纺织服装行业专题

从商业模式和现金流角度挖掘板块红利价值投资机遇

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：丁诗洁
0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

证券分析师：刘佳琪
010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

报告摘要

- **纺服行业轻资产商业模式造就稳态高分红机会，过往业绩稳健的公司是典型红利价值股。**消费端的品牌服饰企业，由于公司上游的生产环节以外包为主，下游的部分门店经营由经销商承担，正常经营下大部分公司的capex/净利润在30%以内，存货与应收占用可控，格局稳定、盈利可持续的前提下，80%-100%的分红率不影响日常周转；生产端的纺织制造企业，在制造业中也相对轻资产，capex/经营现金流多在23%-46%，扩产以设备更新和稳健的新厂节奏为主，50%-90%的分红率下仍能靠自身现金流自给。在良好的现金流模式下，业绩表现稳健的公司市场对其分红确定性也具有更高信心，我们选取过往三年业绩表现优秀、分红率高于60%、capex/净利润低于50%的公司，品牌端包括波司登、江南布衣、海澜之家、罗莱生活、水星家纺，制造端为百隆东方、晶苑国际。

- **另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转。**此类公司普遍出现在代工制造板块，作为全球头部品牌的核心供应商，长期竞争格局稳固、经营实力较强，长期保持60%-80%的分红率。但在品牌去库和贸易政策扰动下，2026年同时遇到利润低点与capex高点，业绩显著承压。过去一年以来股价跌幅较深，以至于在较低的估值水平下股息率仍在5%-10%。展望未来，此类公司的行业地位、客户关系与产能布局没有弱化，短期压力来自客户去库、关税分摊、新厂爬坡与汇率，2027年利润修复方向明确，幅度取决于订单回流与产能利用率，一旦市场对其明后年业绩反弹具有信心，相应的预期分红金额也将显著上升，具体包括华利集团、申洲国际、裕元集团、九兴控股。

- **另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌。**此类公司在过往良好的盈利水平和现金周转效率的支撑下，以往的分红率在行业内不算高，多年来积累了现金冗余，当前净现金占市值14%-68%，留存主要用于并购与自有产能和物流设施投入等。然而消费市场整体增长机会放缓、品牌未来大额capex需求下降，此类公司分红率由40%-50%提到80%-90%仍可满足稳态现金平衡，具有提升分红比例的可能性，具体包括安踏体育、李宁、希音-W、比音勒芬。

- **风险提示：**宏观经济表现不及预期；门店扩张不及预期；品牌库存恶化；原材料价格大幅波动；国际政治经济风险；公司大额对外投资导致现金消耗；分红能力及意愿不及预期的风险；股东减持风险；系统性风险。

核心观点

投资建议：轻资产高分红为基，把握红利价值三类机会。

纺服行业轻资产、强现金流的商业模式造就稳态高分红机会，板块分红率在全部一级行业中位居前列。我们从商业模式与现金流角度出发，按三类逻辑梳理红利价值投资机遇：

1）**典型红利价值股：**业绩稳健、分红率高且可持续，重点推荐：**罗莱生活、江南布衣、波司登、海澜之家、百隆东方**，建议关注晶苑国际。此类公司过往三年业绩表现优秀、分红率高于60%、资本开支占净利润比重低于50%，按2026E测算股息率约5.4%—7.9%，估值普遍在12倍以下，利润企稳与capex收敛下股息率仍有上移空间。

2）**困境反转型代工龙头：**长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转，重点推荐：**华利集团、申洲国际**，建议关注裕元集团、九兴控股。此类公司为全球头部品牌核心供应商，2026年利润低点与capex高点重合，股价跌幅较深而股息率仍达5%—10%，2027年伴随短期压力缓解、利润修复方向明确，低估值、高股息与盈利修复共振。

3）**分红意愿待释放的优质品牌：**高分红能力具备而意愿尚未释放，建议关注：**安踏体育、李宁、希音-W、比音勒芬**。此类公司净现金占市值14%—68%，历史分红率仅40%—60%，增长机会放缓、大额capex需求下降后，分红率提升至80%—90%仍可维持稳态现金平衡，若分红率提升兑现，股息率弹性显著。

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	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
002293.SZ	罗莱生活	优于大市	12.4	104	0.62	0.76	0.84	19.95	16.27	14.86
3306.HK	江南布衣	优于大市	19.5	105	1.72	1.87	2.00	11.36	10.45	9.75
3998.HK	波司登	优于大市	3.9	459	0.34	0.37	0.39	11.42	10.65	10.00
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.1	292	0.45	0.44	0.48	13.46	13.67	12.60
601339.SH	百隆东方	优于大市	7.7	115	0.44	0.67	0.68	17.53	11.41	11.34
300979.SZ	华利集团	优于大市	36.2	423	2.75	2.00	2.54	13.19	18.15	14.27
2313.HK	申洲国际	优于大市	36.0	545	3.88	3.04	3.67	9.29	11.83	9.82
2020.HK	安踏体育	优于大市	67.4	1898	4.86	5.70	5.80	13.87	11.82	11.62
2331.HK	李宁	优于大市	13.2	344	1.14	0.89	0.92	11.64	14.87	14.30
0625.HK	希音-W	优于大市	34.9	1494	2.85	2.17	2.79	12.22	16.04	12.51
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	28.1	160	0.96	1.40	1.78	29.08	19.99	15.76

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 轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

02 另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

03 另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

04 附表及投资建议

目录

01 轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

02 另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

03 另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

04 附表及投资建议

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **商业模式决定分红能力强**
- **品牌端：部分品牌能长期分掉80%-90%的利润，原因是营运资本占用低、capex以维护性为主、账上现金厚。**

1. **营运资本占用较低。**加盟模式下，品牌把货卖给加盟商即确认收入，加盟商承担终端库存；直营比例高的公司存货压力更大，但可通过柔性快反与首单比例控制。
2. **资本开支以维护性投入为主。**水星家纺、罗莱生活、海澜之家在对应年度的capex约占净利润的8%－30%，主要用于门店改造、物流及信息化，但不构成大额资本开支周期。
3. **账上现金厚，利息与理财收益进一步支撑利润。**海澜之家、波司登、江南布衣、水星家纺、罗莱生活的净现金约占市值的15%－43%，为分红提供一定缓冲。

- **制造端：成熟期扩产节奏较稳。**百隆东方2023－2025年capex约占经营现金流的14%－42%，若分红90%后经营现金流仍然充足。越南产能已占总产能78%，海外基地的一次性建设高峰过去，后续以设备更新和效率改造为主。

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

- **纺织服饰行业分红率在全部一级行业中处于前列**
- **分红率区间：**2021－2026Q3为27%－113%。其中2021－2025年为69%－113%。
- **一级行业排名：**2025年纺服分红率为81.21%，在31个一级行业中排名第7；2026Q3为27.31%，排名第4。

