

纺服行业2026年度策略： 看好上游订单恢复，关注“应变求新”品牌

证券分析师：汤军

执业证书：S0600517050001

联系邮箱：tangj@dwzq.com.cn

证券分析师：赵艺原

执业证书：S0600522090003

联系邮箱：zhaoyy@dwzq.com.cn

二零二五年十二月十一日

- **品牌服饰：**通过回顾品牌服饰板块重点公司历年营收、归母净利润、门店数量三个指标，我们认为当前国内品牌服饰行业已进入存量竞争时代，板块性成长机会偏少，头部品牌马太效应减弱，品牌业绩增长不再依赖于供给角度的渠道扩张逻辑，而更需关注如何吸引消费者选择。在这一背景下，我们认为抓住消费者需求痛点、灵活变化应对策略的品牌有望提升市场份额，实现业绩的稳健增长，我们总结了三个方向：新家纺、功能性服饰及强差异化品牌。
 - **新家纺：**睡眠经济+悦己消费+内容平台共振下，以深睡枕为代表的新家纺产品需求兴起，传统家纺品牌通过科技单品、营销升级有望实现业绩稳健增长，推荐水星家纺、罗莱生活，建议关注亚朵。
 - **功能性服饰：**跑步、户外等健康生活方式仍处景气向上阶段，带动运动及户外品牌业绩增长，推荐安踏体育、李宁、波司登、361度、特步国际，建议关注三夫户外、探路者及拟港股上市的伯希和、坦博尔。
 - **强差异化品牌：**强调100%全棉的个护及服饰品牌全棉时代，核心品类棉柔巾及卫生巾在品牌势能带动下快速成长，推荐稳健医疗。
 - **高分红标的：**推荐海澜之家，罗莱生活，滔搏，森马服饰，建议关注富安娜。
- **纺织制造：**关税政策不确定性下降+欧美零售企稳向上+国际品牌库存偏低背景下，上游订单有望迎来修复。
 - **鞋服制造产业链：**上游关税不确定性下降+欧美零售企稳向好+国际品牌库存健康背景下，2026年有望迎来国际品牌补库，从而带动上游纺织制造企业订单恢复，推荐申洲国际、伟星股份、华利集团，建议关注晶苑国际、裕元集团。
 - **高分红标的：**建议关注裕元集团，晶苑国际。
- **风险提示：**终端消费疲软、竞争加剧影响、汇率升值影响。



- 1、2025年回顾：纺服板块小幅跑输大盘，个股中跨界公司领涨
- 2、品牌服饰：行业进入存量时代，关注“应变求新”品牌
- 3、纺织制造：关税不确定性降低+下游库销比较低，订单有望恢复
- 4、投资建议
- 5、风险提示

1. 2025年回顾：纺服板块小幅跑输大盘，个股中跨界公司领涨

1.1 2025年行情回顾：板块整体上涨，小幅跑输大盘

- **2025年以来纺服板块整体上涨，小幅跑输大盘。**截至2025/12/09 SW纺织服装板块年涨幅 12.45%，小幅跑输大盘（沪深300年初至今上涨16.84%）。

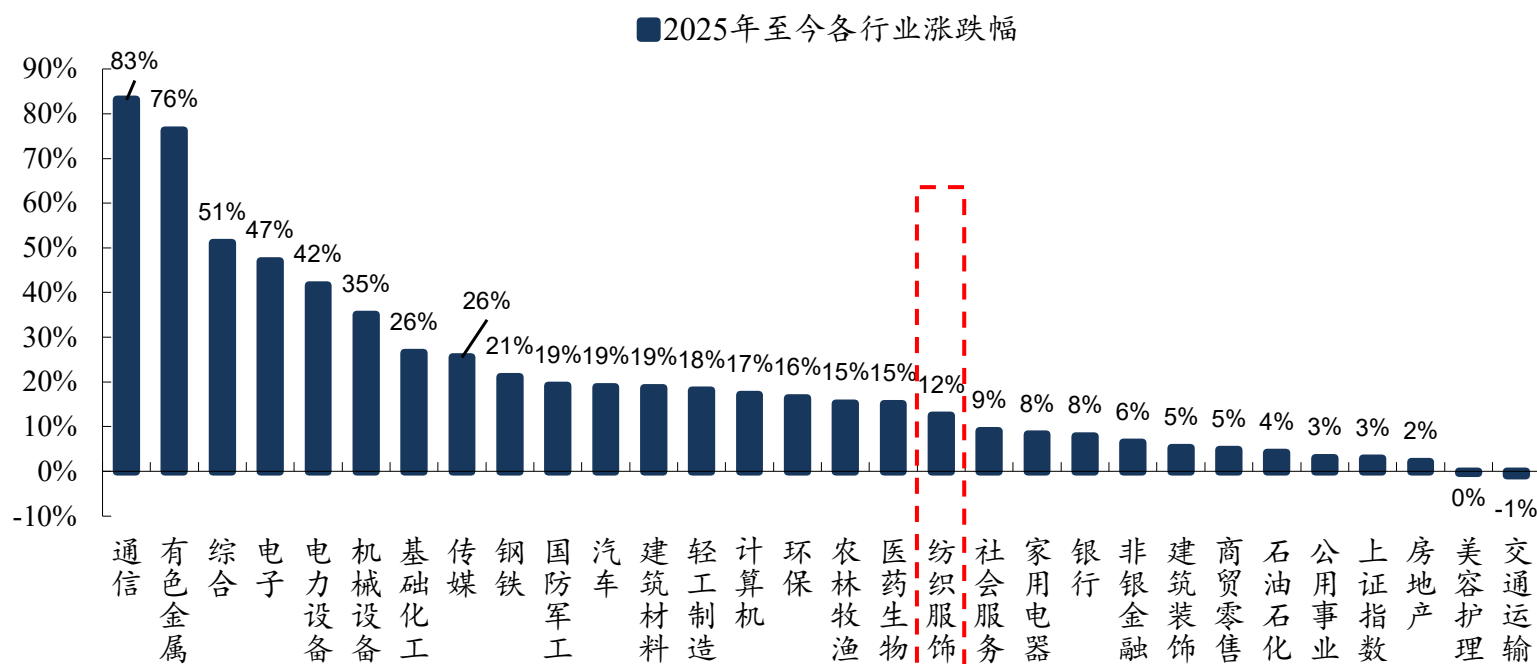
2025年以来纺服板块整体上涨，小幅跑输大盘



1.1 2025年行情回顾：纺服板块涨幅位于行业中下游

- 行业比较来看，2025年以来（截至2025/12/09）纺服板块涨跌幅位于行业中下游，全A表现较好的行业主要为通信、有色金属、电子等科技及原材料行业。

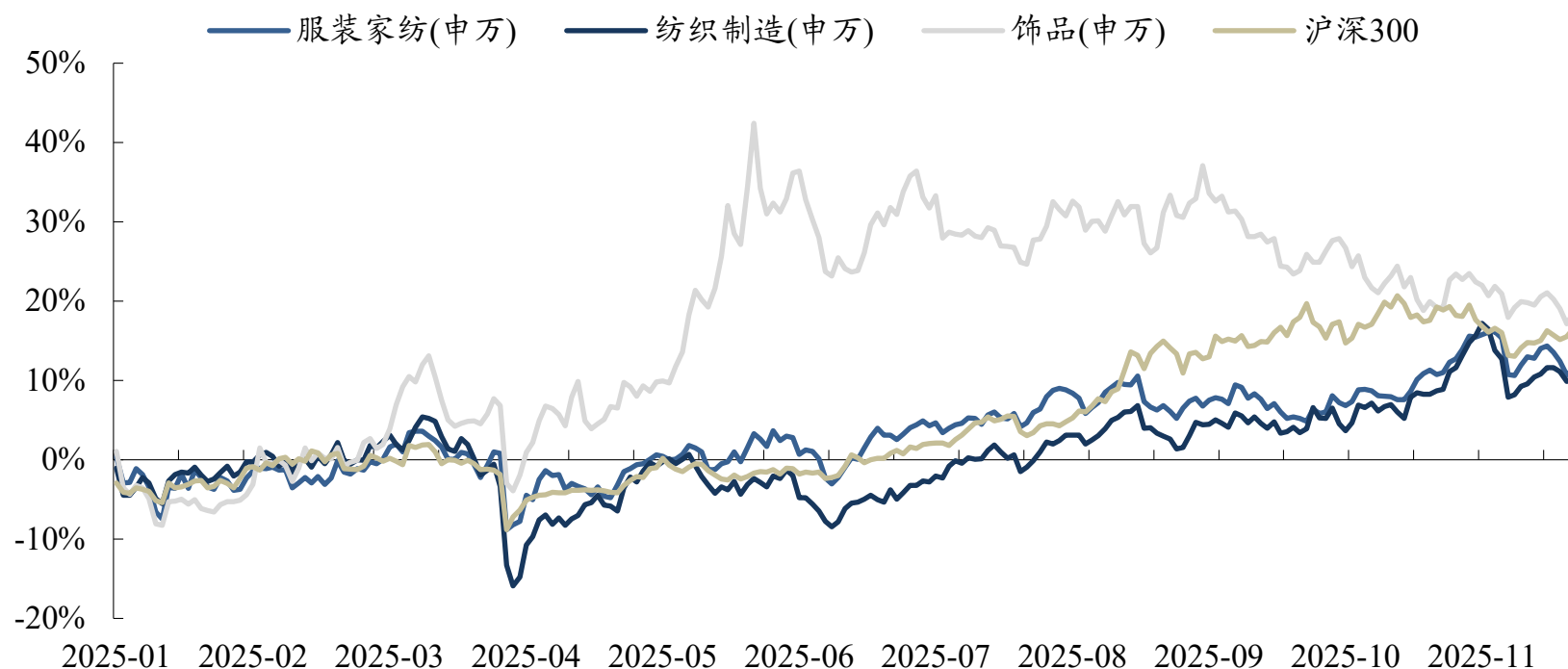
2025年以来纺服板块涨跌幅位于行业中下游（截至2025/12/09）



1.1 2025年行情回顾：服装家纺和纺织制造涨幅接近，饰品表现较好

- 从子板块来看，2025年以来（截至2025/12/09），服装家纺、纺织制造、饰品涨幅分别为12.1%、10.0%、17.1%，饰品涨幅领先，跑赢沪深300指数。

2025年以来，服装家纺和纺织制造板块小幅跑输大盘（截至2025/12/09）



1.2 个股回顾：跨界科技及黄金饰品公司涨幅靠前，传统纺服公司股价承压

➤ 个股中，2025年涨幅前20公司主要有几类：

■ 跨界布局科技板块，如千百度加码AI赛道，孚日股份布局锂电池电解液添加剂业务，康隆达探索机器人灵巧手腕绳领域，聚杰微纤推进人形机器人仿生肌肉纤维材料及固态电池支撑膜的研究，富春染织布局PEEK材料在半导体、机器人等领域应用，南山智尚主攻国内绳驱机器人及灵巧手市场。

