



纺织品和服装行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

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

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

纺服&美护半年报总结 强功效、强品牌引领美护主线，服装动销环比放缓

比放缓

零售环境回顾

2025 年上半年服装板块呈现弱复苏态势，终端消费力逐步修复但仍有波。服装社零 25H1 同比微增 1.8%，25Q2 行业销售波动较大，H1 服装消费复苏进程受天气、促销节奏和消费情绪等多重因素扰动，复苏基础尚不稳固。整体来看我们认为服装消费处于弱复苏过程，同时鉴于服装板块复苏的潜在弹性和改善空间，建议持续关注服装板块的投资机会。**美护景气度延续，25Q2 持续温和复苏。**2025H1 化妆品社零额同比小幅增长 1.7%，整体呈现温和复苏态势，Q2 同比增速环比有所收窄，且弱于同期社零总额增速，但 7 月妆品零售同比增速仍回升至 4.5%，板块在短期波动中仍具备修复韧性。2025 年下半年行业有望延续温和复苏趋势，仍看好双 11 大促对全年消费需求的拉动效果。

子版块 25 半年报复盘

景气度来看，25Q2 纺织服饰板块环比加速的有海澜之家、比音勒芬、罗莱生活、水星家纺等品牌。美护板块收入环比加速标的有：若羽臣、丸美生物、福瑞达、上海家化、水羊股份等。

细分行业景气指标：运动户外（稳健向上）、男装（底部企稳）、女装（底部企稳）、家纺（底部企稳）、中游代工（稳健向上）、纺织原材料（略有承压）、美护（稳健向上）、医美（稳健向上）。

纺织服饰板块

1) 运动：2025 年上半年运动行业主要公司在消费承压以及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。四家运动公司表现有所分化，安踏体育/李宁/特步国际/361 度营收分别+14.26%/+3.29%/-5.07%/+10.96%至 385.44/148.17/68.38/57.05 亿元。H1 各大公司在终端消费力承压背景下仍实现稳健增长，跑赢服装零售，分品类看，各大品牌持续发力专业运动产品，推出更有品质/性价比的跑鞋，我们持续看好运动服饰龙头的成长性。

2) 男装：25H1 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+1.7%/+8.6%/-3.6%/-5.0%至 115.7/21.0/23.9/15.0 亿元。海澜之家/比音勒芬终端流水加速。

3) 中游制造：25H1 纺织中游制造板块营收稳健，华利集团/申洲国际营收分别增长 10.4%/15.34%至 126.6/149.7 亿元。华利集团 25H1 销售运动鞋 1.15 亿双，同比增长 6.14%，净利润 16.71 亿元，同比减少 11.06%，ASP 增长单位数，量价齐增驱动订单增长。申洲国际运动类/休闲类/内衣类产品销售额同比分别上升 9.9%/37.4%/4.1%，得益于欧洲市场、日本市场及其他市场产品需求增加。制造板块仍需关注后续关税影响。

美护板块

2025 年上半年美护公司营收表现呈现显著分化，中高端品牌及专业医疗背书企业保持强劲增长，而部分传统化妆品企业面临增长压力。若羽臣/锦波生物/毛戈平/丸美生物营收同比分别增长 67.55%/42.43%/31.28%/30.83%。其中若羽臣/锦波生物/丸美生物 25Q2 营收同比增长 79.57%/30.44%/33.53%。

投资建议：关注新消费以及拥有α的品牌

纺服板块：海澜之家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，分红水平维持在高位。李宁 25 年处于经营调整过程，产品与组织架构调整顺利，拐点可期且 COC 合作有望带来催化。金价上行行业维持较高景气度，推荐今年流水表现较强，品牌力较强的老铺黄金。

美护板块：推荐前期受舆论扰动超跌，目前舆情影响逐步减弱，底部增持彰显管理层信心，强数据韧性下反弹空间大的巨子生物；市场对品牌质地认可度高，护肤、香水线有望打开新增量空间的毛戈平。

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，建议持续观察关税政策对出口的影响.....	4
1.1、纺服：25H1 服装零售弱复苏.....	4
1.2、美护：美护景气度延续，25Q2 持续温和复苏.....	4
二、纺服：经济弱复苏背景下子板块呈现分化，重视运动龙头及部分具备 α 的品牌.....	5
2.1、运动服饰板块展现经营韧性，持续看好龙头成长性.....	5
2.2、男装板块经营情况平稳，25Q2 海澜之家/比音勒芬营收相对较好.....	7
2.3、女装行业 25Q2 营收增长改善，期待后续进一步回暖.....	9
2.4、家纺个护 25Q2 受益于国补，稳健医疗维持高增长.....	10
2.5、纺织制造：2025H1 营收稳健增长，关税影响仍有待观察.....	12
2.6、上游&户外制造：25H1 整体经营稳健，东南亚产能布局降低关税风险.....	13
2.7、老铺增长强势，潮宏基稳健增长.....	15
三、美护：Q2 稳健增长，中高端+专业性驱动品牌盈利提升.....	15
3.1、美护营收整体稳健，中高端、专业背书品牌驱动盈利提升.....	15
四、投资建议.....	20
五、风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 25H1 服装零售弱复苏.....	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： 化妆品零售表现.....	5
图表 4： 2025H1 运动服饰龙头公司增速依然稳健（单位：亿元）.....	6
图表 5： 2025 年二季度运动龙头公司增速依然稳健.....	6
图表 6： 2025 年运动龙头预计维持稳健增长.....	6
图表 7： 25H1 年运动品牌板块利润水平受折扣加深负面影响.....	6
图表 8： 25H1 运动品牌板块费用稳健.....	7
图表 9： 运动品牌存货周转天数健康（单位：天）.....	7
图表 10： 男装板块经营情况平稳（单位：亿元）.....	8
图表 11： 男装板块盈利水平有所波动.....	8
图表 12： 2024 年男装板块费用率稳健.....	8
图表 13： 男装存货周转天数普遍有所提升（单位：天）.....	9
图表 14： 女装板块 25Q2 营收增速改善（单位：亿元）.....	9
图表 15： 2025 年女装板块整体盈利能力稳定.....	9