表：A股各一级行业近五年分红率

序号	一级行业	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1-Q3
1	建筑材料	33.79%	41.19%	54.72%	98.18%	141.92%	30.25%
2	轻工制造	39.52%	58.65%	63.79%	97.97%	113.01%	10.65%
3	计算机	44.74%	69.66%	95.97%	153.74%	111.40%	24.79%
4	钢铁	37.97%	53.24%	59.71%	-210.21%	98.26%	70.93%
5	传媒	57.99%	155.71%	65.47%	122.90%	87.11%	19.96%
6	食品饮料	52.74%	70.52%	69.01%	71.02%	83.55%	3.09%
7	**纺织服饰**	**92.99%**	**113.13%**	**68.87%**	**98.49%**	**81.21%**	**27.31%**
8	农林牧渔	-20.24%	78.79%	-139.85%	41.32%	69.13%	-5.09%
9	社会服务	-30.00%	-25.44%	43.26%	64.02%	68.20%	6.05%
10	家用电器	47.53%	49.88%	51.89%	56.26%	64.83%	1.74%
11	医药生物	31.59%	38.44%	48.87%	56.87%	62.47%	13.89%
12	电力设备	24.73%	26.00%	34.18%	74.87%	61.80%	11.71%
13	通信	55.56%	58.45%	64.29%	65.10%	61.38%	33.13%
14	美容护理	30.38%	60.93%	46.32%	61.52%	55.65%	20.75%
15	环保	36.44%	40.59%	42.07%	57.32%	55.07%	4.19%
16	煤炭	51.22%	45.73%	46.78%	47.49%	51.01%	19.39%
17	交通运输	31.07%	77.29%	38.86%	45.22%	50.57%	10.89%
18	石油石化	44.25%	58.65%	47.51%	48.54%	49.37%	25.61%
19	基础化工	25.41%	28.03%	46.11%	47.99%	48.01%	10.53%
20	机械设备	38.03%	41.15%	43.98%	50.98%	47.49%	8.01%
21	国防军工	29.65%	31.50%	40.98%	58.65%	46.29%	13.46%
22	电子	25.03%	34.25%	55.51%	46.45%	43.84%	1.87%
23	公用事业	81.24%	48.16%	35.28%	37.20%	38.12%	3.14%
24	汽车	43.40%	41.75%	40.56%	43.28%	37.61%	9.86%
25	银行	28.25%	28.21%	28.93%	29.14%	29.30%	7.09%
26	有色金属	22.27%	20.19%	26.97%	30.13%	29.26%	8.32%
27	非银金融	31.32%	35.26%	33.84%	26.50%	24.81%	9.27%
28	建筑装饰	18.22%	19.13%	19.26%	21.72%	24.56%	2.94%
29	房地产	55.01%	-55.23%	-111.30%	-6.49%	-3.08%	-0.22%
30	综合	-47.04%	-7.25%	-25.51%	-29.03%	-10.03%	15.95%
31	商贸零售	-207.85%	-730.14%	76.73%	68.88%	-86.63%	5.54%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：行业分类标准为申银万国行业分类（2021）

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

- **服装家纺：**分红率较高，2021－2025年分红率为81.12%－226.18%，2026Q3为34.46%。2025年服装家纺在41个消费的二级行业中排名第4；2026截至Q3排名第3。
- **纺织制造：**分红率不及服装家纺，但仍处消费二级行业的中上游。2021－2025年分红率为57.08%－62.90%，2026Q3为21.27%，除2025年外其余年份分红率均处消费二级行业的中上游，2026截至Q3排名第6。

表：A股消费类二级行业近五年分红率

序号	一级行业	二级行业	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1-Q3
1	食品饮料	食品加工	84.57%	69.46%	109.06%	89.99%	135.46%	9.81%
2	商贸零售	专业连锁Ⅱ	44.40%	-21.67%	50.59%	113.71%	125.34%	18.85%
3	家用电器	照明设备Ⅱ	60.35%	51.22%	63.81%	100.51%	116.45%	16.40%
4	**纺织服饰**	**服装家纺**	**128.26%**	**149.03%**	**81.12%**	**226.18%**	**113.55%**	**34.46%**
5	社会服务	旅游及景区	-7.07%	-7.06%	66.42%	73.57%	109.11%	0.00%
6	家用电器	厨卫电器	52.17%	53.29%	65.01%	66.89%	98.61%	58.50%
7	食品饮料	调味发酵品Ⅱ	47.20%	53.21%	54.78%	67.79%	90.58%	2.76%
8	轻工制造	包装印刷	48.85%	64.68%	74.12%	96.29%	86.21%	11.10%
9	农林牧渔	动物保健Ⅱ	28.89%	45.46%	60.21%	116.30%	85.71%	4.96%
10	食品饮料	白酒Ⅱ	49.13%	71.92%	68.43%	69.30%	84.79%	0.10%
11	食品饮料	饮料乳品	69.61%	72.70%	72.21%	83.43%	80.35%	18.09%
12	社会服务	酒店餐饮	148.59%	-11.47%	46.38%	57.06%	74.85%	1.10%
13	轻工制造	家居用品	50.97%	61.78%	65.50%	76.74%	73.62%	9.67%
14	商贸零售	互联网电商	-1.54%	-3.92%	-78.19%	38.67%	72.99%	9.71%
15	轻工制造	文娱用品	63.70%	38.55%	46.36%	58.58%	71.45%	7.86%
16	农林牧渔	饲料	-7.34%	41.75%	-17.62%	36.59%	71.19%	-9.70%
17	家用电器	白色家电	48.90%	48.02%	51.18%	58.02%	70.17%	0.00%
18	农林牧渔	养殖业	-5.21%	121.27%	-13.49%	34.00%	66.45%	-1.62%
19	纺织服饰	饰品	96.28%	227.97%	59.08%	69.52%	65.62%	21.03%
20	农林牧渔	种植业	57.44%	74.62%	47.76%	106.36%	63.88%	-32.19%
21	农林牧渔	农业综合Ⅱ	66.16%	57.80%	122.46%	85.27%	63.06%	0.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：行业分类标准为申银万国行业分类（2021）

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

- **服装家纺：**分红率较高，2021－2025年分红率为81.12%－226.18%，2026Q3为34.46%。2025年服装家纺在41个消费的二级行业中排名第4；2026截至Q3排名第3。
- **纺织制造：**分红率不及服装家纺，但仍处消费二级行业的中上游。2021－2025年分红率为57.08%－62.90%，2026Q3为21.27%，除2025年外其余年份分红率均处消费二级行业的中上游，2026截至Q3排名第6。

