纺织服装三季报总结

把握消费细分景气赛道，重视红利价值重估机会

行业研究 · 行业投资策略

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心观点

2026年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善。1）**品牌零售：**1-9月服装社零累计同比+4.6%，7、8月连续负增长（-1.0%/-0.5%）、9月回正至+1.2%；穿类线上累计+3.8%，与全渠道基本一致。电商端运动户外7-8月深度下滑、9月回正（运动+4%、户外+5%），亚瑟士、阿迪达斯、凯乐石、伯希和、迪卡侬表现领先，休闲服饰与家纺仍承压（9月分别-8%、-18%）；社媒端阿迪达斯四项排名均第一，李宁、优衣库、MIUMIU增粉与互动居前。**2）制造出口：**美国服装终端需求仍有韧性，8月零售同比+4.5%，渠道库存持续去化、已接近尾声；中国纺织服装出口自7月起趋势向好，9月服装/鞋类同比+23.8%/+20.2%，1-9月纺织品/服装/鞋类累计+5.4%/+4.8%/-2.5%，越南9月纺织品/鞋类+4.4%/+7.7%、增速提速；代工台企Q3营收降幅逐季收窄，9月裕元/儒鸿/聚阳/来亿同比+5.6%/+8.3%/+24.1%/+14.0%，儒鸿订单已看到2027年二季度初、Q4优于Q3。**3）原材料与库存：**年初至今内棉/外棉+7.8%/+15.2%，锦纶丝、涤纶长丝涨幅达30%-45%，5月回调后7月以来波动上涨，10月内外棉分化、价差收窄；海外重点品牌库销比整体健康，Q3 耐克、迅销同比上升但仍可控，阿迪达斯、Puma、Deckers、VF 库销比环比下降、同比基本稳定。

三季报总结：高端品牌领跑，代工制造盈利改善，上游制造提价兑现。 2026Q3行业延续“内需弱势企稳、外需有所回暖、板块强分化”的格局。品牌端分化进一步拉大：高端与差异化品牌凭借定价权与渠道质量延续较快增长，比音勒芬、地素时尚保持双位数以上增速，三夫户外在专业户外带动下收入与利润双位数增长，家纺龙头罗莱生活盈利保持较快增长；大众品牌普遍承压，森马服饰增速回落至持平，报喜鸟、水星家纺、富安娜收入与利润同步走弱，海澜之家主品牌与线上渠道保持较快增长，团购下滑与投资收益波动拖累表观业绩。制造端呈现“中游修复、上游提价”两条主线：代工企业收入仍在下滑但降幅连续收窄，盈利拐点初步确立，华利集团毛利率同环比提升、开润股份单季利润恢复正增长；上游材料受益于棉价、羊毛、锦纶等原料价格上行与顺价兑现，伟星股份、新澳股份量价齐升、利润加速，百隆东方量减价增、成本红利释放，台华新材收入增长叠加毛利率修复，扣非利润弹性显著放大。

四季度展望：品牌端结构分化延续，制造端订单及盈利修复在即。 品牌端9月起终端环比改善，国庆黄金周延续修复趋势，Q4品牌预计保持弱复苏、强分化，高端户外、差异化休闲与家纺龙头确定性更强。制造端出口提速、关税落地、客户补库共同推动订单能见度提升，收入端与盈利端共同修复在即，龙头估值处历史低位，具备基本面与估值双升基础。

核心观点

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：品牌服饰把握高端消费韧性及高股息，制造板块关注领先增长与基本面修复标的。

品牌端优选高端运动户外与差异化休闲龙头具备超额增速，业绩确定性较强；制造端优选订单能见度高、盈利修复弹性大的龙头，兼顾估值安全边际；后续跟踪关键节点为双十一流水和排名、10月社零、流水与出口数据。

1）**品牌服饰：**终端边际改善，高端运动户外、差异化休闲及中高端家纺延续相对景气。9月服装社零同比+1.2%、增速转正，1-9月累计+4.6%，9月增速较7-8月的-1.0%/-0.5%明显修复。品牌延续分化趋势，建议把握品牌力、产品创新与渠道质量占优、Q4及明年有能力持续领跑的高端消费标的，重点推荐**安踏体育、比音勒芬、三夫户外**，以及业绩稳健股息率6%以上的**罗莱生活、江南布衣**。

2）**纺织制造：**出口提速验证外需修复，订单拐点与盈利改善共振。9月服装出口+17.8%、纺织纱线出口+25.2%，增速较7-8月显著提升；Q3代工盈利拐点初步确认，上游制造提价顺利，Q4预计延续环比改善趋势。建议关注订单能见度高、产能与客户结构占优的制造龙头，并把握盈利边际改善的修复型标的，重点推荐**伟星股份、新澳股份、华利集团、申洲国际、开润股份**。

核心观点

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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（人民币元）	总市值（亿人民币元）	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E
2020. HK	安踏体育	优于大市	60. 7	1710	4. 86	5. 70	5. 80	12. 48	10. 64	10. 46
002832. SZ	比音勒芬	优于大市	26. 9	154	0. 96	1. 40	1. 78	27. 91	19. 19	15. 13
002780. SZ	三夫户外	优于大市	13. 5	22	0. 32	0. 63	0. 90	41. 69	21. 42	14. 88
002293. SZ	罗莱生活	优于大市	11. 9	99	0. 62	0. 76	0. 84	19. 01	15. 50	14. 16
3306. HK	江南布衣	优于大市	18. 0	97	1. 72	1. 87	2. 00	10. 47	9. 63	8. 99
002003. SZ	伟星股份	优于大市	12. 4	147	0. 54	0. 62	0. 70	22. 78	20. 08	17. 62
603889. SH	新澳股份	优于大市	6. 3	60	0. 66	0. 62	0. 69	9. 57	10. 23	9. 11
300979. SZ	华利集团	优于大市	38. 6	450	2. 75	2. 00	2. 54	14. 03	19. 32	15. 19
2313. HK	申洲国际	优于大市	31. 1	471	3. 88	3. 04	3. 67	8. 01	10. 20	8. 47
300577. SZ	开润股份	优于大市	17. 0	41	1. 38	1. 56	1. 68	12. 31	10. 92	10. 10

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

目录

01 2026年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善

02 三季报总结：高端品牌领跑，代工制造盈利改善，上游制造提价兑现

03 投资建议：品牌服饰把握高端消费韧性及高股息，制造板块关注领先增长与基本面修复标的

04 风险提示

目录

01 2026年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善

2026年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善

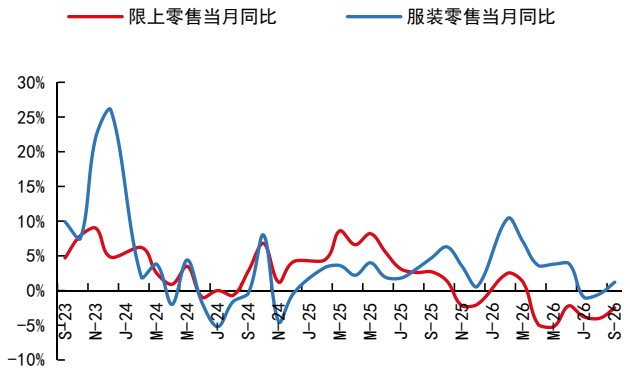
一、服饰品牌零售数据：9月服装社零回正，线上表现与全渠道基本一致

- **7-8月，服装零售连续出现负增长，9月回正，年初至今累计仍好于整体社零。**1-9月服装社零累计同比增长4.6%，单9月同比上升1.2%。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/6月增速微升至3.8%/3.9%；7月出现首次下跌，同比下滑1.0%，8月延续下跌，但有所收窄，同比下滑0.5%。9月表现回暖，同比回正至1.2%。

- **穿类线上零售表现与服装零售整体表现基本一致。**今年1-9月穿类实物商品网上零售累计同比增长3.8%，略低于服装社零累计同比；分月度看，线上销售在前3月保持双位数增长，4月增速弱于服装社零，5月线上增长提速后，6、-9月增速逐月下滑。

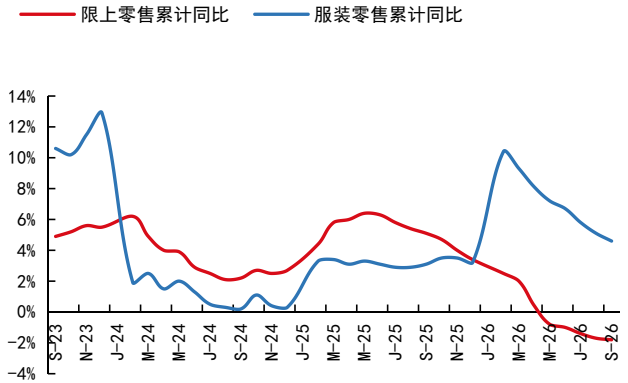
- 9月天猫京东平台服装品类销售额表现较差，女装、男装、童装、运动服和运动鞋分别同比-19.7%、-46.4%、-10.5%、-3.7%、-8.8%。

图：限上整体与服装零售额当月同比



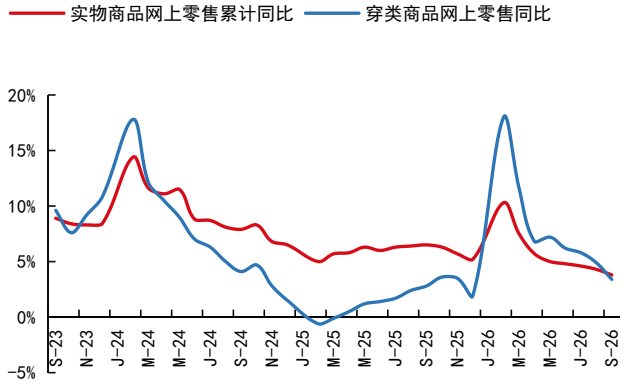
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限上整体与服装零售额累计同比



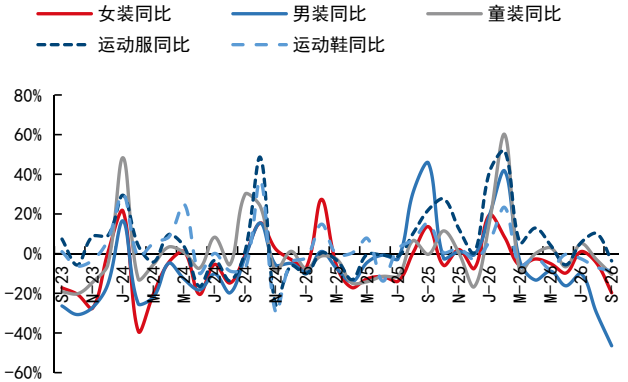
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

二、服饰品牌电商数据：户外表现领先，家纺增速放缓

- **运动服饰：**运动服饰先上升后下降，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%，但7月再次转负至-16%，8月跌幅收窄，同比-9%，9月增速回正至4%。具体品牌而言，亚瑟士1-9月持续增长，且增速均达双位数；威尔胜增速逐月收窄至8月份的2%，但9月份增速提升，重回双位数；阿迪达斯自2月起增速均超双位数。

- **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%，7月再次转负至-14%，8月跌幅收窄，同比-10%，9月增速回正至5%。具体品牌而言，凯乐石除5月个位数增长外，其余月份持续高增（+26%至+131%）；三夫X除3月外，各月份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，7月均同比转负，但9月均已回正，且伯希和、迪卡侬9月增速均大于40%。

- **休闲服饰：**休闲服饰表现较弱，3月同比-18%且4-9月持续负增长，9月仍为-8%。具体品牌而言，比音勒芬持续高速增长（+101%至+453%）；利郎、江南布衣1-8月表现优异，但9月均同比转负；优衣库2月起增速均超13%；地素1-7月均保持同比正增长，8-9月均同比双位数下跌。

- **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、7月同比跌幅均超20%，9月为-18%。具体品牌而言，亚朵星球表现亮眼，1-9月均保持两位数增长；水星家纺较为承压，1-8月持续负增长，但近期有恢复势头，9月同比双位数增长；罗莱家纺表现波动，3、4月下滑明显，但5月增速转正，6月双位数增长，7月下滑超20%，8月增速达30%，但9月再次双位数下跌。

- **个护：**个护整体平稳偏弱，各月增速在-8%至+4%之间波动。具体品牌而言，七度空间、维达1-9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、7月表现不佳，均双位数下滑，8月表现回暖，双位数增长，但9月再次下滑3%。

图：2026年月度天猫、京东、抖音重点品牌销售额及同比情况

销售额（百万元）	26M3	26M4	26M5	26M6	26M7	26M8	26M9
运动服饰	10,056	9,190	14,424	10,853	7,455	9,084	5,852
品牌							
耐克	1,024	807	1,259	821	550	653	583
阿迪达斯	1,128	924	1,556	1,252	620	1,053	1,046
斐乐	933	675	1,455	1,030	430	536	633
李宁	939	664	1,044	838	575	848	726
安踏	686	573	1,065	877	488	586	604
露露乐蒙	604	330	549	331	159	295	467
特步	285	255	391	291	251	286	292
361°	205	200	236	181	175	160	152
鸿星尔克	159	181	216	167	154	137	124
乔丹体育	101	138	180	145	104	115	154
亚瑟士	214	223	474	219	133	227	238
斯凯奇	191	158	256	174	119	153	184
新百伦	138	130	301	183	66	129	152
彪马	155	119	185	181	80	130	109
迪桑特	157	201	321	229	134	132	166
索康尼	28	35	64	45	31	39	43
威尔胜	26	27	45	38	35	30	32
户外服饰	3,600	3,916	5,482	4,137	2,832	2,808	3,935
品牌							
骆驼	696	550	644	463	334	457	972
凯乐石	290	262	251	206	191	255	432
蕉下	284	526	676	751	413	281	251
伯希和	236	215	222	205	101	164	362
北面	122	109	234	160	50	86	142
可隆	194	155	198	167	94	126	185
始祖鸟	217	151	252	206	110	162	222
哥伦比亚	50	53	72	60	30	51	79
迪卡侬	152	318	255	220	149	160	195
三夫X	15	20	29	30	12	15	23
萨洛蒙	98	94	142	103	57	88	107
休闲服饰	28,492	34,851	42,543	37,297	31,887	31,948	35,497
品牌							
优衣库	449	490	633	420	252	328	448
波司登	404	178	152	216	180	407	345
鸭鸭	394	175	1	28	57	263	257
雪中飞	158	78	50	33	61	103	162
海澜之家	226	246	366	513	161	182	213
太平鸟	150	141	127	102	85	101	132
森马	57	75	98	63	57	51	52
地素	42	64	85	70	55	29	45
维尼熊	117	122	139	112	81	127	175
江南布衣	99	121	115	136	119	138	136
歌力思	15	35	43	41	31	35	19
比音勒芬	34	74	127	117	56	81	143
利郎	84	125	106	71	45	62	111
哈吉斯	42	48	76	46	17	25	39
家纺	7,696	8,578	10,917	8,482	7,084	8,877	8,160
品牌							
亚朵星球	292	389	674	515	372	538	458
水星家纺	139	199	224	165	117	162	207
洁丽雅	112	132	190	154	165	187	158
罗莱家纺	106	104	178	172	71	133	127
富安娜	91	94	93	75	52	65	70
南极人	38	46	64	43	62	141	58
个护	4,595	4,190	5,473	4,550	3,821	4,446	2,761
品牌							
全棉时代	237	233	386	261	165	230	244
奈丝公主	47	39	55	50	39	44	42
维达	539	492	614	594	404	506	584
洁柔	248	242	306	283	222	261	267
清风	198	227	264	237	164	199	222
高洁丝	106	74	109	85	70	79	85
护舒宝	171	116	235	145	108	137	124
苏菲	96	63	93	93	62	75	90
自由点	80	72	136	105	69	79	79
淘淘氧棉	107	91	121	95	68	72	79
七度空间	89	68	97	66	57	70	70