图表 16:	2025H1 女装公司坚定推进降本增效.....	10
图表 17:	存货周转天数 (单位: 天)	10
图表 18:	家纺个护板块稳健向上 (单位: 亿元)	11
图表 19:	家纺龙头毛利率出现分化.....	11
图表 20:	家纺个护各大公司费用管控整体稳健.....	11
图表 21:	家纺个护公司存货周转天数 (单位: 天)	12
图表 22:	2025 年中游制造整体盈利能力提升 (单位: 裕元集团、晶苑国际为亿美元, 其余为亿元)	12
图表 23:	2025H1 中游制造整体盈利能力波动.....	12
图表 24:	25H1 年中游制造龙头控费稳健.....	13
图表 25:	中游制造公司存货周转天数下降 (单位: 天)	13
图表 26:	25H1 上游&户外制造板块营收稳健 (单位: 亿元)	13
图表 27:	2025 年上游&户外制造整体盈利能力整体平稳.....	14
图表 28:	2025 年上游&户外制造控费稳健.....	14
图表 29:	上游&户外制造公司存货周转天数小幅优化 (单位: 天)	14
图表 30:	老铺、潮宏基营收 (单位: 亿元)	15
图表 31:	老铺、潮宏基盈利水平整体稳健.....	15
图表 32:	老铺、潮宏基板块费用率.....	15
图表 33:	珠宝板块存货周转天数 (单位: 天)	15
图表 34:	25H1 美护板块营收显著分化.....	16
图表 35:	25H1 美护板块整体盈利能力提升.....	17
图表 36:	美护公司销售费用整体有所提升.....	18
图表 37:	个护公司库存管理优化成效显著 (单位: 天)	19

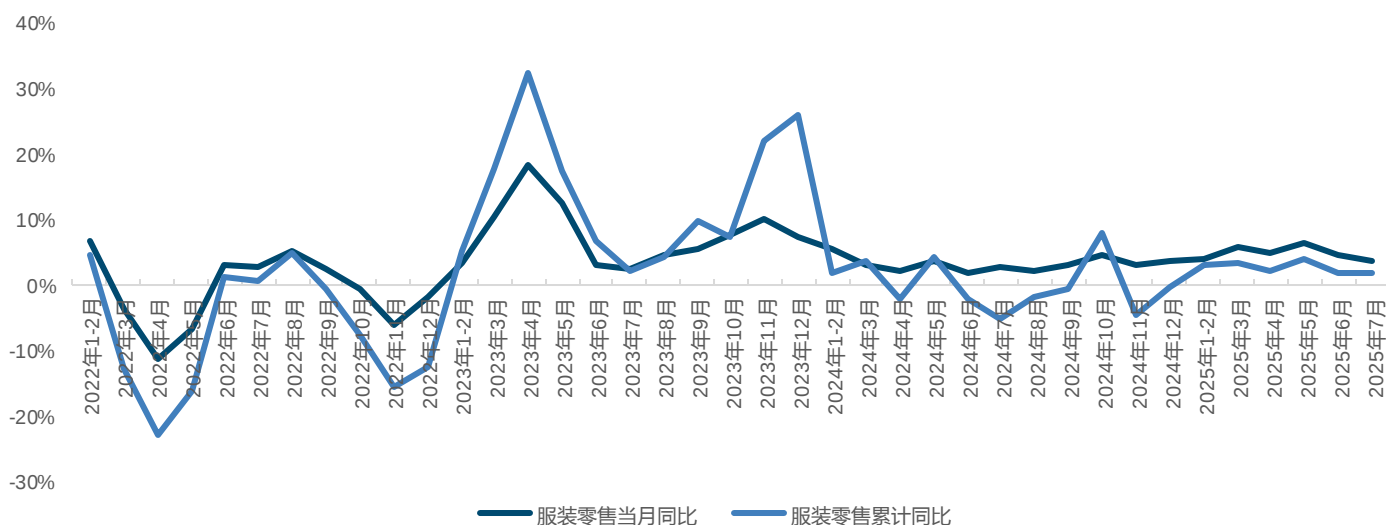


一、内需仍保持弱复苏趋势，建议持续观察关税政策对出口的影响

1.1、纺服：25H1 服装零售弱复苏

2025 年上半年服装板块呈现弱复苏态势，终端消费力逐步修复但仍有波动。服装社零 25H1 同比微增 1.8%，其中 25Q1 零售额同比增长 3.4%，其中 3 月同比提升 5.9%，环比 1-2 月明显加速，受益于消费补贴政策及《提振消费专项行动方案》逐步落地，居民消费信心有所回暖，显示边际改善趋势。25Q2 行业销售波动较大，服装累计社零 4 月受天气影响增速回落至 2.2%，5 月在假期消费和 618 提前催化下回升至 4.0%，但 6 月再度放缓至 1.9%，7 月同比增长 1.8% 延续放缓态势。整体来看，H1 服装消费复苏进程仍受天气、促销节奏和消费情绪等多重因素扰动，复苏基础尚不稳固。当前服装板块估值处于历史较低水平，考虑到其潜在弹性与政策改善空间，建议持续关注头部企业动销变化及板块布局机会。

