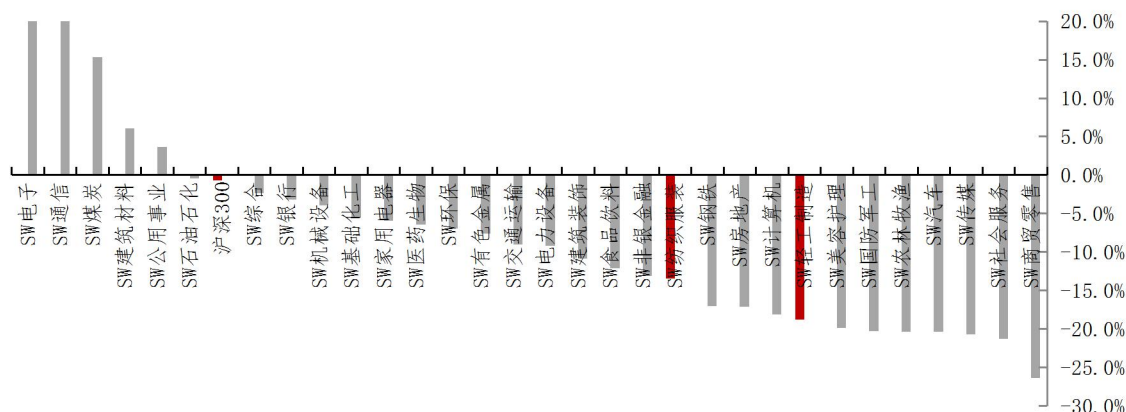
图 31: 森马服饰季度营收及归母净利润增速.....	21
图 32: 森马服饰销售费用率及同比变化（单位：%）	21
图 33: 森马服饰季度销售毛利率.....	21
图 34: 森马服饰存货及同比增速.....	21
图 35: 歌力思季度销售毛利率.....	21
图 36: 歌力思各品牌营收增速（单位：%）	21
图 37: 歌力思各品牌门店数量.....	22
图 38: 歌力思销售费用率（单位：%）	22
表 1: 纺织制造公司季度营收同比增速.....	14
表 2: 纺织制造公司季度归母净利润同比增速.....	14
表 3: 国际品牌近 8 个季度存货周转天数.....	15
表 4: 纺织制造板块相关标的.....	16
表 5: 运动服饰品牌季度流水增速.....	17
表 6: 特步主品牌库销比及零售折扣.....	18
表 7: 服装家纺板块相关标的.....	23

1. 板块行情回顾：纺服涨幅位列市场中下游，子板块估值水位分化

2026 年至今纺织服饰板块显著下跌且大幅跑输沪深 300 指数。2026 年至今（截至 7 月 29 日），SW 纺织服饰板块累计下跌 13.44%，跑输沪深 300 指数 12.80pct（同期沪深 300 下跌 0.64%），位居三十一个申万一级行业的第二十位。分子板块看，SW 纺织制造、SW 服装家纺、SW 饰品累计跌幅分别为 14.33%、11.81%、16.61%。2026 年上半年，板块整体表现主要受制于：中美关税不确定性反复扰动制造端订单预期；金价 3 月见顶后大幅回调，压制饰品消费情绪与 SW 饰品估值；市场资金持续向 AI 硬件、通信、电子等高景气赛道集中。2026 年 7 月起，随着高景气赛道拥挤度提升、中报预期陆续修正，资金开始向低位板块回流，具备“经营稳健+高股息”特征的纺织服饰板块整体估值出现一定修复。

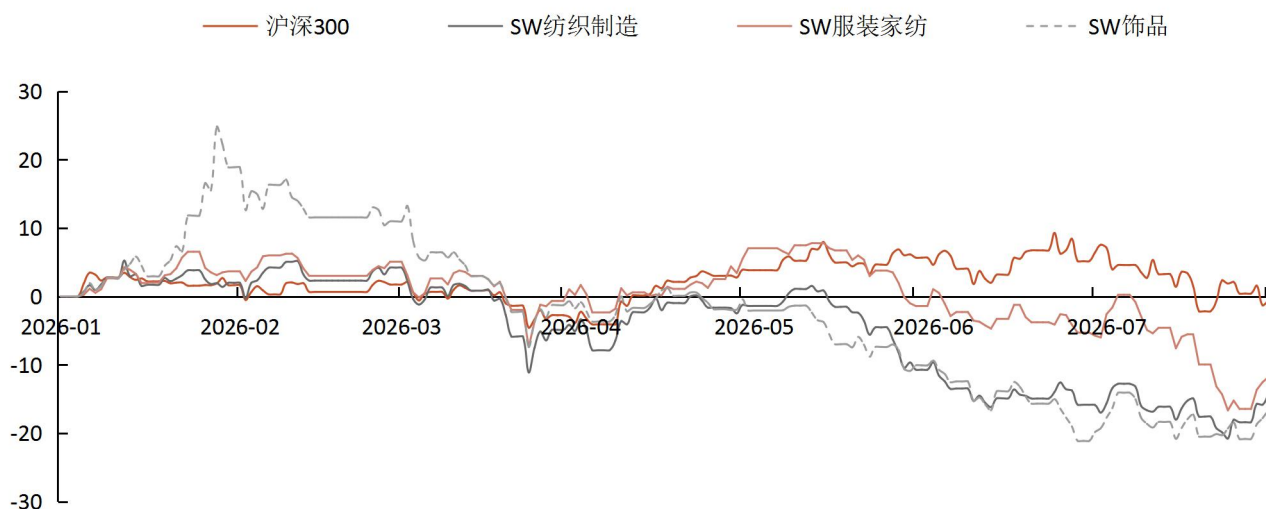
截至 2026 年 7 月 29 日，SW 纺织服饰各子板块估值水位分化明显。SW 纺织制造 PE-TTM（剔除负值，下同）为 19.24 倍，处于近三年估值水平 46.4%分位，已反映市场对制造端订单、毛利率修复预期偏向悲观；SW 服装家纺 PE-TTM 为 20.04 倍，处于近三年 75.1%分位，估值提升主要集中在家纺龙头、经营稳健的中高端品牌及大众休闲服饰，反应在整体消费复苏节奏不明朗背景下，资金对“经营确定性”的强烈偏好；SW 饰品 PE-TTM 为 16.87 倍，处于近三年 24.8%分位，年内金价冲高回落后估值中枢下移。

图 1：2026 年 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较（截至 7 月 29 日）



资料来源：choice，山西证券研究所

图 2：2026 年 SW 纺织服饰各子板块和沪深 300 指数走势（单位：%）（截至 7 月 29 日）



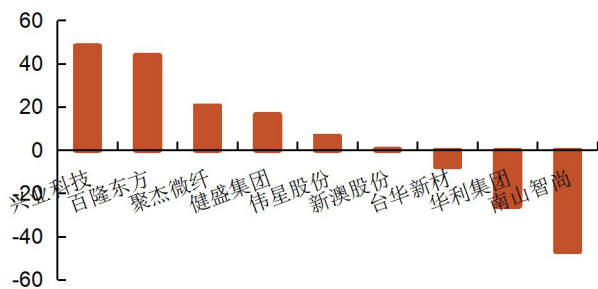
资料来源：choice，山西证券研究所

个股层面看，2026 年（截至 7 月 29 日），SW 纺织制造板块中，兴业科技、百隆东方、聚杰微纤、健盛集团年内涨幅领先，百隆东方主要受益于棉纺纱线景气回升与低价棉花库存红利，兴业科技、聚杰微纤赛道转型驱动估值重估。上游原材料制造商伟星股份、新澳股份年内小幅上涨，订单基本盘稳固、盈利能力韧性较强。中游制造商华利集团受下游品牌客户订单波动、新工厂爬坡拖累毛利率影响，跌幅超过 25%。SW 服装家纺板块中，比音勒芬受益于主品牌年轻化战略落地及户外品类拓展成功，业绩拐点得到验证，叠加 2-3 月管理层连续增持，年内涨幅接近 70%。森马服饰、罗莱生活、海澜之家、雅戈尔等红利股表现稳健。锦泓集团受消费复苏节奏偏弱影响，下跌 15%以上。SW 饰品板块中，周大生凭借加盟渠道调整落地及股息回报吸引，表现稳健。金价 3 月见顶后一口价类饰品消费降温，潮宏基、曼卡龙年内录得不同程度的跌幅。港股纺织服饰板块中，波司登年度业绩超预期，年内涨幅超过 10%；运动服饰公司中仅安踏体育录得小幅上涨；黄金珠宝公司中，金价高位回调后，老铺黄金一口价产品需求有所降温，年内跌幅超过 50%。