销售额同比	26M3	26M4	26M5	26M6	26M7	26M8	26M9
运动服饰	8%	4%	-3%	6%	-16%	-9%	4%
品牌							
耐克	2%	-5%	-12%	-14%	-23%	-26%	-30%
阿迪达斯	53%	35%	28%	56%	22%	23%	34%
斐乐	41%	18%	9%	28%	-19%	-16%	11%
李宁	25%	-1%	11%	14%	-12%	7%	5%
安踏	23%	6%	13%	42%	0%	1%	12%
露露乐蒙	46%	7%	-1%	-14%	-28%	-6%	1%
特步	0%	3%	11%	1%	5%	11%	35%
361°	-2%	-12%	-13%	-17%	-12%	-21%	-17%
鸿星尔克	-29%	-21%	-17%	-13%	-26%	-20%	-19%
乔丹体育	-44%	-20%	-27%	-15%	-28%	-25%	22%
亚瑟士	14%	14%	42%	12%	18%	21%	36%
斯凯奇	20%	-3%	-5%	-13%	-3%	8%	23%
新百伦	-12%	-6%	19%	1%	-38%	-22%	-17%
彪马	17%	4%	-10%	18%	-25%	-9%	-3%
迪桑特	-3%	41%	19%	27%	16%	3%	47%
索康尼	-24%	-10%	-43%	-45%	-46%	-46%	-12%
威尔胜	121%	95%	68%	38%	11%	2%	19%
户外服饰	-2%	2%	-8%	8%	-14%	-10%	5%
品牌							
骆驼	48%	51%	36%	6%	-26%	-4%	2%
凯乐石	34%	56%	9%	32%	36%	65%	131%
蕉下	-2%	23%	34%	50%	13%	57%	61%
伯希和	24%	60%	28%	63%	-4%	22%	56%
北面	-13%	13%	16%	42%	-47%	-15%	17%
可隆	50%	68%	20%	103%	50%	39%	74%
始祖鸟	23%	10%	34%	58%	-26%	-3%	32%
哥伦比亚	-26%	22%	15%	19%	-3%	42%	46%
迪卡侬	11%	134%	9%	8%	0%	13%	45%
三夫X	7%	91%	71%	178%	51%	23%	74%
萨洛蒙	58%	81%	56%	50%	17%	14%	30%
休闲服饰	-18%	-13%	-9%	-8%	-9%	-8%	-8%
品牌							
优衣库	46%	25%	76%	19%	40%	44%	13%
波司登	54%	57%	-14%	18%	0%	75%	5%
鸭鸭	153%	878%	-99%	28%	-37%	34%	-31%
雪中飞	54%	133%	-4%	24%	-33%	8%	-27%
海澜之家	27%	1%	-1%	19%	-12%	9%	8%
太平鸟	18%	32%	11%	16%	5%	-1%	-18%
森马	-16%	-17%	-32%	-22%	-21%	-27%	-61%
地素	8%	32%	27%	11%	11%	-40%	-22%
维尼熊	0%	16%	-23%	-16%	-19%	3%	-14%
江南布衣	55%	72%	25%	14%	33%	2%	-13%
歌力思	-32%	34%	-6%	-11%	-17%	-7%	-35%
比音勒芬	103%	452%	164%	352%	179%	274%	432%
利郎	58%	70%	43%	83%	61%	56%	-5%
哈吉斯	-26%	26%	-32%	-6%	-38%	-40%	-13%
家纺	-26%	-22%	-26%	-9%	-27%	-11%	-18%
品牌							
亚朵星球	46%	64%	85%	107%	76%	114%	79%
水星家纺	-24%	-4%	-22%	-22%	-30%	-10%	14%
洁丽雅	-25%	-25%	-8%	-18%	-26%	-11%	-9%
罗莱家纺	-25%	-18%	1%	17%	-21%	30%	-12%
富安娜	17%	21%	-29%	-10%	-28%	7%	17%
南极人	-48%	-45%	-54%	-44%	-21%	72%	-17%
个护	0%	-5%	-1%	1%	2%	1%	-8%
品牌							
全棉时代	14%	21%	12%	-11%	-12%	10%	-3%
奈丝公主	-20%	-18%	-4%	-7%	-2%	-2%	-15%
维达	16%	12%	7%	16%	10%	7%	3%
洁柔	4%	10%	15%	13%	21%	11%	-4%
清风	0%	8%	3%	3%	-7%	-7%	-10%
高洁丝	-25%	-37%	8%	2%	8%	7%	-1%
护舒宝	7%	2%	24%	4%	17%	21%	-10%
苏菲	-6%	-24%	-30%	-18%	-17%	-24%	-24%
自由点	-5%	-4%	6%	33%	4%	-12%	-6%
淘淘氧棉	20%	51%	28%	53%	13%	-8%	-3%
七度空间	7%	51%	62%	24%	23%	25%	1%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

2026年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善

三、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11.25万的新增粉丝遥遥领先，李宁（6.31万）和耐克（5.67万）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9.91万的新增粉丝位居第一，MIUMIU（4.85万）和地素（2.28万）同样增长较快；母婴个护赛道Babycare以5.22万的新增粉丝领先，自由点（2.19万）和淘淘氧棉（0.65万）分列其后。

- **粉丝增速：**运动户外赛道阿迪达斯以103.4%的增速高居榜首，李宁（40.3%）和昂跑（37.6%）分列二三位；休闲时尚赛道地素以29.2%的增速领先，MIUMIU（22.1%）和比音勒芬（19.9%）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59.6%的增速大幅领先，淘淘氧棉（30.2%）和Babycare（19.5%）分列其后。

- **互动增量：**运动户外赛道阿迪达斯以100.60万的赞藏增量领先，李宁（60.84万）和PUMA（46.22万）分列二三位；休闲时尚赛道优衣库以91.20万的赞藏增量位居第一，MIUMIU（58.88万）和地素（46.39万）紧随其后；母婴个护赛道全棉时代以40.06万的赞藏增量领先，自由点（39.50万）和Babycare（16.88万）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344.7%的增速位居第一；萨洛蒙（83.7%）和MAIA（83.0%）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；休闲时尚赛道地素以121.6%的增速领先，MIUMIU（87.8%）和优衣库（46.2%）同样增速较快；母婴个护赛道自由点以258.6%的增速遥遥领先，淘淘氧棉（44.4%）和护舒宝（37.1%）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1-9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	3.23	15.5%	29.76	18.1%
	FILA	3.71	22.3%	45.31	35.0%
	迪桑特	4.05	35.6%	35.16	79.1%
	可隆	1.27	19.5%	11.61	31.5%
	始祖鸟	0.32	1.2%	1.95	2.0%
	萨洛蒙	1.49	10.3%	20.63	83.7%
	MAIA	2.46	11.4%	32.25	83.0%
	李宁	6.31	40.3%	60.84	57.2%
	特步	3.75	26.4%	27.99	31.6%
	索康尼	2.08	30.6%	11.89	68.0%
	361度	0.16	1.8%	5.47	7.7%
	耐克	5.67	22.4%	36.44	36.6%
	阿迪达斯	11.25	103.4%	100.60	344.7%
	Puma	2.67	24.0%	46.22	77.6%
	lululemon	4.85	18.8%	27.60	56.1%
	New Balance	0.80	9.6%	14.11	50.1%
	昂跑	2.42	37.6%	20.86	60.5%
	HOKA	0.87	20.9%	10.10	46.2%
	牧高笛	0.06	0.4%	0.35	2.5%
	KEEP	0.92	6.8%	27.29	26.3%
	伯希和	1.60	28.8%	18.13	44.8%
	凯乐石	1.24	13.1%	6.25	18.3%
休闲时尚					
	MIUMIU	4.85	22.1%	58.88	87.8%
	self-portrait	0.65	4.9%	21.72	31.0%
	ICICLE之禾	0.36	2.1%	5.46	40.1%
	JNBY	0.57	3.9%	2.55	5.1%
	歌力思	0.44	6.0%	5.00	11.7%
	地素	2.28	29.2%	46.39	121.6%
	海澜之家	0.43	7.0%	8.02	27.8%
	比音勒芬	1.10	19.9%	17.27	31.6%
	哈吉斯	0.47	17.6%	5.93	45.5%
	优衣库	9.91	16.1%	91.20	46.2%
母婴个护					
	Babycare	5.22	19.5%	16.88	23.7%
	全棉时代	0.57	2.1%	40.06	31.4%
	护舒宝	0.21	1.2%	9.39	37.1%
	高洁丝	0.25	5.4%	7.09	18.5%
	淘淘氧棉	0.65	30.2%	9.82	44.4%
	奈丝公主	0.35	10.0%	6.59	28.8%
	自由点	2.19	59.6%	39.50	258.6%
	洁婷	-0.02	-2.0%	0.07	1.4%
	BeBeBus	0.17	3.4%	2.54	23.8%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

四、纺织制造行业数据：美国服装去库接近尾声，7月以来东南亚和中国纺织出口数据逐步向好

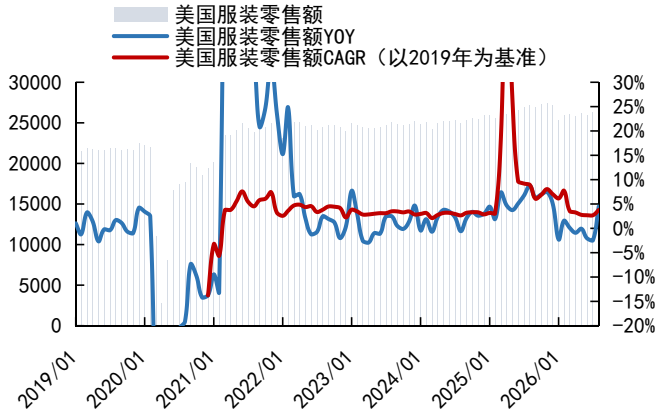
美国服装消费延续韧性，渠道去库接近尾声

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1-8月累计同比增长约-0.2%，略有下滑，但8月单月同比增长约4.5%，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7月零售库存同比下降8.2%，8月批发库存同比下降0.1%。

根据美国服装店零售金额与美国进口鞋服金额同比数据显示，2026年以来服装零售同比稳定在+4%至+9%，而服装进口同比多数月份仍为负，仅在5月和8月小幅转正，渠道库存仍在被净消耗。但进口同比已从2025年10月-19%的低点明显修复，表明美国服装渠道仍处于去库阶段，但已接近尾声。

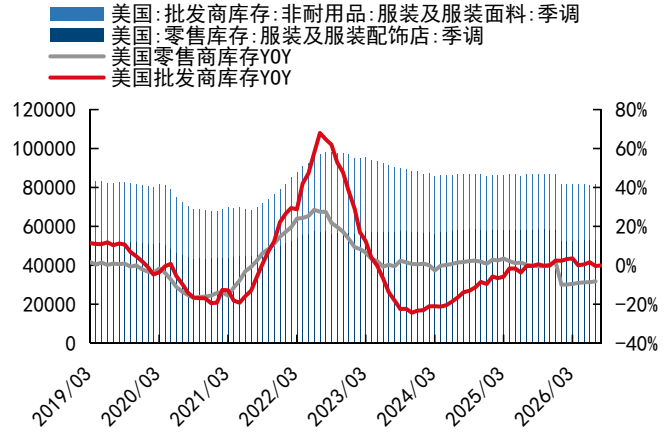
整体看，美国终端需求仍具韧性，渠道库存持续消化，但进口端尚未全面转向补库。

图：美国服装零售金额及增长 （百万美元，季调）



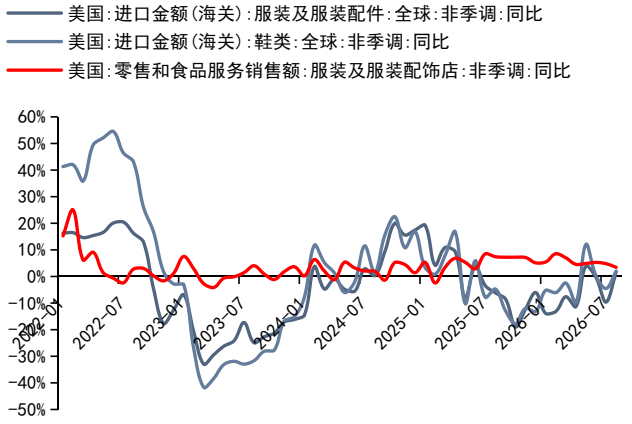
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库存（百万美元，季调）



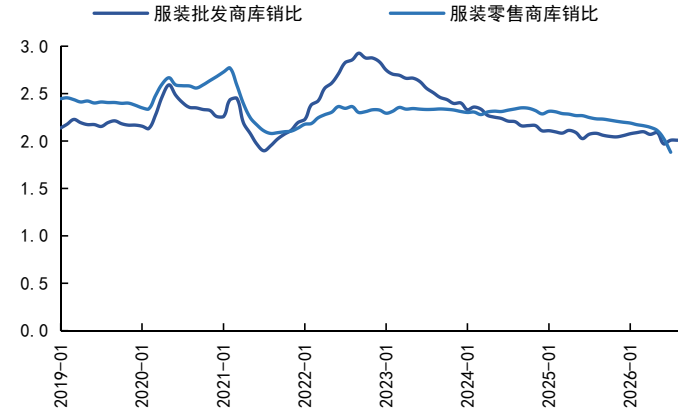
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国进口鞋服与服装零售同比（%，非季调）