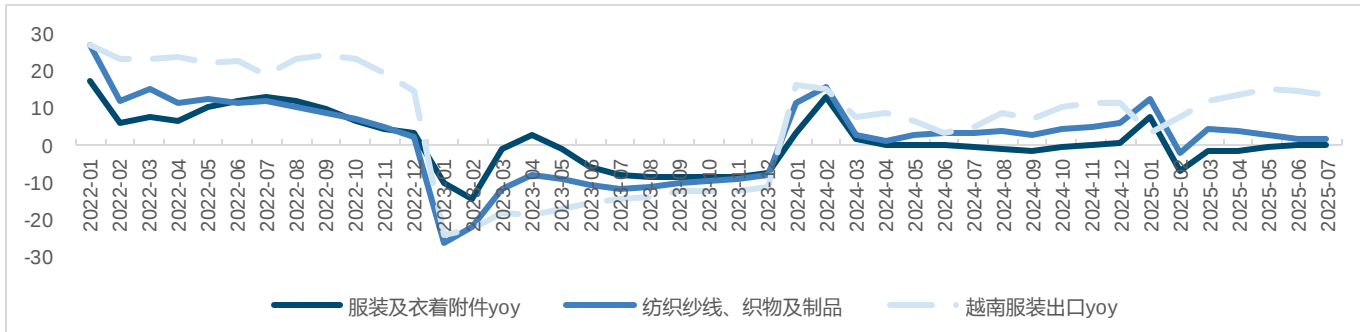
图表1：25H1 服装零售弱复苏



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

25Q2 抢出口现象持续，后续仍需观察美国关税变化。服装出口额虽小幅下滑，但同比降速在 Q2 期间持续收窄，至 6 月单月同比已收窄至 -0.2%，显示出下滑趋势逐步减缓的迹象。从 25Q2 情况来看，抢出口现象延续，纺织织物及制品出口增速呈现持续放缓的趋势，从 3 月的同比增长 4% 回落至 7 月的 1.6%，而 25Q2 期间越南纺织品服装出口月度同比增速均保持在 12% 以上。从当前情况来看，美国对全球范围加征高对等关税，但是最终不同地区的关税率以及美国本土的消费力受到的影响仍然具有较大的不确定性，上游制造业抗风险能力，可更好地应对外部宏观不确定性的影响，因此订单或进一步向龙头企业转移，利好龙头份额提升。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

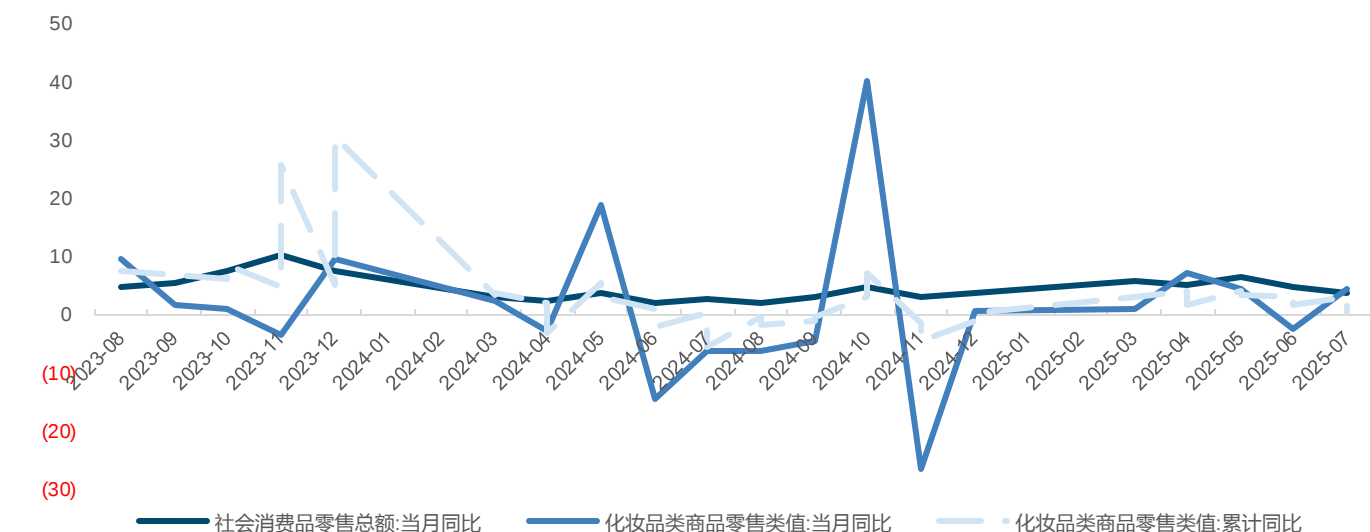
1.2、美护：美护景气度延续，25Q2 持续温和复苏

2025H1 化妆品社零额同比小幅增长 1.7%，整体呈现温和复苏态势，较 2024 年全年同比下降 1.1% 有所改善。但季度表现呈现波动，Q2 同比增速环比有所收窄，且弱于同期社零总额增速，6 月单月同比转负同比下降 2.3%，消费需求仍显疲弱。7 月有所回暖，前期需求释放后消费惯性降温化下，7 月化妆品零售同比增速仍回升至 4.5%，板块在短期波动