图 3：SW 纺织制造板块公司 2026 年涨跌幅（单位：%，截至 7.29 日）

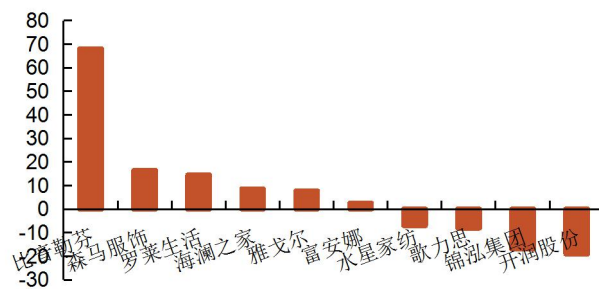
图 4：SW 服装家纺板块公司 2026 年涨跌幅（单位：%，截至 7.29 日）

主要纺织制造公司2026年涨跌幅



资料来源: choice, 山西证券研究所

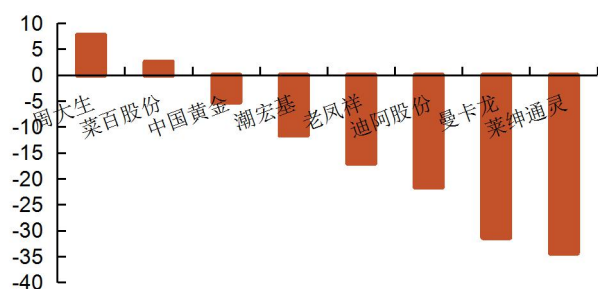
主要服装家纺公司2026年涨跌幅



资料来源: choice, 山西证券研究所

图 5: SW 饰品板块公司 2026 年涨跌幅 (单位: %, 截至 7.29 日)

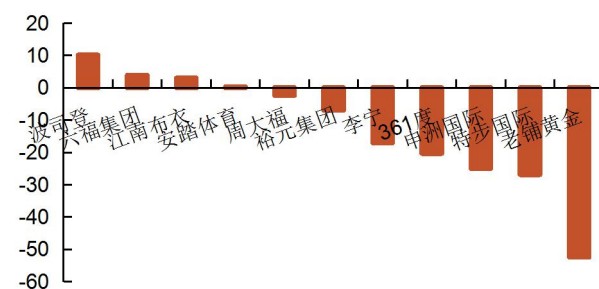
主要饰品公司2026年涨跌幅



资料来源: choice, 山西证券研究所

图 6: 港股纺织服饰公司 2026 年涨跌幅 (单位: %, 截至 7.29 日)

主要港股纺织服饰公司2026年涨跌幅



资料来源: choice, 山西证券研究所

2. 行业基本面回顾：内需延续弱复苏，美国服饰消费增速提升

2.1 国内消费：消费者信心弱修复，纺织服装社零表现领先

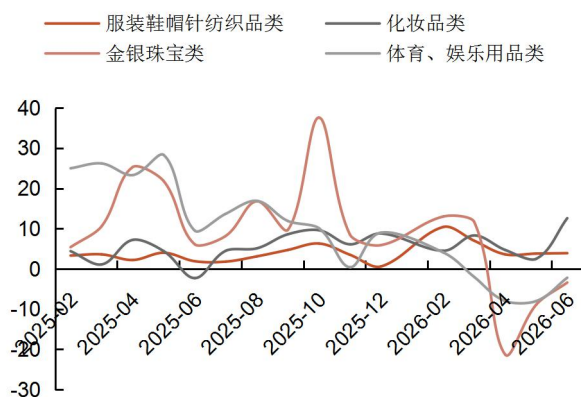
2026 年上半年，社会消费品零售总额 24.87 万亿元，同比增长 1.3%；其中除汽车以外的消费品零售额同比增长 2.8%。6 月单月社零同比增长 1.0%，剔除汽车后同比增长 3.0%，国内消费呈现温和修复态势。今年以来，我国消费者信心指数围绕 90 波动，较上年同期小幅修复。

分品类看，2026 年上半年，限额以上纺织服装、化妆品、金银珠宝、体育/娱乐用品零售同比增长 6.7%、6.3%、1.9%、-2.4%，服装及化妆品整体表现较好。

分渠道看，2026 年上半年，线上渠道表现依旧领先线下，限额以上零售业单位中便利店、超市零售额

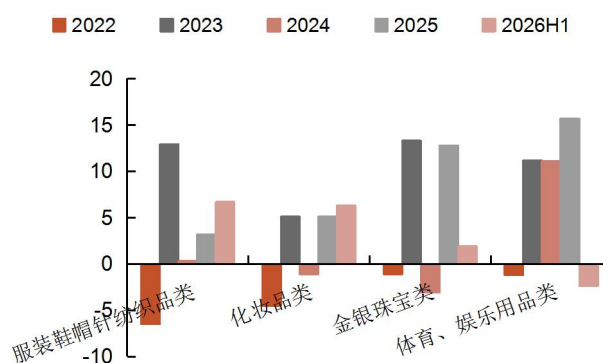
同比分别增长 6.6%、3.8%；专业店、百货店、品牌专卖店零售额分别下降 1.5%、2.1%、8.7%，线下可选消费业态销售承压。2026 年上半年，全国网上商品零售额 6.43 万亿元、同比增长 4.8%，其中吃类、穿类、用类商品分别增长 16.8%、6.2%、1.3%。