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

四、纺织制造行业数据：美国服装去库接近尾声，7月以来东南亚和中国纺织出口数据逐步向好

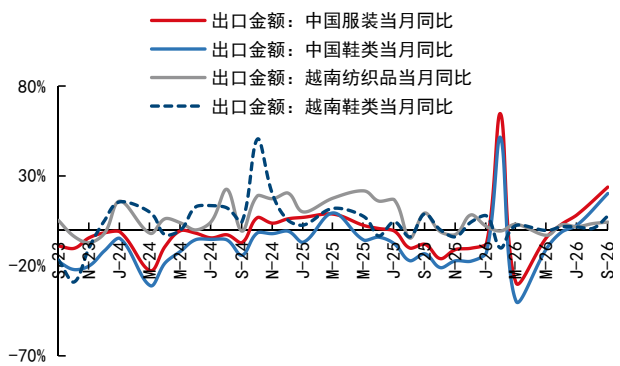
- **出口：受高基数、关税、地缘冲突、原材料价格上涨等因素影响，客户下单谨慎，东南亚和中国纺织出口数据放缓，但7月起有向好趋势。**2月中国出口表现较好，3月出现大幅回落，4月跌幅收窄，6月出现向好趋势；越南出口多数月份同比负增长或微增，但9月增长提速。**1）越南：**9月纺织品和鞋类出口同比分别+4.4%和+7.7%，增速同比提速，1-9月纺织品和鞋类分别累计增长1.9%和1.4%。**2）中国：**2月服装和鞋类出口同比分别+64.5%和+51.3%，主要受去年春节错位导致的低基数推动；3月迅速回落至-29.4%和-39.6%；4月服装同比收窄至-2.2%，鞋类仍达-17.1%；5月鞋类收窄至-10.4%；6月服装同比回正至3.2%，鞋类继续收窄至-1.2%；7月服装/鞋类同比+8.5%/+2.7%，9月增速分别提升至23.8%/20.2%，趋势逐渐向好。1-9月中国纺织品/服装/鞋类累计出口分别同比+5.4%/+4.8%/-2.5%。

- **PMI：9月越南、中国PMI环比下降，印尼、印度、中国台湾PMI环比上升。**从PMI看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单9月PMI 52.4/55.1/51.9/56.7/50.0，环比8月，越南、中国PMI小幅下降，印尼、印度、中国台湾出口新订单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，9月总景气指数1300.43，较8月环比上升0.8%。

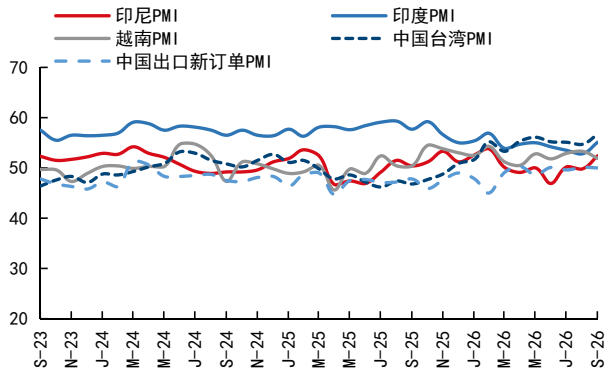
- **美元兑人民币汇率震荡下行。**2026年初至今，美元兑人民币中间价整体呈震荡下行趋势，人民币对美元逐步升值，从1月初的约7.02降至10月末的6.71附近，累计跌幅约4.4%。

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



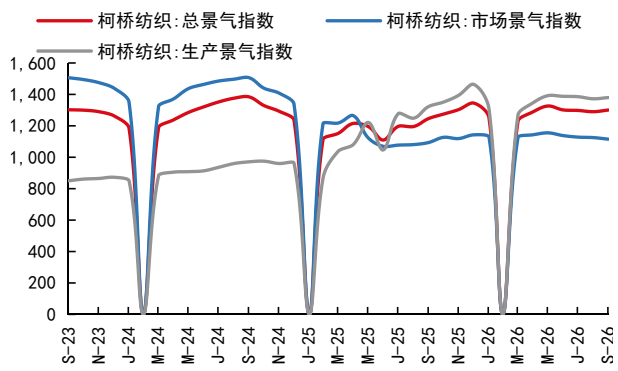
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

2026年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善

五、纺织制造原材料价格数据：年初至今普遍上涨，5月出现回调后7月至今波动上涨

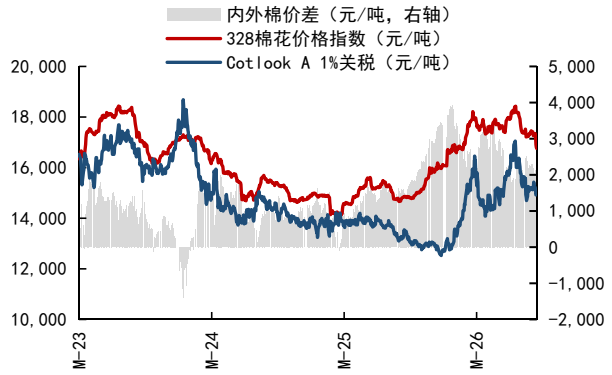
- **棉价：**年初至今（10月30日）内棉、外棉价格均呈现上涨态势，分别+7.8%/+15.2%至16762元/吨和14948元/吨；相较去年同期分别+12.9%/+11.8%；内棉、外棉距年内高点9月2日/9月1日分别-9.0%/-12.3%，10月份以来分别呈现下跌/上涨态势，分别-3.6%/+0.1%，内外棉价差缩小。

- **锦纶丝/涤纶长丝：**年初至今（10月25日）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+32.3%/+31.2%/+43.6%/+35.8%至16400元/吨、18100元/吨、9580元/吨和10440元/吨；相较去年同期分别+36.9%/+31.3%/+44.7%/+35.9%；距年内高点4月12日/4月12日/10月18日/10月18日分别-2.4%/-1.1%/-2.5%/-1.5%，10月份以来均呈现下跌态势，分别-0.5%/-0.9%/-1.1%/-0.7%。

- **PA6和PA66：**年初至今（10月29日）PA6和PA66价格分别上涨50.0%/22.7%至15200元/吨和19100元/吨，相较去年同期分别+58.9%/+17.4%；距年内高点9月15日/4月13日分别-1.3%/-23.9%，10月份以来分别呈现上涨/持平态势，分别+4.1%/0.0%。

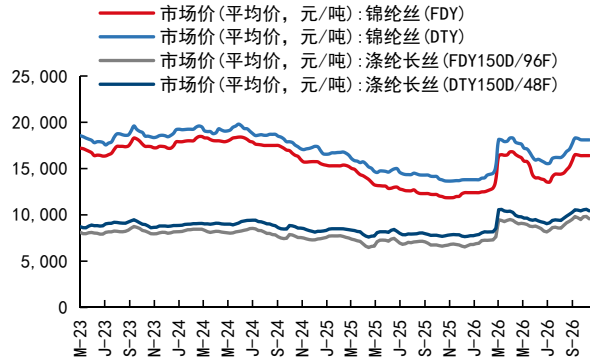
- **羊毛：**年初至今（10月29日）羊毛价格上涨18.7%至12.12美元/公斤，相较去年同期+29.9%；距年内高点6月4日减少13.9%，10月份以来呈现下跌态势，减少7.5%。

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）



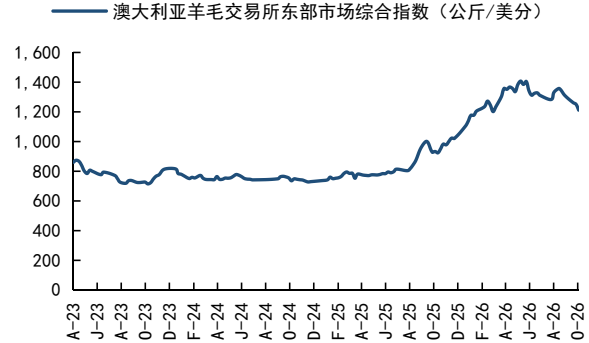
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

六、海外重点品牌库销比：耐克、迅销升高但仍较健康，其他品牌环比改善

- **海外重点品牌库销比**：海外重点品牌整体库存较健康。Q3 阿迪达斯、Puma、Deckers、VF 库销比环比下降、同比基本稳定。其中阿迪达斯 Q3 由 5.59 降至 5.20，环比有所改善、同比增幅不大； Puma Q3 由 6.14 降至 5.39，VF Q3 由 7.30 大幅降至 4.84，库存压力明显缓解，Deckers Q3 由 5.45 降至 4.41，库存较健康；耐克 Q3 由 3.42 升至 3.67，仍较健康；迅销 Q3 由 3.41 升至 4.71，主因北美、欧洲、东南亚持续大规模开店，业务扩张带来的铺货增加所致。

图：海外重点品牌库销比

	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	5.59	3.41	6.14	5.45	7.30
Q3 2026	3.67	5.20	4.71	5.39	4.41	4.84

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

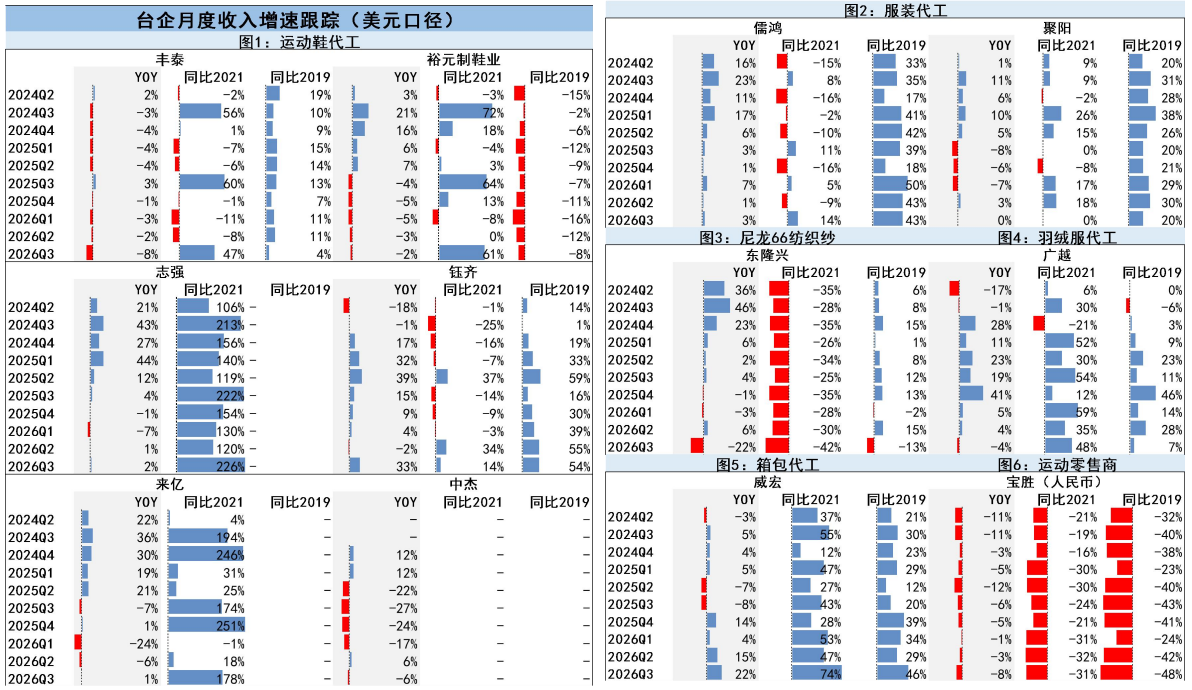
2026年三季度回顾：品牌零售9月回正，制造出口逐季改善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

七、纺织制造台企表现：Q3较Q2普遍改善，9月多数企业表现较好

- **9月主要趋势：**9月整体较8月改善，其中裕元同比由8月的-2.1%改善至+5.6%，制造业务由-1.6%改善至+6.6%；儒鸿同比由-1.1%改善至+8.3%，环比增长6.0%，创历年同期新高；聚阳同比由-5.1%大幅改善至+24.1%，但约0.7亿至0.8亿元货品因航班运力吃紧递延至10月；来亿同比由+3.1%升至+14.0%，环比增长6.2%，连续两个月维持正增长；丰泰同比降幅则由-2.8%扩大至-4.8%，环比下降12.6%，单月营收连续低于7月和8月旺季水平。
- **重点代工台企：**
  1. **裕元**
  - **营收：**累计前9个月营收同比下降3.2%。其中Q1、Q2、Q3月分别下降4.7%/3.2%/1.7%，降幅逐渐收窄。
  - **展望：**修复已有迹象但尚未完全覆盖年内早期下滑。
  - **2. 儒鸿**
  - **营收：**累计前9个月营收同比增长3.5%。其中Q1、Q2、Q3分别增长6.7%/1.3%/2.8%，呈现增速波动上升趋势。
  - **展望：**第三季度营收为2022年第四季度以来单季新高。管理层表示订单已可看到2027年第二季初，并预期第四季度营收优于第三季度。后续仍应关注产品组合与汇率对营收及获利的影响。
  - **3. 聚阳**
  - **营收：**累计前9个月同比下降1.5%。其中Q1、Q2、Q3分别-6.8%/+3.2%/-0.1%，呈现降幅震荡收窄趋势。
  - **展望：**公司表示现阶段接单符合预期，全年营收以正增长为目标。第四季度单价年增率预计转正，但油价、战争及消费需求的不确定性仍可能影响品牌下单节奏。

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

- **4. 来亿**
- **营收：**累计前9个月同比下降9.7%。其中Q1、Q2、Q3分别-24.0%/-6.2%/+1.3%，呈现降幅逐渐收窄并回正的趋势。
- **展望：**9月单月同比恢复双位数增长，连续两个月维持正增长，但累计金额仍低于去年同期，全年修复节奏仍取决于旺季出货和产能利用率。公司持续扩大生产规模以承接品牌客户订单。新厂投产、产品结构与汇率变化将影响后续营收和获利表现。

目录

02 三季报总结：高端品牌领跑，代工制造盈利改善，上游制造提价兑现

三季报总结：高端品牌领跑，代工制造盈利改善，上游制造提价兑现

国信证券 GUOSEN SECURITIES

品牌趋势分化，制造环比改善

- **服装家纺板块：**

收入端：Q3单季增速普遍放缓、结构分化加剧。比音勒芬（+34.4%）、地素时尚（+22.4%）、三夫户外（+16.8%）双位数以上领跑；海澜之家（+6.7%）、罗莱生活（+5.2%）、稳健医疗（+4.2%）稳健增长，森马服饰（+0.4%）基本持平，报喜鸟（-1.0%）、水星家纺（-0.6%）、歌力思（-4.1%）、富安娜（-10.6%）承压。

利润端（扣非）：中高端品牌弹性延续，地素时尚（+72.2%）、三夫户外（+49.3%）、比音勒芬（+39.5%）、罗莱生活（+21.8%）双位数增长；稳健医疗（+7.0%）、海澜之家（+5.0%）小幅增长，森马服饰（-2.6%）小幅下滑；歌力思（-21.5%）、报喜鸟（-54.6%）、富安娜（-66.6%）、水星家纺（-13.1%）明显承压。