■ 以黄金、钻石等珠宝饰品为主营业务，受益于金价上涨业绩大增，如老铺黄金、潮宏基、周大福、周生生、六福集团。

➤ 跌幅前20公司主要有几类：

■ 终端消费偏弱，经营杠杆较大的传统服装家纺品牌比音勒芬、海澜之家、富安娜。

■ 受美国加征关税影响、年初估值相对较高的上游纺织制造龙头，如华利集团、伟星股份、台华新材等。

2025年以来涨跌幅前20个股

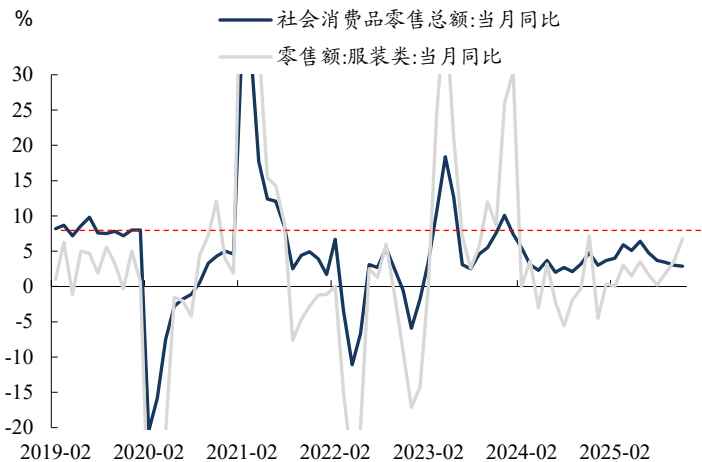
涨幅排序	证券代码	公司名称	2025年以来纺服板块涨幅前20标的	跌幅排序	证券代码	公司名称	2025年以来纺服板块跌幅前20标的
1	1028.HK	千百度	265.96%	20	300577.SZ	开润股份	-7.19%
2	6181.HK	老铺黄金	160.73%	19	603958.SH	哈森股份	-7.31%
3	300591.SZ	万里马	144.04%	18	300840.SZ	酷特智能	-7.54%
4	300819.SZ	聚杰微纤	133.18%	17	0330.HK	思捷环球	-9.09%
5	002345.SZ	潮宏基	128.24%	16	600177.SH	雅戈尔	-11.40%
6	002656.SZ	*ST摩登	118.18%	15	002867.SZ	周大生	-11.93%
7	603665.SH	康隆达	117.78%	14	002563.SZ	森马服饰	-12.82%
8	603130.SH	云中马	107.30%	13	002327.SZ	富安娜	-13.82%
9	002083.SZ	孚日股份	104.10%	12	600439.SH	瑞贝卡	-14.24%
10	603196.SH	日播时尚	101.41%	11	600612.SH	老凤祥	-14.92%
11	603608.SH	天创时尚	98.66%	10	1382.HK	互太纺织	-15.26%
12	1929.HK	周大福	98.15%	9	600398.SH	海澜之家	-16.52%
13	0116.HK	周生生	92.88%	8	603055.SH	台华新材	-17.44%
14	300877.SZ	金春股份	87.23%	7	001390.SZ	古麒绒材	-17.47%
15	0590.HK	六福集团	86.32%	6	002003.SZ	伟星股份	-19.21%
16	001234.SZ	泰慕士	85.85%	5	300979.SZ	华利集团	-22.16%
17	601566.SH	九牧王	83.10%	4	002832.SZ	比音勒芬	-26.17%
18	600156.SH	华升股份	81.20%	3	1817.HK	慕尚集团控股	-27.27%
19	002029.SZ	七匹狼	80.51%	2	1121.HK	金阳新能源	-46.67%
20	605189.SH	富春染织	74.71%	1	0256.HK	冠城钟表珠宝	-74.10%

2. 品牌服饰：行业进入存量时代，关注“应变求新”品牌

2. 消费环境：国内消费延续偏弱表现，服装消费弱于总体水平

- **服装消费整体弱于总体水平，但下半年以来趋势向好。**2025年1-10月国内社零累计同比+4.3%，服装类商品零售额累计同比+2.9%。从趋势上看，7-10月服装类消费单月同比分别为+0.2%/+1.9%/+3.6%/+6.8%，呈逐月提速趋势，我们判断主因行业整体促销力度加大。
- **中国消费者信心指数2025年以来呈现小幅回升趋势，但仍处于85-90区间的历史底部水平。**

2025年以来国内消费仍偏弱



2025年服装类零售表现不及整体情况

零售额当月同比 (%)	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-01&02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
限额以上企业商品零售总额	1.4	2.7	2.6	3.1	5.5	8.2	6.6	8.6	4.4	4.2	1.2	6.8	2.8
粮油、食品类	9.1	6.3	5.8	8.6	8.7	4.6	4.0	3.8	11.5	9.9	0.1	0.1	1.1
饮料类	7.1	0.8	2.8	2.7	4.4	0.1	2.9	4.4	-2.6	8.5	4.3	0.9	0.7
烟酒类	4.1	1.6	2.3	2.7	0.7	1.2	4.0	8.5	5.5	0.4	3.1	0.1	0.7
服装鞋帽针纺织品类	6.3	4.7	3.1	1.8	1.9	4.0	2.2	3.6	3.3	0.3	4.5	8.0	0.4
服装类	6.8	3.6	1.9	0.2	1.7	3.5	1.5	3.0	0.0	0.4	4.5	7.2	0.3
化妆品类	9.6	8.6	5.1	4.5	2.3	4.4	7.2	1.1	4.4	0.8	26.4	40.1	4.5
金银珠宝类	37.6	9.7	6.8	8.2	6.1	21.8	25.3	10.6	5.4	1.0	5.9	2.7	7.8
日用品类	7.4	6.8	7.7	8.2	7.8	8.0	7.6	8.8	5.7	6.3	1.3	8.5	3.0
体育、娱乐用品类	10.1	1.9	6.9	3.7	9.5	28.3	23.3	26.2	25.0	6.7	3.5	26.7	6.2
书报杂志类	3.5	6.9	1.9	6.6	10.7	8.4	8.5	2.8	0.0	12.2	10.1	4.8	5.1
家用电器和音像器材类	14.6	3.3	4.3	28.7	32.4	53.0	38.8	35.1	10.9	39.3	22.2	39.2	20.5
中西药品类	3.6	1.9	0.9	0.1	0.7	0.3	2.6	1.4	2.5	0.9	2.7	1.4	5.4
文化办公用品类	3.5	6.2	4.2	3.8	24.4	30.5	33.5	21.5	21.8	9.1	5.9	8.0	10.0
家具类	9.6	6.2	8.6	20.6	28.7	25.6	26.9	29.5	11.7	8.8	0.5	7.4	0.4
通讯器材类	23.2	6.2	7.3	4.9	3.9	33.0	9.9	28.6	26.2	4.0	7.7	4.4	2.3
石油及制品类	5.9	7.1	8.0	8.3	7.3	7.0	5.7	1.9	0.9	2.8	7.1	6.6	4.4
建筑及装潢材料类	8.3	0.1	0.7	0.5	1.0	5.8	9.7	0.1	0.1	0.8	2.9	5.8	6.6
汽车类	6.6	1.6	0.8	1.5	4.6	1.1	0.7	5.5	4.4	0.5	6.6	3.7	0.4

中国消费者信心指数处于历史底部



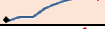
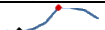
➤ 板块业绩情况：2025Q1-Q3板块业绩整体承压，净利润表现不如营收。

重点服装家纺公司业绩情况

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY						归母净利润YOY					
			2023	2024	2025H1	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2023	2024	2025H1	2025Q1	2025Q2	2025Q3
体育服饰	2020.HK	安踏体育	16.23%	13.58%	14.26%	-	-	-	34.86%	52.36%	-8.94%	-	-	-
	2331.HK	李宁	6.09%	3.90%	3.29%	-	-	-	-21.58%	-5.46%	-10.99%	-	-	-
	1368.HK	特步国际	10.94%	6.55%	7.14%	-	-	-	11.75%	20.23%	21.47%	-	-	-
	1361.HK	361度	21.01%	19.59%	10.96%	-	-	-	28.68%	19.47%	8.61%	-	-	-
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	2.47%	7.06%	3.26%	-1.93%	9.04%	7.31%	76.06%	1.42%	-41.17%	-38.12%	-46.29%	4.55%
	603877.SH	太平鸟	-9.41%	-12.70%	-7.86%	-7.63%	-8.17%	-5.54%	127.06%	-38.75%	-54.61%	-21.97%	亏损	-21.97%
	3998.HK	波司登	3.46%	38.39%	17.83%	-	-	-	3.70%	43.74%	22.98%	-	-	-
	603518.SH	锦泓集团	16.55%	-3.29%	-4.04%	-3.59%	-4.61%	-0.55%	316.76%	2.90%	-23.03%	-23.35%	-21.84%	-97.17%
中高端女装	603587.SH	地素时尚	10.35%	-16.23%	-5.55%	-10.90%	-0.68%	-1.15%	28.31%	-38.52%	-23.54%	-24.98%	-22.13%	16.63%
	603808.SH	歌力思	21.73%	4.14%	-5.28%	-7.82%	-2.56%	-8.14%	416.56%	亏损	45.27%	40.24%	50.27%	-176.85%
	003016.SZ	欣贺股份	0.93%	-20.10%	0.78%	-4.73%	6.75%	10.01%	-22.45%	-167.29%	214.92%	9.84%	扭亏	-87.26%
	603839.SH	安正时尚	-4.13%	-6.23%	12.38%	12.89%	11.86%	10.20%	扭亏	亏损	扭亏	扭亏	亏损	扭亏
	3306.HK	江南布衣	9.28%	17.31%	5.01%	-	-	-	11.17%	36.66%	4.43%	-	-	-
家纺	002293.SZ	罗莱生活	0.03%	-14.22%	3.60%	0.57%	6.83%	9.90%	-1.44%	-24.39%	16.97%	26.31%	4.88%	50.14%
	002327.SZ	富安娜	-1.62%	-0.60%	-16.56%	-17.80%	-15.32%	-7.58%	7.02%	-5.22%	-51.31%	-54.12%	-47.71%	-28.74%
	603365.SH	水星家纺	14.93%	-0.42%	6.40%	1.20%	11.74%	20.19%	36.23%	-3.28%	-3.38%	-3.79%	-2.65%	43.18%
男装	600398.SH	海澜之家	15.98%	-2.65%	1.73%	0.16%	3.59%	3.71%	36.96%	-26.88%	-3.42%	5.46%	-13.92%	3.95%
	002832.SZ	比音勒芬	22.58%	13.24%	8.63%	1.41%	22.33%	3.23%	25.17%	-14.28%	-13.56%	-8.47%	-29.30%	-27.42%
	002154.SZ	报喜鸟	21.82%	-1.91%	-3.58%	-3.66%	-3.47%	3.07%	52.11%	-29.07%	-42.66%	-31.90%	-71.38%	-45.66%
	601566.SH	九牧王	16.60%	4.13%	-5.02%	-4.76%	-5.39%	-8.33%	扭亏	-7.86%	248.54%	77.25%	亏损	59.71%
	002029.SZ	七匹狼	6.70%	-8.84%	-5.93%	-5.47%	-6.64%	-11.20%	79.30%	5.35%	-13.93%	40.63%	-86.32%	392.79%
	1234.HK	中国利郎	14.63%	3.00%	7.95%	-	-	-	18.38%	-13.07%	-13.43%	-	-	-
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	22.10%	14.44%	-7.82%	-7.04%	-8.73%	-24.91%	2.72%	48.50%	-76.50%	-30.70%	亏损	-20.32%
	603908.SH	牧高笛	1.40%	-10.42%	-27.45%	-6.07%	-43.36%	-13.20%	-24.05%	-21.57%	-40.35%	-2.75%	-65.28%	-179.54%
	002780.SZ	三夫户外	50.51%	-5.45%	15.10%	14.52%	15.72%	20.74%	扭亏	亏损	105.75%	2806.26%	-46.43%	1033.98%
皮鞋	603001.SH	奥康国际	12.05%	-17.74%	-21.39%	-22.30%	-20.27%	-22.32%	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
内衣	603511.SH	爱慕股份	3.86%	-7.72%	-2.91%	-2.86%	-2.98%	0.16%	49.06%	-46.56%	-31.37%	-20.26%	-56.55%	-62.87%
	2298.HK	都市丽人	-8.46%	9.18%	-5.19%	-	-	-	28.64%	196.96%	-29.86%	-	-	11 -

➤ 从品牌服饰重点标的历年营收水平来看，多数公司近年来营收下滑，部分公司保持逐年增长态势。例如太平鸟、欣贺、安正、罗莱、富安娜等公司营收均在2021年见顶，当前仍未恢复至峰值；而安踏、李宁、波司登、江南布衣、水星家纺、比音勒芬等则保持逐年扩张态势。

