

纺织服装2025中报总结暨三季报前瞻

品牌趋势企稳，制造订单预期改善

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

- **板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压。** 1) **2025年中报：**收入端，2025上半年纺织制造/服装家纺板块收入分别同比+7.8%/-6.4%。利润率端，上半年纺织制造板块毛利率维持在19.4%，净利率提升2.2%至8.5%。服装家纺板块毛利率同比+0.1%至46.1%，净利率下降1.1%至8.5%。存货方面，上半年纺织制造企业库销比基本持平在3.9月左右，服装家纺公司库销比显著下降至6.7月左右。2) **季度趋势：**2025Q2：纺织制造收入增速放缓，但仍保持中单位数增长（+6.6%）。服装家纺收入降幅收窄（-4.6%），利润持续承压。3) **重点公司：**代工龙头（如华利、申洲）订单饱满，利润率在高基数基础上小幅下滑；棉纺企业盈利增长亮眼；服装品牌中运动赛道景气度较高。
- **消费端：运动好于休闲，专业产品、新业态驱动增长。** 1) **业绩总结：**运动品牌收入延续10%上下的增长趋势，核心净利率稳定在15%上下；非运动服饰品牌大部分收入下滑，稳健医疗收入高增30%以上，比音勒芬、中国利郎、水星家纺中高个位数，整体净利率同比下降。2) **季度趋势：**大部分品牌Q2增长较Q1放缓，运动品牌库存健康但库销比呈现同比略增的趋势，Q2行业折扣有所加深，库销比的增幅有所缓解。3) **渠道分析：**线上普遍好于线下，门店总体净关优化，部分品牌直营保持增长；运动品牌大店新业态积极探索，海澜之家京东奥莱8月底开至43家。运动品牌流水增长与收入基本匹配。4) **电商趋势：**运动品牌以专业跑鞋延续较快增长动能，各品类中新品结构性贡献增大，7-8月运动鞋服整体同比+5.4%，其中跑鞋品类+12.9%；7-8月非运动服饰同比+0.7%，分品类看睡衣家居增长较好。
- **制造端：关税影响需求预期，代工龙头扩张积极。** 1) **业绩总结：**2025上半年纺织制造行业保持稳健增长，二季度受关税政策扰动、下游客户下单偏谨慎，收入增长略有放缓表现分化。代工龙头积极扩产，新产能短期构成小幅盈利拖累，上游材料公司唯有棉纺企业盈利改善，内需疲软传导下外销普遍好于内销。2) **近况展望：**8月台企营收仍受关税、台币汇率波动影响；预期三季度后汇率和关税影响减弱。目前美国对等关税落地，代工厂分摊关税预计在3%以内。Nike、ASICS品牌明确不转嫁代工厂；部分品牌对美出口部分需要制造商部分共摊关税。
- **三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善。** 1) **服装家纺板块：**收入端，从7-8月品牌流水来看，去年同期基数相对较低，今年同比增速环比二季度基本均有提速；9月存在中秋假期错期影响，预计三季度整体增速相较7-8月稍有放缓，但环比二季度仍有改善。利润端，直营占比上升带动毛利率有望提升，但费用结构变化等因素下预计净利润仍有压力。2) **纺织制造板块：**收入端，二季度下游客户下单受关税政策扰动相对谨慎，7月关税政策落地后，三季度接单发货预计有所改善。利润端，受新厂盈利拖累的因素有望环比改善。
- **风险提示：**宏观经济表现不及预期，产能扩张不及预期，供应商下游客户库存恶化，关税政策不确定性，国际政治经济风险，系统性风险。

• 投资建议：重点关注基本面稳健低估值龙头。

1) 品牌服饰：看好运动户外赛道的长期增长动力，短期关注景气细分赛道和新品催化机会。国务院办公厅近期印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》，表示到2030年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过7万亿元。建议首先把握品类分化趋势，看好高端细分与跑步赛道布局的品牌，重点推荐**安踏体育、特步国际、李宁、361度**。非运动品牌，建议重点关注消费品核心品类成长性领先的**稳健医疗**，以及近期经营趋势有望改善、中长期新业态打开成长空间的海澜之家。

2) 纺织制造：关注行业受关税影响下企业经营存在预期差的机会。关税引发制造商面临利润压力与需求压力，而具体影响程度受企业的产能布局、市场布局、客户结构、行业地位分化而存在预期差，重点推荐中长期业绩韧性与持续性强，短期存在盈利改善弹性，当前估值性价比显现的代工龙头**申洲国际、华利集团、开润股份**；以及细分赛道制造优质龙头**伟星股份、健盛集团、百隆东方**。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2020. HK	安踏体育	优于大市	87. 6	2405	4. 80	5. 50	18. 2	15. 9
1368. HK	特步国际	优于大市	6. 1	166	0. 50	0. 53	12. 1	11. 4
2331. HK	李宁	优于大市	16. 9	428	0. 97	1. 09	17. 4	15. 5
1361. HK	361度	优于大市	5. 6	114	0. 60	0. 65	9. 3	8. 6
300888. SZ	稳健医疗	优于大市	39. 8	232	1. 71	1. 99	23. 3	20. 0
600398. SH	海澜之家	优于大市	6. 9	332	0. 48	0. 54	14. 4	12. 7
2313. HK	申洲国际	优于大市	55. 6	818	4. 37	4. 96	12. 7	11. 2
300979. SZ	华利集团	优于大市	54. 5	46	3. 06	3. 57	17. 8	15. 3
300577. SZ	开润股份	优于大市	23. 4	56	1. 48	1. 64	15. 8	14. 3
002003. SZ	伟星股份	优于大市	10. 7	125	0. 61	0. 67	17. 6	16. 0
603558. SH	健盛集团	优于大市	9. 8	35	0. 92	1. 00	10. 6	9. 8
601339. SH	百隆东方	优于大市	5. 5	83	0. 44	0. 47	12. 4	11. 7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

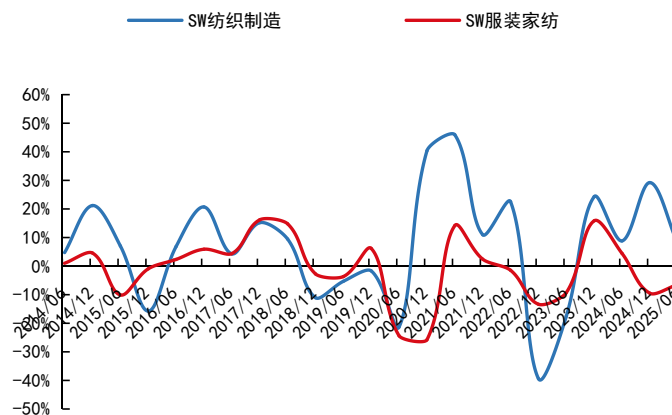
- **板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压。**
- **1) 2025年中报：纺织制造盈利韧性凸显，服装家纺业绩承压。**收入端，2025上半年纺织制造/服装家纺板块收入分别同比+7.8%/-6.4%。利润率端，上半年纺织制造板块毛利率维持在19.4%，净利率提升2.2%至8.5%。服装家纺板块毛利率同比+0.1%至46.1%，净利率下降1.1%至8.5%。存货方面，上半年纺织制造企业库销比基本持平在3.9月左右，服装家纺公司库销比显著下降至6.7月左右。
- **2) 2025年二季度：纺织制造受关税影响收入增速放缓，服装家纺收入降幅收窄。**2025Q2：纺织制造收入增速放缓，但仍保持中单位数增长（+6.6%）。服装家纺收入降幅收窄（-4.6%），利润持续承压。
- **3) 板块公司半年报：运动消费韧性相对较强，制造中棉纺企业表现优异。**代工龙头（如华利、申洲）订单饱满，利润率在高基数基础上小幅下滑；棉纺企业盈利增长亮眼；服装品牌中运动赛道景气度较高。
- **4) 板块公司季报：二季度利润普遍承压，棉纺企业及部分品牌表现优异。**服装家纺：收入同比降幅收窄，利润持续承压；纺织制造：利润普遍承压，棉纺企业表现优异。

板块业绩总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

2025年中报：纺织制造盈利韧性凸显，服装家纺业绩承压

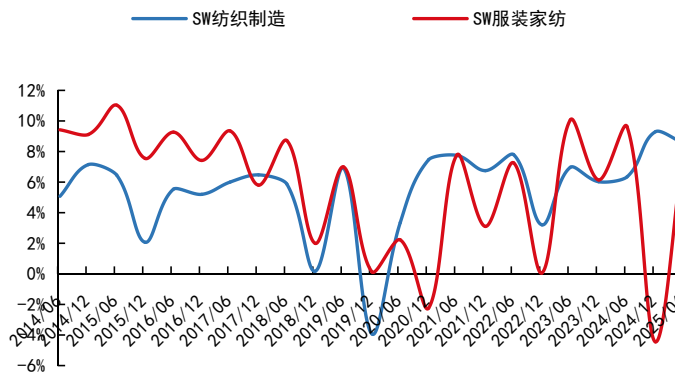
- 收入端，2025上半年纺织制造/服装家纺板块收入分别同比+7.8%/-6.4%，制造表现好于消费。纺织制造板块订单韧性较强，虽受关税政策扰动，客户下单偏谨慎，但总体保持稳健增长；服装家纺板块受制于国内终端消费需求偏弱，导致品牌企业收入同比下降。
- 利润端，2025上半年纺织制造板块毛利率保持稳健，维持在19.4%，处于历史较好水平，主要受益于原料成本相对较低且产能利用率较高。费用率降低使得净利率提升2.2个百分点至8.5%。服装家纺板块毛利率基本稳定，同比+0.1个百分点至46.1%，净利率下降1.1个百分点至8.5%，主要受负向经营杠杆影响、刚性成本费用占比提升，尤其销售费用率提升较明显。
- 库存端，2025上半年纺织制造企业库销比基本持平在3.9月左右，服装家纺公司库销比显著下降至6.7月左右，相比前两年大幅优化。

图：板块半年度营业收入增速



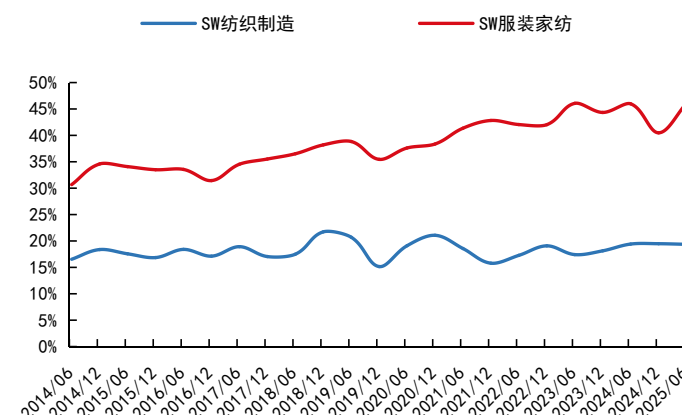
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块半年度净利率



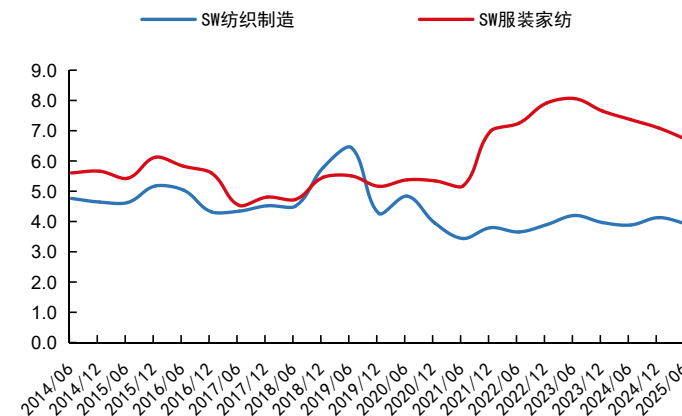
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块半年度毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块半年度库销比



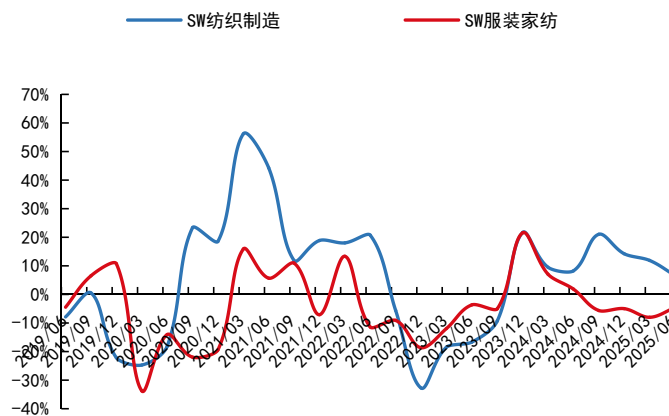
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

板块业绩总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

2025年二季度：纺织制造受关税影响收入增速放缓，服装家纺收入降幅收窄

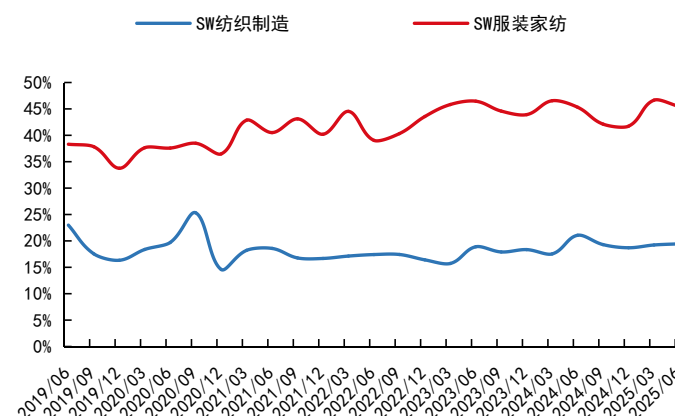
- 收入端，2025年第二季度，纺织制造板块收入同比+6.6%，增速较上一季度有所放缓，主要系关税政策影响，下游客户下单谨慎所致；服装家纺板块收入同比-4.6%，相比第一季度同比-8.0%有明显改善，体现了需求正在缓慢恢复的迹象。
- 利润端，纺织制造板块第二季度毛利率同比-1.7%但环比+0.2%至19.4%，仍保持历史较好水平。净利率提升2.8%至9.5%，表明大部分企业降本增效效果显著；服装家纺板块第二季度毛利率同比+0.1至45.4%，基本保持稳定，体现了企业严控折扣率且终端销售竞争趋于平稳的情况。净利率下降2.0%至5.8%，体现了负向经营杠杆的结果。
- 库存端，纺织制造板块库销比略微增加至4.1月，而服装家纺板块库销比环比进一步下降，并且同比下降0.8个月至6.7月，改善明显。

图：板块季度营业收入增速



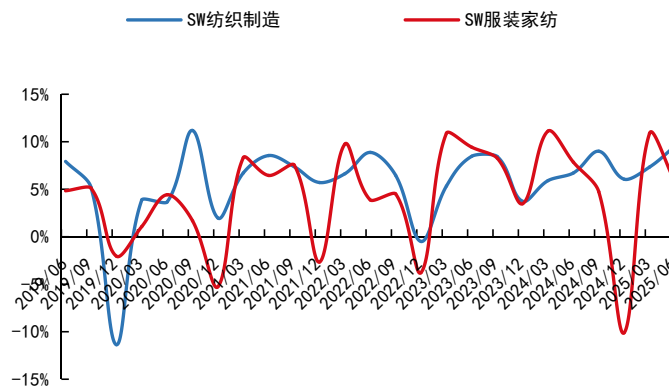
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度毛利率



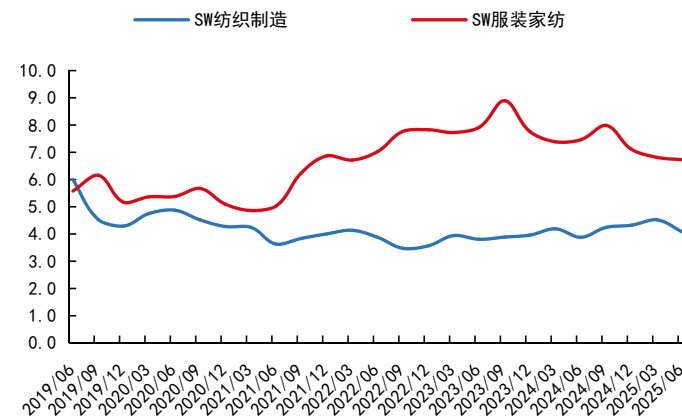
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：板块季度库销比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

板块业绩总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压



板块公司半年报：运动消费韧性相对较强，制造中棉纺企业表现优异

服装家纺板块：运动赛道景气度较高，且龙头公司收入及利润增速持续领跑行业，安踏体育、361度、李宁上半年收入同比分别增长14.3%、11.0%、3.3%，特步剔除KP剥离影响收入同比增长7.1%；归母净利润除李宁外均同比增长，特步、361度分别增长21.5%、8.6%，安踏体育不包括由Amer Sports上市事项利得，归母净利润同比增长14.5%至70.3亿元。非运动服饰公司受消费疲软及高基数影响，收入增速普遍回落至个位数或下滑，利润端受负向经营杠杆影响下滑幅度更大，其中表现较优，收入利润均有正向增长的标的包括稳健医疗、普拉达等，稳健医疗收入和净利润分别增长31.3%和28.1%，普拉达收入和净利润分别增长17.9%和10.3%。

纺织制造板块：上半年表现有所分化。代工制造企业订单增长稳健，虽二季度受关税扰动影响客户下单偏谨慎，除盛泰集团外收入均有增长；盈利水平保持稳定，华利集团、申洲国际作为代工龙头收入增速均超10%，开润股份增速领先受益于嘉乐并表；受去年高基数影响，纺织材料企业表现普遍不佳，棉纺企业表现优异。

图：纺服公司中报收入与净利润变化概览

行业	细分板块	市场	证券代码	证券简称	收入(亿元)	YoY	2024 1H YoY	2024 2H YoY	归母净利润(亿元)	YoY	2024 1H YoY	2024 2H YoY
服装家纺	运动服饰	港股	2020.HK	安踏体育	385.4	14.3%	13.8%	13.4%	70.3	-8.9%	62.6%	43.5%
			2331.HK	李宁	148.2	3.3%	2.3%	5.5%	17.4	-11.0%	-8.0%	-0.4%
			6110.HK	滔搏	/	/	-7.9%	-5.4%	/	/	-34.7%	52.9%
			3813.HK	宝胜国际	91.6	-8.3%	-8.9%	-7.0%	1.9	-44.1%	9.9%	15.8%
			1368.HK	特步国际	68.4	-5.1%	10.4%	-18.5%	9.1	21.5%	13.0%	33.4%
		A股	1361.HK	361度	57.0	11.0%	19.2%	20.0%	8.6	8.6%	12.2%	39.2%
			603908.SH	牧高笛	6.1	-27.5%	-2.9%	-21.2%	0.5	-40.3%	-18.4%	52.8%
			002780.SZ	三夫户外	3.8	15.1%	-8.8%	-3.0%	0.2	105.7%	-27.9%	21.8%
	非运动服饰	A股	600398.SH	海澜之家	115.7	1.7%	1.5%	-7.2%	15.8	-3.4%	-2.5%	59.0%
			002563.SZ	森马服饰	61.5	3.3%	7.1%	7.0%	3.3	-41.2%	7.1%	-3.5%
			300888.SZ	稳健医疗	53.0	31.3%	-5.5%	26.2%	4.9	28.1%	-43.6%	407.5%
			603877.SH	太平鸟	29.0	-7.9%	-12.7%	-12.7%	0.8	-54.6%	-31.7%	49.0%
			002154.SZ	报喜鸟	23.9	-3.6%	0.4%	-3.9%	2.0	-42.7%	-15.6%	48.0%
			603518.SH	锦泓集团	19.9	-4.0%	-1.6%	-4.8%	1.1	-23.0%	3.1%	2.7%
			002832.SZ	比音勒芬	21.0	8.6%	15.0%	11.6%	4.1	-13.6%	15.3%	39.1%
			601566.SH	九牧王	15.0	-5.0%	12.5%	-2.9%	1.7	248.5%	-45.9%	27.7%
		港股	603808.SH	歌力思	13.7	-5.3%	5.5%	2.9%	0.9	45.3%	-46.6%	/
			603587.SH	地素时尚	10.7	-5.5%	-9.5%	-22.2%	1.7	-23.5%	-27.5%	56.7%
			1913.HK	普拉达	230.2	17.9%	11.0%	9.1%	32.4	10.3%	22.2%	17.6%
			1910.HK	新秀丽	119.0	-5.6%	-1.8%	-0.4%	8.5	-27.7%	6.3%	29.1%
纺织制造	家纺	A股	3709.HK	赢家时尚	31.0	-6.1%	-1.0%	-8.1%	2.9	3.2%	-37.4%	51.7%
			3306.HK	江南布衣	/	/	7.5%	6.1%	/	/	10.2%	00.0%
			1234.HK	中国利郎	17.3	7.9%	7.3%	-0.1%	2.4	-13.4%	3.6%	30.4%
			002293.SZ	罗莱生活	21.8	3.6%	-14.3%	-14.2%	1.9	17.0%	-44.3%	-4.7%
	代工制造	A股	603365.SH	水星家纺	19.2	6.4%	0.5%	-1.1%	1.4	-3.4%	-13.9%	5.3%
			002327.SZ	富安娜	10.9	16.6%	2.8%	-3.1%	1.1	-51.3%	-0.6%	-8.1%
			300979.SZ	华利集团	126.6	10.4%	24.5%	15.0%	16.7	-11.1%	29.0%	12.5%
			605138.SH	盛泰集团	17.9	-6.2%	-25.3%	-16.2%	0.3	21.5%	-79.5%	99.8%
			300577.SZ	开润股份	24.3	32.5%	17.6%	55.6%	1.9	-24.8%	230.1%	228.4%
		港股	603558.SH	健盛集团	11.7	0.2%	5.5%	19.7%	1.4	-14.5%	33.8%	8.6%
			605080.SH	浙江自然	6.9	14.2%	13.2%	37.2%	1.5	44.5%	-16.4%	730.6%
			2313.HK	申洲国际	149.7	15.3%	12.2%	17.0%	31.8	8.4%	37.8%	36.2%
	纺织材料	A股	0551.HK	裕元集团	290.6	1.6%	-4.7%	16.8%	12.3	-6.8%	117.6%	12.3%
			2232.HK	晶苑国际	88.0	12.9%	6.9%	22.5%	7.0	17.5%	12.5%	34.6%
			002042.SZ	华孚时尚	59.5	-8.7%	-15.9%	-28.3%	0.3	-44.0%	-45.0%	/
			601339.SH	百隆东方	35.9	10.0%	23.9%	7.0%	3.9	67.5%	-14.8%	23.2%
			603055.SH	台华新材	31.3	-8.6%	55.6%	27.8%	3.3	-23.3%	131.5%	13.4%
			002003.SZ	伟星股份	23.4	1.8%	25.6%	14.4%	3.7	-11.2%	37.8%	11.0%
			000726.SZ	鲁泰A	28.3	-0.1%	-0.4%	4.5%	3.6	112.4%	-23.5%	32.4%
			603889.SH	新澳股份	25.5	-0.1%	10.1%	7.9%	2.7	1.7%	4.5%	8.4%
		港股	605189.SH	富春染织	14.7	8.8%	22.0%	20.9%	0.1	-83.9%	93.7%	30.6%
			300918.SZ	南山智尚	7.3	-5.8%	6.9%	-3.9%	0.8	-8.7%	6.5%	13.4%
			2678.HK	天虹国际集	110.3	-1.9%	4.2%	-1.2%	4.2	55.2%	136.1%	23.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

板块业绩总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

板块公司季报：二季度利润普遍承压，棉纺企业及部分品牌表现优异

服装家纺：收入同比降幅收窄，利润持续承压。其中表现优异的，稳健医疗依靠“消费”+“医疗”双轮驱动，Q2营收和利润同比+20%以上；歌力思在剔除出售Ed Hardy影响的可比口径下Q2营收和利润同比均有双位数增长。

纺织制造：利润普遍承压，棉纺企业表现优异。代工制造公司收入保持稳定，但多数公司净利润有所下降，主要系人工成本增加、新工厂投产、非经损失增加所致。纺织材料公司，部分公司受去年高基数影响，台华新材Q2收入利润分别同比-15.4%/-40.9%，辅料龙头伟星股份收入利润也均有所下降，Q2收入利润分别同比-9.2%/-20.4%。棉纺企业表现优异，百隆东方和天虹国际受益于较高的产能利用率、以及原材料成本下降，利润分别同比增长67.5%、55.2%

图：纺服公司季度收入与净利润变化概览

行业	细分板块	证券代码	证券简称	25Q1收入 (亿元)	25Q2收入 (亿元)	25Q1 YoY	25Q2 YoY	25Q1净利润 (亿元)	25Q2净利润 (亿元)	25Q1 YoY	25Q2 YoY
服装家纺	运动服饰	603908.SH	牧高笛	3.3	2.7	-6.1%	-3.4%	0.3	0.2	-2.7%	-65.3%
		002780.SZ	三夫户外	1.9	1.8	-4.5%	-5.7%	0.1	0.0	-28.0%	-46.4%
	非运动服饰	600398.SH	海澜之家	61.9	53.8	-0.2%	-3.6%	9.4	6.5	-5.5%	-13.9%
		002563.SZ	森马服饰	30.8	30.7	-1.9%	-9.0%	2.1	1.1	-38.1%	-46.3%
		300888.SZ	稳健医疗	26.1	26.9	36.5%	26.7%	2.5	2.4	36.3%	20.7%
		603877.SH	太平鸟	16.7	12.3	-7.6%	-8.2%	1.2	-0.5	-22.0%	-71.5%
		002154.SZ	报喜鸟	13.0	10.9	-3.7%	-3.5%	1.7	0.3	-31.9%	-71.4%
		603518.SH	锦泓集团	11.1	8.8	-3.6%	-4.6%	0.9	0.2	-23.3%	-21.8%
		002832.SZ	比音勒芬	12.9	8.2	-1.4%	-22.3%	3.3	0.8	-8.5%	-29.3%
		601566.SH	九牧王	9.0	6.0	-4.8%	-5.4%	1.9	-0.2	-77.2%	-70.0%
		603808.SH	歌力思	6.9	6.8	-7.8%	-2.6%	0.4	0.4	-40.2%	-50.3%
		603587.SH	地素时尚	4.8	5.9	-0.9%	-0.7%	0.8	0.9	-25.0%	-22.1%
	家纺	002293.SZ	罗莱生活	10.9	10.9	-0.6%	-6.8%	1.1	0.7	-26.3%	-4.9%
		603365.SH	水星家纺	9.3	10.0	-1.2%	-1.7%	0.9	0.5	-3.8%	-2.6%
		002327.SZ	富安娜	5.4	5.6	-7.8%	-5.3%	0.6	0.5	-54.1%	-47.7%
纺织制造	代工制造	300979.SZ	华利集团	53.5	73.1	-2.3%	-9.0%	7.6	9.1	-3.2%	-16.7%
		605138.SH	盛泰集团	9.0	8.8	-0.0%	-1.9%	0.2	0.1	-200.1%	-42.7%
		300577.SZ	开润股份	12.3	11.9	-35.6%	-29.5%	0.9	1.0	-20.1%	-42.8%
		603558.SH	健盛集团	5.6	6.1	-2.1%	-1.5%	0.6	0.8	-26.9%	-2.2%
		605080.SH	浙江自然	3.6	3.3	-30.4%	-0.7%	1.0	0.5	-48.3%	-20.1%
	纺织材料	002042.SZ	华孚时尚	31.5	28.1	-9.8%	-8.0%	0.1	0.2	-33.2%	-48.6%
		601339.SH	百隆东方	17.3	18.6	-5.6%	-3.7%	1.7	2.2	-16.0%	-42.0%
		603055.SH	台华新材	14.8	16.5	-0.4%	-5.4%	1.6	1.6	-8.9%	-40.9%
		002003.SZ	伟星股份	9.8	13.6	-22.3%	-9.2%	1.0	2.7	-28.8%	-20.4%
		000726.SZ	鲁泰A	14.5	13.7	-5.1%	-5.1%	1.5	2.1	-17.5%	-109.1%
		603889.SH	新澳股份	11.0	14.5	-0.3%	-0.4%	1.0	1.7	-5.4%	-0.4%
		605189.SH	富春染织	6.7	8.0	-24.7%	-1.7%	0.0	0.1	-83.6%	-84.1%
		300918.SZ	南山智尚	3.6	3.7	-0.7%	-1.4%	0.4	0.4	-0.9%	-16.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