- **纺织制造板块：**

收入端：伟星股份（+21.0%）、新澳股份（+17.6%）延续双位数增长，量价共同驱动；台华新材（+11.1%）保持双位数，健盛集团（+6.4%）提速，华利集团（-8.3%）降幅收窄，百隆东方（-5.5%）受去年以价换量高基数影响转负、开润股份（-3.1%）同样受去年高基数影响。

利润端（扣非）：上游制造弹性领先，台华新材（+156.6%）、百隆东方（+39.8%）、新澳股份（+36.9%）、伟星股份（+19.8%）均实现双位数以上增长；健盛集团（-15.0%）利润端仍承压，华利集团（-26.2%）同比仍下滑、但环比毛利率和净利率均有改善，开润股份（+18.8%）利润增长提速。

图：纺服公司三季报业绩

板块	公司	2026Q1		2026Q2		2026Q3		
		收入增速	利润增速	收入增速	利润增速	收入增速	利润增速	扣非利润增速
品牌服饰	比音勒芬	18.4%	16.5%	32.0%	25.9%	34.4%	24.7%	39.5%
	森马服饰	12.0%	45.2%	6.6%	51.7%	0.4%	0.1%	-2.6%
	三夫户外	36.0%	141.9%	42.9%	443.7%	16.8%	23.7%	49.3%
	罗莱生活	5.9%	30.5%	5.2%	40.5%	5.2%	20.0%	21.8%
	富安娜	14.3%	15.1%	2.1%	3.1%	-10.6%	-64.6%	-66.6%
	报喜鸟	10.5%	39.0%	9.4%	102.9%	-1.0%	-60.0%	-54.6%
	海澜之家	7.7%	1.5%	7.1%	-16.5%	6.7%	-15.0%	5.0%
	稳健医疗	2.8%	1.2%	4.3%	7.6%	4.2%	-5.2%	7.0%
	歌力思	7.8%	0.1%	2.7%	34.9%	-4.1%	-52.2%	-21.5%
	地素时尚	6.2%	21.8%	1.5%	24.5%	22.4%	10.9%	72.2%
纺织制造	华利集团	-19.4%	-49.6%	-9.5%	-37.4%	-8.3%	-18.9%	-26.2%
	健盛集团	2.8%	51.9%	4.0%	2.1%	6.4%	-46.6%	-15.0%
	开润股份	1.9%	15.7%	8.2%	10.8%	-3.1%	11.9%	18.8%
	伟星股份	6.2%	-7.2%	19.2%	19.0%	21.0%	17.0%	19.8%
	台华新材	-2.9%	-19.3%	18.5%	55.5%	11.1%	29.8%	156.6%
	新澳股份	16.5%	18.6%	24.1%	21.2%	17.6%	36.0%	36.9%
	百隆东方	14.8%	39.8%	22.9%	46.4%	-5.5%	48.1%	39.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三季报总结：高端品牌领跑，代工制造盈利改善，上游制造提价兑现

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **三季报总结：品牌端分化，高端与差异化延续领先，代工制造盈利拐点初步确立，上游制造提价兑现。**

1）**运动户外——流水承压但龙头韧性凸显，专业垂类与童装更具景气。** 安踏体育Q3安踏品牌流水中单位数下滑、FILA低单位数下滑、其他品牌+25%-30%，库销比约5个月，9月起环比改善、国庆全渠道安踏高单位数/FILA低双位数/其他品牌20%以上增长，全年指引维持；李宁Q3大货全渠道（不含童装）低单位数下滑、含童装持平，线下中单位数下滑（批发中单位数下滑、直营持平）、电商高单位数增长、童装双位数增长，库销比5-6个月，全年低单位数增长指引不变；361度主品牌与童装线下流水中单位数增长、线上高单位数增长，库销比4.5-5个月、折扣约7折，超品店达208家提前完成全年开店指引；特步主品牌流水中单位数下滑，索康尼中单位数增长、线下双位数增长，DTC全年计划回收约600家门店。三夫户外Q3收入2.42亿元/+16.8%、归母净利544万元/+23.7%，前三季度归母+176.4%，X-BIONIC品牌延续高增，前三季度同比+51.24%，单三季度同比+44.7%。

2）**休闲服饰——高端与差异化领跑，大众品牌降速。** 比音勒芬Q3收入14.76亿元/+34.4%、归母净利2.56亿元/+24.7%，扣非+39.5%，毛利率73.5%/-1.6pct，线上高增延续、高端定位稳固；地素时尚Q3收入5.86亿元/+22.4%、归母净利0.73亿元/+10.9%，扣非+72.2%，毛利率74.4%/+0.5pct；海澜之家Q3收入43.04亿元/+6.7%、扣非+5.0%、归母-15.0%，主品牌与线上稳健、团购定制与投资收益拖累；歌力思Q3收入6.21亿元/-4.1%、归母-52.2%、扣非-21.5%，主受海外业务拖累，毛利率+7.7pct，直营渠道保持增长；报喜鸟Q3收入10.78亿元/-1.0%、归母净利0.16亿元/-60.0%，毛利率-0.5pct、费用刚性拖累；森马服饰Q3收入37.08亿元/+0.4%、归母净利2.12亿元/+0.1%，毛利率+1.2pct，收入降速但盈利质量稳定。

3）**家纺——龙头分化，罗莱领跑。** 罗莱生活Q3收入12.67亿元/+5.2%、归母净利1.86亿元/+20.0%，扣非+21.8%，前三季度归母+27.9%，高毛利产品和渠道带动毛利率持续提升；富安娜Q3收入4.79亿元/-10.6%、归母净利0.19亿元/-64.6%，前三季度归母-15.4%，收入负杠杆、原材料成本压力致毛利率下滑、叠加销售费用率提升致净利润大幅下滑；水星家纺Q3收入10.48亿元/-0.6%、归母净利0.71亿元/-21.8%，扣非-13.1%，毛利率+0.2pct。

4）**代工制造——收入分化，盈利拐点初步确认。** 华利集团Q3收入55.18亿元/-8.3%、归母净利6.20亿元/-18.9%，扣非-26.2%，收入与利润降幅较Q2分别收窄1.2pct/18.5pct，毛利率22.6%，同环比分别提升0.4%/5.0%，主要受益于生产效率提升、新工厂产能爬坡及关税下降；开润股份Q3收入12.51亿元/-3.1%、归母净利1.02亿元/+11.9%，扣非+18.8%，收入受高基数影响小幅下滑，毛利率小幅提升，财务费用率改善明显；健盛集团Q3收入7.61亿元/+6.4%、归母净利0.89亿元/-46.6%，扣非-15.0%，毛利率28.5%/-3.3pct，主因产品结构变化及去年同期非经常性收益高基数。

5）**纺织材料制造——涨价传导顺畅，增长提速。** 伟星股份Q3收入15.67亿元/+21.0%、归母净利2.50亿元/+17.0%，扣非+19.8%，增速较Q2进一步提速，订单景气度居制造商首位；新澳股份Q3收入15.76亿元/+17.6%、归母净利1.45亿元/+36.0%，扣非+36.9%，毛利率+1.2pct，羊毛价格上涨与量价齐升驱动；百隆东方Q3收入20.17亿元/-5.5%，主受去年以价换量高基数影响，但棉价上行与色纺纱提价带动单季毛利率升至19.2%（同比+8.9pct），归母净利2.37亿元/+48.1%、扣非+39.8%；台华新材Q3收入17.52亿元/+11.1%、归母净利1.22亿元/+29.8%、扣非+156.6%，收入增长叠加毛利率同比提升2.8pct，盈利弹性充分释放。

分季度趋势：

品牌：收入端比音勒芬（18.4%/32.0%/34.4%）逆势加速、地素（6.2%/1.5%/22.4%）Q3回升、罗莱（5.9%/5.2%/5.2%）平稳，森马（12.0%/6.6%/0.4%）、报喜鸟（10.5%/9.4%/-1.0%）、富安娜（14.3%/2.1%/-10.6%）逐季转弱；利润端增速Q2见顶、Q3分化加剧，罗莱（30.5%/40.5%/20.0%）、比音（16.5%/25.9%/24.7%）仍双位数，森马（45.2%/51.7%/0.1%）、报喜鸟（39.0%/102.9%/-60.0%）、富安娜（15.1%/3.1%/-64.6%）转负。

制造：收入端华利集团Q1见底、Q2-Q3降幅逐季收窄（-19.4%/-9.5%/-8.3%），开润（1.9%/8.2%/-3.1%）受基数影响波动；上游制造订单分化、价格普遍上涨，伟星（6.2%/19.2%/21.0%）、台华（-2.9%/18.5%/11.1%）、新澳（16.5%/24.1%/17.6%）二三季度维持双位数以上增长，百隆（14.8%/22.9%/-5.5%）Q3受高基数影响转负；利润端修复滞后于收入，华利（-49.6%/-37.4%/-18.9%）降幅持续收窄、健盛（51.9%/2.1%/-46.6%）Q3受毛利率-3.3pct及非经拖累，伟星（7.2%/19.0%/17.0%）、新澳（18.6%/21.2%/36.0%）、开润（15.7%/10.8%/11.9%）稳中有升，台华（-19.3%/55.5%/29.8%）、百隆（39.8%/46.4%/48.1%）弹性突出。

三季报总结：高端品牌领跑，代工制造盈利改善，上游制造提价兑现

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **四季度展望：品牌端结构分化延续，制造端订单及盈利修复在即。**

1）**运动户外：**Q3流水受天气与消费力偏弱拖累，9月起环比改善，龙头维持全年指引。大众运动进入存量竞争，越野跑、徒步、高尔夫、综训等专业垂类与童装维持高景气，高端户外仍是主线；双十一为Q4关键变量，10月高基数下预计流水温和修复。

2）**休闲服饰：**弱复苏、强分化延续，高端与差异化品牌α显著（比音勒芬Q3收入+34.4%、地素时尚+22.4%），大众品牌在客流与折扣压力下承压。Q4看点为双十一与秋冬新品，中高端定价能力强、渠道结构优的公司更具确定性。

3）**家纺：**Q4为传统旺季，大单品迭代与换季需求释放，各品牌增长有望提速，罗莱生活凭借高毛利产品与渠道占比提升、多渠道成熟运营能力、经销渠道深度去库后的再增长，预计维持领跑；龙头高分红（股息率约5%-8%）兼具防御属性。

4）**代工制造：**Q3收入降幅收窄、盈利拐点初步确立，9月服装出口+17.8%、纺织纱线出口+25.2%验证外需与补库修复，Q4旺季订单能见度提升，华利等龙头估值处历史底部，基本面与估值双升可期。

5）**纺织材料制造：**棉价、羊毛价格上行趋稳，龙头涨价传导顺畅；伟星股份、新澳股份订单饱满，百隆东方色纺纱提价与低成本库存红利有望延续、越南基地盈利仍在爬坡，台华新材锦纶产业链价差修复，Q4旺季叠加价格弹性，盈利有望维持较快增长。

综上：品牌端以业绩确定性为先，优选高端户外、差异化休闲及高分红家纺龙头；制造端以订单能见度与盈利修复弹性为矛，优选估值处历史底部的龙头。

国信证券 GUOSEN SECURITIES

安踏体育：三季度流水短期承压，其他品牌延续高增，全年指引维持不变

- **安踏品牌第三季度流水中单位数负增长，9月起环比改善、国庆高单位数增长，库销比同比持平，维持全年低单位数增长目标。**分渠道流水：三季度安踏品牌流水录得中单位数负增长，主要受7月拖累，按月呈改善趋势，9月受中秋节连休拉动为季度内表现最好月份；其中安踏大货线下高单位数下降，儿童线下低单位数下降，线上业务基本持平；库销比：季末全渠道库销比维持在5个月左右的健康水平，同比持平；零售折扣：大货线下折扣71折，同比持平；线上折扣48折，同比加深2个百分点，整体折扣管控较为克制；前三季度流水低单位数正增长，进入四季度表现好转，公司有信心完成全年增长目标。经营利润率方面，全年指引20%左右，变数在于政府补贴、税收返还下半年的数量与节奏；若撇除该等因素经营利润率约16%，管理层有信心实现。
- **FILA品牌第三季度流水低单位数负增长，库销比同比改善，国庆低双位数增长，全年中单位数增长指引维持不变。**分渠道流水：三季度FILA流水录得低单位数负增长，其中FILA 大货线下中单位数下降，FILA儿童线下低单位数下降，潮牌中单位数增长（去年同期处于调整期、基数较低，叠加今年产品调整到位）；线上业务低单位数正增长；库销比：FILA 大货季末全渠道库销比维持在6个月以下，同比改善0.3个月（9月底通常为国庆、双十一备货高点，库存水平健康）；零售折扣：大货线下折扣72折，同比加深2个百分点；线上折扣接近6折，同比持平。
- **其他品牌第三季度流水增长25-30%，迪桑特、可隆、MAIA延续高增，前三季度增长30%以上持续超指引。**分品牌流水：三季度迪桑特零售流水同比增长15-20%（前三季度接近25%），可隆（KOLON SPORT）同比增长接近30%，MAIA ACTIVE同比增长30%以上（前三季度接近30%）。库销比：其他品牌库存水平健康，其中迪桑特库销比维持在6个月以下、同比改善1个月，可隆库销比优于行业水平；零售折扣：其他品牌全渠道折扣维持在9折以上，其中迪桑特、可隆全渠道综合折扣均保持9折以上，售罄率远高于行业，支撑较高毛利水平

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	70,826	80,219	89,496	97,759	106,063
(+/-%)	13.6%	13.3%	11.6%	9.2%	8.5%
净利润(百万元)	15596	13588	15940	16209	18585
(+/-%)	52.4%	-12.9%	17.3%	1.7%	14.7%
每股收益（元）	5.58	4.86	5.70	5.80	6.65
EBITMargin	26.4%	24.8%	20.2%	20.8%	21.3%
净资产收益率（ROE）	25.3%	20.7%	21.6%	19.8%	20.4%
市盈率（PE）	10.9	12.5	10.7	10.5	9.1
EV/EBITDA	10.2	9.6	11.4	10.4	9.6
市净率（PB）	2.75	2.58	2.31	2.08	1.87