表：A股消费类二级行业近五年分红率（续）

序号	一级行业	二级行业	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1-Q3
22	**纺织服饰**	**纺织制造**	**60.34%**	**62.90%**	**57.08%**	**59.68%**	**60.94%**	**21.27%**
23	美容护理	个护用品	23.58%	45.36%	51.21%	61.36%	60.56%	22.37%
24	家用电器	其他家电II	38.76%	62.27%	89.46%	53.20%	59.98%	0.00%
25	食品饮料	非白酒	48.25%	62.84%	56.56%	58.69%	57.44%	2.34%
26	美容护理	化妆品	32.70%	58.28%	41.48%	63.12%	55.35%	17.83%
27	农林牧渔	农产品加工	21.22%	77.12%	62.19%	56.90%	51.52%	1.18%
28	食品饮料	休闲食品	51.51%	71.96%	69.20%	86.80%	50.62%	8.34%
29	美容护理	医疗美容	47.33%	142.77%	51.04%	59.37%	49.19%	26.77%
30	家用电器	小家电	59.57%	77.04%	57.39%	54.81%	48.68%	4.89%
31	社会服务	专业服务	31.64%	36.59%	36.02%	46.47%	44.08%	8.65%
32	商贸零售	旅游零售II	23.69%	26.75%	46.98%	44.67%	39.36%	0.00%
33	家用电器	家电零部件II	32.34%	32.93%	41.46%	39.01%	38.32%	10.18%
34	家用电器	黑色家电	15.23%	47.38%	47.04%	36.45%	31.48%	0.00%
35	商贸零售	贸易II	18.73%	24.90%	26.40%	36.93%	28.58%	0.00%
36	社会服务	体育II	-2.30%	-0.40%	0.73%	26.01%	0.00%	0.00%
37	农林牧渔	林业II	-1.03%	16.28%	6.92%	-2.82%	-1.00%	0.00%
38	农林牧渔	渔业	-7.64%	43.26%	-20.87%	-3.97%	-2.39%	0.00%
39	商贸零售	一般零售	60.76%	98.16%	134.96%	127.23%	-21.46%	9.42%
40	轻工制造	造纸	20.58%	51.24%	54.13%	-124.26%	-51.51%	13.39%
41	社会服务	教育	-20.45%	-12.74%	-16.63%	-68.59%	-75.50%	68.08%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：行业分类标准为申银万国行业分类（2021）

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红率与股息率：**

1. 2023-2025年平均分红率：百隆东方91.7%、罗莱生活91.1%、海澜之家91.1%、波司登79.5%、江南布衣77.6%、水星家纺63.2%、晶苑国际55.5%；
2. 2023-2025年分红/FCF比例：普遍在60-90%，仍有现金冗余；
3. 按2026E测算的股息率：江南布衣7.9%、百隆东方7.8%、波司登7.6%、水星家纺6.7%、海澜之家6.5%、罗莱生活6.1%、晶苑国际5.4%。
4. 2026E估值水平：7家公司2026EPE在9.5-16.3倍，除海澜之家14.1倍、罗莱生活16.3倍外均在12倍以下
5. 未来机会：利润企稳、capex收敛、估值低。盈利在稳定或增长基础上，未来即使分红率不变，股息率也会上移。并且部分公司capex收敛释放自由现金流。低估值提供股息率的安全边际。利润零增长假设下，8%左右的股息率已构成回报主要来源；估值修复则带来股息与资本利得双重收益。

表：稳健高分红公司估值与分红情况

公司简称	代码	市值(亿人民币)	25vs23净利CAGR	27vs26净利增速	PE2025	PE2026E	PE2027E	23-25平均分红率	2026E分红率	2026E股息率	净现金/市值	分红/FCF(23-25)
波司登	03998.HK	451.2	14.0%	7.2%	11.3x	10.5x	9.8x	79.5%	80.0%	7.6%	34.6%	62.2%
海澜之家	600398.SH	293.0	-14.3%	9.3%	13.5x	14.1x	12.9x	91.1%	91.0%	6.5%	42.6%	69.3%
晶苑国际	02232.HK	196.6	16.8%	12.2%	12.5x	11.5x	10.3x	55.5%	62.0%	5.4%	15.2%	88.8%
百隆东方	601339.SH	114.0	14.1%	5.7%	17.4x	11.6x	10.9x	91.7%	90.0%	7.8%	-7.0%	57.5%
江南布衣	03306.HK	103.6	19.9%	7.1%	11.6x	9.7x	9.1x	77.6%	77.0%	7.9%	16.6%	73.1%
罗莱生活	002293.SZ	102.7	-4.7%	10.9%	19.8x	16.3x	14.7x	91.1%	100.0%	6.1%	15.3%	69.6%
水星家纺	603365.SH	41.3	3.6%	10.7%	10.1x	9.5x	8.6x	63.2%	64.0%	6.7%	30.6%	62.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：盈利预测来自万得一致预期

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**

- **波司登（03998.HK）：**

1. 业绩近况：FY2026收入273.50亿元，同比增长5.6%；归母净利润39.94亿元，同比增长13.7%。品牌羽绒服收入235.60亿元、+8.7%，其中波司登主品牌197.52亿元、+6.9%，雪中飞25.72亿元、+16.6%；贴牌加工收入30.94亿元、-8.3%。利润增速高于收入，部分来自政府补助增加、所得税率下降及财务费用率下降。FY2024-FY2026归母净利润30.74、35.14、39.94亿元，两年复合增速14.0%。

2. 股息率与估值：三年分红率79.3%、78.8%、80.2%，平均79.5%，我们预计未来仍有望维持约80%派息率。FY2026每股派息31.3港仙，分红率80.2%。按80%测算，FY2027、FY2028股息率7.6%、8.2%，对应PE10.5倍、9.8倍。

3. 现金情况：净现金156.00亿元，占市值34.6%；货币资金29.77亿元、定期存款48.71亿元、其他金融资产87.09亿元（含理财及资管计划，附注未拆分）、银行借贷9.57亿元。剔除未拆分项后净现金68.91亿元、占市值15.3%。是同时具备高分红承诺、高股息率、净现金厚三项特征的品牌公司。

- **海澜之家（600398.SH）：**

1. 业绩近况：2026年上半年营业收入124.20亿元，同比增长7.4%；归母净利润14.88亿元，同比下降5.9%。收入增长来自线上、团购及海外业务，利润受毛利率及费用投入影响。2023-2025年归母净利润分别为29.52、21.59、21.66亿元；

2. 股息率与估值：分红率分别为91.1%、91.2%、90.9%，平均91.1%，是样本中唯一连续三年分红率维持90%以上的品牌公司。2025年每股派息0.41元，2026年中期每股派息0.27元。按91%分红率测算，2026E、2027E股息率分别为6.5%、7.1%，对应PE14.1倍、12.9倍。

3. 现金情况：净现金124.75亿元，占市值42.6%。货币资金65.75亿元、一年内到期定期存款及利息15.83亿元、其他非流动资产中12个月以上定期存款及利息40.21亿元；短期借款、长期借款、应付债券均为0。

