



耐用消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）
yangyuqin@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：张宝晨

zhangbaochen@gjzq.com.cn

26Q1 服饰流水改善，美护头部效应凸显

零售环境回顾

纺服 2025 年全年弱复苏，26Q1 春节错期与低基数显著提速，出口短期受地缘冲突影响。2025 年纺服社零总额整体呈现弱复苏态势，全年累计同比增长约 3.2%，3-7 月服装零售增速低于社零整体增速，主要受春夏淡季及零售疲弱影响，9-11 月服装零售有所反弹，主要因为低基数以及双十一前置。26Q1 受春节错期与低基数影响，纺服社零同比增速显著提升，大幅跑赢大盘，板块边际改善显著，建议关注 26Q2 零售增长延续性。

美护 2025 年下半年加速修复，26Q1 延续稳健增长。2025 年美护全年累计社零同比增长 5.1%，显著高于 2024 年全年 -1.1% 及 2025 年大盘增速，下半年修复斜率加快，大促节点与品牌结构优化共同驱动下进入趋势复苏阶段。2026 年一季度则延续稳健增长态势，社零同比增速 5.9%，仍然跑赢大盘，同时行业内部结构持续升级，彩妆与美发赛道景气高于护肤，增长重心逐步转向头部品牌与细分赛道。

子版块 25 年报&26 一季报复盘

纺服板块：1) **运动：**25 全年&26Q1 流水表现乐观，专业运动占比及渠道优化持续推进。2025 年运动行业主要公司在行业竞争加剧背景下经营情况整体良好，展现较强的经营韧性。安踏体育/李宁/特步国际/361 度营收分别 +13.26%/+3.22%/4.23%/+10.64% 至 802.19/295.98/141.51/111.46 亿元。2) **男装女装：**男装经营情况平稳，比音勒芬 26Q1 表现亮眼。2025 年男装四家公司经营表现分化，海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王营收分别 +3.19%/+7.73%/+0.31%/-6.48%。女装行业经营承压，26Q1 有所修复。3) **家纺：**龙头受益大单品战略，盈利水平提升。26Q1 罗莱生活、水星家纺营收实现个位数增长，富安娜营收低基数下增长 14.3%，线上渠道快速增长带动各大品牌提升市占率以及盈利水平。4) **纺织制造：**2025 年稳健恢复，后续需持续观察地缘冲突对发货的影响。5) **上游：**受益于原材料价格增长。新澳股份/百隆东方 26Q1 营收同比增长 16.53%/14.85% 至 12.85/19.88 亿元。

美护板块：1) **美护：**增速放缓、内部分化加剧，具备强渠道和品牌壁垒公司持续领跑。2025 年美护需求端逐步修复，但板块内公司营收表现并未与社零同步均匀增长，而是显著分层，2025 年若羽臣/上美股份/毛戈平，营收分别同比 +94.35%/+35.12%/+30.01%。2) **医美：**供给扩容竞争加剧，营收整体明显分化，利润弹性弱于收入弹性。2025 年医美行业由过去牌照稀缺性下的高成长，随落证提速切换至供给扩容、居民消费信心不足下高客单价需求偏弱、价格下行的结构性调整阶段。锦波生物/乐普医疗/雍禾医疗/四环医药/新氧 2025 年营收分别同比 +10.57%/+6.2%/+0.21%/+37.71%/+3.9%。

投资建议

1) **弹性方向：**李宁 26 年目标高单增长高于行业平均，新系列荣耀金标以及户外开店空间较大有望带动公司整体品牌力以及增长向上，同时李宁本人持续增持彰显信心；推荐主品牌流水业绩恢复，新品牌有望拓展第二成长曲线的——比音勒芬；推荐大单品战略带动品牌破圈，线上高增带动品牌成长的家纺板块；推荐顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位的海澜之家。

2) **确定性方向：**基本面角度来看，纺织原材料板块景气度延续，业绩韧性突出，纺织原材料龙头产能向外转移已有多年的历史，产业链成熟。推荐制造龙头——新澳股份等。

3) **美护板块：**① **修复方向：**低基数效应叠加新品周期，Q2 业绩有望迎来反弹的巨子生物；管理层全面焕新，新品周期预计 520 开启的珀莱雅；② **高端方向：**依托东方美学心智成功拓展护肤、香水线，新兴平台粉丝基础坚实的毛戈平；③ **大众性价比方向：**高市场需求、渠道规则敏感度，成熟经验复用多元品牌矩阵的若羽臣、上美股份。

风险提示

内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险等



内容目录

一、内需仍保持弱复苏趋势，出口短期受地缘冲突影响	4
1.1、纺服：2025 年全年弱复苏，26Q1 春节错期与低基数显著提速	4
1.1、美护：2025 年下半年加速修复，2026Q1 延续稳健增长	4
二、纺服：经济弱复苏带动 26Q1 流水改善，重视运动家纺龙头及部分具备 α 的品牌	5
2.1、运动服饰板块 2025 年稳健经营，26Q1 流水表现乐观	5
2.2、男装板块经营情况平稳，比音勒芬 26Q1 表现亮眼	8
2.3、25 年女装行业经营承压，26Q1 有所修复	9
2.4、家纺龙头受益大单品战略，盈利水平提升	11
2.5、纺织制造：2025 年稳健恢复，后续需持续观察地缘冲突对发货的影响	12
2.6、上游 25 全年&26Q1 受益于原材料价格增长，户外制造有压力	14
2.7、潮宏基稳健增长	15
三、美护：线上渠道高拥挤度下头部效应放大，新产品、新赛道仍是核心突破点	16
3.1、美护增速放缓、内部分化加剧，具备强渠道和品牌壁垒公司持续领跑	16
3.2、医美供给扩容竞争加剧，利润弹性弱于收入弹性	20
四、投资建议	22
五、风险提示	22

图表目录

图表 1：24 年服装零售增速呈现 V 字形，25Q1 企稳弱复苏	4
图表 2：抢出口现象仍在持续，后续仍需观察美国关税变化	4
图表 3：美护 2025 年下半年加速修复，2026Q1 延续稳健增长	4
图表 4：细分赛道线上销售额月度同比增长 (%)	5
图表 5：2025 年体育龙头公司增速依然稳健 (单位：亿元)	6
图表 6：2026 年运动龙头预计维持稳健增长	6
图表 7：2026Q1 运动公司保持良好的销售流水	7
图表 8：2025 年运动品牌板块盈利水平稳中向好 (亿元)	7
图表 9：2025 年运动品牌板块广宣费用率整体有所优化	7
图表 10：运动品牌存货周转天数健康 (单位：天)	8
图表 11：男装板块经营情况平稳 (单位：亿元)	8
图表 12：男装板块盈利水平整体稳健	9
图表 13：2025 年男装板块费用率有所提升	9
图表 14：男装存货周转天数优化 (单位：天)	9
图表 15：25 年女装板块经营有所承压，26Q1 营收恢复 (单位：亿元)	10



图表 16:	2025 年女装板块整体盈利能力略有下降, 26Q1 有所恢复	10
图表 17:	2025 年&26Q1 女装整体费用率有所改善	11
图表 18:	存货周转天数 (单位: 天)	11
图表 19:	家纺个护板块稳健向上 (单位: 亿元)	11
图表 20:	家纺龙头毛利率水平分化	12
图表 21:	家纺个护各大公司费用管控整体良好	12
图表 22:	家纺个护公司存货周转天数 (单位: 天)	12
图表 23:	2025 年中游制造整体营收稳健, 26Q1 华利出货受地缘影响 (单位: 亿元)	13
图表 24:	2025 年中游制造整体盈利能力承压	13
图表 25:	2025 年中游制造龙头控费稳健	13
图表 26:	中游制造公司存货周转天数下降 (单位: 天)	14
图表 27:	2025 年&2026 Q1 上游&户外制造板块营收乐观 (单位: 亿元)	14
图表 28:	2025 年上游原材料公司盈利能力提升	14
图表 29:	2025 年上游&户外制造控费稳健	15
图表 30:	上游&户外制造公司存货周转天数小幅优化 (单位: 天)	15
图表 31:	潮宏基营收增速较快 (单位: 亿元)	15
图表 32:	潮宏基盈利水平提升	15
图表 33:	潮宏基费用率持续优化	16
图表 34:	潮宏基存货周转天数 (单位: 天)	16
图表 35:	2025 年美护线上渠道竞争加剧, 板块营收增长有所放缓 (单位: 亿元)	16
图表 36:	2025 年美护板块盈利能力延续分化	17
图表 37:	美护公司销售费用率持续上行	18
图表 38:	26Q1 美护公司毛销差整体稳中有升	19
图表 39:	美护公司库存管理优化成效显著 (单位: 天)	20
图表 40:	2025 年医美板块营收整体明显分化 (单位: 亿元)	20
图表 41:	2025 年医美板块整体盈利端显著承压	21
图表 42:	医美板块费用率	21
图表 43:	竞争加剧下医美板块动销有所承压 (单位: 天)	22

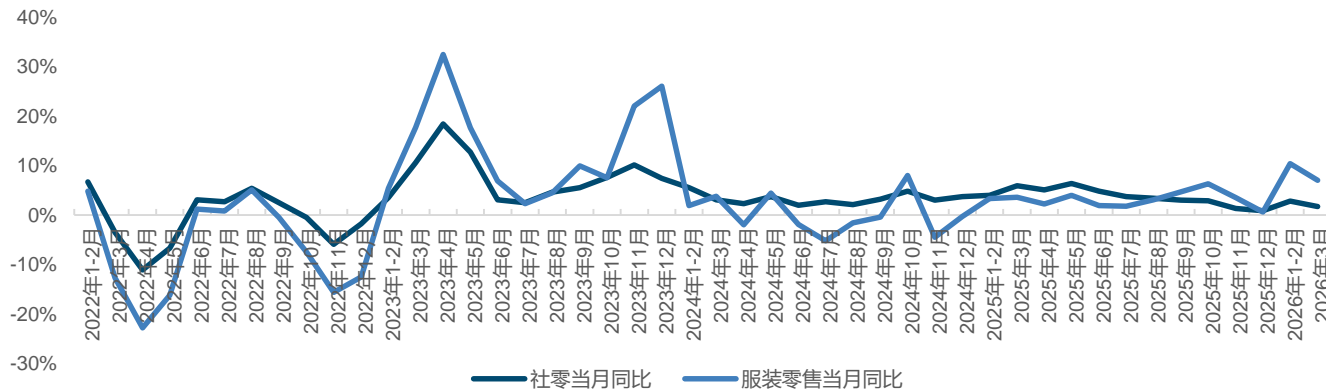


一、内需仍保持弱复苏趋势，出口短期受地缘冲突影响

1.1、纺织：2025 年全年弱复苏，26Q1 春节错期与低基数显著提速

2025 年纺织社零总额整体呈现弱复苏态势，全年累计同比增长约 3.2%，3-7 月服装零售增速低于社零整体增速，主要受春夏淡季及零售疲弱影响，9-11 月服装零售有所反弹，主要因为低基数以及双十一前置。26Q1 受春节错期与低基数影响，纺织社零同比增速显著提升，大幅跑赢大盘，板块边际改善显著。