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：安踏体育2026H1业绩一图

2020.HK		FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E	2025 1H	2025 2H	2026 1H	2026 2H
收入（百万元）	合计	70,826	80,219	89,496	97,759	106,063	38,544	41,675	43,507	45,989
	YoY	13.6%	13.3%	11.6%	9.2%	8.5%	14.3%	12.4%	12.9%	10.4%
	安踏	33,522	34,754	36,067	37,925	39,822	16,950	17,804	17,771	18,296
	YoY	10.6%	3.7%	3.8%	5.2%	5.0%	5.4%	2.1%	4.8%	2.8%
	FILA	26,626	28,469	29,892	31,312	32,725	14,182	14,287	15,045	14,847
	YoY	6.1%	6.9%	5.0%	4.8%	4.5%	8.6%	5.3%	6.1%	3.9%
	其他品牌	10,678	16,996	23,536	28,523	33,516	7,412	11,312	10,691	14,574
	YoY	53.7%	59.2%	38.5%	21.2%	17.5%	61.1%	86.2%	44.2%	28.8%
毛利率	合计	62.2%	62.0%	62.4%	62.7%	63.0%	63.4%	60.7%	63.9%	60.9%
	安踏	54.5%	53.6%	53.6%	53.6%	53.6%	54.9%	52.3%	55.1%	52.2%
	FILA	67.8%	66.4%	65.9%	65.9%	65.9%	68.0%	64.9%	67.8%	64.1%
	其他品牌	72.2%	71.8%	71.3%	71.3%	71.3%	73.9%	70.1%	73.1%	69.7%
SG&A比率	合计	-42.1%	-41.9%	-42.2%	-41.9%	-41.7%	-40.5%	-43.3%	-40.5%	-43.7%
	销售费用	-36.2%	-35.5%	-35.8%	-35.5%	-35.3%	-34.4%	-36.4%	-34.7%	-36.9%
	其中：广告开支	-9.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-6.6%	-9.3%	-6.6%	-9.3%
	管理费用	-5.9%	-6.5%	-6.4%	-6.4%	-6.4%	-6.1%	-6.8%	-5.8%	-6.9%
	其他净收入	3.4%	3.7%	3.5%	3.5%	3.3%	3.4%	4.0%	3.7%	3.4%
经营利润率		23.4%	23.8%	23.7%	24.3%	24.6%	26.3%	21.5%	27.0%	20.6%
	安踏	21.0%	20.7%	20.0%	20.2%	20.3%	23.3%	18.3%	22.5%	17.6%
	FILA	25.3%	26.1%	25.8%	25.8%	25.3%	27.7%	24.4%	28.7%	22.9%
	其他品牌	28.6%	27.9%	28.1%	29.3%	30.3%	33.2%	23.8%	33.1%	24.0%
	净融资收入占比	2.2%	1.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.2%	0.6%
	分占合营/联营公司利润	**198**	**1,203**	**3,332**	**2,337**	**3,462**	**434**	**769**	**2,257**	**1,075**
	其中：Amer利润贡献	**198**	**1,203**	**1,943**	**2,447**	**2,802**	**434**	**769**	**708**	**1,075**
	Amer上市权益摊薄所得	**1,579**	-	-	-	-				
	Amer配售权益摊薄所得	**2,090**	-	**1,549**	-	-	-	-	**1,549**	-
税前利润	综合	21,884	21,446	25,369	27,095	30,869	11,161	10,285	14,524	10,845
	所得税率	22.4%	27.0%	24.8%	26.1%	25.4%	27.3%	26.6%	24.8%	24.8%
净利润（百万元）	归母净利润	15,596	13,588	15,940	16,208	18,583	7,031	6,557	9,487	6,453
	归母净利率	22.0%	16.9%	17.8%	16.6%	17.5%	18.2%	15.7%	21.8%	14.0%
	YoY	52.4%	-12.9%	17.3%	1.7%	14.7%	-8.9%	-16.7%	34.9%	-1.6%
净利润（百万元）	剔除Amer上市配售影响	11,927	13,588	14,391	16,208	18,583	7,031	6,557	7,938	6,453
	归母净利率	16.8%	16.9%	16.1%	16.6%	17.5%	18.2%	15.7%	18.2%	14.0%
	YoY	16.5%	13.9%	5.9%	12.6%	14.7%	14.5%	13.3%	12.9%	-1.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

李宁：三季度流水小幅下滑，董事会建议派发特别股息

- **流水表现：**李宁大货流水在2026年第三季度录得低单位数下滑，线下渠道中单位数下滑，其中批发渠道中单位数下滑，零售渠道同比持平。零售渠道内奥莱渠道表现持续好于正价店，直营奥莱店占比较高系直营表现优于批发的主要原因。电商渠道录得高单位数增长，表现优于线下。童装流水延续双位数增长，包含童装后全渠道流水同比持平。分月看，7月受天气影响表现最弱；8月线下跌幅收窄、电商达播带动，全渠道流水小幅转正；9月线下进一步改善，电商受高基数影响较弱，全渠道趋势与8月相近。
- **零售折扣与库销比：**三季度终端折扣同比仍有压力，线下折扣同比低单位数加深，环比二季度进一步下探至约6折低段；线上折扣同比略有加深，幅度小于线下，环比二季度相对平稳。7-9月折扣同比加深幅度逐月收窄，9月同比已出现改善。截至三季度末全渠道库销比为5-6个月，因换季备货环比提升、同比保持稳定，库存水平及结构健康可控；公司目标年底库销比控制在4-4.5个月。
- **重点品类：**跑步：Q3流水同比个位数下滑，销量与去年同期基本持平，流水下滑主要因折扣加深导致ASP下降；折扣同比加深幅度较上半年逐步收窄，库存仍有一定压力；运动生活：受三季度天气波动影响，品类表现进一步转弱，延续二季度下滑趋势；篮球：Q3流水延续下滑方向。2027年将推出更多鞋服产品及库里个人签名球鞋，完整期货产品矩阵预计2027年第四季度以后逐步完善；羽毛球：上半年呈下滑趋势，下半年至今无明显改善，延续上半年走势；新兴业务：综训品类Q3实现正增长，户外、荣耀金标因基数较低实现强劲增长，户外占比中单位数，荣耀金标占比低单位数。
- **门店与新渠道：**截至三季度末，主品牌门店6,099家，较二季度末净增加36家、较上年末净增加8家；其中直营店1,177家，较上年末净减少61家，批发店4,922家，较上年末净增加69家。李宁YOUNG门店1,491家，较二季度末净减少25家、较上年末净减少27家。新店型方面，目前已开出约7家九代店，预计年底总数不超过15家；9月下旬全球首家李宁龙雀跑步旗舰店开业，市场反馈良好。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,676	29,598	30,348	32,031	34,101
(+/-%)	3.9%	3.2%	2.5%	5.5%	6.5%
净利润(百万元)	3013	2936	2299	2390	2848
(+/-%)	-5.5%	-2.6%	-21.7%	3.9%	19.2%
每股收益（元）	1.17	1.14	0.89	0.92	1.10
EBITMargin	13.3%	13.0%	9.6%	9.3%	10.3%
净资产收益率（ROE）	11.5%	10.6%	8.0%	8.0%	9.1%
市盈率（PE）	9.7	9.9	12.7	12.2	10.3
EV/EBITDA	7.8	8.5	12.5	12.2	10.7
市净率（PB）	1.12	1.06	1.01	0.97	0.93

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：李宁2026H1业绩一图

	FY2024	FY2025	FY2026 E	FY2027 E	FY2028 E	FY2025 1H	FY2025 2H	FY2026 1H	FY2026 2H
营收	**28,676**	**29,598**	**30,348**	**32,031**	**34,101**	**14,817**	**14,782**	**15,235**	**15,113**
批发	12,957	13,773	13,773	14,324	15,184	6,883	6,890	7,003	6,770
零售	6,883	6,655	6,855	7,403	7,995	3,383	3,272	3,526	3,329
电商	8,305	8,743	9,268	9,824	10,413	4,300	4,443	4,518	4,750
国际	531	427	453	480	509	250	177	189	264
营收YoY	**3.9%**	**3.2%**	**2.5%**	**5.5%**	**6.5%**	**3.3%**	**3.1%**	**2.8%**	**2.2%**
批发	2.6%	6.3%	0.0%	4.0%	6.0%	4.4%	8.2%	1.7%	-1.7%
零售	-0.3%	-3.3%	3.0%	8.0%	8.0%	-3.4%	-3.2%	4.2%	1.8%
电商	10.3%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	7.4%	3.3%	5.1%	6.9%
国际	-0.1%	-19.5%	6.0%	6.0%	6.0%	0.7%	-37.4%	-24.5%	49.1%
毛利	**14156**	**14489**	**14982**	**15882**	**16966**	**7415**	**7074**	**7751**	**7,232**
销售费用	-9,199	-9,190	-10,561	-11,307	-11,765	-4,293	-4,897	-4,640	-5,921
其中：A&P	-2,721	-3,166	-3,976	-4,484	-4,774	-1,336	-1,830	-1,713	-2,263
其中：除广告开支外	-6,478	-6,024	-6,586	-6,823	-6,991	-2,957	-3,067	-2,927	-3,659
管理费用	-1,428	-1,630	-1,517	-1,602	-1,705	-777	-854	-720	-797
其他收入	154	228	182	225	321	94	135	70	112
毛利率	**49.4%**	**49.0%**	**49.4%**	**49.6%**	**49.8%**	**50.0%**	**47.9%**	**50.9%**	**47.9%**
销售费用率	-32.1%	-31.0%	-34.8%	-35.3%	-34.5%	-29.0%	-33.1%	-30.5%	-39.2%
其中：租售比	-7.1%	-6.8%				-6.6%	-7.0%	-6.3%	
其中：A&P	-9.5%	-10.7%	-13.1%	-14.0%	-14.0%	-9.0%	-12.4%	-11.2%	-15.0%
管理费用率	-5.0%	-5.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.2%	-5.8%	-4.7%	-5.3%
其他收入占比	0.5%	0.8%	0.6%	0.7%	0.9%	0.6%	0.9%	0.5%	0.7%
经营利润	**3,678**	**3,898**	**3,078**	**3,200**	**3,819**	**2,438**	**1,460**	**2,452**	**626**
经营利润率	12.8%	13.2%	10.1%	10.0%	11.2%	16.5%	9.9%	16.1%	4.1%
财务费用率	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.6%	0.9%
所得税率	-26.7%	-29.9%	-26.1%	-26.1%	-26.1%	-33.3%	-29.0%	-25.8%	-27.2%
归母净利润	**3,013**	**2,936**	**2,300**	**2,391**	**2,850**	**1,737**	**1,198**	**1,816**	**483**
归母净利率	10.5%	9.9%	7.6%	7.5%	8.4%	11.7%	8.1%	11.9%	3.2%
归母净利润YoY	**-5.5%**	**-2.6%**	**-21.7%**	**4.0%**	**19.2%**	**-11.0%**	**13.0%**	**4.5%**	**-59.7%**

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

比音勒芬：第三季度收入增长34%，品牌势能增长提速

- **前三季度收入增长27%，扣非净利润增长27%，经营现金流净额接近翻倍。**2026年前三季度公司收入同比+27.4%至40.77亿元，归母净利润同比+20.5%至7.47亿元，扣非归母净利润同比+27.2%至7.35亿元，增速快于归母净利润主因高息存款到期转投理财，且固收型理财产品收益减少所致。毛利率75.0%，同比-0.6个百分点；销售费用率41.3%，同比-0.5个百分点；管理费用率6.9%，同比-0.7个百分点；研发费用率3.1%，基本持平；财务费用率0.3%，同比+0.2个百分点；因资产减值损失占营业收入的比重提升0.7%，归母净利率同比-1.0个百分点至18.3%；期末存货15.34亿元、同比增36%，存货周转天数约356天、基本持平，资产负债率30.7%。经营活动现金流量净额9.16亿元、同比+90.3%，期末可支配资金约28亿元、同比增8.3%。
- **第三季度收入增长34%，扣非净利润增长40%，收入利润增速环比再提速。**2026Q3公司收入同比+34.4%至14.76亿元，归母净利润同比+24.7%至2.56亿元，扣非归母净利润同比+39.5%至2.62亿元。收入端，户外及高尔夫系列独立开店、线上渠道延续高增、去年同期低基数共同支撑三季度增长，增速继续领先服装行业整体表现。利润端，三季度毛利率73.5%，同比-1.5个百分点；销售费用率40.8%，同比-2.0个百分点，管理费用率6.7%，同比-0.3个百分点，研发费用率基本持平，费用端经营杠杆释放是扣非利润增速快于收入的核心来源，单季扣非净利率17.7%，同比+0.7个百分点。
- **主品牌专业心智强化，多品牌矩阵持续推进。**三季度主品牌赞助中国高尔夫国家队出征名古屋亚运会，男团、女团首夺亚运金牌，专业心智进一步强化；Snow Peak在上海青浦奥莱、武汉万象城落店，国庆期间威尼斯四店齐开；10月18日品牌日公司发布高端鹅绒产品，锁定新疆北纬45°黄金羽绒带原料，冬季品类有望贡献增量。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	5,476	6,539	7,328
(+/-%)	13.2%	7.7%	26.9%	19.4%	12.1%
净利润(百万元)	781	551	801	1016	1123
(+/-%)	-14.3%	-29.5%	45.5%	26.8%	10.5%
每股收益（元）	1.37	0.96	1.40	1.78	1.97
EBITMargin	27.8%	19.7%	17.6%	18.7%	18.4%
净资产收益率（ROE）	15.4%	10.2%	14.3%	17.2%	17.9%
市盈率（PE）	19.7	27.9	19.2	15.1	13.7
EV/EBITDA	14.3	18.3	16.9	13.7	12.5
市净率（PB）	3.0	2.9	2.7	2.6	2.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：比音勒芬2026Q3业绩一图

	2023A	2024A	2025A	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
收入	3536.1	4004.5	4313.9	1098.1	1112.5	1522.2	1078.7	1476.4
YoY	**22.6%**	**13.2%**	**7.7%**	**3.2%**	**10.8%**	**18.4%**	**32.0%**	**34.4%**
直营	2395.0	2567.8	2744.7					
YoY	34.6%	7.2%	6.9%					
店数	607	644	761					
YoY	4.8%	6.1%	18.2%					
单店平均收入	4.04	4.11	3.91					
YoY	26.0%	1.6%	-4.8%					
加盟	917.6	1139.1	1088.5					
YoY	-2.1%	24.1%	-4.4%					
店数	648	650	639					
YoY	5.9%	0.3%	-1.7%					
单店平均收入	1.46	1.76	1.69					
YoY	-8.3%	20.5%	-3.8%					
线上	195.0	263.3	451.5					
YoY	16.1%	35.0%	71.5%					
毛利率	78.6%	77.0%	74.9%	75.1%	73.5%	75.3%	76.7%	73.5%
直营	83.1%	81.0%	78.0%					
加盟	70.3%	69.6%	66.5%					
线上	70.6%	74.6%	79.0%					
费用率								
销售费用	37.1%	40.3%	46.8%	42.7%	61.0%	35.4%	50.6%	40.8%
管理费用	7.8%	9.3%	8.5%	6.9%	11.3%	5.4%	9.1%	6.7%
研发费用	3.5%	3.2%	3.2%	3.1%	3.5%	3.1%	3.0%	3.1%
资产减值	-1.7%	-1.4%	-1.8%	-1.1%	-5.6%	-0.7%	-2.7%	-0.8%
其他经营收益率	0.0%	-0.2%	-0.3%	0.6%	-4.1%	0.2%	-1.6%	-0.3%
所得税率	14.0%	17.6%	15.1%	14.9%	26.0%	17.0%	10.3%	15.3%
归母净利润	**910.7**	**780.6**	**550.7**	**205.4**	**-68.8**	**386.2**	**104.3**	**256.1**
YoY	**25.2%**	**-14.3%**	**-29.4%**	**-27.4%**	**-471.3%**	**16.5%**	**26.0%**	**24.7%**
净利率	25.8%	19.5%	12.8%	18.7%	-6.2%	25.4%	9.7%	17.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