中仍具备修复韧性。2025 年下半年行业有望延续温和复苏趋势，仍看好双 11 大促对全年消费需求的拉动效果。

图表3：化妆品零售表现



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

二、纺服：经济弱复苏背景下子板块呈现分化，重视运动龙头及部分具备α的品牌

2.1、运动服饰板块展现经营韧性，持续看好龙头成长性

2025 年上半年运动行业主要公司在消费承压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。四家运动公司表现有所分化，安踏体育/李宁/特步国际/361 度营收分别+14.26%/+3.29%/-5.07%/+10.96%至 385.44/148.17/68.38/57.05 亿元。从 H1 情况来看各大公司在终端消费力承压背景下仍实现稳健增长，跑赢服装零售，分品类看，各大品牌持续发力专业运动产品，推出更有品质/性价比的跑鞋，我们持续看好运动服饰龙头的成长性。

1) 安踏体育继续发挥多品牌矩阵的优势，25H1 安踏主品牌营收为 169.5 亿元，同增 5.4%，多店型策略持续显效，海外业务快速增长。其中超级安踏、安踏冠军新零售业态表现良好，超级安踏已开约 100 家门店，月店效约 50 万元。产品端，品牌爆品策略持续强化，PG7 跑鞋及 C202 马拉松跑鞋等专业产品销量表现突出。同时品牌全球化战略稳步推进，在东南亚、中东及非洲等市场取得较好成效，海外流水同比增长超 150%。FILA 品牌营收为 141.8 亿元，同增 8.6%，网球、高尔夫、女子和户外系列等运动品类保持较强增长势头，在专业运动领域表现尤为突出。迪桑特和可隆等其他品牌营收为 74.1 亿元，同增 61.1%，合计占比达 19.2% (+5.6pct)。迪桑特品牌持续商品创新和高店效模型，线上线下均实现高速增长，年店效超过 5000 万元的门店数量持续增加，儿童专门店已覆盖中国约 14 个主要城市；可隆聚焦徒步与露营两大户外场景，关注一、二线城市的高端消费群体及户外运动爱好者，成为本集团增长最快的品牌。公司于 2025 年 5 月完成对德国户外品牌 JACK WOLFSKIN 的收购，将户外产品从高端延伸至大众市场。

2) 李宁 25H1 电商业务营收同增 7.4%至 43.0 亿，主要得益于线上渠道的深度开发，线上客流有所提升。经销收入 68.8 亿元，同增 4.5%，公司通过加强与经销商的合作，提供更有竞争力的产品，H1 零售收入为 33.83 亿元，同比下降 3.4%，主要受整体及市场竞争加剧影响。同时，公司对渠道做出优化调整，H1 平均月店效 30 万，高层级市场流水贡献接近 60%，其中大店数量 1527 家，九代店数量 1317 家，九代店平均店效优于大货店。截至 H1 末大货门店 6099 家，H1 较年初净减少 18 家，其中直营净减少 19 家，批发净增 1 家，Q2 末库销比为 4，库存维持健康水平。直营促销竞争加剧导致集团加大了折扣力度，毛利率略有下降。公司持续发力专业产品，专注于跑步、篮球、综训、羽毛球、乒乓球和运动休闲六大核心品类，H1 专业跑鞋销量超 1400 万双，三大核心 IP 总销量突破 526 万双，篮球方面继续专注三大产品系列。公司线上线下整体零售流水同比录得低单位数增长，线下新品零售流水在线下整体流水中占比 84%，保持健康合理。电商渠道收入同比增长 7.4%，贡献最大增量，特许经营商稳健，零售渠道承压，主因直营店铺布局调整和消费场景转移。李宁 young 以拓展覆盖广度与提高渠道质量为核心，并积极拓展校园渠道，Q2 末门店 1435 个，较年初净减少 33 个。

3) 特步国际继续深耕跑步领域，加强专业跑步品牌心智。2025H1 营收为 68.38 亿元，同比下降 5.07%，主要受到剥离盖世威/帕拉丁业务的影响。其中特步主品牌专注大众市场，营收同比增长 4.5%至 60.525 亿元，主要因为公司线上渠道表现良好，并且在国内主要马拉松赛事中拥有较高的穿着率。索康尼聚焦高端市场，实现营收 7.85 亿元，同比增长 32.5%，成为集团第二增长曲线。

4) 361 度把握低层级市场，同时持续提升品牌力，2025H1 实现营收 57.05 亿元，同增 10.96%，依然保持较快增长，截止 6 月 30 日，超品店已达 49 家。在跑步领域，公司继续发力马拉松赛事，在篮球领域签约 NBA 超级球星约基奇助