重要标的营收情况（单位：亿元）

细分领域	证券代码	公司名称	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	折线图
体育服饰	2020.HK	安踏体育	105.54	148.11	146.69	228.12	259.65	296.45	337.35	385.44	
	2331.HK	李宁	47.21	62.61	62.00	101.97	124.09	140.19	143.45	148.17	
	1368.HK	特步国际	27.46	33.63	37.01	41.35	56.84	65.22	72.03	68.38	
	1361.HK	361度	30.47	32.52	26.92	31.07	36.54	43.12	51.41	57.05	
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	97.64	132.61	94.50	100.21	89.43	88.98	93.99	98.44	
	603877.SH	太平鸟	48.88	50.03	55.21	74.09	62.23	52.23	45.42	42.17	
	3998.HK	波司登	29.64	34.44	44.51	46.61	53.90	61.80	74.72	88.04	
	603518.SH	锦泓集团	20.18	18.87	17.91	28.19	27.07	30.96	29.23	28.34	
中高端女装	603587.SH	地素时尚	14.71	17.05	16.33	20.23	17.19	18.46	16.13	15.45	
	603808.SH	歌力思	17.36	18.85	13.46	16.73	17.46	20.66	21.52	20.19	
	003016.SZ	欣贺股份		13.60	12.26	15.07	13.04	12.97	10.18	10.55	
	603839.SH	安正时尚	11.62	17.91	21.42	22.10	16.90	16.06	14.71	16.43	
	3306.HK	江南布衣	16.56	20.28	21.36	23.15	24.85	23.60	29.76	31.56	
家纺	603365.SH	水星家纺	18.03	20.18	19.15	24.56	24.98	27.54	26.83	29.76	
	002293.SZ	罗莱生活	34.52	33.95	32.57	39.99	37.18	37.55	32.01	33.85	
	002327.SZ	富安娜	17.63	16.77	16.99	19.89	19.82	19.25	18.87	16.27	
男装	600398.SH	海澜之家	130.42	146.89	117.78	141.56	136.75	155.69	152.59	155.99	
	002832.SZ	比音勒芬	10.59	13.23	15.74	19.69	22.25	27.96	30.00	32.01	
	002154.SZ	报喜鸟	20.99	21.69	22.60	29.73	30.38	36.67	35.36	34.80	
	601566.SH	九牧王	19.21	20.25	17.61	21.72	19.51	21.38	22.66	21.30	
	002029.SZ	七匹狼	23.53	24.78	21.75	23.84	22.62	23.78	21.94	20.25	
	1234.HK	中国利郎	13.35	15.93	11.40	13.72	14.11	14.96	16.66	17.27	
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	12.42	9.87	4.65	6.58	7.48	9.30	11.08	9.53	
	603908.SH	牧高笛	4.60	4.43	5.10	7.24	11.58	11.55	10.80	8.19	
	002780.SZ	三夫户外	2.88	2.69	2.77	3.47	3.61	5.41	5.00	5.85	
皮鞋	603001.SH	奥康国际	21.81	19.73	15.65	21.43	21.07	23.25	18.88	14.79	
内衣	603511.SH	爱慕股份			23.36	24.67	24.53	24.80	22.81	22.34	
	2298.HK	都市丽人	23.52	22.28	13.45	18.36	16.26	13.74	15.21	14.36	

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：折线图中红色点为区间最高值，黑色点为最低值）

2. 当前处在什么水平？ 仅少数公司归母净利润为历史新高

➤ 从品牌服饰重点标的历年归母净利润水平来看，业绩波动较大，仅少数公司保持持续增长态势。2020年为多数公司业绩低点，2021年以来多数公司业绩呈现波动态势，仅特步国际、361度、波司登、江南布衣、三夫户外归母净利润2025Q1-Q3归母净利润创近5年新高。

重要标的归母净利润情况（单位：亿元）

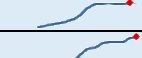
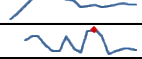
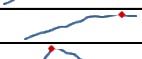
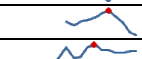
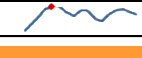
细分领域	证券代码	公司名称	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	折线图
体育服饰	2020.HK	安踏体育	19.45	24.83	16.58	38.40	35.88	47.48	77.21	70.31	
	2331.HK	李宁	2.69	7.95	6.83	19.62	21.89	21.21	19.52	17.37	
	1368.HK	特步国际	3.75	4.63	2.48	4.27	5.90	6.65	7.52	9.14	
	1361.HK	361度	3.35	3.67	3.02	4.01	5.51	7.04	7.90	8.58	
休闲服饰	002563.SZ	森马服饰	12.72	7.22	0.22	6.65	1.04	5.16	5.53	3.25	
	603877.SH	太平鸟	2.82	1.32	1.21	4.11	1.33	2.51	1.71	0.78	
	3998.HK	波司登	1.75	2.51	3.43	4.86	6.38	7.34	9.19	11.30	
	603518.SH	锦泓集团	1.37	0.25	-0.03	1.33	0.36	1.43	1.48	1.14	
中高端女装	603587.SH	地素时尚	4.50	3.39	2.98	3.90	2.52	3.07	2.23	1.70	
	603808.SH	歌力思	2.68	1.90	2.62	1.86	0.50	1.10	0.59	0.85	
	003016.SZ	欣贺股份	-	1.12	0.74	1.92	0.99	0.96	0.05	0.15	
	603839.SH	安正时尚	2.47	1.92	0.90	0.80	0.19	0.28	-0.12	0.22	
	3306.HK	江南布衣	3.12	3.81	4.30	4.64	4.44	3.72	5.74	6.00	
家纺	603365.SH	水星家纺	1.81	1.35	0.95	1.64	1.07	1.70	1.46	1.41	
	002293.SZ	罗莱生活	3.77	2.07	1.67	2.82	2.23	2.85	1.59	1.85	
	002327.SZ	富安娜	2.91	1.55	1.67	2.10	2.11	2.19	2.18	1.06	
男装	600398.SH	海澜之家	26.28	21.25	9.47	16.50	12.76	16.79	16.36	15.80	
	002832.SZ	比音勒芬	2.06	1.74	1.61	2.45	2.95	4.16	4.79	4.14	
	002154.SZ	报喜鸟	0.71	1.12	1.16	2.62	2.65	4.08	3.44	1.97	
	601566.SH	九牧王	3.50	3.25	2.05	1.22	-0.60	0.92	0.50	1.74	
	002029.SZ	七匹狼	2.15	1.23	0.24	0.83	0.90	1.57	1.86	1.60	
	1234.HK	中国利郎	3.41	3.89	2.69	2.71	2.57	2.70	2.80	2.43	
户外及户外运动零售	300005.SZ	探路者	0.25	0.82	-1.45	0.14	0.21	0.22	0.86	0.20	
	603908.SH	牧高笛	0.43	0.37	0.38	0.53	1.13	0.97	0.79	0.47	
	002780.SZ	三夫户外	0.02	0.02	-0.07	0.01	-0.16	0.11	0.08	0.17	
皮鞋	603001.SH	奥康国际	1.72	0.95	0.19	0.81	0.03	0.09	-0.20	-0.92	
内衣	603511.SH	爱慕股份	-	-	1.61	2.55	1.51	1.92	1.55	1.06	
	2298.HK	都市丽人	1.75	0.35	-1.31	0.15	0.10	0.26	0.82	0.58	

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：折线图中红色点为区间最高值，黑色点为最低值）

2. 当前处在什么水平？仅少数公司2025H1仍净开店

- 从品牌服饰重点标的历年门店数量来看，多数公司2025年净关店。在我们统计品牌中，25H1仅FILA、迪桑特、可隆、比音勒芬、哈吉斯门店数量保持净增加，其余品牌出现净关店。
- 从营收、归母净利润、门店数量三个指标历年情况来看，当前国内品牌服饰行业已进入存量竞争时代，板块性成长机会偏少，头部品牌马太效应减弱，品牌业绩增长不再依赖于供给角度的渠道扩张逻辑，而更需关注如何吸引消费者选择。在这一背景下，我们认为抓住消费者需求痛点的品牌有望提升市场份额，实现业绩的稳健增长，我们总结了三个方向：新家纺、功能性服饰及强差异化品牌。

各服装品牌历年门店数量

细分行业	品牌	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	折线图	2025H1门店数/最高值
运动品牌	安踏主品牌 (成人+儿童)	4,108	4,716	5,667	6,591	7,549	7,778	8,075	7,757	7,622	7,031	8,860	9,467	10,057	10,516	9,922	9,403	9,603	9,831	9,919	9,909		94%
	FILA						220	300	416	519	641	802	1,086	1,652	1,951	2,006	2,054	1,946	1,972	2,060	2,054		100%
	迪桑特											6	64	117	136	175	182	191	187	226	241		100%
	可隆													181	185	157	152	161	164	191	199		100%
	李宁	4,287	5,233	6,245	7,249	7,915	8,255	6,434	5,915	5,626	6,133	6,440	6,262	6,344	6,449	5,912	5,935	6,295	6,240	6,117	6,099		74%
	特步主品牌		4,380	5,056	6,103	7,031	7,596	7,510	7,360	7,110	7,000	6,800	6,000	6,230	6,379	6,021	6,151	6,313	6,571	6,382	6,360		84%
	361度				6,693	7,263	7,208	6,357	5,539	5,519	7,299	5,808	5,270	7,865	8,082	7,319	5,165	5,480	5,734	5,750	5,669		70%
羽绒服	波司登		7,117	5,662	5,620	7,579	8,344	5,102	4,771	4,197	3,839	3,392	3,337	3,443	3,811	3,686	3,484	3,183	2,997	3,188	3,470		42%
运动休闲	比音勒芬								520	559	601	602	652	764	894	979	1,100	1,191	1,255	1,294	1,328		100%
	哈吉斯							144	176	204	230	268	303	365	392	393	401	417	457	467	480		100%
休闲	太平鸟								3,045	3,421	3,794	4,279	4,251	4,594	4,496	4,616	5,214	4,653	3,731	3,373	3,179		61%
	森马品牌						4,000	4,420	4,029	3,628	3,830	3,674	3,628	3,830	3,766	3,091	2,823	2,751	2,703	2,811	2,800		63%
	锦泓TW											1,307	1,449	1,232	1,272	1,160	1,212	1,222	1,098	1,047	1,020		70%
男装	报喜鸟主品牌	551	585	637	665	715	821	875	902	871	791	704	718	740	797	779	796	804	817	821	817		91%
	海澜之家				903	1,314	1,919	2,390	2,887	3,348	3,517	4,237	4,503	5,297	5,598	5,543	5,672	5,942	5,976	5,833	5,723		96%
女装	歌力思主品牌						292	327	362	361	347	341	322	312	306	289	276	297	301	300	290		80%
	地素时尚										1,051	991	1,038	1,062	1,104	1,154	1,199	1,123	1,029	890	860		72%
童装	巴拉巴拉						3,000	3,308	3,471	4,795	6,075	4,578	4,795	6,075	6,491	5,634	5,744	5,389	5,234	5,514	5,436		84%
家纺	罗莱生活				1,810	2,085	2,371	2,737	2,849	2,825	2,600	2,442	2,663	2,700	2,325	2,236	2,481	2,662	2,730	2,638	2,523		89%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：折线图中红色点为区间最高值）

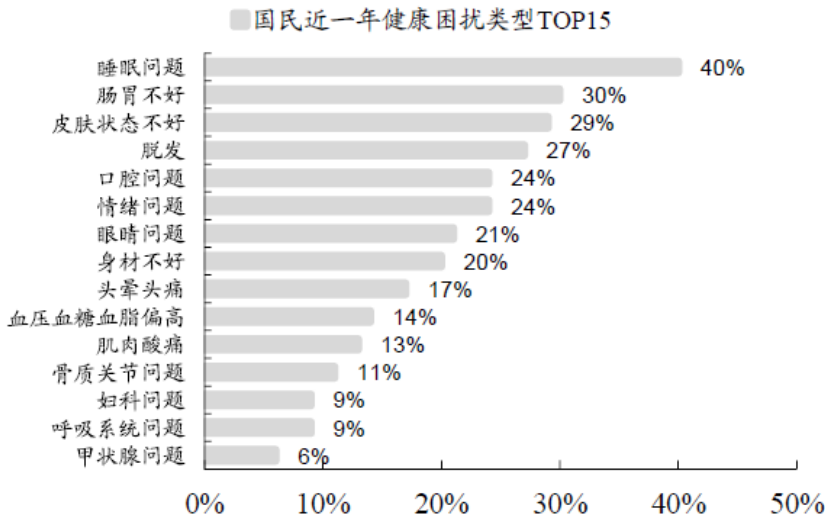
2.1 方向一：新家纺

2.1.1 睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇

➤ 睡眠问题对国民健康形成困扰

- 据中国睡眠研究会发布的《2025 中国睡眠健康研究白皮书》，目前我国人群夜间平均睡眠时长为6.85 小时，中国18 岁及以上人群睡眠困扰率为48.5%。据艾瑞咨询调研结果，睡眠问题位居国民健康困扰类型榜首，而睡眠问题主要来源于自我认知焦虑、工作挑战、健康担忧等因素。

