

# 纺织服饰

## 2025H1 总结：运动户外景气成长，服饰制造格局优化

**H股运动鞋服：基本面表现稳健，关注优质公司。** 1) 2025H1 运动鞋服重点公司营收同比增长 9.1%至 659 亿元，扣除 2024H1 同期的一次性收益和亏损后，归母净利润增长 8.2%至 105.4 亿元，呈现稳健增长表现。2) 从标的公司运营趋势来看，渠道端门店数量保持平稳，同时加大差异化门店的拓展力度（例如安踏的冠军店、超级安踏，361 度的超品店等），产品端聚焦跑步赛道强化跑鞋性能，同时逐步布局户外的新品类以谋求长期增长，中长期来看，运动鞋服板块的稳健增长表现仍有望持续。

**A股品牌服饰：收入同比平稳，利润压力仍有体现。** 品牌服饰（A股）重点公司 2025H1 收入/归母净利润同比分别-0.1%/-17.5%（其中 Q1/Q2 收入同比分别-2.6%/+2.9%，归母净利润同比分别-9.7%/-29.8%）。1) 库龄结构正常，折扣压力相对较小，因此品牌商毛利率相对稳定，但渠道、广宣等销售费用的投入致使净利率存在压力。2025H1 品牌服饰（仅 A 股）重点公司毛利率为 57.9%，同比+0.6pct；销售费用率为 37.1%，同比+3.6pct；净利率为 10.2%，同比-2.6pct。2) 分品类：家纺品类需求偏稳定，时尚休闲服饰公司运营表现分化。3) 分渠道：下游加盟拿货意愿比较弱，直营表现相对较好，建议继续关注门店计划兑现情况。4) 展望 2025H2，伴随着板块公司逐步合理管控费用投放，同时考虑后续基数逐步降低，我们判断费用率及利润率同比压力或有减轻。

**服饰制造：Q2 景气环比 Q1 走弱，格局优化进行时。** 1) 关税政策变化扰动行业格局，美国市场中东南亚制造产品份额提升。下游国际品牌商中 Nike 仍在库存去化中，其他大部分品牌商库存及运营基本正常。2) 纺织制造 2025Q2 赛道景气环比 Q1 走弱，利润表现弱于收入，2025H1 板块重点公司收入同比+2.7%/归母净利润同比-9.8%。其中成衣制造龙头公司收入增速表现好于板块整体，2025H1 申洲国际/华利集团/晶苑国际收入同比分别+15%/+10%/+11%。3) 短期考虑关税落地影响，提醒关注制造公司 2025H2~2026H1 利润率预期变化，中长期竞争格局持续优化，具备一体化和国际化产业链的龙头公司预计享受份额提升。

**黄金珠宝：金饰销售量仍较弱，关注具有强产品力/品牌力的优质公司。** 2025H1 居民金饰整体需求仍较弱，2025Q1/Q2 金饰消费量同比-27%/-24%，板块公司基本面仍有分化，老凤祥/周大生 2025H1 归母净利润同比-13.1%/-1.3%，老铺黄金/潮宏基 2025H1 归母利润同比+285.8%/+44.3%，当前黄金珠宝板块仍以产品力和品牌力为市场竞争的核心要素，品牌公司加大产品开发和推广力度，以展示差异性。

**投资建议。** 1) 港股功能性运动鞋服板块优于行业，重点推荐业绩确定性较强的龙头公司【安踏体育】，对应公司 2025 年 PE 为 18 倍；推荐李宁，对应 2025 年 PE 为 19 倍；推荐跑步赛道运营领先的【特步国际】，对应公司 2025 年 PE 为 12 倍；关注高分红标的滔搏；关注波司登。2) A 股推荐新业务拓展顺利的【海澜之家】，对应 2025 年 PE 为 14 倍；推荐医用耗材+消费品两大业务协同发展的【稳健医疗】，对应 2025 年 PE 为 23 倍；家纺板块关注业绩弹性较大的罗莱生活，当前股价对应 2025 年 PE 为 14 倍。3) 纺织制造：推荐对美业务占比较小、盈利表现稳健、估值性价比较高的【申洲国际】，对应 2025 年 PE 为 13 倍；关注新客户合作顺利的华利集团，对应 2025 年 PE 为 17 倍；关注综合竞争力不断提升的伟星股份，对应 2025 年 PE 为 19 倍。4) 黄金珠宝：关注产品力以及渠道效率不断提升的【周大福、潮宏基】，对应 FY2026/2025 PE 分别为 19/27 倍。

**风险提示：** 消费力疲软及消费环境波动风险；门店扩张不及预期；电商业务建设不及预期；汇率波动风险；测算误差风险。

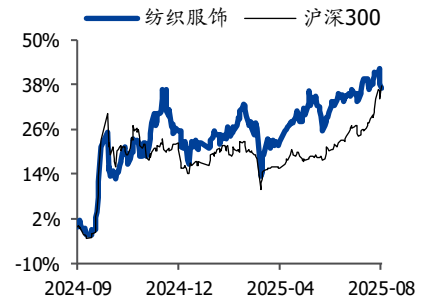
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
02020.HK	安踏体育	买入	5.56	4.82	5.47	6.20	15.8	18.1	16.0	14.1
02331.HK	李宁	买入	1.17	0.92	0.98	1.07	14.8	18.8	17.5	16.1
01368.HK	特步国际	买入	0.45	0.49	0.54	0.59	13.6	12.3	11.2	10.3
600398.SH	海澜之家	买入	0.45	0.51	0.59	0.67	15.5	13.7	11.8	9.5
02313.HK	申洲国际	买入	4.15	4.36	4.86	5.33	13.5	12.8	11.5	10.5
300888.SZ	稳健医疗	买入	1.19	1.81	2.11	2.45	35.5	23.4	20.1	15.8
300979.SZ	华利集团	买入	3.29	3.04	3.71	4.40	16.1	17.4	14.3	11.0
01929.HK	周大福	买入	0.66	0.60	0.76	0.86	22.1	24.3	19.3	15.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

**分析师 杨莹**  
执业证书编号：S0680520070003  
邮箱：yangying1@gszq.com

**分析师 侯子夜**  
执业证书编号：S0680523080004  
邮箱：houziye@gszq.com

**分析师 王佳伟**  
执业证书编号：S0680524060004  
邮箱：wangjiawei@gszq.com

### 相关研究

- 《纺织服饰：周专题：Amer Sports 2025Q2 业绩表现超预期，经调整后净利润增长 46%》 2025-08-24
- 《纺织服饰：周专题：服饰制造公司 7 月营收公布》 2025-08-17
- 《纺织服饰：周专题：Puma 2025Q2 业绩发布，短期业绩承压，公司下调 2025 年业绩指引》 2025-08-10

## 内容目录

1. H股运动鞋服：基本面表现稳健，关注优质公司	5
1.1 财务数据回顾：营收/利润稳健增长，板块库存健康	5
1.2 板块运营展望：渠道结构优化，聚焦跑步同时拓展户外品类	7
1.3 重点标的及投资建议：看好板块长期成长性，推荐优质标的	10
2. A股品牌服饰：收入同比平稳，利润压力仍有体现	11
2.1 财务数据回顾：毛利率稳中有升，费用投入拖累报表利润	11
2.2 板块运营展望：加盟弱于直营，家纺品类零售相对稳定	13
2.3 重点标的及投资建议：个股业绩分化，推荐关注增量业务有看点的优质公司	14
3. 服饰制造：Q2景气环比Q1走弱，格局优化进行时	16
3.1 财务数据回顾：收入端龙头表现好于行业，提醒关注利润率预期变化	16
3.2 板块运营趋势：美国关税政策变化扰动行业格局，龙头份额有望提升	17
3.3 重点标的及投资建议：关注具备一体化、国际化产业链布局的赛道龙头	21
4. 黄金珠宝：金饰销售量仍较弱，产品为王态势显现	22
4.1 财务数据回顾：板块业绩持续分化，具有强产品力/品牌力的标的突出	22
4.2 板块运营展望：积极推进产品优化，古法金仍是重点	24
4.3 重点标的及投资建议：关注具有强产品力/品牌力的优质公司	26
5. 投资观点	27
6. 风险提示	29

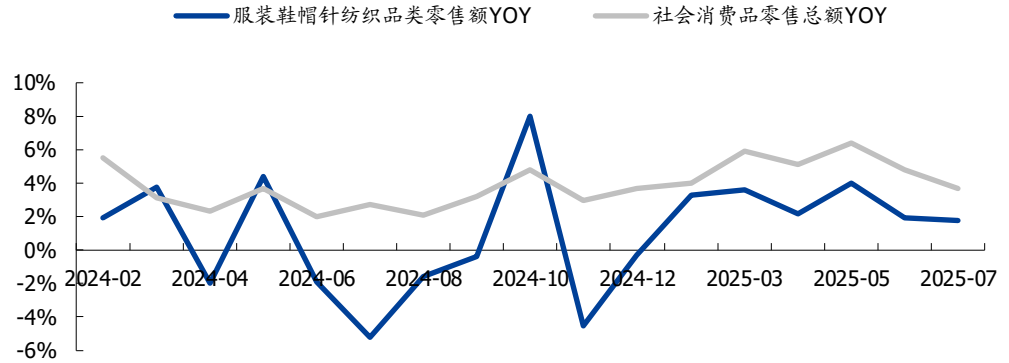
## 图表目录

图表 1: 2024~2025年7月服装鞋帽针纺织品类零售额以及社会消费品零售额增当月值同比增速 (%)	4
图表 2: 运动鞋服品牌 2024Q1~2025Q2 流水增速 (%)	5
图表 3: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司营收及增速 (亿元, %)	6
图表 4: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司归母净利润及增速 (亿元, %)	6
图表 5: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司毛利率/净利率 (%)	6
图表 6: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司存货 (亿元)	7
图表 7: 2018~2025H1 运动品牌门店数量 (家)	8
图表 8: 2021~2025H1 安踏品牌电商/李宁公司电商/361度公司电商专供品收入增速 (%)	8
图表 9: 2021~2025H1 安踏品牌电商/李宁公司电商/361度公司电商专供品收入占比 (%)	8
图表 10: 李宁跑鞋产品	9
图表 11: 特步 160X 7.0 系列跑鞋	9
图表 12: 李宁成都世运会体中国体育代表团服装	9
图表 13: 李宁举办奥林匹克日活动	9
图表 14: 运动鞋服公司估值表 (亿元, %)	10
图表 15: 2021H1~2025H1 品牌服饰 (仅 A 股) 重点公司收入 (亿元, %)	11
图表 16: 2021H1~2025H1 品牌服饰 (仅 A 股) 重点公司归母净利润 (亿元, %)	11
图表 17: 2022Q1~2025Q2 品牌服饰 (仅 A 股) 重点公司单季度收入 (亿元, %)	11
图表 18: 2022Q1~2025Q2 品牌服饰 (仅 A 股) 重点公司单季度归母净利润 (亿元, %)	11
图表 19: 2022Q1~2025Q2 单季度品牌服饰 (仅 A 股) 重点公司毛利率及净利率	12
图表 20: 2022Q1~2025Q2 单季度 (仅 A 股) 品牌服饰重点公司销售费用率	12
图表 21: 2020Q1-2025Q2 品牌服饰重点公司存货及增速 (亿元, %)	12
图表 22: 2020H1-2025H1 品牌服饰重点公司资产减值占营业收入比例	12
图表 23: 2025H1 品牌服饰部分公司直营/加盟收入同比增速	13
图表 24: 2025H1 品牌服饰部分公司毛利率/销售费用率/净利率同比变化 (pct)	13
图表 25: 各品牌 2025H1 末门店数量及门店数量较当年年初增幅 (家)	14
图表 26: 2025H1 品牌服饰部分重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率	15
图表 27: 2025Q1~2025Q2 品牌服饰部分重点公司收入/归母净利润增速	15
图表 28: 2021H1~2025H1 纺织制造重点公司收入及 YOY (亿元)	16
图表 29: 2020H1~2025H1 纺织制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元)	16

图表 30:	2022Q1~2025Q2 纺织制造 (仅 A 股) 重点公司收入及 YOY (亿元)	16
图表 31:	2022Q1~2025Q2 纺织制造 (仅 A 股) 重点公司归母净利润及 YOY (亿元)	16
图表 32:	2020H1~2025H1 纺织制造重点公司毛利率及净利率	17
图表 33:	2023Q1~2025Q2 纺织制造重点公司 (仅 A 股) 毛利率及净利率	17
图表 34:	2024/01 至 2025/06 美国服装及服装配件分地区进口金额同比增速 (%)	18
图表 35:	2024/01 至 2025/07 各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速 (%)	18
图表 36:	2023/01~2025/06 欧元区 20 国零售销售指数当月同比	19
图表 37:	2023/01~2025/07 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY	19
图表 38:	2022Q1~2025Q2 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出表现 (日元)	19
图表 39:	2024/02~2025/07 中国服饰针纺类/社零总额当月同比 (%)	19
图表 40:	2019/01~2025/07 美国服装及面料批发商/零售商库存 YOY (百万美元)	20
图表 41:	全球重点服饰品牌公司库存周转天数及同比变化 (天)	20
图表 42:	2024 年申洲国际/华利集团/丰泰企业/裕元集团/健盛集团分地区产能或产量占比	20
图表 43:	2025H1 纺织制造部分重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率	21
图表 44:	2025Q1~2025Q2 纺织制造部分重点公司收入/归母净利润增速	21
图表 45:	2024~2025 年上海黄金交易所 Au9999 价格走势 (元/克)	22
图表 46:	2024~2025 年 7 月金银珠宝类零售额以及社会消费品零售总额当月值同比增速 (%)	22
图表 47:	2022Q1~2025Q2 黄金首饰季度消费量及增速 (吨, %)	22
图表 48:	2022Q1~2025Q2 金条及金币季度消费量及增速 (吨, %)	22
图表 49:	2022H1~2025H1 黄金珠宝重点公司营收及增速 (亿元, %)	23
图表 50:	2022H1~2025H1 黄金珠宝重点公司归母净利润及增速 (亿元, %)	23
图表 51:	2022H1~2025H1 黄金珠宝重点公司毛利率/净利率 (%)	23
图表 52:	2023H1~2025H1 黄金珠宝重点公司存货及增速 (亿元, %)	24
图表 53:	2023H1~2025H1 黄金珠宝重点公司存货周转天数 (天)	24
图表 54:	黄金珠宝公司 2019~2025H1 门店数量 (家)	24
图表 55:	2020~2025H1 周大生/潮宏基/曼卡龙/老铺黄金电商业营收占比 (%)	25
图表 56:	老凤祥电商旗舰店	25
图表 57:	2022~2025H1 老铺黄金营收及净利润表现 (亿元, %)	25
图表 58:	FY2024~FY2026Q1 周大福定价黄金 RSV 占比 (%)	25
图表 59:	2025H1 黄金珠宝重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率	26
图表 60:	2025Q1~2025Q2 黄金珠宝部分重点公司收入/归母净利润增速	26
图表 61:	重点公司估值表 (亿元, %, 倍)	28