图 7：主要可选品类社零当月增速（单位：%）



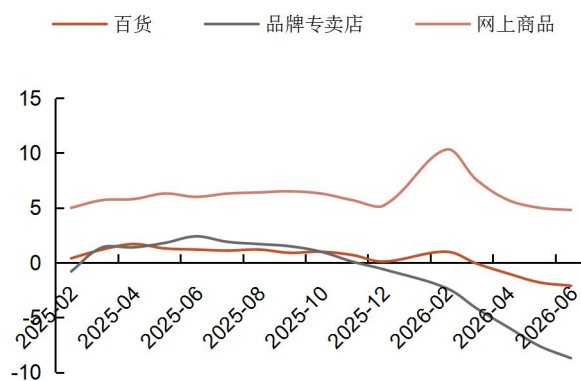
资料来源：choice，国家统计局，山西证券研究所

图 8：主要可选品类社零累计增速（单位：%）



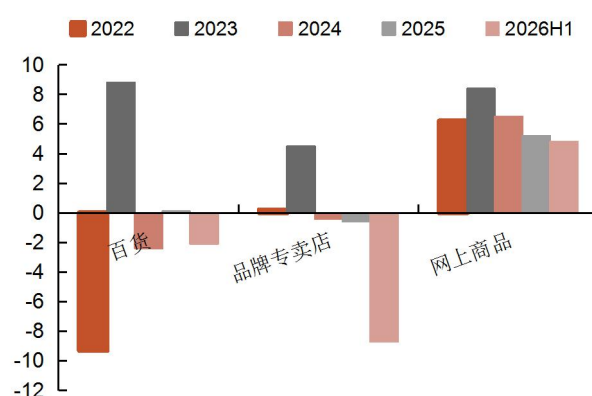
资料来源：choice，国家统计局，山西证券研究所

图 9：我国线下百货、品牌专卖店业态零售额累计增速（单位：%）



资料来源：choice，国家统计局，山西证券研究所

图 10：我国线上、线下零售业态累计增速（单位：%）



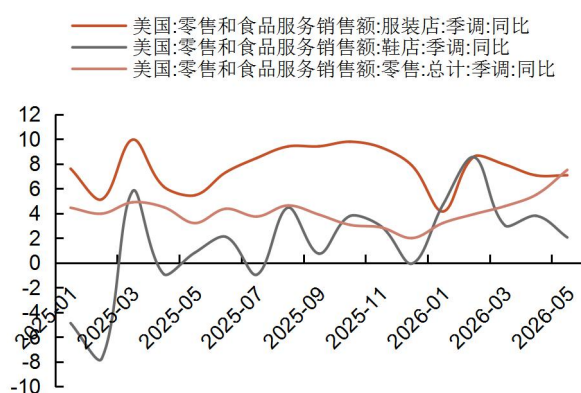
资料来源：choice，国家统计局，山西证券研究所

2.2 海外消费：美国终端服饰消费增速提升，零售商库存处于近五年低位

2026 年，美国服装零售销售增速进一步提升，零售商库存处于近五年低位。2026 年 5 月，美国服装店

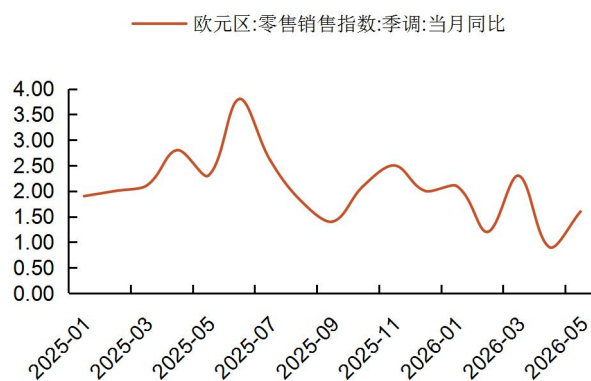
销售额（季调）同比增长 7.08%，反映夏季购物季开局良好、促销与提前返校采购双重拉动。2026 年 1-5 月，美国服装店销售基本呈中高单位数增长，旺季销售动能保持。库存方面，2026 年 5 月美国服装批发商库销比 2.12 个月，略高于上年同期，但处于近五年低位，零售商库销比为 2.11 个月，处于近五年最低水平，中长期补库需求仍存。欧洲方面，受能源成本高位推动通胀回升、消费需求减弱影响，今年欧盟零售销售指数增长动能有所放缓，呈现低个位数增长。

图 11：美国服装店、鞋店、零售销售额当月同比增速（单位：%）



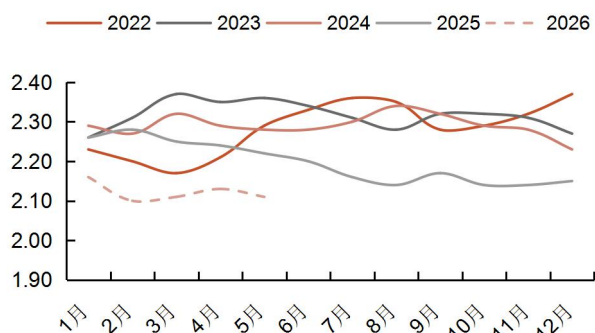
资料来源：choice，美国人口普查局，山西证券研究所

图 12：欧元区零售销售指数：季调：当月同比



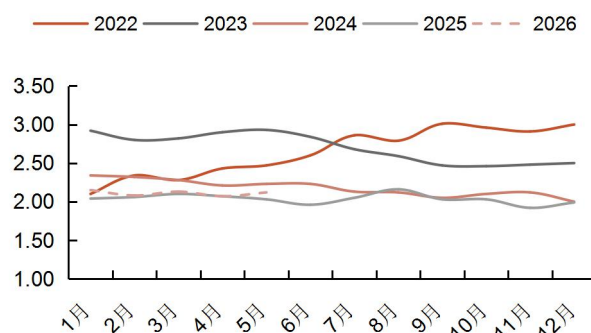
资料来源：choice，欧盟统计局，山西证券研究所

图 13：美国零售库存销售比：服装及服装配饰店：季调



资料来源：choice，美国人口普查局，山西证券研究所

图 14：美国批发商库存销售比：服装及服装面料：季调



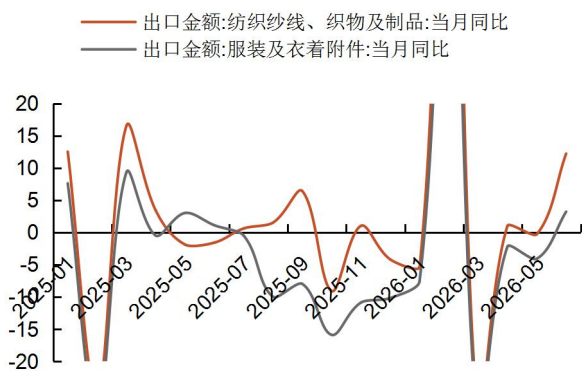
资料来源：choice，美国人口普查局，山西证券研究所

所

所

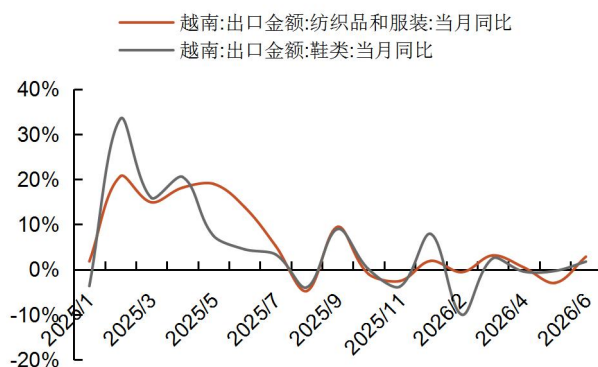
上半年我国纺织服装出口增速保持平稳，6月单月回暖明显，越南出口同步转正。2026年上半年，我国纺织品出口730.01亿美元，同比增长3.5%；服装出口729.58亿美元、同比下降0.7%；越南纺织服装、鞋类出口略有增长，同比分别增长0.9%、0.5%。受中东局势阶段性缓和、海外品牌库存回落、订单需求修复等因素拉动，2026年6月我国及越南出口增速均呈现环比改善，我国纺织品、服装出口同比分别增长12.2%、3.2%，越南纺织服装、鞋类出口单月增速分别为2.8%、1.7%。