睡眠困扰位居国民健康困扰类型榜首



中国18 岁及以上人群睡眠困扰率为48.5%

人口学特征	无睡眠困扰（百分比，%）	睡眠困扰（百分比，%）
总体	51.5	48.5
性别		
男性	54.1	45.9
女性	48.9	51.1
年龄		
00 后	75.4	24.6
90 后	68.5	31.5
80 后	69.8	30.2
70 后	44.5	55.5
60 后	34.2	65.8
60 前	26.3	73.7
居住地		
城市	46.8	53.2
农村	55.5	44.5

2.1.1 睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇

日本社会研究专家三浦展将日本消费历史自1912年起分为四个阶段

悦己消费成为国内新消费趋势

- 日本社会研究专家三浦展将日本消费历史自1912年起分为四个阶段。随着经济发展、人口总数及年龄结构变化，三浦展认为日本经历了从个体消费→家庭消费→个性化消费→理性化消费的趋势变迁，当前日本社会消费观念注重回归简朴、回归本真。
- 中国经济和人口结构相较日本更复杂，可能存在多种消费趋势并行重叠的情况，但同样处在消费趋势快速变化阶段，部分人群对情绪价值、悦己消费的重视程度大幅提升。

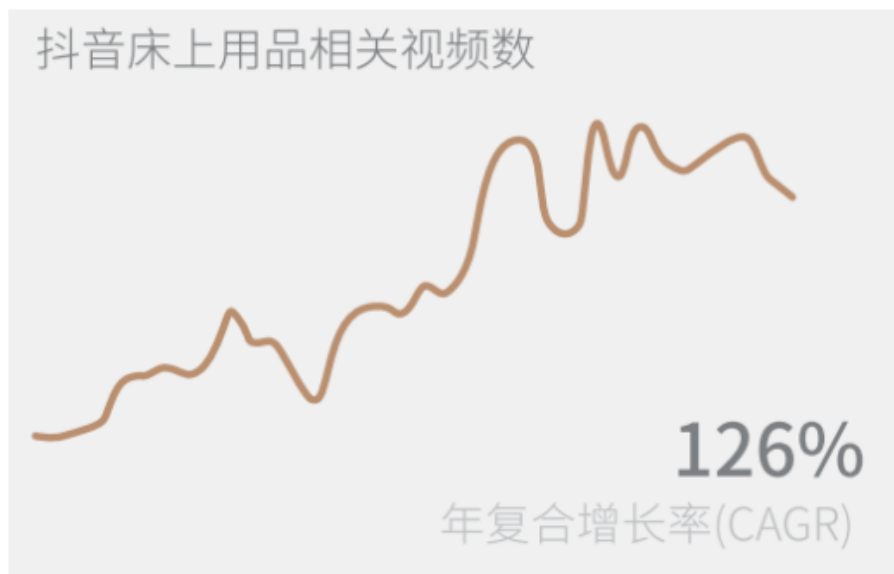
时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争 以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长期开始至石油危机 大量生产、大量消费 全国一亿人口 中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革 差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少 人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率(每千人出生人数)	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	National 消费属于私有主义,整体来讲重视国家	Family 消费属于私有主义,重视家庭、社会	Individual 私有主义、重视个人	Social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主体	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

2.1.1 睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇

➤ 内容平台崛起加速床品市场教育

- 抖音、小红书等内容平台崛起，让消费者更容易了解床品参数、功能、材质等信息。近年来抖音、小红书等内容平台上床上用品相关视频数量和笔记数量均呈快速增长趋势，通过持续的视频、直播输出，消费者对床上用品的认知和对健康睡眠的关注得到大幅提升，从而激发潜在需求。

抖音平台床上用品视频数量大幅增加



小红书平台床上用品相关笔记数量大幅增加

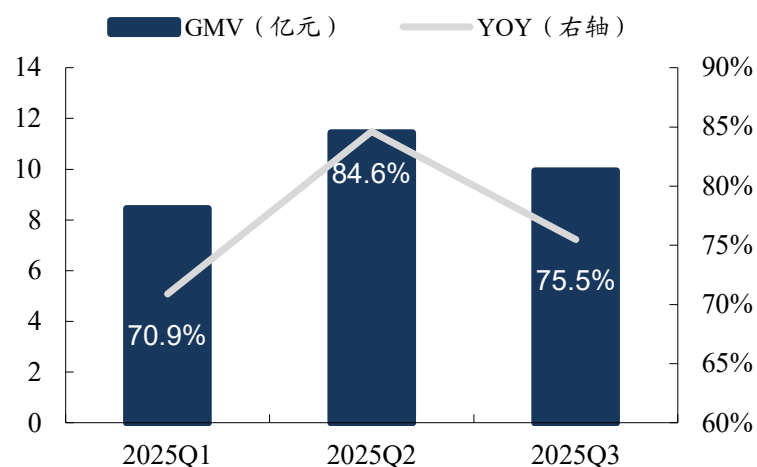


2.1.1睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇

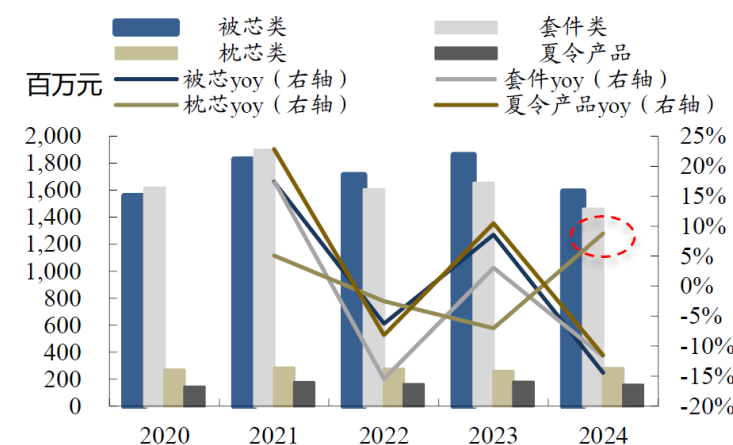
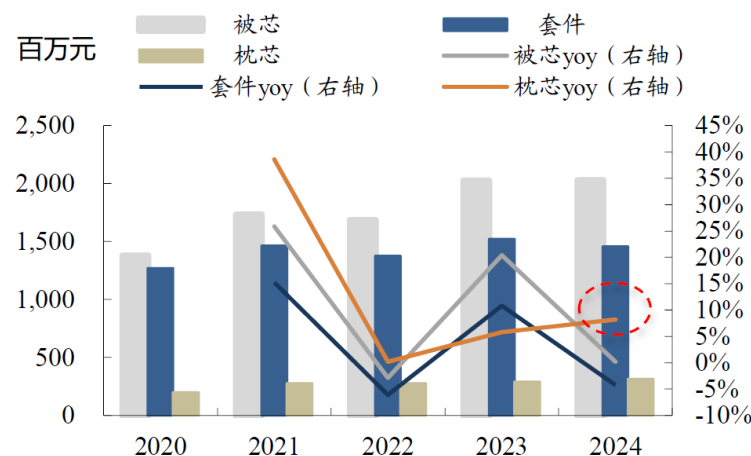
➤ 家纺行业“枕头”消费爆发。

- 亚朵：2023/2024年亚朵品牌深睡枕PRO系列床品销量分别达到120万/380万个以上，2024年同比增速高达200%+。截至25Q3亚朵深睡枕累计销量800万个（即2025Q1-Q3销量约300万个），2025Q1/Q2/Q3亚朵零售GMV分别同比+70.9%/+84.6%/+75.5%，增势强劲。
- 水星家纺：2024年枕头品类收入同比+8.18%（vs整体营收同比 -0.42%）；由于大单品人体工学枕的带动，25H1枕头品类收入同比+50%-60%（vs整体营收同比+6.40%）。
- 罗莱生活：2024年枕头品类收入同比+8.77%（vs整体营收同比 -14.22%）；25H1枕头品类收入同比+56.30%（vs整体营收同比 +3.60%）。

2025Q1-Q3亚朵零售GMV及同比



2024年水星家纺（左）、罗莱生活（右）枕头品类增速高于整体



2.1.1睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇

- **测算：2024年国内枕头市场规模约250亿元，我们预计2030年记忆枕市场规模有望突破400亿元。**
- 我们从两个维度对当前国内枕头市场规模进行粗略匡算：**1) 方法一：**上市公司枕头销售额/上市公司品牌在家纺行业的市占率，**2) 方法二：**家纺行业市场规模*上市公司枕头收入占比。以上述数据计算均值，我们估计2024年国内枕头市场规模约在250亿元量级。
- 我们预计中性情景下，未来国内家用记忆枕市场空间有望达到400+亿元。测算方法如下：
- **1) 年销量=国内枕头保有量*记忆枕渗透率/消费频次：**
- ①枕头保有量：以“户”为单位，假设国内户均枕头数目略高于户均常住人口（考虑中国家庭除自用外，通常还会准备客房的床上用品），2024年国内户均常住人口为3人，因此我们假设中性情景下，国内户均枕头保有量为5个；
 - ②记忆枕渗透率：国内近50%的人存在睡眠困扰，这些人群均为记忆枕潜在消费人群，因此我们假设中性情景下记忆枕渗透率为50%；
 - ③消费频次：由于记忆枕使用时间过长会出现支撑回弹力减弱及滋生细菌等问题，结合国内医学专家建议枕头每两年更新一次，由于国内消费者记忆枕使用习惯处于市场培育期，以及考虑户均枕头保有量高于常用枕头数，我们假设记忆枕消费频次为每4年一次。
- **2) 价格：**考虑亚朵酒店定位偏商务中高端，其受众相对集中在消费能力较强的消费者中，未来随记忆枕市场打开后，参与品牌大幅增加，我们预计记忆枕消费均价可能在100-200元区间，因此假设记忆枕单价150元/个。
- 在以上假设下进行测算，国内记忆枕潜在的市场空间为439亿元，假设记忆枕渗透率逐年提升，我们预计2025-2030年国内记忆枕市场规模CAGR 有望达到50%。

中性情景下未来国内记忆枕市场空间有望达到400+亿元

	谨慎情景	中性情景	乐观情景
国内枕头市场规模（亿元）	246		
户数（亿户）	4.68		
户均枕头消费额（元/户）	52.56		
户均常住人口	3		
假设户均枕头保有量	3	5	6
记忆枕渗透率	20%	50%	100%
记忆枕消费频次（年/个）	4	4	4
记忆枕消费个数（亿个）	0.70	2.93	7.02
记忆枕单价（元/个）	150	150	150
记忆枕市场空间（亿元）	105	439	1053

伴随记忆枕渗透率逐步提升，国内记忆枕市场规模有望快速扩张

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
户数（亿户）	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68
户均枕头保有量（个）	5	5	5	5	5	5
记忆枕换新频率（年/次）	3	3	3	4	4	4
记忆枕渗透率	5%	15%	25%	35%	45%	50%
记忆枕消费量（亿个）	0.39	1.17	1.95	2.05	2.63	2.93
记忆枕单价（元/个）	150	150	150	150	150	150
市场规模（亿元）	59	176	293	307	395	439
yoy		200%	67%	5%	29%	11%