**2025H1 国内消费环境波动复苏，服装作为可选性较强的品类，整体的复苏势头弱于零售大盘。**2024年我国社会消费品零售总额同比增长3.5%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长0.3%，2025年1-7月社会消费品零售总额同比增长4.8%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长2.9%，分化趋势基本持续。

图表1: 2024~2025年7月服装鞋帽针纺织品类零售额以及社会消费品零售额当月值同比增速(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当前 A 股及港股上市公司 2025 年中报均已披露完毕，我们基于服饰各细分板块重点公司数据，对前期运营趋势进行复盘、并对 2025H2 板块公司表现作出前瞻展望。综合来讲：运动鞋服板块景气明显更好，家纺稳定为主，时尚休闲服饰利润相对压力更大、个股运营表现分化，纺织制造订单及业绩预期受关税政策变化影响、需持续关注。

- **港股运动鞋服：**2025H1 运动鞋服重点公司营收同比增长 9.1%至 659 亿元，扣除 2024H1 同期的一次性收益和亏损后，归母净利润增长 8.2%至 105.4 亿元，利润率整体保持平稳。2025 年尽管消费环境波动，国内运动鞋服行业仍呈现了较为稳健的增长表现。从标的公司运营趋势来看，渠道端门店数量保持平稳，同时加大差异化门店的拓展力度（例如安踏的冠军店、超级安踏，361 度的超品店等），产品端聚焦跑步赛道强化跑鞋性能，同时逐步布局户外的新品类以谋求长期增长。
- **A 股品牌服饰：**品类零售景气一般，2025H1 收入平稳（其中家纺板块偏稳定，时尚休闲服饰公司分化），但由于零售端各项刚性费用的影响，利润表现明显弱于收入。2025H1 A 股品牌服饰重点公司收入/归母净利润同比分别-0.1%/-17.5%。展望 2025H2，我们判断伴随着板块公司逐步合理管控费用投放，同时考虑后续基数逐步降低，我们判断费用率及利润率同比压力或有减轻。
- **服饰制造：**2025Q2 以来全球市场格局在美国关税政策影响下持续变化，东南亚相关产品出口表现好于中国。2025H1 纺织制造重点收入同比+2.7%（龙头公司好于板块整体）/归母净利润同比-9.8%。短期来看关税政策落地后提醒关注 2025H2 利润率预期变化。中长期竞争格局持续优化，具备一体化和国际化产业链的龙头公司预计享受份额提升。
- **黄金珠宝：**2025H1 居民金饰整体需求仍较弱，2025Q1/Q2 金饰消费量同比-27%/-24%，板块公司基本面仍有分化，老凤祥/周大生 2025H1 归母净利润同比-13.1%/-1.3%，老铺黄金/潮宏基 2025H1 归母利润同比+285.8%/+44.3%，当前黄金珠宝板块仍以产品力和品牌力为市场竞争的核心要素，品牌公司加大产品开发和推广力度，以展示差异性。

## 1. H股运动鞋服：基本面表现稳健，关注优质公司

运动鞋服板块增长稳健性仍优于服装大盘，同时聚焦细分赛道的垂类品牌增速更为优异。2025H1 尽管消费环境波动，安踏/Fila/李宁/特步/361 度终端销售仍实现了较为稳健的增长表现，分季度来看 Q1 表现优于 Q2。对比综合性的运动品牌，体量相对较小的小众垂类运动品牌流水仍保持较快增长势头：安踏集团旗下的其他品牌分部（含迪桑特 &Kolon Sport）2025Q1/Q2 流水增长 65%~70%/50%~55%；特步集团旗下索康尼 2025Q1/Q2 流水增长 40%+/20%+，表现优异。

图表2: 运动鞋服品牌 2024Q1~2025Q2 流水增速 (%)

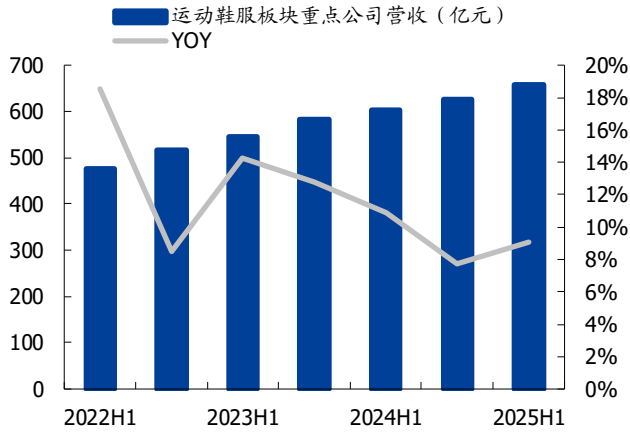
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
安踏体育	安踏品牌	增长中单位数	增长高单位数	增长中单位数	增长高单位数	增长高单位数	增长低单位数
	Fila 品牌	增长高单位数	增长中单位数	下降低单位数	增长高单位数	增长高单位数	增长中单位数
	安踏其他	增长 25~30%	增长 40%~45%	增长 45%~50%	增长 50%~55%	增长 65%-70%	增长 50%~55%
李宁	李宁成人	增长低单位数	下降低单位数	下降中单位数	增长高单位数	增长低单位数	增长低单位数
	——线下	下降低单位数	下降中单位数	下降高单位数	增长中单位数	增长低单位数	下降低单位数
	——线下直营	增长中单位数	持平	下降中单位数	下降低单位数	下降低单位数	下降中单位数
	——线下加盟	下降中单位数	下降高单位数	下降高单位数	增长中单位数	增长低单位数	增长低单位数
	——电商	增长 20%-30% 低段	增长高单位数	增长中单位数	增长 10%~20% 中段	增长 10%-20% 低段	增长中单位数
特步国际	特步品牌	增长高单位数	增长 10%	增长中单位数	增长高单位数	增长中单位数	增长低单位数
	索康尼品牌	-	-	增长 50%+	增长 50%	增长 40%+	增长 20%+
361度	成人线下	增长高双位数	增长 10%	增长 10%	增长 10%	增长 10%-15%	增长 10%
	儿童线下	增长 20%~25%	增长中双位数	增长 10%	增长 10%~15%	增长 10%-15%	增长 10%
	电商	增长 20%~25%	增长 30%~35%	增长 20%+	增长 30%~35%	增长 35%-40%	增长 20%

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

### 1.1 财务数据回顾：营收/利润稳健增长，板块库存健康

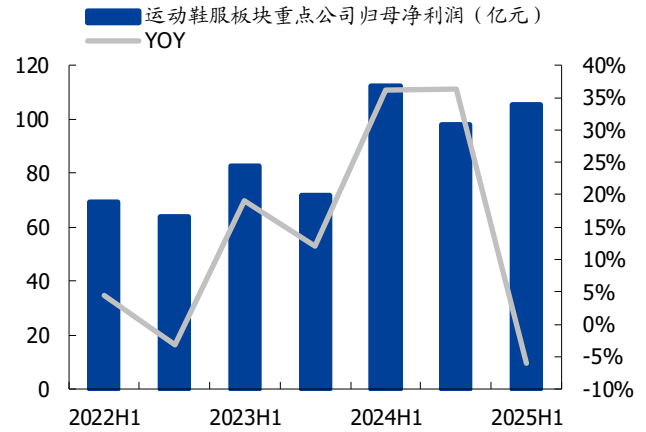
营收层面：消费环境波动复苏，标的公司营收表现平稳。2025H1 四家港股运动公司（李宁、安踏体育、特步国际、361 度）合计营收同比增长 9.1% 至 659 亿元，整体营收增速较为平稳；从利润层面来看，2025H1 四家港股运动鞋服公司归母净利润同比下降 6% 至 105.4 亿元，若以可比口径来看（将特步国际已剥离的 KP 业务在 2024H1 的亏损扣掉，同时将安踏体育 2024H1 因 Amer 上市带来的一次性收益扣掉），四家港股运动鞋服公司归母净利润同比增长 8.2%，利润率整体保持稳定。

图表3: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司营收及增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司归母净利润及增速(亿元, %)



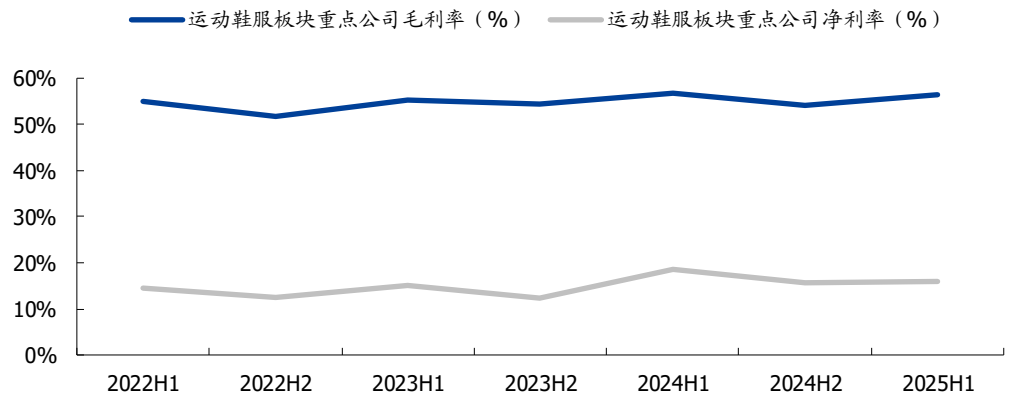
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**盈利能力:** 由于终端折扣压力, 2025H1 板块公司毛利率略有下降, 板块整体净利率基本保持平稳。

**1) 毛利率:** 2025H1 运动鞋服板块重点公司毛利率同比略下降 0.2pcts 至 56.6%, 其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度毛利率同比分别 -0.7pcts/-0.4pcts/-1.1pcts/+0.1pcts 至 63.4%/50%/45%/41.5%, 我们判断上半年板块公司毛利率的下降主要系激烈的市场竞争环境下, 线上以及电商业务折扣均有加深所致。

**2) 净利率:** 2025H1 运动鞋服重点公司净利率同比下降 2.6pcts 至 16%, 其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度净利率同比分别 -4.6pcts/-1.9pcts/+2.9pcts/-0.3pcts 至 18.2%/11.7%/13.4%/15%, 剔除 2025H1 安踏体育以及特步国际的一次性盈利和亏损后, 运动鞋服重点公司净利率同比下降 0.1pcts 至 16%, 板块净利率基本保持平稳。

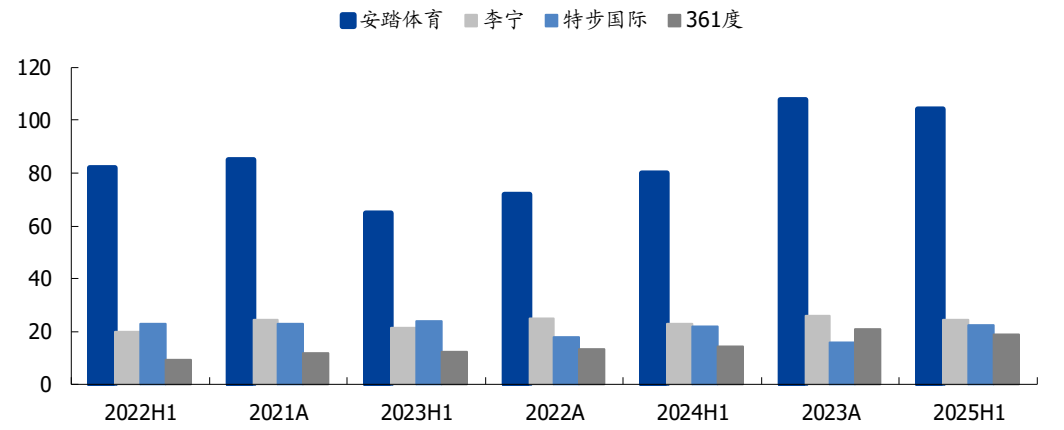
图表5: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司毛利率/净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**营运质量:** 板块公司库存&渠道库存保持健康, 为全年增长奠定基础。截至 2025H1 末运动鞋服重点公司合计库存同比增长 21.5%至 169.8 亿元, 其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别 +29.9%/+5%/+2.5%/+29.6%, 安踏体育存货规模的扩张部分原因系期内公司收购户外品牌 Jack Wolfskin 导致库存规模扩张, 我们判断 361 度存货规模的增加主要系公司为电商业务备货以及支撑线下补货需求所致。从渠道库存来看, 我们预计截至 2025H1 末各运动品牌终端库销比基本都在 4-5 之间, 保持在健康合理水平。

图表6: 2022H1~2025H1 运动鞋服板块重点公司存货(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**现金流与分红:** 板块公司经营性现金回流整体较为稳健, 但行业分红率表现仍然较好。2025H1 运动鞋服板块重点公司经营性现金流净额合计同比增长 19.8%至 146.4 亿元, 其中安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别+28.6%/-11.7%/-6.4%/+227.2%。分红方面, 根据公司披露 2025H1 安踏体育/李宁/特步国际股利支付率分别为 50%/50%/50%, 同比基本持平, 361 度 2025H1 股利支付率为 45%, 同比提升 5pcts。