图 15：我国纺织服装月度出口增速（单位：%）



资料来源：choice，海关总署，山西证券研究所

图 16：越南纺织服装、制鞋月度出口增速



资料来源：choice，越南统计局，山西证券研究所

3. 纺织制造：提示配置估值低位的中游纺织制造龙头，上游原材料制造商业绩确定性强

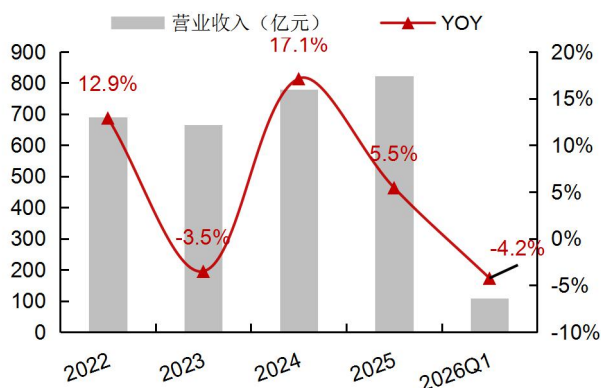
3.1 中游纺织制造 2026H1 承压，下半年有望出现盈利拐点

2026Q1 纺织制造企业营收增速转负，预计 2026Q2 季度环比改善。2026 年第一季度，纺织制造板块¹公司营业收入与归母净利润同比分别下降 4.2%、20.1%。纺织制造企业自 2025 年受到中美关税冲击影响，季度营收增速逐步放缓，品牌谨慎下单趋势延续至今年 1 季度，叠加毛利率下滑、人民币兑美元升值导致汇兑损失，业绩表现不及营收，业绩增速自 2025Q2 季度由正转负，2026Q1 季度业绩降幅进一步扩大。根据纺织制造台企披露的月度营收数据看，2026 年上半年，制衣企业表现好于制鞋，儒鸿营收同比增长 3.22%，聚阳实业营收同比下降 3.12%；丰泰企业、裕元集团（制造业务）、来亿兴业营收同比下降 3.67%、4.70%、

¹ 纺织制造板块包括：华利集团/伟星股份/浙江自然/健盛集团/百隆东方/新澳股份/开润股份

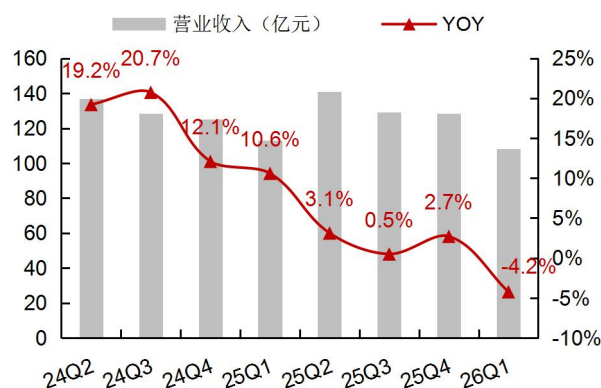
14.77%。分季度看，伴随基数走低，纺织制造台企 2026Q2 季度营收表现环比有所改善。

图 17：纺织制造板块公司营收及同比增速



资料来源：choice，山西证券研究所

图 18：纺织制造板块公司季度营收及同比增速



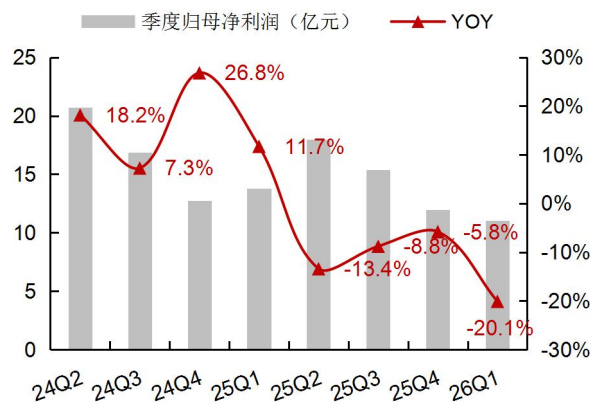
资料来源：choice，山西证券研究所

图 19：纺织制造板块公司归母净利润及同比增速



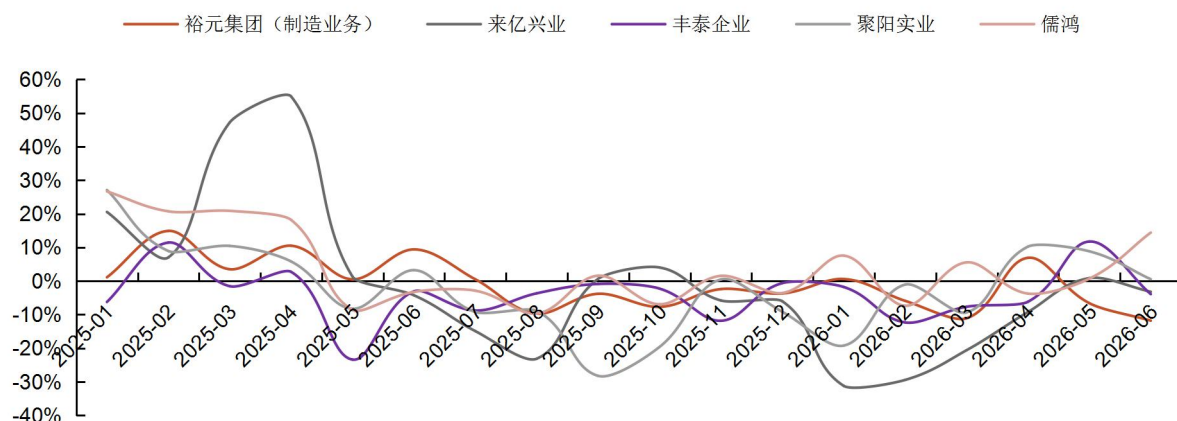
资料来源：choice，山西证券研究所

图 20：纺织制造板块公司季度归母净利润及同比增速



资料来源：choice，山西证券研究所

图 21：纺织制造台企月度营收增速



资料来源：裕元集团官网，来亿兴业官网，丰泰企业官网，聚阳实业官网，儒鸿官网，山西证券研究所

3.2 棉纺/毛纺龙头受益于原材料价格上涨、品牌下单积极，业绩具备弹性

纺织制造上游原材料制造商 2026Q1 营收及业绩表现优异。从公司层面看，上游毛纺、棉纺龙头新澳股份、百隆东方 Q1 业绩表现优异。2026Q1，百隆东方营收及归母净利润同比增长 14.8%、39.8%；新澳股份营收及归母净利润同比增长 16.5%、18.6%。澳毛价格自 2025 年 8 月开启上涨，2026 年 6 月以后有小幅回落，棉花价格自 2026 年初开启上涨，2026 年 5 月后高位回落。原材料价格上涨促进品牌下单，两家公司销量增长明显，产能利用率提升，毛利率改善提供业绩弹性。根据美国 USDA 2026 年 7 月预计，预计 2026/27 年度，棉花产量同比下降 1.2%，需求量同比增长 1.5%，期末库存同比下降 1.7%，库存消费比同比下降 1.0。全球减产、消费增长、库存去化的核心逻辑，一年维度来看，棉价具备明确的上涨基础。2026 年 4 月，澳大利亚羊毛检测局首次对 2026/27 年羊毛产量进行预测，预计同比下降 4.5%，供给端维持极度紧缩。

图 22：棉价走势（单位：元/吨）

图 23：澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数(澳分/公斤)