（考虑当前处于记忆枕市场培育期，我们假设2025-2027年更新频次为3年/次，2028年以后更新频次降低至4年/次）

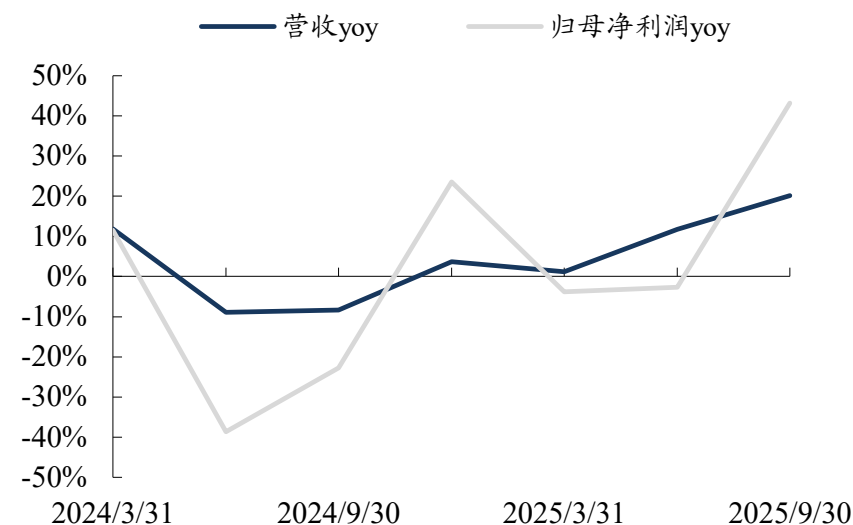
2.1.2 受益品牌—水星家纺：传统家纺品牌中最早强调大单品战略

- **水星家纺：2025年在品牌、渠道、供应链等方面同步推进战略升级，前三季度业绩表现较好。** 2025年前三季度营收29.76亿元/yoy+10.91%，归母净利润2.32亿元/yoy+10.74%，扣非归母净利润1.85亿元/yoy+0.08%。分季度看，25Q1/Q2/Q3营收分别同比+1.2%/+11.74%/+20.19%，归母净利润分别同比-3.79%/-2.65%/+43.18%，扣非归母净利润分别同比-9.84%/-42.51%/+53.69%。Q3收入增长提速，净利润大幅增长，利润率显著改善。
- 公司2025年以来高度聚焦大单品策略，上半年推出人体工学枕和雪糕被，全年销售额均有望达1亿元左右，并有效带动枕芯、凉感被等品类实现同比50%-60%的高速增长。下半年进一步推出三款秋冬单品（泡芙鹅绒被、闪睡被、胶原蛋白蚕丝被），有望接力增长，持续提升品牌势能。

水星家纺2025年以来积极推进大单品战略



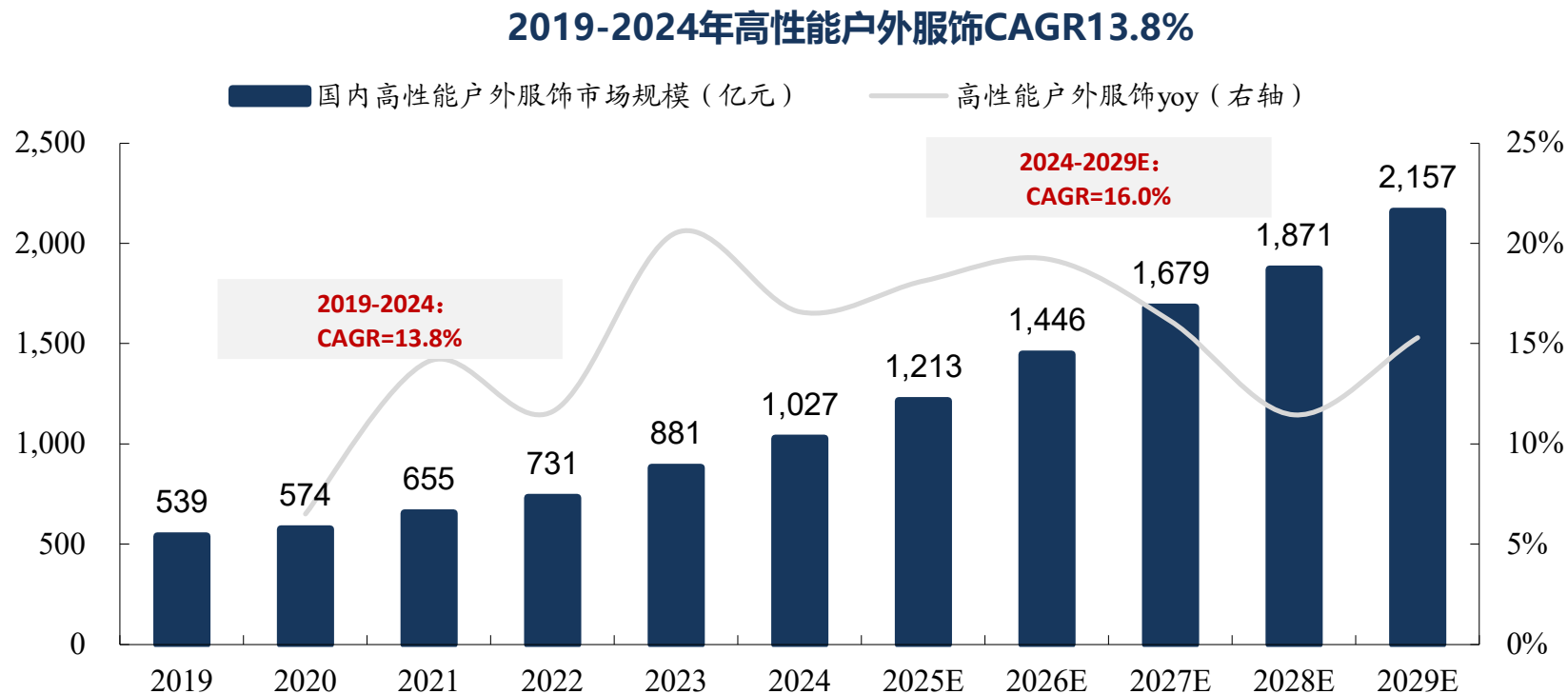
水星家纺2025Q1-Q3业绩逐季改善



2.2 方向二：功能性服饰

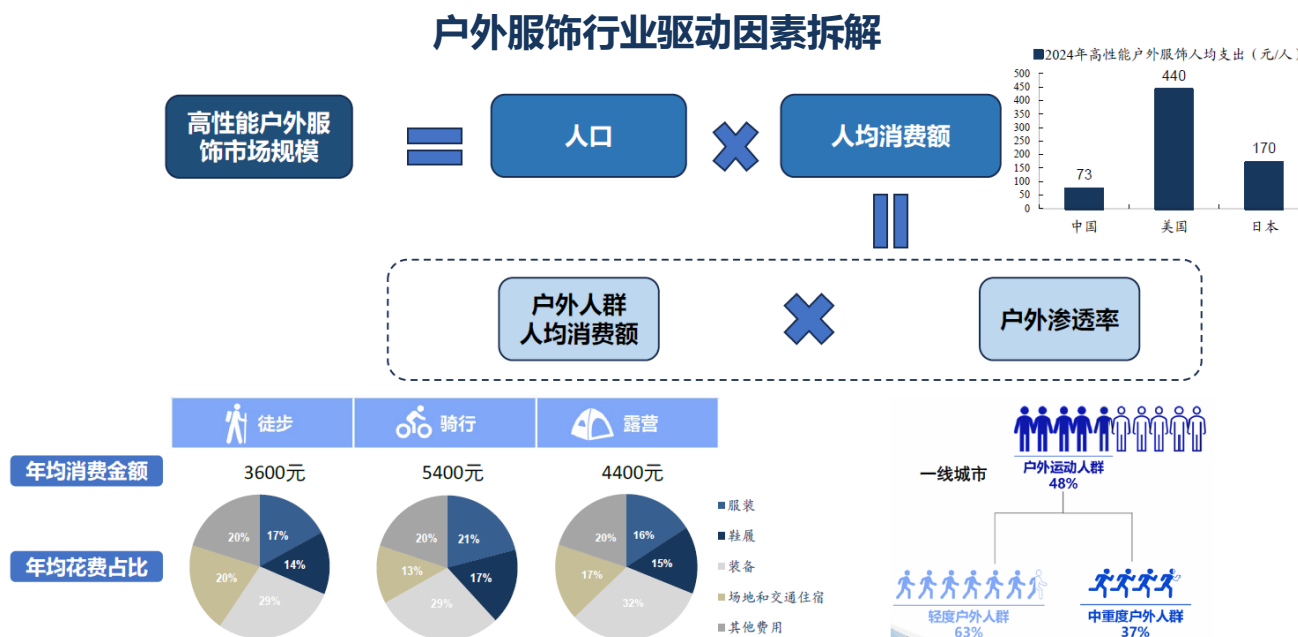
2.2.1 功能性鞋服：户外服饰千亿市场，空间广阔

- **2019-2024年国内高性能户外服饰市场规模从539亿元增至1027亿元，CAGR13.8%。**我们认为高性能户外服饰行业在2020-2022年国内疫情反复的环境下逐年较快增长，主要得益于国内人均GDP上台阶、疫情催化消费者重构社交方式、核心户外消费人群年轻化、户外品牌提升时尚度等多重因素带动。在上述因素持续发力下，我们看好国内高性能户外服饰增长的持续性。据弗若斯特沙利文预测，到2029年国内高性能户外服饰市场规模有望达到2157亿元，2024-2029年CAGR提升至16.0%。



2.2.1 功能性鞋服：户外服饰千亿市场，空间广阔

- **高性能户外服饰行业增长驱动来自什么？** 将高性能户外服饰消费额简单分解为人均消费额*总人口数。其中人均消费额进一步可以拆解为户外人群渗透率*户外人群人均消费金额，我们认为近年来高性能户外服饰增长驱动主要来自这两个指标提升驱动。
- **参考一线城市核心户外人群，国内人均高性能户外服饰消费额有望达到300元。** 据《2025中国户外市场白皮书-前瞻版》调查显示，2024年一线城市户外运动人群占比48%，其中轻度/中重度户外人群占比分别为63%/37%；而从单项户外活动人均消费额来看，徒步、骑行、露营的年均消费金额分别达3600/5400/4400元，其中花费于服装+鞋履+装备的金额分别为2124/3618/2772元（均值2838元）。以一线城市核心户外人群消费水平作为参考，静态测算国内人均高性能户外服饰消费金额潜力为 $2838 \times 10.66\% \approx 300$ 元。
- **国内高性能户外服饰市场规模存在3倍以上增长空间。** 人均300元高性能户外服饰支出对应未来行业规模有望达到4200亿元+（以2024年国内总人口14.1亿人作为参考），而2024年国内高性能户外服饰市场规模1027亿元，距离这一水平存在3倍以上增长空间。国际比较来看，2024年国内人均高性能户外服饰消费额仅73元（vs美国440元&日本170元），亦表明国内高性能户外服饰行业存在较大增长空间。



2.2.2 25H1布局功能性服饰赛道的公司营收增速领先同行

➤ **25H1布局功能性服饰赛道的公司营收增速表现领先同行。** 从重点服装家纺上市公司近年营收表现来看，布局户外、运动、防晒服、羽绒服赛道的功能性服饰公司营收增长领先于其他品类，25H1延续该趋势。

25H1布局功能性服饰赛道的公司营收增速表现较好

服装品牌	赛道	16-19年营收CAGR	20-24年营收CAGR	25H1营收YOY
牧高笛	户外	7.1%	19.4%	-27.5%
戎美股份	女装		-5.2%	-13.9%
太平鸟	休闲装	7.8%	-7.7%	-7.9%
地素时尚	女装	9.4%	-3.6%	-5.5%
歌力思	女装	32.1%	11.5%	-5.3%
锦泓集团	女装	57.6%	7.1%	-4.0%
报喜鸟	男装	17.7%	8.0%	-3.6%
欣贺股份	女装	9.5%	-6.4%	0.8%
海澜之家	男装	8.9%	3.9%	1.7%
李宁	运动服饰	20.0%	18.7%	3.3%
罗莱生活	家纺	15.5%	-1.8%	3.6%
水星家纺	家纺	14.9%	8.4%	6.4%
森马服饰	休闲装	21.9%	-1.0%	7.1%
特步国际	运动服饰	15.0%	13.5%	10.4%
九牧王	男裤	7.9%	4.5%	12.5%
安踏体育	运动服饰	36.5%	18.8%	13.8%
比音勒芬	高尔夫男装	29.4%	14.8%	15.0%
三夫户外	户外	4.4%	14.4%	15.1%
361度	运动服饰	3.9%	18.4%	19.2%
波司登	羽绒服/防晒服	21.4%	17.4%	20.9%
探路者	户外	-19.3%	14.9%	27.5%