力篮球业务快速发展。

图表4：2025H1 运动服饰龙头公司增速依然稳健（单位：亿元）

公司	营收	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
安踏体育	营业收入	228.12	259.65	296.45	337.35	385.44
	yoy	55.51%	13.82%	14.17%	13.80%	14.26%
李宁	营业收入	101.97	124.09	140.19	143.45	148.17
	yoy	64.97%	21.69%	12.98%	2.33%	3.29%
特步国际	营业收入	41.35	56.84	65.22	72.03	68.38
	yoy	12.39%	37.45%	14.76%	10.44%	-5.07%
361 度	营业收入	31.07	36.54	43.12	51.41	57.05
	yoy	15.67%	17.59%	18.00%	19.25%	10.96%

来源：ifind，国金证券研究所（特步国际如只考虑“集团持续经营业务”，营收增长 7.15%）

图表5：2025 年二季度运动龙头公司增速依然稳健

公司	品牌	23Q2	24Q2	25Q2
安踏体育	安踏主品牌	高单位数增长	高单位数增长	低单位数增长
	FILA	10%-20%高段增长	中单位数增长	中单位数增长
	其他品牌	70%-75%增长	40%-45%增长	50%-55%增长
李宁	李宁	10%-20%中段增长	低单位数下降	低单位数增长
特步国际	特步主品牌	高双位数增长	10%增长	低单位数增长
	索康尼	-	-	超过 20%增长
361 度	361 度主品牌	低双位数增长	低双位数增长	10%增长

来源：ifind，国金证券研究所

总体来看，25H1 运动服饰龙头企业在需求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 2025 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维持中单位数增长，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 30% 的增长，李宁营收预计维持平稳。

图表6：2025 年运动龙头预计维持稳健增长

公司	品牌	2025 年营收预测
安踏体育	安踏主品牌	中单位数增长
	FILA	中单位数增长
	迪桑特/可隆	同比增长超 30%
李宁	李宁	同比持平
361 度	361 度	低到中双位数

来源：国金证券研究所

2025H1 运动板块盈利水平略有压力。受终端消费力疲弱影响，运动品牌普遍加深折扣来平衡流水与毛利率，其中安踏体育毛利率同比小幅下降 0.7pct 至 63.4%。李宁/特步国际/361 度毛利率分别同比-1.9pct/-0.1pct/+0.2pct 至 50.0%/45.0%/41.5。当前板块盈利水平尚未仍有提升空间，我们认为待未来消费需求有所好转，终端折扣进一步优化，板块盈利水平有望进一步回升。

图表7：25H1 年运动品牌板块利润水平受折扣加深负面影响

公司	盈利指标	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
安踏体育	毛利率	63.2%	62.0%	63.3%	64.1%	63.4%
	净利率	18.1%	15.2%	17.9%	25.0%	21.0%
李宁	毛利率	55.9%	50.0%	48.8%	50.4%	50.0%
	净利率	19.2%	17.6%	15.1%	13.6%	11.7%



公司	盈利指标	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
特步国际	毛利率	41.6%	42.3%	43.0%	45.1%	45.0%
	净利率	11.6%	11.7%	11.5%	11.8%	13.4%
361 度	毛利率	41.8%	41.5%	41.7%	41.3%	41.5%
	净利率	12.9%	15.1%	16.3%	15.4%	15.0%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 各公司维持积极控费。安踏体育销售费用率为 34.43%，同比减少 0.54pct。李宁/特步国际销售费用率同比减少 1.19/1.80pct 至 28.97%/21.69%，体现精细化营销策略与费用效率优化。由于员工成本及研发投入增加，安踏/李宁管理费用同比增加 0.22pct/0.50pct。2025 年赛事相对平淡，各大公司保持合理营销开支，费用端管控情况较好，我们预计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8：25H1 运动品牌板块费用稳健

公司	费用指标	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
安踏体育	销售费用率	33.12%	36.35%	33.98%	34.97%	34.43%
	管理费用率	5.64%	6.55%	5.72%	5.84%	6.06%
李宁	销售费用率	28.02%	27.26%	28.16%	30.16%	28.97%
	管理费用率	4.29%	4.17%	4.22%	4.74%	5.24%
特步国际	销售费用率	18.72%	18.40%	23.15%	23.49%	21.69%
	管理费用率	11.68%	11.54%	9.75%	11.13%	9.34%
361 度	销售费用率	14.87%	16.53%	17.58%	17.82%	18.18%
	管理费用率	7.69%	6.70%	6.63%	6.05%	5.82%

来源：ifind，国金证券研究所

运动品牌库存整体健康，李宁/特步存货控制较好，存货周转天数整体保持稳定；安踏库存同比增长 22 天至 136 天。361 度周转天数同比增长 24 天至 109 天，主要因为公司战略性增加存货以支持电商业务包括超品店扩张。综合来看，各大品牌严控库存，库存水平进入较为健康的区间，未来仍有优化空间。

图表9：运动品牌存货周转天数健康（单位：天）

公司	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
安踏体育	117	145	124	114	136
李宁	53	55	57	62	61
特步国际	79	106	115	94	94
361 度	70	76	86	85	109

来源：ifind，国金证券研究所

2.2、男装板块经营情况平稳，25Q2 海澜之家/比音勒芬营收相对较好

25H1 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+1.7%/+8.6%/-3.6%/-5.0%至 115.7/21.0/23.9/15.0 亿元。2025Q2 受消费环境弱复苏及天气影响，各公司表现有所分化，海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王营收分别+3.6%/+22.3%/-3.5%/-5.4%至 53.8/8.2/10.9/6.0 亿元，海澜之家/比音勒芬终端流水加速。