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **罗莱生活（002293.SZ）：**

1. 业绩表现：2026年上半年营业收入23.02亿元，同比增长5.5%；归母净利润2.49亿元，同比增长34.4%。国内家纺业务收入19.46亿元，同比增长8.77%，归母净利润2.70亿元，同比增长27.18%；美国家具业务收入3.56亿元，同比下降9.25%，亏损2172万元，同比收窄。2023-2025年归母净利润分别为5.72、4.33、5.20亿元，两年复合增速-4.7%。

2. 分红情况：2023-2025年现金分红率分别为58.3%、115.5%、99.5%，平均91.1%；2025年每股派息0.62元，2026年中期每股派息0.28元。按2026年100%分红率测算，2026E、2027E股息率分别为6.1%、6.8%，对应PE16.3倍、14.7倍；

3. 现金情况：净现金15.71亿元，占市值15.3%，主要由货币资金3.47亿元、其他债权投资4.10亿元、一年内到期其他债权投资9.14亿元、其他流动资产中定期存单0.75亿元、理财3.81亿元构成；有息负债5.56亿元。

- **水星家纺（603365.SH）**

1. 业绩表现：2026年上半年营业收入19.76亿元，同比增长2.8%；归母净利润1.50亿元，同比增长6.4%；扣非归母净利润1.26亿元，同比增长22.2%。上半年毛利率46.28%，同比提升2.4个百分点，大单品带动产品结构上移。2023-2025年归母净利润分别为3.79、3.67、4.07亿元，两年复合增速3.6%；

2. 分红情况：分红率分别为62.4%、63.6%、63.6%，平均63.2%；年度分红比例预计延续维持在60%以上。按64%分红率测算，2026E、2027E股息率分别为6.7%、7.5%，对应PE9.5倍、8.6倍。

3. 现金情况：净现金12.62亿元，占市值30.6%；货币资金5.86亿元，交易性金融资产6.84亿元；有息负债0.08亿元。

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **百隆东方（601339.SH）**

1. 业绩情况：色纺纱龙头，越南产能130万锭、占总产能78%，2026年前三季度收入62.90亿元、同比增长9.9%，归母净利润7.96亿元、同比增长44.8%，扣非7.36亿元、同比增长44.7%；单三季度毛利率19.17%、同比提升8.88个百分点。2025年全年收入78.61亿元、同比-1.0%，归母净利润6.56亿元、同比+60.0%，扣非6.12亿元、同比+179.0%，毛利率13.67%、同比提升3.47个百分点，主要来自前期低价棉花库存、产能利用率上升、费用率下降。

2. 分红情况：2023-2025年分红率88.7%、95.1%、91.4%，三年均维持90%左右；2025年中期每股0.15元、末期0.25元，合计0.40元/股；2026年8月已实施中期每股0.18元，年内还计划再派一次中期。按90%分红率、2026E归母净利9.86亿元测算，2026E股息率7.8%；2027E净利10.43亿元对应股息率8.2%，PE11.6倍、10.9倍。

3. 现金情况：现金流属于自给自足型。2023-2025年经营现金流8.09、13.83、10.88亿元，capex仅3.42、2.81、1.48亿元，扣除租赁付款后三年累计FCF25.00亿元、累计分红14.37亿元，分红/FCF57.5%；2026年前三季度经营现金流9.12亿元、capex1.54亿元，capex/OCF不到17%。但百隆的净现金略负。2026H1货币资金25.24亿元、一年内到期非流动资产1.83亿元，短期借款11.63亿元、一年内到期非流动负债7.73亿元、长期借款15.66亿元，净现金-7.94亿元、占市值-7.0%。有息负债与海外产能、原料备货相匹配，分红并未依赖新增借款（近三年筹资现金流为净流出）。

轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **晶苑国际（02232.HK）**

1. 业绩情况：2026年上半年收入12.96亿美元，同比增长5.4%；归母净利润1.09亿美元，同比增长10.6%。休闲服收入3.81亿美元、+12.1%，运动及户外服3.39亿美元、+8.2%，牛仔服2.40亿美元、-8.7%；上半年资本开支1.12亿美元，同比增加0.52亿美元，主要用于埃及生产基地。2023-2025年归母净利润11.58、14.28、15.79亿元，两年复合增速16.8%。
2. 股息率与估值：过往三年普通分红率40.2%、60.0%、66.2%，平均55.5%，普通分红率较2023年明显提升。2026年中期每股派息18.0港仙、派息率60%。按万得一致预期测算，2026E、2027E股息率5.4%、6.0%，对应PE11.5倍、10.3倍。
3. 现金情况：估算净现金29.87亿元人民币，占市值15.2%（现金结余4.44亿美元、短期银行存款0.12亿美元，银行借款0.18亿美元，管理层披露净现金4.39亿美元）。

目录

01 轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

02 另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

03 另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

04 附表及投资建议

另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **全球运动鞋服龙头代工厂：2026是盈利低点，未来困境反转分红回报可观**
- **业绩近况：2026年受客户下单谨慎、关税分摊、汇兑亏损等影响，普遍处于业绩低点。**

1. 今年上半年业绩大幅下滑的四家全球运动鞋服的头部代工厂，华利、申洲、裕元、九兴，客户覆盖Nike、Adidas、Puma、Deckers、VF等，2026年的共同压力是客户去库与关税分摊，部分叠加成本传导和汇兑亏损压力，而以上负面因素在2027年均有望改善，带来利润弹性。

2. 华利集团2026H1归母净利-43.0%，申洲国际-40.0%，裕元集团-57.9%，九兴控股-18.6%；业绩均显著下滑的核心原因如下：华利2026H1销售运动鞋1.04亿双、同比-9.0%，产能利用率降至90.3%；申洲2026H1收入-5.3%、毛利率22.6%、同比-4.6个百分点，受人工成本、人民币升值、原材料涨价及关税分摊影响，叠加净利润受大额汇兑亏损拖累；裕元2026H1制造业务归母净利-67.9%，鞋履出货量-6.4%、均价+1.6%；九兴2026H1归母净利-18.6%，毛利率20.3%、同比-2.3个百分点。

3. 分红端华利中期分红率122.5%（上半年分红金额同比持平），申洲维持60%左右，裕元维持70%，九兴常规70%并拟额外派发特别股息。

- **现金流情况：资本开支高峰与利润低点在这两年重合，长期现金流支撑高分红率，净现金厚。**

1. 资本开支：华利2025年capex26.9亿元、2026年1-3季度17.2亿元，主要含印尼产能前期土地投入，未来稳步投产预期capex将回落；申洲越南新面料厂capex1.5亿美元已落地，印尼项目1.6-2亿美元分三年投入，预期后续投资也将回落。