2.2.3 跑步及户外垂类品牌表现较好

- **细分运动或户外赛道服饰保持强劲增长。**2024年以来在国内消费总体表现低迷环境下，运动服饰中的细分赛道保持强劲增长，例如专业跑鞋品牌索康尼、滑雪品牌迪桑特&户外品牌可隆。
- **传统国产运动龙头品牌中，361度表现相对领先，**我们认为或受益于品牌渠道分布更下沉、定价更低。

港股体育服饰龙头季度流水同比（除注明下滑外，其余默认正增长）

品牌		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
安踏体育	安踏品牌	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	低单位数	低单位数
	FILA	高单位数	中单位数	低单位数负增长	高单位数	高单位数	中单位数	低单位数
	其他品牌	25-30%	40-45%	45-50%	50-55%	65-70%	50-55%	45-50%
特步国际	特步主品牌	高单位数	10%	中单位数	高单位数	中单位数	低单位数	低单位数
	索康尼	50%+		50%左右	约50%	约40%	超20%	超20%
361度	大装线下	高双位数	约10%	约10%	约10%	10%-15%	约10%	约10%
	童装线下	20-25%	中双位数	约10%	10-15%	10%-15%	约10%	约10%
	电商	20-25%	30-35%	20%+	30-35%	35%-40%	约20%	20%+
李宁	全平台流水同比（李宁牌）	低单位数	下滑低单位数	下滑中单位数	/	低单位数	低单位数	下滑中单位数

2.3 方向三：强差异化品牌

2.3 专注材质 + 医疗基因，全棉时代品牌势能向上

- 稳健医疗成立于1991年，早期以医用敷料代工出口业务为主，2005年成立“Winner稳健医疗”品牌拓展国内市场。2009年公司因研发医用耗材技术开创棉柔巾产品切入消费市场，创立“Purcotton全棉时代”品牌。目前公司主营业务分为以“稳健医疗”为核心的医用耗材板块和以“全棉时代”为核心的健康消费品板块，两大板块各贡献公司约一半的收入。
- **全棉时代凭借“医疗背景、全棉理念、品质基因”的独特定位和优势与同行差异化竞争。**以全棉水刺无纺布为技术开端，逐步扩充干湿棉柔巾、卫生巾、婴童+成人服饰等品类。2017-2024年消费板块收入从21.4亿元增至49.9亿元，CAGR12.8%，在2020-2022年国内消费波动环境下保持逐年正增长，展现较强韧性。
- **消费业务：核心战略品类引领增长。**25年前三季度消费品业务收入40.1亿元/yoy+19.1%，其中Q1/Q2/Q3营收分别同比+28.8%/+13.1%/+17.3%，Q3增长提速主要来自卫生巾品类及电商渠道高增长带动。分产品看，25Q1-Q3奈丝公主卫生巾收入7.6亿元/yoy+63.9%，延续高增态势；核心品类干湿棉柔巾与成人服饰收入分别为11.7亿元和7.5亿元，同比分别增长15.7%和17.3%。其中棉柔巾业务在9月官宣代言人孙颖莎后，品牌新客及销售增长得到有力提振。分渠道看，25Q1-Q3电商收入24.6亿元/yoy+23.5%（其中以抖音为主的兴趣电商同比增长近80%）；商超渠道收入3.6亿元/yoy+53.4%，延续快速放量。

公司健康生活消费品业务主要产品示意图

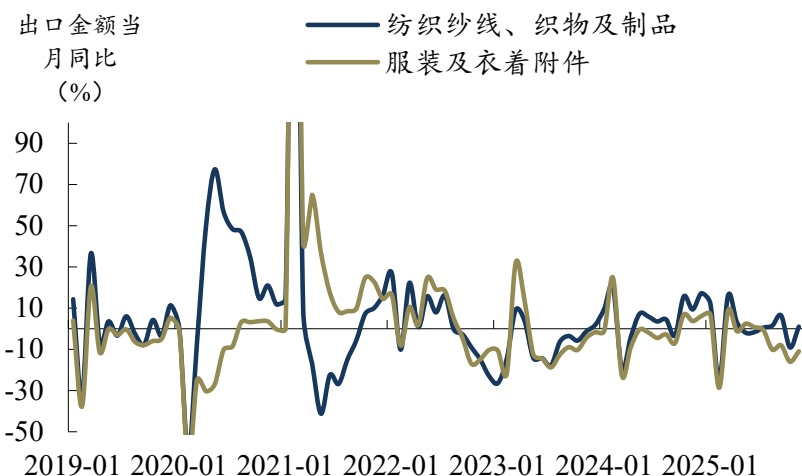


3. 纺织制造：关税不确定性降低+下游库销比较低，订单有望恢复

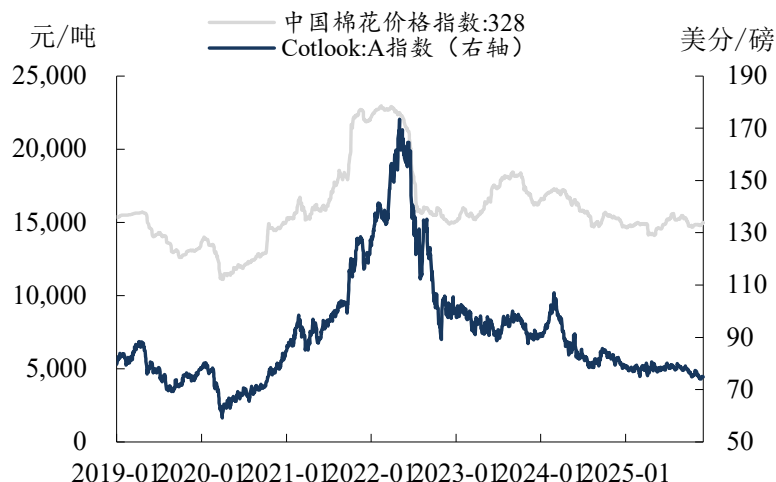
3.1 出口环境：受美国加关税和人民币升值影响，2025年中国出口承压

- **出口：**2025年1-11月国内纺织纱线、织物及制品出口金额累计同比+0.9%，服装及衣着附件累计同比-4.4%，受对等关税政策影响出口有所承压。
- **棉价：**2025年以来棉价低位震荡，其中截至2025/12/09美棉指数Cotlook较年初下跌6%，中国棉花价格指数较年初上涨2.3%。
- **人民币汇率：**2025年4月以来人民币兑美元汇率呈升值趋势，截至2025/12/09美元兑人民币汇率为7.08，人民币较年初升值1.5%；人民币汇率升值对上游企业可能产生一定的汇兑损益负向影响。

鞋服纺织品出口保持了一定的韧性



2025年棉价在较低位置震荡



2025年以来人民币整体保持升值趋势



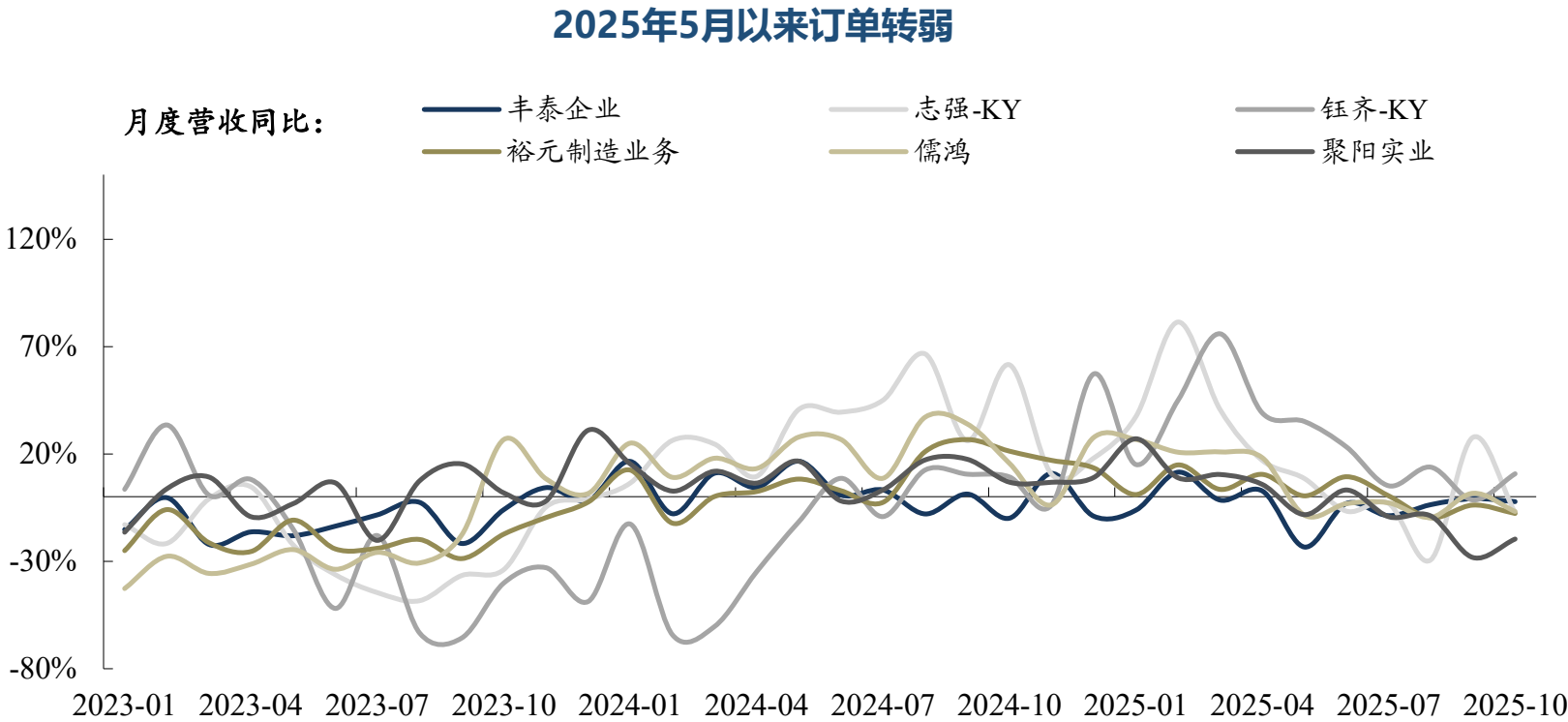
➤ 板块业绩情况：2025Q1-Q3板块业绩整体承压，净利润表现弱于营收，其中无纺布、棉纺布表现相对较好。