- **运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化。**
 - 1) **上半年业绩：收入延续增长趋势，盈利表现分化，运营效率承压。**收入延续增长趋势，安踏体育、361度延续双位数增长，分别同比+14.3%/11.0%，特步国际剔除KP剥离影响收入同比增长7.1%，李宁小幅增长3.3%；盈利表现分化，安踏核心净利率达18.2%，同比持平，李宁净利率受所得税率大幅提升和减值损失影响-1.9pct至11.7%，特步剥离KP减亏，净利率同比+2.9pct达13.4%，361度净利率同比-0.3pct至15.0%。
 - 2) **季度趋势：二季度增长整体放缓，库存稳定，折扣承压。**综合运动品牌流水增速Q2较Q1有所放缓，库存健康但库销比呈现同比略增的趋势，Q2行业折扣有所加深，库销比的增幅有所缓解。
 - 3) **渠道分析：着重运营优化，2025上半年开店放缓或闭店调整，业态布局向大店倾斜。**安踏是上半年唯一门店正增长的品牌，主品牌对原有门店进行整合并升级，新店型持续推进开店、店效表现优异；李宁2025上半年推进店铺形象升级，关闭低效店铺；特步2025-2026年持续推进DTC转型；361度发力超品店，截至6月底已开设49家。
 - 4) **电商趋势：专业跑鞋延续增长动能，品牌竞争加剧。**线上分品类看，专业跑鞋延续较快增长动能，各品类中新品结构性贡献增大；分品牌看，国际品牌中耐克产品调整阵痛体现，阿迪达斯份额延续回升，本土品牌服装、专业跑鞋品类增长；分平台看，抖音超越天猫成为核心驱动力，京东增量突出。

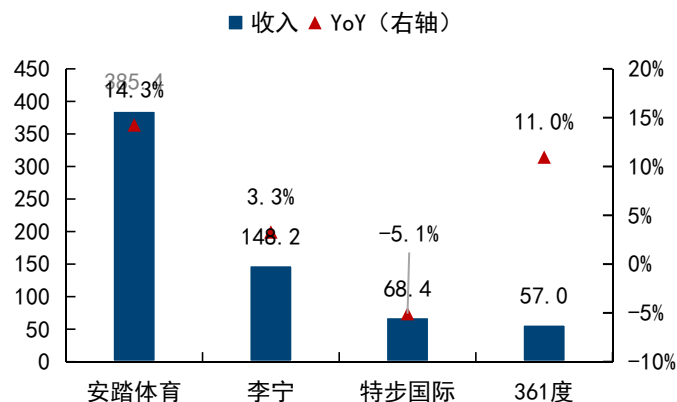
运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

上半年业绩：收入延续增长趋势，盈利表现分化，运营效率承压

成长趋势方面，收入端，安踏体育、361度延续双位数增长，分别同比+14.3%/11.0%，特步国际剔除KP剥离影响收入同比增长7.1%，李宁小幅增长3.3%；净利润端，安踏核心净利润增长14.5%（剔除Amer上市及配售影响），特步在KP剥离后减亏，净利润增长达21.5%，361度净利润增长8.6%，李宁同比下滑11.0%。细分品牌中，安踏旗下迪桑特/可隆/MAIA收入增速达61.1%，高基数基础上保持快速增长。

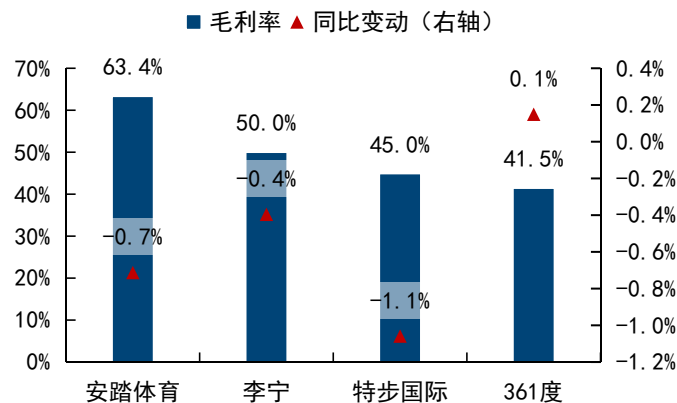
利润率方面，安踏以63.4%毛利率（同比-0.7pct），18.2%净利率（同比-4.6pct）领跑行业，剔除Amer上市和配售影响后核心净利率达18.2%（同比持平）；李宁毛利率达50.0%（同比-0.4pct），主要受渠道结构调整及折扣加深影响，净利率达11.7%（同比-1.9pct），主要受所得税率大幅提升和非经影响减值损失影响；特步毛利率达45.0%（同比-1.1pct），净利率达13.4%（同比+2.9pct），剥离KP减亏；361度毛利率达41.5%（同比+0.1pct），净利率达15.0%（同比-0.3pct）。

图：运动服饰公司收入变化



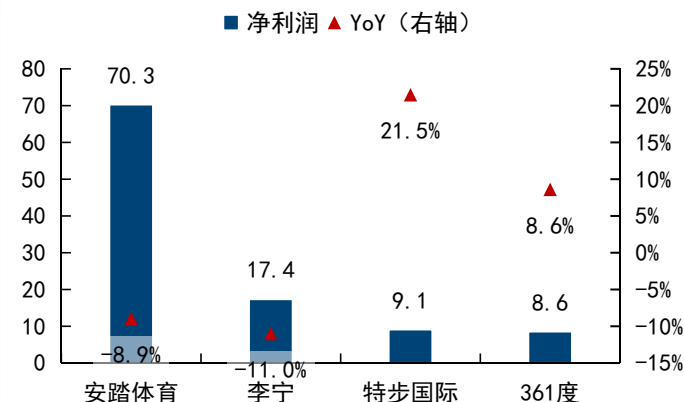
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司毛利率变化



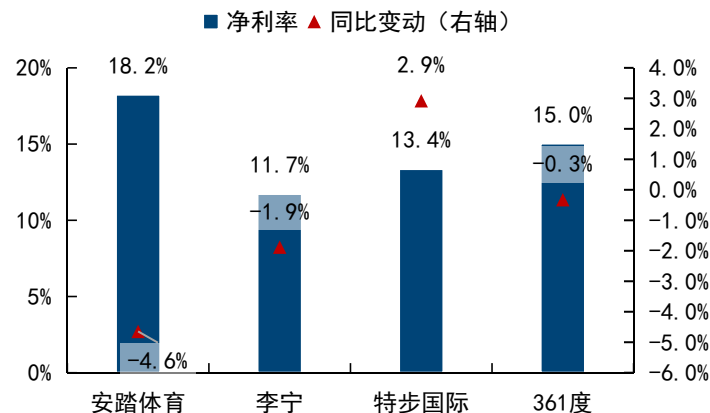
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司净利润变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司净利率变化



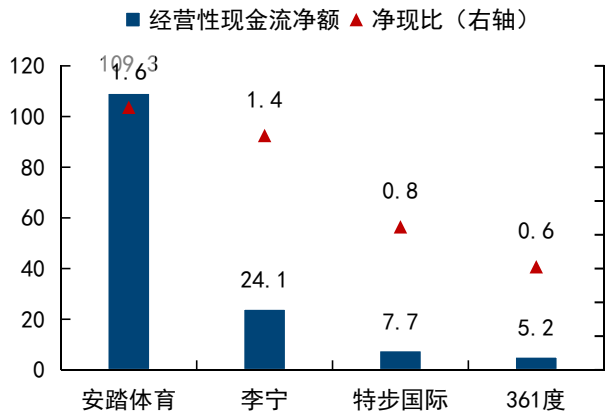
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

上半年业绩：收入延续增长趋势，盈利表现分化，运营效率承压

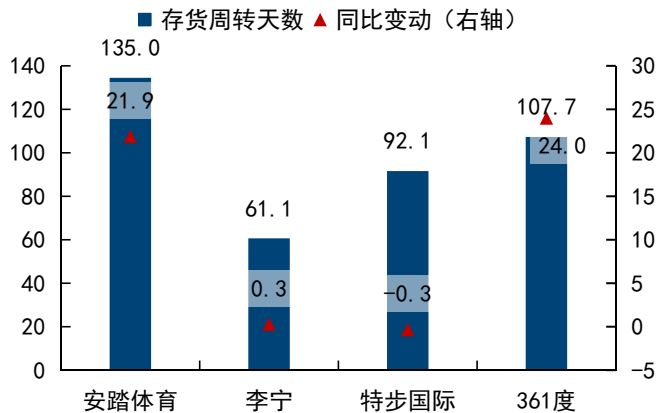
- 现金流及运营方面，安踏净现比达1.6，盈利质量较好但存货天数增加明显；李宁各项周转率较为稳定；特步应收天数增长而应付天数下降，现金流管理承压；361度净现比为0.6，存货天数增加显著且应付天数下降，运营效率有待优化。
- 分红方面，运动服饰公司保持较高的分红比例，安踏/李宁/特步/361度分红率分别为50%/50%/50%/45%。

图：运动服饰公司经营性现金流



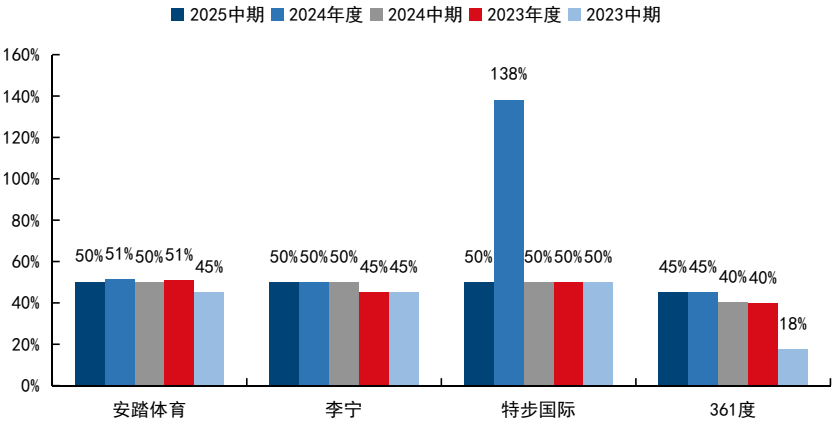
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司存货周转天数



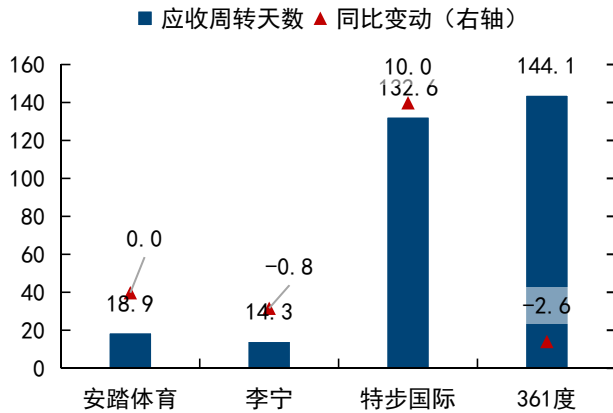
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司分红率变化



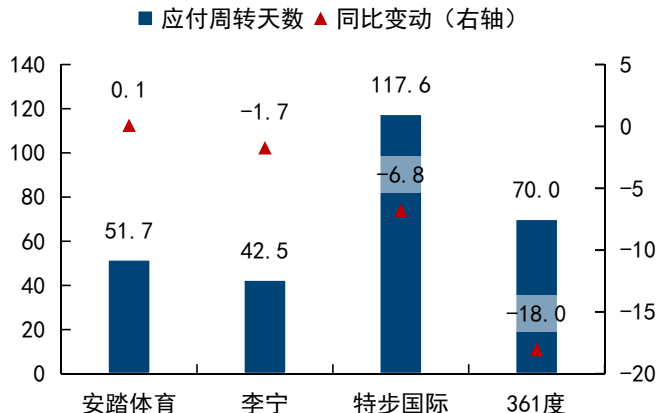
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司应付账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化



季度变化：二季度增长整体放缓，库存稳定，折扣承压

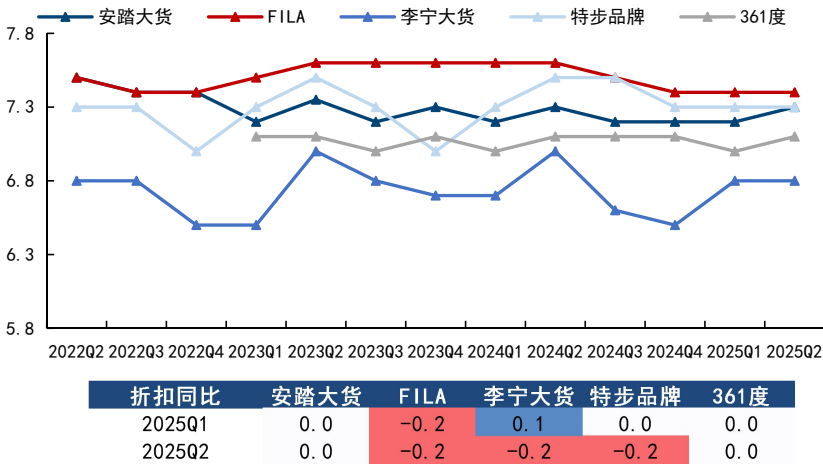
- 流水对比方面，大众综合运动品牌整体呈现逐步放缓趋势，25Q1及Q2以单位数的增长为主，而表现较好的阿迪达斯、361实现双位数增长，尤其阿迪较去年上半年增长加速明显；较差的品牌耐克、UA、斯凯奇呈双位数或高单位数下滑。细分品牌延续快速增长，迪桑特、可隆和MAIA于25Q2合计增长50-55%，延续高增长态势，亚瑟士25Q2增长19%。
- 折扣方面，25Q1多数品牌较为平稳，但库存压力较大。25Q2折扣普遍出现同比加深，库销比延续Q1上行趋势。

图：运动服饰公司大中华区流水变化对比

YoY	本土运动品牌公司							国际品牌中国代理商			国际品牌中国区							
	安踏品牌	FILA	迪桑特可隆	李宁大货	特步品牌	361大货	361童装	宝胜	滔搏	耐克	阿迪达斯	彪马	UA亚太	亚瑟士	斯凯奇	LULU	VF	优衣库
2021Q1	42%	77%	117%	88%	55%	18%	23%	48%		42%	156%	29%	107%	96%	174%	125%		24%
2021Q2	37%	33%	73%	92%	32%	17%	33%	-14%		9%	-16%	30%	43%	24%	51%	49%		31%
2021Q3	12%	5%	37%	42%	15%	12%	18%	-25%		1%	-15%	2%	13%	5%	10%	40%		8%
2021Q4	15%	8%	33%	32%	22%	18%	28%	-27%	-23%	-24%	-24%	-5%	-7%	14%	9%	35%		-1%
2022Q1	18%	5%	43%	28%	32%	18%	23%	-25%	-18%	-8%	-35%	-17%	-13%	0%	9%	13%		-2%
2022Q2	-5%	-8%	22%	-8%	15%	12%	23%	-24%	-28%	-20%	-35%	-2%	-4%	7%	-20%	30%	-30%	-14%
2022Q3	5%	12%	43%	15%	22%	15%	23%	-8%	-3%	-13%	-27%	10%	14%	43%	-19%	70%	-10%	27%
2022Q4	-8%	-12%	12%	-12%	-8%	0%	3%	-20%	-18%	6%	-50%	2%	1%	28%	-23%	30%	-1%	-3%
2023Q1	5%	8%	77%	5%	20%	13%	23%	7%	-12%	1%	-9%	27%	31%	41%	3%	79%	10%	12%
2023Q2	8%	18%	73%	15%	18%	15%	25%	16%	23%	25%	16%	24%	21%	38%	19%	61%	31%	49%
2023Q3	8%	13%	48%	5%	18%	18%	30%	-6%	-3%	12%	6%	5%	7%	18%	18%	53%	14%	13%
2023Q4	18%	28%	58%	23%	32%	23%	42%	-11%	13%	8%	37%	3%	8%	10%	22%	82%	7%	23%
2024Q1	5%	8%	28%	3%	8%	20%	22%	-8%	3%	6%	8%	1%	5%	25%	13%	52%	10%	3%
2024Q2	8%	5%	43%	-2%	10%	10%	15%	-11%	-5%	7%	9%	2%	-7%	37%	3%	37%	4%	5%
2024Q3	5%	-2%	48%	-5%	5%	10%	10%	-11%	-12%	-3%	9%	3%	-10%	20%	-6%	36%	9%	7%
2024Q4	8%	8%	53%	8%	8%	10%	13%	-3%	-5%	-11%	16%	10%	-6%	37%	-11%	48%	4%	-1%
2025Q1	8%	8%	68%	3%	5%	12%	12%	-5%	-5%	-15%	13%	-5%	-26%	25%	-16%	22%	-1%	-5%
2025Q2	3%	5%	53%	1%	3%	10%	10%	-12%	-5%	-20%	11%	-3%	-10%	19%	-8%	24%	-6%	-3%

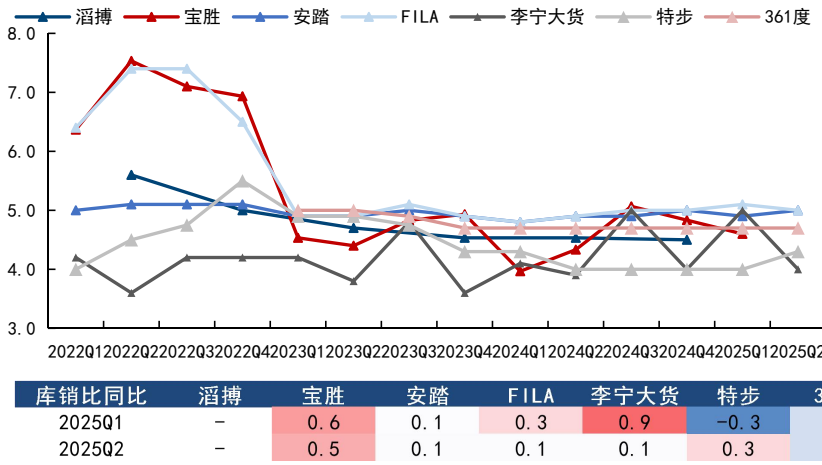
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司折扣变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司库销比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

门店变化：着重运营优化，2025上半年开店放缓或闭店调整，业态布局向大店倾斜

- 门店方面，2025上半年，行业呈现开店放缓或同比关店的趋势，各个品牌普遍进行渠道优化，业态布局向大店倾斜。
- 安踏在2025年上半年是唯一出现正增长的品牌，但增速出现明显放缓。细分品牌来看，安踏主品牌在低线城市以及县级市场持续推进灯塔店计划，对原有门店进行整合并升级，形成规模更大、店铺形象独特的大店；FILA持续推进新店型落地，门店设计更加差异化，针对垂直人群；可隆逐步向华南、华西符合品牌定位及目标客群的核心城市布局；迪桑特聚焦于一二线城市商圈并推进大店升级。
- 李宁2025上半年持续推进店铺形象升级，关闭低效店铺，同时整改门店151家，店铺面积超300平方米的大店保有量为1527家，平均面积409平方米，九代店数量已超过1317家，平均月店效约32万元。
- 特步在2025上半年门店净关闭42家，持续深化渠道管理并推进DTC战略，2025年计划推进100-200家DTC门店，至2026年共完成300-400家DTC转型。
- 361度在2025上半年门店净关闭数量最多，主要发力于面积优化和模型升级，超品店截至6月底已开设49家，年底预计超100家，儿童第五代形象店截至6月底已达222家，占比达8.9%，较2024年底已增加5.7个百分点。

图：运动服饰公司门店数量变化

公司	品牌	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	同比	环比
安踏体育	安踏	9633	9831	9904	9919	9909	5	-10
	FILA	1942	1972	1981	2060	2054	73	-6
	迪桑特	183	187	197	226	241	44	15
	可隆	160	164	160	191	199	39	8
	合计	11918	12154	12242	12396	12403	161	7
李宁	李宁直营	1423	1498	1495	1297	1278	-217	-19
	李宁经销	4744	4742	4744	4820	4821	77	1
	李宁儿童	1281	1428	1438	1468	1435	-3	-33
	合计	7448	7668	7677	7585	7534	-143	-51
特步国际	特步大货	6443	6571	6578	6382	6360	-218	-22
	特步儿童	1588	1703	1706	1584	1564	-142	-20
	合计	8031	8274	8284	7966	7924	-360	-42
361度	361度大货	5642	5734	5740	5750	5669	-71	-81
	361度儿童	2448	2545	2550	2548	2494	-56	-54
	合计	8090	8279	8290	8298	8163	-127	-135

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

流水对比：流水增长与收入匹配，各品牌线上增速表现分化

- 流水和收入对比方面，安踏、李宁和特步2025年上半年的流水与收入增速都较为匹配；361度在2025上半年收入增长略低于流水，预计与线上电商渠道占比增大以及折扣加深有关。
- 电商表现方面，4家本土运动品牌公司在2025上半年电商收入占比维持在30%左右（特步主品牌为30%）；安踏以及李宁的电商收入增速出现环比下滑，361度则提速明显，出现同比45%的上涨。

图：运动服饰公司流水变化对比收入变化

品牌	类型	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
安踏	收入YoY	26%	7%	6%	12%	14%	8%	5%
	流水YoY	7%	-2%	7%	13%	7%	7%	6%
李宁	收入YoY	22%	8%	13%	1%	2%	6%	3%
	流水YoY	10%	2%	10%	14%	1%	2%	2%
特步	收入YoY	36%	19%	11%	5%	7%	0%	5%
	流水YoY	24%	7%	19%	25%	9%	7%	4%
361度大货	收入YoY	13%	15%	15%	21%	18%	20%	8%
	流水YoY	15%	8%	14%	21%	15%	10%	11%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图：运动服饰公司电商渗透率和同比变化（百万元）

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

品牌线上：专业跑鞋延续增长动能，品牌竞争加剧

- 行业在2025Q2渗透率持续提升，呈现内部分化。运动大类以价换量实现个位数增长，户外品类则量缩价升；运动服增长由价格驱动转向销量驱动，运动鞋显著降速，其中跑鞋逆势双位数增长而篮球鞋暴跌；渠道方面，抖音超越天猫成为核心增长极，京东增量突出。
- 国际品牌中耐克产品调整阵痛体现，阿迪达斯份额延续回升。本土品牌中服装反弹，鞋类以专业跑鞋抵抗其他品类下行。各品类、各品牌均价在本季度整体回落，体现出需求的压力与竞争的加剧。各品牌细分品类中体现出较好的价格和销售趋势的案例主要在于新品的结构性贡献增大，如阿迪与国产品牌的跑鞋，通过满足运动时尚的需求或更精细化跑步的需求提高消费者的支付意愿，而同质化的功能性产品也面临价格下行的压力。

图：运动服饰品牌电商销售额增速

运动服饰 同比增长(%)									
品牌	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25HTD	
耐克 Nike	31	-5	37	37	17	28	2	-7.9	
阿迪达斯	95	-9	-27	-3	15	23	16	3.9	
斐乐 Fila	89	30	26	18	18	29	3	19	
李宁 Lini	58	12	-7	-8	-4	15	3	11	
安踏 Anta	64	1	-10	-4	10	22	-6	10	
露露乐蒙	42	61	54	49	43	71	43	39	
特步 Xtep	55	4	-15	-13	13	11	5	20	
361°	33	19	36	16	11	17	-1	24	
鸿星尔克	543	-2	20	0	3	-6	-11	25	
乔丹体育	29	11	9	15	12	-2	-12	24	
亚瑟士 As	71	22	21	-1	3	19	13	19	
斯凯奇 Sk	52	-4	16	4	6	-9	-24	-6	
新百伦 Ne	72	13	29	0	-6	0	-6	2.2	
彪马 Puma	-9	-4	43	-1	-4	20	-10	41	
迪桑特 De	60	9	36	43	50	50	42	67	

户外服饰 同比增长(%)									
品牌	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25HTD	
骆驼 Came	91	202	369	160	65	35	13	18	
凯乐石 Ka	122	20	75	35	116	240	181	137	
蕉下 Bene	106	33	37	73	0.50	-10.0	-3	23	
伯希和 Pe	66.0	17	109	228	154	146	100	83	
北面 The	141	86	51	43	30	27	5.1	14	
可隆 Kolc	133	54	79	54	86	85	112	121	
始祖鸟 Ar	101	27	42	56	71	81	66	113	
哥伦比亚	45.0	15	74	48	29	38	29	23	
迪卡侬 De	23	34	54	61	78	55	59	64	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

重点公司财报分析



安踏体育：品牌矩阵拉动，2025上半年收入与核心利润均双位数增长

- 2025上半年公司收入与核心利润均双位数增长，维持出色的股东回报。2025年上半年，公司收入同比增长14.3%至385.4亿元，不包括由Amer Sports上市事项利得，归母净利润同比增长14.5%至70.3亿元。因毛利率相对较低的电商业务及鞋类产品贡献增加，整体毛利率同比下降0.7个百分点至63.4%；但凭借有效的费用管控和政府补贴的增加，整体经营溢利率同比提升0.6个百分点至26.3%。营运资金方面，受收购JACK WOLFSKIN业务等影响，平均存货周转日数增加22天至136天，但应收及应付贸易账款周转天数保持稳定。期内经营活动现金流入净额达109.3亿元，净现金为315.4亿元，财务状况稳健。公司宣派中期股息每股港币137分，派息率达50.2%。去年下半年股份回购计划公布以来，截止2025年6月底已回购注销近20亿港元股份。
- 安踏主品牌增长稳健，FILA表现坚韧，其他品牌高速增长。2025年上半年，安踏/FILA/所有其他品牌收入分别为169.5亿元/ 141.8亿元/ 74.1亿元，同比增长5.4%/8.6%/61.1%；经营溢利率分别同比+1.5/-0.9/+3.3个百分点至23.3%/27.7%/33.2%。分品牌看：1）安踏品牌通过精细化运营提升了盈利能力，并积极推进全球化战略；2）FILA品牌在专业运动领域表现突出，网球、高尔夫等品类增长强劲，利润率下降主要源于对产品功能与质量的战略性投入；3）DESCENTE和KOLON SPORT等其他品牌表现亮眼，成为集团重要增长引擎；4）集团于2025年5月完成对德国专业户外品牌JACK WOLFSKIN的收购，进一步完善了户外品牌矩阵；5）与韩国时尚集团MUSINSA共同成立投资合资公司，探索运动与时尚、新零售的融合，学习运营经验。
- 管理层公司的发展保持信心。管理层在业绩会更新2025年指引，安踏品牌流水增长中单位数、FILA品牌增长中单位数、其他品牌增长超过40%，另外Amer Sports联营公司的利润贡献也有望继续快速增长。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	80,832	91,177	103,705
(+/-%)	16.2%	13.6%	14.1%	12.8%	13.7%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15454	17358
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.6%	12.3%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.50	6.18
EBITMargin	21.9%	20.0%	20.0%	20.4%	20.0%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.5%
市盈率 (PE)	24.4	16.0	18.5	16.1	14.4
EV/EBITDA	16.3	15.9	16.3	14.6	13.4
市净率 (PB)	4.85	4.04	3.64	3.27	2.94

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：安踏体育2025上半年业绩一图

2020.HK		FY2022	FY2023	FY2024	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
收入 (百万元)	合计	53,651	62,356	70,826	29,645	32,711	33,735	37,091	38,544
	YoY	8.8%	16.2%	13.6%	14.2%	18.1%	13.8%	13.4%	14.3%
	安踏	27,723	30,306	33,522	14,170	16,136	16,077	17,445	16,950
	YoY	15.5%	9.3%	10.6%	6.1%	12.3%	13.5%	8.1%	5.4%
	FILA	21,523	25,103	26,626	12,229	12,874	13,056	13,570	14,182
毛利率	YoY	-1.4%	16.6%	6.1%	13.5%	19.8%	6.8%	5.4%	8.6%
	其他品牌	4,405	6,947	10,678	3,246	3,701	4,602	6,076	7,412
	YoY	26.1%	57.7%	53.7%	77.6%	43.6%	41.8%	64.2%	61.1%
	合计	60.2%	62.6%	62.2%	63.3%	62.0%	64.1%	60.4%	63.4%
	安踏	53.6%	54.9%	54.5%	55.8%	54.1%	56.6%	52.6%	54.9%
SG&A比率	FILA	66.4%	69.0%	67.8%	69.2%	68.8%	70.2%	65.5%	68.0%
	其他品牌	71.8%	72.9%	72.2%	73.4%	72.5%	72.7%	71.8%	73.9%
	合计	-43.3%	-40.7%	-42.1%	-39.7%	-41.6%	-40.8%	-43.3%	-40.5%
	销售费用	-36.6%	-34.8%	-36.2%	-34.0%	-35.5%	-35.0%	-37.3%	-34.4%
	其中：广告开支	-10.3%	-8.2%	-9.0%	-7.1%	-9.2%	-7.5%	-10.4%	-6.6%
经营利润率	管理费用	-6.7%	-5.9%	-5.9%	-5.7%	-6.1%	-5.8%	-6.0%	-6.1%
	其他净收入	4.0%	2.7%	3.4%	2.1%	3.3%	2.4%	4.3%	3.4%
	安踏	20.9%	24.6%	23.4%	25.7%	23.7%	25.7%	21.4%	26.3%
	FILA	21.4%	22.2%	21.0%	21.0%	23.3%	21.8%	20.2%	23.3%
	其他品牌	20.0%	27.6%	25.3%	29.7%	25.5%	28.6%	22.2%	27.7%
净融资收入占比	净融资收入占比	20.6%	27.1%	28.6%	30.3%	24.3%	29.9%	27.6%	33.2%
	分占合营/联营公司利润	0.2%	1.6%	2.2%	1.2%	1.9%	2.1%	1.8%	1.5%
	Amer上市权益摊薄所得	28	-718	198	-516	-202	-19	217	434
	Amer配售权益摊薄所得			1,579			1,579		
	综合			2,090			2,090		
税前利润	综合	11,355	15,640	21,884	7,463	8,177	10,930	10,954	11,161
	所得税率	27.4%	27.9%	22.4%	29.1%	26.8%	23.0%	21.8%	27.3%
	归母净利润	7,590	10,236	15,596	4,748	5,488	7,721	7,875	7,031
	归母净利率	14.1%	16.4%	22.0%	16.0%	16.8%	22.9%	21.2%	18.2%
	YoY	-1.7%	34.9%	52.4%	32.3%	37.1%	62.6%	43.5%	-8.9%
净利润 (百万元)	剔除Amer上市配售影响	7,590	10,236	11,927	4,748	5,488	6,142	5,785	7,031
	归母净利率	14.1%	16.4%	16.8%	16.0%	16.8%	18.2%	15.6%	18.2%
	YoY	-1.7%	34.9%	16.5%	32.3%	37.1%	29.4%	5.4%	14.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