2. 2023-2025年平均分红率：华利集团63.4%、申洲国际约60%、九兴控股常规约70%、裕元集团约70%。

3. 净现金/市值：申洲24.6%、九兴13.2%、华利7.5%，裕元-7.9%。申洲净现金133.34亿元，可覆盖2026年预计净利3倍；九兴13.06亿元、净资本负债率-17.6%；华利34.48亿元。按历史分红率看以上公司分红/FCF普遍<100%，如公司有意进一步提升分红率，当前现金垫也足以支撑数年。

另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **未来机会：2027年供需格局有望反转，业绩与分红额同步反弹。**
- **需求好转：**根据我们预测，下游品牌客户经过一年以上去库，已经临近尾声，近期供应商业绩也呈现环比订单修复趋势，明年收入恢复增长也将带动产能利用率改善。同时，华利近期为大客户新建工厂在持续爬坡，90.3%的产能利用率是近年低点，新厂投产后若能填满，单位成本明显下降；申洲国际在近期国内和柬埔寨新增产能也将随着人效爬坡进一步优化产能利用率。
- **估值修复：**四家2026EPE约11.5-19.3倍，其中申洲11.9倍、九兴11.9倍、裕元11.5倍，处于历史中枢以下。根据悲观-乐观假设，2027年利润有望恢复14%-22%，PE不变的情况下股价有对应空间，叠加5%-7%的股息率，是低估值、高股息、盈利修复的组合。
- **2027E股息率：**按2027年业绩复苏后的股息率排序，裕元7.4%、九兴6.7%、申洲6.0%、华利5.0%。

表：盈利有望修复的纺织服装制造公司估值与分红情况

公司简称	代码	市值(亿人民币)	25vs23净利CAGR	27vs26净利增速	PE2025	PE2026E	PE2027E	23-25平均分红率	2026E分红率	2026E股息率	净现金/市值	分红/FCF(23-25)
华利集团	300979.SZ	461.5	0.1%	19.3%	14.4x	19.3x	16.2x	63.4%	100.0%	5.2%	7.5%	101.3%
申洲国际	02313.HK	543.0	13.1%	19.0%	9.3x	11.9x	10.0x	59.1%	60.0%	5.1%	24.6%	95.8%
裕元集团	00551.HK	188.6	17.3%	22.0%	7.0x	11.5x	9.4x	68.9%	70.0%	6.1%	-7.9%	55.9%
九兴控股	01836.HK	99.0	-1.5%	14.5%	10.2x	11.9x	10.4x	69.5%	118.0%	9.9%	13.2%	69.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：盈利预测来自万得一致预期

另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **华利集团（300979.SZ）**

1. 业绩近况：2026年上半年营业收入109.25亿元、同比-13.7%，归母净利润9.53亿元、同比-43.0%，销售运动鞋1.04亿双、同比-9.0%，产能利用率90.3%。公司预计下半年订单环比改善，全年收入仍同比下降，2027年恢复增长。2023-2025年归母净利润32.00、38.40、32.07亿元，两年复合增速0.1%；

2. 分红情况：三年分红率43.7%、69.9%、76.4%，平均63.4%。2026年中期每股派息1.00元、分红率122.5%，维持去年同期分红额，2026年6月末未分配利润约95亿元，未来常态化分红率预计维持70%以上。一致预期2026年归母净利23.95亿元（-25.3%）、2027年28.57亿元（+19.3%）。按2026年100%、2027年80%分红率测算，股息率5.2%、5.0%，对应PE19.3倍、16.2倍。

3. 现金情况：净现金34.48亿元、占市值7.5%；货币资金47.05亿元、银行理财14.90亿元、其他非流动金融资产2.88亿元，短期借款30.35亿元。买地高峰已过，常态化capex按15亿元，2027E净利28.57亿元对应FCF16.3亿元，假设按80%分红则缺口6.6亿元，如未来业绩不增长，净现金可支撑5.2年。

4. 2026年11月10日公司公告，拟以自有资金不超过5亿美元（约合人民币33.58亿元）投资光通信企业O-Net Technologies不超过25%股权，交易尚处意向筹划阶段，金额、比例、方式均不确定，存在延期或终止风险。该投资为财务性投资、不纳入合并报表，属资产形态转换而非现金损失（标的2025年净利2.27亿元、2026年1-5月净利2.35亿元，处于盈利上升通道）。但若按上限实施，金额相当于中报净现金34.48亿元的97%，三季报净现金的77%，大幅消耗公司净现金，分红能力将基本取决于主业现金流修复：按2027E净利28.57亿元、常态化capex15亿元测算稳态FCF约16亿元，可自给的分红率约57%，高于该水平的分红需更高的盈利水平，如假设2027年净利润率修复至15%，则对应约37.3亿元的净利润和25.8亿元的FCF，可自给的分红率约69%。

另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **申洲国际（02313.HK）**

1. 业绩近况：2026年上半年收入141.79亿元、同比-5.3%，归母净利润19.05亿元、同比-40.0%；毛利率22.6%、同比-4.6个百分点。管理层指引下半年销量同比持平、毛利率环比改善，Nike与Puma降幅收窄，Adidas与优衣库增速放缓。2023-2025年归母净利润45.57、62.41、58.25亿元；分红率61.8%、56.9%、58.6%，平均59.1%。
2. 分红情况：2026年中期每股派息0.88港元，上年同期1.38港元。测算2026年归母净利约45.77亿元（-21.4%）、2027年约54.48亿元（+19.0%）；按60%分红率测算，股息率5.1%、6.0%，对应PE11.9倍、10.0倍。
3. 现金情况：净现金133.34亿元、占市值24.6%；现金152.80亿元、定期存款115.00亿元、理财13.16亿元，银行借贷147.62亿元。净现金可覆盖2026年预计净利的3倍。

另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **裕元集团（00551.HK）**

1. 业绩近况：2026年上半年营业收入39.72亿美元、同比-2.2%，归母净利润0.72亿美元、同比-57.9%，其中制造业务归母净利0.50亿美元、同比-67.9%；制造业务毛利率14.3%、同比-3.4个百分点，鞋履出货量1.19亿双、同比-6.4%，均价20.95美元、同比+1.6%。2023-2025年归母净利润19.46、27.95、26.79亿元；

2. 分红情况：三年普通分红率67.5%、68.7%、70.3%，平均68.9%；FY2025每股派息1.30港元、派息率70%。按70%测算，2026E、2027E股息率6.1%、7.4%，对应PE11.5倍、9.4倍。

3. 现金情况：净现金-14.96亿元、占市值-7.9%，为样本中的净负债公司之一。2026年6月末银行结余及现金8.16亿美元、银行借贷10.40亿美元，净负债2.24亿美元，2025年末为净现金0.63亿美元。