重点纺织制造公司业绩情况

细分领域	证券代码	公司名称	营收YOY					归母净利润YOY						
			2023	2024	2025H1	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2023	2024	2025H1	2025Q1	2025Q2	2025Q3
鞋服制造	300979.SZ	华利集团	-2.21%	19.35%	10.36%	12.34%	8.96%	-0.34%	-0.86%	20.00%	-11.06%	-3.25%	-16.70%	-20.73%
	603558.SH	健盛集团	-3.07%	12.81%	0.19%	2.12%	-1.52%	-5.23%	3.34%	20.15%	-14.46%	-26.88%	-2.23%	71.16%
	300840.SZ	酷特智能	21.18%	-5.14%	-4.51%	-7.22%	-2.13%	-8.45%	31.00%	-20.71%	-70.17%	-86.53%	扭亏	-77.55%
	605138.SH	盛泰集团	-22.04%	-21.18%	-6.17%	-10.03%	-1.86%	-9.42%	-72.25%	-55.31%	21.47%	200.14%	-42.69%	-45.60%
	2313.HK	申洲国际	-10.23%	14.79%	15.34%	-	-	-	-0.12%	36.94%	8.39%	-	-	-
棉纺织	000726.SZ	鲁泰A	-14.08%	2.17%	-0.12%	5.06%	-5.07%	-6.23%	-58.14%	1.70%	112.44%	117.46%	109.06%	20.43%
	601339.SH	百隆东方	-1.08%	14.86%	-9.99%	-5.63%	-13.70%	2.33%	-67.75%	-18.62%	67.53%	115.95%	42.03%	-11.17%
	002042.SZ	华孚时尚	-5.51%	-21.24%	-8.72%	-19.80%	8.01%	4.11%	扭亏	亏损	-43.98%	-33.22%	-48.63%	815.86%
	2678.HK	天虹纺织	-4.53%	1.34%	-1.86%	-	-	-	亏损	扭亏	55.16%	-	-	-
印染	605189.SH	富春染织	13.73%	21.38%	8.77%	24.68%	-1.73%	11.63%	-35.90%	20.76%	-83.92%	-83.62%	-84.08%	-50.86%
	600987.SH	航民股份	1.00%	18.65%	-2.78%	-5.69%	0.91%	-12.52%	4.13%	5.04%	5.51%	6.19%	5.00%	-5.02%
无纺布及制品	300888.SZ	稳健医疗	-27.89%	9.69%	31.31%	36.47%	26.66%	27.71%	-64.84%	19.81%	28.07%	36.26%	20.68%	42.11%
	300658.SZ	延江股份	2.29%	17.96%	26.71%	38.59%	16.05%	16.60%	-28.95%	30.72%	-7.14%	20.68%	-20.89%	209.10%
	603238.SH	诺邦股份	20.48%	16.80%	33.35%	39.14%	28.89%	23.18%	119.07%	15.22%	48.33%	48.56%	48.13%	20.92%
箱包制造	300577.SZ	开润股份	13.28%	36.56%	32.53%	35.57%	29.54%	8.23%	146.49%	229.52%	-24.77%	20.12%	-42.78%	25.62%
辅料	002003.SZ	伟星股份	7.67%	19.66%	1.80%	22.32%	-9.18%	0.86%	14.21%	25.48%	-11.19%	28.76%	-20.40%	3.03%
化纤及制品	603055.SH	台华新材	27.07%	39.78%	-8.58%	0.38%	-15.36%	-10.66%	67.16%	61.59%	-23.31%	8.92%	-40.92%	-51.86%
	605003.SH	众望布艺	10.93%	19.15%	-4.16%	7.12%	-13.81%	-0.98%	245.67%	-74.40%	-28.57%	-2.04%	-55.20%	-8.69%
户外用品代工	605080.SH	浙江自然	-12.95%	21.75%	14.22%	30.40%	0.67%	-30.38%	-38.64%	41.67%	44.53%	148.29%	-20.12%	-40.63%
	603307.SH	扬州金泉	-25.03%	-1.77%	13.42%	8.85%	18.05%	-7.98%	-4.85%	-36.89%	-28.85%	-26.99%	-30.42%	20.71%
毛纺	603889.SH	新澳股份	12.37%	9.07%	-0.08%	0.29%	-0.35%	1.90%	3.70%	5.96%	1.67%	5.37%	-0.41%	2.76%
	300918.SZ	南山智尚	-2.05%	0.98%	-5.80%	0.72%	-11.42%	27.86%	8.53%	-5.82%	-8.66%	0.86%	-16.43%	-0.26%

3.3 月度订单跟踪：2025年5月以来上游纺织制造企业订单转弱

- **2025年5月以来上游企业订单受关税政策变化影响转弱。**2023年以来国内纺织制造企业普遍经历了2023年下游去库订单下滑、2024年下游补库订单增长、2025年关税扰动订单波动的过程。



3.4 展望2026年：关税影响不确定性下降

- **对等关税政策不确定性下降，东南亚较中国对美出口仍具关税优势。**美国时间下午4月2日特朗普公布“对等关税”政策，宣布提高多国出口美国关税税率。2025年4-7月东南亚国家启动对美谈判，美方延长东南亚对等关税暂缓期至8月1日；8月起美国与东南亚多国签署贸易协定，确定最终关税税率：越南20%，印尼19%，泰国19%，柬埔寨19%；同时强化转运管控，对违规转运货物加征 40% 额外关税。当前中国纺织品服装对美出口综合加征关税税率约27.5%~45%（含10%芬太尼关税、10%对等关税及7.5%~25%的301关税）。
- **多数纺织制造企业具有充足的海外产能布局，可完全满足美国市场订单，今年以来提高的关税分担问题已基本与品牌方协商一致。**2025年纺织制造企业订单受影响主要原因在于关税政策变化的不确定性，使得品牌方下单趋于谨慎。随着关税政策阶段性落地，及品牌方与供应商之间关于关税分担问题达成协议，我们认为未来订单有望逐步恢复。

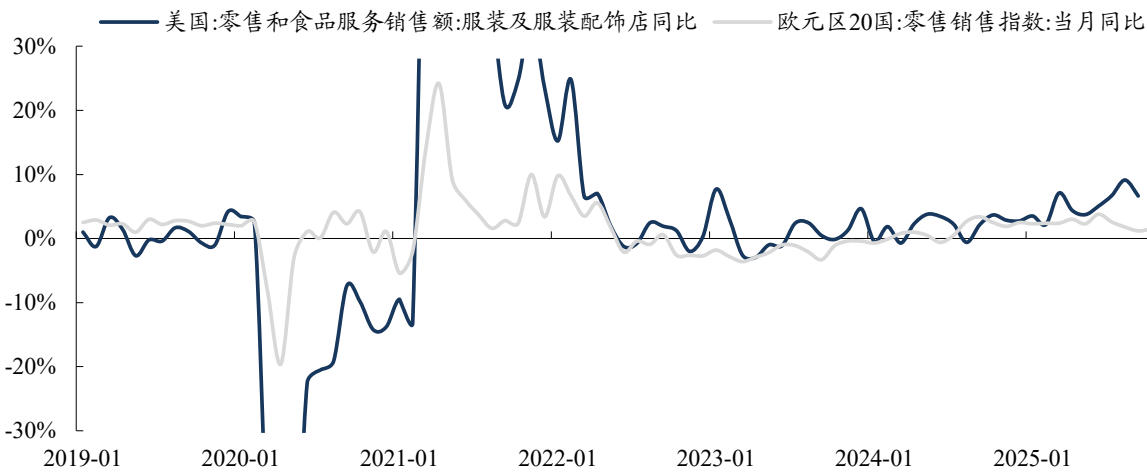
纺织制造公司海外营收和产能占比

细分行业	公司	25H1净利润率	25H1美国收入占比	国内产能占比	海外产能占比	海外产能分布	
运动/休闲鞋	华利集团	13.20%	78.11%（美国，客户总部所在地口径）	1%	99%	越南	95%（估计）
						印尼	4%（估计）
	丰泰企业	4.98%	45%（美国）	10%	90%	越南	47%
						印尼	12%
						印度	31%
	裕元集团	4.49%	19.46%（美国）	10%	90%	越南	32%
						印尼	53%
	志强-KY	7.89%	45%（美国）	3%	97%	越南	61%
						柬埔寨	36%
成衣/棉袜/箱包/内衣	钰齐-KY	8.48%	40.2%（美国）	28.02%	71.98%	越南	51%
						柬埔寨	21%
	来亿-KY	1.42%	35.9%（美国）	10%	90%	越南	90%
						缅甸、印尼	10%
	九兴控股	10.08%	48.7%（北美）	25%	75%	越南	52%
	申洲国际	21.23%	17.1%（美国）	47%	53%	越南	27%
						柬埔寨	26%
	晶苑国际	8.00%	37.6%（北美）	17%	83%	越南	50%
						柬埔寨	13%
						孟加拉	13%
						斯里兰卡	7%
	盛泰集团	1.76%	65.8%(境外)	45.27%	54.73%	澳大利亚、越南、柬埔寨、斯里兰卡	/
	健盛集团	12.11%	25%	棉袜30% 无缝60%	棉袜70% 无缝40%	越南	棉袜70% 无缝40%
	开润股份	8.66%	15%	箱包29.13% 服装20.04%	箱包70.87% 服装79.96%	印度、印尼	/
	维珍妮	1.70%	43.84%（美国）	15.00%	85.00%	越南	85%
辅料	伟星股份	15.95%	36.97%（国外）	81.52%	18.48%	孟加拉	10%
棉纱	百隆东方	10.86%	75.81%（国外）	22%	78%	越南	78%
	华孚时尚	0.53%	8.90%（国外）	85%	15%	越南	15%
面料	鲁泰A	13.02%	16.02%（欧美）	面料（69%） 服装（28%）	面料（31%） 服装（72%）	/	/

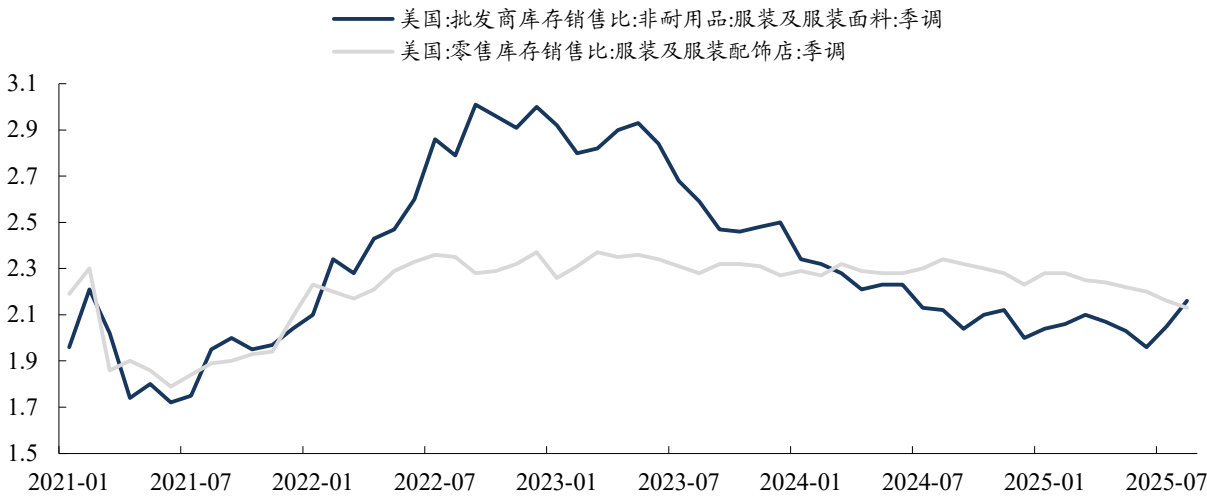
3.4 展望2026年：欧美零售企稳向上，服装零售库销比较低

➤ **欧美零售企稳向上，服装零售库销比较低。**2025年1-9月美国服装零售额累计同比+5.3%（2024年销售额累计同比+2%），1-10月欧洲零售累计同比+2%+（2024年零售累计同比+1%+），欧美零售环境呈现改善趋势。与此同时，由于关税不确定环境下零售商订单趋于谨慎，当前美国零售及批发库销比均位于较低水平。在这一背景下，我们预计伴随关税政策不确定性降低，2026年海外有望迎来一定的补库需求。