图表1：24 年服装零售增速呈现 V 字形，25Q1 企稳弱复苏

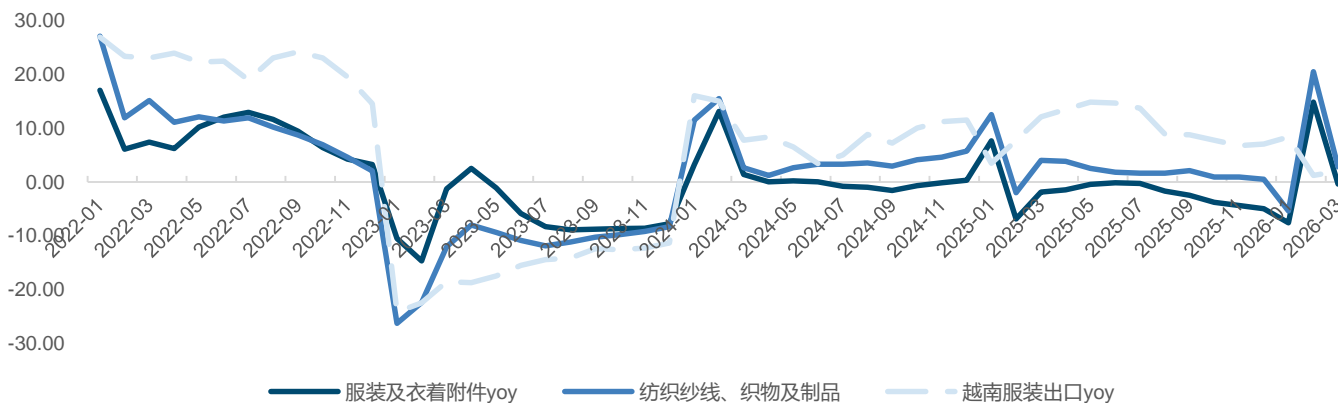


来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

2025 年服装出口受美国关税影响。2025 年服装及衣着附件/纺织纱线、织物及制品出口同比-5%/+0.5%，2025 年 1-3 月服装及衣着附件/纺织纱线、织物及制品出口同比-1.9%/+4.0%，4 月美国出台对等关税政策显著影响美国客户下单意愿，出口数据走低，Q4 出口受到 24Q4 高基数影响。越南作为近几年纺织业出口增长较快的国家之一，2025 年服装出口同比增长 7.03%（2024 年同比增长 11.47%），越南出口亦受到美国关税政策影响。

26Q1 出口仍受到 25 年抢出口高基数影响。26Q1 服装及衣着附件/纺织纱线及制品同比-0.4%/2.8%，越南服装出口同比增长 1.95%，25Q1 抢出口通过转口贸易等方式进行带来高基数，同时地缘冲突使得货物运输以及部分地区出货受到影响。展望未来，短期海外客户下单谨慎对出口端有影响，同时原材料价格提升影响制造企业盈利，我们认为上游制造龙头具备较强抗风险能力，可更好地应对外部宏观不确定性的影响。建议关注出口链后续修复趋势。

图表2：抢出口现象仍在持续，后续仍需观察美国关税变化



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

1.1、美护：2025 年下半年加速修复，2026Q1 延续稳健增长

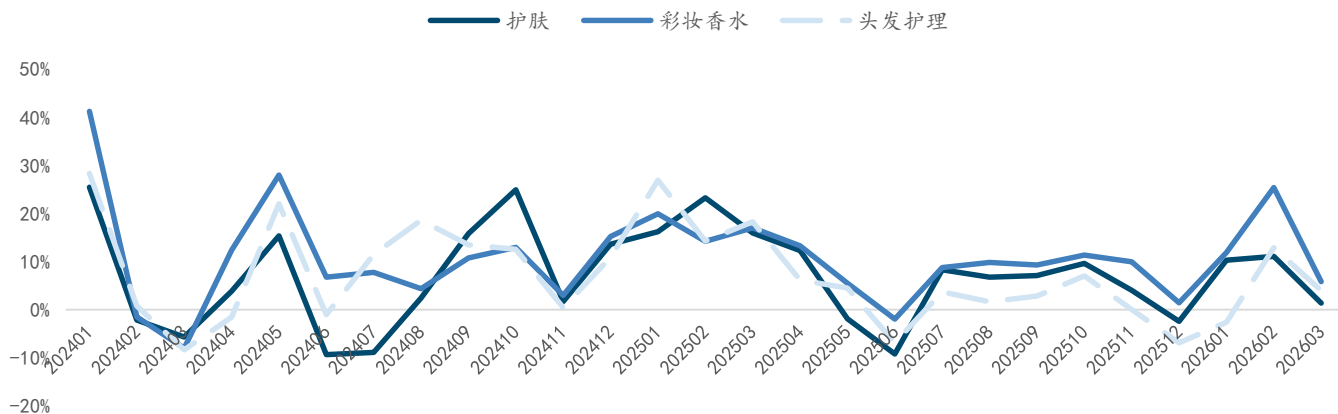
2025 年美护全年累计社零同比增长 5.1%，显著高于 2024 年全年-1.1%及 2025 年大盘增速，下半年修复斜率加快，大促节点与品牌结构优化共同驱动下进入趋势复苏阶段。2026 年一季度则延续稳健增长态势，社零同比增速 5.9%，仍然跑赢大盘，同时行业内部结构持续升级，彩妆与美发赛道景气高于护肤，增长重心逐步转向头部品牌与细分赛道。

图表3：美护 2025 年下半年加速修复，2026Q1 延续稳健增长



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

图表4：细分赛道线上销售额月度同比增长（%）



来源：久谦，国金证券研究所

二、纺服：经济弱复苏带动 26Q1 流水改善，重视运动家纺龙头及部分具备α的品牌

2.1、运动服饰板块 2025 年稳健经营，26Q1 流水表现乐观

2025 年运动行业主要公司在贸易政策不确定性上升以及行业竞争加剧背景下经营情况整体良好，展现了较强的经营韧性。安踏体育/李宁/特步国际/361 度营收分别+13.26%/+3.22%/4.23%/+10.64%至 802.19/295.98/141.51/111.46 亿元。

1) **安踏体育**继续发挥多品牌矩阵的优势，25 全年安踏主品牌营收为 347.5 亿元，同增 3.7%，线下通过差异化业态创新推动零售升级，超级安踏店效稳健增长，安踏冠军店效超 50 万，同时有效提升品牌在菁英户外、潮流时尚市场影响力。FILA 品牌营收为 284.7 亿元，同增 6.9%，其中鞋类拉动明显，新推出 FILA Vetta 驱动老爹鞋家族销量近千万双。其他品牌营收为 167.0 亿元，同增 59.2%，合计占比达 15.1% (+6pct)，分品牌均表现亮眼。迪桑特与可隆品牌高店效模式持续，其中迪桑特流水首次成功突破百亿；可隆将店铺布局全国化，深耕户外场景，25 年为集团增长最快的品牌。

2) **李宁** 25 营收稳健增长，直营单店改善，2025 年实现营收 296.0 亿元，同增 3.2%。分渠道看，直营渠道营收同比略降 3.3%，主要因为公司对渠道做出优化调整，直营渠道同比净减少 59 家至 1238 家，但直营店效仍增长。经销渠道营收同增 6.3%，其中 H2 增长 8.2%，环比加速。公司 25 年电商渠道营收同增 5.3%，线上客流提升高单位数，转化率有所改善，线上平均折扣改善低单位数。公司持续丰富产品结构，25 年跑步产品流水增长超 10%，跑鞋核心 IP 销量超 1100 万双，显示较强的品牌力。截至 25 年末渠道库销比为 4，库龄结构健康，6 个月内新品占比 83%。李宁以产品力为基础，整体维持稳健发展。

3) **特步国际**继续深耕跑步领域，成为中国跑步第一品牌。2025 年营收为 141.51 亿元，同比增长 4.23%，其中特步主品牌专注大众市场，营收同比 24 年增长 1.5%至 125.15 亿元，主要因为公司线上渠道表现良好，电商业务实现双位数增长，占主品牌收入超 30%。同时渠道优化，截至 2025 年底，特步成人店铺共 6357 家，其中 70%为新形象店。索康尼聚焦高端市场，产品方面推出胜利 23 跑鞋巩固专业地位，新增生活类及 OG 产品，推出 Lason Bell 等联名款触达高端人群。



4) **361度**把握低层级市场，同时持续提升品牌力，2025年实现营业收入111.46亿元，同增10.64%，增速放缓。在跑步领域，公司继续发力马拉松赛事，专业马拉松跑鞋年销量1750万双，跑步品类占鞋子营收50%，增长16%，打造顶级技术、专业技术、场地训练、日常跑步四大产品矩阵。在篮球领域签约NBA超级球星约基奇、戈登，通过球星中国行、亚洲行活动提升产品曝光，进一步提升品牌影响力。

图表5: 2025年体育龙头公司增速依然稳健(单位:亿元)

		2021	2022	2023	2024	2025
安踏体育	营业收入	493.28	536.51	623.56	708.26	802.19
	yoy	38.91%	8.76%	16.23%	13.58%	13.26%
李宁	营业收入	225.72	258.03	275.98	286.76	295.98
	yoy	56.13%	14.31%	9.96%	3.90%	3.22%
特步国际	营业收入	100.13	129.30	143.46	135.77	141.51
	yoy	22.53%	29.13%	10.94%	-5.36%	4.23%
361度	营业收入	59.33	69.61	84.23	100.74	111.46
	yoy	15.73%	17.31%	21.01%	19.59%	10.64%

来源: ifind, 国金证券研究所

总体来看, 2025年运动服饰龙头企业在市场波动中展现强大运营能力, 各大公司以跑鞋等产品为基础, 发挥差异性特点, 实现营收逆势增长, 未来在产品、渠道、营销多维度继续发力, 有望进一步巩固竞争优势, 提升市占率。展望2026年我们预计运动龙头仍将保持稳健发展, 安踏主品牌营收预计低单位数以上增长, FILA营收预计维持中单位数增长, 其他品牌(迪桑特/可隆)预计实现超20%的增长, 李宁营收预计高单位数增长。

图表6: 2026年运动龙头预计维持稳健增长

		2026年营收预测
安踏体育	安踏主品牌	低单位数以上增长
	FILA	中单位数增长
李宁	迪桑特/可隆	同比增长超20%
	李宁	高单位数增长
特步国际	特步主品牌	正增长
	索康尼	同比增长20%-30%
361度	361度	规模增长8%-10%

来源: 国金证券研究所

1) **安踏体育**继续发挥多品牌矩阵的优势。安踏主品牌线上调整顺利, 经销商灯塔店持续改造。2026Q1安踏主品牌线上流水实现中双位数增长, 其中安踏大货增长低双位数, 安踏儿童增长20%以上, 线上渠道管理层调整后实现加速增长。线下方面安踏大货增长中单位数, 安踏儿童增长高单位数。加盟渠道一季度扭转去年负增长趋势, 全年计划新增约200家灯塔店(年底预计达约500家), 提升加盟渠道形象与运营质量。公司26Q1折扣同比基本持平, 全渠道库销比低于5个月, 同比持平。FILA品牌产品、渠道持续优化, 增长实现再加速。FILA26Q1零售流水增长双位数, 增长主要来自核心品类驱动及冬奥、时装周催化; 其中线下增长高单位数, FILA Kids线下增长低双位数, FILA FUSION线下增长低双位数; 线上增长低双位数, 其中FILA Kids线上增长20%以上, FILA FUSION线上增长高单位数。FILAQ1库销比低于5个月较去年同期改善约半个月, 26Q1综合折扣同比基本持平。其他品牌零售流水同比增长40%左右, 正增长, 迪桑特Q1流水同比增长超过30%, 显著高于年初预期, 全渠道折扣维持在上, 库销比约五倍, 库存结构健康。可隆增长50%到55%, 线上线下折扣均9折以上, 库销比四个月以下。MAIA一季度实现约30到35%的稳健增长, 处于品牌孵化与能力建设并行阶段。其他品牌均展现出良好的成长势头。