1) 海澜之家主业稳健托底，新业务与海外市场快速增长。25Q2 海澜之家主品牌/海澜团购营收为 37.53/6.97 亿元，分别同比-0.91%/+29.97%。分渠道来看，25Q2 直营渠道实现营收 13.10 亿元，同比增长 22.42%，2025Q2 末直营渠道较年初净增加门店 64 家，渠道与店效共同驱动成长。加盟渠道 Q2 同比减少 1.60%，主要受关店影响，加盟渠道较年初净减少 174 家。25Q2 线上营收 12.94 亿元，同比-5.20%，公司在线上渠道经营策略上更侧重利润增长，因此线上渠道营收有所波动；25Q2 线下营收 39.13 亿元，同比增长 12%。此外，公司继续加码品牌出海，25Q2 末海外市场门店数为 111 家，25H1 海外地区实现主营业务收入 2.06 亿元，较 24H1 同比增长 27.42%，海外市场继续贡献增量。

2) 比音勒芬主品牌竞争力提升，其中 25Q2 单季度收入逆势增长 22.3%，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。

3) 报喜鸟终端零售承压，25Q2 营收同比下降 3.5%，和一季度趋势基本持平。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。在品牌矩阵方面，2024 年公司以 3.84 亿元收购 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，25Q2 营收同比下降 5.4%。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，公司持续优化渠道结构。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10：男装板块经营情况平稳（单位：亿元）

公司	营收	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
海澜之家	营业收入	110.1	113.7	115.7	51.9	53.8
	yoy	17.7%	1.5%	1.7%	-5.9%	3.6%
比音勒芬	营业收入	16.8	19.4	21.0	6.7	8.2
	yoy	28.2%	15.0%	8.6%	10.5%	22.3%
报喜鸟	营业收入	24.7	24.8	23.9	11.3	10.9
	yoy	23.8%	0.4%	-3.6%	-4.5%	-3.5%
九牧王	营业收入	14.0	15.8	15.0	6.4	6.0
	yoy	8.8%	12.5%	-5.0%	1.2%	-5.4%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 年男装板块盈利水平有所波动，25Q2 海澜之家毛利率/净利率同比+2.6/-2.4pct，净利率下降主要系去年同期有一次性并表收益。比音勒芬毛利率同比下降 4.6pct 至 75.42%，报喜鸟、九牧王毛利率基本保持稳定。整体来看，25H1 各大品牌仍受到终端消费力疲弱和库存增长影响，期待后续盈利情况回暖。

图表11：男装板块盈利水平有所波动

公司	盈利指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
海澜之家	毛利率	45.1%	45.2%	46.4%	43.4%	46.0%
	净利率	14.8%	14.4%	13.7%	14.5%	12.1%
比音勒芬	毛利率	77.2%	77.9%	75.9%	81.3%	76.7%
	净利率	24.7%	24.7%	19.7%	17.5%	10.1%
报喜鸟	毛利率	65.5%	67.0%	67.1%	66.03%	66.02%
	净利率	17.1%	14.3%	8.4%	8.5%	2.7%
九牧王	毛利率	63.7%	66.1%	65.7%	67.6%	66.7%
	净利率	6.6%	3.2%	11.7%	-9.3%	-3.2%

来源：ifind，国金证券研究所

男装各大公司费用率整体稳健。25Q2 海澜之家销售费用率同比下降 0.7pct，管理费用率基本持平，在直营门店快速布局背景下控费良好。25Q2 比音勒芬销售费用率同比增长 1.6pct，主因 KC 品牌加大营销力度及组建人才团队影响。管理费用率亦有所增长，主因员工薪酬增加。报喜鸟 25Q2 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。综合来看各大公司均保持较强的品牌营销力度并大力建设人才团队，同时也对费用支出有较为严格的计划，费用整体稳健。

图表12：2024 年男装板块费用率稳健

公司	费用指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
海澜之家	销售费用率	18.7%	21.0%	21.4%	23.4%	22.7%
	管理费用率	4.3%	4.2%	4.3%	4.2%	4.3%
比音勒芬	销售费用率	38.7%	39.0%	41.4%	50.2%	51.8%
	管理费用率	7.3%	7.8%	7.9%	7.8%	7.9%
报喜鸟	销售费用率	37.6%	40.5%	44.2%	45.7%	49.5%
	管理费用率	6.9%	7.2%	9.4%	7.2%	9.4%
九牧王	销售费用率	34.3%	41.6%	43.6%	60.5%	56.5%
	管理费用率	9.1%	6.2%	5.9%	6.2%	5.9%

来源：ifind，国金证券研究所

板块库存有所增加，25H1 海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王库存周转天数分别为 323/354/268/328 天，同比增长 50/45/23/29 天，主因终端零售疲弱，期待库存情况跟随终端消费复苏有所改善。


图表13：男装存货周转天数普遍有所提升（单位：天）

公司	2023H1	2024H1	2025H1
海澜之家	253	273	323
比音勒芬	336	309	354
报喜鸟	239	245	268
九牧王	286	299	328

来源：ifind，国金证券研究所

2.3、女装行业 25Q2 营收增长改善，期待后续进一步回暖

25H1 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 25H1 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份营收分别-5.3%/-5.5%/-4.0%/+0.8%至 13.7/10.7/19.9/7.1 亿元。25Q2 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份营收分别-2.6%/-0.7%/-4.6%/+6.8%至 6.8/5.9/8.8/3.6 亿元，Q2 板块营收增速环比 Q1 整体改善。