李宁：上半年收入增长3.3%，经营利润微增而净利润下滑

- 2025年中报收入增长3%，营业利润保持稳健。2025上半年收入148.2亿元，同比增长3.3%；归母净利润17.4亿元，同比下降11.0%。毛利率同比微降0.4pct至50.0%，主要受渠道结构调整及折扣加深影响。销售费用率同比下降1.2pct至29.0%，其中，广告开支占比小幅增加0.3pct至9.0%，由于中国奥委会合作权益营销费用投放节奏主要集中在下半年，其他销售费用率的下降体现了渠道优化和降本增效的成果。管理费用率小幅上升主要受凯胜品牌产生的7,239万元商誉减值影响。经营利润率微降0.2pct至16.5%，而净利率下降1.9pct至11.7%，主要受所得税率大幅提升和非经影响减值损失影响。经营性现金净流入24.1亿，净现金增加至191.9亿元，现金充沛。
- 跑步、综训品类引领增长，三大跑鞋IP上半年效率突破526万双。分品类收入增速，鞋/服/配分别同比+4.9%/-3.4%/+23.7%，而跑步/篮球/综训/运动时尚流水增速分别为15%/-20%/15%/-7%，其中专业跑鞋总销量突破1400万双，大单品超轻/赤兔/飞电系列销量破526万双，助力国内外运动员44个冠军。篮球品类期内为签约球员杨瀚森推出个人专属logo。综训品类与航空航天科技创新平台共同成立实验室，赋能产品。
- 库存健康度高，电商表现突出。全渠道库存吊牌金额下降低单位数，库销比4个月，公司存货周转天数同比-1天至61天，应收账款周转天数同比-1天至14天。门店方面，总数7,534家（比去年底净减51家），其中大货直营渠道优化调整门店减少19家，加盟渠道净增1家。
- 2025年收入增速指引持平，净利率高单位数。管理层在公开业绩会上表示，2025年维持此前指引，以稳健经营务实发展为基调，为长期增长蓄力。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	29,340	30,774	32,431
(+/-%)	7.0%	3.9%	2.3%	4.9%	5.4%
净利润(百万元)	3187	3013	2512	2825	3043
(+/-%)	-21.6%	-5.5%	-16.6%	12.5%	7.7%
每股收益（元）	1.23	1.17	0.97	1.09	1.18
EBITMargin	10.9%	12.3%	10.5%	10.9%	11.3%
净资产收益率（ROE）	13.1%	11.5%	9.2%	9.8%	10.0%
市盈率（PE）	14.3	15.1	18.1	16.1	14.9
EV/EBITDA	12.0	10.9	16.0	14.7	13.4
市净率（PB）	1.86	1.74	1.66	1.58	1.50

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：李宁2025上半年业绩一图

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2023 1H	FY2023 2H	FY2024 1H	FY2024 2H	FY2025 1H
收入	25,803	27,598	28,676	14,019	13,580	14,345	14,330	14,817
批发	12,552	12,628	12,957	6,724	5,904	6,590	6,367	6,883
零售	5,330	6,907	6,883	3,410	3,498	3,503	3,381	3,383
电商	7,465	7,531	8,305	3,595	3,936	4,004	4,300	4,300
国际	456	532	531	290	242	248	283	250
营收增速	14.3%	7.0%	3.9%	13.0%	1.4%	2.3%	5.5%	3.3%
批发	15.7%	0.6%	2.6%	13.9%	-11.2%	-2.0%	7.8%	4.4%
零售	6.4%	29.6%	-0.3%	22.3%	37.5%	2.7%	-3.4%	-3.4%
电商	16.4%	0.9%	10.3%	1.7%	0.1%	11.4%	9.3%	7.4%
国际	53.9%	16.6%	-0.1%	55.8%	-10.4%	-14.4%	17.0%	0.7%
毛利	12485	13352	14156	6839	6513	7236	6921	7415
销售费用	-7,314	-9,080	-9,199	-3,948	-5,132	-4,327	-4,872	-4,293
其中：A&P	-2,279	-2,496	-2,721	-1,037	-1,459	-1,249	-1,472	-1,336
管理费用	-1,113	-1,256	-1,428	-591	-665	-680	-748	-777
其他收入	805	524	154	165	359	184	-30	94
毛利率	48.4%	48.4%	49.4%	48.8%	48.0%	50.4%	48.3%	50.0%
销售费用率	-27.7%	-32.3%	-32.1%	-28.2%	-37.8%	-30.2%	-34.0%	-29.0%
其中：A&P	-8.2%	-8.5%	-9.5%	-7.4%	-10.7%	-8.7%	-10.3%	-9.0%
管理费用率	-4.3%	-4.6%	-5.0%	-4.2%	-4.9%	-4.7%	-5.2%	-5.2%
其他收入	3.1%	1.9%	0.5%	1.2%	2.6%	1.3%	-0.2%	0.6%
经营利润	4,887	3,559	3,678	2,475	1,084	2,402	1,276	2,438
经营利润率	18.9%	12.9%	12.8%	17.7%	8.0%	16.7%	8.9%	16.5%
财务费用率	1.3%	1.2%	0.6%	1.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.2%
所得税率	-24.7%	-24.1%	-26.7%	-24.3%	-26.8%	-25.3%	-29.1%	-33.3%
归母净利润	4,064	3,187	3,013	2,121	1,066	1,952	1,061	1,737
归母净利率	15.7%	11.5%	10.5%	15.1%	7.8%	13.6%	7.4%	11.7%
YOY	1.3%	-21.6%	-5.5%	-3.1%	-43.1%	-8.0%	-0.4%	-11.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



特步国际：上半年净利润增长22%，专业运动盈利能力显著提升

- 上半年收入增长7%，持续经营业务盈利提升叠加KP剥离减亏，净利润增长22%。2025上半年公司收入同比增长7.1%至68.4亿元，归母净利润同比增长21.5%至9.1亿元。分品牌看，主品牌收入增长稳健，专业运动品牌快速成长；分品类看，服装增速更快。毛利率同比-0.1个百分点，基本稳定；由于跑步赞助活动增加、索康尼品牌升级，营销投入增加，广告及推广费用同比上升7.3%，但占收入比例持平；经营利润率/归母净利率分别+0.3/1.6个百分点，其中因剥离KP较去年同期减亏1.06亿元。存货周转天数同比+23天至91天，主因主品牌为应对下半年马拉松旺季，增加三个月以内库存备货；公司中期拟每股派息18港仙，派息率为50%，且公司连续17年派息比例≥50%。
- 分品牌：特步主品牌稳健增长，专业运动品牌快速增长且经营利润率显著提升。1) 特步主品牌：上半年特步主品牌收入同比增长4.5%至60.5亿元，其中电商渠道收入双位数增长，占比超30%。儿童业务收入增速优于成人业务；但因儿童业务毛利较低以及线上折扣问题，毛利率微降0.3%；盈利稳定，公司推进“开大店关小店”策略，上半年底门店6360家，数量较去年年底小幅减少，但新形象店占比较高，约为70%。2) 专业运动（索康尼和迈乐）：收入同比增长32.5%至7.9亿元，收入主要来源于索康尼。毛利率同比-1.6个百分点至55.2%，毛利率小幅下降主要因鞋类中的生活和OG品类，以及服装占比提升，新品类规模小导致毛利率略低。
- 上半年经营利润同比增长近2.4倍至7900万，经营利润率提升6.1个百分点至10%。深化渠道管理，DTC战略应对市场变化。特步主品牌持续深化渠道管理，推进DTC战略，2025年计划推进100-200家DTC门店，至2026年共完成300-400家DTC转型，资本开支约四亿；短期DTC转型对收入及利润率或造成轻微影响，但有利于公司长期发展、业绩增厚。风险提示：消费需求复苏不及预期；渠道拓展不及预期；品牌形象受损。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,743	13,577	14,311	15,145	16,068
(+/-%)	-1.4%	6.5%	5.4%	5.8%	6.1%
净利润(百万元)	1,030	1,238	1,402	1,485	1,600
(+/-%)	11.8%	20.2%	13.2%	5.9%	7.7%
每股收益(元)	0.37	0.45	0.50	0.53	0.57
EBITMargin	8.1%	9.1%	9.8%	9.8%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	11.6%	14.2%	14.9%	14.6%	14.6%
市盈率 (PE)	16.1	13.4	11.9	11.2	10.4
EV/EBITDA	18.2	20.1	13.3	12.6	11.6
市净率 (PB)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：特步国际2025上半年业绩一图

1368.HK		FY2023 (剔除KP)	FY2024	2023/6/30	2023/12/31	2024/6/30	2024/12/31	2025/6/30
营收	合计	12,742.9	13,577.2	5,773.8	6,969.1	6,381.7	7,195.5	6,837.6
	特步品牌	11,947.4	12,326.9	5,429.6	6,517.8	5,789.2	6,537.7	6,052.5
	专业运动 (S、M)	795.5	1,250.3	344.2	451.3	592.5	657.8	785.1
占比	合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	特步品牌	93.76%	90.79%	94.04%	93.52%	90.72%	90.86%	88.52%
	专业运动 (S、M)	6.24%	9.21%	5.96%	6.48%	9.28%	9.14%	11.48%
同比	合计	-1.45%	6.55%	14.2%	-11.5%	10.5%	3.2%	7.1%
	特步品牌	7.36%	3.18%	10.9%	4.6%	6.6%	0.3%	4.5%
	专业运动 (S、M)	98.88%	57.17%	119.9%	85.3%	72.1%	45.8%	32.5%
毛利率	合计	41.84%	43.20%	43.0%	40.9%	45.1%	41.6%	45.0%
	特步品牌	41.96%	41.78%	43.1%	41.0%	43.9%	39.9%	43.6%
	专业运动 (S、M)	40.04%	57.17%	42.0%	38.5%	56.8%	57.5%	55.2%
销售费用率	合计	-20.83%	-21.1%	-26.2%	-16.4%	-26.5%	-16.3%	-21.7%
行政费用率	合计	-10.22%	-10.5%	-11.0%	-9.6%	-12.6%	-8.7%	-9.4%
经营利润率	合计	14.11%	14.48%	18.2%	10.7%	18.7%	10.7%	19.1%
	特步品牌	15.83%	15.86%	20.4%	12.0%	20.6%	11.7%	20.0%
	专业运动 (S、M)	1.06%	6.25%	3.9%	-1.1%	3.9%	8.3%	10.0%
	总部分摊	-0.80%	-0.49%	-1.2%	-0.5%	-0.3%	-0.7%	0.3%
其他收入占比		3.33%	2.91%	5.8%	1.3%	4.3%	1.7%	5.2%
归母净利润	金额	1,030.0	1,238.4	665.4	364.6	752.1	486.3	913.6
	净利率	8.08%	9.12%	11.5%	5.2%	11.8%	6.8%	13.4%
	YoY	11.75%	20.23%	95.9%	37.4%	13.0%	33.4%	21.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析

361度：上半年收入增长11%，现金流显著改善

- 上半年收入增长11%，现金流显著改善，中期分红45%。2025上半年公司收入同比增长11.0%至57亿元，归母净利润同比增长8.6%至8.6亿元；毛利率同比+0.1个百分点至41.5%。销售费用率/管理费用率分别同比+0.4/-0.2个百分点，销售费用率上升主要因电商费用增长；经营利润率和归母净利率分别同比-0.7/-0.3个百分点至19.9%/15.0%。经营性现金流净流入同比增长227.2%至5.2亿元，主要得益于存货管理优化以及账龄结构持续改善，其中期末存货绝对值较2024年底减少2.2亿元；应收账款周转天数从149天缩短至146天。拟派发中期股息每股20.4港仙，对应分红率45.0%。
- 鞋类产品引领增长，儿童表现好于成人。分品类看，上半年成人业务鞋类/服装收入分别同比+12.8%/1.6%；儿童业务鞋类/服装收入分别同比+27.8%/-7.6%。鞋类营收显著提升，主要源于销量的强劲增长以及平均批发价格的适度上调。成人/儿童服装平均批发售价分别下调4.5%/6.3%，提升性价比顺应市场需求。利润端，成人鞋类/服装毛利率分别同比+0.5/+1.1个百分点，主要源于良好的成本管理和定价策略；儿童鞋类/服装毛利率分别同比+0.4/-0.8个百分点，儿童服装毛利率下降主要由于更多高性价比产品的推出。
- 电商增长稳健，门店模型优化。分渠道看，2025年上半年公司电商销售线上专供品收入同比增长 45.0%至18.2亿元，营收占比31.8%；线上专供品占比已达到85%，与线下货品分隔带来差异化体验。线下门店，上半年成人和童装单店面积相较2024年底分别提升7/5平米至156/117平米；超品店已开设至49家，扩张速度超预期，年底预计超100家；361度儿童第五代形象店已落地222家，占比为8.9%，相较2024年底增长5.7个百分点。公司结合线上、线下模式持续布局海外业务，与跨境电商平台合作打开当地市场，1月于马来西亚开设首家海外直营店，海外收入增长至0.9亿元，占营收1.5%。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,423	10,074	11,186	12,335	13,486
(+/-%)	21.0%	19.6%	11.0%	10.3%	9.3%
净利润(百万元)	961	1149	1246	1354	1481
(+/-%)	28.7%	19.5%	8.5%	8.7%	9.4%
每股收益（元）	0.46	0.56	0.60	0.65	0.72
EBITMargin	11.5%	12.6%	12.2%	12.0%	11.9%
净资产收益率（ROE）	10.6%	12.3%	12.1%	12.1%	12.3%
市盈率（PE）	12.4	10.4	9.6	8.8	8.0
EV/EBITDA	15.4	12.1	11.5	10.7	9.9
市净率（PB）	1.31	1.27	1.16	1.06	0.99

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：361度2025上半年业绩一图

	FY2022	FY2023	FY2024	2023/6/30	2023/12/31	2024/6/30	2024/12/31	2025/6/30
收入	6961	8423	10074	4312	4112	5141	4932	5705
分产品								
大货	5397	6197	7380	3264	3066	3859	3518	4176
儿童	1442	1924	2310	911	1051	1121	1192	1233
其他	122	302	383	68	64	161	222	295
分渠道								
大货（批发）	3943	4237	5208	2337	2036	2815	2393	2686
儿童（批发）	1087	1373	1688	675	733	839	849	819
电商	1685	2326	2609	1079	1246	1253	1357	1817
大货国际	124	185	185	83	102	73	112	88
收入YOY	17.3%	0.0%	19.6%	16.1%	26.4%	0.0%	0.0%	11.0%
分产品								
大货	13.7%	14.8%	19.1%	12.2%	23.5%	18.2%	14.8%	8.2%
儿童	30.3%	33.4%	20.1%	33.4%	37.4%	23.1%	13.4%	10.0%
其他	54.8%	148.1%	26.8%	8.2%	7.7%	138.3%	247.6%	83.1%
分渠道								
大货（批发）	7.7%	7.5%	22.9%	-58.6%	-64.8%	20.5%	17.5%	-4.6%
儿童（批发）	24.2%	26.3%	22.9%	-69.2%	-68.5%	24.3%	15.7%	-2.4%
电商	37.3%	38.0%	12.2%	-83.8%	-83.3%	16.1%	8.9%	45.0%
大货国际	37.6%	50.0%	-0.1%	-78.9%	-76.9%	-12.1%	9.8%	19.7%
毛利率	40.5%	41.1%	41.5%	41.7%	40.5%	41.3%	41.7%	41.5%
大货	41.3%	41.6%	42.3%	42.8%	40.0%	41.7%	42.9%	42.5%
儿童	40.9%	42.0%	41.5%	42.4%	41.1%	41.8%	41.5%	41.6%
其他	2.5%	25.7%	26.9%	20.5%	8.3%	29.3%	25.2%	26.4%
费用率								
销售费用率	-20.6%	-22.1%	-22.0%	-17.6%	-26.9%	-17.8%	-26.3%	-18.2%
管理费用率	-7.8%	-7.5%	-6.9%	-6.6%	-8.4%	-6.1%	-7.9%	-5.8%
其他收入支出净额比率	3.3%	4.9%	3.0%	5.6%	4.3%	3.2%	2.8%	2.5%
经营利润	1,074	1,384	1,576	993	391	1,060	516	1,137
YOY	-0.8%	28.8%	13.9%	28.6%	29.3%	0.0%	0.0%	7.2%
经营利润率	15.4%	16.4%	15.6%	23.0%	9.5%	20.6%	10.5%	19.9%
融资收入净额比率	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
所得税率	-23.3%	-23.7%	-23.7%	-22.1%	-27.9%	-21.9%	-27.3%	-22.9%
归母净利润	747	961	1,149	704	258	790	359	858
YOY	24.2%	28.7%	19.5%	27.7%	31.4%	0.0%	0.0%	8.6%
净利率	10.7%	11.4%	11.4%	16.3%	6.3%	15.4%	7.3%	15.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

- **休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长。**
- **1) 上半年业绩：收入承压有所分化，利润端负向经营杠杆明显。** 稳健医疗收入增速领先达31.3%，比音勒芬、中国利郎、水星家纺、江南布衣增速达在中高个位数；受折扣加深、销售费用率提升以及存货减值增加影响，多数企业净利润同比下滑，行业净利率中枢下移趋势延续，海澜之家净利率小幅-0.7pct至13.7%，比音勒芬达19.9%（-5.1pct），仍居行业前列；现金流表现分化，多家公司净现比下滑至1以下。
- **2) 渠道拆分：线上普遍好于线下，直营普遍好于加盟。** 线上普遍好于线下，直营普遍好于加盟；线下客流复苏趋势暂未显现，各品牌优化低效店铺，尤其加盟店铺调整较多，直营开店贡献门店增量，店效增速环比好转；线上渠道成为各品牌战略重点，休闲服饰品牌线上渠道表现普遍好于线下；海澜之家京东奥莱保持开店节奏，截至8月底共有43家已开业门店。
- **3) 电商趋势：上半年休闲服饰品牌整体增长降速，家纺品牌延续分化趋势。** 2025上半年休闲服饰品牌整体增长降速，家纺品牌延续分化趋势；亚朵星球、全棉时代、罗莱生活等品牌线上保持高增。

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

上半年业绩：收入承压有所分化，利润端负向经营杠杆明显，线上普遍好于线下

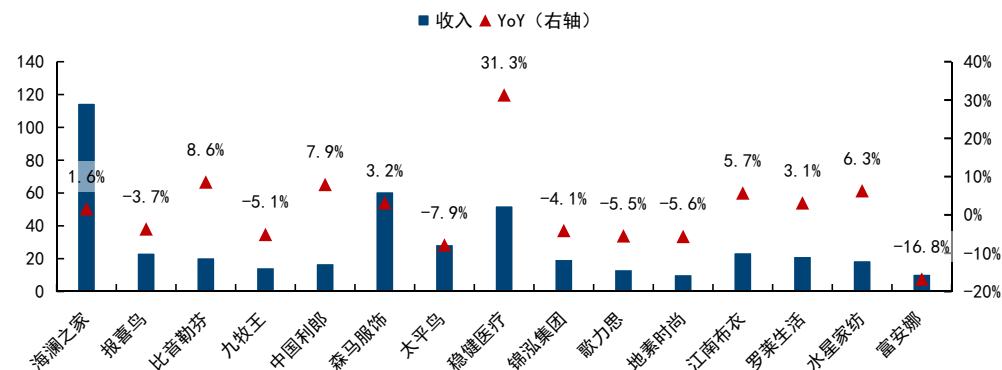
1、收入：上半年收入增速呈现分化，稳健医疗凭借医疗业务及消费品业务共同发力，收入增速达31.3%；比音勒芬

（8.6%）、中国利郎（7.9%）、水星家纺（6.3%）、江南布衣（5.7%）等表现较好；表现承压的包括富安娜（-16.8%）、太平鸟（-7.9%）、地素时尚（-5.6%）、歌力思（-5.5%）等，主要受消费环境疲软及品牌调整影响。

分渠道看，线下零售普遍承压，来自关店以及客流下滑带来的单店收益下滑共同影响，直营店贡献门店增量；休闲服饰品牌线上渠道表现普遍好于线下，呈现正向增长，其中比音勒芬、全棉时代延续去年增长态势，上半年电商收入增速达72%/24%；报喜鸟增速达18%，电商+新零售+直播多平台矩阵的建立成效显著；富安娜同比下滑5%，但表现仍优于线下。

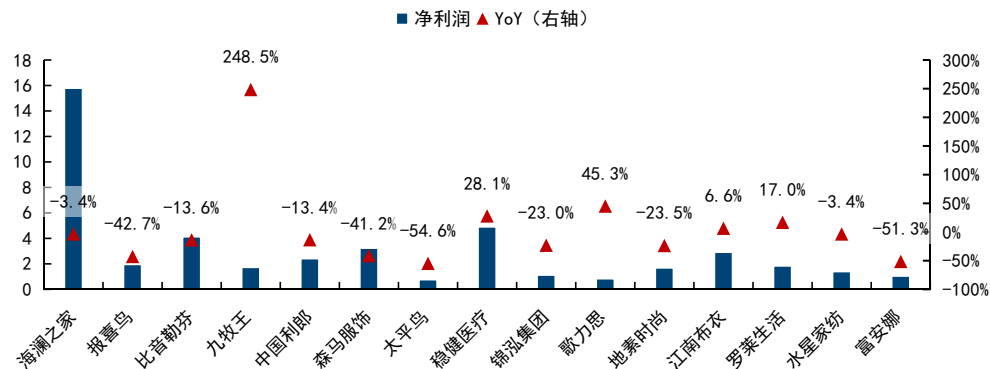
2、净利润：受折扣加深、销售费用率提升以及存货减值增加影响，多数企业净利润同比转负。太平鸟（-54.6%）、富安娜（-51.3%）、报喜鸟（-42.7%）、森马服饰（-41.2%）下滑明显；稳健医疗净利润同比提升28.1%，表现相对领先；九牧王的利润增长主要来源于公司持有金融资产的公允价值变动收益；歌力思的利润增长中投资收益和资产减值冲回贡献突出。

图：休闲服饰家纺公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司净利润变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

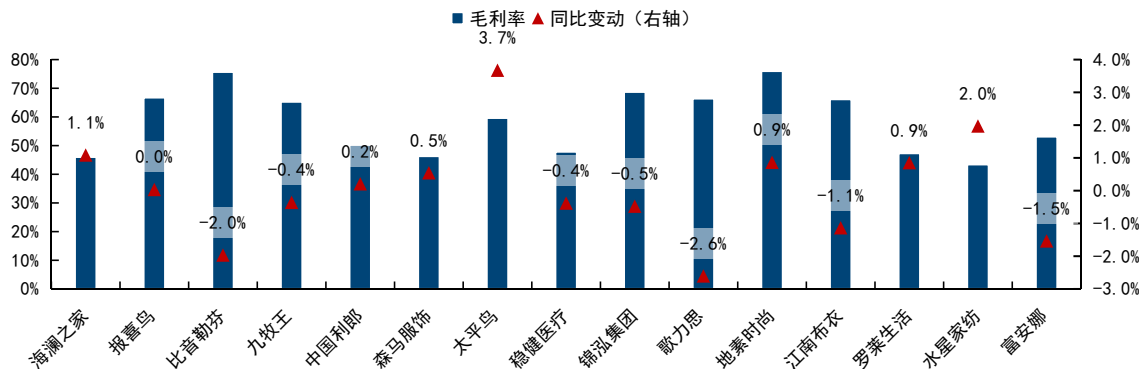
休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

上半年业绩：收入承压有所分化，利润端负向经营杠杆明显，线上普遍好于线下

1、**毛利率**：行业整体毛利率表现分化，太平鸟（+3.7pct）、水星家纺（+2.0pct）、海澜之家（+1.1pct）、地素时尚（+0.9pct）、罗莱生活（+0.9pct）等提升明显，主要因部分渠道毛利率提升或高毛利直营渠道、高毛利业务占比提升。毛利率明显下滑的公司中，歌力思（-2.6%）及富安娜（-1.5pct）主要受库存消化影响，比音勒芬（-2.0pct）主要受折扣加深影响。其他品牌毛利率基本稳定，在上下0.5pct的幅度波动。

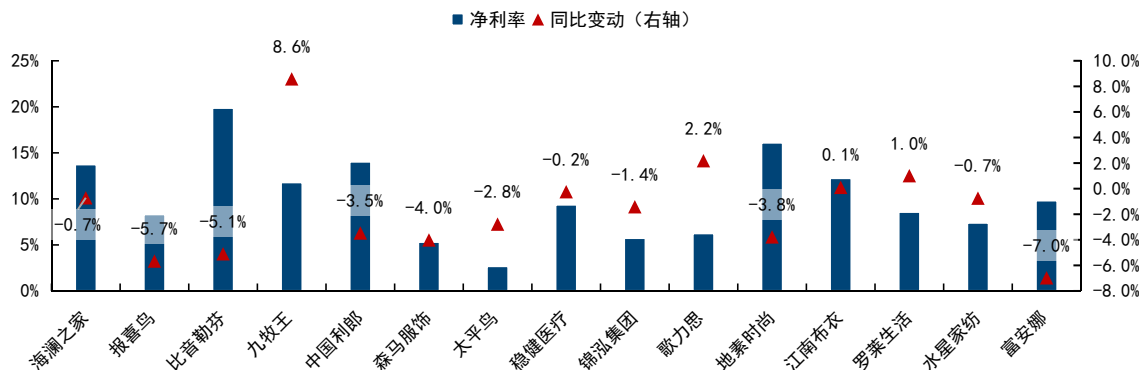
2、**净利率**：行业净利率中枢下移趋势延续，仅九牧王（+8.6pct）、歌力思（+2.2%）、罗莱生活（+1.0%）逆势改善。头部企业中海澜之家净利率小幅收窄0.7pct至13.7%，比音勒芬达19.9%（-5.1pct），仍居行业前列，但同比降幅显著；富安娜下滑7.0pct，主要受到销售费用率提升7.3pct影响。

图：休闲服饰家纺公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司净利率变化



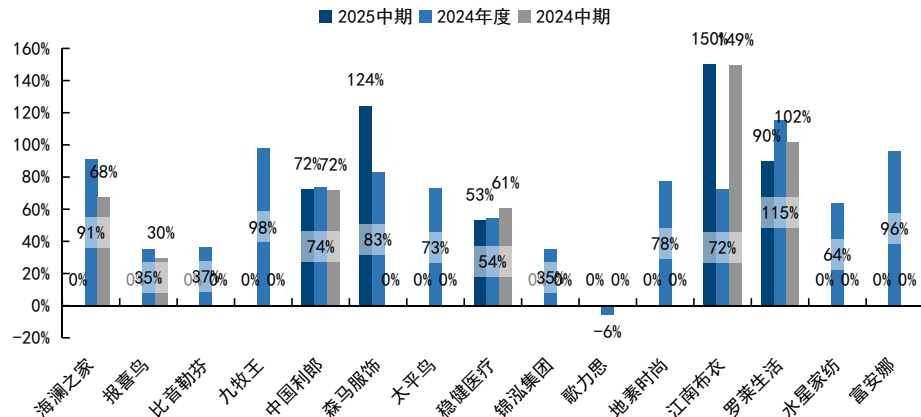
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