2) **李宁**流水稳健增长。分渠道看, 公司线下直营流水同比录得10%-20%低段增长, 约一半贡献来自奥莱, 一季度直营奥莱流水实现双位数增长。批发渠道录得低单位数增长。26Q1末大货门店6075个, 较年初净减少16个, 其中直营减少46个, 批发业务净增加30个。李宁young门店1464个, 较年初净减少54个, 一季度仍在关店周期中, 下半年新开店将更多。电商实现高单位数增长, 业绩稳健。分品来看, 26Q1运动生活品类恢复个位数增长, 环比有所改善, 服装对流水拉动更明显。篮球Q1跌幅有所收窄, 其中线上渠道表现优于线下。跑鞋高基数下增速有所放缓, 公司在专业跑者心智方面有进一步突破。26Q1线上线下折扣同比去年Q1均有低单位数加深, 主要受竞争环境、消费环境未明显转好及去年同期高基数影响。26Q1末库销比5左右, 维持健康水平, 库存结构中新品占比80%以上。

3) **特步国际**继续深耕跑步领域, 加强专业跑步品牌心智。26Q1主品牌整体零售流水录得低单位数增长。其中电商业26Q1实现双位数增长, 领涨主品牌业务。一季度推出的冠军版跑鞋260X五代、260X五代Pro(无碳版竞速跑鞋)市场反馈良好, 产品风格简洁简约, 覆盖运动与日常生活场景。线上通过直播渠道发力, 抖音及兴趣电商平台增长显著; 后续将完善爆款矩阵, 以旗舰跑鞋领涨, 满足多场景需求。线下渠道方面26年重点推出第十代新形象店, 覆盖



购物中心、奥莱、街铺/县城大店等场景，优化终端体验，公司将加快购物中心店型匹配与布局，借助 DTC 模块拓展购物中心和奥莱渠道，主动关闭小店低效门店；索康尼加速线下开店及整改节奏，26Q1 流水增长超 20%。

4) 361 度流水维持快速增长趋势。26Q1 线下主品牌同店增速为 10% 左右，在 2025 年 Q1 高基数及激烈竞争格局下仍保持该增速；主装和童装折扣率维稳在 7 折左右，控销比稳定在 4.5 到 5 的区间。26Q1 线上流水增速为中双位数，线上折扣水平平稳，约 4 到 4.5 折；线上专供品占比接近核心增长动力。截至 2026 年 Q1 末，超品店共 142 家，其中童装超品店 22 家；2026 年新开超品店目标为接近 100 家，管理层对该店型及全年开店指引持乐观态度。产品方面，26 年 1 月公司推出中国城市青少年田径精英赛官方认定跑鞋飙速 5 pro 及赛道小强体测战靴。2 月推出超级训练鞋厉风 SL，适用于 HYROX 运动，性能可媲美国际一线大牌。3 月推出疾风家族第三代产品，包括疾风 max、疾风 ET2、疾风 Light 3 等。

整体来看，26 年 Q1 由于春节、元旦错期叠加各大公司库存恢复到低位，流水势头良好。各大公司依然聚焦专业运动，同时不断迭代爆款产品夯实自身竞争力，费用方面管控严格，但在品牌心智建设方面仍坚定投入，我们持续看好运动服饰龙头的成长性，建议关注 26Q2 销售流水的延续性。

图表7：2026Q1 运动公司保持良好的销售流水

公司	品牌	26Q1
安踏体育	安踏主品牌	高单位数正增长
	FILA	10%-20%低段正增长
	其他品牌	45%-50%正增长
李宁	李宁	李宁（不包含李宁 YOUNG）录得中单位数正增长
特步国际	特步主品牌	低单位数同比增长
	索康尼	超过 20%同比增长
361 度	361 度主品牌	线下同比录得约 10%增长；线上录得中双位数增长。

来源：ifind，国金证券研究所

2025 年运动板块盈利水平除 361 度保持不变外均小幅降低。安踏体育/李宁/特步国际毛利率分别同比-0.17pct/-0.42pct/-0.35pct 至 62.00%/48.95%/42.85%。其中安踏主品牌毛利率下降 0.9pct，FILA 毛利率下降 1.4pct，主要系电商渠道占比提升。李宁主要由于批发渠道毛利率优化 0.2pct。特步主品牌因为电商竞争压力比较大，25 年电商折扣影响，专业运动主要受到鞋服比例影响。当前板块盈利水平尚未完全恢复至常态区间，我们认为待未来消费需求有所好转，终端折扣进一步优化，2026 年板块盈利水平有望进一步回升。

图表8：2025 年运动品牌板块盈利水平稳中向好（亿元）

		2021	2022	2023	2024	2025
安踏体育	毛利率	61.64%	60.24%	62.59%	62.17%	62.00%
	净利率	16.66%	15.37%	18.08%	23.99%	19.52%
李宁	毛利率	53.03%	48.38%	48.38%	49.37%	48.95%
	净利率	17.77%	15.75%	11.55%	10.51%	9.92%
特步国际	毛利率	41.72%	40.92%	42.17%	43.20%	42.85%
	净利率	8.88%	7.06%	7.20%	9.12%	9.69%
361 度	毛利率	41.67%	40.52%	41.10%	41.53%	41.53%
	净利率	12.51%	11.73%	12.35%	11.84%	12.00%

来源：ifind，国金证券研究所

2025 年各公司维持较高的广宣等费用开支。特步国际销售费用率同步+1.46pct 至 22.58%，主要因电商增长导致平台/物流费用增加。安踏/李宁/361 度销售费用率同比-0.74pct/-1.03pct/-1.71pct 至 32.08%/21.12%/21.95%，体现精细化营销策略与费用效率优化。安踏体育/李宁/361 度管理费用分别同比增加 0.53pct/0.53pct/0.72pct，安踏和 361 度主要因员工开支增加，李宁电商业务费用增加；特步国际同比-0.85pct 至 9.66%。整体来看 2025 年为冬奥营销期，各大公司均加大营销力度，但费用端管控情况较好，我们预计 2026 年各大公司会延续对费用的精细化管理，费用率水平有望持续优化。

图表9：2025 年运动品牌板块广宣费用率整体有所优化

		2021	2022	2023	2024	2025
安踏体育	销售费用率	35.99%	36.59%	34.76%	36.21%	35.47%
	管理费用率	5.94%	6.69%	5.92%	5.93%	6.46%



		2021	2022	2023	2024	2025
李宁	销售费用率	27.19%	28.35%	32.90%	32.08%	31.05%
	管理费用率	4.92%	4.31%	4.55%	4.98%	5.51%
特步国际	销售费用率	18.89%	20.81%	23.48%	21.12%	22.58%
	管理费用率	11.88%	11.24%	10.73%	10.51%	9.66%
361度	销售费用率	19.21%	20.59%	22.12%	21.95%	20.24%
	管理费用率	9.41%	7.78%	7.48%	6.94%	7.66%

来源: ifind, 国金证券研究所

2025年运动品牌各大公司稳健去库存, 李宁/特步国际存货控制较好, 存货周转天数整体保持稳定; 安踏体育周转天数同比增长14天至135天, 主要归因于存货较上年增加; 361度周转天数同比增长10天至117天, 主要源于年初主动增加制成品存货水平的策略性决定。各大品牌当前环境下更注重精细化运营, 严控库存情况, 库存水平进入较为健康的区间, 驱动各公司折扣水平优化以及运营压力减轻。

图表10: 运动品牌存货周转天数健康 (单位: 天)

	2021	2022	2023	2024	2025
安踏体育	125	136	121	121	135
李宁	53	57	62	63	63
特步国际	76	89	89	79	76
361度	86	90	92	107	117

来源: ifind, 国金证券研究所

2.2、男装板块经营情况平稳, 比音勒芬 26Q1 表现亮眼

2025年男装四家公司经营表现分化, 海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王营收分别+3.19%/+7.73%/+0.31%/-6.48%至216.26/43.14/51.69/29.75亿元。2026Q1受春节错期与低基数影响, 各公司均实现增长, 海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王营收分别+7.66%/+18.36%/+10.46%/+5.74%至66.61/15.22/14.40/9.46亿元。

1) 海澜之家渠道结构调整成果明显, 2025年直营门店净增加116家至1629家, 直营收入同比增长19.21%, 同时海外以及斯搏兹、京东奥莱发展迅速, 25年海外地区实现营业收入4.53亿元, 同比增长27.7%, 25年末海外门店总数达147家, 26年预计继续贡献增量。2026Q1归母净利润同增1.51%至9.49亿元, 经营稳健。

2) 比音勒芬主品牌竞争力提升, 其中25Q4单季度收入逆势增长10.77%, 主要受益于主品牌客群粘性突出, 且公司持续加强品牌力建设, 提高主品牌、新品牌声量。2025年公司电商渠道销售收入4.51亿元/yoy+71.49%, 线下门店稳步扩张至1400家带动业绩高速增长。2026Q1营收15.22亿元/yoy+18.36%, 增速大幅提高。

3) 报喜鸟终端零售承压, 哈吉斯表现亮眼, 乐飞叶逆势增长。公司重点投入品牌推广、渠道结构等方面, 积极应对外部环境挑战。分品牌来看, 2025年报喜鸟、哈吉斯、乐飞叶和宝鸟品牌收入分别同比-5.65%/+7.99%/+23.72%/-11.82%至13.5/19.2/4.1/8.9亿元。公司毛利率稳中略降至64.51%/-0.51pct, 主要由于行业整体盈利能力承压, 宝鸟毛利率下降拖累。在品牌矩阵方面, 2025年公司成功收购Woolrich品牌全球(除欧洲外)知识产权, 有望通过Woolrich的国际影响力推动公司国际化布局。

4) 九牧王持续深化“男裤专家”的战略变革, 提升男裤的优势带动上装的销售。在产品方面, 公司整合优质面料资源, 与国际知名设计师合作, 不断推出差异化新品, 进一步强化九牧王男裤的品类优势。在渠道方面, 公司优化渠道结构。截至2025年末, 公司线下销售终端数量为2257家, 其中直营终端910家, 加盟终端1347家, 平均单店面积持续扩大, 门店空间持续优化。线上方面, 公司已全面布局主流电商平台、微商城以及其他新兴线上渠道, 构建起线上线下互通的销售网络, 以全域触及前端顾客。

图表11: 男装板块经营情况平稳 (单位: 亿元)

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
海澜之家	营业收入	207.54	201.62	216.26	61.87	66.61
	yoy	15.98%	-2.85%	3.19%	0.16%	7.66%
比音勒芬	营业收入	35.36	40.04	43.14	12.86	15.22
	yoy	22.56%	13.24%	7.73%	1.42%	18.36%
报喜鸟	营业收入	52.54	51.53	51.69	13.03	14.4
	yoy	21.82%	-1.92%	0.31%	-3.70%	10.5%
九牧王	营业收入	30.55	31.81	29.75	8.95	9.5