三夫户外：第三季度收入增长放缓，自有品牌延续高增

- **前三季度收入增长31%，盈利同比高增。**2026年前三季度，公司聚焦“自有品牌+独家代理品牌”战略，收入同比增长31.4%至7.69亿元，归母净利润同比增长176.4%至0.59亿元，扣非归母净利润同比增长156.1%至0.49亿元。毛利率同比提升4.8百分点至60.3%，主要受高毛利自有及独家代理品牌占比提升带动；销售费用率同比上升3.7百分点至38.3%，主要因公司加大营销投入及新增店面；管理/研发/财务费用率分别同比-2.7/-0.4/-0.4百分点，规模效应下费用管控整体改善；此外，投资收益（主要由攀山鼠贡献）同比增长52.7%至0.24亿元，占收入比重同比+0.4百分点至3.2%。主要受毛利率提升及管理费用率下降带动，归母净利率同比提升4.0百分点至7.6%。营运与现金流方面，期末存货较年初增长10.1%至5.95亿元，预计主因为冬季和与双十一备货；应收账款较年初下降22.3%至0.24亿元，存货周转/应收周转天数分别同比-41/-4天至503/10天；经营活动现金流净额同比下降141.2%至-0.26亿元，主因备货及门店扩张占用资金。
- **第三季度收入增长放缓，费用投放及减值计提增加对冲毛利率提升。**第三季度公司收入同比增长16.8%至2.42亿元（Q2：+42.9%），归母净利润同比增长23.7%至0.05亿元（Q2：+443.7%），扣非归母净利润同比增长49.3%至0.06亿元。单季毛利率同比提升7.9百分点至57.8%，销售费用率同比上升6.2百分点至38.2%，主受新店投入及营销投放增加影响；资产减值损失占收入比重同比上升1.2百分点至6.2%，主要为对老货增加计提，四季度计提比例有望同比收窄；归母净利率同比仅提升0.1百分点至2.2%。第三季度公司盈利仍实现同比增长，但收入增速较上半年放缓，营销投入增加及存货跌价准备计提增加削弱利润弹性。
- **重点品牌延续增长，自有品牌X-BIONIC前三季度收入同增51%。**分品牌看：前三季度 X-BIONIC 收入 3.23 亿元、同比 +51.24%，其中单 Q3 1.06 亿元、同比 +44.7%，较 H1 的 +54.69% 小幅降速；江苏三夫主要代理品牌（LA SPORTIVA、DANNER 等）前三季度 1.44 亿元、同比 +52.28%，但单 Q3 增速回落至 +17.0%（H1 +70.87%）。HOUDINI 前三季度 0.70 亿元、同比 +6.22%，单 Q3 -2.3%；CRISPI 0.71 亿元、同比 +6.12%，单 Q3 -30.7%，主要系 7 月提价后短期抑制终端动销、叠加去年同期高基数。四大品牌合计收入 6.07 亿元、占营收 79.0%，其中 X-BIONIC 单独贡献前三季度收入增量的 60%（1.09 亿元）、江苏三夫贡献 27%（0.49 亿元），增长集中度进一步提升。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,269	1,614	1,988
(+/-%)	-5.5%	19.4%	32.8%	27.2%	23.2%
净利润(百万元)	-21	53	104	150	193
(+/-%)	-158.8%	348.2%	94.6%	44.0%	28.8%
每股收益（元）	-0.14	0.32	0.63	0.90	1.16
EBITMargin	9.6%	13.0%	14.4%	15.3%	15.7%
净资产收益率（ROE）	-3.2%	6.8%	11.8%	14.9%	16.5%
市盈率（PE）	-98.6	41.7	21.4	14.9	11.5
EV/EBITDA	25.2	19.5	16.1	12.5	10.3
市净率（PB）	3.18	2.82	2.53	2.21	1.90

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：三夫户外2026Q3业绩一图

	2024	2025	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
收入（百万元）	800	956	207	371	264	263	242
分渠道							
线上销售	348	476					
门店销售	282	290					
批发收入	80	110					
户外服务	56	61					
大客户销售	35	18					
分品牌							
X-BIONIC	290	394					
HOUDINI	64	109					
CRISPI	93	109					
其他主要代理品牌	121	153					
其他品牌	176	130					
收入YOY	-5.5%	19.4%	20.7%	23.4%	36.0%	43.0%	16.8%
分渠道							
线上销售	7%	37%					
门店销售	-32%	3%					
批发收入		39%					
户外服务	-22%	9%					
大客户销售	12%	-49%					
分品牌							
X-BIONIC	35%	36%					
HOUDINI		69%					
CRISPI	17%	18%					
其他主要代理品牌		27%					
其他品牌	-63%	-26%					
毛利率	56.7%	59.2%	49.9%	64.9%	61.8%	61.2%	57.8%
线上销售	64%	66%					
门店销售	65%	60%					
批发收入		52%					
户外服务	-7%	20%					
大客户销售		25%					
费用率							
销售费用率	34%	35%	32.0%	35.5%	34.2%	42.4%	38.2%
管理费用率	11%	9%	9.7%	6.8%	8.4%	8.0%	9.0%
研发费用率	1%	1%	1.5%	0.5%	0.9%	1.0%	1.2%
财务费用率	2%	2%	2.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.9%
其他经营收益率	-18%	-4%	-1.9%	-9.3%	-2.1%	2.4%	-3.9%
资产减值损失	-19%	-6%	-5.0%	-10.1%	-4.9%	-4.8%	-6.2%
投资净收益	2%	2%	2.7%	1.2%	2.8%	4.1%	2.6%
所得税率	-1%	30%	8%	30%	18%	17%	14%
归母净利润（百万元	-21.5	53.4	4.4	32.1	30.7	22.5	5.4
YOY	-159%	348%	1028%	-207%	142%	443%	24%
归母净利率	-2.7%	5.6%	2.1%	8.7%	11.6%	8.6%	2.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

罗莱生活：前三季度归母净利润增长28%，盈利能力持续提升

- **前三季度收入稳健增长，盈利能力持续提升。**2026前三季度公司实现营业收入35.69亿元，同比增长5.41%；归母净利润4.35亿元，同比增长27.88%；扣非归母净利润3.82亿元，同比增长28.56%。公司整体毛利率同比提升2.02pct至49.92%，主要受益于高毛利品类和渠道收入增速更快；销售费用率同比增加0.98pct至27.10%；管理费用率同比下降1.74pct至5.32%；进而归母净利率同比提升2.14pct至12.19%。
- **第三季度收入增长5%，归母净利润增长20%。**第三季度公司延续增长势头，实现营收12.67亿元，同比增长5.2%；归母净利润1.86亿元，同比增长20.0%；扣非归母净利润1.74亿元，同比增长21.8%，单季非经常性损益 1159 万元与去年同期体量相当（主要为政府补助与理财收益），扣非增速略高于归母。三季度毛利率同比提升趋势延续，+1.8pct至49.8%，预计国内家纺和美国家具业务毛利率均有提升；管理费用率同比下降1.1pct至4.5%；归母净利率同比+1.8pct至14.6%，利润率提升带动净利润增速持续高于收入增速。
- **费用管控良好，营运效率总体提升。1）费用端：**2026前三季度管理费用率同比下降1.74pct至5.32%，主要受益于去年同期租赁合同纠纷判决计提诉讼费用的高基数，以及智慧产业园投产后运营效率提升；研发费用率同比下降0.14pct至2.35%；财务费用率同比增加0.52pct至0.33%，主因利息收入减少，公司将货币资金转向理财与可转让大额存单，对应收益转入投资收益 3,257 万元（同比 +76.93%）与公允价值变动收益 285 万元，资金收益在报表科目间的转移基本对冲了财务费用的抬升。单三季度管理费用率同比下降1.1pct至4.5%，销售费用率同比小幅增加0.1pct至26.0%，整体费用管控良好。**2）营运端：**三季度存货、应收账款、应付账款周转天数分别为162/15/73天，同比分别减少1天、减少9天、增加4天，应收账款周转效率明显提升；期末存货10.48亿元，同比仅增长0.9%。单三季度经营活动现金流净额2.34亿元，同比增长41%，净现比1.26。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,559	4,839	5,087	5,316	5,529
(+/-%)	-14.2%	6.1%	5.1%	4.5%	4.0%
净利润(百万元)	433	520	640	701	748
(+/-%)	-24.4%	20.1%	23.2%	9.5%	6.6%
每股收益（元）	0.52	0.62	0.76	0.84	0.89
EBITMargin	12.1%	13.1%	15.3%	16.0%	16.4%
净资产收益率（ROE）	10.3%	12.4%	14.8%	15.7%	16.2%
市盈率（PE）	22.2	18.5	15.1	13.8	12.9
EV/EBITDA	18.5	16.4	12.5	11.4	10.7
市净率（PB）	2.29	2.29	2.24	2.17	2.09

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：罗莱生活2026Q3业绩一图

	2023	2024	2025	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
收入（百万元）	**5315**	**4559**	**4839**	**1204**	**1453**	**1158**	**1144**	**1267**
直营	407.36	401.34	427.17					
店数	335	411	375					
单店收入	121.60	97.65	113.91					
加盟	1,788.14	1,447.94	1,433.76					
店数	2,395	2,227	2,036					
单店收入	74.66	65.02	70.42					
线上销售	1,609.71	1,382.38	1,747.28					
其他渠道	462.16	505.36	459.72					
美国	1,047.91	822.22	770.70					
收入YOY	**0.0%**	**-14.2%**	**6.1%**	**9.9%**	**7.0%**	**5.9%**	**5.2%**	**5.2%**
直营	31.7%	-1.5%	6.4%					
店数	9.1%	22.7%	-8.8%					
单店收入	20.7%	-19.7%	16.7%					
加盟	-3.9%	-19.0%	-1.0%					
店数	1.7%	-7.0%	-8.6%					
单店收入	-5.5%	-12.9%	8.3%					
线上销售	8.6%	-14.1%	26.4%					
其他渠道	-3.0%	9.3%	-9.0%					
美国	-11.6%	-21.5%	-6.3%					
毛利率	**47.3%**	**48.0%**	**50.5%**	**48.1%**	**56.6%**	**49.6%**	**50.4%**	**49.8%**
直营	67.3%	67.6%	69.8%					
加盟	47.4%	48.8%	48.0%					
线上销售	52.2%	53.3%	57.5%					
其他渠道	42.3%	48.1%	45.3%					
美国	33.8%	28.1%	31.8%					
费用率								
销售费用率	24.7%	26.4%	26.7%	25.9%	28.2%	23.9%	31.6%	26.0%
管理费用率	5.9%	6.6%	7.6%	5.6%	8.9%	8.2%	3.2%	4.5%
研发费用率	2.1%	2.2%	2.2%	2.0%	1.4%	2.2%	3.8%	1.2%
财务费用率	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%
所得税率	**15%**	**10%**	**16%**	**15%**	**20%**	**15%**	**18%**	**15%**
归母净利润（百万元）	**572.44**	**432.85**	**519.86**	**154.60**	**179.77**	**147.55**	**101.78**	**185.57**
YOY	-0.2%	-24.4%	20.1%	50.1%	4.9%	30.5%	40.5%	20.0%
归母净利率	10.8%	9.5%	10.7%	12.8%	12.4%	12.7%	8.9%	14.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

江南布衣：2026财年收入增长9%，派发特别股息分红率达110%

- **2026财年业绩稳健增长，派发特别股息提升股东回报。**公司是国内领先的设计师品牌集团，旗下拥有分别处于成熟期、成长期、新兴期三大阶段的多个品牌。截至2026/6/30的2026财年，公司收入同比增长9.0%至60.46亿元，归母净利润同比增长11.7%至9.97亿元。收入增长主要得益于线上渠道增长。毛利率同比+1.0个百分点至66.6%，主因线上渠道折扣管控、商品结构化优化及新品占比提升所致；销售费用率同比+0.4个百分点至36.0%，管理费用率同比+1.1个百分点至10.7%，财务费用率同比-0.1个百分点至0.5%；同时，其他收益及利得净额占收入的比例增加1.0个百分点，归母净利率同比+0.3个百分点至16.5%。经营性现金流净额同比增长26.5%至14.33亿元，主要得益于经营利润增长，净现比达1.44，维持较好水平；公司拟派末期股息每股1.06港元、特别股息每股0.75港元，叠加中期股息每股0.52港元，合计每股2.33港元，分红率达110%。
- **下半财年收入增长加速，费用投放增加。**下半财年（对应2026自然年上半年）受益于春节错期的影响，公司收入增长加速，同比+11.6%至26.70亿元，净利润同比增长9.3%至3.21亿元。毛利率同比+0.6个百分点至66.8%，销售费用率同比+0.6个百分点至40.6%，行政开支比例同比+1.8个百分点至12.6%，主因设计和研发费用增加；归母净利率同比-0.3个百分点至12.0%。
- **线上延续向上动能，成熟、成长品牌收入与毛利率实现双增长。1）分渠道看：**线上收入同比+20.5%至14.48亿元；线下自营和经销收入分别同比+10.7%/+1.3%至22.99/22.99亿元，可比同店销售同比增长2.4%。自营、经销、线上渠道毛利率分别为73.2%/60.3%/66.4%，同比分别-0.7/+1.5/+2.4个百分点。单下半财年，线上渠道同比+16.0%，线下自营、经销渠道分别同比+16.4%/+3.0%。自营、经销、线上渠道毛利率分别为72.7%/59.0%/67.1%，同比分别-1.5/+0.4/+3.2个百分点。**2）分品牌看：**主品牌表现稳健，收入同比+7.6%，占比53.6%；成长品牌收入同比+7.1%，占比38.5%；新兴品牌收入同比+32.2%，占比7.9%；成熟、成长、新兴品牌毛利率分别同比+1.3/+2.0/-2.7个百分点。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2025	2026	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万元)	5,548	6,046	6,482	6,832	7,138
(+/-%)	5.9%	9.0%	7.2%	5.4%	4.5%
净利润(百万元)	893	997	1,068	1,128	1,181
(+/-%)	5.1%	11.7%	7.1%	5.6%	4.7%
每股收益（元）	1.72	1.87	2.00	2.12	2.22
EBITMargin	20.4%	19.9%	19.9%	19.9%	20.0%
净资产收益率（ROE）	37.8%	35.1%	34.4%	33.3%	32.1%
市盈率（PE）	10.5	9.6	9.0	8.5	8.1
EV/EBITDA	7.3	7.3	8.8	8.1	7.8
市净率（PB）	4.0	3.4	3.1	2.8	2.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：江南布衣2026H2业绩一图