上半年业绩：收入承压有所分化，利润端负向经营杠杆明显，线上普遍好于线下

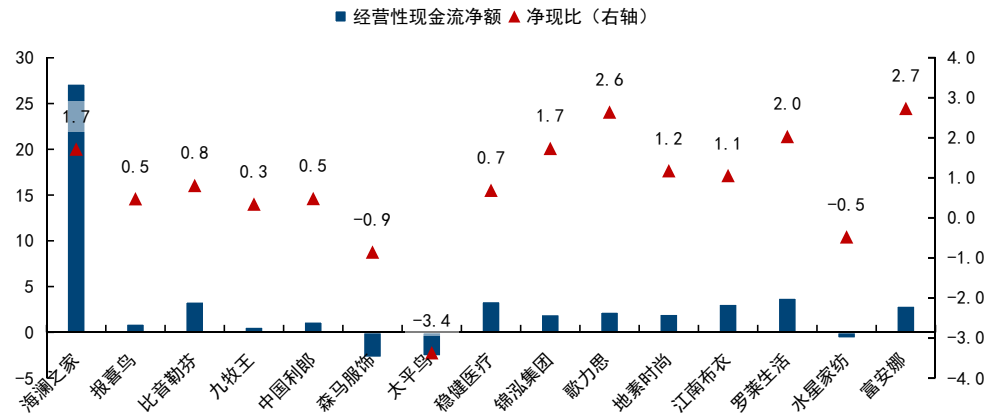
- 1、分红率：**上半年多数公司未进行中期分红，分红公司中，森马服饰/罗莱生活/中国利郎/稳健医疗的分红率分别为124%/90%/72%/53%，其中森马服饰自2022年以来首次进行中期分红，中国利郎分红率与去年同期持平，罗莱生活及稳健医疗则略有下滑；江南布衣因财年划分原因，上半年分红实为财年年末分红，分红率达150%。
- 2、现金流：**现金流表现分化明显，多家公司净现值下滑至1以下，部分公司出现经营性现金流呈现净流出状态：太平鸟由于营业收入下降导致现金流承压；森马服饰主要受采购货款增加影响；水星家纺则同时因支付货款、支付经营费用增加所致。富安娜/歌力思/罗莱生活表现较好，净现比分别达到2.7/2.6/2.2。

图：休闲服饰家纺公司分红变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所
注：江南布衣分红率按照自然年进行调整估算

图：休闲服饰家纺公司经营性现金流



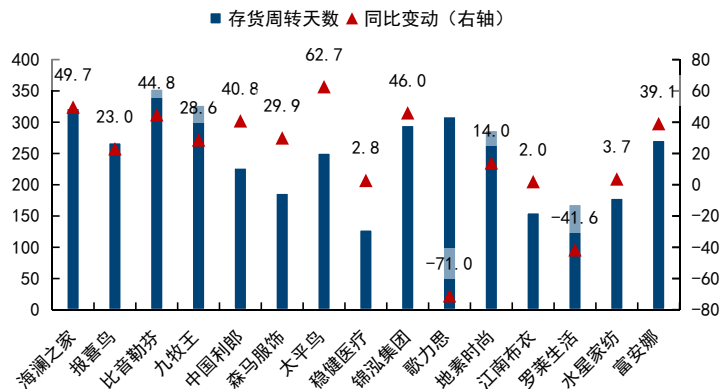
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

上半年业绩：收入承压有所分化，利润端负向经营杠杆明显，线上普遍好于线下

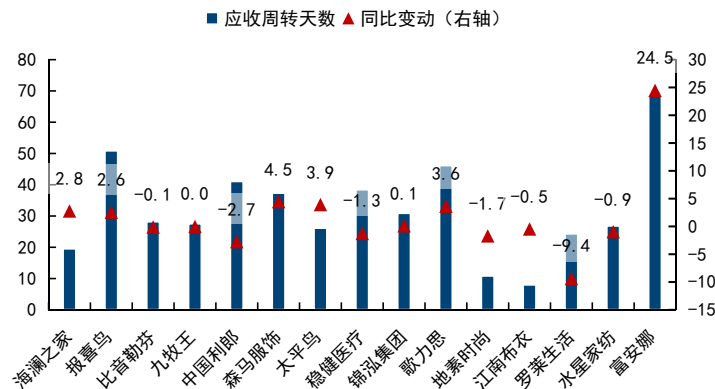
- 1、存货周转天数：**由于上半年消费环境疲软，同时部分企业主动增加库存储备，存货周转天数普遍出现明显增加，其中太平鸟/海澜之家/锦泓集团/比音勒芬/中国利郎分别增加62.7/49.7/46.0/44.8/40.8天；水星家纺（+3.7天）、稳健医疗（+2.8天）、江南布衣（+2.0天）存货周转相对稳健；运营效率改善显著的包括歌力思（-71.0天）、罗莱生活（-41.6天）。
- 2、应收账款周转天数：**行业平均应收周转天数维持在50天以内，多数公司表现较为平稳；富安娜（+24.5天）回款周期延长明显；罗莱生活（-9.4天）实现改善。

图：休闲服饰家纺公司存货周转天数



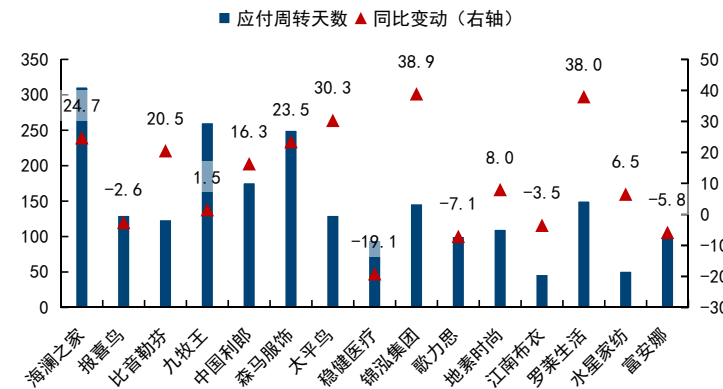
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：休闲服饰家纺公司应付账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

渠道拆分：线上普遍好于线下，直营普遍好于加盟

- 门店数：直营店贡献增量，加盟店普遍压力更大。在线下客流疲软的行业环境下，直营店往往具备更强的营运能力和经营韧性，且直营店一般开在一二线城市的核心商圈，加盟店普遍以低线城市为主，部分品牌加盟店以街铺店为主，客流较商场店面临更大压力，所以直营店往往拥有更好的店效，基于店铺结构优化、关闭低效门店的策略，加盟店在客流下滑环境下波动更大。2025上半年净开店的品牌仅有比音勒芬，且净开店数环比下降；海澜之家、比音勒芬、森马服饰延续直营开店策略，上半年净开直营店64/28/19家；海澜之家、太平鸟、罗莱生活、富安娜关店节奏放缓，门店结构优化持续推进；全棉时代注重门店运营优化，门店数量出现轻微下滑。

图：休闲服饰家纺公司线下收入变化

公司	类型	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2024 2H同比	2025 1H同比
海澜之家	直营	1,960	1,773	1,919	1,683	2,225	-5.1%	15.9%
	加盟	6,244	5,238	5,692	4,225	5,361	19.3%	-5.8%
	合计	8,204	7,011	7,611	5,908	7,586	15.7%	-0.3%
报喜鸟	直营	1,043	1,046	1,009	989	1,032	-5.4%	2.3%
	加盟	332	475	357	444	314	-6.5%	12.1%
	合计	1,376	1,521	1,366	1,433	1,346	-5.8%	-1.4%
比音勒芬	直营	1,247	1,148	1,277	1,290	1,412	12.4%	10.6%
	加盟	330	587	517	622	463	5.9%	10.3%
	合计	1,578	1,735	1,794	1,913	1,876	10.2%	4.5%
森马服饰	直营	670	704	703	844	948	19.9%	34.8%
	加盟	2,147	3,632	2,401	3,674	2,334	1.2%	-2.8%
	合计	2,817	4,336	3,104	4,518	3,281	4.2%	5.7%
太平鸟	直营	1,739	1,533	1,406	1,402	1,404	-8.5%	-0.1%
	加盟	871	1,489	826	1,236	713	17.0%	13.6%
	合计	2,610	3,022	2,232	2,639	2,117	12.7%	-5.1%
罗莱生活	直营	186	221	181	220	190	-0.3%	5.1%
	加盟	865	923	662	786	605	14.9%	8.7%
	合计	1,051	1,144	843	1,006	795	12.0%	-5.7%
富安娜	直营	312	411	310	426	281	3.8%	-9.1%
	加盟	323	502	329	507	186	1.0%	43.3%
	合计	635	912	638	933	468	2.3%	26.7%
全棉时代	线下门店	647	717	705	787	724	9.7%	2.8%
	KA	142	100	147	173	240	73.0%	63.2%
	合计	789	817	852	960	964	17.4%	13.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：休闲服饰家纺公司门店数量变化

公司	类型	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	同比	环比
海澜之家	直营	1155	1252	1314	1468	1532	218	64
	加盟	4851	4724	4594	4365	4191	-403	-174
	合计	6006	5976	5908	5833	5723	-185	-110
报喜鸟	直营	746	793	816	851	837	21	-14
	加盟	924	968	956	964	972	16	8
	合计	1670	1761	1772	1815	1809	37	-6
比音勒芬	直营	579	607	609	644	672	63	28
	加盟	614	648	654	650	656	2	6
	合计	1193	1255	1263	1294	1328	65	34
森马服饰	直营	699	681	839	980	999	160	19
	加盟	7371	7164	7185	7260	7194	9	-66
	合计	8070	7845	8024	8240	8193	169	-47
太平鸟	直营	1277	1175	1128	1128	1084	-44	-44
	加盟	2897	2556	2410	2245	2095	-315	-150
	合计	4174	3731	3538	3373	3179	-359	-194
罗莱生活	直营	318	335	361	411	381	20	-30
	加盟	2374	2395	2329	2227	2142	-187	-85
	合计	2692	2730	2690	2638	2523	-167	-115
富安娜	直营	473	484	498	485	486	-12	1
	加盟	991	1010	1033	987	928	-105	-59
	合计	1464	1494	1531	1472	1414	-117	-58
全棉时代	直营	309	337	360	384	380	20	-4
	加盟	44	74	84	103	104	20	1
	合计	353	411	444	487	484	40	-3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

渠道拆分：线上普遍好于线下，直营普遍好于加盟

- 单店收入：门店结构优化，增速环比好转。各品牌普遍进行低效店铺关停和店型优化，较去年下半年的明显下滑趋势，上半年多数品牌降幅出现收窄，其中海澜之家加盟店、森马直营店和太平鸟直营店出现正增长；富安娜放缓明显，加盟渠道承压，主要受客流减少导致，预计加盟商去库动作将延续至2025年末；从线下渠道整体收入来看，直营渠道表现更优，其中森马/海澜之家/比音勒芬的直营渠道收入分别增长35%/16%/11%，主要受益于新门店开设和门店结构改善。
- 电商增速及占比：线上渠道布局加码，渗透率持续提升。线下客流减少，线上渠道成为各品牌战略重点，休闲服饰品牌线上渠道表现普遍好于线下，呈现正向增长，其中比音勒芬、全棉时代延续去年增长态势，上半年电商收入增速达72%/24%；报喜鸟增速达18%，电商+新零售+直播多平台矩阵的建立成效显著；富安娜同比下滑5%，但表现仍优于线下。

图：休闲服饰家纺公司单店收入和同比情况（万元）

公司	类型	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	242H单店同比	251H单店同比
海澜之家	直营	28.3	23.6	24.3	19.1	24.2	-19.1%	-0.6%
	加盟	21.5	18.5	20.7	16.1	21.3	-12.7%	3.2%
报喜鸟	直营	23.3	22.0	20.6	19.4	20.6	-11.9%	-0.2%
	加盟	6.0	8.2	6.2	7.7	5.4	-16.1%	-13.6%
比音勒芬	直营	35.9	31.5	35.0	33.4	35.0	6.0%	0.2%
	加盟	9.0	15.1	13.2	16.0	11.8	-5.6%	-10.6%
森马服饰	直营	16.0	17.2	14.0	14.4	15.8	-16.7%	13.2%
	加盟	4.9	8.4	5.6	8.4	5.4	-0.2%	-1.9%
太平鸟	直营	22.7	21.7	20.8	20.7	21.6	-4.7%	3.9%
	加盟	5.0	9.7	5.7	9.2	5.7	-5.5%	-0.7%
罗莱生活	直营	9.8	11.0	8.4	8.9	8.3	-18.7%	-0.4%
	加盟	6.1	6.4	4.7	5.9	4.7	-8.4%	-0.7%
富安娜	直营	11.0	14.1	10.4	14.6	9.6	3.6%	-6.9%
	加盟	5.4	8.3	5.3	8.6	3.3	-3.4%	-36.9%
全棉时代	直营加盟	30.5	29.1	26.5	26.9	24.9	-7.4%	-5.7%

图：休闲服饰家纺公司电商渗透率和同比变化（百万元）

公司	类型	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
海澜之家	收入	1370	1487	1505	1753	2212	2207	2308
	渗透率	14.4%	16.4%	13.4%	17.0%	19.5%	23.0%	20.0%
	同比	5.8%	3.9%	9.9%	17.9%	47.0%	25.9%	4.4%
报喜鸟	收入	362	437	390	414	381	436	448
	渗透率	18.5%	19.2%	16.1%	15.4%	15.8%	16.8%	19.3%
	同比	23.55%	12.39%	7.89%	-5.16%	-2.34%	5.4%	17.6%
比音勒芬	收入	84	84	93	102	125	139	214
	渗透率	6.4%	5.4%	5.5%	5.5%	6.4%	6.7%	10.2%
	同比	47.8%	27.8%	10.5%	21.6%	34.6%	35.4%	71.8%
森马服饰	收入	2785	3669	2607	3621	2695	3978	2692
	渗透率	49.4%	47.7%	46.9%	44.7%	45.2%	45.9%	43.8%
	同比	3.5%	-2.6%	-6.4%	-1.3%	3.4%	9.9%	-0.1%
太平鸟	收入	1382	1350	968	1125	890	943	748
	渗透率	32.9%	30.6%	26.9%	26.8%	28.3%	26.5%	26.1%
	同比	-10.7%	-25.6%	-30.0%	-16.6%	-8.1%	-16.2%	-15.9%
罗莱生活	收入	627	855	671	938	623	759	738
	渗透率	26.3%	29.2%	27.3%	32.8%	29.6%	30.9%	33.8%
	同比	-8.7%	-7.6%	7.1%	9.8%	-7.1%	-19.1%	18.3%
富安娜	收入	564	716	531	679	528	593	501
	渗透率	42.3%	41.0%	41.7%	38.7%	40.3%	34.8%	45.9%
	同比	0.6%	-6.1%	-6.0%	-5.1%	-0.6%	-12.7%	-5.0%
全棉时代	收入	1130	1423	1243	1340	1381	1689	1708
	渗透率	60.7%	66.3%	60.2%	60.9%	60.5%	64.6%	62.2%
	同比	2.4%	-1.1%	10.0%	-5.8%	11.1%	26.0%	23.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

品牌线上：上半年休闲服饰品牌整体增长降速，家纺品牌延续分化趋势

- 休闲服饰品牌在电商三平台销售额，2025上半年以来整体增长环比降速，部分品牌保持较快的增长趋势，其中增速领先的品牌包括全棉时代(59%) / 哈吉斯(36%) / 利郎(34%) / 歌力思(31%) / 江南布衣(30%)，此外雪中飞、优衣库、波司登也保持同比正向增长。
- 家纺品牌2025上半年延续分化趋势，其中增速较快的品牌有亚朵星球(73%) / 罗莱家纺(36%) / 水星家纺(32%)，其中罗莱、水星增长环比提速，此外洁丽雅环比增速放缓。

图：休闲服饰家纺品牌电商销售额增速

休闲服饰 品牌	同比增长 (%)							
	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25HTD
波司登 Bosideng	125	38	41	23	22	8	5	-15
鸭鸭 Yaya	494	76	24	17	38	-22	-48	-34
优衣库 Uniqlo	-10	-10	-9	-9	4	44	6	-27
雪中飞 Snow Flying	294	38	-37	18	84	-6	18	-1
海澜之家 Hla	134	27	27	18	27	1	-8	36
太平鸟 Peacebird	54	-15	-20	-25	-9	15	-10	-24
维尼熊 Teenie Weenie	155	39	43	-17	-13	7	-14	-1
森马 Semir	18	-13	-6	-28	-1	28	-4	-9
江南布衣 Jnby	30	23	61	17	0	39	30	50
利郎 Lilanz	22	-12	37	4	36	65	34	21
哈吉斯 Hazzys	64	9	25	-33	-20	24	36	43
地素 D'zzit	14	-44	32	64	32	-11	24	26
全棉时代 Purcotton	52	32	31	-13	17	51	59	83
歌力思 Ellassay	81	16	85	28	55	129	31	-6
家纺 品牌	同比增长 (%)							
	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25HTD
亚朵星球	119	122	999	999	271	110	73	82
水星家纺 Mercury	134	-3	16	6	-14	10	32	22
洁丽雅 Grace	110	72	53	37	30	16	2	18
罗莱家纺 Luolai	91	6	19	25	4	10	36	63
富安娜 Fuanna	197	-5	0	-4	-6	-2	-3	32
南极人 Nanjiren	15	-20	-28	-21	-23	-29	-25	-9

资料来源：阿里京东抖音第三方数据，国信证券经济研究所

重点公司财报分析



海澜之家：二季度收入增长提速，主品牌企稳新业态持续布局

- 2025上半年收入增长1.7%，扣非归母净利润增长3.8%。2025上半年公司收入同比+1.7%至115.7亿元，归母净利润同比-3.4%至15.8亿元，归母净利润下滑主要受去年同期斯搏兹并表贡献一次性投资收益影响，投资收益占收入比率同比-1.1个百分点；扣非归母净利润同比+3.8%至15.7亿元。毛利率同比+1.1个百分点至46.4%；销售费用率同比+0.4个百分点至21.4%；财务费用率同比+0.3个百分点至-0.4%，主要受利率下降导致利息收入减少影响；其他费用率基本稳定；归母净利率同比-0.7个百分点至13.7%，扣非归母净利率同比+0.3个百分点至13.5%。存货金额同比+7.3%至102.6亿元，存货周转天数同比+50天至323天，存货上升主要受斯搏兹并表后备货增加影响。
- 第二季度收入增长环比提速，毛利率提升，净利率受投资收益及存货减值影响下滑。2025第二季度公司收入同比+3.6%至53.8亿元，归母净利润同比-13.9%至6.5亿元，扣非归母净利润同比+1.4%至6.4亿元。毛利率同比+2.6个百分点至46.0%；销售/管理费用率分别同比-0.8/+0.7个百分点。非经项目中，受存货跌价准备计提影响，资产减值损失占收入比例同比-2.0百分点；叠加去年同期斯搏兹并表，投资收益占比同比-2.2百分点；归母净利率同比-2.4个百分点至12.1%，扣非归母净利率同比-0.3个百分点至11.9%。
- 主品牌直营表现稳健，新业态持续布局。1) 海澜之家主品牌：上半年收入83.9亿元，同比-5.9%，其中线下直营门店拓张驱动直营收入增长，且二季度增长提速；加盟收入小幅下滑；线上收入上半年保持增长，二季度增速放缓，主要因公司电商渠道以利润增长为主要目标，战略性放缓规模增长；毛利率+2.2个百分点达48.3%。直营门店净增64家至1532家，加盟店净减174家至4365家。2) 团购业务：上半年收入13.4亿元（+23.7%），毛利率40.4%（-3.2百分点），客户规模扩张带动收入增长。3) 其他品牌：合计收入15.0亿元（+65.6%），毛利率49.1%（-9.6百分比），预计OVV、英氏平稳增长，阿迪达斯FCC/京东奥莱加速布局，两者门店数量分别到529/23家。

图表：盈利预测及市场重要数据					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	21,748	23,171	24,491
(+/-%)	16.0%	-2.7%	3.8%	6.5%	5.7%
净利润(百万元)	2952	2159	2307	2616	2919
(+/-%)	37.0%	-26.9%	6.9%	13.4%	11.6%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.48	0.54	0.61
EBITMargin	19.5%	16.0%	15.1%	16.6%	17.7%
净资产收益率(ROE)	18.4%	12.7%	13.3%	17.3%	30.0%
市盈率(PE)	11.2	15.4	14.4	12.7	11.4
EV/EBITDA	9.4	13.2	14.1	12.7	12.5
市净率(PB)	2.1	2.0	1.9	2.2	3.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：海澜之家2025上半年业绩一图

	2022A	2023A	2024A	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
收入(百万元)	18,562	21,528	20,957	11,199	10,329	11,370	9,587	11,566
传统业务								
海澜之家及其他	15,658	18,474	16,945	9,709	8,765	9,824	7,121	9,895
- 直营	2,483	3,734	3,602	1,960	1,773	1,919	1,683	2,225
- 店数	1,578	1,683	1,971	1,688	1,683	1,773	1,971	2,099
- 店效	1.84	2.29	1.97	2.40	2.10	2.22	1.80	2.19
- 加盟及其他	10,318	11,482	9,917	6,244	5,238	5,692	4,225	5,361
- 店数	6,641	5,194	4,756	6,524	5,194	5,184	4,756	5,110
- 店效	1.57	1.94	1.99	1.90	1.79	2.19	1.70	2.17
- 线上	2,856	3,258	4,419	1,505	1,753	2,212	2,207	2,308
团购业务	2,247	2,281	2,224	1,093	1,188	1,086	1,138	1,343
斯搏兹								
收入YoY	-8.1%	16.0%	-2.7%	17.7%	14.2%	1.5%	-7.2%	1.7%
传统业务								
海澜之家及其他	-8.8%	18.0%	-8.3%	16.9%	19.2%	1.2%	-18.8%	0.7%
- 直营	19.3%	50.4%	-3.5%	57.6%	43.1%	-2.1%	-5.1%	15.9%
- 店数	41.5%	6.7%	17.1%	34.1%	6.7%	5.0%	17.1%	18.4%
- 店效	-14.9%	24.2%	-12.0%	14.6%	20.4%	-7.5%	-14.6%	-1.6%
- 加盟及其他	-16.6%	11.3%	-13.6%	9.7%	13.3%	-8.8%	-19.3%	-5.8%
- 店数	1.6%	-21.8%	-8.4%	1.0%	-21.8%	-20.5%	-8.4%	-1.4%
- 店效	-17.0%	23.9%	-5.0%	8.3%	26.6%	15.6%	-4.9%	-0.9%
- 线上	4.8%	14.1%	40.0%	9.9%	17.9%	47.0%	25.9%	4.4%
团购业务	-0.6%	1.5%	-12.0%	24.6%	-13.3%	-0.7%	-4.2%	23.7%
斯搏兹								
毛利率	42.9%	44.5%	44.5%	45.1%	43.8%	45.2%	43.7%	46.4%
传统业务								
海澜之家及其他品牌	43.5%	45.7%	46.8%	46.4%	45.0%	47.3%	52.6%	48.4%
- 直营	68.4%	65.7%	67.7%	65.4%	66.1%	66.6%	69.0%	68.1%
- 加盟及其他	38.4%	38.6%	38.6%	39.8%	37.1%	40.0%	36.8%	39.6%
- 线上	39.9%	48.2%	48.0%	49.1%	47.4%	49.3%	46.7%	50.0%
团购业务	48.6%	46.8%	40.3%	44.8%	48.7%	43.6%	37.2%	40.4%
斯搏兹								
传统业务经营利润率								
费用率	19.4%	21.4%	23.6%	19.9%	23.0%	21.2%	26.5%	21.9%
销售费用	18.5%	20.2%	23.1%	18.7%	21.9%	21.0%	25.6%	21.4%
管理费用	5.0%	4.5%	4.9%	4.3%	4.6%	4.2%	5.8%	4.3%
研发费用	1.0%	0.9%	1.4%	0.9%	0.9%	1.0%	1.8%	0.9%
财务费用	-0.1%	0.2%	-0.8%	0.3%	0.1%	-0.7%	-0.9%	-0.4%
其他经营收益占比	-2.7%	-1.2%	-2.1%	-1.9%	-0.4%	-1.2%	-3.2%	-2.1%
- 资产减值损失比率	-2.7%	-2.1%	-2.7%	-2.2%	-2.0%	-2.5%	-3.0%	-2.3%
- 投资收益比率	0.0%	0.9%	0.6%	0.1%	1.7%	1.1%	0.0%	0.0%
所得税率	28.8%	19.5%	21.5%	19.4%	19.5%	20.3%	24.7%	21.8%
归母净利润合计	2,155	2,952	2,159	1,679	1,273	1,636	522	1,580
YOY	-13.5%	37.0%	-26.9%	31.6%	44.7%	-2.5%	-59.0%	-3.4%
净利率	11.6%	13.7%	10.3%	15.0%	12.3%	14.4%	5.4%	13.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

海澜之家：二季度收入增长提速，主品牌企稳新业态持续布局

- **京东奥莱：**首家京东奥莱线下店于2024年9月25日在江苏省无锡江阴市海澜飞马水城开业，后续春节前陆续开设10店，京东奥莱一季度流水约6000万，按净额法计入报表收入约2000万，单店收入较低主因开店时间较短，大部分店铺春节后才开始正式经营。8月新开设8家，截至目前共有43家已开业门店，目前已经逐步向中西部省份开拓，并覆盖三到五线城市，高线城市亦有开店空间。门店选址的商场甲方包括银座、中万购物广场、万意广场等。门店面积普遍为3000平米以上大店，临沂银座店为首家万平大店，位置选择上大部分位于购物中心一层、二层、负一层。
- **京东奥莱以轻资产模式运营，未来贡献利润可观：**与品牌流水分成：海澜分40%左右，品牌分60左右%；成本与费用支出：租金流水5-6%扣点；京东线上线下载3%平台服务费；员工成本（人均10w，30人=300w，年流水5000w）占6%，水电折旧杂项占3-4%，净利率约为20%。

表：京东奥莱已开门店情况概览

时间	城市	GDP（亿元）	人口（万人）	人均GDP（元）	城市等级	商圈	面积(平米)	层数
2024/9/25	江苏无锡	15,456	750	206,220	新一线	江阴飞马城	3000	一层二层
2025/1/1	山东枣庄	2,157	381	56,610	三线	滕州中万购物	4800	二层
2025/1/1	河南安阳	2,486	538	46,245	三线	万意广场	3200	一层
2025/1/15	山东济宁	5,516	824	66,943	三线	银座	3000	三层
2025/1/18	山东临沂	6,105	1,094	55,787	三线	银座和谐广场	10000	二层
2025/1/18	山东菏泽	4,464	864	51,699	三线	银座和谐广场	6000	一层二层
2025/1/18	河北廊坊	3,608	548	65,869	三线	万向城	4500	
2025/1/18	河北石家庄	7,534	1,123	67,067	二线	北辰广场	5000	B1层
2025/1/18	河南平顶山	2,720	492	55,286	四线	名门天街	5000	一层
2025/1/22	河南南阳	4,572	950	48,143	三线	南阳天地	5000	一层二层
2025/1/23	安徽阜阳	3,324	808	41,114	三线	晶宫	5000	
2025/3/22	安徽合肥	12,674	985	128,631	新一线	祥源广场	4000	B1层
2025/5/1	安徽合肥	12,674	985	128,631	新一线	百大心悦城	6700	一层二层
2025/5/1	山东聊城	2,926	586	49,944	三线	银座商城		二层
2025/5/1	山西晋中	2,091	338	61,925	四线	印象城		
2025/5/1	河南郑州	13,618	1,301	104,688	新一线	朗悦公园茂		一层负一层
2025/5/1	山东青岛	15,760	1,037	151,955	新一线	银座和谐广场		二层
2025/5/1	江苏徐州	8,900	902	98,675	四线	三胞国际广场		B1层
2025/5/31	广东佛山	13,362	970	137,767	新一线	东方广场		三层
2025/5/31	浙江绍兴	8,369	543	154,146	二线	万达广场		二层
2025/6/6	山西吕梁孝义	2,366	335	70,703	五线	天福广场		上下两层
2025/6/18	山西阳泉	1,003	130	77,185	五线	万达广场对面奥莱		
2025/6/18	江苏徐州丰县	554	92	60,202	四线	欢乐城大有界		
2025/7/5	山东枣庄薛城	314	49	63,813	四线	银座		一层二层
2025/7/11	河南濮阳	1,851	370	50,004	四线	万嘉360广场		
2025/7/12	山东烟台	10,162	703	144,513	三线	银座商城		二层
2025/7/12	山东淄博	4,562	467	97,599	三线	淄博购物广场		
2025/7/18	河北唐山	9,133	772	118,314	三线	振华城		
2025/7/25	河北保定定州	400	109	36,803	五线	中天广场		一层
2025/7/25	江苏泰州兴化	1,155	112	102,880	五线	英莱达广场		
2025/8/8	湖南湘西吉首	225	43	51,940	五线	欢乐城		一层二层
2025/8/8	江苏泰州	7,021	447	156,928	三线	大卫茂年轻力中心		二层
2025/8/15	江苏常州溧阳	1,557	81	193,060	四线	金鹰广场		二层三层
2025/8/16	四川德阳	3,265	345	94,540	四线	吾悦广场		一层
2025/8/16	江苏南京	18,501	958	193,180	新一线	白马生活广场		一层负一层
2025/8/22	陕西西安	13,318	1,317	101,141	新一线	民生百货商城		二层
2025/8/22	湖北武汉	21,106	1,381	152,843	新一线	武汉工艺大楼		一层二层
2025/8/22	江苏南通	12,422	775	160,283	二线	金鹰广场		一层负一层
2025/8/23	安徽马鞍山	2,785	220	126,517	三线	哥伦布广场		一层二层
2025/8/23	安徽宣城	1,952	249	78,485	四线	百大合家福广场		一层
2025/8/29	河北保定	4,825	1,149	42,000	三线	钟楼park3.1		
2025/8/29	安徽淮北	1,406	193	72,769	四线	吾悦广场		
2025/8/30	江苏无锡	15,456	750	206,220	新一线	江阴人民中路步行街		