公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
	yoy	16.60%	4.12%	-6.48%	-4.79%	5.7%

来源: ifind, 国金证券研究所

2025年男装板块盈利水平整体稳健, 2025年&26Q1海澜之家毛利率同比+0.36/-1.3pct, 主要因为斯搏兹、京东奥莱直营店毛利率低于主业, 比音勒芬毛利率同比小幅下降1.92pct至75.09%, 其中线上销售/直营销售/加盟销售毛利率分别变化1.92/-2.36/-3.11pct, 报喜鸟毛利率稳中略降至64.51%/-0.51pct, 主要由于行业整体盈利能力承压, 宝鸟毛利率下降拖累。九牧王受益于产品结构优化毛利率有所提升。26Q1各大男装品牌控制折扣, 毛利率同比基本保持平稳。

图表12: 男装板块盈利水平整体稳健

公司	盈利指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
海澜之家	毛利率	44.47%	44.51%	44.87%	46.61%	45.32%
	净利率	13.71%	10.30%	9.86%	15.12%	13.80%
比音勒芬	毛利率	78.61%	77.01%	75.09%	75.42%	75.27%
	净利率	25.76%	19.49%	12.77%	25.77%	25.37%
报喜鸟	毛利率	64.71%	65.02%	64.51%	67.93%	65.55%
	净利率	13.87%	10.09%	6.78%	13.24%	16.50%
九牧王	毛利率	63.56%	64.98%	65.59%	65.10%	65.10%
	净利率	6.16%	5.48%	9.74%	21.67%	7.39%

来源: ifind, 国金证券研究所

男装各大公司费用率普遍上升。26Q1海澜之家销售费用率同比上升0.81%, 管理费用率改善0.76pct至4.02%, 在直营门店快速布局背景下控费良好。26Q1比音勒芬销售费用率同比增长0.52pct, 主因为推广新品牌及拓展线上线渠道。管理费用率改善0.94pct至5.40%。报喜鸟25全年销售费用率提升明显主要系公司加大市场拓展力度包括品牌推广投入及人力成本增加。2025年九牧王销售费用率为43.82%, 同比提升0.18pct, 基本保持稳健。

图表13: 2025年男装板块费用率有所提升

公司	费用指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
海澜之家	销售费用率	20.22%	23.10%	23.85	20.27%	21.07%
	管理费用率	4.47%	4.94%	4.77	4.78%	4.02%
比音勒芬	销售费用率	37.09%	40.27%	46.80	34.84%	35.36%
	管理费用率	7.85%	9.27%	8.54	6.34%	5.40%
报喜鸟	销售费用率	38.66%	41.34%	43.42	39.71%	39.08%
	管理费用率	7.05%	7.36%	9.05	8.12%	7.71%
九牧王	销售费用率	36.59%	43.64%	43.82	34.92%	32.57%
	管理费用率	7.33%	6.65%	6.59	4.80%	5.23%

来源: ifind, 国金证券研究所

板块库存整体改善, 26Q1海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王库存周转天数分别为248/275/226/224天, 同比变化-60/+4/-23/-49天, 主因终端零售恢复, 各大公司均严控库存, 期待库存情况持续改善。

图表14: 男装存货周转天数优化(单位: 天)

公司	2024Q1	2025Q1	2026Q1
海澜之家	240	308	248
比音勒芬	200	271	275
报喜鸟	229	249	226
九牧王	246	273	224

来源: ifind, 国金证券研究所

2.3、25年女装行业经营承压, 26Q1有所修复

2025年&26Q1女装行业在消费波动以及行业竞争加剧背景下有所承压, 其中25全年歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份营收分别-5.90%/-3.72%/-4.39%/5.35%至28.57/21.36/42.02/14.80亿元。26Q1歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣



贺股份营收分别 7.77%/6.20%/-3.30%/7.15%至 7.44/5.08/10.75/3.72 亿元，经营出现修复趋势。

- 1) 歌力思国内总体保持良好增长态势，带动公司 2025 年实现营业收入 28.57 亿元，同比下降 5.90%，原因 Ed hardy 品牌 25 年出表，剔除后本年实际收入增加 0.63 亿，可比口径增长 2.25%。公司主要品牌 ELLASSAY 品牌、self-portrait 品牌、Laurèl 品牌及品牌在国内市场除 ELLASSAY 外均保持正增长，增速分别为 -0.38%/+16.2%/+12.7%/+14.9%，带动国内业务增长 5.6%。在渠道方面，公司打造社交媒体营销矩阵，通过植入热播剧集和 KOL 协助推广，在高基数基础上线上渠道营收同比增长 1.14%。26Q1 营收 7.44 亿元，同比增长 7.77%，经营逐步恢复。
- 2) 地素时尚 2025 年营收 21.36 亿元，同降-3.72%，主因终端消费环境恶化和渠道调整。在渠道方面，公司线上收入实现逆势增长，同比增长 27.03%至 4.67 亿元，线下渠道营收同比下滑 9.79%，受 2025 门店净减少 97 家影响。公司深入精细化全渠道会员运营项目，结合线上效率和线下体验，打通全渠道数据和权益，为客户不同诉求提供差异化的购物体验。同时结合线上、线下营销特点，通过线上拓客叠加线下复购，尝试多平台流量运营引流至线下门店，扩展门店新客。26Q1 营收 5.08 亿元，同比增长 6.20%。
- 3) 锦泓集团受外部消费环境变化影响，公司线上、线下业务均略有下滑。公司 2025 年实现营收 42.02 亿元，同降-4.39%，其中线上营收 16.26 亿元，同降 6.74%，线下营收 24.31 亿元，同降 5.06%。
- 4) 欣贺股份品牌定位升级、渠道变革成效显著。2025 年公司实现营业收入 14.80 亿元，同比增长 5.35%，其中自营销售/经销模式分别同比增长 6.77%/83.06%至 10.08/0.93 亿元，在线下渠道方面，稳步推进核心商圈的战略入驻与门店升级。全年新开业 70 家门店，涵盖中高端购物中心、核心商圈旗舰店及标杆商场店等多种店型，持续强化与核心渠道的战略绑定；在管自营门店占比已超 90%，进一步强化终端零售的管控力。26Q1 营收 3.72 亿元，同比增长 7.15%。

图表 15: 25 年女装板块经营有所承压, 26Q1 营收恢复 (单位: 亿元)

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
歌力思	营业收入	29.15	30.36	28.57	6.90	7.44
	yoy	21.73%	4.14%	-5.90%	-7.82%	7.77%
地素时尚	营业收入	26.49	22.19	21.36	4.79	5.08
	yoy	10.38%	-16.23%	-3.72%	-10.90%	6.20%
锦泓集团	营业收入	45.45	43.95	42.02	11.11	10.75
	yoy	16.57%	-3.29%	-4.39%	-3.59%	-3.30%
欣贺股份	营业收入	17.59	14.05	14.80	3.47	3.72
	yoy	0.92%	-20.10%	5.35%	-4.73%	7.15%

来源: ifind, 国金证券研究所

2025 年&26Q1 女装板块毛利率稳健。2025 年&26Q1 歌力思毛利率同比变化-0.46/5.15pct，一季度线上、线下销售毛利率均有所改善。地素时尚毛利率同比小幅上升。

图表 16: 2025 年女装板块整体盈利能力略有下降, 26Q1 有所恢复

公司	盈利指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
歌力思	毛利率	67.79%	67.36%	66.90%	65.69%	70.84%
	净利率	5.56%	-8.42%	7.99%	8.22%	7.91%
地素时尚	毛利率	74.46%	74.84%	74.91%	76.32%	77.46%
	净利率	18.64%	13.68%	12.19%	17.25%	19.79%
锦泓集团	毛利率	69.20%	68.63%	67.87%	70.25%	69.57%
	净利率	6.55%	6.97%	5.39%	8.01%	10.31%
欣贺股份	毛利率	69.43%	67.05%	66.56%	69.48%	72.94%
	净利率	5.69%	-4.79%	1.20%	1.78%	4.87%

来源: ifind, 国金证券研究所

26Q1 板块内各公司销售费用率普遍降低，主因公司执行预算管理，国内市场费用率有所下降。歌力思 2025 年&26Q1 销售费用率同比下降 2.74%/1.19%，主因公司严格控费，提升精细化运营能力；海外持续推进降本增效方案，费用率有所改善。2025 年板块内公司管理费用率处于改善明显，歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份管理费用率同比变化 -2.21/-1.60/+0.54/-0.88pct。2025Q1 管理费用率保持稳定，歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份管理费用率同比变化 -1.70/+0.86/+0.84/+0.30，反映各大公司精细化运营持续推进。



图表17: 2025年&26Q1女装整体费用率有所改善

公司	费用指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
歌力思	销售费用率	46.08%	50.00%	47.26%	48.35%	47.16%
	管理费用率	8.34%	9.41%	7.20%	7.37%	5.67%
地素时尚	销售费用率	40.46%	45.74%	46.41%	45.65%	43.76%
	管理费用率	7.14%	8.75%	7.15%	8.32%	9.18%
锦泓集团	销售费用率	51.34%	50.80%	51.26%	47.87%	46.75%
	管理费用率	3.90%	4.33%	4.87%	4.27%	5.11%
欣贺股份	销售费用率	45.99%	54.36%	50.28%	48.84%	50.69%
	管理费用率	7.81%	6.56%	5.68%	4.84%	5.15%

来源: ifind, 国金证券研究所

2026Q1 女装板块存货情况呈现分化。歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份库存周转天数同比-16/-35/+47/-93 天。2026Q1 歌力思、地素时尚、欣贺股份库存水平明显改善, 各大女装公司推进精细化运营严控库存, 库存水平逐步优化。

图表18: 存货周转天数(单位: 天)

公司	2024Q1	2025Q1	2026Q1
歌力思	335	298	282
地素时尚	286	333	298
锦泓集团	230	273	320
欣贺股份	587	526	433

来源: ifind, 国金证券研究所

2.4、家纺龙头受益大单品战略, 盈利水平提升

2025&2026Q1 家纺公司受益于大单品战略经营改善, 个护品牌稳健医疗维持稳健增长。

1) 26Q1 稳健医疗营收同比增长 2.84%至 26.79 亿元, 归母净利润同比增长 1.18%至 2.51 亿元, 其中医疗板块实现营收 13.2 亿元, 同增 5.4%, 核心品类手术室耗材、高端敷料营收良性增长。消费板块 26Q1 实现营收 13.4 亿元, 在去年同期卫生巾和棉柔巾营收高基数背景下仍实现正增长。渠道方面看, 商超渠道实现双位数增长, 线下门店营收平稳增长, 电商渠道高基数下持平。

2) 2025 年罗莱生活营收为 48.39 亿元, 同比增长 6.13%, 其中线上渠道营收 17.47 亿元, 同比增长 26.4%。直营渠道 25 全年营收 4.27 亿元, 同比增长 6%; 加盟渠道营收 14.33 亿元, 同比下滑近 1%, 线上高增驱动公司成长。26Q1 罗莱生活营收同比增长 5.87%至 11.58 亿元, 归母净利润同比增长 30.54%至 1.48 亿元, 业绩增长稳定, 国内家纺业务延续了 2025 服装消费品温和回暖的趋势。