资料来源: choice, 山西证券研究所



资料来源: Wind, 中国羊毛信息网, 山西证券研究所

表 1: 纺织制造公司季度营收同比增速

公司	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
百隆东方	24.3%	11.4%	2.5%	-5.6%	-13.7%	2.3%	14.4%	14.8%
新澳股份	8.4%	10.5%	4.5%	0.3%	-0.4%	1.9%	19.4%	16.5%
华利集团	20.8%	18.5%	11.9%	12.3%	9.0%	-0.3%	-3.0%	-19.4%
伟星股份	32.2%	19.3%	9.2%	22.3%	-9.2%	0.9%	6.7%	6.2%
浙江自然	12.6%	34.9%	39.4%	30.4%	0.7%	-30.4%	-3.0%	5.7%
健盛集团	1.5%	37.0%	4.4%	2.1%	-1.5%	-5.2%	8.1%	2.8%
开润股份	12.8%	64.4%	47.9%	35.6%	29.5%	8.2%	-3.5%	1.9%

资料来源: choice, 山西证券研究所

表 2: 纺织制造公司季度归母净利润同比增速

公司	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
百隆东方	-19.3%	-35.7%	94.9%	116.0%	42.0%	-11.2%	4369.9%	39.8%
新澳股份	3.4%	7.8%	9.5%	5.4%	-0.4%	2.8%	76.4%	18.6%
华利集团	11.9%	16.1%	9.2%	-3.2%	-16.7%	-20.7%	-22.7%	-49.6%
伟星股份	36.2%	-9.9%	197.5%	28.8%	-20.4%	3.0%	-20.2%	-7.2%
浙江自然	16.4%	372.4%	849.6%	148.3%	-20.1%	-40.6%	-59.8%	-25.3%
健盛集团	-1.8%	27.0%	-11.6%	-26.9%	-2.2%	71.2%	56.0%	51.9%
开润股份	341.1%	57.5%	1198.6%	20.1%	-42.8%	25.6%	-11.6%	15.7%

资料来源: choice, 山西证券研究所

3.3 国际运动品牌库存及业绩预期分化

品牌库存压力较上年同期减轻，部分品牌良性扩库。截至最新财报季度，除 Adidas、Amer Sports、Puma 外，多数品牌存货周转天数同比下降，反应品牌库存压力较上年同期减轻，但库存清理是否完成，各品牌表现分化。其中，VF、UA 处于库存清理收尾阶段。Nike 整体库存回归常态，但在 EMEA 区域及大中华区仍存在库存问题。Lululemon 虽然目前库存尚未严重，但公司因北美区域销售疲软下调全年指引。迅销/Adidas/On/Amer Sports/Deckers 随销售规模扩张，良性扩库，库存质量健康。PUMA 最新季度库存周转天数同比上升，环比持平，公司预计库存去化将在 2026 年末完成。

表 3：国际品牌近 8 个季度存货周转天数

存货周转天数	2024/8/31	2024/11/30	2025/2/28	2025/5/31	2025/8/31	2025/11/30	2026/2/28	2026/5/31
Nike	112.1	104.9	102.2	101.9	103.6	96.7	96.7	101.9
迅销	116.2	109.0	100.6	103.2	112.9	103.4	96.5	98.6
	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31
VF	190.5	158.9	140.6	138.2	208.6	145.7	130.5	124.3
Adidas	147.7	141.0	146.9	153.6	158.4	156.6	162.2	162.3
Puma	152.0	142.2	148.1	167.2	174.5	173.5	182.6	182.7
On	157.8	139.5	153.0	126.4	121.0	126.7	134.8	124.9
Amer	213.5	206.6	180.9	180.4	223.7	209.2	184.1	190.9
UA	150.6	140.3	135.0	127.5	159.9	138.3	134.5	123.7
Asics	147.5	135.4	155.5	129.3	142.6	137.0	162.7	128.3
	2024/7/28	2024/10/27	2025/2/2	2025/5/4	2025/8/3	2025/11/2	2026/2/1	2026/5/3
Lululemon	130.9	146.1	115.3	141.0	139.9	146.2	117.4	134.6
	2024/9/30	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30
Deckers	120.7	85.6	83.1	141.8	113.7	82.8	76.4	131.1

资料来源：Wind，choice，山西证券研究所

各品牌销售展望同样分化。根据各品牌截至最新财报季度发布的业绩指引看，On/Amer Sports 预计 2026 年营收增长超过 20%，Asics/迅销集团预计 2026 年营收增长高双位数，表现相对领先。Deckers 指引 HOKA 品牌营收增长低双位数，Adidas 指引营收增长高单位数，延续恢复态势。VF 预计 FY2027 营收略有增长，Lululemon/UA 预计 2026 年营收同比略有下降，Puma/Nike 预计营收下降低-中单位数。

图 24：国际品牌服饰营收指引



品牌公司	2025A收入-yoy	2026E收入-yoy	口径	2026E指引对应时间
财年12/31结束				
On	35.60%	维持汇率中性下，增长23%的预期（上调报表营收增长16.5%至35.1亿瑞士法郎）	汇率中性	2026.1.1-2026.12.31
Asics	19.50%	增长17.2%（1季度表现强劲，但考虑全球局势前景持续存在不确定性，维持）	报表层面	2026.1.1-2026.12.31
Amer	26.68%	增长20%-22%（功能服饰/户外服饰增长22%-24%），上调	报表层面	2026.1.1-2026.12.31
Adidas	13%	增长高单位数（维持）	汇率中性	2026.1.1-2026.12.31
Puma	-8.10%	下降低至中单位数（维持）	汇率中性	2026.1.1-2026.12.31
Columbia	0.85%	预计2026年收入同比增长1%-3%（维持）；预计26Q2收入同比增长-1%~1%	报表层面	2026.1.1-2026.12.31
财年3/31结束				
Deckers	9.80%	预计HOKA营收同比增长低双位数（维持）；UGG营收同比增长中单位数（维持）	报表层面	2026.4.1-2027.3.31
UA	-3.83%	预计FY2027收入轻微下滑，其中北美下滑低单，EMEA和APAC增长低单（新增）	报表层面	2026.4.1-2027.3.31
VF	1.00%	FY2027汇率中性收入同比增长1%-2%（新增）	报表层面	2026.4.1-2027.3.31
其它				
迅销	9.56%	增长16.7%（上调）	报表层面	2025.9.1-2026.8.31
Lululemon	7.00%	预计2026Q2同比下降2%-3%；预计2026年同比下降0%-1%（下调）	报表层面	2026.2.3-2027.1.31
Nike	0.19%	FY27Q1季度收入预计下降低-中单位数（下调）	报表层面	2026.6.1-2027.5.31

资料来源：各公司最新季度业绩交流会议纪要，山西证券研究所

3.4 投资建议

2026年上半年，欧美终端服饰消费保持稳健，美国服饰消费增速提升，印证海外需求仍然具备韧性，同时，美国服装库销比处近五年低位。国际运动服饰品牌库存及销售预期表现分化，下单意愿差异明显。中游纺织制造企业在2026年第一季度营收及业绩承压，预计2026年第二季度营收降幅收窄，盈利能力环比改善。下半年临时关税税率降至15%、违法征收关税启动返还、叠加低基数，估值与业绩有望共振修复。提示配置中游纺织制造龙头，推荐伟星股份、裕元集团、申洲国际、华利集团。上游棉纺及毛纺公司受益于原材料价格上涨，接单景气度提升，库存红利释放提供业绩弹性。展望下半年，预计上游纺织制造企业接单增速环比有所放缓，但库存红利持续释放提供业绩支撑，全年维度看，业绩确定性强，且股息率较高。推荐新澳股份，建议关注百隆东方。