资料来源：京东奥莱官方公众号，wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



稳健医疗：上半年收入同比增长31%，医疗与消费协同发展

- **上半年收入同比增长31%，营业利润率提升。**受消费和医疗业务、以及内生外延共同驱动下，2025上半年公司营业收入同比+31.3%至53.0亿元，归母净利润同比上升28.1%至4.9亿元。盈利能力方面，毛利率整体基本维持稳定；医疗业务受并表GRI影响，毛利率同比下降0.7个百分点至37.4%；消费品业务则受益于棉花价格下行及产品结构优化，毛利率同比提升1.7个百分点至58.6%。由于并购的GRI公司销售费用率较低，公司销售费用率同比-2.5百分点；管理/财务费用率分别同比+0.6/0.7百分点。主要受益于费用改善，整体经营利用率同比+0.7百分点，医疗/消费品业务经营利润率分别+1.0/1.2百分点。最终归母净利率小幅下滑0.2百分点至9.3%，主要受所得税提升影响，所得税率提升主要因全棉时代占比提升及子公司迁址。上半年每10股派发现金股利4.5元，共派发2.62亿元。
- **第二季度医疗业务内生增速提升，消费品业务核心品类表现亮眼。**2025年第二季度，公司收入同比增长27.0%至26.9亿元，延续强劲增长。医疗业务收入12.6亿元，同比增长46.5%，剔除GRI并表影响后，内生业务增速从一季度的11.1%提速至15.5%，增长势头向好。消费品业务收入14.1亿元，同比增长13.2%，增速较一季度（+28.8%）有所放缓，主要受315事件的阶段性扰动影响。核心品类中，卫生巾（奈丝公主）凭借产品品质优势，上半年实现收入5.3亿元，同比增长67.6%；核心爆品干湿棉柔巾实现收入8.1亿元，同比增长19.5%，保持稳健增长；成人服饰聚焦贴身品类，实现收入5.2亿元，同比增长19.4%。单二季度归母净利润2.42亿元，同比增长20.6%。
- **手术室耗材、卫生巾引领增长，其他业务稳健增长。**分业务看，1) **医疗板块：**上半年收入同比+46.4%至25.2亿元，占总营收48%，剔除新并购公司GRI的贡献，医疗板块上半年营业收入同比+13.2%至19.5亿，其中手术室耗材增长迅速，同比+193.5%至7.4亿元，高端敷料和健康个护产品保持稳定快速增长，分别同比+25.7%/26.9%至4.8/2.3亿元；渠道方面，国外销售渠道占比57%，同比+81.3%，国内医院和日用消费C端分别同比+16.2%/33.2%至4.1/4.5亿元，电商平台累计粉丝数1744万。2) **消费品板块：**消费品业务增长稳健，上半年同比增长20.3%至27.5亿元，核心产品卫生巾引领增长，同比+67.6%至5.3亿元，其他主要产品干湿棉柔巾/成人服饰/婴童服饰分别同比+19.5%/19.4%/3.6%；上半年环比2024年年末净开门店-3家至484家，线上/线下营收分别+23.6%/2.8%至17.1/7.2亿元。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,185	8,978	11,370	13,038	14,816
(+/-%)	-27.9%	9.7%	26.6%	14.7%	13.6%
净利润(百万元)	580	695	1006	1168	1349
(+/-%)	-64.8%	19.8%	44.7%	16.1%	15.5%
每股收益（元）	0.98	1.19	1.71	1.99	2.29
EBITMargin	10.2%	9.8%	9.9%	10.1%	10.0%
净资产收益率（ROE）	5.0%	6.2%	8.6%	9.5%	10.4%
市盈率（PE）	40.7	33.3	23.3	20.0	17.3
EV/EBITDA	24.8	24.0	19.5	16.8	15.1
市净率（PB）	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：稳健医疗2025上半年业绩一图

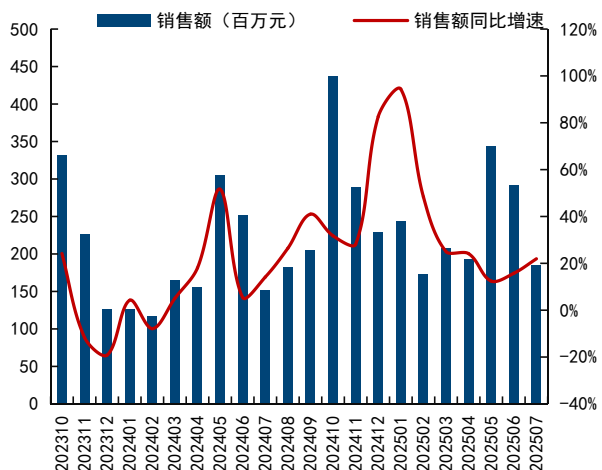
	2022	2023	2024	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
收入（百万）	11,351	8,185	9,042	4,267	3,918	4,034	5,008	5,296
医疗业务：	7,250	3,862	3,987	2,173	1,689	1,718	2,269	2,515
防疫产品	4,735	912	354	734	178	170	184	180
常规品	2,515	2,949	3,633	1,439	1,511	1,548	2,084	2,335
消费品业务：	4,008	4,263	4,991	2,063	2,200	2,282	2,709	2,745
收入YOY	41.2%	-27.9%	9.7%	-17.3%	-36.7%	-5.5%	26.2%	31.3%
医疗业务：	84.9%	-46.7%	3.2%	-32.8%	-58.0%	-20.9%	34.4%	46.4%
剔除GRI	84.9%	-46.7%	1.2%	0.0%	0.0%	-20.9%	17.2%	13.2%
防疫产品	99.1%	-80.7%	-61.2%	-67.4%	-92.8%	-76.9%	3.6%	5.9%
常规品	62.9%	17.3%	23.2%	46.6%	-1.5%	7.6%	38.0%	50.8%
消费品业务：	-1.2%	6.4%	14.8%	10.8%	2.5%	10.6%	18.8%	20.3%
毛利率	47.4%	49.0%	47.3%	51.5%	46.3%	48.7%	46.2%	48.3%
医疗业务	44.5%	40.4%	36.6%	45.2%	34.3%	38.1%	35.4%	37.4%
消费品业务	53.0%	56.9%	57.0%	58.2%	55.6%	56.9%	57.1%	58.6%
期间费用	26.9%	37.2%	35.5%	32.6%	42.2%	36.5%	34.7%	35.4%
销售费用率	18.1%	25.5%	25.2%	22.5%	28.8%	26.2%	24.4%	23.7%
管理费用率	5.6%	8.5%	7.5%	6.8%	10.3%	7.7%	7.4%	8.2%
研发费用率	4.3%	3.9%	3.9%	4.6%	3.3%	3.5%	4.1%	3.7%
财务费用率	-1.1%	-0.8%	-1.1%	-1.2%	-0.2%	-0.9%	-1.2%	-0.2%
资产减值比率	-3.2%	-4.8%	-2.7%	-2.4%	-7.5%	-1.4%	-3.8%	-0.6%
营业利润率	17.4%	10.0%	10.2%	12.1%	12.1%	11.7%	8.9%	12.4%
医疗业务	21.3%	8.8%	7.6%			7.8%	7.4%	8.8%
消费品业务	9.8%	11.4%	12.1%			12.8%	11.5%	14.0%
所得税率	12.8%	16.2%	18.5%	14.0%	-9.0%	14.2%	23.1%	19.7%
净利润（百万元）：								
归母净利润	1651	580	695	682	-101	384	311	492
YOY	33.2%	-64.8%	19.8%	-23.7%	-113.4%	-43.6%	407.5%	28.1%
净利率	14.5%	7.1%	7.7%	16.0%	-2.6%	9.5%	6.2%	9.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

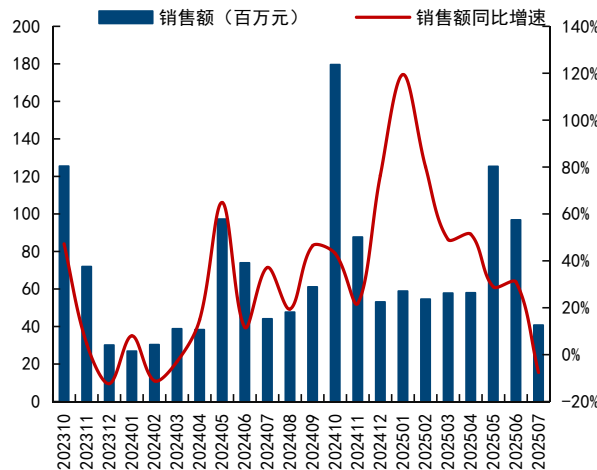
稳健医疗：上半年收入同比增长31%，医疗与消费协同发展

- **上半年奈丝公主增长提速，电商渠道表现更优：**根据公司公告，上半年消费品板块收入27.5亿元（+20.3%），其中卫生巾5.3亿元（+67.6%）、棉柔巾8.1亿元（+19.5%），奈丝公主卫生巾环比提速明显；根据第三方数据统计，天猫京东抖音三平台，上半年全棉时代及奈丝公主品牌分别同比+29.6%和89.2%，快于公司全渠道口径数据，预计主要因电商渠道增速好于线下增速。
- **7月全棉时代与奈丝公主势头延续，棉柔巾销售承压：**天猫京东抖音三平台，全棉时代销售额同比+21.9%（环比6月提速），奈丝公主同比+53.2%（环比6月提速），两品牌合计同比+27.9%。细分品类来看，全棉时代棉柔巾同比-7.6%（自2024年4月以来首次转负），婴儿棉柔巾同比-1.7%（延续6月下跌趋势）。

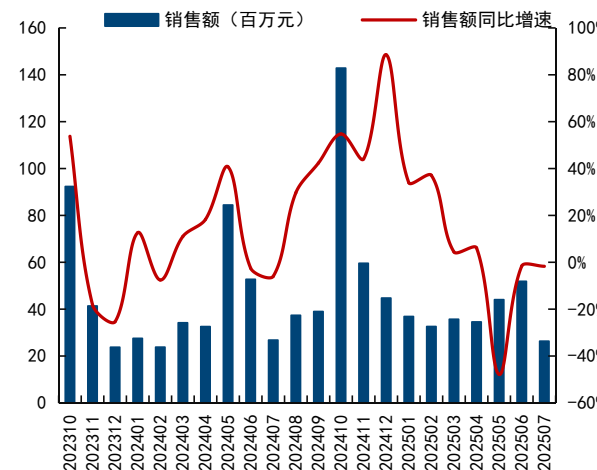
图：全棉时代品牌三平台月度销售额及同比增速



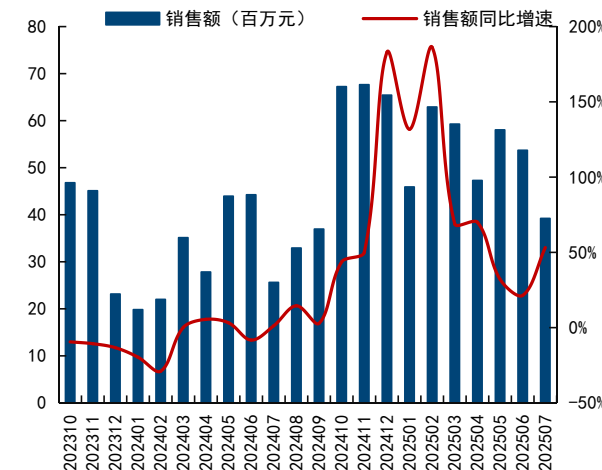
图：全棉时代棉柔巾三平台月度销售额及同比增速



图：全棉时代婴儿棉柔巾三平台月度销售额及同比增速



图：奈丝公主品牌三平台月度销售额及同比增速



资料来源：阿里京东抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



富安娜：第二季度收入降幅收窄，利润压力延续

- 上半年收入下滑16.6%，利润承压明显。2025年上半年，在消费环境整体疲软背景下，公司收入同比下降16.6%至10.91亿元，负向经营杠杆下利润承压，归母净利润同比下滑51.3%至1.06亿元。毛利率同比减少1.4个百分点至53.6%，主要受库存清理影响；销售费用率同比上升7.3个百分点至36.1%，主要受平台扣点费用增加，促销活动模式调整及营销活动影响；研发费用率同比-1.0百分点，其他费用率相对稳定；信用减值损益占收入比例较去年同期改善1.2百分点，主要因应收账款坏账损失的转回。主要受销售费用率提升影响，归母净利率同比下滑6.9个百分点至9.7%。营运效率方面，存货/应收周转天数分别同比增加39/24天，存货周转延长预计主要因积极帮助加盟商退换货，促进提货；经营活动现金流净额同比大幅改善210.8%至2.9亿元，预计主因原材料备货充足、采购商品现金支出减少。
- 第二季度收入降幅收窄，利润压力延续。第二季度公司收入同比下降15.3%至5.55亿元（Q1：-17.8%），归母净利润降幅收窄至47.7%（Q1：-54.1%）。单季毛利率同比下降3.1个百分点至52.8%，销售费用率同比上升4.9个百分点至35.7%，归母净利率同比下滑5.6个百分点至9.0%。
- 线上渠道韧性凸显，加盟收入大幅收缩。1) 分渠道看：线上渠道收入同比降幅最小（-5.0%），毛利率优化2.9个百分点至49.4%。加盟渠道压力最大，收入同比下滑43.3%，毛利率下降3.9个百分点至49.3%，主要系经销商在去年四季度末集中备货后，终端动销不佳导致库存积压；直营渠道收入下降9.1%，毛利率微降1.8个百分点至66.3%。线下门店相较于去年年末，直营门店净增1家，加盟门店净减少59家。2) 分品类看：上半年核心品类均出现下滑。套件、被芯、枕芯收入分别同比下降21.6%、13.3%、14.7%。从毛利率来看，核心品类套件和被芯毛利率也分别下降3.3和2.1百分点。3) 展望下半年：公司将动态调整库存结构，平衡库存清理及毛利率的调整；费用管控方面，加强线上精准投放与线下渠道协同，严格控制低效费用支出，提升整体运营效率。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	2,665	2,726	2,789
(+/-%)	-1.6%	-0.6%	-11.5%	2.3%	2.3%
净利润(百万元)	572	542	388	408	429
(+/-%)	7.2%	-5.2%	-28.5%	5.2%	5.1%
每股收益（元）	0.68	0.65	0.46	0.49	0.51
EBITMargin	21.0%	20.7%	15.5%	16.0%	16.6%
净资产收益率（ROE）	14.8%	13.9%	9.9%	10.3%	10.7%
市盈率（PE）	10.8	11.4	15.9	15.1	14.4
EV/EBITDA	10.2	10.4	13.6	12.9	12.1
市净率（PB）	1.59	1.58	1.57	1.55	1.53

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：富安娜2025上半年业绩一图

	FY2022	FY2023	FY2024	2023 H1	2023 H2	2024 H1	2024 H2	2025 H1
收入（百万元）	3080	3030	3011	1272	1757	1308	1704	1091
直营	731.21	722.89	735.75	312.38	410.51	309.48	426.27	281.32
店数	470	484	485	473	484	498	485	486
单店收入	155.58	151.55	151.86	66.25	85.79	63.03	86.73	57.94
加盟	827.73	824.19	835.75	322.61	501.58	328.90	506.86	186.35
店数	999	1,010	987	991	1,010	1,033	987	928
单店收入	80.60	82.05	83.70	32.55	49.66	31.84	51.35	20.08
电商	1,280.49	1,210.19	1,120.61	530.88	679.31	527.60	593.01	501.16
天猫	384.00	296.97						
京东	444.65	474.68						
唯品会	175.97	173.83						
团购	137.32	164.07	172.49					
其他	102.84	108.22	146.64					
收入YOY	-3.1%	-1.6%	-0.6%	-4.7%	0.8%	2.8%	-3.1%	-16.6%
直营	-4.7%	-1.1%	1.8%	-6.3%	3.2%	-0.9%	3.8%	-9.1%
店数	0.0%	3.0%	0.2%	-0.2%	3.0%	5.3%	0.2%	-2.4%
单店收入	-8.0%	-2.6%	0.2%	-5.8%	1.3%	-4.9%	1.1%	-8.1%
加盟	1.6%	-0.4%	1.4%	-2.4%	0.9%	1.9%	1.1%	-43.3%
店数	-5.3%	1.1%	-2.3%	-4.9%	1.1%	4.2%	-2.3%	-10.2%
单店收入	3.1%	1.8%	2.0%	2.6%	-0.2%	-2.2%	3.4%	-36.9%
电商	-3.2%	-5.5%	-7.4%	-6.0%	-5.1%	-0.6%	-12.7%	-5.0%
天猫	-12.7%	-22.7%						
京东	-2.0%	6.8%						
唯品会	-8.2%	-1.2%						
团购	-22.1%	19.5%	5.1%					
其他	4.9%	5.2%	35.5%					
毛利率	53.1%	55.6%	56.1%	54.2%	56.7%	55.0%	56.8%	53.6%
直营	66.5%	70.1%	67.9%	68.5%	71.4%	68.0%	67.7%	66.3%
加盟	52.7%	56.2%	55.6%	51.3%	59.4%	53.2%	57.1%	49.3%
电商	46.3%	48.0%	50.3%	44.5%	50.7%	46.5%	53.6%	49.4%
团购	44.5%	43.8%	41.6%					
其他	57.2%	57.5%	60.8%					
费用率								
销售费用率	25.6%	26.1%	27.6%	27.0%	25.5%	28.8%	26.7%	36.1%
管理费用率	4.0%	3.7%	3.5%	4.5%	3.2%	4.1%	3.1%	4.2%
研发费用率	3.6%	3.6%	3.2%	3.2%	3.8%	3.6%	2.8%	2.6%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.6%	-0.5%	-0.2%	-0.8%	-0.4%	-0.5%
所得税率	17%	17%	17%	21%	15%	20%	16%	25%
归母净利润（百万元）	533.82	572.10	542.25	219.31	352.79	218.01	324.24	106.15
YOY	-2.2%	7.2%	-5.2%	309.0%	1069.7%	-0.6%	-8.1%	-51.3%
归母净利率	17.3%	18.9%	18.0%	17.2%	20.1%	16.7%	19.0%	9.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

森马服饰：上半年收入增长3%，费用率增加致利润承压

- 上半年收入增长3%，费用率增加致利润承压。森马服饰2025年上半年实现营业收入61.49亿元，同比+3.3%，归母净利润3.25亿元，同比-41.2%，扣非净利润2.96亿元，同比-45.2%。毛利率同比提高0.6pct至46.7%；销售/财务费用率分别同比+3.6/2.0pct，销售费用增加主要系线下新开门店增加以及线上投流费用增加所致，财务费用增加主要系本期定期存款利息收入减少所致；受费用率增加影响，净利率同比-4.1pct至5.2%。存货同比+10.1%，存货周转天数同比+30天至187天，主要由于销售未达预期。拟每10股派发1.5元中期现金红利，总额4.04亿元。
- 第二季度收入增长环比转正，毛利率提升。第二季度实现收入30.70亿元，同比+9.0%，增速环比一季度由负转正；归母净利润1.11亿元，同比-46.3%，扣非归母净利润1.03亿元，同比-49.4%。毛利率同比+0.9pct至46.4%；期间费用率提高5.2pct，主要受销售/财务费用率+3.0/2.7pct影响；净利率同比-3.8pct至3.5%。
- 童装业务保持增长，直营渠道表现亮眼。1）分品类：上半年儿童服饰收入43.13亿元（同比+6.0%），占比提升至70.1%，毛利率同比-1.3pct至48.2%，主要由于老品处理比例提高；休闲服饰收入17.23亿元（同比-5.0%），毛利率同比+4.7pct至43.2%，主要由于线上折扣力度减弱。2）分渠道：线上渠道收入26.92亿元（同比-0.1%），毛利率同比-0.1pct至47.3%；直营渠道收入9.48亿元（同比+34.8%），毛利率同比+0.4pct至67.6%；加盟渠道收入23.34亿元（同比-2.8%），毛利率同比-0.8pct至37.3%。2025年上半年线下门店新开540家，净减少89家至8236家，其中直营和加盟分别净+19/-66家，门店结构优化。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,661	14,626	15,425	16,264	17,094
(+/-%)	2.5%	7.1%	5.5%	5.4%	5.1%
净利润(百万元)	1122	1137	892	1148	1318
(+/-%)	76.1%	1.4%	-21.6%	28.7%	14.8%
每股收益（元）	0.42	0.42	0.33	0.43	0.49
EBITMargin	14.9%	13.6%	10.4%	12.2%	13.1%
净资产收益率（ROE）	9.8%	9.6%	7.4%	9.2%	10.3%
市盈率（PE）	13.5	13.3	17.0	13.2	11.5
EV/EBITDA	9.7	10.3	12.6	10.5	9.5
市净率（PB）	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：森马服饰2025上半年业绩一图

	2022	2023	2024	2024H1	2024H2	2025H1
收入（百万元）						
合计营收	13331.2	13660.5	14625.5	5955.0	8670.6	6148.8
YoY	-13.5%	2.5%	7.1%	7.1%	7.0%	3.3%
童装营收	8933.1	9372.6	10268.2	4070.4	6197.8	4313.3
YoY	-13.0%	4.9%	9.6%	6.4%	11.7%	6.0%
占比	67.0%	68.6%	70.2%	68.4%	71.5%	70.1%
休闲装营收	4281.7	4171.2	4189.7	1813.5	2376.2	1723.2
YoY	-14.8%	-2.6%	0.4%	7.7%	-4.4%	-5.0%
占比	32.1%	30.5%	28.6%	30.5%	27.4%	28.0%
毛利率						
合计	41.3%	44.0%	43.8%	46.1%	42.2%	46.7%
童装	41.9%	46.8%	47.3%	49.6%	45.8%	48.2%
休闲装	40.0%	38.0%	35.5%	38.6%	33.1%	43.2%
费用率						
销售费用	24.5%	24.1%	25.6%	26.0%	25.4%	29.7%
管理费用	4.4%	4.6%	4.1%	4.8%	3.5%	5.1%
研发费用	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%	2.2%	1.8%
财务费用	-0.4%	-1.2%	-0.9%	-2.2%	0.0%	-0.2%
其他						
营业利润率	6.5%	11.0%	10.6%	12.3%	9.4%	7.0%
所得税率	29.4%	24.7%	26.5%	25.5%	27.4%	25.8%
净利润						
归母净利润	637.0	1121.5	1137.4	552.5	584.9	325.1
YoY	-57.1%	76.1%	1.4%	7.1%	-3.5%	-41.2%
净利率	4.8%	8.2%	7.8%	9.3%	6.7%	5.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

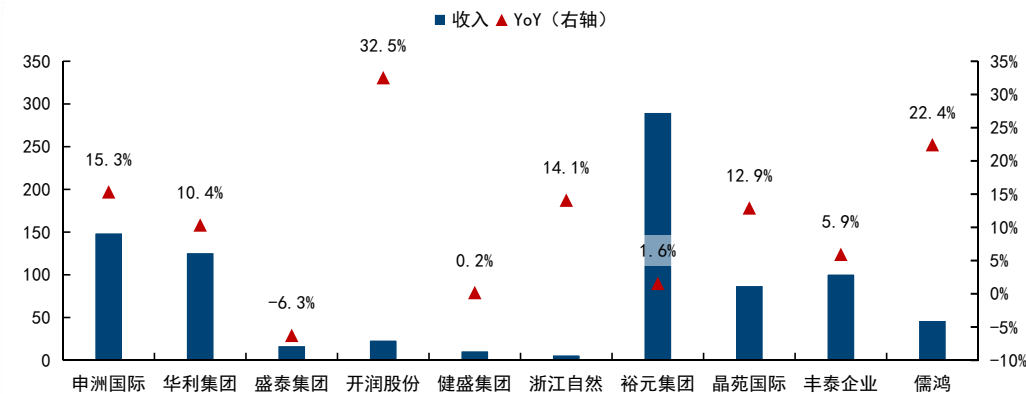
- **代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定。**
- **1) 半年度业绩：关税影响下营收仍稳健增长，净利润表现分化。**2025上半年纺织制造行业保持稳健增长，二季度受关税政策扰动、下游客户下单偏谨慎，收入增长略有放缓。大部分公司保持积极的产能扩张，资本开支同比增加，华利集团/裕元集团/申洲国际几大代工龙头资本开支均在9亿元以上。
- **2) 关税政策影响：二季度对纺企影响主要体现在客户下单谨慎度上，未来对业绩影响有限。**关税影响较低的公司，自上而下筛选，美国收入贡献低、净利率高的公司影响较小；自下而上筛选，产能供不应求的公司影响较低；产能占比来看，代工制造企业产能集中在东南亚地区。
- **3) 代工台企跟踪：二季度台企营收受关税、汇率影响；预期影响三季度后减弱。**8月台企营收仍受关税、台币汇率波动影响；预期三季度后汇率和关税影响减弱。目前美国对等关税落地，代工厂分摊关税预计在3%以内。
- **4) 国际品牌跟踪：2025年收入表现分化，库销比相对稳定，关税预计主要由品牌向终端转嫁。**2025年上半年Deckers、阿迪达斯、迅销保持行业领先增速；两大龙头趋势相反，阿迪达斯业绩复苏势头延续，耐克处于调整期，预计25下半年开始有望重新恢复增长势头。库存方面大部分国际品牌库存处于健康水平，20251H受关税、主动战略备货等因素影响，各品牌库存增加。关税方面Nike、ASICS品牌明确不转嫁代工厂；部分品牌对美出口部分需要制造商部分共摊关税。

半年度业绩：关税影响下营收仍稳健增长，净利润表现分化

1、收入：2025年上半年纺织制造行业保持稳健增长，但二季度受关税政策影响，收入增长略有放缓。主要代工企业收入普遍实现增长。华利集团得益于新客户订单的快速增长，营业收入同比增长10.36%至126.61亿元；申洲国际收入149.7亿元，同比增长15.3%；开润股份上半年受益于主业稳健增长叠加嘉乐并表贡献，收入同比+32.5%至24.3亿元，其中箱包代工收入同比+13.0%至14.2亿元；服装代工受益于嘉乐并表贡献，收入同比+148%至6.8亿元；儒鸿（+22.4%）、晶苑国际（+12.9%）、浙江自然（+14.1%）等企业亦维持双位数增长。盛泰集团受成衣业务销量不佳影响，收入同比下滑6.3%；裕元集团制造业务收入同比+11.4%也有双位数增长。

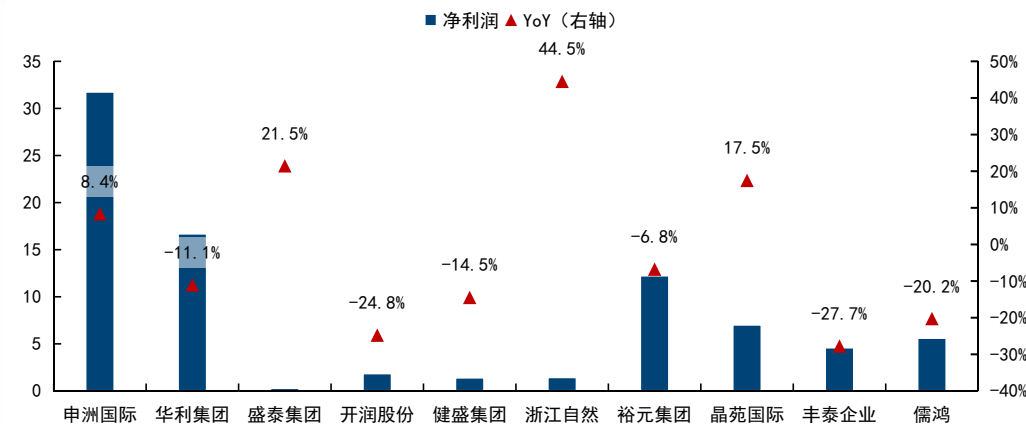
2、净利润：行业因产能、非经常损益等差异，净利润有所分化。申洲国际净利润同比增长8.4%至31.8亿元，利润增速低于收入因毛利率下降及税费增加；华利集团同比下滑11.06%至16.71亿元，主要因毛利率受新工厂投产及老工厂产能调配影响；浙江自然（+44.5%）等企业延续高弹性；低基数企业盈利修复明显；开润股份净利润同比-24.8%至1.9亿元，主要系公司去年同期收购嘉乐产生了一次性投资收益0.96亿元，剔除此影响经营性净利润同比增长约23%。