## 1.2 板块运营展望: 渠道结构优化, 聚焦跑步同时拓展户外品类

从渠道端来看, 线下渠道重视效率提升, 同时公司逐步推动差异化门店形象建设, 电商业务精细化运营力度加大。

- **线下业务 2025H1** 运动品牌公司在门店数量大体稳定的前提下, 推动线下业务精细化运营, 通过差异化门店形象的建设, 提升销售效率。截止 2025H1 末安踏/Fila/李宁/特步/361 度门店数量较年初分别 -10/-6/-51/-42/-143 家至 9909/2054/7534/7924/9520 家, 我们认为目前各运动品牌终端门店数量已经处于相对较高位置, 后续持续大规模的拓店的空间相对较小, 与此同时品牌公司通过精细化运营提升店效。安踏品牌作品集店铺/冠军店/超级安踏等差异化门店店效或优于普通门店, 361 度在 2025H1 加速拓展超品店项目, 同时普通门店仍继续通过进驻购物中心的方式扩大销售面积, 优化店铺形象。李宁目前在原有门店的基础上, 也在尝试超级奥莱、品类店等门店形象, 有望带动店效增长。

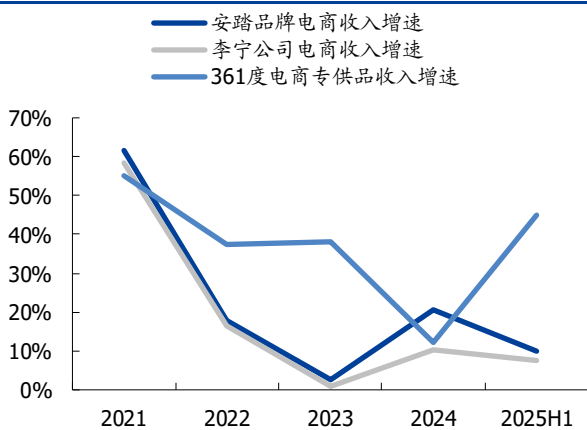
图表7: 2018~2025H1 运动品牌门店数量(家)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	变动
<b>安踏</b>	<b>10057</b>	<b>10496</b>	<b>9922</b>	<b>9403</b>	<b>9603</b>	<b>9831</b>	<b>9919</b>	<b>9909</b>	<b>-10</b>
——安踏成人	7314	7497	7123	6813	6924	7053	7135	7187	52
——安踏儿童	2743	2999	2799	2590	2679	2778	2784	2722	-62
<b>Fila</b>	<b>1652</b>	<b>1951</b>	<b>1977</b>	<b>2054</b>	<b>1984</b>	<b>1972</b>	<b>2060</b>	<b>2054</b>	<b>-6</b>
<b>李宁</b>	<b>7137</b>	<b>7550</b>	<b>6933</b>	<b>7218</b>	<b>7603</b>	<b>7668</b>	<b>7585</b>	<b>7534</b>	<b>-51</b>
——李宁成人	6344	6449	5912	6092	6295	6240	6117	6099	-18
——李宁儿童	793	1101	1021	1126	1308	1428	1468	1435	-33
<b>特步</b>	<b>6680</b>	<b>7204</b>	<b>6821</b>	<b>7330</b>	<b>7833</b>	<b>8274</b>	<b>7966</b>	<b>7924</b>	<b>-42</b>
——特步成人	6230	6379	6021	6151	6313	6571	6382	6360	-22
——特步儿童	450	825	800	1179	1520	1703	1584	1564	-20
<b>361度</b>	<b>10719</b>	<b>10117</b>	<b>7821</b>	<b>8040</b>	<b>8960</b>	<b>9539</b>	<b>9663</b>	<b>9520</b>	<b>-143</b>
——361度成人	5539	5519	5165	5270	5480	5734	5750	5669	-81
——361度儿童	1837	1922	1703	1896	2288	2545	2548	2494	-54
——361度国际	3343	2676	953	874	1192	1260	1365	1357	-8

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

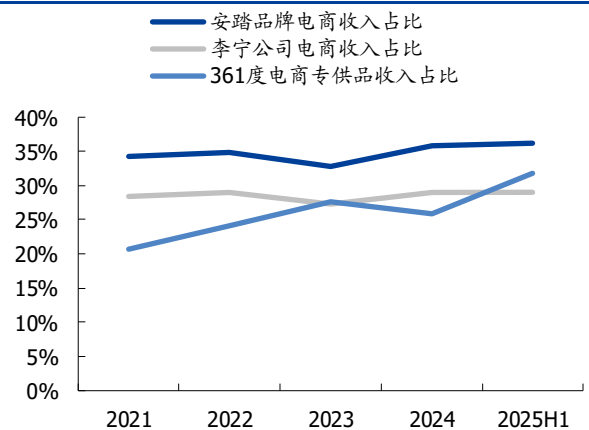
➤ 针对线上渠道, 品牌公司将通过产品布局的优化、新平台深入布局等方式推动电商业务可持续增长。2025H1 运动鞋服板块电商销售延续 2024 年增长趋势, 线下客流波动, 需求向电商转移, 2025H1 安踏品牌电商/李宁公司电商/361度电商专供品营收增速分别+10.1%/7.4%/45%。中长期来看品牌公司电商业务重点包括产品布局、新平台建设等方面, 从产品端来看电商群体和线下存在差异, 因此品牌商均针对电商提供更具有差异化的货品, 361度 2025H1 针对电商渠道推出速湃 Float2 以及速湃 CQT2 产品, 为跑步爱好者带来顶级缓震脚感, 2025H1 361度电商专供品收入占比也已经达到 32%; 从新平台建设方面, 安踏集团上半年加大直播带货、短视频平台以及内容电商, 扩大客户群体, 尤其是年轻用户。

图表8: 2021~2025H1 安踏品牌电商/李宁公司电商/361度公司电商专供品收入增速(%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 2021~2025H1 安踏品牌电商/李宁公司电商/361度公司电商专供品收入占比(%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

在产品和品类角度来看, 2025H1 品牌公司继续以跑步为核心, 提升产品力, 同时积极拓展户外等新兴品类。1) 目前跑步仍是居民运动的首要选择之一, 在该背景下, 2025 年上半年品牌公司继续加大跑步品类的迭代更新力度。2025H1 李宁跑步流水增长 15%, 上半年专业跑鞋总销量突破 1400 万双, 其中超轻、赤兔、飞电三大核心系列销售突破 526 万双; 安踏跑鞋矩阵进一步丰富, PG7 凭借优越的缓震性能销量表现屡创新高, C202

马拉松跑鞋系列凭借专业性能销量显著增长；特步上半年推出新一代“360X 2.0”碳板跑鞋售价 599 元，满足竞技训练和日常跑步的需求，8 月发布全新的 160X 7.0 系列引发市场热度。**2) 在品类拓展方面，面对户外的高热度，聚焦细分赛道的户外品牌增速优异，同时综合性品牌积极布局户外品类。**安踏集团旗下的其他品牌分部(含迪桑特&Kolon Sport) 2025Q1/Q2 流水增长 65%~70%/50%~55%，超出预期，其中迪桑特和 Kolon 品牌增速亮眼，在户外的高热度背景下，上半年安踏主品牌加大户外产品推广力度；李宁 2024 年召开户外产品发布会，我们判断在低基数上李宁户外品类或也有快速增长表现。

图表10: 李宁跑鞋产品



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 特步 160X 7.0 系列跑鞋



资料来源: 特步会员俱乐部公众号, 国盛证券研究所

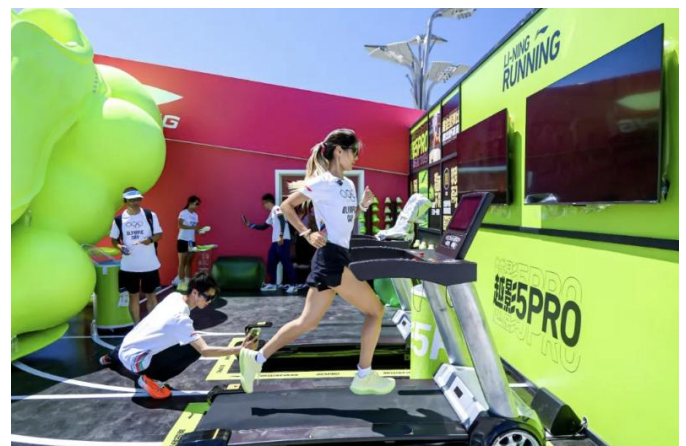
在品牌营销层面，继续加大对单一品类的营销力度，同时重视品牌层面的推广力度。当前运动品牌在进行营销加大对于单一品类的营销力度，以提升销售效率，特步以跑步为核心主打品类，通过赞助马拉松、专业跑步运动员，已经构建出有力的竞争护城河；李宁、安踏、361 度也不断增加自身在马拉松赛事以及专业跑步运动员层面的赞助力度，提升品牌影响力。同时面对激烈的市场竞争，品牌公司加大品牌层面的推广力度，2025 年李宁品牌成功成为 2025~2028 年中国奥委会及中国体育代表团合作伙伴，安踏持续丰富签约国家队数量，为品牌力进行背书。

图表12: 李宁成都世运会中国体育代表团服装



资料来源: 李宁 Club 公众号, 国盛证券研究所

图表13: 李宁举办奥林匹克日活动



资料来源: 体育大生意, 国盛证券研究所

### 1.3 重点标的及投资建议：看好板块长期成长性，推荐优质标的

**Q3** 以来居民服装消费仍处于波动态势，其中运动鞋服板块表现预计优于纺服大盘，同时各综合性运动品牌库销比整体也维持在 **4-5** 左右的健康水平，当前我们在服装板块中仍持续看好运动鞋服赛道的长期成长性。运动鞋服板块重点推荐业绩确定性较强的龙头公司【安踏体育】，公司集团化运营能力卓越，以迪桑特、Kolon Sport 为代表的其他品牌分部增速优异，助力公司长期可持续增长，当前股价对应公司 2025 年 PE 为 18 倍；推荐长期业绩弹性较大的【李宁】，当前股价对应公司 2025 年 PE 为 19 倍；推荐跑步赛道运营领先的【特步国际】，短期主品牌表现稳健，新品牌索康尼长期收入和利润具备增长空间，当前股价对应公司 2025 年 PE 为 12 倍；关注高分红标的滔搏。

图表14: 运动鞋服公司估值表 (亿元, %)

公司	收入 (亿元)			收入 YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利润 YOY			PE		
	24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E
安踏体育	708.26	788.11	877.91	13.6%	11.3%	11.4%	155.96	135.43	153.56	52.4%	-13.2%	13.4%	15.8	18.1	16.0
李宁	286.76	289.19	308.08	3.9%	0.8%	6.5%	30.13	23.66	25.4	-5.5%	-21.5%	7.4%	14.8	18.8	17.5
特步国际	135.77	145.19	157.85	-5.4%	6.9%	8.7%	12.38	13.65	15.04	20.2%	10.3%	10.2%	13.6	12.3	11.2
361度	100.74	112.24	125.34	19.6%	11.4%	11.7%	11.49	12.61	14.2	19.5%	9.8%	12.5%	10.4	9.5	8.4

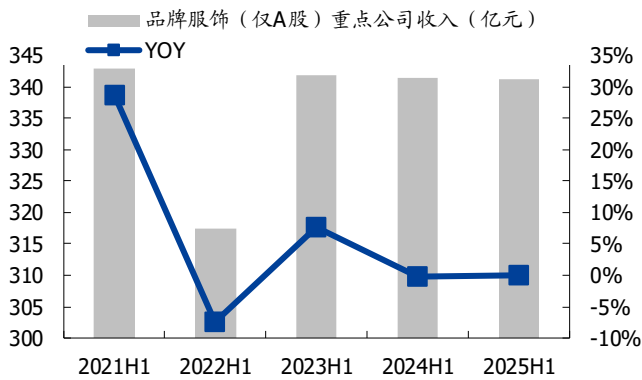
资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测, 截止 2025 年 8 月 29 日, 汇率为 1 港元=0.91 人民币元

## 2. A股品牌服饰：收入同比平稳，利润压力仍有体现

### 2.1 财务数据回顾：毛利率稳中有升，费用投入拖累报表利润

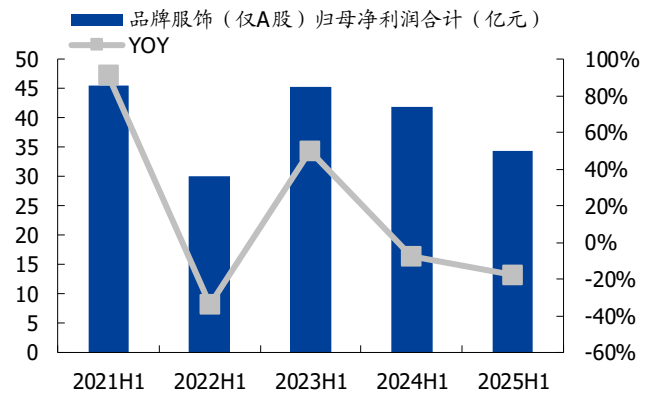
**A股品牌服饰板块 2025H1 收入平稳，利润端表现较弱。** 1) 板块收入同比表现基本平稳，但由于零售端各项刚性费用的影响，利润表现明显弱于收入，2025H1 A股品牌服饰重点公司收入/归母净利润同比分别-0.1%/-17.5%。分季度来看，Q1/Q2 收入同比分别-2.6%/+2.9%，归母净利润同比分别-9.7%/-29.8%。2) 展望 2025H2，我们判断伴随着板块公司逐步合理管控费用投放，同时考虑后续基数逐步降低，我们判断费用率及利润率同比压力或有减轻。

图表15: 2021H1~2025H1 品牌服饰(仅A股)重点公司收入(亿元, %)



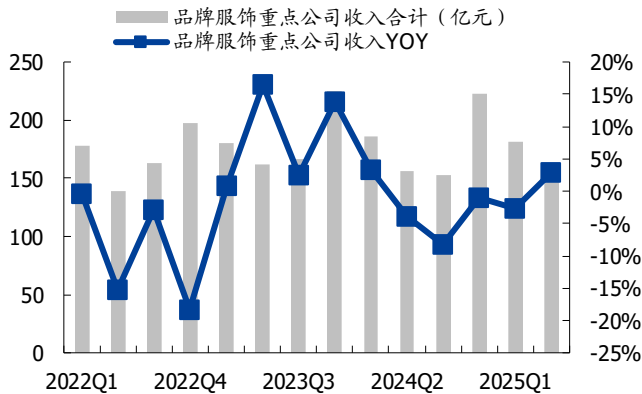
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 2021H1~2025H1 品牌服饰(仅A股)重点公司归母净利润(亿元, %)