- **九兴控股（01836.HK）**

1. 业绩近况：2026年上半年收入7.87亿美元、同比+1.5%，归母净利润0.64亿美元、同比-18.6%，毛利率20.3%、同比-2.3个百分点。2026年是三年规划中的投资年，孟加拉、印尼、越南三家新工厂于下半年投产，全年出货量指引持平。2023-2025年归母净利润9.99、12.18、9.70亿元；

2. 分红情况：三年普通分红率约70.3%、69.6%、68.6%，平均69.5%（不包含2024、2025年每股0.56港元特别股息）。2026年常规派息率维持约70%，另承诺通过股份回购及特别股息额外返还不超过6000万美元；2026年中期每股派息42港仙、派息率约70%。按2026年118%（含回购及特别回报假设）、2027年70%测算，回报率约9.9%、股息率约6.7%，对应PE11.9倍、10.4倍。

3. 现金情况：净现金13.06亿元、占市值13.2%；现金2.10亿美元、银行借贷0.19亿美元，公司披露净现金1.92亿美元，净资本负债率-17.6%。

目录

01 轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

02 另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

03 另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

04 附表及投资建议

另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **高毛利、强现金流、账上现金厚，提分红不差能力只待时机。**
- **筛选出四家公司：李宁、希音、安踏体育、比音勒芬。**这类公司行业地位稳固、现金流强、账上净现金厚，其中三家历史分红率约40%-60%，希音上市前未派息，留存利润投向并购、渠道、供应链与新业务。增长机会减少、大额capex需求下降之后，留存现金的边际回报下降，提分红成为提升股东回报效率的直接方式。四家净现金占市值约14%-68%，来源是高毛利、轻资产、强回款。安踏2026H1毛利率63.9%、同比+0.5个百分点，经营现金净流入130.81亿元，净现金391亿元、较2025年末317亿元增长23.3%；李宁净现金197.88亿元、占市值58.5%，其中现金130.03亿元、定期存款63.85亿元、理财4.00亿元，无银行借款（2026年11月5日宣布将派发60亿元特别股息）；希音净现金1004.61亿元、占市值68.2%，现金30.43亿美元、短期投资115.45亿美元，无银行借款；比音勒芬净现金22.70亿元、占市值14.2%，无有息负债。
- **分红与自由现金流的比值反映实际能分而未分的程度。**品牌服饰毛利率50%-64%，扣除渠道费用后净利率10%-20%，测算稳态经营capex/净利约12%-37%（安踏15.6%、希音11.9%、比音勒芬36.0%，李宁36.8%为渠道改造叠加利润低点）。相比之下2023-2025年平均分红率：比音勒芬57.9%、安踏体育50.8%、李宁48.4%；希音上市前未派息（2027E假设50%）。安踏三年累计FCF436.24亿元（已扣租28亿元/年）、分红约175.47亿元，分红/FCF40.2%，三年留存260.77亿元、相当于当前净现金391亿元的66.7%；李宁分红/FCF52.9%；比音勒芬分红/FCF361.4%主因阶段性资本开支加大，现金垫来自历史积累。
- **分红率能否提升的约束条件：**

1. 大额资本开支是否结束（如安踏的并购、李宁广西基地收尾与渠道投入、希音的物流基建）；
2. 管理层对股东回报的态度和治理层面的推动（分红考核、市值管理）。

另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **测算分红率每提10个百分点的股息率弹性：**以2027E净利为基数，分红率每提升10个百分点，对应股息率提升幅度＝10%×2027E净利/市值。

1. 安踏：2027E净利160.29亿元、市值1888.1亿元，每10个百分点对应0.85%；50%/90%分红率对应股息率4.2%/7.6%。
2. 李宁：2027E净利27.16亿元、市值338.0亿元，每10个百分点对应0.80%；若分红率由50%提到90%，股息率由4.0%升至7.2%。
3. 希音：2027E净利123.86亿元、市值1473.6亿元，每10个百分点对应0.84%；50%/90%分红率对应股息率4.2%/7.6%。
4. 比音勒芬：2027E净利9.79亿元、市值160.3亿元，每10个百分点对应0.61%；若分红率由70%提到90%，股息率由4.3%升至5.5%。

表：具备分红提升潜力的品牌公司估值与分红情况

公司简称	代码	市值(亿人民币)	25vs23净利CAGR	27vs26净利增速	PE2025	PE2026E	PE2027E	23-25平均分红率	2026E分红率	2026E股息率	净现金/市值	分红/FCF(23-25)
比音勒芬	002832.SZ	160.3	-22.2%	24.0%	29.1x	20.3x	16.4x	57.9%	70.0%	3.4%	14.2%	361.4%
安踏体育	02020.HK	1,888.1	15.2%	5.0%	13.9x	12.4x	11.8x	50.8%	50.0%	4.0%	20.7%	40.2%
希音-W（SHEIN）	00625.HK	1,473.6	-14.3%	-13.2%	10.2x	10.3x	11.9x	0.0%	40.0%	3.9%	68.2%	0.0%
李宁	02331.HK	338.0	-4.0%	14.5%	11.5x	14.2x	12.4x	48.4%	50.0%	3.5%	40.8%	52.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：盈利预测来自万得一致预期；李宁净现金按2026年中报金额减去11月5日宣布的60亿特别股息推算。

另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **安踏体育（02020.HK）**

1. 业绩近况：2026年上半年收入435.07亿元、同比+12.9%；归母净利润94.87亿元、同比+34.9%，剔除AmerSports配售事项权益摊薄产生的一次性利得15.49亿元后，经调整归母净利润79.38亿元、同比+12.9%；毛利率63.9%、同比+0.5个百分点。安踏、FILA、其他品牌收入分别为177.71、150.45、106.91亿元，同比+4.8%、+6.1%、+44.2%，DESCENTE与KOLONSPORT所在的其他品牌分部仍是主要增长来源。中期股息每股1.51港元、派息率50.3%。2023-2025年归母净利润102.36、155.96、135.88亿元，其中2024年含AmerSports上市及配售的一次性非现金利得，剔除后为119.30亿元。
2. 分红情况：三年分红率50.9%、51.4%、50.1%，平均50.8%，连续三年稳定在50%附近；2025年全年派息245港仙（中期137、末期108）、派息率50.1%。按50%测算，2026E、2027E股息率4.0%、4.2%，对应PE12.4倍、11.8倍。
3. 现金情况：净现金391.00亿元、占市值20.7%，较2025年末的317亿元增长23.3%。2023-2025年自由现金流合计436.24亿元（已扣租赁付款）、分红合计175.47亿元，分红占FCF的40.2%，近三年留存260.77亿元、相当于当前净现金的66.7%，现金垫主体由近三年造血形成。

- **能否支撑提分红：**以2027E归母净利160.29亿元、90%分红率测算，分红所需144.26亿元；情景A（三年平均FCF145.4亿元，已扣租28亿元）与情景B（正常化OCF232.42亿元－租赁付款28.0亿元－常态化capex25.0亿元＝179.42亿元）均能覆盖，覆盖后分别余1.14亿元、35.16亿元。