图：代工制造公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司净利润变化



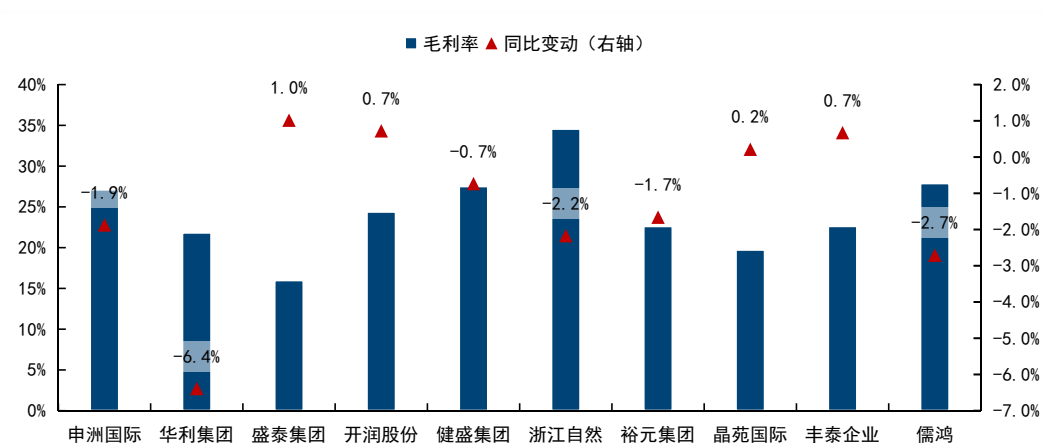
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

半年度业绩：关税影响下营收仍稳健增长，净利润表现分化

1、**毛利率**：申洲国际毛利率同比下降1.9个百分点至27.1%，主要受2024年下半年开始为一线员工涨薪，导致期内人工成本同比明显上升所影响；华利集团毛利率受新工厂投产及老工厂产能调配影响，同比下降6.38个百分点至21.83%；健盛集团毛利率同比下降0.72个百分点至28.17%，主要因越南基地产能、人员配备增加，产生成本压力；开润股份毛利率同比+0.7%至24.7%，主要因箱包代工产品和客户结构优化、服装代工生产效率持续提升。

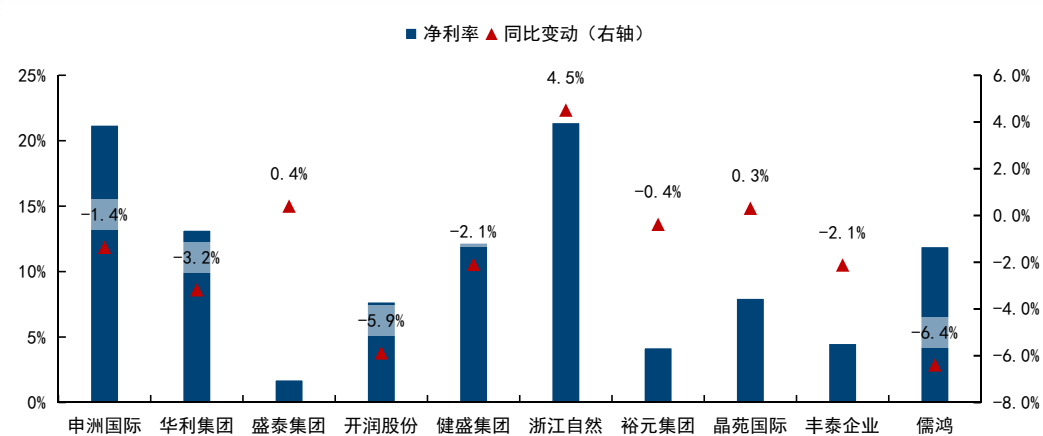
2、**净利率**：大部分公司净利率同比下降，部分降幅小于毛利率下降幅度，主要得益于管理费用（如绩效薪酬减少）和财务费用（如汇兑收益增加）的显著优化；部分降幅大于毛利率下降幅度，主要因管理费用（如人员增加）、财务费用和所得税的显著增加所致。

图：代工制造公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司净利率变化

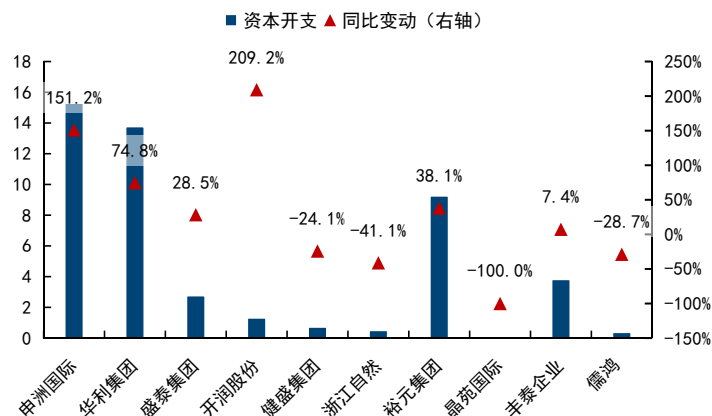


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

半年度业绩：资本开支保持增长，分红水平保持稳定

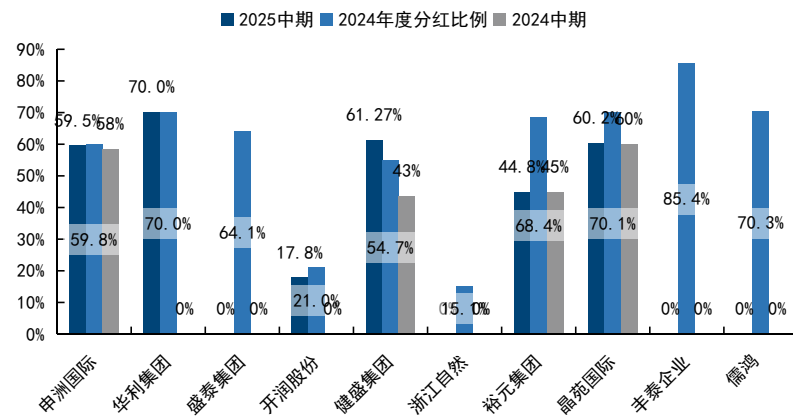
- 1、资本开支：**大部分公司保持积极的产能扩张，资本开支同比增加较多。其中，开润股份资本开支主要用于箱包产能投建及部分土地定金支出；申洲国际柬埔寨新成衣工厂已于2025年3月投产，目前已招工4000人，越南第二面料工厂预计年底前逐步投产，规划产能200吨/天；华利集团2025年上半年新厂密集投产，公司在中国和印尼的新厂已于2025年2月开始投产，四季度预计仍有两家新工厂投产。裕元集团资本开支同比增幅主要由于去年已落实的资本开支项目于本期间支付相关款项。
- 2、分红率：**分红水平基本保持稳定，其中，华利集团重视投资者回报，积极进行分红，半年度分红保持在70%。申洲国际/健盛集团/晶苑国际等公司半年度分红也分别保持在59.5%/61.3%/60.2%，其中健盛集团分红率显著提升，从2024年上半年43.4%提升至2025年上半年61.3%。
- 3、现金流：**大部分公司净现比在0.8以上的健康水平，裕元集团为0.6，经营性现金流减少主要因去年已落实的资本开支项目于今年上半年期间支付相关款项，导致资本开支大幅增加。

图：代工制造公司资本开支变化



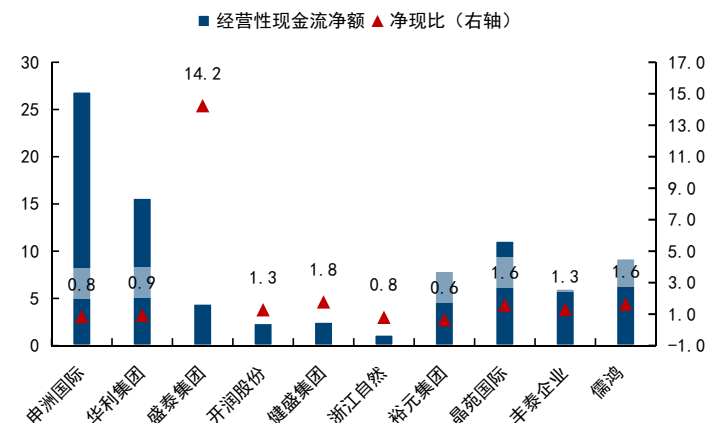
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司分红比例变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：代工制造公司经营性现金流和净现比



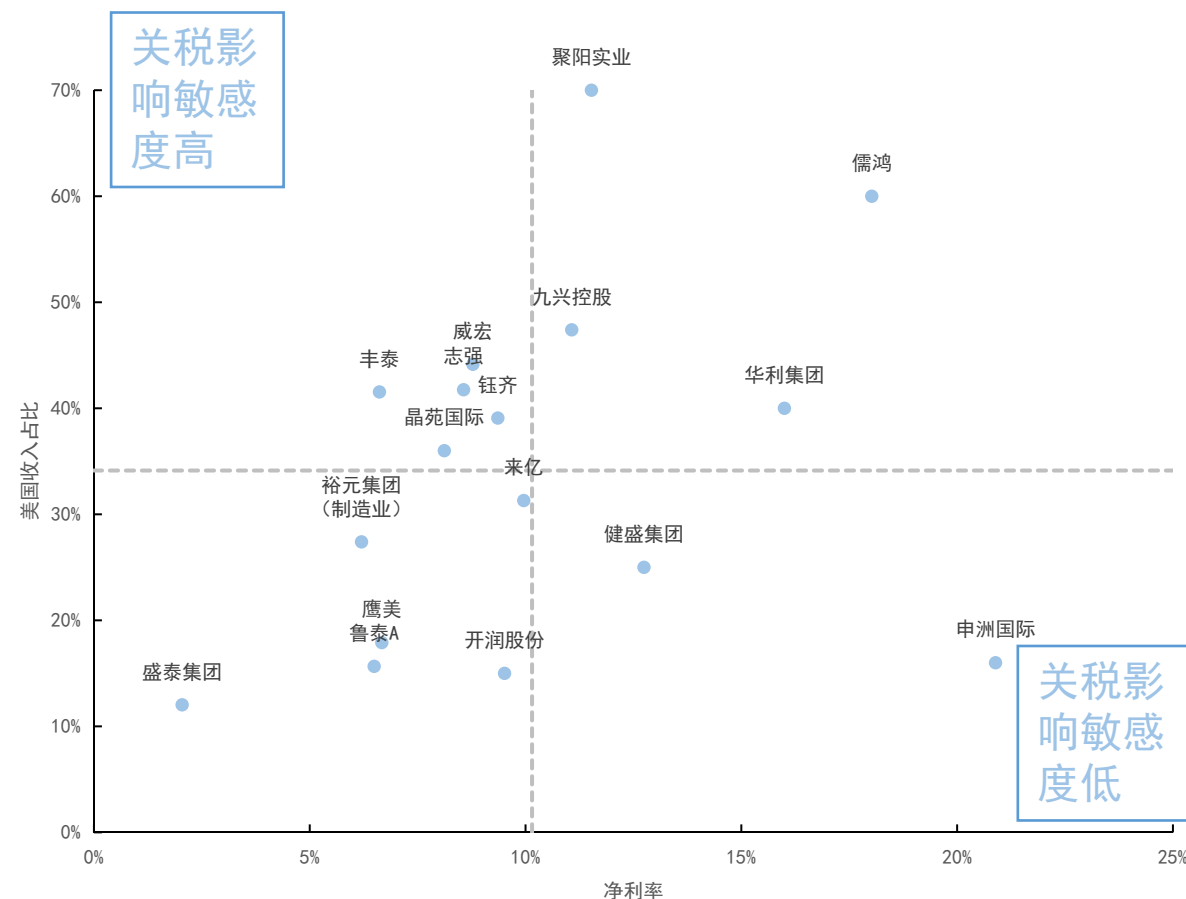
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

关税政策影响：自上而下筛选，美国收入贡献低、净利率高的公司；自下而上筛选，产能供不应求的公司

- 基于纺织制造企业产能主要所在地未来均有可能被征收较高的对等关税，且行业普遍承担同比例的降价幅度以分担关税成本的假设下，美国收入贡献越低、净利率越高的公司，业绩受加税影响的敏感度越低。
- 目前对美收入在20%以下的公司包括申洲国际、健盛集团、开润股份、鲁泰等，主要为在中国有产能、内销市场份额较高的供应商，而产能集中在东南亚的鞋服代工企业美国收入占比基本均在四成以上。
- 若行业分担关税降价至接近盈亏平衡线，净利率高的公司仍能保持较好的利润规模。双位数净利率的公司从高到低分别是，申洲国际/儒鸿/华利集团/健盛集团/聚阳/九兴控股/来亿，净利率分别为20.9%/18.0%/16.0%/12.7%/11.5%/11.1%/ 10.0%。
- 简单测算，假设分担5%的关税，即对美出口部分产品向品牌降价5%让利，公司净利润影响幅度=公司对美收入占比*5%/净利率，因此可以定义（对美收入比例/净利率）为影响系数，这一系数越低影响越小。如图所示，坐标轴右下区域影响最小，左上角区域影响最大。
- 另外，由于实际的谈判可能存在较大的个体差异，产能供不应求的公司也有较强的谈判余地。过去几年的复合增速看华利集团的增速领先、量价齐升，体现了产能供不应求、在优质客户中份额快速上升的趋势，预计也能有较好的议价能力。

图：纺织制造企业对美收入占比及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

产能拆分：代工纺企海外产能占比集中在东南亚地区

图：纺织制造企业产能布局

- 下游企业海外产能占比已经明显高于国内。鞋服、箱包制造企业受贸易摩擦影响时间较早且影响较大，故产能外迁时间早，当前国内产能占比基本均低于海外占比。制鞋企业丰泰、裕元在中国产能占比10%左右，华利产能都在海外；制衣企业仅有下游成衣加工工序的晶苑国际在中国产能占比不到20%，箱包服装代工企业开润在印尼产能占比高达70%，而有上游面料一体化产能的申洲、鲁泰，中国产能仍有40%左右比例。
- 中上游企业海外产能占比相对较低。纱线、面料生产企业由于大部分产品不直接销往海外品牌所在地，而是销往境内和东南亚的中游工厂，故产能外迁进展相对较慢，目前产能仍以国内为主，也同时拥有东南亚产能布局并逐步扩建。面辅料企业鲁泰、互太、超盈、伟星，国内产能占比在50%~80%左右，纱线企业百隆海外占比较高，越南达到70%，天虹海外占比约42%。

产品类型	公司	产能分布国家/地区	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
运动鞋	丰泰	中国	32%	30%	24%	23%	22%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	10%	12%	10%	10%	10%
		越南	55%	51%	51%	51%	53%	50%	52%	52%	53%	52%	52%	52%	52%	56%	45%	48%	47%	46%
		印尼	17%	19%	20%	18%	16%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	14%	13%	14%	16%	14%	12%	13%
	裕元集团	印度			5%	8%	9%	13%	16%	19%	20%	23%	24%	24%	26%	20%	27%	28%	31%	31%
		中国							34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%	11%
		印尼							31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%	54%
服装	华利集团	越南																		
		多米尼																		
		境外											98%	98%	99%	99%				
	申洲国际	中国											69%	65%	63%	57%	51%	49%	45%	41%
		越南											16%	21%	22%	29%	32%	29%	32%	35%
		柬埔寨											15%	14%	15%	14%	17%	21%	22%	23%
服装	鲁泰A（服装）	境内											47%	47%	44%		47%	44%	40%	31%
		境外														53%	53%	56%	60%	69%
		中国																		
	晶苑国际	越南												22%	18%	18%	16%	17%	18%	16%
		柬埔寨												44%	53%	56%	54%	50%	49%	54%
		孟加拉												18%	13%	8%	12%	12%	13%	12%
服装	开润股份（嘉乐服装）	斯里兰卡											9%	9%	11%	12%	14%	13%	11%	
		中国香港及亚洲其他地区											6%	6%	7%	5%	7%	7%	6%	
		境内											0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	
	开润股份	境内																	30%	20%
		印尼																	70%	80%
		境外（印度、印尼）														49%	40%	33%	35%	30%
面辅料	鲁泰A（面料）	境内																		
		境外																		
		中国除港澳台											84%	82%	75%	86%	83%	81%	77%	35%
	互太纺织	越南											12%	16%	11%	13%	16%	15%	17%	21%
		中国香港、日本及其他											4%	1%	13%	1%	1%	2%	2%	34%
		中国																	2%	1%
面辅料	超盈国际	海外																	50%	
		境内																		
		境外																		
	伟星股份	境内																		
		境外																		
		中国																		
纱线	百隆东方	中国																		
		越南																		
		中国																		
	天虹国际	越南																		
		海外																		
		中国																		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：未披露分地区产能占比的公司按分地区员工人数计算

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

代工台企跟踪：二季度营收受关税、汇率影响；预期影响三季度后减弱

- 关于未来预期：聚阳预期短期内毛利率仍将承压，第四季度或明年恢复正常水平，目前订单能见度已延伸至年底，美国品牌商追加订单开始增加，预计后续运营将逐季改善；志强预期8月营收将是今年低点，后续营收有望回升，第四季进入传统旺季，营收有望重返增长轨道。儒鸿预期第二季已是全年运营低谷，下半年营收有望逐季回升，并力争全年营收逐步回稳。裕元制造业预期下半年订单能见度低，第三季因淡季效应及去年高基数，季度有压力，第四季为传统旺季，出货双数预计达到全年最高；威宏预期第三季运营表现受压，然而随着柬埔寨威保厂产能优化完成，预计将为公司注入新一波成长动能。
- 关于关税：儒鸿指出，美国对等关税8月1日正式上路，针对关税造成成本增加，儒鸿8月起不再与客户分摊补贴，所有新订单将采新定价机制，与客户重新议价；聚阳采用“成本加价法”，将关税转嫁消费者，无需自行吸收；裕元指出，有4个品牌剔除分担关税，这4个品牌占公司鞋类营收约50%，分摊幅度为低单位数；来亿指出，与主要品牌客户协商关税分担机制，目前HOKA等品牌仅要求分担2%-3%的关税，对整体营收与获利影响可控。Adidas则尚未要求分担；志强指出，仅有一个客户谈及关税分摊问题。但由于志强已针对该客户新增扩充产能，因此目前并未要求与该客户分摊未分摊关税部分；

1、聚阳（1477）：8月合并营收37.46亿元新台币，月增34.7%，创今年单月新高，主因产品单价上涨约6%，尽管出货量同比减少8%，累计前8个月营收241.39亿元，年增2.8%。若9月营收维持30亿元以上，第三季营收有望再挑战百亿大关。

公司此前预期第三季受关税和汇率影响可能出现两位数年减，目前表现略优于预期但仍谨慎。随着美国关税政策落定、新台币回贬，客户观望减少，运营逐步好转，订单能见度已至年底，美品牌追加订单使第四季需求回温。

第三季受关税影响最大，但随品牌转嫁成本至终端，压力有望减轻，第四季影响将减小。毛利率仍受汇率和关税压制，预计第四季或明年恢复。公司近期将讨论明年订单及产品结构，短期承压仍存，但订单回稳支撑后续逐季改善。

2、儒鸿（1476）：8月合并营收33.49亿元新台币，同比减少9.67%，环比增10%，创近四月新高；累计前八月营收254.85亿元，年增5.89%。公司表示营收环比回升反映运营回暖，订单能见度提升，圣诞追单需求值得关注。

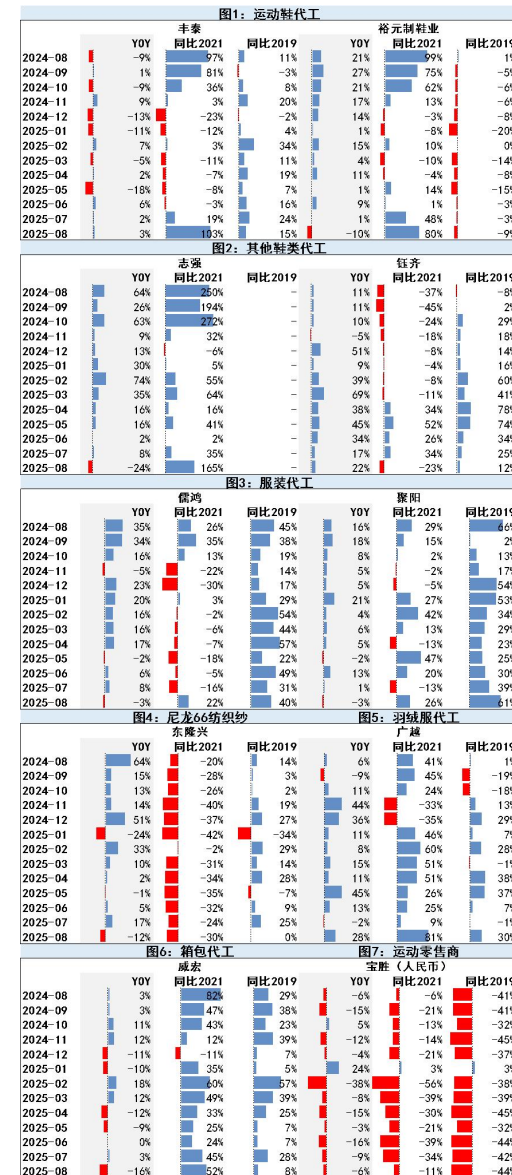
同比下降主因去年高基数、新台币汇率影响（约减少6.5%营收）及越南厂区月底休假导致3.9亿元订单递延至9月。若排除汇率因素，8月营收为近两年次高，显示销售动能增强。

目前订单能见度达六个月，随着新台币回贬及客户报价恢复，接单动能改善。公司预计第二季为全年谷底，下半年营收逐季回升，第三季表现有望优于第二季及去年同期。此外，公司因应美国对等关税，自8月起新订单全面改用新定价机制，不再与客户分摊关税成本。

3、志强（6768）：8月合并营收11.22亿元新台币，环比减17.58%、同比减29.32%；累计前八月营收137.64亿元，同比增15.3%，创同期新高。目前订单能见度已达第四季初，美国对等关税对运营影响有限，整体稳健。随着世界杯临近，品牌客户已要求预排产能，预计10月起陆续下单。

公司产能以越南、柬埔寨为主，并积极布局印尼新厂。目前越南输美关税20%、印尼19%，相对稳定；柬埔寨虽自49%降至36%，仍显著偏高。印尼厂投产后将助力拓展北美市场，强化营运动能。

图：代工台企月度跟踪



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

国际品牌跟踪：2025年收入表现分化，库销比相对稳定，关税预计主要由品牌向终端转嫁

图：国际品牌季度收入、库存、库销比(财季按自然年统一归位)

- 收入方面：2025年上半年Deckers、阿迪达斯、迅销保持行业领先增速；两大龙头趋势相反，阿迪达斯业绩复苏势头延续，20251H所有区域均实现双位数货币中性增长，拉丁美洲(+25%)和新兴市场(+19%)领先；耐克处于调整期，24年-25上半年收入表现较弱，但预计25下半年开始有望重新恢复增长势头。
- 库存方面：大部分国际品牌库存处于健康水平，20251H受关税、主动战略备货等因素影响，各品牌库存增加。
- 关税方面：1) 美国收入占比：各品牌美国市场占比有差异，美国市场占比大、价格低的品牌影响更大。优衣库美国收入占比最低仅7%；阿迪达斯、PUMA也较低，占收入20%，两品牌均表示可以通过强化非美市场业务以平衡风险；亚玛芬相对较低，占收入26%；Deckers、On、UA、VF北美（或美洲）收入占比较高，均在51%以上。2) 采购占比：美国从中国采购比例基本均较低，在10%以内，部分品牌、品类将至低单甚至0%；大部分来自东南亚，尤其是越南。3) 解决措施：短期应急措施将货提前发至美国或将原计划输美产品转供其他市场；长期普遍采取以下几种应对措施：对美国市场提价（价格高的品牌有更强溢价能力，且消费者价格敏感性较弱）、供应链多元化分布、与产业链上下游共担成本。从供应链多元化布局以及产业链上下游共担成本角度来看，预计将带来行业整合尾部出清，利润率高、对美业务敞口低的供应商将扩大份额。

收入YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA为货币中性口径)																			
	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025		Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	-9.0%	-9.0%	-7.0%	-11.0%	耐克	4.50	4.11	3.76	3.51	3.59	3.31
阿迪达斯	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	-2.0%	8.0%	11.0%	10.0%	19.0%	13.0%	8.0%	阿迪达斯	6.70	6.04	5.62	5.56	4.95	4.83
迅销	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%	16.2%	13.2%	5.0%	13.5%	18.3%	10.4%	13.6%	7.7%	迅销	5.33	5.99	4.27	3.59	4.05	4.28
PUMA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	-4.0%	0.5%	2.1%	5.0%	9.8%	0.1%	-3.1%	PUMA	6.64	5.91	5.46	5.34	4.69	4.69
Deckers	21.3%	13.3%	7.6%	11.1%	24.2%	15.1%	21.1%	23.0%	20.4%	17.1%	16.5%	16.3%	Deckers	6.46	4.87	3.55	4.91	4.67	3.45
VF	-3.7%	-2.6%	-3.0%	-8%	-4.0%	-17.0%	-13.0%	-8.0%	-6.0%	2.0%	-3.0%	-4.2%	VF	6.01	5.66	4.99	6.13	5.47	4.98
UA	1.8%	3.4%	7.5%	-1.0%	-1.1%	-7.0%	-5.0%	-10.0%	-10.0%	0.5%	-10.0%	-4.0%	UA	4.28	4.63	4.39	4.88	4.29	4.23
LULU	28.0%	30.2%	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	8.7%	12.7%	7.3%	6.0%	LULU	6.40	4.80	5.09	5.21	5.05	3.96

报库存YOY																			
	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025		Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%	0.0%	-2.4%	-0.4%	耐克	9662	9326	8905	8454	8698	7979
阿迪达斯	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%	10.3%	14.6%	15.8%	阿迪达斯	6315	5973	5675	5540	4849	4525
迅销	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%	5.6%	5.6%	10.9%	10.9%	迅销	485928	570314	437671	387386	449250	485724
PUMA	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%	-3.4%	11.6%	16.3%	9.7%	PUMA	2350	2245	2147	2146	1874	1804
Deckers	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%	7.0%	4.4%	12.8%	Deckers	925	723	533	741	726	539
VF	87.7%	101.4%	61.6%	19.0%	-9.8%	-17.1%	-23.0%	-24.3%	-16.0%	-16.5%	-7.9%	1.2%	VF	2750	2592	2293	2787	2481	2148
UA	29.0%	50.1%	44.4%	38.4%	5.9%	-9.3%	-19.5%	-15.2%	-3.3%	-0.3%	-1.3%	-2.0%	UA	1080	1218	1190	1320	1144	1104
LULU	84.5%	49.8%	23.9%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-14.9%	-14.0%	8.3%	9.0%	22.8%	20.5%	LULU	1742	1447	1580	1661	1664	1324

库销比 (存货/过去1年平均月成本)																			
	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025		Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	4.50	4.11	3.76	3.51	3.59	3.31	3.23	3.17	3.59	3.53	3.37	3.39	耐克	9662	9326	8905	8454	8698	7979
阿迪达斯	6.70	6.04	5.62	5.56	4.95	4.83	4.83	4.85	4.79	4.09	4.08	4.22	阿迪达斯	6315	5973	5675	5540	4849	4525
迅销	5.33	5.99	4.27	3.59	4.05	4.28	3.66	3.52	3.98	4.19	3.65	3.47	迅销	485928	570314	437671	387386	449250	485724
PUMA	6.64	5.91	5.46	5.34	4.69	4.69	4.71	5.23	4.85	5.21	5.37	5.66	PUMA	2350	2245	2147	2146	1874	1804
Deckers	6.46	4.87	3.55	4.91	4.67	3.45	2.99	4.69	4.67	3.33	2.83	4.69	Deckers	925	723	533	741	726	539
VF	6.01	5.66	4.99	6.13	5.47	4.98	4.22	5.12	5.22	4.58	4.36	5.87	VF	2750	2592	2293	2787	2481	2148
UA	4.28	4.63	4.39	4.88	4.29	4.23	3.74	4.50	4.62	4.73	4.22	5.16	UA	1080	1218	1190	1320	1144	1104
LULU	6.40	4.80	5.09	5.21	5.05	3.96	3.94	4.14	5.16	4.01	4.54	4.63	LULU	1742	1447	1580	1661	1664	1324