金额单位：百万元		FY2024	FY2025	FY2026	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2
营收	合计	5,238.15	5,548.39	6,046.26	3,156.41	2,391.98	3,375.86	2,670.40
	YOY	17.3%	4.6%	9.0%	5.0%	4.2%	7.0%	11.6%
按品牌分								
	JNBY	2,944.17	3,012.96	3,240.64	1,760.19	1,252.78	1,859.95	1,380.69
	速写	754.69	720.02	711.79	388.13	331.89	389.49	322.30
	jnby by JNBY	807.49	830.77	884.84	475.78	354.99	495.40	389.44
	less	621.97	623.33	731.48	338.50	284.83	393.76	337.72
	新兴品牌	109.84	361.31	477.51	193.81	167.50	237.26	240.25
YOY								
	JNBY	17.1%	2.3%	7.6%	3.6%	0.7%	5.7%	10.2%
	速写	11.7%	-4.6%	-1.1%	-6.0%	-2.9%	0.4%	-2.9%
	jnby by JNBY	21.4%	2.9%	6.5%	-0.6%	8.0%	4.1%	9.7%
	less	18.3%	0.2%	17.4%	0.8%	-0.4%	16.3%	18.6%
	新兴品牌	28.7%	107.4%	32.2%	147.3%	74.8%	22.4%	43.4%
按渠道分								
	线下自营	2,158.62	2,077.76	2,299.41	1,116.98	960.78	1,180.90	1,118.52
	线下经销	2,071.08	2,269.04	2,298.51	1,437.23	831.81	1,441.64	856.87
	线上	1,008.45	1,201.59	1,448.34	602.20	599.39	753.32	695.01
YOY								
	线下自营	16.4%	-6.2%	10.7%	-7.7%	-4.5%	5.7%	16.4%
	线下经销	17.7%	9.6%	1.3%	14.2%	2.3%	0.3%	3.0%
	线上	18.4%	18.3%	20.5%	11.9%	25.5%	25.1%	16.0%
毛利润	合计	3470.49	3,638.94	4,029.67	2056.22	1,582.72	2245.45	1,784.22
	毛利率	66.3%	65.6%	66.6%	65.1%	66.2%	66.5%	66.8%
按品牌分								
	JNBY	68.2%	68.6%	69.9%	67.6%	69.9%	69.4%	70.5%
	速写	66.3%	66.2%	67.6%	65.5%	67.0%	67.5%	67.8%
	jnby by JNBY	59.2%	57.9%	60.8%	58.4%	57.2%	60.2%	61.4%
	less	69.9%	69.0%	70.2%	68.8%	69.3%	70.5%	69.7%
	新兴品牌	45.0%	51.5%	48.8%	52.4%	50.3%	48.8%	48.9%
按渠道分								
	线下自营	74.1%	73.9%	73.2%	73.6%	74.2%	73.7%	72.7%
	线下经销	59.3%	58.8%	60.3%	59.0%	58.6%	61.0%	59.0%
	线上	63.8%	64.0%	66.4%	64.2%	63.8%	65.8%	67.0%
费用率								
	销售费用	34.9%	35.6%	36.0%	32.3%	40.0%	32.4%	40.6%
	管理费用	9.7%	9.6%	10.7%	8.6%	10.8%	9.2%	12.6%
	财务费用	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.2%	0.6%
所得税率		30.1%	26.3%	26.4%	27.8%	23.1%	27.5%	24.0%
归母净利润		849.09	892.65	997.45	599.55	293.10	674.33	323.12
净利率		16.2%	16.1%	16.5%	19.0%	12.3%	20.0%	12.1%
YOY		36.7%	5.3%	11.7%	4.7%	6.6%	12.5%	10.2%

资料来源：Wind，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

重点公司财报分析

伟星股份：三季度收入同比增长21%，成本压力下盈利韧性延续

- **前三季度收入与归母净利润双位数增长。**2026年前三季度收入同比+16.35%至42.26亿元；归母净利润同比+13.72%至6.63亿元；扣非归母净利润同比+14.80%至6.57亿元。毛利率同比下降0.95百分点至42.76%，主要受原材料价格上涨、社保新政及产品和客户结构变化影响。销售费用率同比+0.03百分点至8.75%，规模效益及严格费用管控下管理费用率同比-0.90百分点至9.52%；财务费用率同比+0.28百分点至1.62%（财务费用同比+40.18%，主要系汇兑净损失增加）。归母净利率同比下降0.36百分点至15.70%。
- **三季度收入提速，毛利率承压，利润增长稳健。**第三季度收入同比+21.03%至15.67亿元，较二季度+19.19%进一步提速，预计受量价共同驱动；归母净利润同比+16.95%至2.50亿元，扣非归母净利润同比+19.82%至2.52亿元。毛利率同比下降2.19百分点至43.01%，主要受铜、锌合金、石油及其衍生品价格上涨、社保新政及产品和客户结构变化影响，其中纽扣毛利率预计受金属价格上涨影响更大；销售/管理/财务费用率分别同比变动+0.25/-1.30/-0.66百分点至8.88%/9.93%/1.01%；归母净利率同比下降0.56百分点至15.97%。
- **三季度国内业务与拉链增速领先，海外基地持续爬坡。**分区域看：三季度国内业务增速预计整体仍快于国际业务，延续上半年趋势；分品类看：三季度纽扣、拉链两大业务均保持双位数增长，拉链增速预计快于纽扣，与上半年趋势相反。产能与利用率方面：越南、孟加拉基地2026年产能利用率快速爬坡，孟加拉已达到相对合理水平并计划通过新建、购买厂房扩产；越南工厂今年预计达到盈亏平衡，2027年有望继续较快增长。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,674	4,800	5,558	5,913	6,280
(+/-%)	19.7%	2.7%	15.8%	6.4%	6.2%
净利润(百万元)	700	645	731	820	896
(+/-%)	25.5%	-8.0%	13.4%	12.1%	9.3%
每股收益（元）	0.60	0.54	0.62	0.70	0.77
EBITMargin	20.4%	19.8%	16.4%	16.8%	17.3%
净资产收益率（ROE）	16.1%	14.1%	14.6%	14.9%	14.9%
市盈率（PE）	20.6	22.8	20.1	17.6	16.1
EV/EBITDA	13.2	13.2	13.5	12.0	10.8
市净率（PB）	3.3	3.2	2.9	2.6	2.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：伟星股份2026Q3业绩一图

	2023	2024	2025	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
营收（百万元）	3906.5	4674.4	4800.3	1294.8	1167.8	1040.1	1619.2	1567.2
分品类								
拉链	2142.6	2484.1	2560.3					
销量（百万米）	501.0	530.4	552.3					
单价（元/米）	4.3	4.7	4.6					
纽扣	1599.7	1954.5	1989.4					
销量（百万粒）	8910.6	9738.7	10002.3					
单价（元/粒）	0.2	0.2	0.2					
其他辅料	115.7	164.2	174.1					
分区域								
国内	2696.4	3093.8	3078.2					
国外	1210.1	1580.6	1722.1					
YOY								
合计	7.7%	19.7%	2.7%	0.86%	6.72%	6.2%	19.2%	21.0%
分品类								
拉链	6.8%	15.9%	3.1%					
销量	5.7%	5.9%	4.1%					
单价	1.1%	9.5%	-1.0%					
纽扣	9.0%	22.2%	1.8%					
销量	4.6%	9.3%	2.7%					
单价	4.1%	11.8%	-0.9%					
其他辅料	8.8%	41.9%	6.0%					
分区域								
国内	7.2%	14.7%	-0.5%					
国外	8.7%	30.6%	9.0%					
毛利率	40.9%	41.7%	42.0%	45.2%	36.8%	38.4%	45.3%	43.0%
分品类								
拉链	41.0%	42.1%	43.0%					
纽扣	42.2%	43.0%	41.8%					
分区域								
国内	39.7%	41.5%	42.6%					
国外	43.7%	42.2%	41.1%					
费用率	24.0%	23.7%	25.8%	25.1%	31.0%	27.8%	20.9%	24.0%
销售费用率	9.1%	8.9%	9.1%	8.63%	10.41%	9.6%	8.1%	8.9%
管理费用率	10.4%	11.0%	11.6%	11.23%	15.19%	11.4%	7.9%	9.9%
研发费用率	4.0%	3.9%	3.7%	3.58%	3.90%	3.9%	3.5%	4.2%
财务费用率	0.4%	0.0%	1.4%	1.67%	1.49%	2.9%	1.4%	1.0%
营业利润	672.82	852.45	783.55	258.42	71.79	113.40	376.06	292.04
营业利润率	17.2%	18.2%	16.3%	20.0%	6.1%	10.9%	23.2%	18.6%
归母净利润	558.1	700.3	644.6	214.0	61.2	93.1	320.1	250.3
YoY	14.2%	25.5%	-8.0%	3.0%	-20.2%	-7.2%	19.0%	17.0%
净利率	14.3%	15.0%	13.4%	16.5%	5.2%	8.9%	19.8%	16.0%
产能利用率	66.8%	68.8%	65.9%					
境内	69.5%	73.2%	69.6%					
境外	50.6%	48.0%	48.2%					

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

新澳股份：第三季度收入增长18%，毛精纺纱与羊绒纱线业务量价齐升

- **前三季度收入增长20%，归母净利润增长25%。**2026年前三季度公司收入同比+19.7%至46.63亿元，归母净利润同比+24.7%至4.71亿元，扣非归母净利润同比+23.4%至4.58亿元。毛利率20.4%，同比+0.2个百分点；销售费用率1.7%，同比-0.2个百分点；管理费用率2.6%，同比-0.5个百分点；研发费用率2.1%，同比-0.1个百分点；财务费用率1.1%，同比+0.8个百分点，主因汇兑损失增加；毛利率小幅提升叠加管销费用率下降，归母净利率同比+0.4个百分点至10.1%；期末存货29.70亿元，同比增长44%，主因羊毛价格上涨及提前备货。经营活动现金流量净额-0.43亿元（去年同期+2.44亿元），主因毛条价格上涨、采购单价上升，叠加子公司宁夏新澳羊绒有限公司销售规模同比扩大带动采购额增加，导致购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。
- **第三季度收入增长18%，顺价顺利带动毛利率提升。**第三季度公司收入同比+17.6%至15.76亿元，归母净利润同比+36.0%至1.45亿元，扣非归母净利润同比+36.9%至1.42亿元。三季度毛利率18.9%，同比+1.2个百分点，主因羊毛价格上涨、前期相对低位的库存结转，叠加顺价逐步到位所致；销售费用率1.6%，同比-0.3个百分点，管理费用率2.6%，同比-0.6个百分点，研发费用率2.2%，同比+0.1个百分点，财务费用率0.9%，同比+0.2个百分点；但因其他收益、投资、处置及减值占营业收入的比重下降0.5个百分点，归母净利率同比+1.2个百分点至9.2%。
- **第三季度毛精纺纱、羊绒纱线业务量价齐升，毛条均价上涨48%。1）毛精纺纱：**营收7亿元，同比+26%；销量约3680吨，同比+7.4%；均价约19万元/吨，同比+17.3%；毛利率29.1%，同比+1.8个百分点。**2）羊绒纱线：**营收6.6亿元，同比+11%；销量约1015吨，同比+5.2%；均价64.7万元/吨，同比增加5.6%；毛利率10.4%。**3）毛条：**营收2亿元，同比+22.8%；对外销量约1500吨，均价13.4万元/吨，同比+48%；毛利率10.5%，同比+4个百分点。**4）改性处理、染整及羊绒加工业务：**营收约1035万元，销量约860吨，毛利率34.2%。
- **越南一期满产，定增在审，产能扩张积极。**10月14日公司公告定增审报告，因越南一期纺纱产能已全部建成投产，2026年7-8月产能利用率102.3%；桐乡基地长期满负荷，当前新接订单交付周期约2个月，公司拟募资不超10.2亿元，投向越南二期（新增毛精纺纱3,900吨）、年产2,000吨花式纱线、研发中心及补充流动资金。此外因宁夏羊绒产能满负荷运作，公司规划2027年底左右新增精纺及粗纺产能。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,841	5,052	5,966	6,511	6,994
(+/-%)	9.1%	4.4%	18.1%	9.1%	7.4%
净利润(百万元)	428	480	584	656	722
(+/-%)	6.0%	12.1%	21.6%	12.3%	10.1%
每股收益（元）	0.59	0.66	0.62	0.69	0.76
EBITMargin	10.8%	12.0%	12.9%	12.6%	13.0%
净资产收益率（ROE）	12.6%	13.0%	14.6%	15.2%	15.4%
市盈率（PE）	10.7	9.6	10.2	9.1	8.3
EV/EBITDA	9.6	8.2	8.5	7.7	6.8
市净率（PB）	1.35	1.24	1.50	1.38	1.28

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：新澳股份2026Q3业绩一图

	2024	2025	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
收入（百万元）	**4841**	**5052**	**1340**	**1158**	**1285**	**1801**	**1576**
按业务分							
毛精纺纱	2543	2524					
羊绒纱线	1548	1846					
羊毛毛条	666	605					
改性处理及染整	43	41					
销量（吨）							
毛精纺纱	15739	15464					
羊绒纱线	2599	3102					
羊毛毛条	7608	6678					
改性处理及染整	3770	3605					
单价（万元/吨）							
毛精纺纱	16.2	16.3					
羊绒纱线	59.6	59.5					
羊毛毛条	8.8	9.1					
改性处理及染整	1.1	1.1					
按区域分							
国内	3432.1	3358.9					
国外	1370.9	1661.2					
收入YOY	**9.1%**	**4.4%**	**1.9%**	**19.4%**	**16.5%**	**24.1%**	**17.6%**
按业务分							
毛精纺纱	1.8%	-0.7%					
羊绒纱线	26.6%	19.3%					
羊毛毛条	0.9%	-9.3%					
改性处理及染整	33.7%	-4.8%					
按区域分							
国内	11.2%	-2.1%					
国外	3.1%	21.2%					
毛利率	**19.0%**	**20.0%**	**17.6%**	**19.0%**	**20.4%**	**21.8%**	**18.9%**
毛精纺纱	26.8%	27.4%					
羊绒纱线	11.1%	13.1%					
羊毛毛条	5.2%	7.2%					
改性处理及染整	34.6%	35.9%					
费用率	**8.8%**	**8.3%**	**8.5%**	**8.9%**	**8.8%**	**7.5%**	**7.8%**
营业税金及附加	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.4%	0.6%	0.6%
销售费用率	2.1%	1.9%	1.9%	1.7%	1.9%	1.6%	1.6%
管理费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.4%	3.1%	2.2%	2.5%
研发费用率	2.3%	2.3%	2.1%	2.5%	2.0%	2.0%	2.2%
财务费用率	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%	1.4%	1.1%	0.9%
其他经营收益率	**0.6%**	**0.4%**	**1.0%**	**0.9%**	**-0.5%**	**0.1%**	**0.5%**
营业利润	10.7%	12.0%	10.2%	11.1%	11.1%	14.3%	11.6%
所得税率	12.4%	14.8%	12.1%	13.7%	13.7%	15.5%	14.4%
归母净利润	**428.3**	**480.1**	**106.8**	**102.7**	**120.1**	**205.3**	**145.2**
yoy	6.0%	12.1%	2.8%	76.4%	18.6%	21.2%	36.0%
归母净利率	8.8%	9.5%	8.0%	8.9%	9.3%	11.4%	9.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