3) 2025 年富安娜营收为 25.85 亿元, 同比下降 14.16%, 营收受去库影响。26Q1 富安娜收入同增 14.30%至 6.13 亿元, 归母净利润同比增长 15.10%至 6462 万元, 分渠道来看, 26Q1 电商渠道低双位数增长, 直营渠道增长相近, 加盟渠道增长 50%以上, 团购渠道个位数增长, 加盟渠道发货逐步修复, 电商渠道在大单品战略推动下快速增长。

4) 2025 年水星家纺营收为 45.28 亿元, 同比增长 7.99%, 公司坚定推进推行大单品战略, 聚焦睡眠科技主赛道, 人体工学枕、雪糕被等核心爆款产品持续发力, 带动枕芯和夏凉被等品类高速增长, 构建差异化竞争壁垒。渠道方面, 2025 年线上营收同比增长 15.47%, 成为业绩增长主要引擎; 线下加盟业务持续提质增效, 全域协同效应显著增强。26Q1 水星家纺收入同增 5.74%至 9.79 亿元, 归母净利润同比增长 17.09%至 1.05 亿元。

图表19: 家纺个护板块稳健向上(单位: 亿元)

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
稳健医疗	营业收入	81.85	89.78	109.49	26.05	26.79
	yoy	-27.89%	9.69%	21.96%	36.46%	2.84%
罗莱生活	营业收入	53.15	45.59	48.39	10.94	11.58
	yoy	0.02%	-14.22%	6.13%	0.57%	5.87%
富安娜	营业收入	30.30	30.11	25.85	5.36	6.13
	yoy	-1.62%	-0.63%	-14.16%	-17.79%	14.30%



公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
水星家纺	营业收入	42.11	41.93	45.28	9.26	9.79
	yoy	14.93%	-0.43%	7.99%	1.20%	5.74%

来源: ifind, 国金证券研究所

个护/家纺龙头公司盈利水平逐步优化。家纺龙头持续推进产品结构优化, 毛利率2026Q1 稳健医疗/罗莱生活/富安娜/水星家纺毛利率同比变化+0.46/+3.62/-2.16/2.39 pct 至 48.92%/49.58%/52.31%/46.29%。2026Q1 净利率整体增长, 稳健医疗/罗莱生活/富安娜/水星家纺净利率同比增长 0.06/2.40/0.07/1.04pct 至 10.11%/12.75%/10.55%/10.74%。

图表20: 家纺龙头毛利率水平分化

公司	盈利指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
稳健医疗	毛利率	48.99%	47.32%	47.64%	48.45%	48.92%
	净利率	7.09%	8.25%	7.44%	9.54%	10.11%
罗莱生活	毛利率	47.26%	48.01%	50.53%	45.98%	49.58%
	净利率	10.77%	9.44%	10.74%	10.33%	12.75%
富安娜	毛利率	55.64%	56.05%	53.20%	54.48%	52.31%
	净利率	18.88%	18.01%	13.02%	10.47%	10.55%
水星家纺	毛利率	40.04%	41.40%	44.95%	43.95%	46.29%
	净利率	9.00%	8.74%	8.98%	9.70%	10.74%

来源: ifind, 国金证券研究所

家纺个护各大公司费用管控整体良好。2026Q1 稳健医疗/罗莱生活/水星家纺销售费用率同比增长 0.54 /2.26/1.82pct 至 22.82%/23.92%/28.22%, 富安娜销售费用率同降 2.46%至 33.98%。通过优化各渠道提升品牌形象。各大公司管理费用率整体改善, 2026Q1 稳健医疗/富安娜/水星家纺管理费用率同比下降 0.35/0.49/1.45/0.48 pct 至 8.00%/8.21%/3.00%/4.85%, 费用管控情况良好。

图表21: 家纺个护各大公司费用管控整体良好

公司	费用指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
稳健医疗	销售费用率	25.53%	25.22%	24.05%	22.28%	22.82%
	管理费用率	8.48%	7.50%	7.81%	8.35%	8.00%
罗莱生活	销售费用率	24.70%	26.38%	26.74%	21.66%	23.92%
	管理费用率	5.95%	6.58%	7.61%	8.70%	8.21%
富安娜	销售费用率	26.14%	27.63%	32.40%	36.44%	33.98%
	管理费用率	3.73%	3.53%	3.36%	4.45%	3.00%
水星家纺	销售费用率	24.10%	24.43%	28.00%	26.39%	28.22%
	管理费用率	4.30%	4.46%	4.50%	5.33%	4.85%

来源: ifind, 国金证券研究所

存货周转保持稳健。2026Q1 富安娜/水星家纺存货周转天数同比缩短 62/4 天至 219/177 天, 库存情况优化明显, 稳健医疗/罗莱生活存货周转天数同比增加 4/14 天至 135/171 天, 期待逐步改善。

图表22: 家纺个护公司存货周转天数 (单位: 天)

公司	2024Q1	2025Q1	2026Q1
稳健医疗	130	131	135
罗莱生活	194	157	171
富安娜	223	281	219
水星家纺	167	181	177

来源: ifind, 国金证券研究所

2.5、纺织制造: 2025 年稳健恢复, 后续需持续观察地缘冲突对发货的影响

2025 年纺织中游制造板块营收展现弹性。华利集团/申洲国际/晶苑国际营收分别增长 4.06%/8.13%/6.95%至 249.80/309.94/26.41 亿元。华利集团 2025 年全年销售运动鞋 2.27 亿双, 同比增长 1.59%, ASP 同比增长低单位数,



公司增长主要依靠量增驱动，2026年Q1公司营收同比下降19.4%至43.1亿元，发货受到地缘冲突影响，26Q1阿迪已成为前五大客户。申洲国际运动类、休闲类产品销售额同比分别上升5.9%/16.7%，欧美市场整体表现更优。裕元集团制造业务订单整体稳定，营收增长0.5%至56.48亿美元，主要受订单分配和关税影响。晶苑国际因订单需求增加、扩充雇员队伍，在维持高效营运的同时实现迅速的产能增长，公司营收逐步回稳。整体来看，随着海外大客户库存逐步回到正常水平，订单拐点到来驱动2025年中游制造龙头营收均展现良好的弹性。

图表23：2025年中游制造整体营收稳健，26Q1华利出货受地缘影响（单位：亿元）

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
华利集团	营业收入	201.14	240.06	249.80	53.53	43.1
	yoy	-2.21%	19.35%	4.06%	12.34%	-19.4%
申洲国际	营业收入	249.70	286.63	309.94	-	-
	yoy	-10.12%	14.79%	8.13%	-	-
裕元集团	营业收入	50.60	56.21	56.48	13.28	-
	yoy	-18.4%	11.1%	0.5%	5.9%	-
晶苑国际	营业收入	21.77	24.70	26.41	-	-
	yoy	-12.59%	13.42%	6.95%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据，单位为亿美元）

2025年纺织制造整体盈利承压。华利集团25Q4净利率为12.24%，同比下降3.04pct，随着未来新投工厂逐步提效，盈利水平有望稳健增长。由于新工厂仍处于加速建设阶段，26Q1毛利率/净利率同比下降5.03/5.34pct，随着新工厂效率爬坡带动业绩增长，盈利能力有望恢复。申洲国际2025年毛利率/净利率同降1.75/2.97pct至26.35%/18.80%，主要由于员工薪酬增加及关税成本。裕元集团各个制造厂区的产能负载不均、部分产线生产效率未达设定标准，2025毛利率同比下降1.7pct至18.2%。晶苑国际持续投资于自动化，加之经验丰富的管理团队，生产效率得到优化，推动盈利水平提升。

图表24：2025年中游制造整体盈利能力承压

公司	盈利指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
华利集团	毛利率	25.59%	26.80%	21.89%	22.90%	17.87%
	净利率	15.91%	15.98%	12.84%	14.26%	8.92%
申洲国际	毛利率	24.27%	28.10%	26.35%	-	-
	净利率	18.25%	21.77%	18.80%	-	-
裕元集团	毛利率	19.2%	19.9%	18.2%	17.7%	-
	净利率	5.8%	7.8%	6.7%	5.7%	-
晶苑国际	毛利率	19.19%	19.69%	19.90%	-	-
	净利率	7.54%	8.13%	8.51%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据，其净利率为经营净利率）

2025年中游制造费用管控情况良好。华利集团25年销售费用率同降0.05pct，管理费用率同降1.66pct，26Q1管理费用率同比增长0.54pct至4.25%。申洲国际控费效果良好，2025年销售费用率同比下降0.15pct至0.81%，管理费用率稳健。晶苑国际管理费用率同降0.40pct，裕元集团SG&A同降0.2pct至10.2%，各大中游制造公司深度推进降本增效，我们预计板块费用整体优化为长期趋势。

图表25：2025年中游制造龙头控费稳健

公司	费用指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
华利集团	销售费用率	0.35%	0.32%	0.27%	0.35%	0.45%
	管理费用率	3.43%	4.48%	2.82%	3.71%	4.25%
申洲国际	销售费用率	0.66%	0.96%	0.81%	-	-
	管理费用率	7.53%	6.76%	6.76%	-	-
裕元集团	SG&A	10.9%	10.4%	10.2%	10.8%	-
晶苑国际	销售费用率	1.24%	1.59%	1.66%	-	-
	管理费用率	10.01%	8.66%	8.26%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

2025年中游制造龙头库存普遍优化。2025年华利集团/申洲国际/裕元集团/晶苑国际存货周转天数同比下降5/7/4/4



天。华利集团核心品牌客户运营保持健康，26Q1 部分客户受地缘政治、关税政策不确定影响延迟下单或要求延迟发货，存货周转天数同比增长 9 天。申洲国际通过提升数字化水平和柔性生产能力来快速响应市场需求，晶苑国际、裕元集团亦注重库存管理。2026 年伴随部分大客户订单改善，同时中游制造公司数智化制造升级持续推进，库存情况有望持续优化。

图表26：中游制造公司存货周转天数下降（单位：天）

	2023	2024	2025	2024Q1	2025Q1	2026Q1
华利集团	63	60	55	79	74	83
申洲国际	118	114	107	114	-	-
裕元集团	87	75	79	75	77	-
晶苑国际	53	47	51	47	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：申洲国际/晶苑国际为年度数据；裕元集团为制造端数据）

2.6、上游 25 全年&26Q1 受益于原材料价格增长，户外制造有压力

2025 年和 26Q1 上游&户外制造板块营收整体改善趋势增强。开润股份/新澳股份/浙江自然/百隆东方 25 年营收分别同增 15.36%/4.37%/2.11%/2.22%至 48.92/50.52/10.24/78.61 亿元，26Q1 同比增长 1.92%/16.53%/5.75%/14.85% 12.57/12.85/3.77/19.88 亿元。1) 开润股份 25 年归母净利润同比下降 13.10%至 3.31 亿元，26Q1 同比增长 15.72%至 0.99 亿元，主要系去年同期取得上海嘉乐控制权时，按照公允价值计量产生的一次性投资收益增加了去年同期基数所致。2) 新澳股份各类产品营业收入稳健增长，毛精纺纱/羊绒纱线 25 年同比变化-0.74%/+19.26%至 25.24/18.46 亿元，营业收入占比分别为 49.97%/36.54%，26Q1 保持增势，主要受益于订单恢复以及羊毛价格提升。3) 浙江自然在行业景气提升和技术优势条件下，25 全年与 26Q1 主要品类量增、海外产能释放驱动营收稳定增长。4) 百隆东方 2025 年全年营收同比下降 1.02%至 78.61 亿元，26Q1 同比增长 14.85%至 19.88 亿元，2025 年 4 月初美国全球关税政策出台，导致上半年销量承压；三季度起公司通过下调销售均价 9%到 10%以价换量，下半年销量实现两位数增长，带动全年主营业务收入增长。