报库存金额																			
	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025		Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726	7519	8253	7981	7539	7489	耐克	9662	9326	8905	8454	8698	7979
阿迪达斯	6315	5973	5675	5540	4849	4525	4427	4544	4524	4989	5072	5261	阿迪达斯	6315	5973	5675	5540	4849	4525
迅销	485928	570314	437671	387386	449250	485724	414430	404800	474460	513154	459460	448931	迅销	485928	570314	437671	387386	449250	485724
PUMA	2350	2245	2147	2146	1874	1804	1786	1961	1811	2014	2076	2151	PUMA	2350	2245	2147	2146	1874	1804
Deckers	925	723	533	741	726	539	474	753	778	577	495	849	Deckers	925	723	533	741	726	539
VF	2750	2592	2293	2787	2481	2148	1766	2111	2083	1795	1627	2135	VF	2750	2592	2293	2787	2481	2148
UA	1080	1218	1190	1320	1144	1104	959	1120	1106	1101	946	1142	UA	1080	1218	1190	1320	1144	1104
LULU	1742	1447	1580	1661	1664	1324	1345	1429	1801	1442	1652	1723	LULU	1742	1447	1580	1661	1664	1324

大中华区收入YOY																			
	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025		Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
耐克	-16.4%	-3.0%	-7.7%	16.0%	4.8%	4.2%	4.5%	2.9%	-4.0%	-8.2%	-16.8%	-20.8%	耐克	-16.4%	-3.0%	-7.7%	16.0%	4.8%	4.2%
阿迪达斯	6.0%	-30.8%	-12.0%	6.5%	-7.2%	28.8%	1.5%	7.3%	8.7%	18.5%	14.7%	-2.9%	阿迪达斯	6.0%	-30.8%	-12.0%	6.5%	-7.2%	28.8%
迅销	26.8%	-3.2%	12.3%	0.5%	12.6%	22.9%	3.4%	4.3%	7.4%	-1.0%	0.3%	-8.2%	迅销	26.8%	-3.2%	12.3%	0.5%	12.6%	22.9%
PUMA (亚太)	16.6%	1.1%	22.9%	16.4%	-3.3%	-0.7%	-4.1%	-0.3%	-1.3%	9.5%	-4.7%	-5.2%	PUMA (亚太)	16.6%	1.1%	22.9%	16.4%	-3.3%	-0.7%
Deckers (美国)	24.4%	12.1%	15.9%	11.4%	33.3%	16.7%	25.2%	20.8%	33.0%	28.5%	26.3%	49.7%	Deckers (美国)	24.4%	12.1%	15.9%	11.4%	33.3%	16.7%
VF	-10.0%	-1.0%	10.0%	31.0%	14.0%	7.0%	10.0%	4.0%	9.0%	4.0%	-3.0%	-5.0%	VF	-10.0%	-1.0%	10.0%	31.0%	14.0%	7.0%
UA (亚太)	6.5%	-8.8%	23.7%	14.5%	2.8%	7.1%	0.8%	-10.1%	-10.5%	-5.1%	-26.0%	-10.1%	UA (亚太)	6.5%	-8.8%	23.7%	14.5%	2.8%	7.1%
LULU	70.0%	79.1%	61.3%	53.3%	73.5%	38.6%	28.4%	34.7%	41.0%	19.1%	25.0%		LULU	70.0%	79.1%	61.3%	53.3%	73.5%	38.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



申洲国际：2025上半年收入增长15%，积极海外推动一体化产能建设

- 2025上半年收入增长15.3%，维持高派息。2025上半年，公司营业收入149.7亿元，同比增长15.3%；归母净利润31.8亿元，同比增长8.4%。收入增长强劲，利润增速低于收入因毛利率下降及税费增加。利润方面，毛利率同比下降1.9个百分点至27.1%，主要受2024年下半年为一线员工涨薪，导致期内人工成本同比明显上升所影响。此外，因确认越南子公司税负变化影响，所得税开支同比增加约43%至4.55亿元。公司财务状况稳健，截至期末，存款类金融资产扣除利息银行借贷后的净额约为133.7亿元，与2024年末基本持平。公司宣派中期股息每股1.38港元，同比增长10.4%，派息率约59.6%（去年同期58.4%）。
- 休闲服表现好于运动，四大客户收入均增长。1）分品类，休闲类/运动类/内衣类产品销售额分别同比增长37.4%/9.9%/4.1%。休闲服的强劲增长带动其收入占比提升至25.3%。2）分客户，四大核心客户均实现正增长，其中客户甲/乙/丙/丁分别同比增长27.4%/6.0%/28.2%/14.7%。3）分地区，国际市场需求旺盛，美国/欧洲/日本市场销售额分别同比大幅增长35.8%/19.9%/18.1%。相比之下，国内市场销售额同比下降2.1%，主要因运动品牌在中国大陆市场的订单需求下降所致。
- 申洲增长表现好于品牌自身销售与同行，积极推动一体化扩建。申洲收入增长表现好于主要客户自身增长，份额进一步提升，若耐克明年恢复增长势头申洲有望进一步受益。对比同行，申洲份额最大且仍在提升，展现竞争优势。产能布局方面，柬埔寨新成衣工厂已于2025年3月投产，目前已招工4000人。越南第二面料工厂预计年底前逐步投产，规划产能200吨/天，将为东南亚成衣基地提供面料，强化垂直一体化优势，提升供应链响应速度与效率；同时国内基地产能继续升级改造；上半年资本开支约15.3亿元，同比大幅增长。管理层在财报中强调，尽管面临全球需求疲弱和成本上升的挑战，但将通过市场拓展、产能优化和技术创新巩固领先优势。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,970	28,663	32,103	36,003	40,043
(+/-%)	-10.1%	14.8%	12.0%	12.1%	11.2%
净利润(百万元)	4557	6241	6576	7461	8403
(+/-%)	-0.1%	36.9%	5.4%	13.4%	12.6%
每股收益（元）	3.03	4.15	4.37	4.96	5.59
EBITMargin	18.2%	22.5%	21.5%	21.8%	22.0%
净资产收益率（ROE）	14.3%	18.2%	16.4%	16.2%	16.9%
市盈率（PE）	18.2	13.3	12.6	11.1	9.9
EV/EBITDA	17.1	12.3	11.7	10.7	9.7
市净率（PB）	2.53	2.32	1.87	1.74	1.61

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：申洲国际20251H业绩一图

2313.HK	百万元	FY2022	FY2023	FY2024	FY23 1H	FY23 2H	FY24 1H	FY24 2H	FY25 1H
收入	金额	27,781	24,970	28,663	11,562	13,408	12,976	15,687	14,966
增速	YoY	16.5%	-10.1%	14.8%	-14.9%	-5.5%	12.2%	17.0%	15.3%
分客户:									
客户甲	金额	5,834	6,002	7,985	2,541	3,461	3,401	4,585	4,333
客户乙	金额	8,631	7,697	7,399	3,467	4,230	3,242	4,156	3,436
客户丙	金额	4,863	3,692	4,998	1,886	1,806	2,334	2,664	2,992
客户丁	金额	3,466	2,491	2,762	1,336	1,155	1,336	1,426	1,532
其他	金额	4,989	5,089	5,518	2,333	2,756	2,663	2,855	2,673
分客户YOY:									
客户甲	YoY	24.1%	2.9%	33.0%	5.3%	1.2%	33.8%	32.5%	27.4%
客户乙	YoY	21.9%	-10.8%	-3.9%	-21.9%	0.9%	-6.5%	-1.7%	6.0%
客户丙	YoY	-1.4%	-24.1%	35.4%	-25.6%	-22.4%	23.8%	47.5%	28.2%
客户丁	YoY	3.9%	-28.1%	10.9%	-28.6%	-27.6%	0.0%	23.5%	14.7%
其他	YoY	31.3%	2.0%	8.4%	-0.1%	3.9%	14.2%	3.6%	0.4%
分地区:									
中国	金额	7,074	7,124	8,061	3,103	4,021	3,724	4,337	3,646
欧洲	金额	6,215	5,027	5,190	2,421	2,606	2,527	2,663	3,029
美国	金额	4,873	3,880	4,612	1,831	2,049	1,881	2,731	2,555
日本	金额	3,926	3,676	4,834	1,666	2,009	2,116	2,718	2,499
其他	金额	5,693	5,263	5,966	2,540	2,723	2,728	3,238	3,238
分地区YOY:									
中国	YoY	-6.5%	0.7%	13.2%	-3.6%	4.3%	20.0%	7.9%	-2.1%
欧洲	YoY	31.3%	-19.1%	3.2%	-27.2%	-9.8%	4.4%	2.2%	19.9%
美国	YoY	28.1%	-20.4%	18.9%	-32.7%	-4.8%	2.7%	33.3%	35.8%
日本	YoY	17.3%	-6.4%	31.5%	2.1%	-12.4%	27.0%	35.3%	18.1%
其他	YoY	29.6%	-7.6%	13.4%	-5.7%	-9.2%	7.4%	18.9%	18.7%
毛利	金额	6,126	6,060	8,055	2,595	3,465	3,761	4,293	4,058
毛利率		22.1%	24.3%	28.1%	22.4%	25.8%	29.0%	27.4%	27.1%
销售费用	金额	-204	-164	-276	-81	-83	-85	-191	-109
比率	比率	-0.7%	-0.7%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-1.2%	-0.7%
管理费用	金额	-1,954	-1,881	-1,938	-914	-968	-944	-995	-1,082
比率	比率	-7.0%	-7.5%	-6.8%	-7.9%	-7.2%	-7.3%	-6.3%	-7.2%
其他收入	金额	1,055	1,235	1,453	507	548	635	599	799
比率	比率	1.7%	4.2%	4.3%	4.4%	4.1%	4.9%	3.8%	5.3%
其他收益净额	金额	1,060	259	459	377	-118	70	389	139
比率	比率	3.8%	1.0%	1.6%	3.3%	-0.9%	0.5%	2.5%	0.9%
其中：汇兑收益	金额	1106	151	106	244	-93	75	30	126
比率	比率	4.0%	0.6%	0.4%	2.1%	-0.7%	0.6%	0.2%	0.8%
融资成本	金额	-228	-346	-375	-146	-200	-191	-184	-176
比率	比率	-0.8%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	-1.2%	-1.2%
应占联营公司利润	金额	-21	13	5	11	2	3	3	2
比率	比率	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	金额	5,262	4,996	7,164	2,348	2,647	3,249	3,915	3,632
比率	比率	18.9%	20.0%	25.0%	20.3%	19.7%	25.0%	25.0%	24.3%
所得税	金额	-699	-438	-923	-222	-217	-318	-605	-455
实际税率	实际税率	13.3%	8.8%	12.9%	9.4%	8.2%	9.8%	15.5%	12.5%
净利润	金额	4,563	4,557	6,241	2,127	2,430	2,931	3,310	3,177
少数股东损益	金额	0	-	-	-	-	-	-	-
归母净利润	金额	4,563	4,557	6,241	2,127	2,430	2,931	3,310	3,177
比率	比率	16.4%	18.3%	21.8%	18.4%	18.1%	22.6%	21.1%	21.2%
YoY	YoY	35.3%	-0.1%	36.9%	-10.1%	10.7%	37.8%	36.2%	8.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



华利集团：新客户与欧洲市场驱动收入增长，盈利短期承压

- 收入增长稳健，老客户订单波动叠加新产能爬坡致利润短期承压。**2025年上半年，公司实现营业收入126.61亿元，同比增长10.36%，主要得益于新客户订单的快速增长，弥补部分老客户订单波动。归母净利润同比下滑11.06%至16.71亿元；利润下滑主要由于毛利率受新工厂投产及老工厂产能调配影响，同比下降6.38个百分点至21.83%。净利率下滑幅度小于毛利率，主要得益于管理费用（因绩效薪酬减少而同比下降39.67%）和财务费用（因汇兑收益增加而同比减少721.39%）的显著优化。公司拟进行半年度分红，分红率约为70%。ROE同比下降1.08 百分点至22.49%；存货/应收/应付周转天数同比-8/+2/+2 天至55/66/44天。资本开支 13.78 亿元，同比增长约 74.8%，主要因新厂密集投产，公司在中国和印尼的新厂已于2025年2月开始投产，四季度预计仍有两家新工厂投产。
- 二季度公司增长放缓，利润率同环比下滑。**2025Q2公司收入同比增长9.0%至73.08亿元，归母净利润同比下滑16.7%至9.09亿元，毛利率同比、环比分别下降7.1/1.8百分点至21.08%，主要因老客户订单下滑、新客户订单大幅增长，新客户订单效率较低且存在老工厂产能调配损失，同时较多的新工厂处于产能爬坡阶段，导致毛利率承压。营业利润率同比、环比分别下降4.9/0.9百分点至16.7%，归母净利率同比、环比分别下降3.8/1.8百分点至12.43%，净利率下滑幅度小于毛利率主要由于费用率优化，特别是管理费用率下降有所抵消。其中，销售费用率同比持平于0.3%，管理费用率同比下降2.9百分点至2.1%。
- 量价齐升带动收入增长，新客户与欧洲市场成增长新引擎。**公司上半年销售运动鞋1.15亿双，同比增长6.1%；均价约为110.45元，同比增长约4.2%，收入增长由量价共同驱动。前五大客户收入占比由去年同期的76.61%下降至71.88%，其中On和New Balance新晋成为前五大客户。战略新客户Adidas的合作进展顺利，公司在越南、印尼及中国三大生产基地的工厂均已实现对其量产出货。分区域看，欧洲市场（客户总部所在地）表现亮眼，收入同比大幅增长88.94%，其他区域客户收入同比+45.87%，而北美市场收入则同比微降0.43%，显示出新客户开拓对冲了部分老客户的波动。
- 新工厂爬坡顺利，对毛利率影响逐步改善。**上半年公司产能利用率维持在95.78%的高位。公司积极推进新工厂建设，上半年越南、印尼、中国新工厂分别出货373万双、199万双和67万双，爬坡进度符合预期。由于较多新工厂处于爬坡阶段以及产能调配安排，公司整体毛利率较去年同期有所下滑。然而，随着新工厂运营成熟度提升，2025年第二季度新工厂整体毛利率较第一季度已逐步改善。

图：华利集团20251H业绩一图

	2021	2022	2023	2024	2024 1H	2024 2H	2025 1H
总收入(亿元)	174.70	205.69	201.14	240.06	114.72	125.34	126.61
分量价							
销量(百万双)	210.87	220.68	190.11	223.43	108.00	115.43	114.63
单价(人民币口径)	82.67	93.01	105.61	107.28	106.01	108.59	110.45
总收入YOY	25.4%	17.7%	-2.2%	19.4%	24.5%	15.0%	10.4%
分量价							
销量	29.5%	4.7%	-13.9%	17.5%	18.7%	16.5%	6.1%
单价	-3.1%	12.5%	13.6%	1.6%	4.9%	-1.1%	4.2%
毛利率	27.2%	25.9%	25.6%	26.8%	28.2%	25.5%	21.8%
费用率	5.4%	5.2%	4.9%	6.0%	6.7%	5.3%	4.2%
销售费用	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%
管理费用	3.9%	3.8%	3.4%	4.5%	5.1%	3.9%	2.8%
研发费用	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.3%	1.8%	1.6%
财务费用	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.6%	-0.6%
经营利润	37.02	41.05	40.56	49.67	24.52	25.14	21.66
比率	21.2%	20.0%	20.2%	20.7%	21.4%	20.1%	17.1%
营业外收支	-0.17	-0.15	-0.20	-0.19	-0.06	-0.13	-0.13
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
利润总额	36.84	40.90	40.36	49.48	24.47	25.01	21.53
比率	21.1%	19.9%	20.1%	20.6%	21.3%	20.0%	17.0%
所得税	9.17	8.62	8.36	11.12	5.69	5.43	4.82
所得税率	24.9%	21.1%	20.7%	22.5%	23.2%	21.7%	22.4%
净利润	27.68	32.28	32.00	38.40	18.78	19.62	16.71
比率	15.8%	15.7%	15.9%	16.0%	16.4%	15.7%	13.2%
YoY	47.3%	16.6%	-0.9%	20.0%	29.0%	12.5%	-11.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	26,704	30,255	33,966
(+/-%)	-2.2%	19.4%	11.2%	13.3%	12.3%
净利润(百万元)	3200	3840	3571	4167	4733
(+/-%)	-0.9%	20.0%	-7.0%	16.7%	13.6%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.06	3.57	4.06
EBITMargin	20.4%	20.6%	17.1%	17.6%	17.8%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.0%	18.9%	20.3%	21.1%
市盈率(PE)	19.7	16.4	17.6	15.1	13.3
EV/EBITDA	14.1	12.3	13.5	11.6	10.3
市净率(PB)	4.17	3.61	3.34	3.07	2.81

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

重点公司财报分析

开润股份：上半年收入增长33%，盈利能力持续改善

- **上半收入增长33%，经营性净利润稳健提升。**公司主营业务包括箱包服装代工和品牌业务。上半年受益于主业稳健增长叠加嘉乐并表贡献，收入同比+32.5%至24.3亿元；归母净利润同比-24.8%至1.9亿元，主要系公司去年同期收购嘉乐产生了一次性投资收益0.96亿元，剔除此影响经营性净利润同比增长约23%。毛利率同比+0.7%至24.7%，主要因箱包代工产品和客户结构优化、服装代工生产效率持续提升。销售费用率同比-1.6个百分点至3.8%，主要因业务结构变化、代工业务收入占比提升。财务费用率同比+1.1个百分点至1.8%，主要系上海嘉乐并表导致的本期汇兑损失增加所致；管理、研发费用率基本保持稳定。所得税率因印尼利润占比提升有所上升；主因财务费用和所得税率提升，剔除去年一次性收益后的净利率小幅下降0.7个百分点至7.7%。上半年每10股派发现金股利1.57元，分红率约20%。
- **第二季度收入增速小幅放缓，盈利能力持续改善。**第二季度收入同比+29.5%至11.9亿元，增速较一季度小幅放缓，主要系公司为平衡接单和生产制造能力，对客户订单进行筛选所致。剔除去年同期收购嘉乐带来的一次性收益，经营性净利润同比+25%至1.0亿元。毛利率同比+0.9个百分点至24.6%；销售/管理/财务费用率分别同比-2.2/-1.5/+0.6个百分点。净利率环比持续提升、体现嘉乐生产经营效率持续改善。
- **服装代工并表贡献增量，箱包代工与品牌业务稳健增长。**1) **代工业务：**上半年箱包代工收入同比+13.0%至14.2亿元；服装代工受益于嘉乐并表贡献，收入同比+148%至6.8亿元。代工业务毛利率同比+1.0个百分点至24.7%，主要得益于箱包代工产品和客户结构优化、嘉乐服装代工生产效率持续提升，其中嘉乐毛利率提升幅度大于代工业务整体。2) **品牌业务：**上半年品牌业务营收同比+8.9%至3.1亿元，收入增长主要靠小米品牌驱动。毛利率同比-1.1个百分点至24.1%，主要因毛利率相对较低的小米品牌占比提升。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,105	4,240	5,095	5,588	5,951
(+/-%)	13.3%	36.6%	20.2%	9.7%	6.5%
净利润(百万元)	116	381	356	392	423
(+/-%)	146.7%	229.5%	-6.6%	10.2%	7.8%
每股收益(元)	0.48	1.59	1.48	1.64	1.76
EBITMargin	11.5%	11.6%	9.4%	9.7%	10.1%
净资产收益率(ROE)	6.2%	17.8%	14.8%	14.5%	14.0%
市盈率(PE)	46.9	14.2	15.2	13.8	12.8
EV/EBITDA	17.4	13.7	12.3	11.2	10.3
市净率(PB)	2.9	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：开润股份20251H业绩一图

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

- **纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化。**
- **1) 半年度业绩：客户受关税政策影响下单谨慎，盈利有所分化棉纺企业表现优异。**受美国关税政策不确定性影响，下游客户下单谨慎，订单数量有所下滑；盈利表现分化，棉纺企业因产能利用率提升，原材料成本下降带动行业毛利率改善；而其他纺织材料企业在去年高基数基础上，今年上半年业绩有所承压。
- **2) 业绩拆分：境外收入表现普遍好于境内收入。**纺织材料企业境内外收入占比有差异，伟星、台华、新澳、天虹以内销为主，鲁泰、百隆以外销为主。2025年外销增速普遍好于内销，主要由于国内需求疲弱，国际消费增长韧性相对更强，以及部分企业本身境外占比较低仍处于客户开拓阶段。

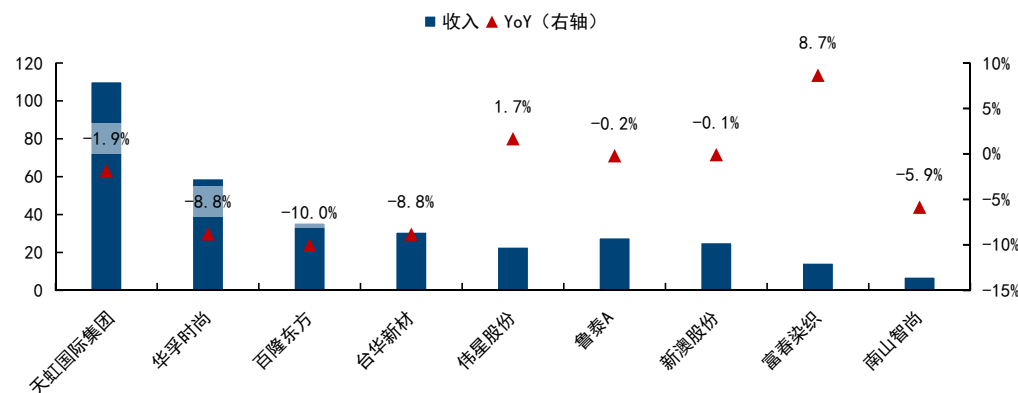
纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

半年度业绩：客户受关税政策影响下单谨慎，盈利有所分化棉纺企业表现优异

1、收入：受美国关税政策不确定性影响，下游客户下单谨慎，订单数量普遍有所下滑。同时叠加去年同期高基数影响，多数企业收入下滑。其中百隆东方主营纱线业务营收-7.30%，纱线销量同比下降6.73%，单价基本维稳。台华新材由于锦纶行业整体供需失衡，受终端需求疲软影响较大，营业收入同比下降8.58%；华孚时尚受棉业收入大幅下滑拖累，上半年营业收入为59.54亿元，同比下降8.72%。

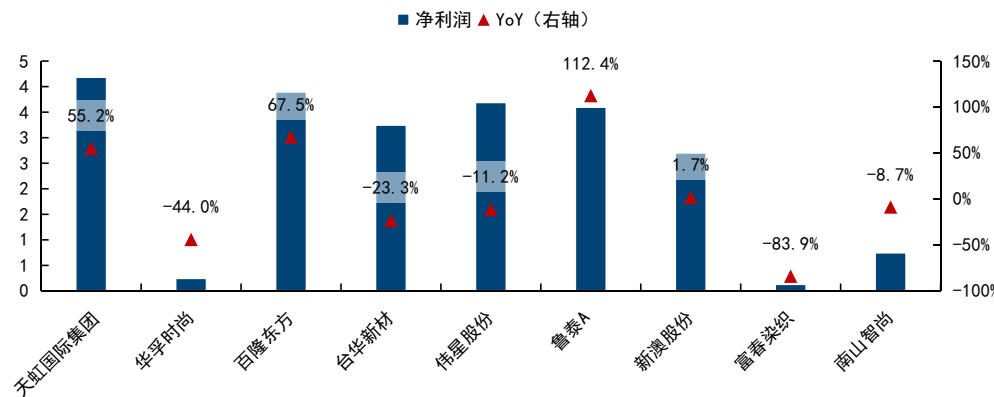
2、净利润：天虹国际集团/百隆东方表现亮眼，净利润分别增长55.2%、67.5%，天虹国际同比大幅增长主因毛利率提升（+1%至14.2%）、汇兑收益和贷款的减少；百隆东方同比大幅增长主因毛利率大幅提升（+5.2%至15.2%）及财务费用率下降。鲁泰A（+112.4%）快于收入增速主要系出售交易性金融资产获得投资收益及所持有交易性金融资产产生公允价值变动等收益所致。富春染织（-83.9%）主要系受关税的影响，需求减弱，新建项目产能未能完全释放，固定成本增加所致。

图：纺织材料公司收入变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司净利润变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

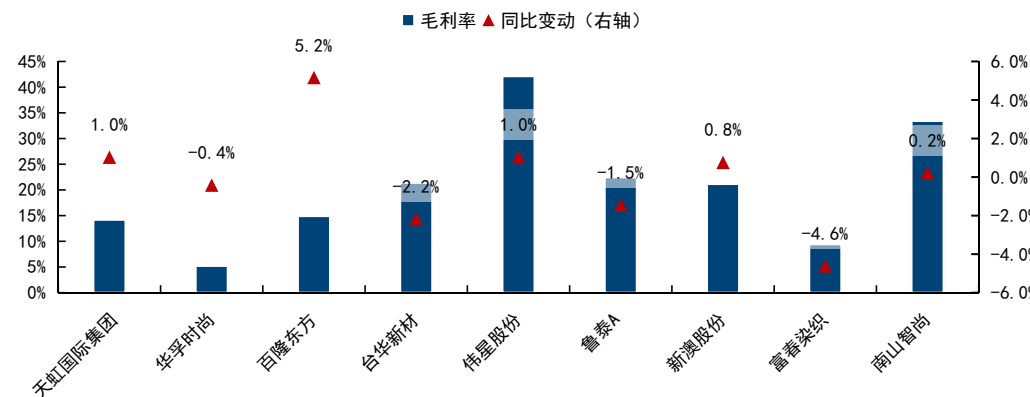
纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

半年度业绩：客户受关税政策影响下单谨慎，盈利有所分化棉纺企业表现优异

1、毛利率：产能利用率提升及原材料成本下行带动毛利率改善。百隆东方毛利率同比大幅提升5.2个百分点，主因国内及越南工厂维持较高开工率（国内超90%，越南近满产）带来的单位成本下降，以及原材料成本下行；天虹国际/伟星股份/新澳股份分别提升1.0/1.0/0.8个百分点，主要受益于产能利用率提升、灵活的原材料采购策略，或营运效率的提升。

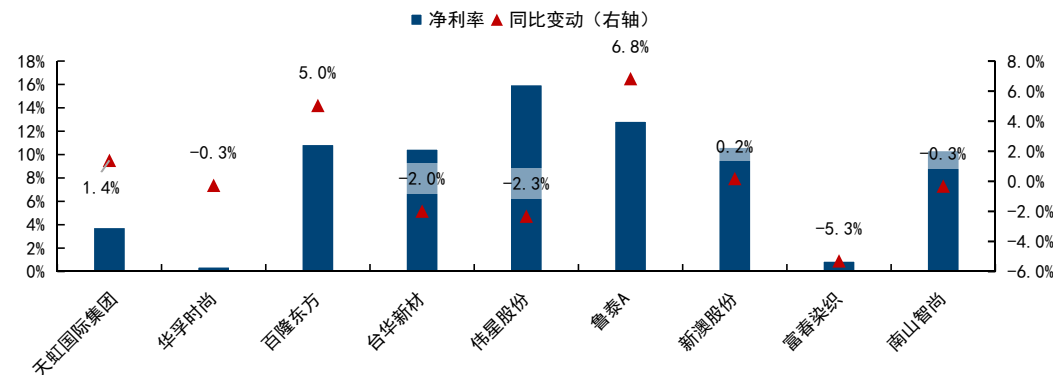
2、净利率：费用率普遍增长，净利率提升幅度普遍低于毛利率。伟星股份主要系管理费用、财务费用增加所致；新澳股份受职工薪酬同比增加、子公司新澳越南及新澳银川逐步投产前期管理成本增加等影响，销售/管理费用率分别同比+0.2/0.4个百分点；天虹国际净利率提升高于毛利率，主要受益于汇兑收益以及贷款的减少；鲁泰A净利率提升高于毛利率，主要受益于非经项目。