- 1) 25H1 服装内销市场延续存量竞争格局，大环境需求偏弱，歌力思国内总体保持良好增长态势。公司实现营业收入 13.71 亿元，同比下降 5.3%；剔除 Ed Hardy 影响的可比口径下，主营收入同比增长约 4%，主要得益于多品牌的协同发展。同时，线上在多品牌多平台的发展战略推动下获得持续快速增长，线上收入在可比口径下的增幅达到 21.2%，推动国内业务可比收入同比增长约 4.9%。公司主要品牌 self-portrait 品牌、Laurèl 品牌以及 IRO 品牌在国内市场均保持正增长，增速分别为+20.6%/+9.6%/5.56%，ELLASSAY 品牌同比下降 6.46%至 5.41 亿元。在渠道方面，公司旗下各品牌在线下积极推动门店升级与单店效率优化，线上则继续实现多平台突破，打造社交媒体营销矩阵，通过植入热播剧集和 KOL 协助推广，线上销售实现 2.68 亿元，可比口径下同比增长 21.2%，线上占比达到 19.8%/+2.83pct，线上线下共同高质量发展，推动整体收入实现增长。
- 2) 地素时尚 25H1 营收 10.7 亿元，同降 5.5%，主因终端消费环境恶化。在渠道方面，公司目前主要采用直营、经销和电商相结合的销售模式，电商平台包括天猫、抖音、唯品会、小红书、京东、微商城等，25H1 经销/直营/电商渠道营业收入为 3.41/4.90/2.34 亿元。25H1 公司进一步整合渠道资源、合并品牌，充分发挥各个渠道的优势，有效提升运营效率。
- 3) 锦泓集团受外部消费环境变化影响，公司线上和线下业务均略有下滑。公司 25H1 实现营收 19.9 亿元，同降-4.0%，其中线上营收 7.38 亿元，同减 5.92%，线下营收 12.25 亿元，同降 4.07%。
- 4) 欣贺股份积极实施系统性变革推动业绩逐步回暖。25H1 公司实现营业收入 7.07 亿元/+0.78%，其中 25Q2 营收 3.6 亿元/+6.87%，营收有所增长，主因公司实施多项精细化运营举措。产品方面，优化产品结构；渠道方面，加速线下门店优化与升级，同步拓展电商平台及社交电商新渠道。

图表14：女装板块 25Q2 营收增速改善（单位：亿元）

公司	营收	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
歌力思	营业收入	13.7	14.5	13.7	7.0	6.8
	yoy	17.2%	5.5%	-5.3%	-1.1%	-2.6%
地素时尚	营业收入	12.5	11.3	10.7	5.9	5.9
	yoy	13.4%	-9.5%	-5.5%	-7.1%	-0.7%
锦泓集团	营业收入	21.1	20.8	19.9	9.2	8.8
	yoy	14.3%	-1.6%	-4.0%	-2.0%	-4.6%
欣贺股份	营业收入	9.0	7.0	7.1	3.4	3.6
	yoy	0.0%	-21.9%	0.8%	-24.7%	6.8%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 女装板块毛利率稳健。25H1 歌力思/锦泓集团毛利率同降 2.5pct/0.4pct，主因往季货品增加拖累折扣。地素时尚/欣贺股份毛利率同比上升 0.8pct/2.4pct。

图表15：2025 年女装板块整体盈利能力稳定

公司	盈利指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
歌力思	毛利率	67.5%	69.2%	66.7%	71.4%	67.8%
	净利率	10.2%	6.0%	8.5%	6.0%	8.8%
地素时尚	毛利率	75.7%	75.4%	76.2%	75.2%	76.2%
	净利率	24.6%	19.7%	16.0%	19.0%	14.9%
锦泓集团	毛利率	69.0%	69.4%	69.0%	68.4%	67.3%



公司	盈利指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
欣贺股份	净利率	6.8%	7.1%	5.7%	3.4%	2.8%
	毛利率	71.1%	67.5%	69.9%	65.9%	70.2%
	净利率	10.7%	0.7%	2.1%	-0.3%	2.4%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 板块内各公司销售费用率普遍提高。歌力思销售费用率同比有较大优化。地素时尚 25H1 销售费用率同比上升 7.4pct 至 46.4%，主因商场费用增加及电商销售费用增加。25H1 和 25Q2 板块内公司管理费用率均有优化，25H1 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份管理费用率同比变化-0.3/-1.6/-0.5/-0.7pct，25Q2 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份管理费用率同比减少 0.3/1.6/0.5/0.7pct，主因管理人员薪酬、办公费用减少等，反映各大公司精细化运营持续推进。

图表16：2025H1 女装公司坚定推进降本增效

公司	费用指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
歌力思	销售费用率	45.3%	50.0%	48.2%	53.4%	48.0%
	管理费用率	8.0%	7.9%	7.6%	7.9%	7.6%
地素时尚	销售费用率	39.2%	39.0%	46.4%	36.6%	47.0%
	管理费用率	6.6%	8.8%	7.2%	8.8%	7.2%
锦泓集团	销售费用率	50.3%	50.5%	51.2%	54.0%	55.4%
	管理费用率	3.9%	4.9%	4.4%	4.9%	4.4%
欣贺股份	销售费用率	44.6%	49.9%	49.7%	49.6%	50.6%
	管理费用率	4.5%	6.2%	5.5%	6.2%	5.5%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 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-71/+14/+46/-60 天，整体来看板块库存处于偏高位置，期待后续优化。