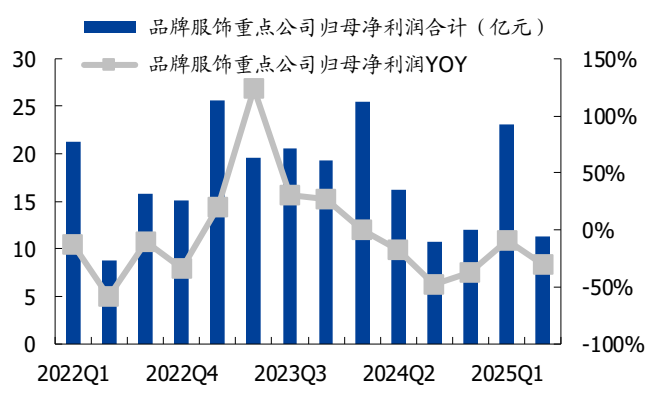
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 2022Q1~2025Q2 品牌服饰(仅A股)重点公司单季度收入(亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 2022Q1~2025Q2 品牌服饰(仅A股)重点公司单季度归母净利润(亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

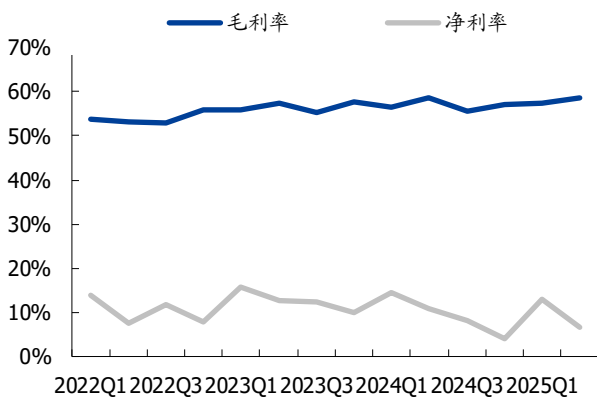
**盈利质量：**折扣压力相对较小，因此品牌商毛利率表现一直相对稳定，但渠道、广宣等销售费用的投入致使净利率存在压力。

➤ **毛利率：**由于库存压力相对可控、库龄结构健康，我们判断 2025 年以来品牌服饰新品折扣及毛利率继续保持在较好水平。2025H1 品牌服饰(仅 A 股)重点公司毛

利率为 57.9%，同比+0.6pct( Q1/Q2 毛利率分别为 57.4%/58.5%，同比分别+1.1/-0.1pct)。

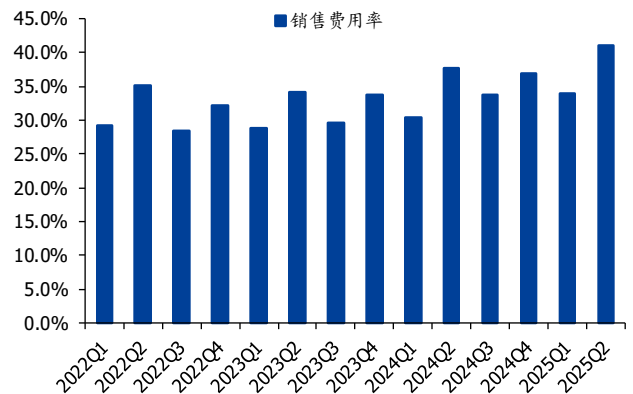
- **销售费用率：** 品类零售表现一般，品牌之间竞争加大，由于各品牌公司需承担品牌宣传、电商推广、门店租金等刚性费用( 直营渠道)，因此销售费用率同比有所上升。2025H1 品牌服饰( 仅 A 股) 重点公司销售费用率为 37.1%，同比+3.6pct( Q1/Q2 销售费用率分别为 34.0%/41.1%，同比分别+3.6/3.5pct)。
- **净利率：** 2025H1 品牌服饰( 仅 A 股) 重点公司净利率为 10.2%，同比-2.6pct( Q1/Q2 分别为 13.0%/6.6%，同比分别-1.5/-4.2pct)。

图表19: 2022Q1~2025Q2 单季度品牌服饰( 仅 A 股) 重点公司毛利率及净利率( %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

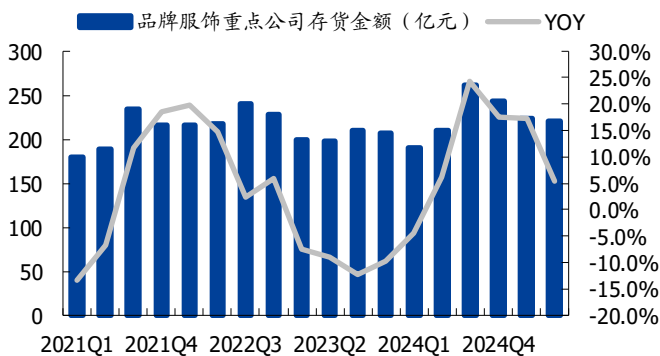
图表20: 2022Q1~2025Q2 单季度( 仅 A 股) 品牌服饰重点公司销售费用率( %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

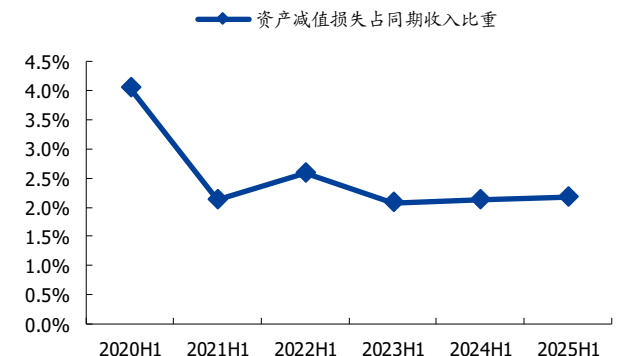
**存货情况：** 目前库龄结构健康，提醒关注后续库存去化情况。1) 库存周转：2025Q1 末/Q2 末品牌服饰重点公司存货金额同比分别+17.3%/+5.3%，2025H1 存货周转天数 258 天，同比+15.5 天。2) 资产减值：2025H1 品牌服饰重点公司资产减值损失占收入比例约 2.2%，同比基本稳定。根据行业季节性特征及过去零售表现情况，我们判断新增加的存货主要系 2024 年冬季货品，因此板块公司目前库龄相对健康，但我们提醒关注后续过季存货去化或带来的毛利率及资产减值损失风险。

图表21: 2020Q1-2025Q2 品牌服饰重点公司存货及增速( 亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表22: 2020H1-2025H1 品牌服饰重点公司资产减值占营业收入比例



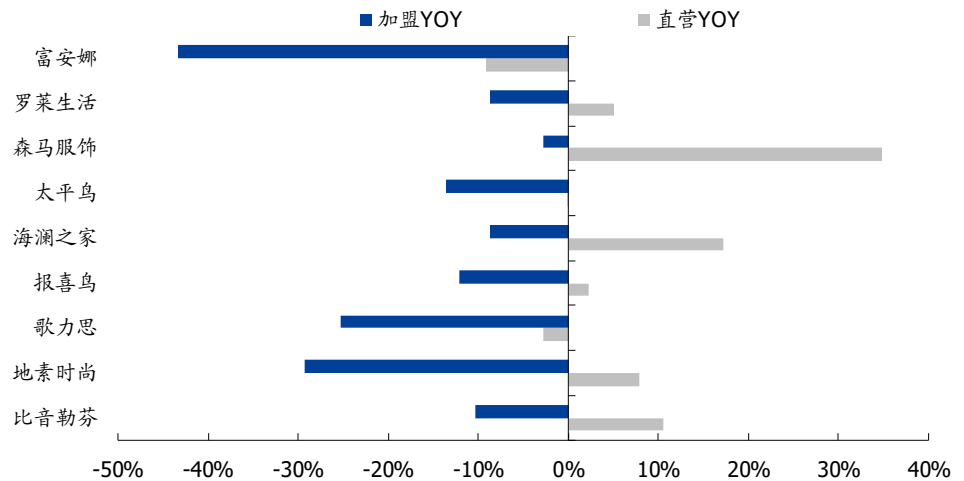
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 板块运营展望：加盟弱于直营，家纺品类零售相对稳定

**A股品牌服饰赛道景气一般，家纺板块偏稳定，时尚休闲服饰公司运营表现分化。**整体来说主要表现为：1) 加盟商信心普遍不足，拿货及开店意愿较弱，直营渠道相对来说好于加盟。2) 时尚休闲及家纺品类零售表现较弱，同时渠道及品牌建设相关刚性费用持续发生，不同公司具体运营表现存在差异，海澜之家、歌力思费用管控相对较好，太平鸟、森马服饰、比音勒芬、报喜鸟等费用投入较大致使利润率承压。

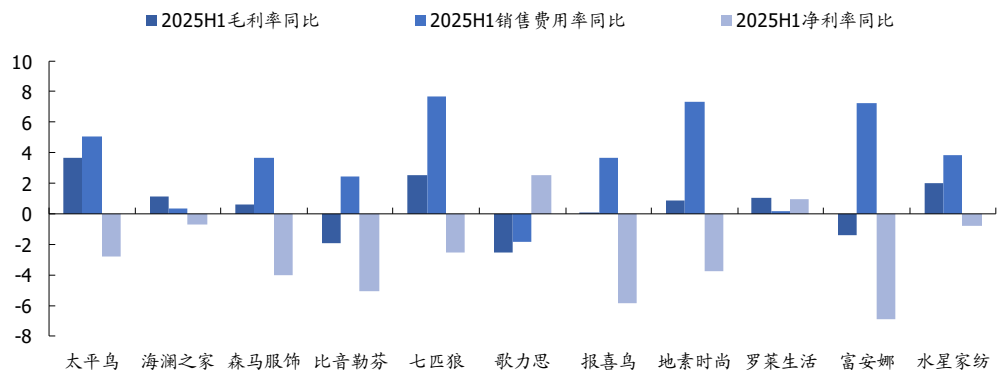
由于终端消费信心不足，下游加盟拿货意愿比较弱，直营表现相对较好。1) 我们判断下游加盟拿货及开店表现较弱，反映了零售端信心不足，2025H1大部分A股品牌服饰公司加盟渠道收入同比增速表现弱于直营。2) 直营收入及拓店表现好于加盟：部分品牌公司进行渠道结构优化，重点新增购物中心门店(以直营为主)，同时动态优化街铺门店(以加盟为主)。3) 渠道结构变化使得品牌公司经营杠杆加大(因为直营渠道销售费用率远远高于加盟)，零售承压环境下短期利润率表现或承受压力，2025H1森马服饰/比音勒芬/报喜鸟销售费用率同比分别+3.6/+2.5/+3.7pct，净利率同比-4.1/-5.1/-5.8pct。我们判断头部公司坚定长期品牌及渠道建设，顺应客流及业态变迁趋势，期待未来零售改善阶段直营渠道利润弹性释放。

图表23: 2025H1品牌服饰部分公司直营/加盟收入同比增速



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表24: 2025H1品牌服饰部分公司毛利率/销售费用率/净利率同比变化 (pct)

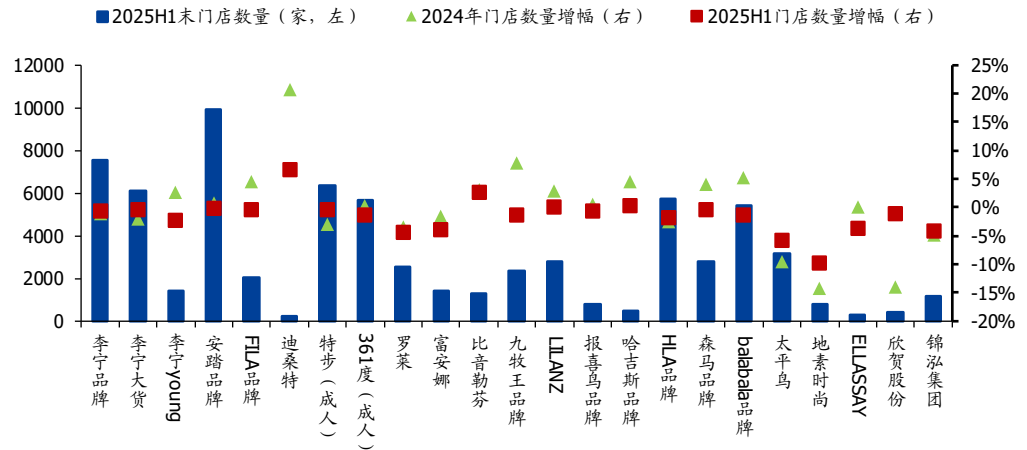


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

过去消费力及客流环境存在波动，A股品牌公司拓店情况分化。渠道数量表现或将直接影响中短期品牌收入规模增速，建议继续关注门店计划兑现情况。1) 我们判断渠道动作

相对积极的 A 股品牌包括：我们估计 2025 年哈吉斯品牌/报喜鸟品牌分别有望新开 10%~15%/新开 10%左右，同时将继续优化调整低效门店；估计比音勒芬公司 2025 全年门店有望增加中高单位数；估计歌力思公司旗下国际品牌（中国区）2025 全年店数仍有望稳健净增加；估计海澜之家旗下京东奥莱及 Fcc 项目预计 2025 年快速拓店计划有望落地、主品牌门店未来则估计以环比平稳为主。2) 过去门店持续收缩的品牌及公司包括地素时尚、太平鸟等，根据行业环境变化我们判断过去服装品牌商门店基本调整完毕，未来渠道数量规模有望环比保持相对稳健。

图表25: 各品牌 2025H1 末门店数量及门店数量较当年年初增幅(家)



资料来源: iFind, Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3 重点标的及投资建议：个股业绩分化，推荐关注增量业务有看点的优质公司