图：纺织材料公司毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司净利率变化

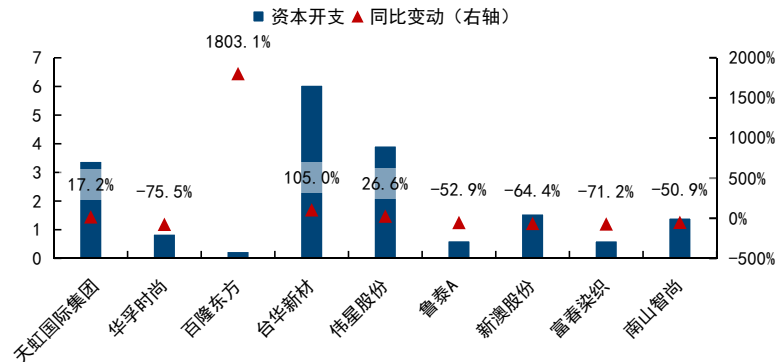


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

半年度业绩：资本开支与现金流表现分化

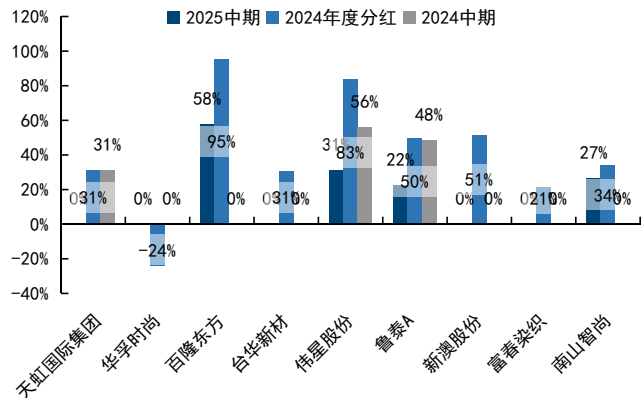
- 资本开支：**纺织材料公司2025年上半年资本开支分化，百隆东方/台化新材/伟星股份/天虹国际资本开支同比增长双位数以上。其中百隆东方、台化新材和伟星股份资本支出分别同比+1803.1%/105.0%/26.6%，主要用于购建固定资产；天虹国际资本支出同比+17.2%至3.4亿元，主要与海内外工厂设备更新改造与越南厂房建设有关。
- 分红率：**为响应政策并回馈股东，百隆东方/南山智尚新增中期分红，分红率分别为58%/27%。
- 现金流：**华孚时尚/台华新材/伟星股份现金流表现较好，同比提升且净现比在0.8以上；百隆东方经营性现金流净额大幅下降，主要系本期销售收入同比减少，及原料采购支出同比增加所致。

图：纺织材料公司资本开支变化



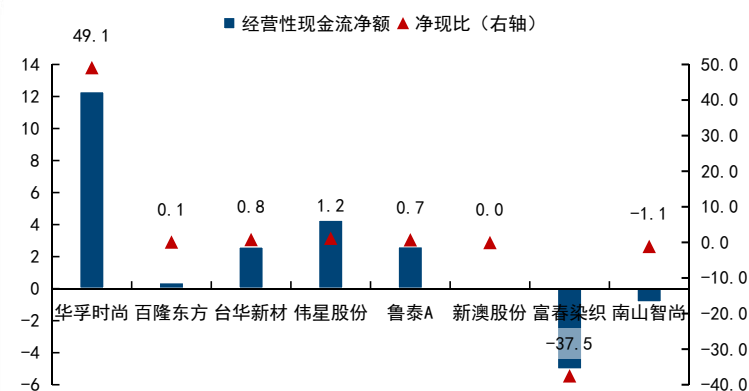
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司分红比例变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：纺织材料公司经营性现金流和净现比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

半年度业绩：境外收入表现普遍好于境内收入

- 分境内外：纺织材料企业境内外收入占比有差异，伟星、台华、新澳、天虹以内销为主，鲁泰、百隆以外销为主。2025年上半年外销增速普遍好于内销，主要由于国内需求增长乏力，国际消费相对增长韧性更强、国际品牌去库完成开始补库、以及部分企业本身境外占比较低仍处于客户开拓阶段。

图：纺织材料公司境内外收入占比和同比变动

公司	类型	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
伟星股份	境内占比	71.3%	67.3%	67.3%	70.5%	66.9%	65.5%	63.0%
	境外占比	28.7%	32.7%	32.7%	29.5%	33.1%	34.5%	37.0%
	境内同比	18.6%	-10.2%	-5.6%	21.0%	24.8%	6.3%	-4.1%
	境外同比	36.8%	12.2%	13.8%	4.1%	27.2%	34.0%	13.7%
台华新材	国内占比	81.4%	83.4%	87.6%	84.7%	88.8%	85.4%	85.4%
	国外占比	18.6%	14.4%	12.4%	12.7%	11.2%	14.6%	14.6%
	国内同比			15.3%	50.2%	57.9%	28.8%	-12.2%
	国外同比			-28.1%	30.7%	39.6%	46.3%	20.0%
新澳股份	境内占比	61.7%	70.6%	65.8%	74.4%	65.4%	78.3%	64.6%
	境外占比	38.3%	29.4%	34.2%	25.6%	34.6%	21.7%	35.4%
	境内同比			16.9%	21.7%	9.4%	13.0%	-1.3%
	境外同比			-2.4%	0.9%	11.5%	-9.2%	2.3%
鲁泰A	境内占比	34.4%	32.5%	36.6%	41.4%	37.3%	37.4%	34.9%
	境外占比	65.6%	67.5%	63.4%	58.6%	62.7%	62.6%	65.1%
	境内同比	6.0%	-13.0%	-9.1%	10.2%	1.5%	-5.7%	-6.7%
	境外同比	91.7%	45.8%	-17.6%	-24.9%	-1.4%	11.6%	3.8%
百隆东方	境内占比	26.5%	30.5%	25.9%	29.6%	24.9%	27.2%	24.2%
	境外占比	73.5%	69.5%	74.1%	70.4%	75.1%	72.8%	75.8%
	境内同比	-23.6%	-40.9%	-19.2%	21.0%	27.8%	-11.3%	-12.7%
	境外同比	5.8%	-12.0%	-16.5%	25.8%	34.4%	0.1%	-9.1%
天虹国际	境内占比	86.9%	88.1%	87.7%	86.7%	83.4%	81.3%	79.5%
	境外占比	13.1%	11.9%	12.3%	13.3%	16.6%	18.7%	20.5%
	境内同比	0.3%	-24.4%	-16.3%	8.8%	-1.0%	-7.4%	-6.4%
	境外同比	37.0%	-10.0%	-22.1%	24.1%	40.8%	38.9%	20.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



伟星股份：二季度费用率增长致利润承压，毛利率延续提升趋势

- 上半年收入微增，毛利率提升，费用率增加。2025年上半年收入同比+1.80%至23.38亿元；归母净利润同比-11.19%至3.69亿元；扣非归母净利润同比-9.71%至3.62亿元。受益于产品结构（金属产品表现较好）和客户结构（国际大牌表现较好）变化，毛利率同比提升1.1个百分点至42.89%。销售费用率同比+0.8个百分点至8.78%（主因市场拓展投入增加），管理费用率同比+0.9个百分点至9.98%（受绩效奖金计提分摊影响）；财务费用率同比+1.75个百分点至1.16%（主要受汇兑损失较去年同期增加影响）。主要因费用率增加，经营利润率和归母净利率分别同比-2.6/-2.3个百分点至19.4%/15.8%。公司拟每10股派息1元，分红率约31.64%。
- 二季度受关税和终端消费疲软影响接单承压，费用率提升致利润承压。第二季度收入同比-9.18%至13.59亿元，主要受关税和终端消费疲软影响、接单承压；归母净利润同比-20.40%至2.69亿元。毛利率同比提升1.9个百分点至45.80%；销售/管理/财务费用率分别同比变动1.1/2.0/2.5个百分点至8.28%/8.97%/1.80%；归母净利率同比下降2.8个百分点至19.80%。
- 国际市场增长领先，国内市场承压，越南工厂产能爬坡顺利减亏明显。1) 分区域：国际市场收入同比+13.72%至8.64亿元，占比提升至36.97%，成为增长核心驱动力，毛利率同比提升1.21个百分点至44.06%，全球化战略成效显著。国内市场受终端消费疲软影响，收入同比-4.09%至14.74亿元。2) 分品类：拉链收入同比+2.68%至12.93亿元，毛利率为43.32%，同比提升0.43个百分点。钮扣收入同比微降0.17%至9.26亿元，毛利率提升1.39个百分点至43.48%。其他服饰辅料收入同比增长11.20%。3) 产能与利用率：上半年钮扣和拉链总产能分别达到63亿粒和4.85亿米；产能利用率从去年同期70.73%下降至65.28%，主要拖累来自境外产能，其利用率仅48.29%，低于境内68.98%的水平；这与越南工厂处于产能爬坡阶段有关，但越南工厂上半年订单已显著增加、同时亏损显著收窄，上半年亏损1640万元，其中接近1300万元为汇兑损失。

图表：盈利预测及市场重要数据					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,907	4,674	4,852	5,175	5,706
(+/-%)	7.7%	19.7%	3.8%	6.7%	10.2%
净利润(百万元)	558	700	711	783	866
(+/-%)	14.2%	25.5%	1.6%	10.0%	10.6%
每股收益（元）	0.48	0.60	0.61	0.67	0.74
EBITMargin	17.1%	19.6%	17.9%	18.0%	18.0%
净资产收益率（ROE）	12.8%	16.1%	14.9%	14.9%	15.0%
市盈率（PE）	24.0	19.1	18.8	17.1	15.5
EV/EBITDA	16.9	12.7	13.0	11.9	10.6
市净率（PB）	3.1	3.1	2.8	2.5	2.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：伟星股份2025H业绩一图

	2022	2023	2024	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025Q1	2025Q2
营收（百万元）	3628.1	3906.5	4674.4	1828.7	2077.8	2296.4	2378.0	2337.7	979.2	1358.5
分品类										
拉链	2005.8	2142.6	2484.1	1015.1	1127.5	1258.9	1225.2	1292.7		
销量（百万米）	474.1	501.0	530.4							
单价（元/米）	4.2	4.3	4.7							
钮扣	1468.3	1599.7	1954.5	729.6	870.2	927.5	1027.0	925.9		
销量（百万粒）	8516.1	8910.6	9738.7							
单价（元/粒）	0.2	0.2	0.2							
其他辅料	106.4	115.7	164.2	61.8	53.9	76.1	88.1	84.7		
分区域										
国内	2514.6	2696.4	3093.8	1231.1	1465.4	1536.5	1557.3	1473.6		
国外	1113.5	1210.1	1580.6	597.6	612.5	759.9	820.7	864.2		
YOY										
合计	8.1%	7.7%	19.7%	0.0%	15.5%	25.6%	14.4%	1.8%	22.3%	-9.18%
分品类										
拉链	9.2%	6.8%	15.9%	-2.8%	17.3%	24.0%	8.7%	2.7%		
销量	2.2%	5.7%	5.9%							
单价	6.9%	1.1%	9.5%							
钮扣	5.6%	9.0%	22.2%	3.2%	14.3%	27.1%	18.0%	-0.2%		
销量	-6.8%	4.6%	9.3%							
单价	13.3%	4.1%	11.8%							
其他辅料	31.6%	8.8%	41.9%	25.1%	-5.3%	23.2%	63.3%	11.2%		
分区域										
国内	2.8%	7.2%	14.7%	-5.6%	21.0%	24.8%	6.3%	-4.1%		
国外	22.6%	8.7%	30.6%	13.8%	4.1%	27.2%	34.0%	13.7%		
毛利率	39.0%	40.9%	41.7%	41.2%	40.7%	41.8%	41.7%	42.9%	38.8%	45.8%
分品类										
拉链	38.1%	41.0%	42.1%	42.5%	39.6%	42.9%	41.3%	43.3%		
钮扣	41.2%	42.2%	43.0%	41.8%	42.5%	42.1%	43.7%	43.5%		
分区域										
国内	37.9%	39.7%	41.5%	39.4%	39.9%	41.3%	41.8%	42.2%		
国外	41.5%	43.7%	42.2%	44.9%	42.6%	42.9%	41.5%	44.1%		
费用率	22.6%	24.0%	23.7%	21.0%	26.6%	20.1%	27.3%	23.5%	25.0%	22.5%
销售费用率	8.6%	9.1%	8.9%	7.8%	10.2%	8.0%	9.7%	8.78%	9.5%	8.28%
管理费用率	10.4%	10.4%	11.0%	9.7%	11.0%	9.1%	12.8%	9.98%	11.4%	8.97%
研发费用率	4.2%	4.0%	3.9%	3.9%	4.2%	3.6%	4.1%	3.62%	3.9%	3.46%
财务费用率	-0.6%	0.4%	0.0%	-0.5%	1.2%	-0.6%	0.6%	1.16%	0.3%	1.80%
归母净利润	488.9	558.1	700.3	301.9	256.2	415.9	284.4	369.4	100.3	269.1
YoY	9.0%	14.2%	25.5%	-3.2%	44.7%	37.8%	11.0%	-11.2%	28.8%	-20.4%
净利率	13.5%	14.3%	15.0%	16.5%	12.3%	18.1%	12.0%	15.8%	10.2%	19.8%
产能利用率	63.3%	66.8%	68.8%	57.1%	66.8%	70.7%	68.8%	65.3%		
境内	66.5%	69.5%	73.2%	58.9%	69.5%	75.5%	73.2%	69.0%		
境外	39.7%	50.6%	48.0%	44.7%	50.6%	49.6%	48.0%	48.3%		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



新澳股份：上半年业绩保持平稳，羊绒纱线业务表现亮眼

- 上半年收入基本持平，毛利率及汇兑收益提升。公司是羊毛和羊绒纺纱龙头制造商。2025上半年收入同比-0.1%至25.5亿元，归母净利润同比+1.7%至2.7亿元；扣非归母净利润同比+3.2%至2.7亿元。分业务看，羊绒纱线收入上涨，毛精纺纱和毛条收入下滑。毛利率同比提升0.8个百分点至21.6%，主要受益于毛精纺业务和羊毛毛条业务毛利率提升；受职工薪酬同比增加、子公司新澳越南及新澳银川逐步投产前期管理成本增加等影响，销售/管理费用率分别同比+0.2/0.4个百分点；财务费用率同比-0.8个百分点，主要受汇兑损益影响，去年同期汇兑亏损0.09亿，今年收益0.16亿元。归母净利率同比+0.2个百分点至10.6%。
- 羊绒纱线业务表现亮眼。上半年毛精纺纱/羊绒纱/毛条/改性处理及染整收入分别-3.1%/+16.0%/-16.0%/-11.4%至14.3/7.9/3.0/0.2亿元。其中：1) 毛精纺纱：上半年营收14.3亿元，销量约8800吨，同比-4.9%；均价16.2万元/吨，同比+2%。盈利能力稳定提升，毛利率同比+1.7个百分点至28.8%。2) 羊绒纱线：快速增长主要受益于日本公司订单，上半年营收7.9亿元，销量约1370吨，同比+16.6%，均价57.2万元/吨，毛利率同比-0.7个百分点至13.5%。未来有望通过产销量增加摊薄成本，提升效益。3) 毛条：上半年营收3.0亿元，销量约3450吨左右，同比-15%，均价8.8万元/吨，毛利率同比+0.8个百分点至6.2%。
- 平稳推进产能规划，优化海内外产能布局。1) 子公司新澳越南“5万锭高档精纺生态纱纺织染整项目”是公司加深全球化产业布局的重要举措，其中一期 2万锭实现逐步投产。2) 子公司新澳银川“2万锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”，已完成安装调试工作，预计下半年陆续释放产能。3) 子公司英国邓肯实现引进外部投资者，增厚自身资金实力，加速升级高端羊绒纺纱产线，为可持续发展注入新动能。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,438	4,841	5,029	5,280	5,802
(+/-%)	12.4%	9.1%	3.9%	5.0%	9.9%
净利润(百万元)	404	428	444	493	563
(+/-%)	3.7%	6.0%	3.6%	11.0%	14.3%
每股收益(元)	0.55	0.59	0.61	0.67	0.77
EBITMargin	10.6%	10.8%	10.1%	10.6%	11.1%
净资产收益率(ROE)	12.7%	12.6%	12.2%	12.7%	13.6%
市盈率(PE)	11.2	10.5	10.2	9.2	8.0
EV/EBITDA	11.0	9.4	9.3	8.0	7.2
市净率(PB)	1.42	1.33	1.25	1.17	1.09

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：新澳股份20251H业绩一图

	2021	2022	2023	2024	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
收入(百万元)	3446	3950	4438	4841	2321	2117	2556	2284	2554
按业务分									
毛精纺纱	2060	2244	2497	2543	1345	1153	1479	1064	1433
羊绒纱线	830	1071	1222	1548	566	656	677	871	786
羊毛毛条	495	586	661	666	381	280	361	306	303
改性处理及染整	41	27	32	43	15	17	22	21	20
销量(吨)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
毛精纺纱	13364	13644	14983	16322	8193	6790	9285	7037	8800
羊绒纱线	1302	1608	1996	2383	740	1256	1029	1354	1370
羊毛毛条	5275	5938	7179	8420	-	-	-	-	-
改性处理及染整	3042	2560	3192	3825	-	-	-	-	-
单价(万元/吨)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
毛精纺纱	15.4	16.4	16.7	15.6	16.4	17.0	15.9	15.1	16.3
羊绒纱线	63.8	66.6	61.3	65.0	76.5	52.3	65.8	64.3	57.4
羊毛毛条	9.4	9.9	9.2	7.9	-	-	-	-	8.8
改性处理及染整	1.4	1.0	1.0	1.1	-	-	-	-	-
按区域分									
国内	2410.4	2586.1	3085.1	-	1527.9	1557.2	1672.3	-	-
国外	1018.3	1344.2	1329.5	-	792.8	536.8	883.8	-	-
收入YOY	51.6%	14.6%	12.4%	9.1%	9.5%	15.7%	10.1%	7.9%	-0.1%
按业务分									
毛精纺纱	29.1%	8.9%	11.3%	1.8%	5.9%	18.3%	10.0%	-7.7%	-3.1%
羊绒纱线	324.6%	29.0%	14.1%	26.6%	7.7%	20.3%	19.6%	32.7%	16.0%
羊毛毛条	24.9%	18.3%	12.8%	0.9%	27.3%	-2.4%	-5.3%	9.3%	-16.0%
改性处理及染整	-38.0%	-35.3%	21.1%	33.7%	-9.8%	76.2%	44.7%	23.7%	-11.4%
按区域分									
国内	59.2%	7.3%	19.3%	-	16.9%	21.7%	9.4%	22.8%	-1.3%
国外	37.3%	32.0%	-1.1%	-	-2.4%	0.9%	11.5%	-19.7%	2.2%
毛利率	19.1%	18.8%	18.6%	19.0%	20.3%	16.7%	20.8%	16.9%	21.6%
毛精纺纱	23.2%	25.4%	25.1%	24.8%	25.7%	24.3%	27.1%	26.5%	28.8%
羊绒纱线	13.7%	11.4%	12.7%	14.0%	16.3%	9.6%	14.2%	10.5%	13.5%
羊毛毛条	8.5%	5.5%	3.6%	1.7%	5.8%	0.6%	5.5%	-1.4%	6.2%
改性处理及染整	28.6%	31.0%	32.3%	33.6%	29.6%	34.7%	30.8%	27.3%	34.3%
费用率	8.3%	7.2%	7.4%	8.2%	6.0%	8.8%	7.7%	8.7%	7.4%
营业税金及附加	-	-	-	-	-	-	-	-	-
销售费用率	1.9%	1.8%	2.1%	2.1%	1.7%	2.5%	1.7%	2.5%	1.9%
管理费用率	3.0%	3.0%	2.8%	3.2%	2.7%	3.0%	2.7%	3.7%	3.1%
研发费用率	2.8%	2.7%	2.5%	2.3%	2.3%	2.7%	2.3%	2.2%	2.3%
财务费用率	0.6%	-0.3%	-0.1%	0.6%	-0.7%	0.6%	1.0%	0.2%	0.1%
-汇兑损失比率	0.3%	-0.6%	-0.4%	0.2%	-1.0%	0.2%	0.0%	0.4%	0.0%
其他经营收益率	-0.2%	0.7%	0.2%	0.6%	-0.7%	1.3%	-0.1%	1.2%	-0.2%
所得税率	11.7%	12.6%	11.4%	12.4%	12.6%	9.3%	13.2%	11.1%	16.2%
归母净利润	298.3	389.7	404.2	428.3	254.7	149.5	266.2	162.1	270.6
yoy	96.9%	30.7%	3.7%	6.0%	5.1%	1.5%	4.5%	8.4%	1.7%
归母净利率	8.7%	9.9%	9.1%	8.8%	11.0%	7.1%	10.4%	7.1%	10.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司财报分析



百隆东方：上半年盈利改善净利润增长68%，中期拟分红58%

- 上半年营收下滑但盈利显著改善，中期拟分红58%。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。2025年上半年，公司实现营业收入35.91亿元（同比-9.99%），其中主营纱线业务营收-7.30%，营收下滑主要受美国关税政策不确定性影响，下游客户下单谨慎，导致纱线销量同比下降6.73%，单价基本维稳。毛利率同比提升5.20个百分点至15.20%，主要受益于国内及越南工厂维持较高开工率（国内超90%，越南近满产）带来的单位成本下降，以及原材料成本下行。销售/管理费用率维持稳定，财务费用率下降0.9个百分点，主要受益于越南盾贬值带来的3339万元汇兑收益。扣非归母净利润3.60亿元，同比大幅增长236.33%；归母净利润3.90亿元，同比增长67.53%。投资收益方面，通商银行稳定贡献收益，上海信丰显著减亏，上半年亏损约139万元（去年同期亏损5600万元）。分红方面，公司拟中期每10股派发现金红利1.5元，分红比例达57.67%。
- 第二季度受关税影响客户下单谨慎销量承压，毛利率持续改善。第二季度收入18.60亿（同比-13.7%），同比下滑幅度加深，主要在关税不确定性影响下，4-5月销量下滑约双位数，6月销量预计恢复正向增长，伴随越南对美出口关税落地，7月增速持续向上，订单恢复趋势明显；归母净利润同比+42.0%至2.17亿元。毛利率同比/环比分别+2.01/0.65个百分点至15.51%，受益于开工率提升及原材料成本下行，毛利率持续改善。
- 产品结构优化，越南基地为利润核心，国内业务减亏。1) 产品结构：上半年色纺纱销量占比约46%，收入占比提升至约58%。高毛利的色纺纱是盈利能力提升的关键，其中越南工厂色纺纱毛利率达到23%左右，坯纱毛利率约10.5%。2) 越南基地：上半年贡献收入28.28亿元（同比-8.4%），实现净利润3.04亿元，净利率10.7%，是公司利润的核心来源。越南工厂上半年基本维持满产运行。3) 国内业务：产能利用率提升至90%以上，主营业务基本实现盈亏平衡，较去年同期减亏，不再拖累整体业绩。

图表：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,914	7,941	7,978	8,420	8,888
(+/-%)	-1.1%	14.9%	0.5%	5.5%	5.5%
净利润(百万元)	504	410	664	703	744
(+/-%)	-67.7%	-18.6%	61.9%	5.8%	5.8%
每股收益(元)	0.34	0.27	0.44	0.47	0.50
EBITMargin	3.1%	5.9%	8.4%	8.4%	8.5%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.3%	6.8%	7.1%	7.4%
市盈率(PE)	16.6	20.4	12.6	11.9	11.3
EV/EBITDA	18.8	13.1	18.9	17.6	16.4
市净率(PB)	0.86	0.87	0.86	0.85	0.84

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图：百隆东方20251H业绩一图

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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

- **三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善。**
- 1) **服装家纺板块：**收入端，从7-8月品牌流水来看，去年同期基数相对较低，今年同比增速环比二季度基本均有提速；9月存在中秋假期错期影响，预计三季度整体增速相较7-8月稍有放缓，但环比二季度仍有改善。利润端，今年直营表现普遍好于加盟，进而毛利率预计提升或稳定，同时销售费用率受渠道结构、负向经营杠杆等因素影响大幅提升，进而净利润三季度预计仍有承压，增速预计低于收入增速、或仍有下滑。
- 2) **纺织制造板块：**收入端，二季度下游客户下单受关税政策扰动相对谨慎，7月关税政策落定后，三季度接单发货预计有所改善。利润端，有所分化，基本是上半年盈利趋势的延续，但部分影响幅度收窄；其中开润盈利的改善主要基于上半年受去年同期嘉乐并表所带来的投资收益贡献扰动，下半年嘉乐毛利率改善、品牌业务占比下降进而销售费用率下降，进而净利率改善。

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

服装家纺板块：

收入端，从7-8月品牌流水来看，去年同期基数相对较低，今年同比增速环比二季度基本均有提速；9月存在中秋假期错期影响，预计三季度整体增速相较7-8月稍有放缓，但环比二季度仍有改善。

利润端，今年直营表现普遍好于加盟，进而毛利率预计提升或稳定，同时销售费用率受渠道结构、负向经营杠杆等因素影响大幅提升，进而净利润三季度预计仍有承压，增速预计低于收入增速、或仍有下滑。

纺织制造板块：

收入端，二季度下游客户下单受关税政策扰动相对谨慎，7月关税政策落定后，三季度接单发货预计有所改善。

利润端，有所分化，基本是上半年盈利趋势的延续，但部分影响幅度收窄；其中开润盈利的改善主要基于上半年受去年同期嘉乐并表所带来的投资收益贡献扰动，下半年嘉乐毛利率改善、品牌业务占比下降进而销售费用率下降，进而净利率改善。

图：纺服公司三季报及全年业绩前瞻

板块	公司	2025Q3		2025E（亿元）				PE-2025
		收入增速	利润增速	收入	收入增速	净利润	利润增速	
品牌服饰	海澜之家	5%	5%	217.5	4%	23.1	7%	14.3
	森马服饰	10%	4%	154.3	6%	8.9	-22%	16.7
	稳健医疗	28%	38%	112.6	25%	10.0	43%	22.9
	富安娜	0%	-23%	26.6	-12%	3.9	-29%	15.7
	报喜鸟	5%	-28%	50.3	-2%	4.1	-17%	13.6
纺织制造	华利集团	9%	-12%	267.0	11%	35.7	-7%	17.6
	台华新材	10%	17%	81.6	15%	8.3	15%	10.0
	新澳股份	3%	5%	50.3	4%	4.4	4%	10.2
	伟星股份	-5%	-4%	48.5	4%	7.1	2%	17.3
	健盛集团	6%	4%	26.6	3%	3.3	0%	10.6
	开润股份	10%	42%	51.0	20%	3.6	-7%	16.1
	百隆东方	10%	24%	79.8	1%	6.6	62%	12.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01

板块总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压

02

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌有所分化

03

休闲家纺：需求端持续承压，线上渠道与新业态引领增长

04

代工制造：关税政策影响下营收仍稳健增长，盈利保持稳定

05

纺织材料：关税政策影响客户下单谨慎度，盈利表现分化

06

三季报前瞻：品牌趋势企稳，制造接单发货改善

07

投资建议

1) 品牌服饰：看好运动户外赛道的长期增长动力，短期关注景气细分赛道和新品催化机会。国务院办公厅近期印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》，表示到2030年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过7万亿元。建议首先把握品类分化趋势，看好高端细分与跑步赛道布局的品牌，重点推荐**安踏体育、特步国际、李宁、361度**。非运动品牌，建议重点关注消费品核心品类成长性领先的**稳健医疗**，以及近期经营趋势有望改善、中长期新业态打开成长空间的**海澜之家**。

2) 纺织制造：关注行业受关税影响下企业经营存在预期差的机会。关税引发制造商面临利润压力与需求压力，而具体影响程度受企业的产能布局、市场布局、客户结构、行业地位分化而存在预期差，重点推荐中长期业绩韧性与持续性强，短期存在盈利改善弹性，当前估值性价比显现的代工龙头**申洲国际、华利集团、开润股份**；以及细分赛道制造优质龙头**伟星股份、健盛集团、百隆东方**。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2020. HK	安踏体育	优于大市	87. 6	2405	4. 80	5. 50	18. 2	15. 9
1368. HK	特步国际	优于大市	6. 1	166	0. 50	0. 53	12. 1	11. 4
2331. HK	李宁	优于大市	16. 9	428	0. 97	1. 09	17. 4	15. 5
1361. HK	361度	优于大市	5. 6	114	0. 60	0. 65	9. 3	8. 6
300888. SZ	稳健医疗	优于大市	39. 8	232	1. 71	1. 99	23. 3	20. 0
600398. SH	海澜之家	优于大市	6. 9	332	0. 48	0. 54	14. 4	12. 7
2313. HK	申洲国际	优于大市	55. 6	818	4. 37	4. 96	12. 7	11. 2
300979. SZ	华利集团	优于大市	54. 5	46	3. 06	3. 57	17. 8	15. 3
300577. SZ	开润股份	优于大市	23. 4	56	1. 48	1. 64	15. 8	14. 3
002003. SZ	伟星股份	优于大市	10. 7	125	0. 61	0. 67	17. 6	16. 0
603558. SH	健盛集团	优于大市	9. 8	35	0. 92	1. 00	10. 6	9. 8
601339. SH	百隆东方	优于大市	5. 5	83	0. 44	0. 47	12. 4	11. 7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032