表 4：纺织制造板块相关标的

证券代码	证券简称	2026/7/29	净利润（亿元）		PE		派息率（2025）	股息率（2026E）
		市值（亿元）	2026E	2027E	2026E	2027E		
0551.HK	裕元集团	224	3.39	3.77	8.4	7.6	70.3%	8.3%
2313.HK	申洲国际	673	60.10	65.84	9.7	8.9	61.3%	6.3%
300979.SZ	华利集团	421	32.6	38.2	12.9	11.0	76.4%	5.9%
002003.SZ	伟星股份	129	6.8	7.8	18.8	16.5	91.9%	4.9%
603889.SH	新澳股份	56	5.9	6.6	9.5	8.4	53.2%	5.6%
603558.SH	健盛集团	44	4.0	4.4	11.0	10.0	49.9%	4.5%
605080.SH	浙江自然	27	2.2	2.5	12.6	10.8	10.4%	0.8%

300577.SZ	开润股份	41	4.0	4.7	10.2	8.7	30.1%	3.0%
601339.SH	百隆东方	121	9.5	10.5	12.7	11.5	91.4%	7.2%

资料来源：choice，山西证券研究所（注：裕元集团/申洲国际市值单位为“亿港元”；港币兑人民币为 0.87；裕元集团净利润单位为“亿美元”；美元兑港币为 7.84；时间截至 2026/7/29 日）

4. 品牌服饰：运动服饰迎来政策顺风，关注终端销售稳健的服饰家纺公司

4.1 运动服饰：26Q2 流水增速如期放缓，库存整体处于健康可控水平

26Q2 行业终端流水环比放缓，安踏体育、361 度增速领先。相较于 2026Q1 行业呈现的流水显著复苏，2026Q2 季度，伴随冬季销售旺季结束、消费者信心改善不及预期，行业流水普遍呈现边际放缓，李宁直营门店流水同比下降低单位数，特步主品牌零售流水同比下降中单位数。安踏体育及 361 度表现相对具备韧性，在上年同期基数不低的情况下，零售流水保持正增长。安踏体育旗下的可隆、迪桑特户外品牌矩阵延续快速增长。分渠道看，预计各品牌线上流水表现好于线下，线下门店聚焦经营质量提升、多品类集合店开拓。

表 5：运动服饰品牌季度流水增速

	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
安踏体育								
安踏	中单正增	高单正增	高单正增	低单正增	低单正增	低单负增	高单正增	低单正增
FILA	低单负增	高单正增	高单正增	中单正增	低单正增	中单正增	10%-20%低段正增	低单正增
所有其他品牌	45%-50%正增	50%-55%正增	65%-70%正增	50%-55%正增	45%-50%正增	35%-40%正增	40%-45%正增	25%-30%正增
李宁								
直营零售	中单负增	低单负增	低单负增	中单负增	中单负增	低单负增	10%-20%低段正增	低单负增
批发经销商	高单负增	中单正增	低单正增	低单正增	高单负增	中单负增	低单正增	中单负增
电子商务	中单正增	10%-20%中段正增	10%-20%低段正增	中单正增	高单正增	持平	高单正增	中单正增
特步国际								
特步主品牌	中单正增	高单正增	中单正增	低单正增	低单正增	持平	低单正增	中单负增

	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
索康尼品牌			40%+正增	20%+正增	20%+正增	30%+正增	20%+正增	低单正增
361 度								
主品牌	10%正增	10%正增	10%-15%正增	10%正增	10%正增	10%正增	10%正增	中高单正增
童装品牌	10%正增	10%-15%正增	10%-15%正增	10%正增	10%正增	10%正增	10%正增	中高单正增
电子商务	20%正增	30%-35%正增	35%-40%正增	20%正增	20%正增	高单正增	中双正增	高单正增

资料来源：安踏体育、李宁、特步国际、361 度 2024Q3 至 2026Q2 季度运营数据公告，山西证券研究所

零售折扣继续磨底，行业库存整体处于健康可控水平。根据特步国际公告的主品牌零售折扣看，自 2025 年开始，终端零售折扣维持 7 至 7.5 折区间，基本符合行业趋势，运动服饰行业竞争相对激烈，零售折扣未显著提升。截至 2026Q2 末，特步主品牌库销比 4.5-5 个月，同环比有所提升，但基本处于可控水平。根据安踏体育、李宁、361 度 2026Q2 业绩交流会议，各公司维持谨慎渠道发货策略，保证渠道库存可控，预计李宁库销比 4 个月，安踏主品牌、FILA 品牌、361 度库销比分别为 5 个月、略低于 5 个月、4.5-5 个月区间。

表 6：特步主品牌库销比及零售折扣

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
特步主品牌						
库销比	4	4-4.5	4-4.5	4.5	4.5	4.5-5
零售折扣	7-7.5	7-7.5	7-7.5	7-7.5	7-7.5	7-7.5

资料来源：特步国际 2025Q1 至 2026Q2 季度运营数据公告，山西证券研究所

“消费+体育”双规划共振，7 万亿产业目标叠加消费扩容纲领，运动服饰赛道的政策底与需求底同步夯实。2026 年 7 月，国务院与国家体育总局密集落地两份“十五五”纲领性文件，从消费端与产业端形成双向共振，为运动服饰行业打开中长期成长空间。《扩大消费“十五五”规划》将“鼓励体育消费”单列为服务消费提质惠民的重点方向，明确“推动赛事经济发展”、“拓展健身运动消费场景”、“积极发展户外运动产业”、“培育壮大冰雪经济”；同时在商品消费端提出“扩大纺织服装消费，支持纺织服装产业向中高端发展”、“加强多功能智能化体育健身器材、冰雪和户外运动装备产品供给”，直接把运动服饰与户外装备纳入商品消费扩容升级的政策抓手。2026 年 7 月 22 日，国家体育总局发布《体育强国建设“十五五”规划》，锚定 2030 年阶段性目标——人均体育场地面积达到 4 平方米左右、经常参加体育锻炼人数比例达到 40%左右、国民体质优良率达到 31.1%、获得世界冠军数量位居前列、体育产业总规模突破 7 万亿元。规划明确支

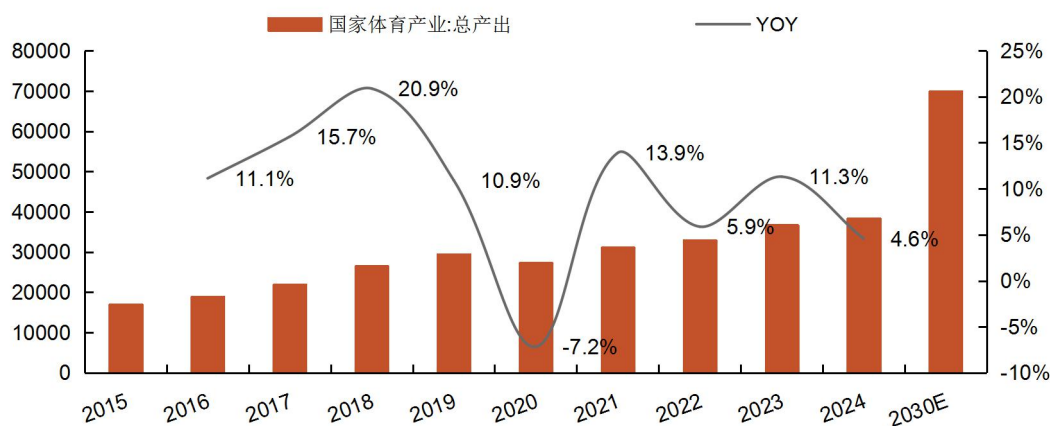
持“体育国货潮品、潮牌”及自主赛事 IP 培育,进一步夯实国货运动品牌的品牌溢价与渠道壁垒。运动服饰赛道兼具政策弹性、消费韧性与国货升级红利,具备穿越周期的中长期配置价值。