另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **李宁（02331.HK）**

1. 业绩近况：2026年上半年收入152.35亿元、同比+2.8%，归母净利润18.16亿元、同比+4.5%，毛利率50.9%、同比+0.9个百分点；宣派中期股息每股0.3512元、派息率50%。管理层将全年收入指引下调至低单位数增长，净利率指引中单位数至高单位数。2023-2025年归母净利润31.87、30.13、29.36亿元，两年复合增速-4.0%；
2. 分红情况：三年分红率44.1%、50.6%、50.5%，平均48.4%。2026E、2027E股息率3.5%、4.0%，对应PE14.2倍、12.4倍。
3. 现金情况：按2026年中报净现金197.88亿元、占市值62.2%，其中现金130.03亿元、定期存款63.85亿元、理财4.00亿元，无银行借款。如减去11月5日宣布的60亿元特别分红则仍剩余137.9亿元。2026年预计归母净利23.72亿元，净现金为当期净利的8.3倍。若分红率由50%提升至70%，2026E股息率由3.5%升至4.9%，2027E升至5.6%。

- **低分红、厚现金最典型的一家：**三年平均分红率48.4%、净现金占市值58.5%，理论提分红空间最大。按90%分红率测算，2027年分红所需24.44亿元，对比FCF20.49亿元有约4.00亿元缺口，以197.9亿元净现金/4.0亿元缺口，约可支撑49.5年（若扣除60亿特别股息约为34.3年）。

另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **比音勒芬（002832.SZ）**

1. 业绩近况：2026年前三季度营业收入40.77亿元、同比+27.4%，归母净利润7.47亿元、同比+20.5%；上半年收入26.01亿元、同比+23.7%，归母净利润4.91亿元、同比+18.4%。2023-2025年归母净利润9.11、7.81、5.51亿元，两年复合增速-22.2%；
2. 分红情况：三年分红率62.7%、36.6%、74.6%，平均57.9%。按70%测算，2026E、2027E股息率3.4%、4.3%，对应PE20.3倍、16.4倍。
3. 现金情况：净现金22.70亿元、占市值14.2%；货币资金14.66亿元、交易性金融资产5.02亿元、其他流动资产中理财3.02亿元，无有息负债。PE20.3，净现金占市值14.2%，2023-2025年分红/FCF361%，主因分母被收购（2023年4月收购CERRUTI1881与KENT&CURWEN全球商标支出9,500万欧元、约6.85亿元）和总部建设（总投资不超过23亿元、分三期8至10年建设，2025年末在建工程4.71亿元。）一次性资本开支压低。

- **假设分红率90%：**不考虑总部开支，2027年稳态FCF5.72亿元，对8.81亿元分红所需缺口3.09亿元，22.7亿元净现金约可撑7.3年；若把项目期年均2.3亿元计入，capex5.8亿元、缺口5.4亿元、可撑4.2年。

另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **相关公司分红与现金详情：**
- **希音-W（00625.HK）**

1. 业绩近况：2026年9月1日在港交所上市，发行2.80亿股B类股份，发行价48.56港元，发行后总股本42.46亿股，对应市值约2062亿港元。2025年收入418.47亿美元、同比+8.0%，净利润20.64亿美元、同比-38.7%，经调整净利润18.16亿美元、同比+62.3%；2026年一季度收入90.52亿美元、同比+1.1%，净亏损0.99亿美元。2023-2025年归母净利润197.54、241.89、145.07亿元，两年复合增速-14.3%。
2. 分红情况：上市前未派息，招股书承诺上市后年度派息不低于扣除重大资本开支后净利润的50%。按2026年40%、2027年50%分红率测算，股息率3.9%、4.2%，对应PE10.3倍、11.9倍。
3. 现金情况：净现金1004.61亿元、占市值高达68.2%。现金30.43亿美元、短期投资115.45亿美元、按公允价值计量的投资1.62亿美元，无银行借款；受限制现金6.22亿美元未计入。

- **若分红率提到90%，2027E股息率约为7.6%。**

目录

01 轻资产商业模式造就稳态高分红，业绩稳健典型红利价值股梳理

02 另类机会一：长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转

03 另类机会二：高分红能力具备而意愿尚未释放的优质品牌

04 附表及投资建议

附表：相关公司未来高分红可持续年份测算

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：相关公司假设提高分红率可持续性测算（金额单位亿元人民币）