图表27：2025 年&2026Q1 上游&户外制造板块营收乐观（单位：亿元）

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
开润股份	营业收入	31.05	42.40	48.92	12.34	12.57
	yoy	13.28%	36.56%	15.36%	35.57%	1.92%
新澳股份	营业收入	44.38	48.41	50.52	11.03	12.85
	yoy	12.37%	9.07%	4.37%	0.29%	16.53%
浙江自然	营业收入	8.23	10.02	10.24	3.57	3.77
	yoy	-12.95%	21.75%	2.11%	30.40%	5.75%
百隆东方	营业收入	69.14	79.41	78.61	17.31	19.88
	yoy	-1.08%	14.86%	-1.02%	-5.63%	14.85%

来源：ifind，国金证券研究所

2025 全年和 26Q1 原材料制造公司盈利水平提升，户外制造公司盈利波动。开润股份 2025 年净利率同比下降 1.72pct 至 7.74%，26Q1 同比增长 0.70pct 至 8.29%，25 净利率下降主要系去年同期取得上海嘉乐控制权时，按照公允价值计量产生的一次性投资收益增加了去年同期基数所致。新澳股份毛利和净利水平稳中有增，毛精纺纱/羊毛毛条/改性处理及染整加工业务毛利持续优化。浙江自然 2025 全年和 26Q1 净利率分别下降 0.16pct/7.82pct 至 18.77%/19.24%，受成本上涨影响。百隆东方 2025 年平均毛利率增长 3.47pct，主要因销售均价同比下降 5.7%，但成本同步下降约 10%，26Q1 整体延续 2025 年均价承压、成本持续修复的态势，后续棉价上涨有望在价格端体现。我们预计 2026 年上游原材料龙头盈利水平有望持续改善。

图表28：2025 年上游原材料公司盈利能力提升

公司	盈利指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
开润股份	毛利率	24.35%	22.86%	23.94%	24.71%	24.25%
	净利率	3.70%	9.46%	7.74%	7.59%	8.29%
新澳股份	毛利率	18.63%	18.98%	19.96%	20.78%	20.38%
	净利率	9.70%	9.34%	10.22%	9.58%	9.71%
浙江自然	毛利率	33.84%	33.72%	32.30%	38.83%	34.23%
	净利率	15.57%	18.93%	18.77%	27.06%	19.24%
百隆东方	毛利率	8.65%	10.20%	13.67%	14.86%	17.07%



公司	盈利指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
	净利率	7.29%	5.17%	8.35%	10.02%	12.20%

来源: ifind, 国金证券研究所

2025 全年和 26Q1 上游&户外制造费用率总体保持稳健。开润股份销售费用率 2025 全年和 26Q1 分别下降 1.00pct/0.60pct 至 4.26%/3.35%，管理费用率 25 和 26Q1 同样改善，引入 SAP 系统实现公司业务数据化降低管理成本举措有效。新澳股份管理费用率稳定，销售费用率 2025 年同降 0.23pct 至 1.86%，主要系销售部门人力成本及宣传开支的合理控制。浙江自然销售费用率与管理费用率小幅增长，百隆东方 2025 年控费效果良好。

图表29: 2025 年上游&户外制造控费稳健

公司	费用指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
开润股份	销售费用率	6.44%	5.26%	4.26%	3.95%	3.35%
	管理费用率	6.43%	5.99%	5.86%	6.47%	5.42%
新澳股份	销售费用率	2.12%	2.09%	1.86%	2.02%	1.91%
	管理费用率	2.84%	3.18%	3.16%	3.37%	3.10%
浙江自然	销售费用率	2.41%	2.43%	2.77%	1.40%	1.73%
	管理费用率	7.14%	7.06%	7.29%	4.82%	4.76%
百隆东方	销售费用率	0.59%	0.47%	0.39%	0.78%	1.03%
	管理费用率	4.79%	3.70%	3.52%	4.08%	3.45%

来源: ifind, 国金证券研究所

2025 全年和 26Q1 上游&户外制造板块存货周转情况基本稳定。开润股份/百隆东方存货周转天数 26Q1 同降 1/62 天，浙江自然保持稳健。新澳股份存货有所提升主要由于原材料及存货储备增加，存货同比增加。

图表30: 上游&户外制造公司存货周转天数小幅优化 (单位: 天)

公司	2024Q1	2025Q1	2026Q1
开润股份	60	83	82
新澳股份	190	219	223
浙江自然	118	112	112
百隆东方	244	275	213

来源: ifind, 国金证券研究所

2.7、潮宏基稳健增长

潮宏基 25 业绩提速增长, 优化渠道布局。公司 2025 年实现营收 93.18 亿元/yoy+10.48%, 归母净利润 4.97 亿元/yo+156.66%, 剔除商誉减值影响后归母股东净利润 6.42 亿元/yoy+85.77%。分渠道看, 公司 25 年自营/加盟代理/网络销售分别同比增长 8.35%/79.77%/2.84%。品牌矩阵迅速带动营收增长, 截至 2025 年末公司加盟代理店数量共 1486 家, 同比净增 214 家。2025 年公司根据市场细化需求, 在强化潮宏基珠宝主品牌的同时, 公司推进“潮宏基|Soufflé”作为“珠宝礼赠专家”的差异化定位, 通过差异化的产品组合、消费环境和消费体验满足细化人群的需求, 扩大渠道拓展的空间。截至 2025 年末, 已开出“潮宏基|Soufflé”门店 96 家。2026Q1 公司业绩维持增长, 实现营收 22.98 亿元/yoy+10.93%。

图表31: 潮宏基营收增速较快 (单位: 亿元)

营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
潮宏基 营业收入	59.00	65.18	93.18	22.52	24.98
yoy	33.56%	10.48%	42.96%	25.36%	10.93%

来源: ifind, 国金证券研究所

盈利水平提升。潮宏基 25/26Q1 毛利率同比变化-1.54/+3.99pct 至 22.06%/26.92%, Q1 公司时尚珠宝首饰收入增长超过 30%, 带来毛利额的增加。25/26Q1 净利率同比变化+2.46/+2.16pct 至 5.06%/10.59%, 公司净利率增长主要由于核心业务“潮宏基”珠宝的贡献。

图表32: 潮宏基盈利水平提升

盈利水平	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
潮宏基 毛利率	26.07%	23.60%	22.06%	22.93%	26.92%
净利率	5.59%	2.60%	5.06%	8.43%	10.59%



来源：ifind，国金证券研究所

潮宏基费用管控良好，25 全年销售费用率为 9.27%，近三年持续优化；潮宏基推进精细化运营，26Q1 销售费用率同比同比减少 2.34pct 至 11.69%，管理费用率亦下降 0.06pct。

图表33：潮宏基费用率持续优化

费用指标		2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
潮宏基	销售费用率	14.10%	11.36%	9.27%	14.03%	11.69%
	管理费用率	1.60%	1.92%	1.56%	2.13%	2.07%

来源：ifind，国金证券研究所

2026Q1 潮宏基库存货周转天数同比增长 36 天至 208 天，主要由于金价上涨以及公司增加原料储备。

图表34：潮宏基存货周转天数（单位：天）

公司	2024Q1	2025Q1	2026Q1
潮宏基	186	172	208

来源：ifind，国金证券研究所

三、美妆：线上渠道高拥挤度下头部效应放大，新产品、新赛道仍是核心突破点

3.1、美妆增速放缓、内部分化加剧，具备强渠道和品牌壁垒公司持续领跑

2025 年美妆公司营收增长较 24 年整体高增速有所放缓，内部分化进一步扩大。2025 年化妆品社零累计同比+5.1%，高于 2024 年全年-1.1%，说明美妆需求端逐步修复，但板块内公司营收表现并未与社零同步均匀增长，而是显著分层。2025 年高增长阵营集中在若羽臣/上美股份/毛戈平，营收分别同比+94.35%/+35.12%/+30.01%；中速增长阵营包括逸仙电商(+26.66%)、润本股份(+17.19%)、水羊股份(+17.47%)、丸美生物(+16.48%)、上海家化(+11.25%)；负增长阵营则包括珀莱雅(-1.68%)、巨子生物(-0.37%)、贝泰妮(-6.58%)、敷尔佳(-6.14%)、拉芳家化(-7.92%)、福瑞达(-8.33%)。2025 年虽然需求总量温和修复，但线上渠道竞争加剧、流量成本上升、平台结构变化和新品周期差异，导致不同公司营收表现出现显著偏离，板块已从 2024 年渠道红利下的普遍修复切换到由产品力、渠道力和品牌力主导的强分化阶段。2026Q1 分化趋势延续，若羽臣/敷尔佳/贝泰妮分别同比+73.34%/+82.12%/+17.84%，体现出低基数修复、渠道调整见效或新品/品牌恢复；而珀莱雅/丸美生物/水羊股份分别为-2.29%/+4.09%/+10.34%，增速较 2025 年全年继续放缓或维持温和增长。2025 年抖音仍是主要增量渠道，但增速逐步回落；天猫在低基数下边际改善，依赖单一平台红利的增长模式在弱化，未来将更依赖全渠道运营、渠道运营效率优化和新品迭代。根据核心增长逻辑，板块公司可以分为三类，中高速增长的公司均已具备优质运营能力的同时，已建立显著的渠道或品牌壁垒：

- 公司拥有强渠道壁垒，具备高市场需求、渠道规则敏感度，能够将成熟经验复用多元品牌矩阵，如若羽臣、上美股份。若羽臣高增长主要由自有品牌放量和品牌管理业务同步驱动，2025 年自有品牌/品牌管理收入分别同比增长 262%/82%，自有品牌收入占比已达 53%，收入结构向高毛利自有品牌迁移。上美股份增长主要来自韩束在抖音等内容电商平台维持强势增长，品牌 2025 年收入同比+31.6%，其中抖音/天猫/京东收入分别同比 37%/26%/19%，产品矩阵进一步拓展，护肤新品拓展 X 肽系列等，并发力男士、头部护理、身体护理等赛道。

- 公司高端化心智、品牌势能持续扩张，如毛戈平、水羊股份。2025 年毛戈平彩妆与护肤双品类持续放量，线上、线下渠道同步扩张，作为稀缺高端国货龙头具备强经营韧性。水羊股份高端品牌矩阵如 EDB、ReVive 等势能持续释放，自有品牌占比提升推动公司恢复增长，高投入背景下短期增速相对温和。

- 公司处于产品迭代、渠道调整或核心品牌承压阶段，如珀莱雅、贝泰妮、巨子生物、福瑞达等。珀莱雅 2025 年、26Q1 营收同比持续下降，主要受主品牌珀莱雅增长放缓、外资品牌竞争加剧以及天猫渠道运营压力加大。巨子生物 2025 年增长承压，主要由于可复美品牌受外部冲击及行业价格竞争影响出现放缓，同时自播达播结构调整影响短期收入。丸美生物 26Q1 增速放缓，主要由于彩妆子品牌恋火进入调整期，增速低于预期。