**A 股品牌服饰：7 月消费环境延续弱复苏态势，居民服装消费保持平稳，我们提醒关注增量业务有看点、基本面存在改善逻辑的优质个股。**

- 时尚休闲服饰板块推荐【海澜之家】，公司京东奥莱业务拓展顺利，同时主业盈利质量表现稳健，高分红具备吸引力，对应 2025 年 PE 为 14 倍；推荐医用耗材+消费品两大业务协同发展的【稳健医疗】，对应 2025 年 PE 为 23 倍；推荐估值具备吸引力的【波司登】，FY2025 良好业绩有望落地，公司坚持迭代羽绒新品、丰富户外及防晒品类、打造功能性服饰综合品牌，中长期业绩有望持续高质量增长，对应 FY2026PE 为 12 倍。
- 家纺板块关注业绩弹性较大的【罗莱生活】，我们预计 2025 年以来国内家纺业务运营稳健，同时全年来看美国家具业务亏损有望收窄，对应 2025 年 PE 为 14 倍。

图表26: 2025H1 品牌服饰部分重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率

公司名称	2025H1		2025H1 毛利率		2025H1 净利率	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	同比	毛利率	同比	净利率
稳健医疗	+31%	+28%	-0.4pct	48.3%	-0.3pct	9.8%
比音勒芬	+9%	-14%	-1.9pct	75.9%	-5.1pct	19.7%
报喜鸟	-4%	-43%	+0.1pct	67.1%	-5.8pct	8.4%
赢家时尚	-7%	+3%	+0.1pct	76.4%	+0.8pct	9.3%
地素时尚	-6%	-24%	+0.9pct	76.2%	-3.8pct	16.0%
歌力思	-5%	+45%	-2.5pct	66.7%	+2.5pct	8.5%
海澜之家	+2%	-3%	+1.1pct	46.4%	-0.7pct	13.7%
太平鸟	-8%	-55%	+3.7pct	59.8%	-2.8pct	2.6%
森马服饰	+3%	-41%	+0.6pct	46.7%	-4.1pct	5.2%
罗莱生活	+4%	+17%	+1.1pct	47.8%	+1.0pct	8.5%
富安娜	-17%	-51%	-1.4pct	53.6%	-6.9pct	9.7%
水星家纺	+6%	-3%	+2.0pct	43.9%	-0.7pct	7.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表27: 2025Q1~2025Q2 品牌服饰部分重点公司收入/归母净利润增速

公司名称	2025Q1	2025Q2	2025Q1	2025Q2
	收入增速	收入增速	归母净利润增速	归母净利润增速
比音勒芬	+1%	+22%	-8%	-29%
报喜鸟	-4%	-3%	-32%	-71%
地素时尚	-11%	-1%	-25%	-22%
歌力思	-8%	-3%	+40%	+50%
海澜之家	+0%	+4%	+5%	-14%
太平鸟	-8%	-8%	-22%	-472%
罗莱生活	+1%	+7%	+26%	+5%
富安娜	-18%	-15%	-54%	-48%
水星家纺	+1%	+12%	-4%	-3%

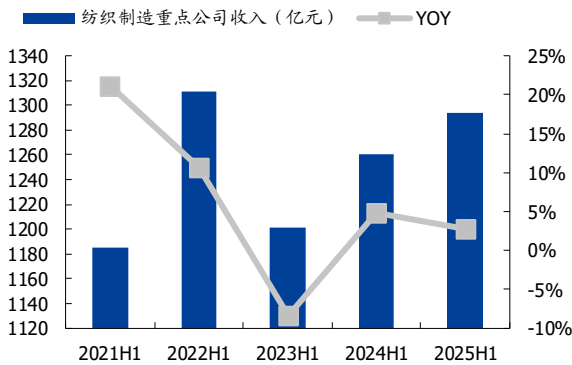
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3. 服饰制造：Q2 景气环比 Q1 走弱，格局优化进行时

#### 3.1 财务数据回顾：收入端龙头表现好于行业，提醒关注利润率预期变化

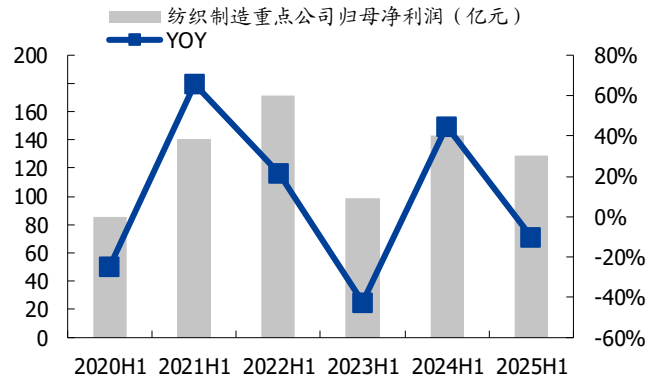
纺织制造板块重点公司 2025Q2 景气环比 Q1 走弱，利润表现弱于收入。1) 2025H1 纺织制造重点公司收入同比+2.7%/归母净利润同比-9.8%，其中 Q1/Q2 (单季度数据系仅 A 股重点公司，下同) 收入同比分别+1.1%/-0.6%，归母净利润同比+17.7%/-6.4%，我们判断景气环比下降主要系关税政策波动导致的订单预期及出货变化影响。2) 个股表现存在差异，我们判断下游成衣制造龙头公司收入增速表现好于板块整体，2025H1 申洲国际/华利集团/晶苑国际收入同比分别+15%/+10%/+11%。

图表28: 2021H1~2025H1 纺织制造重点公司收入及 YOY (亿元)



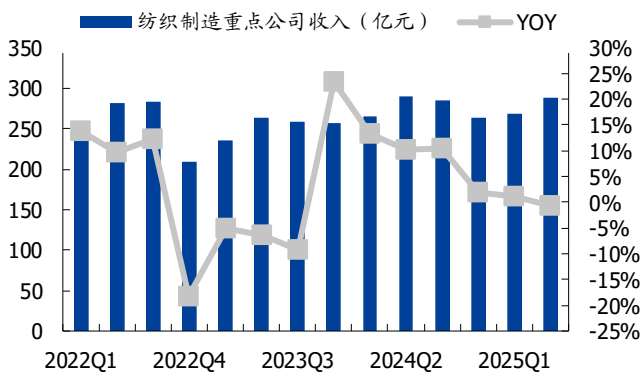
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表29: 2020H1~2025H1 纺织制造重点公司归母净利润及 YOY (亿元)



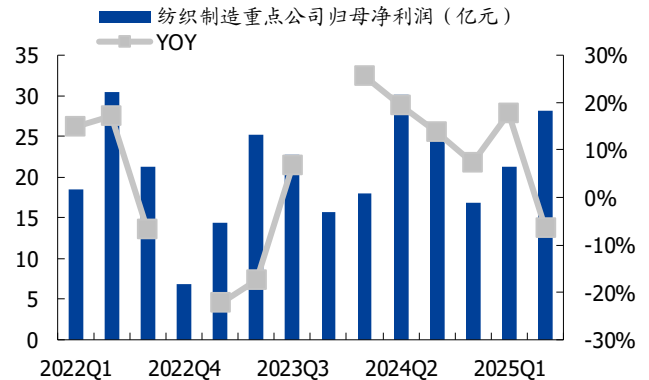
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表30: 2022Q1~2025Q2 纺织制造 (仅 A 股) 重点公司收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

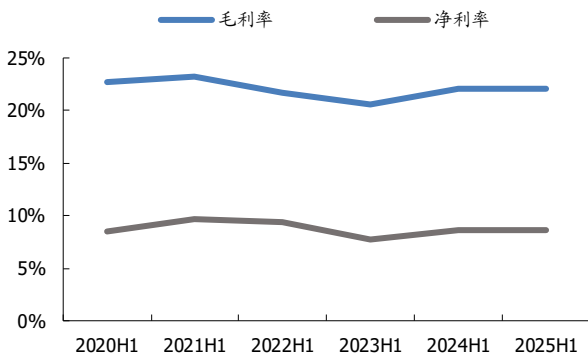
图表31: 2022Q1~2025Q2 纺织制造 (仅 A 股) 重点公司归母净利润及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

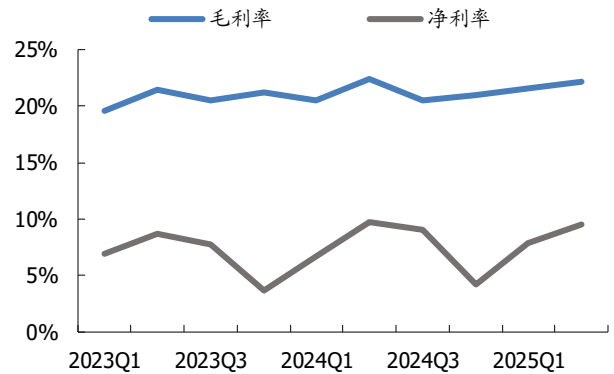
纺织制造行业以成本加成模式为主，毛利率波动相对较小。2025H1 纺织制造重点毛利率为 22.1%，同比+0.1% (其中 Q1/Q2 毛利率分别为 21.5%/22.1%，同比分别+1.1pct/-0.3pct)；净利率为 8.7%，同比基本持平 (其中 Q1/Q2 净利率分别为 7.9%/9.5%，同比分别+1.3pct/-0.2pct)。考虑纺织制造行业整体产能供给充足、订单需求一般，同时后续美国关税政策变化落地恐影响产业链上下游利润分配表现，我们判断短期板块利润率或面临压力，各个公司具体表现因核心客户及市场分布差异预计将有所不同。

图表32: 2020H1~2025H1 纺织制造重点公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表33: 2023Q1~2025Q2 纺织制造重点公司(仅A股)毛利率及净利率



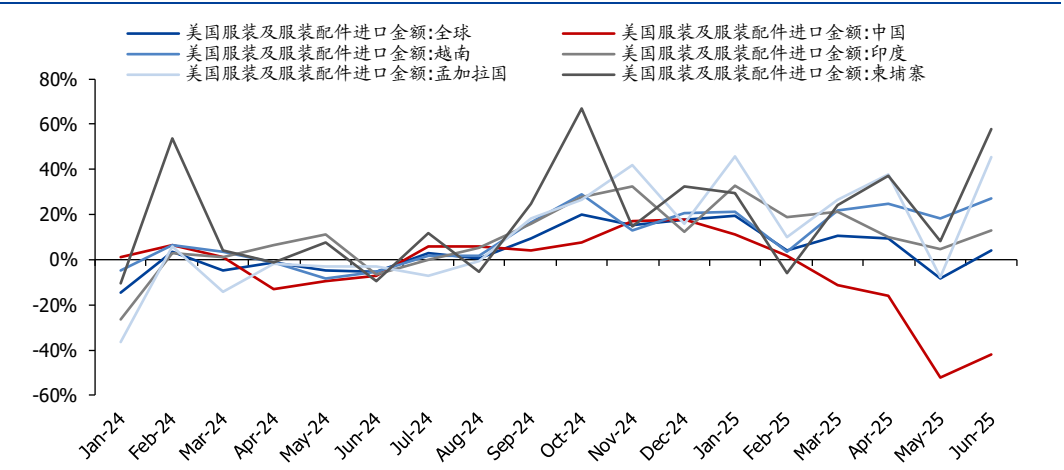
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 板块运营趋势: 美国关税政策变化扰动行业格局, 龙头份额有望提升

受美国关税政策变化的影响, 2025Q2 以来服饰制造出口格局出现变化: 美国从中国进口相关产品明显减少, 取而代之的是, 从越南等东南亚国家进口相关产品快速增长。

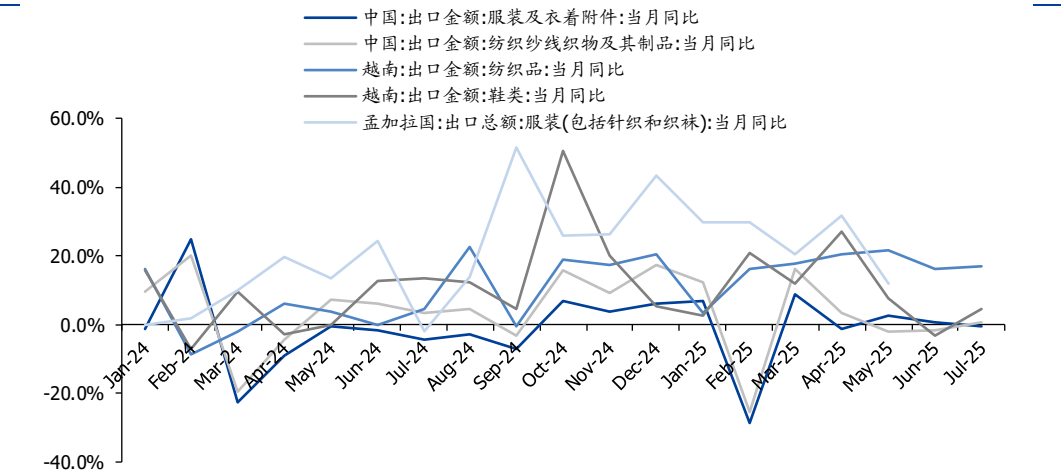
- 从美国服饰产品进口的月度情况来看: 近期东南亚产品进口迅速增长、取代原先中国产品的份额: 2025年1~6月美国从全球市场上进口的服装及服装配件金额累计同比+7%, 其中自中国进口的累计金额同比-18%, 自越南/印度/孟加拉国/柬埔寨进口的累计金额分别同比+19%/16%/25%/24%。
- 从全球市场的出口情况来看: 由于主要进口方美国市场的贸易变化影响, 全球贸易市场上东南亚国家服饰出口表现也持续好于中国。中国向全球市场出口服饰产品的表现相对较弱, 越南等东南亚国家出口同比则稳健增长: 1) 中国: 2025年1~7月服装及衣着附件出口金额为 886.2 亿美元, 同比-0.3%; 纺织纱线织物及其制品出口金额为 821.2 亿美元, 同比+1.6%。2) 越南: 2025年1~7月纺织品出口金额 225.9 亿美元, 同比+13.7% (2024 全年累计为同比+11.5%); 鞋类出口金额 140.9 亿美元, 同比+9.9% (2024 年全年累计为同比+12.3%)。

图表34: 2024/01至2025/06美国服装及服装配件分地区进口金额同比增速(%)