图 25: “十五五”时期体育发展主要目标

“十五五”时期体育发展主要指标				
序号	指 标	2025 年	2030 年	属性
1	人均体育场地面积 (平方米)	3.11	4 左右	预期性
2	经常参加体育锻炼人数比例 (%)	38.52	40 左右	预期性
3	国民体质优良率 (%)	30.9	31.1	预期性
4	获得世界冠军数量 (个)	146	位居前列	预期性
5	体育产业总规模 (万亿)	3.84 (2024 年)	>7	预期性

资料来源: 国家体育总局《体育强国建设“十五五”规划》, 山西证券研究所

图 26: 国家体育产业总产出 (单位: 亿元) 及同比增速



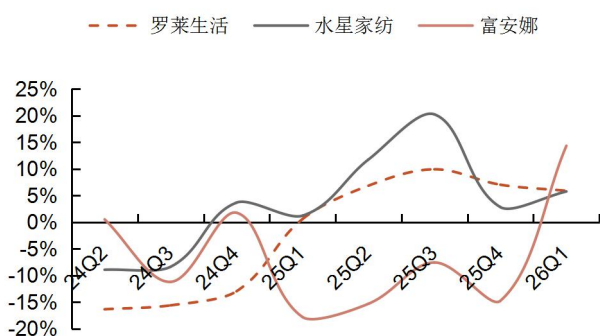
资料来源: choice, 国家统计局, 国家体育总局《体育强国建设“十五五”规划》, 山西证券研究所

4.2 服饰家纺：家纺大单品策略延续，关注终端表现稳健的服饰公司

家纺：“大单品+电商渠道”成为家纺公司共同主线。家纺公司罗莱生活、水星家纺、富安娜 2025 年

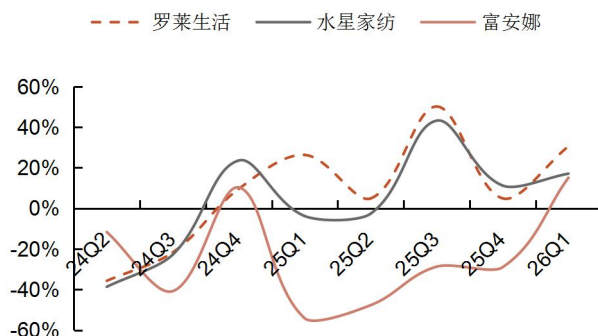
业绩分化，罗莱生活、水星家纺收入稳健增长且毛利率大幅提升，富安娜处于批发商去库存阶段。进入 2026Q1，三家公司业绩均呈现改善，“大单品+电商红利”成为家纺公司共同主线。分品类看，2025 年，枕芯品类是家纺“新黄金赛道”，罗莱生活、水星家纺的枕芯品类营收同比分别增长 14.5%、34.9%；富安娜枕芯品类营收同比下降 5.9%，降幅小于套件、被芯品类。分渠道看，各家公司线上渠道引领增长，2025 年，罗莱生活、水星家纺、富安娜线上渠道营收同比分别增长 26.4%、15.5%、2.4%，表现好于线下门店。

图 27：家纺公司季度营收增速



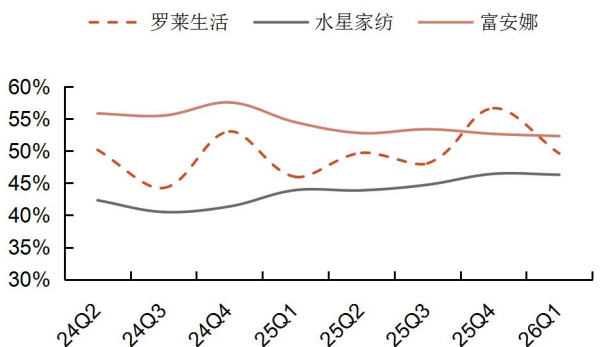
资料来源：choice，山西证券研究所

图 28：家纺公司季度归母净利润增速



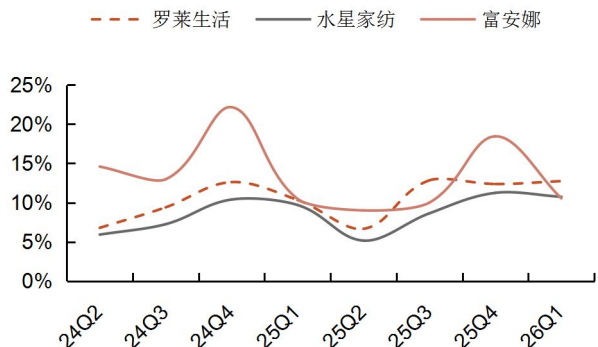
资料来源：choice，山西证券研究所

图 29：家纺公司季度毛利率



资料来源：choice，山西证券研究所

图 30：家纺公司季度归母净利率

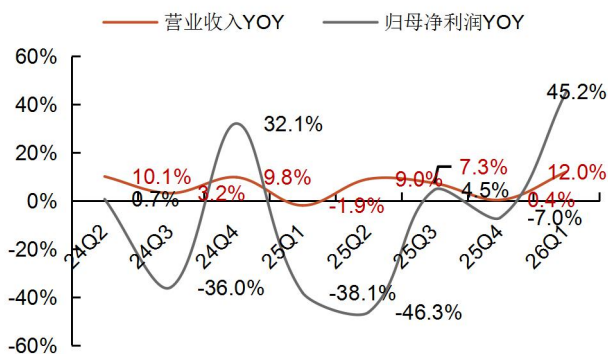


资料来源：choice，山西证券研究所

森马服饰：减值包袱基本消化完毕，费用拐点确认。2023-2025 年，森马服饰营业收入自 136.61 亿元增长至 150.90 亿元，年均复合增速 5.1%，在大众服饰景气度整体承压下实现稳健增长。2026Q1，单季度营业收入同比增速达到 12%。2025 年受到上年冬季货品资产减值、直营门店扩张、线上投流增加影响，业绩触底。进入 2026Q1 季度，公司同步实现“毛利率延续提升、销售费用率同比改善、存货环比继续下降”三