图表35：2025 年美妆线上渠道竞争加剧，板块营收增长有所放缓（单位：亿元）

营收		2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
丸美生物	营业收入	22.26	29.70	34.59	8.47	8.81
	yoy	28.52%	33.44%	16.48%	28.01%	4.09%
水羊股份	营业收入	44.93	42.37	49.77	10.85	11.98
	yoy	-4.86%	-5.69%	17.47%	5.19%	10.34%
珀莱雅	营业收入	89.05	107.78	105.97	23.59	23.05



	yoy	39.45%	21.04%	-1.68%	8.13%	-2.29%
贝泰妮	营业收入	55.22	57.36	53.59	9.49	11.18
	yoy	10.14%	3.87%	-6.58%	-13.51%	17.84%
敷尔佳	营业收入	19.34	20.17	18.93	3.01	5.48
	yoy	9.29%	4.32%	-6.14%	-26.39%	82.12%
福瑞达	营业收入	45.79	39.83	36.51	8.76	9.00
	yoy	-64.65%	-13.02%	-8.33%	-1.63%	2.78%
若羽臣	营业收入	13.66	17.66	34.32	5.74	9.95
	yoy	12.25%	29.26%	94.35%	54.16%	73.34%
润本股份	营业收入	10.33	13.18	15.45	2.40	2.67
	yoy	20.66%	27.61%	17.19%	44.00%	11.27%
上海家化	营业收入	65.98	56.79	63.17	17.04	17.95
	yoy	-7.16%	-13.93%	11.25%	-10.59%	5.38%
拉芳家化	营业收入	8.60	8.89	8.18	2.10	2.23
	yoy	-3.08%	3.37%	-7.92%	-6.27%	6.21%
毛戈平	营业收入	28.86	38.85	50.50	-	-
	yoy	57.78%	34.61%	30.01%	-	-
上美股份	营业收入	41.91	67.93	91.78	-	-
	yoy	56.64%	62.08%	35.12%	-	-
巨子生物	营业收入	35.24	55.39	55.19	-	-
	yoy	49.05%	57.17%	-0.37%	-	-
逸仙电商	营业收入	34.15	33.93	42.98	8.34	-
	yoy	-7.86%	-0.63%	26.66%	7.78%	-

来源: ifind, 国金证券研究所

2025 年美护板块盈利能力延续分化, 差异化定位构筑的竞争优势进一步凸显。若羽臣/上海家化/水羊股份 2025 年全年毛利率同增 15.23/4.99/2.52pct 至 59.80%/62.59%/65.53%, 若羽臣高毛利自有品牌持续放量, 上海家化产品结构优化成效显著; 敷尔佳/巨子生物/丸美生物毛利率同降 1.67/1.75/0.59pct 至 80.06%/80.34%/74.29%, 巨子生物受品类扩充及销售成本增加影响, 盈利略有波动但仍处高位。净利率方面, 上海家化/逸仙电商/上美股份 2025 年全年净利率同增 18.91/18.78/0.75pct 至 4.24%/-2.15%/12.58%, 上海家化扭亏成效显著, 逸仙电商亏损大幅收窄; 敷尔佳/丸美生物/润本股份净利率同降 9.93/4.40/2.41pct 至 22.85%/7.13%/20.36%, 敷尔佳受市场竞争加剧及渠道结构调整等因素影响利润有所承压。26Q1 若羽臣/拉芳家化/福瑞达毛利率同增 10.72/4.19/4.67pct 至 64.66%/52.07%/55.97%, 延续结构升级趋势; 敷尔佳/丸美生物/贝泰妮毛利率同降 5.83/2.23/4.12pct 至 77.20%/73.82%/73.35%。26Q1 拉芳家化/贝泰妮/若羽臣净利率同增 3.40/2.26/2.49pct 至 9.63%/5.55%/7.27%; 丸美生物/珀莱雅/福瑞达净利率同降 4.51/0.55/3.03pct 至 11.46%/16.64%/4.17%。毛戈平凭借稀缺的品牌文化及差异化定位, 2025 年毛利率 84.22%、净利率 23.87%, 保持稳定的高盈利水平。

图表36: 2025 年美护板块盈利能力延续分化

盈利指标		2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
丸美生物	毛利率	70.69%	73.70%	74.29%	76.05%	73.82%
	净利率	12.47%	11.53%	7.13%	15.97%	11.46%
水羊股份	毛利率	58.44%	63.01%	65.53%	63.76%	65.04%
	净利率	6.65%	2.63%	2.97%	3.86%	2.91%
珀莱雅	毛利率	69.93%	71.39%	73.26%	72.78%	74.53%
	净利率	13.82%	14.71%	14.56%	17.19%	16.64%
贝泰妮	毛利率	73.90%	73.74%	74.46%	77.47%	73.35%
	净利率	13.75%	8.63%	9.64%	3.29%	5.55%
敷尔佳	毛利率	82.23%	81.73%	80.06%	83.03%	77.20%
	净利率	38.76%	32.78%	22.85%	30.35%	31.29%



福瑞达	毛利率	46.49%	52.68%	52.76%	51.30%	55.97%
	净利率	8.00%	7.44%	6.50%	7.20%	4.17%
若羽臣	毛利率	40.24%	44.57%	59.80%	53.94%	64.66%
	净利率	3.97%	5.98%	5.66%	4.78%	7.27%
润本股份	毛利率	56.35%	58.17%	58.31%	57.67%	59.10%
	净利率	21.88%	22.77%	20.36%	18.41%	19.71%
上海家化	毛利率	58.97%	57.60%	62.59%	63.40%	65.85%
	净利率	7.58%	-14.67%	4.24%	12.75%	12.37%
拉芳家化	毛利率	47.83%	47.87%	49.1%	47.88%	52.07%
	净利率	6.32%	4.61%	-3.8%	6.23%	9.63%
毛戈平	毛利率	84.83%	84.37%	84.22%	-	-
	净利率	22.99%	22.69%	23.87%	-	-
上美股份	毛利率	72.05%	75.22%	76.43%	-	-
	净利率	11.02%	11.83%	12.58%	-	-
巨子生物	毛利率	83.63%	82.09%	80.34%	-	-
	净利率	41.09%	37.22%	34.70%	-	-
逸仙电商	毛利率	73.60%	77.13%	78.20%	79.08%	-
	净利率	97%	-20.93%	-2.15%	-0.67%	-

来源：ifind，国金证券研究所

2025 年美妆公司销售费用率持续上行，但提升节奏有所放缓，毛销差整体稳中有升。若羽臣/敷尔佳/拉芳家化 2025 年全年销售费用率同增 18.23/11.23/4.87pct 至 48.01%/48.32%/36.73%；逸仙电商/毛戈平/贝泰妮同降 5.83/0.73/0.04pct 至-28.52%/48.28%/49.93%。26Q1 福瑞达/若羽臣/珀莱雅销售费用率同增 7.65/7.27/5.20pct 至 43.14%/53.16%/50.83%；敷尔佳/贝泰妮/拉芳家化同降 7.28/3.01/1.46pct 至 45.61%/53.03%/30.45%。虽然部分流量向淘天、线下、私域等费用率相对较低的渠道回流，但抖音仍为主要的增量渠道，平台流量政策变化进一步加剧流量竞争，且多数品牌新品推出节奏快，大量新品仍需持续进行市场投放，整体销售费用率短期内较难看到拐点。但随着公司渠道运营体系逐渐成熟，毛销差整体呈现稳中有升，2026Q1 美妆公司毛销差同比改善显著，多数公司较 2025 年全年的同比降幅明显收窄或由负转正。26Q1 毛销差同比提升幅度（较 2025 年同比）前五名为敷尔佳/拉芳家化/若羽臣/润本股份/水羊股份，分别提升 14.3/9.3/6.4/3.2/0.2pct，盈利能力修复趋势显现。

图表37：美妆公司销售费用率持续上行

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
丸美生物	销售费用率	53.86%	55.04%	59.45%	52.17%	53.82%
	管理费用率	4.89%	3.65%	4.65%	2.90%	3.59%
水羊股份	销售费用率	41.35%	49.06%	51.84%	49.55%	50.96%
	管理费用率	5.24%	6.15%	5.69%	5.77%	6.45%
珀莱雅	销售费用率	44.61%	47.88%	49.63%	45.63%	50.83%
	管理费用率	5.11%	3.39%	3.81%	4.22%	5.02%
贝泰妮	销售费用率	47.26%	49.97%	49.93%	56.04%	53.03%
	管理费用率	7.48%	8.94%	9.24%	12.44%	9.48%
敷尔佳	销售费用率	27.53%	37.09%	48.32%	52.89%	45.61%
	管理费用率	4.67%	4.27%	4.94%	7.39%	3.66%
福瑞达	销售费用率	31.59%	36.73%	37.44%	35.49%	43.14%
	管理费用率	4.87%	4.59%	4.91%	4.72%	4.67%
若羽臣	销售费用率	27.82%	29.78%	48.01%	45.89%	53.16%
	管理费用率	6.83%	5.56%	3.36%	2.91%	1.70%
润本股份	销售费用率	26.02%	28.80%	31.46%	31.45%	32.14%
	管理费用率	3.19%	2.45%	2.27%	3.69%	3.52%



上海家化	销售费用率	41.98%	46.69%	48.00%	40.41%	42.01%
	管理费用率	9.34%	10.74%	9.27%	7.87%	7.37%
拉芳家化	销售费用率	24.89%	31.86%	36.73%	31.91%	30.45%
	管理费用率	6.79%	6.36%	6.73%	5.64%	5.28%
毛戈平	销售费用率	48.94%	49.01%	48.28%	-	-
	管理费用率	6.66%	6.89%	5.33%	-	-
上美股份	销售费用率	53.46%	58.11%	58.43%	-	-
	管理费用率	8.00%	6.22%	5.94%	-	-
巨子生物	销售费用率	33.04%	36.26%	37.25%	-	-
	管理费用率	4.87%	4.64%	4.66%	-	-
逸仙电商	销售费用率	65.33%	66.86%	-	66.44%	-
	管理费用率	14.67%	13.10%	7.06%	7.78%	-

来源: ifind, 国金证券研究所

图表38: 26Q1 美护公司毛销差整体稳中有升

公司		2024	2025	2026Q1
丸美生物	毛销差 (%)	18.7	14.8	20.0
	同比 (pct)	1.8	-3.8	-3.9
水羊股份	毛销差 (%)	14.0	13.7	14.1
	同比 (pct)	-3.1	-0.3	-0.1
珀莱雅	毛销差 (%)	23.5	23.6	23.7
	同比 (pct)	-1.8	0.1	-3.5
贝泰妮	毛销差 (%)	23.8	24.5	20.3
	同比 (pct)	-2.9	0.8	-1.1
敷尔佳	毛销差 (%)	44.6	31.7	31.6
	同比 (pct)	-10.1	-12.9	1.4
福瑞达	毛销差 (%)	16.0	15.3	12.8
	同比 (pct)	1.1	-0.6	-3.0
若羽臣	毛销差 (%)	14.8	11.8	11.5
	同比 (pct)	2.4	-3.0	3.4
润本股份	毛销差 (%)	29.4	26.8	27.0
	同比 (pct)	-1.0	-2.5	0.7
上海家化	毛销差 (%)	10.9	14.6	23.8
	同比 (pct)	-6.1	3.7	0.8
拉芳家化	毛销差 (%)	16.0	12.4	21.6
	同比 (pct)	-6.9	-3.6	5.7
毛戈平	毛销差 (%)	35.4	35.9	-
	同比 (pct)	-0.5	0.6	-
上美股份	毛销差 (%)	17.1	18.0	-
	同比 (pct)	-1.5	0.9	-
巨子生物	毛销差 (%)	45.8	43.1	-
	同比 (pct)	-4.7	-2.8	-
逸仙电商	毛销差 (%)	10.3	-	-
	同比 (pct)	2.0	-	-