2025年欧美零售企稳向上，服装零售库销比较低



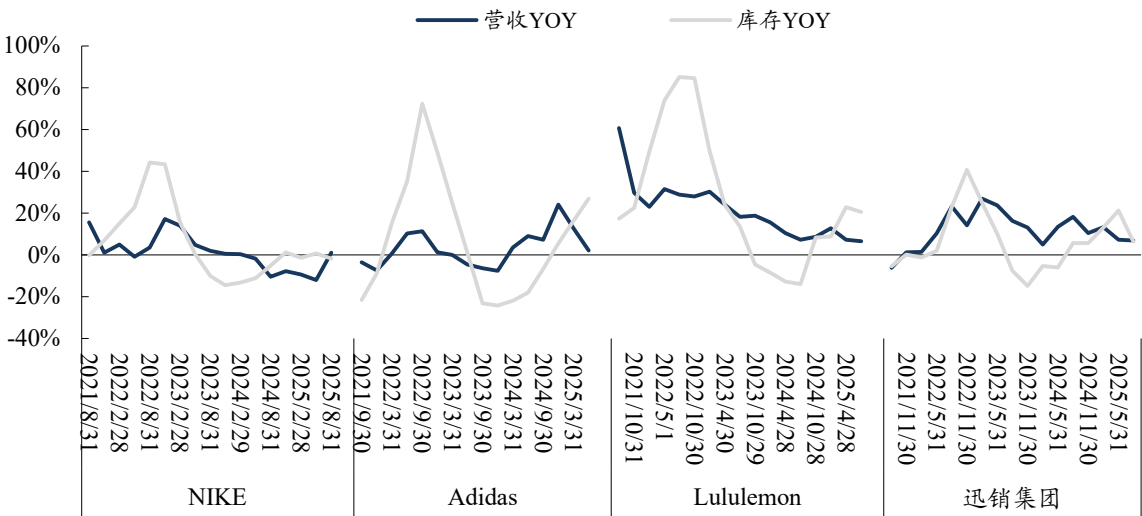
2025年欧美零售企稳向上，服装零售库销比较低



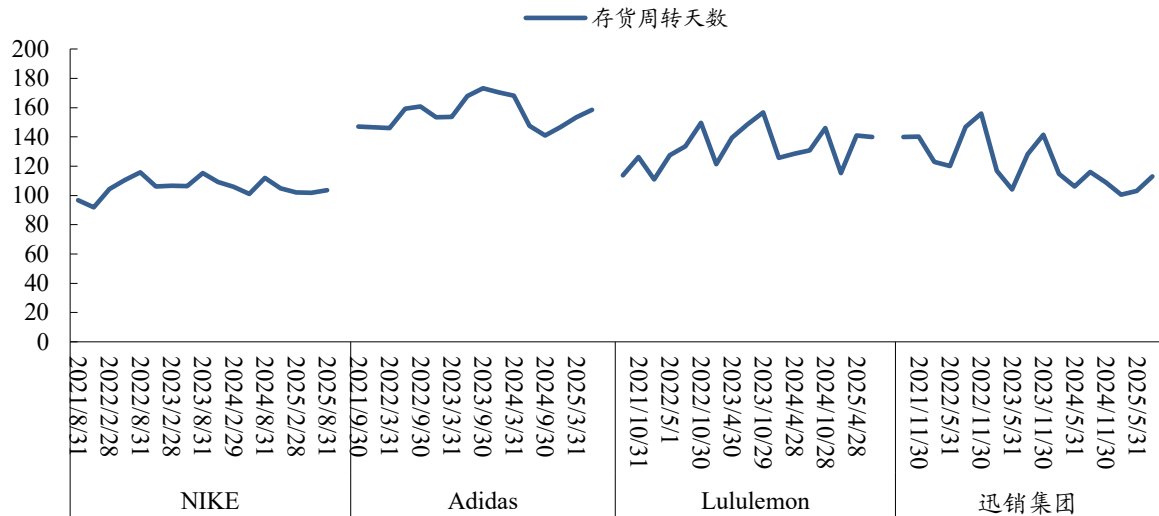
3.4 展望2026年：欧美零售企稳向上，服装零售库销比较低

- **国际品牌中阿迪、迅销销售趋势较好，Nike最新季度营收同比转正。** 迅销最新财报季度（2025年6-8月）营收同比增长7%、营业利润同比增长29%；阿迪达斯Q3（7-9月）营收同比增长12%、单季度营收规模创历史新高；NIKE最新季度（6-8月）营收同比增长1.1%，扭转此前连续5个季度下滑趋势，我们认为这可能是业绩开始回暖的信号。
- **从库存角度看，2025年欧美零售企稳向上，服装零售库销比较低，主要海外服装品牌销售趋势较好，库存位于合理水平。**

国际品牌中阿迪、迅销销售趋势较好，Nike最新季度营收同比转正



国际品牌存货周转天数位于健康水平



4. 投资建议

4.1 投资建议：看好上游订单恢复，关注“应变求新”品牌

➤ 综合品牌服饰和纺织制造两大板块来看，我们推荐2026年纺服行业关注以下三个主线：

- ✓ **上游企业订单恢复：**上游关税不确定性下降+欧美零售企稳向好+国际品牌库存健康背景下，2026年有望迎来国际品牌补库，从而带动上游纺织制造企业订单恢复，推荐申洲国际、伟星股份、华利集团，建议关注晶苑国际、裕元集团。
- ✓ **内需中关注抓住消费者需求、灵活应对消费趋势变化的个股品牌：**
 - ①**新家纺：**传统家纺品牌提升睡眠科技营销重视程度，大单品策略市场反馈较好，增长有望提速，推荐水星家纺、罗莱生活，建议关注富安娜、酒店+零售品牌亚朵；
 - ②**功能性服饰：**需求相对坚挺，细分运动、户外方向展现持续成长性，推荐安踏体育、波司登、李宁、361度、特步国际，建议关注三夫户外、探路者及拟港股上市的伯希和、坦博尔。
 - ③**差异化细分品类：**稳健医疗旗下全棉时代定位差异化全棉产品，核心品类棉柔巾及卫生巾消费者认可度较高，有望延续较快增长。
- ✓ **高分红标的：**推荐海澜之家，罗莱生活，滔搏，森马服饰，建议关注富安娜，裕元集团，晶苑国际。

4.2 重点公司估值表

品牌服饰板块重点公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润					归母净利润YOY			PE			股息率	
			23A	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	24A	25E	26E		27E
体育服饰															
2020.HK	安踏体育	2,048	102.36	155.96	132.22	149.18	167.22	52%	-15%	13%	13.13	15.49	13.73	12.25	2.9%
2331.HK	李宁	399	31.87	30.13	23.13	25.98	29.26	-5%	-23%	12%	13.24	17.24	15.35	13.63	3.8%
1368.HK	特步国际	136	10.30	12.38	13.69	15.66	17.69	20%	11%	14%	10.97	9.92	8.67	7.68	13.1%
1361.HK	361度	110	9.61	11.49	13.04	14.58	16.16	19%	14%	12%	9.58	8.44	7.55	6.81	4.5%
男装															
002832.SZ	比音勒芬	87	9.11	7.81	6.89	7.80	8.95	-14%	-12%	13%	11.20	12.70	11.22	9.78	3.3%
600398.SH	海澜之家	293	29.52	21.59	22.10	25.11	27.35	-27%	2%	14%	13.59	13.28	11.69	10.73	6.7%
002154.SZ	报喜鸟	59	6.98	4.95	3.20	3.86	4.45	-29%	-35%	21%	11.91	18.42	15.27	13.25	3.0%
休闲服饰															
3998.HK	波司登	515	21.39	35.14	39.38	43.93	48.97	64%	12%	12%	14.65	13.08	11.72	10.51	5.2%
002563.SZ	森马服饰	151	11.22	11.37	9.79	11.47	13.85	1%	-14%	17%	13.29	15.44	13.18	10.91	6.2%
603877.SH	太平鸟	78	4.22	2.58	1.90	2.84	3.34	-39%	-26%	49%	30.06	40.88	27.35	23.26	2.4%
603518.SH	锦泓集团	35	2.98	3.06	2.69	3.42	4.05	3%	-12%	27%	11.59	13.19	10.38	8.76	3.0%
中高端女装															
603587.SH	地素时尚	63	4.94	3.04	2.95	3.30	3.71	-39%	-3%	12%	20.60	21.20	18.95	16.86	3.8%
603808.SH	歌力思	31	1.06	-3.10	1.73	2.24	2.67	亏损	扭亏	29%	/	18.09	13.97	11.72	0.6%
家纺															
002293.SZ	罗莱生活	82	5.72	4.33	5.15	5.79	6.37	-24%	19%	12%	18.94	15.92	14.16	12.87	6.1%
603365.SH	水星家纺	54	3.79	3.67	4.00	4.50	5.00	-3%	9%	13%	14.76	13.53	12.03	10.83	4.4%
002327.SZ	富安娜	59	5.72	5.42	3.74	4.12	4.49	-5%	-31%	10%	10.94	15.87	14.40	13.22	8.8%
户外															
002780.SZ	三夫户外	25	0.37	-0.21	0.50	0.70	0.88	亏损	扭亏	40%	/	49.55	35.39	28.15	0.0%
6110.HK	滔搏	177	18.37	12.90	13.10	15.10	17.10	-30%	2%	15%	13.73	13.52	11.73	10.36	12.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：市值、PE按2025/12/9收盘价，港股使用2025/12/9港币汇率0.91计算。太平鸟、九牧王、地素时尚、牧高笛、探路者、三夫户外盈利预测采用2025/12/9wind一致预测，其余均来自东吴研究所预测。）

4.2 重点公司估值表

纺织制造板块重点公司估值表

证券代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润				归母净利润YOY			PE				股息率
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	24A	25E	26E	27E	
鞋服制造														
2313.HK	申洲国际	837	62.41	65.83	73.01	80.86	37%	5%	11%	13.41	12.71	11.46	10.35	4.1%
2232.HK	晶苑国际	175	14.41	16.16	18.50	20.97	23%	12%	14%	12.14	10.83	9.46	8.34	5.7%
0551.HK	裕元集团	244	28.21	26.22	28.77	31.75	23%	-7%	10%	8.66	9.32	8.49	7.70	7.8%
300979.SZ	华利集团	672	38.40	34.11	40.00	46.87	20%	-11%	17%	17.49	19.69	16.79	14.33	4.0%
603558.SH	健盛集团	39	3.25	3.54	3.63	4.07	20%	9%	3%	12.11	11.11	10.84	9.66	4.4%
棉纺织														
601339.SH	百隆东方	80	4.10	6.60	7.36	8.22	-19%	61%	12%	19.41	12.06	10.82	9.69	4.9%
002042.SZ	华孚时尚	71	-2.08	0.98	2.24	3.54	亏损	扭亏	129%	-34.38	72.89	31.89	20.18	0.7%
000726.SZ	鲁泰A	52	4.10	6.05	6.01	6.69	2%	47%	-1%	12.64	8.57	8.63	7.75	3.6%
辅料														
002003.SZ	伟星股份	131	7.00	6.81	7.64	8.55	25%	-3%	12%	18.75	19.28	17.19	15.36	4.5%
化纤及制品														
300819.SZ	聚杰微纤	44	0.64	0.80	0.90	1.00	-13%	24%	13%	69.04	55.62	49.44	44.49	1.0%
603055.SH	台华新材	79	7.26	6.25	7.99	9.85	62%	-14%	28%	10.93	12.69	9.93	8.05	2.8%
户外用品代工														
605080.SH	浙江自然	33	1.85	2.37	3.07	3.75	42%	28%	30%	17.69	13.82	10.67	8.73	0.9%
毛纺														
603889.SH	新澳股份	55	4.28	4.57	5.31	5.90	6%	7%	16%	12.87	12.06	10.38	9.34	4.0%
印染														
600987.SH	航民股份	72	7.20	7.30	8.19	8.73	5%	1%	12%	10.03	9.89	8.81	8.27	4.2%
605055.SH	迎丰股份	37	0.44	0.60	0.80	1.00	19%	36%	33%	84.15	61.97	46.48	37.18	0.7%
毛皮														
002674.SZ	兴业科技	41	1.42	1.15	1.57	1.89	-24%	-19%	37%	28.75	35.41	25.94	21.55	1.1%
箱包制造														
300577.SZ	开润股份	54	3.81	3.73	4.59	5.50	230%	-2%	23%	14.28	14.59	11.85	9.89	1.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：市值、PE按2025/12/9收盘价，港股使用2025/12/9港币汇率0.91计算。申洲国际、华利集团、伟星股份、健盛集团、聚杰微纤、新澳股份盈利预测来自东吴证券研究所预测，其余采用2025/12/9wind一致预测。）

5. 风险提示

- **终端消费疲软：**国内外下游需求疲软影响服装终端销售，直接影响纺服企业收入及利润表现、加大其库存压力。
- **竞争加剧影响：**消费偏弱环境下竞争程度加剧，可能影响品牌盈利状况。
- **汇率变化影响：**2025年下半年以来人民币汇率呈升值趋势，若2026年延续升值，可能影响上游出口企业汇兑损益。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

- 公司投资评级：
- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；
 - 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；
 - 中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；
 - 减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
 - 卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。
- 行业投资评级：
- 增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；
 - 中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；
 - 减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园