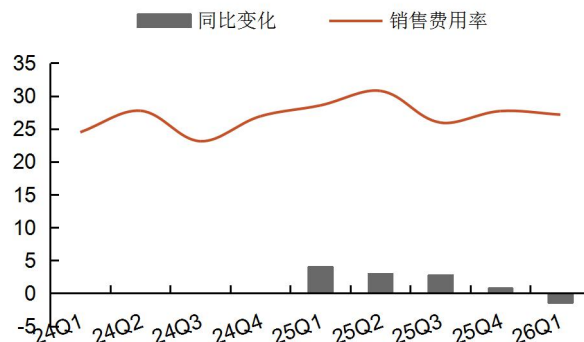
重改善，盈利质量拐点已现。

图 31：森马服饰季度营收及归母净利润增速



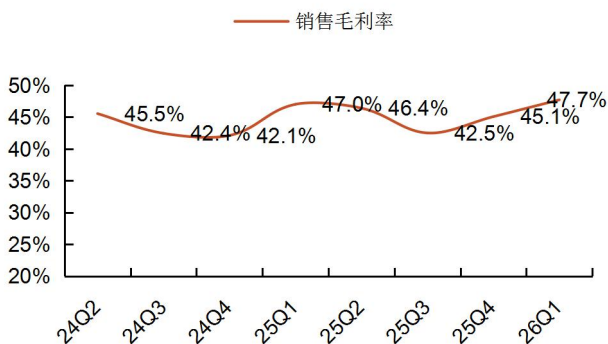
资料来源：choice，山西证券研究所

图 32：森马服饰销售费用率及同比变化（单位：%）



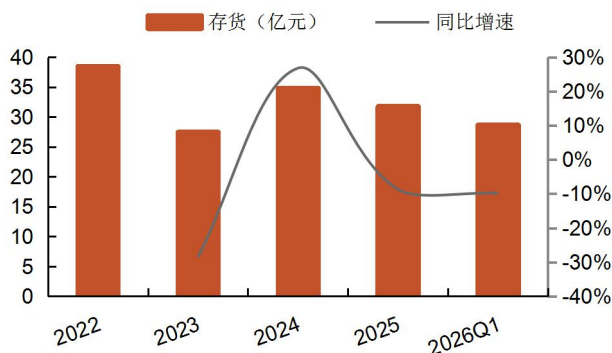
资料来源：choice，山西证券研究所

图 33：森马服饰季度销售毛利率



资料来源：choice，山西证券研究所

图 34：森马服饰存货及同比增速

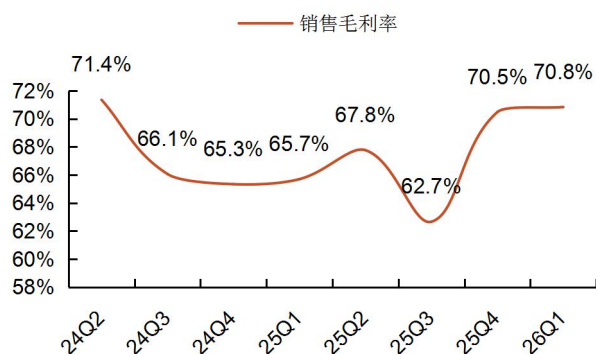


资料来源：choice，山西证券研究所

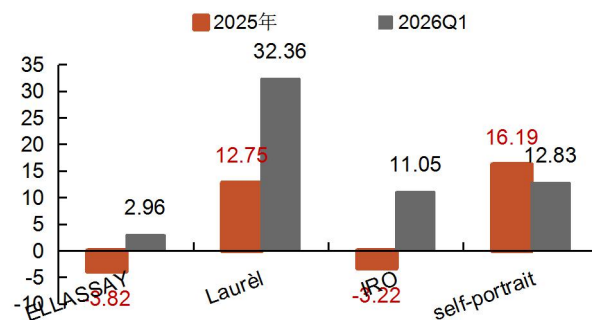
歌力思：主品牌 26Q1 收入增速转正，国际品牌延续快速增长，海外亏损减少及费用管控贡献业绩弹性。收入端，公司旗下三大国际品牌 Laurèl、IRO、self-portrait 在国内市场营收增长优异，2025 年，营收同比增长 12.8%、-3.2%、16.2%；2026Q1，营收同比增长 32.4%、11.1%、12.8%。主品牌歌力思，受到公司主动收紧折扣、提升客户体验影响，2025 年营收小幅下滑 3.8%，但 2026Q1 营收增速转正。盈利端，公司毛利率在 2026Q1 季度回到历史高位，品牌盈利能力修复。业绩端，公司延续“降本年”经营战略，线下门店谨慎扩张，销售费用率有效控制，同时预计 2026 年 IRO 海外业务减亏。

图 35：歌力思季度销售毛利率

图 36：歌力思各品牌营收增速（单位：%）

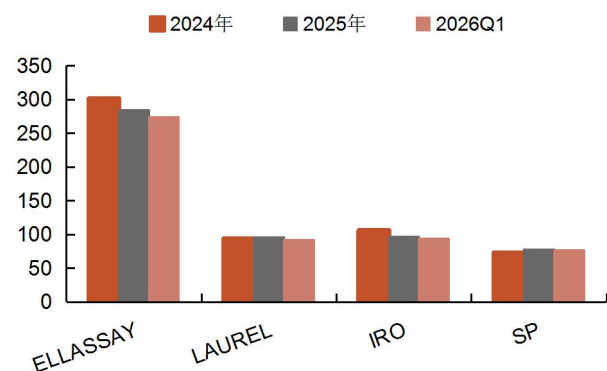


资料来源: choice, 山西证券研究所



资料来源: 歌力思 2025 年及 2026Q1 财报, 山西证券研究所

图 37: 歌力思各品牌门店数量



资料来源: 歌力思 2025 年及 2026Q1 财报, 山西证券研究所

图 38: 歌力思销售费用率 (单位: %)



资料来源: choice, 山西证券研究所

4.3 投资建议

2026 年上半年, 国内消费者信心小幅恢复, 根据中国连锁经营协会对购物中心 (含奥莱) 会员企业 2026 年上半年经营情况摸底调查, 购物中心销售额增速不及客流增速, 客单价仍有承压, 消费延续 “以量补价” 式弱复苏。同期, 纺织服装社零线上、线下均实现稳健增长, 增速在可选消费品类中领先。分品类看, 户外运动服饰表现好于大众运动服饰, 在维持折扣良性的基础上, 2026Q2 运动服饰公司流水环比放缓, 但渠道库存保持可控健康状态, 估值处于历史低位。(一) 运动板块, 推荐品牌矩阵丰富、费用管控见效的安踏体育; 超品店模型跑通、业绩确定性高的 361 度; 建议关注李宁、特步国际。(二) 家纺板块, 大单品策略

不断深化，促进连带率提升及流水稳健增长，推荐罗莱生活，建议关注水星家纺、富安娜。（三）品牌服饰板块，建议积极关注森马服饰、歌力思，公司终端销售稳健，均具备经营端控费逻辑，利润弹性可期。

表 7：服装家纺板块相关标的

证券代码	证券简称	2026/7/29	净利润（亿元）		PE		派息率（2025）	股息率（2026E）
		市值（亿元）	2026E	2027E	2026E	2027E		
002327.SZ	富安娜	54	4.0	4.5	13.6	11.9	95.4%	7.0%
603365.SH	水星家纺	49	4.6	5.1	10.6	9.4	63.6%	6.0%
002293.SZ	罗莱生活	95	6.0	6.8	15.7	13.9	99.5%	6.4%
002563.SZ	森马服饰	166	10.6	11.7	15.7	14.2	90.6%	5.8%
603808.SH	歌力思	28	2.1	2.5	13.1	11.0	40.1%	3.1%
2020.HK	安踏体育	2,228	146.90	157.76	13.1	12.2	45.6%	3.5%
1361.HK	361 度	102	14.68	16.20	6.0	5.5	46.9%	7.8%
2331.HK	李宁	395	28.32	31.80	12.1	10.7	52.3%	4.3%
1368.HK	特步国际	107	12.50	14.05	7.4	6.6	52.6%	7.1%

资料来源：choice，山西证券研究所（注：安踏体育/李宁/361 度/特步国际市值单位为“亿港元”；港币兑人民币为 0.87；时间截至 2026/7/29 日）

5. 风险提示

行业竞争加剧的风险。

若行业竞争加剧，零售折扣加深，将对品牌盈利能力及品牌力带来负面影响。

下游品牌客户销售不及预期的风险。

若下游品牌客户销售不及预期，库存增加，则对纺织制造企业订单带来负面影响。

产能扩张不及预期的风险。

纺织制造企业为满足订单需求，持续加大海外国家多地布局，若产能建设不及预期，或对纺织制造企业订单及市场份额带来负面影响。

国内消费者信心恢复不及预期。

若国内消费者信心恢复持续性较弱，对品牌服饰公司终端销售带来负面影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