来源: ifind, 国金证券研究所

2025 年美护公司库存管理优化成效显著, 渠道压力边际缓解。多个公司存货周转天数 2025 较 2024 明显改善, 渠道压力缓解, 线上占比提升下整体终端动销效率提升。贝泰妮/拉芳家化/水羊股份存货周转天数同比大幅下降 31/21/21



天至150/86/166天;上美股份/若羽臣/上海家化运营效率均有所提升,存货周转天数分别同降16/10/9天至112/90/99天。部分公司库存压力有所加大,巨子生物/敷尔佳/逸仙电商存货周转天数同增23/18/1天至116/156/172天,需关注后续库存去化节奏。上美股份/若羽臣/上海家化/毛戈平运营效率均有所提升,存货周转天数分别同降16/10/9/7天至112/90/99/190天,若羽臣因业务增长同步增加库存备货,Q1库存周转天数略有反弹,但仍处健康水平;上美股份库存周转中长期大幅优化,韩束等主品牌在抖音平台建立较强品牌统治力,规模效应下进一步提效,26年需进一步关注新品牌加入后的库存效率是否保持稳健;毛戈平库存周转天数连续三年下降,作为高线下占比的高端品牌,在线下体验和线上协同模式下实现供应链优化。

图表39: 美妆公司库存管理优化成效显著(单位:天)

	2023	2024	2025	2024Q1	2025Q1	2026Q1
丸美生物	89	90	92	92	103	89
水羊股份	163	187	166	181	186	160
珀莱雅	99	85	82	129	97	101
贝泰妮	197	181	150	255	246	169
敷尔佳	130	138	156	157	307	124
福瑞达	3422	104	104	108	116	101
若羽臣	113	100	90	90	80	120
润本股份	78	69	67	143	134	127
上海家化	113	108	99	94	95	95
拉芳家化	148	107	86	116	92	81
毛戈平	264	197	190	-	-	-
上美股份	158	128	112	-	-	-
巨子生物	120	93	116	-	-	-
逸仙电商	155	171	172	-	-	-

来源: ifind, 国金证券研究所

3.2、医美供给扩容竞争加剧, 利润弹性弱于收入弹性

2025年医美板块营收整体明显分化, 行业由过去牌照稀缺性下的高成长, 随落证提速切换至供给扩容、居民消费信心不足下高客单价需求偏弱、价格下行的结构性调整阶段。锦波生物/乐普医疗/雍禾医疗/四环医药/新氧2025年分别实现营收15.95/64.8/18.08/26.18/15.23亿元, 同比+10.57%/+6.2%/+0.21%/+37.71%/+3.9%, 而华熙生物/爱美客分别实现营收41.99/24.53亿元, 同比-21.82%/-18.94%。2025年板块中仅少数新品放量、产品矩阵扩张或业务转型驱动的公司实现增长, 多数传统注射类上游公司在竞争加剧和终端价格下行背景下面临较大收入压力。2026Q1板块营收仍未呈现修复迹象, 锦波生物/爱美客/乐普医疗/华熙生物26Q1营收分别同比+2.43%/-4.48%/-9.7%/-23.06%。其中爱美客和乐普医疗跌幅较2025年同期有所收窄, 公司边际压力有所缓解; 但华熙生物仍延续下滑, 锦波生物虽维持正增长但增速显著放缓, 板块整体仍处于调整阶段。

图表40: 2025年医美板块营收整体明显分化(单位:亿元)

	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
锦波生物	营业收入	7.80	14.43	15.95	3.66	3.75
	yoy	99.97%	84.92%	10.57%	62.51%	2.43%
乐普医疗	营业收入	79.8	61.0	64.8	19.2	17.4
	yoy	-24.8%	-23.5%	6.2%	-21.1%	-9.7%
华熙生物	营业收入	60.76	53.71	41.99	10.78	8.29
	yoy	-4.45%	-11.61%	-21.82%	-20.77%	-23.06%
爱美客	营业收入	28.69	30.26	24.53	6.63	6.34
	yoy	47.99%	5.45%	-18.94%	-17.90%	-4.48%
雍禾医疗	营业收入	17.77	18.04	18.08	-	-
	yoy	25.80%	1.53%	0.21%	-	-
四环医药	营业收入	18.61	19.01	26.18	-	-
	yoy	-21.85%	2.18%	37.71%	-	-



新氧	营业收入	14.98	14.67	15.23	2.97	-
	yoy	19.09%	-2.09%	0.00%	6.6%	-

来源: ifind, 国金证券研究所

2025 年医美板块盈利端显著承压，净利率下滑幅度普遍大于毛利率，利润弹性弱于收入弹性。锦波生物/乐普医疗/华熙生物/爱美客 2025 年毛利率分别为 89.21%/89.2%/70.33%/92.70%，较 2024 年分别下降 2.81/2.80/3.74/1.94pct；净利率分别为 40.47%/40.5%/6.93%/53.07%，较 2024 年分别变动-10.21/-10.20/+3.79/-11.59pct。终端价格竞争加剧上下游公司毛利率有所降低，虽仍维持较高毛利水平，但净利率普遍回落，新品导入和市场教育投入前置、业务结构变等因素共同侵蚀利润空间，锦波生物、爱美客 2025 年销售费用率大幅提升至 23.56%、15.77%。2026Q1 板块盈利端同样未出现修复迹象，锦波生物/华熙生物/爱美客 26Q1 毛利率分别同比下降 5.29/4.31/1.36pct 至 84.82%/67.84%/92.49%，其中锦波生物/爱美客销售费用率持续提升，净利率分别同比下降 8.34/1.54/19.42pct 至 37.55%/7.84%/47.50%；乐普医疗 26Q1 毛利率同比下降 1.8pct 至 90.1%，但净利率同比提升 0.9pct 至 45.9%。

图表41: 2025 年医美板块整体盈利端显著承压

盈利指标		2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
锦波生物	毛利率	90.16%	92.02%	89.21%	90.11%	84.82%
	净利率	38.28%	50.68%	40.47%	45.89%	37.55%
乐普医疗	毛利率	90.2%	92.0%	89.2%	91.9%	90.1%
	净利率	38.3%	50.7%	40.5%	45.0%	45.9%
华熙生物	毛利率	73.32%	74.07%	70.33%	72.15%	67.84%
	净利率	9.59%	3.14%	6.93%	9.38%	7.84%
爱美客	毛利率	95.09%	94.64%	92.70%	93.85%	92.49%
	净利率	64.65%	64.66%	53.07%	66.92%	47.50%
雍禾医疗	毛利率	56.11%	60.08%	66.04%	-	-
	净利率	-30.76%	-12.56%	4.07%	-	-
四环医药	毛利率	69.64%	65.32%	68.83%	-	-
	净利率	-13.85%	-24.80%	7.08%	-	-
新氧	毛利率	63.66%	61.30%	47.77%	49.06%	-
	净利率	1.73%	-40.03%	-16.21%	-11.15%	-

来源: ifind, 国金证券研究所

图表42: 医美板块费用率

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
锦波生物	销售费用率	21.14%	17.92%	23.56%	21.33%	23.41%
	管理费用率	11.82%	8.83%	8.56%	8.26%	11.02%
乐普医疗	销售费用率	20.4%	23.5%	18.0%	17.4%	17.2%
	管理费用率	10.2%	13.1%	10.9%	7.4%	8.0%
华熙生物	销售费用率	46.78%	45.88%	36.08%	36.56%	31.76%
	管理费用率	8.10%	12.26%	12.90%	12.53%	14.21%
爱美客	销售费用率	9.07%	9.15%	15.77%	9.86%	17.26%
	管理费用率	5.03%	4.06%	7.44%	4.73%	7.26%
雍禾医疗	销售费用率	58.76%	50.01%	44.58%	-	-
	管理费用率	22.71%	16.99%	14.18%	-	-
四环医药	销售费用率	23.77%	22.62%	23.71%	-	-
	管理费用率	56.25%	64.14%	30.12%	-	-
新氧	销售费用率	34.74%	-	34.7%	-	-
	管理费用率	19.41%	-	21.57%	-	-

来源: ifind, 国金证券研究所

医美板块整体竞争加剧下动销放缓，部分公司库存去化已有成效。锦波生物/爱美客/华熙生物/新氧 2025 年存货周转天数分别升至 290/167/322/87 天，较 2024 年分别增加 36/31/14/1 天，上游注射类公司库存压力上升；而四环医药/乐普医疗 2025 年分别降至 228/313 天，较 2024 年下降 38/13 天，库存去化已有成效。26Q1 爱美客、锦波较 25Q1 继



续上升至 180 天、274 天，去化压力仍在；乐普医疗则进一步降至 281 天，延续改善趋势。

图表43：竞争加剧下医美板块动销有所承压（单位：天）

	2023	2024	2025	2024Q1	2025Q1	2026Q1
锦波生物	257	254	290	336	266	274
乐普医疗	287	326	313	319	289	281
华熙生物	255	308	322	313	371	322
爱美客	123	136	167	97	153	180
雍禾医疗	38	29	16	-	-	-
四环医药	371	266	228	-	-	-
新氧	79	86	87	-	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

四、投资建议

1) 弹性方向：李宁 26 年目标高单增长高于行业平均，新系列荣耀金标以及户外开店空间较大有望带动公司整体品牌力以及增长向上，同时李宁本人持续增持彰显信心；推荐主品牌流水业绩恢复，新品牌有望拓展第二成长曲线的——比音勒芬；推荐大单品战略带动品牌破圈，线上高增带动品牌成长的——罗莱生活、富安娜、水星家纺；推荐顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位的海澜之家。

2) 确定性方向：基本面角度来看，纺织原材料板块景气度延续，业绩韧性突出，纺织原材料龙头产能在东南亚有充分布局，产业链成熟。推荐制造龙头——新澳股份，关注百隆东方、富春染织等。

3) 美护板块：①修复方向：低基数效应叠加新品周期，Q2 业绩有望迎来反弹的巨子生物；管理层全面焕新，新品周期预计 520 开启的珀莱雅；AKK 驱动子公司善恩康业绩高增、参股公司薇美资业绩改善的倍加洁；②高端方向：依托东方美学心智成功拓展护肤、香水线，新兴平台粉丝基础坚实的毛戈平；③大众性价比方向：高市场需求、渠道规则敏感度，成熟经验复用多元品牌矩阵的若羽臣、上美股份。

五、风险提示

- 1) **内需恢复不及预期**：当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。
- 2) **汇率波动风险**：川普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。
- 3) **关税风险**：若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究