资料来源: Wind, 美国人口普查局, 国盛证券研究所

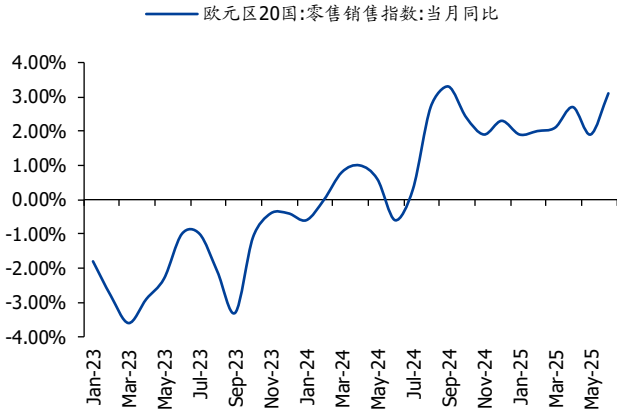
图表35: 2024/01至2025/07各国服装或纺织类产品出口金额当月同比增速(%)



资料来源: Wind, 越南统计局, 孟加拉国央行, 国盛证券研究所

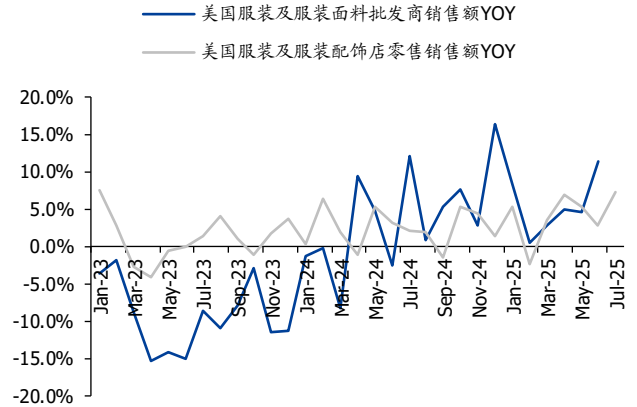
从市场终端需求来看: 美国和欧洲(全球服饰贸易市场上重要的两大进口方)相关品类零售景气均有提升, 日本服饰消费市场 2025Q2 环比改善, 中国市场表现相对平淡。1) 美国: 服装及服装面料零售商 2025 年 4~7 月销售额同比分别 +6.9%/+5.3%/+2.9%/+7.4%, 批发商 4~6 月销售额同比 +5.0%/+4.5%/+11.4%, Q2 以来整体表现较 Q1 有所好转。2) 欧洲: 2025 年以来欧元区 20 国零售指数同比基本均有稳健增长, 零售市场端景气有所回升。3) 日本: 2025Q2 日本家庭服装和鞋类消费平均支出同比 +3% (Q1 为同比 -3%), 环比改善。4) 中国: 服装鞋帽针纺织品类 2025 年 4~7 月单月零售额同比分别 +2.2%/+4.0%/+1.9%/+1.8%, 均弱于同期社零总额增速, 品类需求表现相对较弱。

图表36: 2023/01~2025/06 欧元区20国零售销售指数当月同比



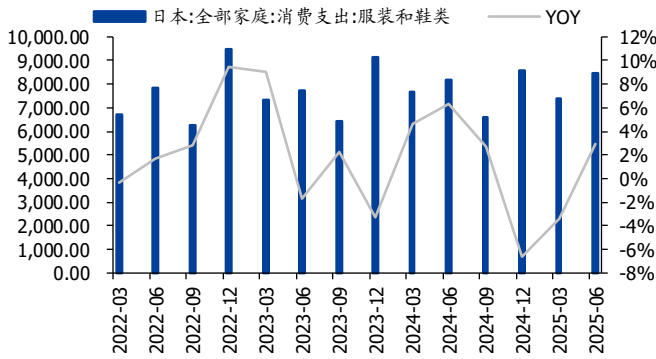
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表37: 2023/01~2025/07 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY



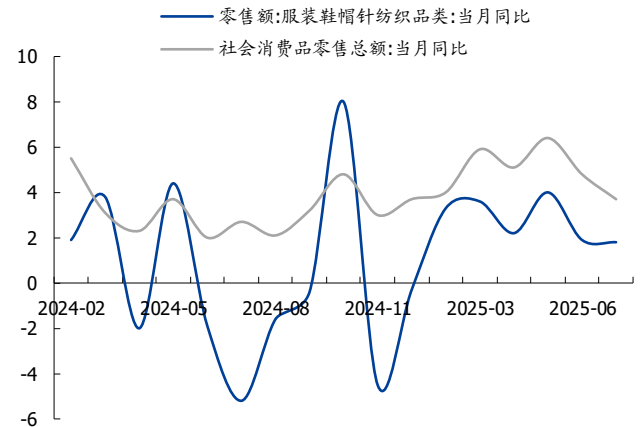
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 2022Q1~2025Q2 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出表现 (日元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

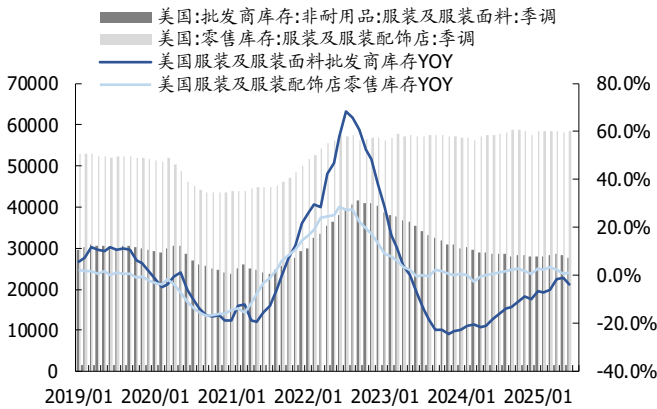
图表39: 2024/02~2025/07 中国服饰针纺类/社零总额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从运营质量来看: 我们判断海外下游库存基本保持健康水平, 其中龙头运动品牌商 Nike 各地区库存仍在去化中, 其他头部服饰品牌运营趋近健康。1) 行业层面: 美国服装批发商库存自 2024 年回落后处于低位, 零售商库存保持平稳。2) 公司层面: 近期国际品牌商经营表现出现差异: 近期单季度收入表现来看, On、Amer、Deckers 增速最为强劲且超出预期, 迅销集团、Lululemon、Adidas 以稳健增长为主, VF、UA 收入仍在下滑中; 库存管理方面, 我们判断下游国际品牌库存运营周转基本正常 (其中 Nike 仍在库存去化阶段, VF 因收入情况较弱导致库存周转放缓, 其他品牌则基本处于健康正常运营状态)。展望未来, 对经济环境的谨慎判断使得品牌商下单节奏预计更加灵活, 同时关税政策变化或对品牌定价策略及美国市场终端消费需求带来影响, 我们建议持续跟踪核心品牌订单变化。

图表40: 2019/01~2025/07 美国服装及面料批发商/零售商库存 YOY (百万美元)



资料来源: Wind, 美国人口普查局, 国盛证券研究所

图表41: 全球重点服饰品牌公司库存周转天数及同比变化(天)

品牌	库存周转天数同比变化			库存周转天数(天)			产品库存及供应链健康度
	2024/11/30	2025/2/28	2025/5/31	2024/11/30	2025/2/28	2025/5/31	
Nike	4	1	1	105	102	102	截至2025年5月末, 公司库存周转天数为79天, 当前库存水平仍然较高, 但公司正采取多项措施去库存以实现库存正常化, 公司预计FY2026H1末库存水平将恢复正常。
Adidas	-21	2	11	147	154	158	截至2025年截至6月末, 公司库存周转天数为146天, 库存结构大部分为当季以及下一季的产品。
Puma	-10	-6	-2	151	152	165	截止2025年6月末, 公司库存周转天数为151天, 近期全球各主要业务地区销售表现均较为低迷。
VF	-18	-7	18	141	138	209	截至6月末, 库存周转天数为141天, 库存增长1%, 公司库存周转有所提升, 这推动了毛利率的提升。
Deckers	-12	-12	-14	86	83	142	公司鞋类生产中来自中国的部分不超过5% (而其中有一部分不会销往美国), 其余生产来自东南亚国家 (主要是越南), 公司密切关注政策变化, 继续评估调整定价策略等手段对公司带来的影响。
UA	3	2	9	135	127	160	FY2025Q1 (截至2025/6/30) 库存周转天数同比减少9天为160天, 公司计划继续优化产品, 有望实现SKU减少25%的目标。
滔搏集团	-5	-3	-3	109	101	103	相较于海外运动品牌而言, 我们判断滔搏集团库存周转始终保持在相对良性的水平。
Amer Sports	8	-1	10	181	180	224	公司仍处于成长阶段, 我们判断库存周转率水平整体可控。
lululemon	-9	-9	12	146	115	141	公司对北美地区的商品品类进行优化, 目前新品占比已恢复到历史水位, 带动全新女性运动系列Glow Up、休闲系列Daydrift、瑜伽系列Be Calm等新单品放量, 预计下半年新品占比将高于历史平均水平, 中概地区计划通过更大的面积以更具竞争力的营销。
On	-34	-32	-37	153	126	121	截至2025/6/30的库存周转天数为121天, 同比减少37天, 我们判断公司零售端强劲增长使得库存加快, 营运整体保持健康状态。

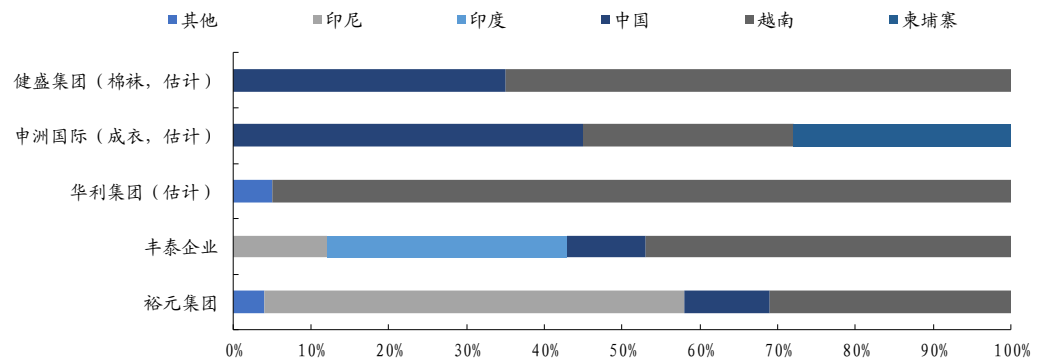
资料来源: Wind, Bloomberg, 各公司公告, 国盛证券研究所

对于上游服装制造商而言:

**1、短期来看: 对美业务占比较小、具备完善的国际化产能布局(或产能与需求市场匹配)的公司所受影响相对较小。**我们估计华利集团美国业务占比约40%, 但公司产能绝大部分位于越南及印尼地区; 申洲国际美国市场业务占比约16%(2024年), 目前国际化市场需求与国际化产能基本匹配; 我们估计新澳股份美国市场业务需求占比约高单位数左右(羊毛纱线业务, 穿透客户后), 公司坚持长期资产建设、加速海外产能扩张进度。

**2、行业震荡过程加速格局集中, 龙头公司中长期将持续受益。**供给端: 利润率相对微薄、资金实力及产能规模相对有限的小微企业或在行业震荡中加速出清; 需求端: 品牌公司对于供应链稳定性、反应速度的诉求也在提升。因此, 我们判断上游制造商行业格局的优化仍是长期趋势。1) 运动鞋服龙头制造商往往在全球各地进行产能布局, 能够与下游品牌商的国际化业务销售达成协同效应, 减轻国际贸易关系风险, 同时夯实成本优势, 持续提升在核心品牌客户中的份额。例如, 2024年裕元集团产量中越南/印尼/国内分别占31%/54%/11%, 华利集团目前产能大部分位于越南、未来计划向印尼扩张, 申洲国际2024年海外产出占比估计超过50%、未来有望将进一步提升。2) 品牌商降低期货比例、提升快反比例, 具备纵向一体化产业链的龙头制造商能对客户的短单、快单做出敏捷反应, 进而持续稳步提升市场份额。

图表42: 2024年中洲国际/华利集团/丰泰企业/裕元集团/健盛集团分地区产能或产量占比



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所估计, 仅供参考

### 3.3 重点标的及投资建议：关注具备一体化、国际化产业链布局的赛道龙头

东南亚关税政策大方向基本落地，短期产业链利润分配变化或影响制造公司 2025 年-2026 年盈利预期表现。中长期竞争格局持续优化，具备一体化和国际化产业链的龙头公司预计享受份额提升。

- 我们推荐对美业务占比较小、盈利表现稳健、估值性价比较高的【申洲国际】，对应 2025 年 PE 为 13 倍；关注新客户合作推进顺利、产能加速国际化布局的【华利集团】，对应 2025 年 PE 为 17 倍；关注收入增长稳健、中长期竞争力不断提升的【伟星股份】，对应 2025 年 PE 为 19 倍。

图表43: 2025H1 纺织制造部分重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率

公司名称	2025H1		2025H1 毛利率		2025H1 净利率	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	同比	毛利率	同比	净利率
申洲国际	+15%	+8%	-1.9pct	27.1%	-1.4pct	21.2%
华利集团	+10%	-11%	-6.4pct	21.8%	-3.2pct	13.2%
晶苑国际	+11%	+17%	+0.2pct	19.7%	+0.4pct	8.0%
健盛集团	+0%	-14%	-0.7pct	28.2%	-2.1pct	12.1%
新澳股份	-0%	+2%	+0.8pct	21.6%	+0.3pct	11.2%
伟星股份	+2%	-11%	+1.1pct	42.9%	-2.3pct	15.9%
牧高笛	-27%	-40%	+2.7pct	31.4%	-1.7pct	7.8%
浙江自然	+14%	+45%	-2.1pct	35.1%	+3.9pct	21.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表44: 2025Q1~2025Q2 纺织制造部分重点公司收入/归母净利润增速