华利集团：三季度收入利润降幅收窄，毛利率同环比提升

- **前三季度收入同比下滑，产能利用率下降叠加关税让利致利润承压。**2026年前三季度公司收入164.43亿元，同比-11.98%；主要受消费需求疲软、品牌方下单谨慎及部分老客户订单波动影响。归母净利润同比下滑35.42%至15.73亿元，扣非归母净利润同比下滑42.40%至14.40亿元。盈利能力仍然承压，其中毛利率同比-2.6pct至19.4%，主要受新工厂产能爬坡、产能调配及关税让利影响；经营利润率同比-3.5pct至13.1%，归母净利率同比-3.5pct至9.6%。期间费用率同比+2.1pct至6.6%，主要系汇率变动致汇兑损失增加、财务费用率同比+0.7pct至0.5%；所得税率同比+5.3pct至26.3%。营运资金周转保持健康，存货周转天数67天（2025年末为55天），存货余额较2025年末+27.3%至36.64亿元。资本开支17.24亿元（同比-18.7%），主要用于工厂新建及扩建。
- **单三季度业绩降幅收窄，盈利能力环比改善。**三季度单季公司收入同比-8.3%至55.18亿元；归母净利润同比-18.9%至6.20亿元，扣非归母净利润同比-26.2%至6.02亿元，毛利率22.6%，同环比分别提升0.4%/5.0%，预计主要受益于生产效率提升、新工厂产能爬坡及关税下降；经营利润率15.0%，归母净利率11.2%，分别环比+1.9/+2.6pct，同比降幅较上半年明显收窄，经营边际改善。三季度经营性现金流净额16.66亿元，净现比2.69，现金流表现较好。
- **销量降幅收窄，美元单价基本稳定。**拆分量价来看，公司前三季度销售运动休闲鞋1.56亿双，同比-7.22%；人民币单价约为105.4元/双，同比约-5.1%；三季度单季销量0.52亿双，同比-3.2%，人民币单价约106.78元/双，同比-5.3%，美元单价同比约-0.5%，人民币单价降幅大于美元单价主要受人民币升值影响。销量下滑主要受部分老客户订单波动及品牌方下单谨慎影响，但三季度销量降幅较上半年明显收窄。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	22,617	23,895	25,098
(+/-%)	19.4%	4.1%	-9.5%	5.6%	5.0%
净利润(百万元)	3840	3207	2329	2962	3299
(+/-%)	20.0%	-16.5%	-27.4%	27.2%	11.4%
每股收益（元）	3.29	2.75	2.00	2.54	2.83
EBITMargin	20.6%	17.2%	14.3%	16.4%	17.4%
净资产收益率（ROE）	22.0%	19.7%	13.8%	16.9%	17.9%
市盈率（PE）	11.7	14.0	19.3	15.2	13.6
EV/EBITDA	9.0	10.1	13.2	11.1	10.0
市净率（PB）	2.58	2.77	2.67	2.56	2.45

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：华利集团2026Q3业绩一图

	2024	2025	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3
总收入(亿元)	240.06	249.80	60.19	63.01	43.15	66.11	55.18
分量价							
销量(百万双)	223.43	226.99	53.37	58.99	42.96	61.37	51.67
单价(人民币口径)	107.23	109.96	112.78	106.81	100.44	107.72	106.78
总收入YOY	19.4%	4.1%	-0.3%	-3.0%	-19.4%	-9.5%	-8.3%
分量价							
销量	17.5%	1.6%	-3.0%	-2.4%	-13.0%	-5.9%	-3.2%
单价	1.5%	2.5%	2.7%	-0.6%	-7.3%	-3.8%	-5.3%
单价(美元口径)	0.5%	2.2%	2.5%	0.5%	-4.3%	1.1%	-0.5%
分客户							
客户一	4.7%	-17.7%					
客户二	26.4%	-0.1%					
客户三	26.4%	-15.3%					
分地区（客户所在地）							
美洲	18.1%	-4.9%					
欧洲	24.3%	56.7%					
其他	44.4%	52.8%					
毛利润	64.34	54.68			7.71	11.65	12.49
毛利率	26.8%	21.9%	22.2%	21.7%	17.9%	17.6%	22.6%
美洲	27.2%	23.3%					
欧洲	24.2%	16.8%					
其他	20.8%	18.7%					
费用率	6.0%	4.5%	5.2%	4.5%	7.6%	5.2%	7.4%
销售费用	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.2%	0.4%
管理费用	4.5%	2.8%	2.7%	3.0%	4.2%	2.8%	5.1%
研发费用	1.6%	1.7%	1.9%	1.5%	2.3%	1.6%	1.8%
财务费用	-0.4%	-0.2%	0.5%	-0.3%	0.6%	0.6%	0.2%
经营利润	49.67	41.73	9.36	10.71	4.51	8.67	8.29
比率	20.7%	16.7%	15.5%	17.0%	10.4%	13.1%	15.0%
营业外收支	-0.19	-0.16	-0.04	0.01	-0.05	0.03	-0.03
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
利润总额	49.48	41.57	9.32	10.72	4.46	8.69	8.26
比率	20.6%	16.6%	15.5%	17.0%	10.3%	13.1%	15.0%
所得税	11.12	9.50	1.66	2.32	0.61	3.00	2.02
所得税率	22.5%	22.9%	17.8%	21.6%	13.7%	34.5%	24.4%
净利润	38.40	32.07	7.65	7.71	3.84	5.68	6.20
比率	16.0%	12.8%	12.7%	12.2%	8.9%	8.6%	11.2%
YoY	20.0%	-16.5%	-20.7%	-22.7%	-49.6%	-37.4%	-18.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

开润股份：第三季度收入下降3%，箱包代工增速环比改善

- **前三季度收入增长2%，费用率优化与少数股东损益占比下降推动净利率提升。**公司主营业务包括箱包、服装代工和品牌经营业务。前三季度收入同比+2.2%至38.0亿元，归母净利润同比+12.7%至3.13亿元，扣非归母净利润同比+17.0%至3.00亿元。毛利率同比-0.5pct至23.8%，主因业务结构调整、原材料价格影响及去年同期高毛利订单基数所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.3/-0.4/+0.1/-0.6pct至3.6%/5.7%/2.2%/1.3%，其中销售费用率下降主因市场营销运营费下降，管理费用率下降主因折旧、摊销费用下降，财务费用率下降主要受存款利息收入增加和汇兑损失减少带动。费用率优化叠加嘉乐持股比例提升带动少数股东损益占比下降，归母净利率同比+0.8pct至8.2%。经营活动现金流净额同比-8.3%至3.95亿元。
- **第三季度收入受高基数影响小幅下滑，毛利率小幅提升，财务费用率改善明显。**第三季度收入同比-3.1%至12.5亿元；归母净利润同比+11.9%至1.02亿元，扣非归母净利润同比+18.8%至0.90亿元。毛利率同比+0.1pct至23.9%，主因代工端客户结构优化与生产效率提升所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.0/-0.4/+0.2/-0.6pct至4.0%/6.2%/2.4%/1.4%，财务费用率下降主因单季汇兑损失降至约1200万元（去年同期近2000万元）。归母净利率同比+1.1pct至8.1%。
- **箱包代工增速环比改善，服装代工受高基数拖累持平，90分单季度恢复正增长。1）代工业务：**第三季度制造收入约11.1亿元，同比低单位数增长。其中，箱包代工收入约6.7亿元，同比中低单位数增长，增速较上半年略有提升；服装代工收入同比基本持平，主因去年同期世界杯相关服装订单集中导入抬高基数所致。**2）品牌业务：**第三季度收入约1.5亿元，同比下滑约20%，其中小米业务约1亿元、90分约0.4亿元；90分单季收入已恢复正增长、全年有望同比持平，公司预计四季度增速环比继续改善。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,240	4,892	5,048	5,275	5,498
(+/-%)	36.6%	15.4%	3.2%	4.5%	4.2%
净利润(百万元)	381	331	373	404	424
(+/-%)	229.5%	-13.1%	12.8%	8.2%	5.1%
每股收益（元）	1.59	1.38	1.56	1.68	1.77
EBITMargin	11.7%	13.7%	11.4%	11.6%	11.7%
净资产收益率（ROE）	17.8%	15.4%	15.9%	15.8%	15.3%
市盈率（PE）	10.7	12.3	10.9	10.1	9.6
EV/EBITDA	11.3	9.5	9.8	8.9	8.2
市净率（PB）	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：开润股份2026Q3业绩一图

	2024	2025	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4
收入（百万元）	4240.2	4891.6	1291.5	1172.9	1257.3	1291.8	1251.1	1247.5
YoY	36.6%	15.4%	8.2%	-3.5%	1.9%	8.2%	-3.1%	6.4%
代工	3,533.6	4,240.9	1,098.2	918.8	1,140.0	1,167.1	1,105.0	1,064.9
YoY	44.6%	20.0%	13.2%	-11.2%	7.5%	12.6%	0.6%	15.9%
占比	83.3%	86.7%	85.0%	78.3%	90.7%	90.3%	88.3%	85.4%
品牌	658.0	607.1	193.2	107.5	117.3	105.4	146.0	162.7
YoY	5.1%	-7.7%	-5.0%	-37.9%	-32.1%	-21.2%	-24.4%	51.3%
占比	15.5%	12.4%	15.0%	9.2%	9.3%	8.2%	11.7%	13.0%
毛利率	22.9%	23.9%	23.8%	22.6%	24.2%	23.3%	23.9%	22.8%
代工	22.6%	23.6%						
品牌	25.5%	27.1%						
费用率	14.5%	14.2%	15.1%	15.1%	12.6%	12.4%	14.3%	14.3%
销售费用	5.3%	4.3%	4.0%	5.5%	3.3%	3.5%	4.0%	5.1%
管理费用	6.0%	5.9%	6.6%	5.3%	5.4%	5.4%	6.2%	5.8%
研发费用	2.3%	2.1%	2.2%	1.7%	2.2%	2.1%	2.4%	1.5%
财务费用	1.0%	2.0%	2.0%	2.2%	1.4%	1.0%	1.4%	1.4%
其他								
其他经营收益率	3.5%	0.2%	1.2%	-1.2%	-1.3%	0.1%	1.5%	-2.1%
其中：投资净收益	2.8%	0.4%	1.2%	-0.1%	-1.1%	0.3%	0.1%	0.0%
所得税率	16.4%	18.9%	9.8%	28.2%	19.1%	13.2%	19.5%	12.5%
归母净利润	381.0	331.1	91.0	53.4	98.8	112.3	101.8	60.5
YoY	229.5%	-13.1%	25.6%	-11.6%	15.7%	10.8%	11.9%	13.3%
归母净利率	9.0%	6.8%	7.0%	4.6%	7.9%	8.7%	8.1%	4.9%
少数股东权益	20.0	47.4	24.9	(1.0)	5.5	11.1	9.5	4.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：品牌服饰把握高端消费韧性及高股息，制造板块关注领先增长与基本面修复标的

品牌端优选高端运动户外与差异化休闲龙头具备超额增速，业绩确定性较强；制造端优选订单能见度高、盈利修复弹性大的龙头，兼顾估值安全边际；后续跟踪关键节点为双十一流水和排名、10月社零、流水与出口数据。

1）**品牌服饰：**终端边际改善，高端运动户外、差异化休闲及中高端家纺延续相对景气。9月服装社零同比+1.2%、增速转正，1-9月累计+4.6%，9月增速较7-8月的-1.0%/-0.5%明显修复。品牌延续分化趋势，建议把握品牌力、产品创新与渠道质量占优、Q4及明年有能力持续领跑的高端消费标的，重点推荐**安踏体育、比音勒芬、三夫户外**，以及业绩稳健股息率6%以上的**罗莱生活、江南布衣**。

2）**纺织制造：**出口提速验证外需修复，订单拐点与盈利改善共振。9月服装出口+17.8%、纺织纱线出口+25.2%，增速较7-8月显著提升；Q3代工盈利拐点初步确认，上游制造提价顺利，Q4预计延续环比改善趋势。建议关注订单能见度高、产能与客户结构占优的制造龙头，并把握盈利边际改善的修复型标的，重点推荐**伟星股份、新澳股份、华利集团、申洲国际、开润股份**。

投资建议：品牌服饰把握高端消费韧性，制造板块关注领先增长与基本面修复标的

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（人民币元）	总市值（亿人民币元）	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E
2020.HK	安踏体育	优于大市	60.7	1710	4.86	5.70	5.80	12.48	10.64	10.46
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	26.9	154	0.96	1.40	1.78	27.91	19.19	15.13
002780.SZ	三夫户外	优于大市	13.5	22	0.32	0.63	0.90	41.69	21.42	14.88
002293.SZ	罗莱生活	优于大市	11.9	99	0.62	0.76	0.84	19.01	15.50	14.16
3306.HK	江南布衣	优于大市	18.0	97	1.72	1.87	2.00	10.47	9.63	8.99
002003.SZ	伟星股份	优于大市	12.4	147	0.54	0.62	0.70	22.78	20.08	17.62
603889.SH	新澳股份	优于大市	6.3	60	0.66	0.62	0.69	9.57	10.23	9.11
300979.SZ	华利集团	优于大市	38.6	450	2.75	2.00	2.54	14.03	19.32	15.19
2313.HK	申洲国际	优于大市	31.1	471	3.88	3.04	3.67	8.01	10.20	8.47
300577.SZ	开润股份	优于大市	17.0	41	1.38	1.56	1.68	12.31	10.92	10.10

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

风险提示

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

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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中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