公司简称	市场	OCF/净利润三年平均倍数	判断	偏离原因与正常化依据	假设分红率	2027E股息率	分红所需现金	2027E归母净利	正常化倍数	正常化OCF	减：租赁付款	调整后OCF	常态化capex	测算FCF	缺口金额	可支撑年数
罗莱生活	A股	1.84	偏高	2023-25存货由16.4亿元降至10.9亿元、周转天数由约200天降至152天，营运资本释放推高OCF；2026H1周转天数回升至176天，释放接近尾声；平均1.84取1.20	90%	6.7%	6.28	6.98	1.20	8.37	0.40	7.97	1.54	6.43	-0.15	可自我覆盖
水星家纺	A股	1.34	正常	存货9.6-10.0亿元、应收3亿元上下，营运资本稳定，OCF/NP三年1.30-1.41，取1.25偏保守	90%	7.4%	4.33	4.81	1.25	6.01	0.16	5.85	0.32	5.53	-1.20	可自我覆盖
海澜之家	A股	1.64	偏高	2024年存货由93.4亿元增至119.9亿元、OCF/NP降至1.07；2025年回落、2026H1降至88.0亿元，去库释放使2025年升至2.07。去化来自降低首单与柔性快反（可持续）和老货出清、斯搏兹并表基数（一次性），奥莱/FCC扩张会重新加库存，平均1.64取1.15	90%	7.1%	20.46	22.73	1.15	26.14	3.06	23.08	4.30	18.78	1.68	基本自给
江南布衣	港股	1.59	正常	FY2024OCF/NP1.89受存货下降（8.57→7.89亿港元）与合同负债增加推动；FY2025存货回升至10.23亿港元、比值回落至1.27；平均1.54取1.35	90%	8.4%	10.29	11.43	1.35	15.43	2.88	12.55	7.73	4.82	5.47	3.2
波司登	港股	1.71	偏高	FY2026H1库存同比-20.3%来自暖冬后原材料采购放缓与主动去化；FY2026末存货总额41.1亿元较期初39.5亿元上升3.9%，净值降至35.8亿元为跌价准备增加；羽绒价格2024年见顶回落降低单位成本，属成本红利而非可持续去库，平均1.71取1.30	90%	8.1%	41.49	46.10	1.30	59.93	4.40	55.53	10.83	44.70	-3.21	可自我覆盖
晶苑国际	港股	1.21	正常	2024年应收增加6.4亿元、存货增加2.7亿元，OCF/NP降至0.53；2025年恢复1.20；扩张期营运资本占用属阶段性，平均1.21取1.15	80%	6.0%	15.33	19.16	1.15	22.03	0.17	21.86	15.12	6.74	8.59	3.5
华利集团	A股	1.17	正常	OCF/NP三年稳定在1.15-1.20，但2026H1营运资本占用6.0亿元（存货+2.1、应收+3.9），收入恢复伴随铺货，平均1.17取1.10	80%	5.4%	22.85	28.57	1.10	31.42	0.20	31.22	15.00	16.22	6.63	5.2
申洲国际	港股	0.98	偏低	港股口径下，利息收入约11亿元计入投资活动，已付所得税约9.4亿元计入经营活动，影响经营现金流与净利润的可比性。2023－2025年OCF/净利润分别为1.15、0.84、0.95，平均0.98；2026H1存货由年初的67.1亿元降至60.6亿元，OCF/净利润为1.42，营运资本占用未见明显恶化。正常化倍数取1.05。	80%	6.0%	43.59	54.48	1.05	57.21	0.42	56.79	19.50	37.29	6.30	21.2
裕元集团	港股	2.12	偏高	2023年OCF/NP3.45为去库存（存货由113亿降至88亿港元）与应收回落带来的周期底部释放；2024-25回落至1.37/1.55，平均2.12取1.35	80%	7.5%	16.03	20.04	1.35	27.06	0.88	26.18	18.00	8.18	7.86	净负债
九兴控股	港股	1.53	正常	2024年营运资本释放3.5亿元推高至1.54，2025年回落1.42；新厂投产期存货与应收占用增加，平均1.53取1.35	80%	6.8%	7.61	9.52	1.35	12.85	0.03	12.82	6.05	6.77	0.85	15.4
比音勒芬	A股	1.21	正常	2024年存货增加2.4亿元使OCF/NP降至0.96；2026H1存货13.0亿元、周转天数440天，收入高增伴随持续铺货，平均1.21取1.05	90%	4.3%	8.81	9.79	1.05	10.28	1.06	9.22	3.50	5.72	3.09	7.3
李宁	港股	1.62	正常	存货25.5亿元、应收13.2亿元同步增加，OCF/NP1.47-1.75，主要靠D&A与使用权资产折旧支撑，平均1.62取1.35	90%	4.0%	24.44	27.16	1.35	36.66	6.24	30.42	10.00	20.42	4.02	34.3
希音-W	港股	0.81	不可比	报表净利含可转换可赎回优先股公允价值变动，2023-25经调净利16.4/11.2/18.2亿美元，对应OCF/经调净利1.10/1.25/1.54，平均1.30；2026E一致预期13.73亿美元为经调口径	90%	4.2%	111.51	123.90	1.30	161.07	16.30	144.77	15.00	129.77	-18.26	可自我覆盖
安踏体育	港股	1.62	正常	2023-25年OCF/净利1.92/1.40/1.55，平均1.62：2023年应付及合同负债大幅增加推高至1.92，2024年存货增加36亿元压低至1.40，2025年回补至1.55；取1.45，略低于均值，因存货周转天数升至137天	90%	4.3%	144.30	160.33	1.45	232.48	28.00	204.48	25.00	179.48	-35.18	可自我覆盖
百隆东方	A股	2.21	正常	2023-25年OCF/净利1.61/3.37/1.66，均值2.21：2024年存货47.1→39.9亿元、去库释放现金使比值升至3.37，不具持续性；取1.45，略低于三年均值	80%	8.2%	8.34	10.43	1.45	15.12	0.03	15.09	2.50	12.59	-4.25	可自我覆盖

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理；
注：盈利预测来自万得一致预期

投资建议：轻资产高分红为基，把握红利价值三类机会

纺服行业轻资产、强现金流的商业模式造就稳态高分红机会，板块分红率在全部一级行业中位居前列。我们从商业模式与现金流角度出发，按三类逻辑梳理红利价值投资机遇：

1）**典型红利价值股：**业绩稳健、分红率高且可持续，重点推荐：**罗莱生活、江南布衣、波司登、海澜之家、百隆东方**，建议关注晶苑国际。此类公司过往三年业绩表现优秀、分红率高于60%、资本开支占净利润比重低于50%，按2026E测算股息率约5.4%—7.9%，估值普遍在12倍以下，利润企稳与capex收敛下股息率仍有上移空间。

2）**困境反转型代工龙头：**长期格局和分红能力占优，短期业绩受困但明年预期反转，重点推荐：**华利集团、申洲国际**，建议关注裕元集团、九兴控股。此类公司为全球头部品牌核心供应商，2026年利润低点与capex高点重合，股价跌幅较深而股息率仍达5%—10%，2027年伴随短期压力缓解、利润修复方向明确，低估值、高股息与盈利修复共振。

3）**分红意愿待释放的优质品牌：**高分红能力具备而意愿尚未释放，建议关注：**安踏体育、李宁、希音-W、比音勒芬**。此类公司净现金占市值14%—68%，历史分红率仅40%—60%，增长机会放缓、大额capex需求下降后，分红率提升至80%—90%仍可维持稳态现金平衡，若分红率提升兑现，股息率弹性显著。

表：重点公司盈利预测及投资评级

代码	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
002293.SZ	罗莱生活	优于大市	12.4	104	0.62	0.76	0.84	19.95	16.27	14.86
3306.HK	江南布衣	优于大市	19.5	105	1.72	1.87	2.00	11.36	10.45	9.75
3998.HK	波司登	优于大市	3.9	459	0.34	0.37	0.39	11.42	10.65	10.00
600398.SH	海澜之家	优于大市	6.1	292	0.45	0.44	0.48	13.46	13.67	12.60
601339.SH	百隆东方	优于大市	7.7	115	0.44	0.67	0.68	17.53	11.41	11.34
300979.SZ	华利集团	优于大市	36.2	423	2.75	2.00	2.54	13.19	18.15	14.27
2313.HK	申洲国际	优于大市	36.0	545	3.88	3.04	3.67	9.29	11.83	9.82
2020.HK	安踏体育	优于大市	67.4	1898	4.86	5.70	5.80	13.87	11.82	11.62
2331.HK	李宁	优于大市	13.2	344	1.14	0.89	0.92	11.64	14.87	14.30
0625.HK	希音-W	优于大市	34.9	1494	2.85	2.17	2.79	12.22	16.04	12.51
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	28.1	160	0.96	1.40	1.78	29.08	19.99	15.76

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

1. 宏观经济表现不及预期；
2. 门店扩张不及预期；
3. 品牌库存恶化；
4. 原材料价格大幅波动；
5. 国际政治经济风险；
6. 公司大额对外投资导致现金消耗；
7. 分红能力及意愿不及预期的风险；
8. 股东减持风险；
9. 系统性风险。

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