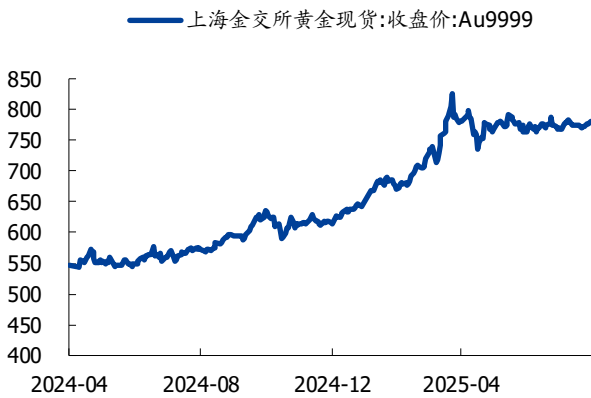
公司名称	2025Q1	2025Q2	2025Q1	2025Q2
	收入增速	收入增速	归母净利润增速	归母净利润增速
华利集团	+12%	+9%	-3%	-17%
健盛集团	+2%	-2%	-27%	-2%
新澳股份	+0%	-0%	+5%	0%
伟星股份	+22%	-9%	+29%	-20%
牧高笛	-6%	-43%	-3%	-65%
浙江自然	+30%	+1%	+148%	-20%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4. 黄金珠宝：金饰销售量仍较弱，产品为王态势显现

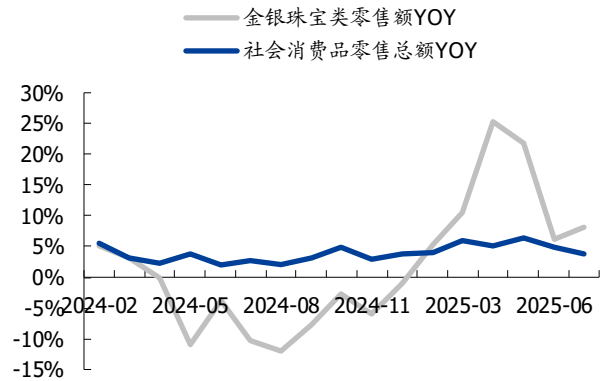
受益于金价上涨，2025年金银珠宝类零售额增速优异，但金饰销量短期或仍有一定压力。根据国家统计局数据显示，2025年1~7月金银珠宝类零售额同比增长11%，同期社会消费品零售总额同比增长4.8%，从销售额角度来看金银珠宝类零售额增速显著跑赢大盘。针对金银珠宝类零售额的优异表现，我们判断一方面原因系金价上涨带动，截止2025年8月29日上海黄金交易所Au9999收盘价较2024年8月末上涨36%；另一方面原因系金条及金币销售表现优异，2025Q1/Q2金条及金币消费量同比增长30%/18%，对比来看金饰Q1/Q2消费量同比-27%/-24%。

图表45: 2024~2025年上海黄金交易所Au9999价格走势(元/克)



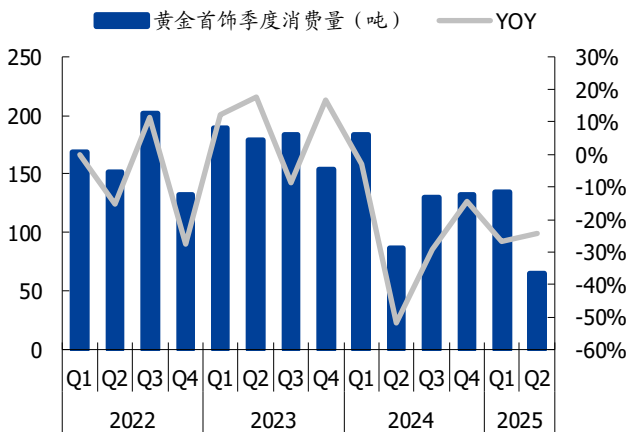
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 时间截至2025年8月29日

图表46: 2024~2025年7月金银珠宝类零售额以及社会消费品零售总额当月值同比增速(%)



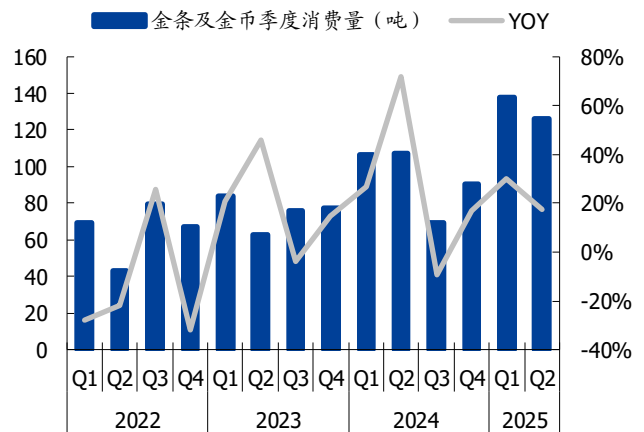
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表47: 2022Q1~2025Q2黄金首饰季度消费量及增速(吨, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表48: 2022Q1~2025Q2金条及金币季度消费量及增速(吨, %)



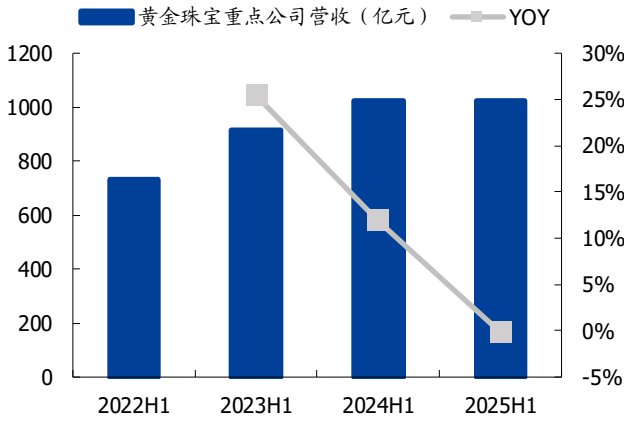
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.1 财务数据回顾：板块业绩持续分化，具有强产品力/品牌力的标的突出

2025H1 板块公司业绩仍有分化，产品力、品牌力是影响公司基本面的关键因素。2025H1 黄金珠宝重点公司（老凤祥、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙、菜百股份、老铺黄金）合计营收同比下降0.2%至1023.1亿元，归母净利润同比下降8.7%至30亿元，由于消费环境波动以及高金价，板块整体的经营表现仍有一定压力。分公司来看，

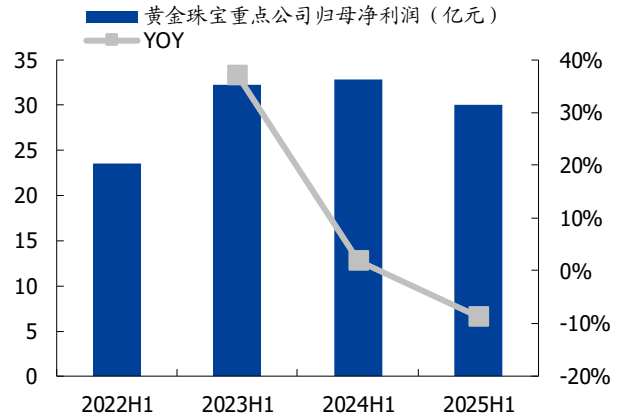
我们判断以黄金饰品为主同时门店数量已经较多的品牌公司在 2025H1 经营表现压力相对较大，2025H1 老凤祥营收/归母净利润同比-16.5%/-13.1%，周大生营收/归母净利润同比-43.9%/-1.3%，对比之下 2025H1 具有明确产品以及品牌差异性的珠宝公司仍展现出优异的增长表现，潮宏基 2025H1 营收/归母净利润同比+19.5%/+44.3%，老铺黄金 2025H1 营收/归母净利润同比+251%/+285.8%。

图表49: 2022H1~2025H1 黄金珠宝重点公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

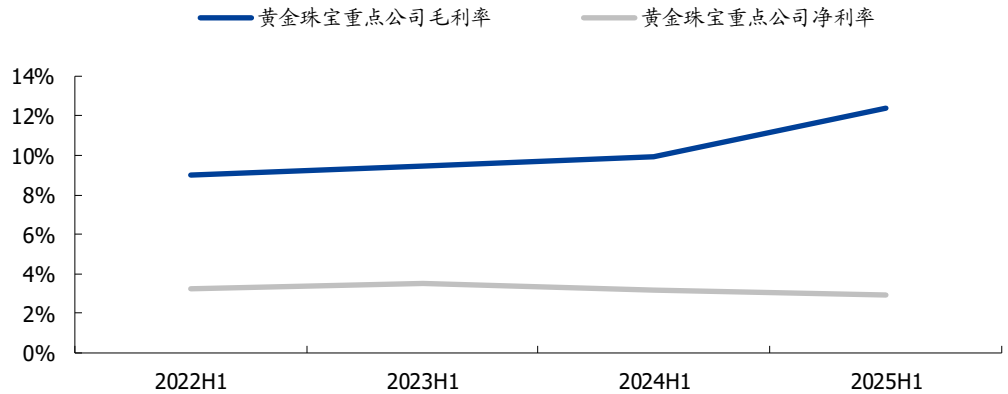
图表50: 2022H1~2025H1 黄金珠宝重点公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**盈利质量: 金价上涨叠加产品结构优化带动板块毛利率走高, 板块净利率仍保持相对稳定。** **1) 毛利率:** 2025H1 黄金珠宝板块重点公司毛利率同比提升 2.5pcts 至 12.4%，期内金价上涨以及产品结构的优化对板块公司毛利率具有改善作用； **2) 净利率:** 2025H1 黄金珠宝板块重点公司归母净利率同比下降 0.3pcts 至 2.9%，板块净利率保持相对稳定。

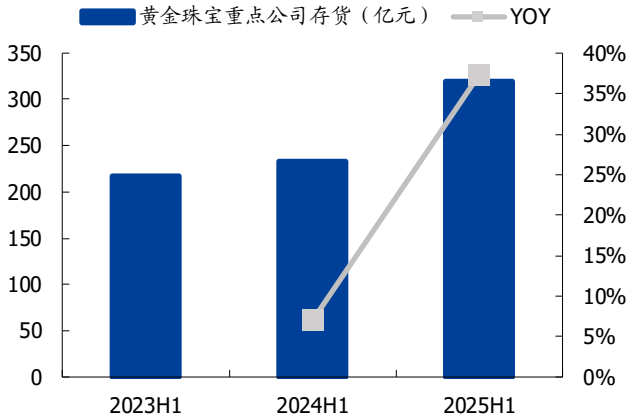
图表51: 2022H1~2025H1 黄金珠宝重点公司毛利率/净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

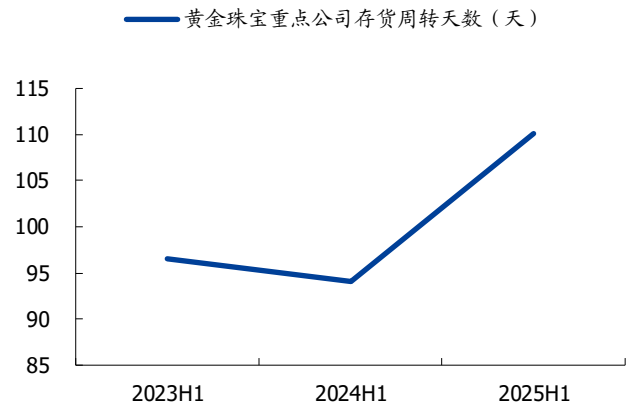
**营运质量: 2025H1 板块公司整体库存周转效率保持稳定。**截至 2025H1 末黄金珠宝重点公司合计存货同比增加 37.3%至 319.5 亿元，我们判断板块公司整体存货规模的增长主要系老铺黄金业务规模扩张带来，截至 2025H1 末老铺黄金存货同比增长 311.9%至 86.8 亿元，剔除老铺黄金影响后，板块公司库存总额仅增长 10%。从存货周转效率来看，2025H1 板块公司平均存货周转天数增加 16 天至 110 天，其中主要系周大生渠道发货模式变动所致，2025H1 周大生存货周转天数同比+143 天至 248 天，剔除周大生影响后，板块公司平均存货周转天数同比减少 5 天至 87 天。

图表52: 2023H1~2025H1 黄金珠宝重点公司存货及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表53: 2023H1~2025H1 黄金珠宝重点公司存货周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**现金流与分红:** 板块公司现金流表现同销售趋势大体一致, 个股分红情况存在差异。2025H1 黄金重点公司经营性现金流净额同比下降 36.7%至 51.37 亿元, 我们判断经营性现金流的下降主要系期内老铺黄金出于扩张需要, 加大存货的采购力度所致, 剔除老铺黄金影响因素后, 黄金珠宝重点公司经营性现金流净额同比下降 8.6%, 同销售趋势大体一致。分红方面, 板块公司分红率整体存在差异, 周大生 2025H1/2024H1 股利支付率为 46%/54%, 潮宏基 2025H1/2024H1 股利支付率为 27%/39%, 老凤祥/曼卡龙/老铺黄金 2025H1 股利支付率为 14%/21%/73%, 2024 年没有中期分红。

#### 4.2 板块运营展望: 积极推进产品优化, 古法金仍是重点

**渠道端:** 品牌公司线下拓店情况存在差异; 电商业务均加速拓展, 为业绩增长提供动力。

**1) 线下渠道:** 面对消费环境波动, 2025H1 黄金珠宝公司整体拓店出现分化。老凤祥/周大生/中国黄金门店数量较年初-288/-290/-585 家至 5550/4718/3651 家, 周大福 FY2026Q1 门店数量净关 306 家至 6337 家, 基于当前消费趋势来看, 我们判断门店数量较多的品牌整体拓店相对有限; 对比之下门店数量较少的品牌公司仍处于拓展阶段, 2025H1 菜百股份/潮宏基/老铺黄金门店数量较年初净开 3/31/5 家至 103/1542/41 家。2025 全年来看我们预计头部珠宝品牌公司门店或仍处于调整阶段, 而门店体量较少的公司开店或仍有较大开店空间。

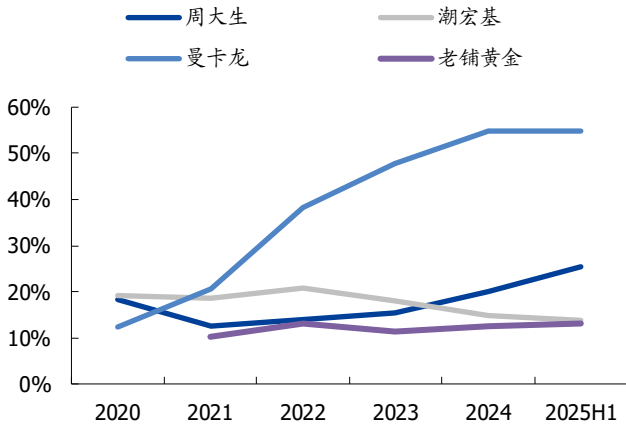
图表54: 黄金珠宝公司 2019~2025H1 门店数量 (家)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	变动
老凤祥	3893	4450	4945	5609	5994	5838	5550	-288
周大生	4011	4189	4502	4616	5106	5008	4718	-290
中国黄金	2931	3160	3721	3642	4257	4236	3651	-585
菜百股份	39	45	59	70	87	100	103	3
潮宏基	971	995	1076	1158	1399	1511	1542	31
老铺黄金	-	-	22	27	30	36	41	5
	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026Q1	
周大福	3978	4736	6072	7646	7549	6643	6337	-306
六福集团	2120	2366	2809	3,105	3583	3287	3162	-125

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

**2) 电商业: 2025H1 电商业得到重视, 缓解线下客流波动。**2025H1 珠宝公司进一步加大电商业拓展力度, 一方面为了弥补线下需求的不足, 另一方面旨在通过小红书、抖音等平台进行品牌营销, 2025H1 各公司电商渠道销售表现整体优于线下。2025H1 周大生电商业营收同比下降 1.94% 至 11.68 亿元, 毛利同比下降 0.88% 至 3.54 亿元, 经营表现优于线下渠道; 潮宏基 2025H1 电商营收下降 5.8% 至 5.7 亿元, 期内公司对电商业进行调整导致短期销售波动, 从盈利层面 2025H1 电商销售子公司净利润同比增长 70.64%。老凤祥 2025H1 开设运营老凤祥天猫旗舰店, 推进线上线下一体化发展。

图表55: 2020~2025H1 周大生/潮宏基/曼卡龙/老铺黄金电商业营收占比 (%)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

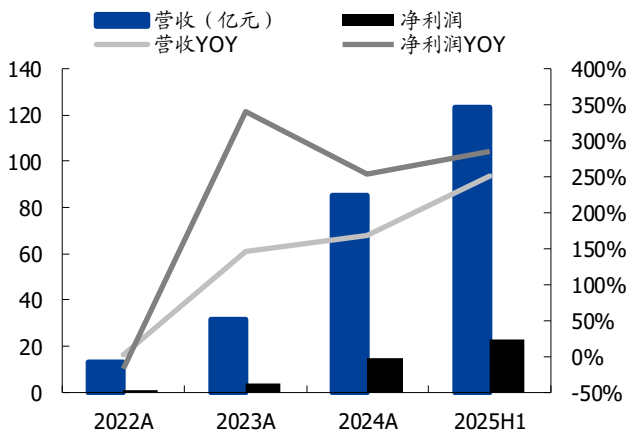
图表56: 老凤祥电商旗舰店



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

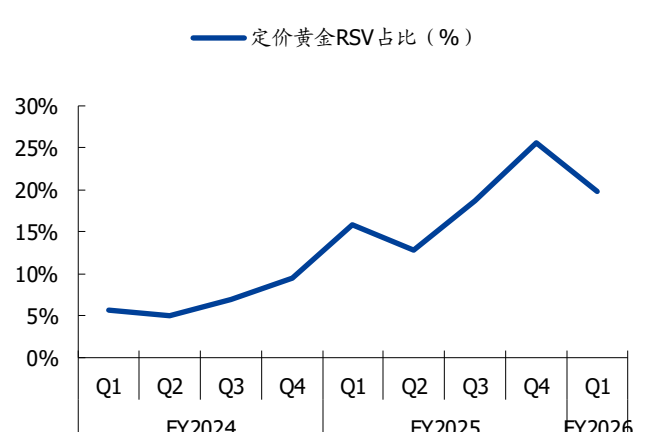
**产品端: 品牌公司继续加大古法工艺设计, 提升产品差异性。**近些年在国潮文化影响下, 消费群体对具有国潮文化属性以及高级感的黄金珠宝产品需求快速增长, 尤其是在金价高企背景下, 具有更高附加价值的古法黄金产品销售快速增长。2025H1 作为古法金代表的品牌公司老铺黄金营收/净利润同比+251%/+286%, 增速极其优异; 周大福 FY2026Q1 定价黄金产品零售额同比增长 20.8%, 在黄金首饰中占比由同期的 15.8% 提升至 19.8%, 同时 4 月公司推出全新“传喜”产品系列。

图表57: 2022~2025H1 老铺黄金营收及净利润表现 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表58: FY2024~FY2026Q1 周大福定价黄金 RSV 占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.3 重点标的及投资建议：关注具有强产品力/品牌力的优质公司

中长期来看标的公司向内寻求产品与渠道力提升，以增强市场竞争力。面对金价高企的态势，我们判断消费者或加强对于产品设计以及品牌力的关注，2025 年具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望跑赢行业。关注产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福、潮宏基】，受产品结构优化带动 FY2025 周大福经营利润同比增长 10%，周大福当前股价对应 FY2026PE 为 19 倍，潮宏基股价对应 2025 年 PE 为 27 倍。

图表59: 2025H1 黄金珠宝重点公司收入增速/归母净利润增速/毛利率/净利率

公司名称	2025H1		2025H1 毛利率		2025H1 净利率	
	收入 YOY	归母净利润 YOY	同比	毛利率	同比	净利率
老凤祥	-17%	-13%	-0.5pct	8.7%	+0.1pct	4.7%
周大生	-44%	-1%	+12.0pct	30.3%	+5.6pct	12.9%
潮宏基	+20%	+44%	-0.3pct	23.8%	+1.4pct	8.1%
菜百股份	+39%	+15%	-1.9pct	7.2%	-0.6pct	3.1%
中国黄金	-12%	-46%	+0.1pct	4.5%	-0.7pct	1.0%
老铺黄金	+251%	+286%	-3.2pct	38.1%	+1.7pct	18.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表60: 2025Q1~2025Q2 黄金珠宝部分重点公司收入/归母净利润增速

公司名称	2025Q1	2025Q2	2025Q1	2025Q2
	收入增速	收入增速	归母净利润增速	归母净利润增速
老凤祥	-32%	+11%	-24%	+1%
周大生	-47%	-38%	-26%	+31%
潮宏基	+25%	+13%	+44%	+44%
菜百股份	+30%	+50%	+17%	+9%
中国黄金	-40%	+19%	-63%	-20%
曼卡龙	+43%	+16%	+34%	+37%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5. 投资观点

**服装家纺：Q3 消费环境延续波动复苏态势，持续关注基本面稳健运营的细分运动鞋服板块。**Q3 以来居民服装消费仍处于波动态势，其中运动鞋服板块表现预计优于纺服大盘，同时各综合性运动品牌库销比整体也维持在 4-5 左右的健康水平，当前我们在服装板块中仍持续看好运动鞋服赛道的长期增长性。

- 运动鞋服板块重点推荐业绩确定性较强的龙头公司【安踏体育】，公司集团化运营能力卓越，以迪桑特、Kolon Sport 为代表的其他品牌分部增速优异，助力公司长期可持续增长，当前股价对应公司 2025 年 PE 为 18 倍；推荐长期业绩弹性较大的【李宁】，当前股价对应公司 2025 年 PE 为 19 倍；推荐跑步赛道运营领先的【特步国际】，短期主品牌表现稳健，新品牌索康尼长期收入和利润具备增长空间，当前股价对应公司 2025 年 PE 为 12 倍；关注高分红标的滔搏。
- 品牌服饰推荐新业务拓展顺利的【海澜之家】，对应 2025 年 PE 为 14 倍；推荐医用耗材+消费品两大业务协同发展的【稳健医疗】，对应 2025 年 PE 为 23 倍；推荐估值具备吸引力的【波司登】，FY2025 良好业绩有望落地，公司坚持迭代羽绒新品、丰富户外及防晒品类、打造功能性服饰综合品牌，中长期业绩有望持续高质量增长，对应 FY2026PE 为 12 倍。
- 家纺板块关注业绩弹性较大的罗莱生活，我们预计 2025 年以来国内家纺业务运营稳健，当前股价对应 2025 年 PE 为 14 倍。

**黄金珠宝：中长期来看标的公司向内寻求产品与渠道力提升，以增强市场竞争力。**面对金价高企的态势，我们判断消费者或加强对于产品设计以及品牌力的关注，2025 年具有明确产品差异性以及强品牌力的公司有望跑赢行业。

- 关注产品力以及渠道效率不断提升的标的公司【周大福、潮宏基】，受产品结构优化带动 FY2025 周大福经营利润同比增长 10%，周大福当前股价对应 FY2026PE 为 19 倍，潮宏基股价对应 2025 年 PE 为 27 倍。

**服饰制造：东南亚关税政策大方向基本落地，短期产业链利润分配变化或影响制造公司 2025 年-2026 年盈利预期表现。**中长期竞争格局持续优化，具备一体化和国际化产业链的龙头公司预计享受份额提升。

- 我们推荐对美业务占比较小、盈利表现稳健、估值性价比较高的【申洲国际】，对应 2025 年 PE 为 13 倍；关注新客户合作推进顺利、产能加速国际化布局的【华利集团】，对应 2025 年 PE 为 17 倍；关注收入增长稳健、中长期竞争力不断提升的【伟星股份】，对应 2025 年 PE 为 19 倍。

图表61: 重点公司估值表 (亿元, %, 倍)

	公司	评级	市值 (亿元)	2024年股利		归母净利润 (亿元)			PE		
				支付率	24A	25E	26E	24A	25E	26E	
运动 鞋服	安踏体育	买入	2694.9	39%	156.0	135.4	153.6	15.8	18.1	16.0	
	李宁	买入	488.3	50%	30.1	23.7	25.4	14.8	18.8	17.5	
	特步国际	买入	184.5	137%	12.4	13.7	15.0	13.6	12.3	11.2	
	361度	买入	131.5	44%	11.5	12.6	14.2	10.4	9.5	8.4	
	滔搏	买入	199.7	98%	22.1	12.9	13.0	8.2	14.2	14.0	
休闲 服饰	波司登	买入	519.2	82%	30.7	35.1	39.1	15.4	13.5	12.1	
	赢家时尚	买入	52.4	52%	4.7	5.0	5.6	10.2	9.6	8.5	
	比音勒芬	买入	94.9	37%	7.8	7.1	8.0	12.1	13.4	11.9	
	地素时尚	买入	61.2	77%	3.0	3.0	3.6	20.2	20.1	16.8	
	歌力思	增持	29.7	-6%	(3.1)	1.8	2.7	-	16.7	11.2	
	报喜鸟	买入	55.5	35%	4.9	3.2	4.0	11.2	17.2	13.9	
	海澜之家	买入	334.8	91%	21.6	24.5	28.4	15.5	13.7		
	太平鸟	买入	67.9	73%	2.6	2.2	2.9	26.3	31.2		
	森马服饰	买入	147.4	83%	11.4	8.4	10.8	13.0	17.5	13.6	
纺织 制造	稳健医疗	买入	246.7	54%	7.0	10.5	12.3	35.5	23.4	20.1	
	申洲国际	买入	923.7	56%	62.4	65.6	73.1	13.5	12.8	11.5	
	华利集团	买入	618.4	70%	38.4	35.5	43.3	16.1	17.4	14.3	
	健盛集团	买入	35.1	55%	3.2	3.1	3.5	10.8	11.3	10.0	
	伟星股份	买入	127.1	83%	7.0	6.7	7.6	18.1	19.0	16.7	
	新澳股份	买入	44.0	51%	4.3	4.4	5.0	10.3	10.0	8.8	
黄金 珠宝	老凤祥	买入	247.4	46%	19.5	14.8	15.9	12.7	16.7	15.5	
	周大生	增持	145.1	102%	10.1	11.0	12.1	14.4	13.2	12.0	
	周大福	买入	1436.4	85%	65.0	59.2	74.5	22.1	24.3	19.3	
家纺	潮宏基	增持	131.1	161%	1.9	5.0	5.9	67.7	26.5	22.1	
	罗莱生活	买入	71.6	115%	4.3	5.1	5.7	16.5	14.1	12.6	
	富安娜	买入	61.5	96%	5.4	3.8	4.1	11.3	16.3	15.1	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: A股收盘价截至2025年8月29日, H股收盘价截至2025年8月29日。

注: 安踏体育、李宁、特步国际、361度、申洲国际、滔搏、波司登、周大福、赢家时尚市值单位为亿港元, 波司登、滔搏、周大福24A为23/24财年。周大福归母净利润单位为亿港元, 汇率为1港元=0.91人民币元

注: 本文中选取部分重点上市公司作为样本, 进行趋势分析。具体公司名单如下:

- 1、H股运动鞋服: 安踏体育、李宁、特步国际、361度。
- 2、A股品牌服饰(中高端服饰+大众服饰+家纺): ①大众服饰: 太平鸟、海澜之家、森马服饰; ②中高端服饰: 比音勒芬、七匹狼、歌力思、报喜鸟、地素时尚; ③家纺: 罗莱生活、富安娜、水星家纺。
- 3、纺织制造: 健盛集团、华利集团、开润股份、申洲国际、裕元集团、浙江自然、牧高笛、华孚时尚、天虹纺织、百隆东方、航民股份、鲁泰A、孚日股份、联发股份、华茂股份、华纺股份、龙头股份、嘉欣丝绸、台华新材、伟星股份、新澳股份、诺邦股份。
- 4、黄金珠宝: 老凤祥、周大生、潮宏基、中国黄金、菜百股份、曼卡龙、老铺黄金。

## 6. 风险提示

**消费力疲软及消费环境波动风险。**当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费力修复不及预期，或对各公司终端流水造成影响。

**门店扩张不及预期。**在消费疲软的情况下，各公司的门店扩张会相对谨慎，新品牌的开展也会受到影响。

**电商业务建设不及预期。**目前电商业务在各个品牌公司中的收入占比较高，为了谋求稳健增长，公司加强各个平台间的精细化运营效率，倘若后续电商业务推进不及预期，或将对品牌公司收入业绩表现造成影响。

**汇率波动风险。**部分服饰制造公司及品牌公司存在海外业务，汇率波动会从收入及汇兑损益等层面对于公司财务表现造成影响。

**测算误差风险。**部分公司分渠道及分品牌表现系根据行业情况及公司业务情况推断，仅供参考，提醒关注测算误差风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com