图表17：存货周转天数（单位：天）

公司	2023H1	2024H1	2025H1
歌力思	300	380	309
地素时尚	239	273	287
锦泓集团	283	249	295
欣贺股份	516	570	510

来源：ifind，国金证券研究所

2.4、家纺个护 25Q2 受益于国补，稳健医疗维持高增长

25H1 家纺公司受益于国补表现整体优于服装大盘。

1) 25H1 稳健医疗营收同比大幅增长 31.3%至 53.0 亿元，其中医疗板块在 25H1/25Q2 实现营收 25.2 亿元/12.6 亿元，同增 46.4%/46.5%；25H1 核心品类手术室耗材/高端敷料/健康个护品类分别实现营业收入 7.4 亿元/4.8 亿元/2.3 亿元，同比分别增长 193.5%（剔除 GRI，上半年手术室耗材同比增长 18.0%）/25.7%/26.9%；消费板块 25H1 实现营收 27.45 亿元，同增 20.29%，全棉时代实现营业收入 27.5 亿元，同比增长 20.3%，毛利率、营业利润率稳步提升，整体发展保持着旺盛的向上势能。品类方面，核心爆品干湿棉柔巾销售额保持较好增长，上半年累计实现营业收入 8.1 亿元，同比增长 19.5%；25H1 卫生巾累计实现营业收入 5.3 亿元，同比增长 67.6%，核心品类均保持强劲增长动能。渠道方面，25H1 线上渠道持续深耕，聚焦新品、爆款矩阵，25H1 线上渠道实现营业收入 17.1 亿元，同比增长 23.6%；全棉时代线下门店稳步发展，25H1 期末公司存量门店 484 家，其中直营店 380 家，加盟店 25H1 家新开门店 16 家，线下门店实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 2.8%；商超渠道积极发展，报告期内贡献收入 2.4 亿元，同比增长 63.2%。

2) 25H1 罗莱生活营收同比增长 3.60%至 21.81 亿元。国内家纺业务实现营业收入 17.89 亿元，同比增长 6.49%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比上年同期增长 18.35%。美国家具业务收入 3.92 亿元，同比上年同期下降 7.81%，主要系美国贷款利率高企，需求端不足，新屋及成屋销售量大幅持续走低所致。

3) 25H1 富安娜收入同降 16.56%至 10.91 亿元，归母净利润同比下降 51.31%至 1.06 亿元，主要由于线下直营和加盟终端日常销售以及重要节庆营销活动较上年同期产出下降，加盟商库存周转周期延长。25H1 公司紧跟市场趋势，围绕



核心战略，聚焦设计创新，打造多元产品系列，在设计创新、工艺手法、材料应用等方面持续突破，以多元产品矩阵满足不同群体需求，引领行业设计新风向。25H1 期末，公司线下门店（专卖店、专柜）共 1414 家，加盟门店有 928 家，直营门店有 486 家，同时在电商运营方面持续深化产品分层与平台协同机制，实现线上线下融合的全渠道布局。4) 水星家纺收入同增 6.40%至 19.21 亿元。产品布局方面，一方面深耕细分市场，打造核心爆款产品人体工学枕及雪糕被，以大单品策略带动公司全品类发展；另一方面聚焦被芯品类，重点布局功能性产品领域，积极布局线上线下渠道。

图表18：家纺个护板块稳健向上（单位：亿元）

公司	营收	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
稳健医疗	营业收入	42.7	40.3	53.0	21.2	26.9
	yoy	-17.3%	-5.5%	31.3%	11.0%	26.7%
罗莱生活	营业收入	24.6	21.1	21.8	10.2	10.9
	yoy	3.1%	-14.3%	3.6%	-16.3%	6.8%
富安娜	营业收入	12.7	13.1	10.9	6.6	5.6
	yoy	-4.7%	2.8%	-16.6%	0.5%	-15.3%
水星家纺	营业收入	18.0	18.1	19.2	8.9	10.0
	yoy	9.4%	0.5%	6.4%	-8.9%	11.7%

来源：ifind，国金证券研究所

个护/家纺龙头公司毛利率稳健。25H1 罗莱生活/水星家纺毛利率同比上升 1.1/2.0pct 至 47.8%/43.9%，稳健医疗/富安娜毛利率同比下降 0.4/1.4pct 至 48.3%/53.6%，稳健医疗毛利率下降主要由于 GRI 并表。2025Q2 净利率整体下滑，稳健医疗/罗莱生活/富安娜/水星家纺净利率同比下降 0.5/0.1/5.6/0.7pct 至 9.5%/6.7%/9.0%/5.2%，富安娜净利率下滑较多主要因公司商品结构调整。

图表19：家纺龙头毛利率出现分化

公司	盈利指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
稳健医疗	毛利率	51.5%	48.7%	48.3%	49.7%	48.2%
	净利率	16.6%	10.1%	9.8%	10.0%	9.5%
罗莱生活	毛利率	45.5%	46.7%	47.8%	50.1%	49.7%
	净利率	11.6%	7.5%	8.5%	6.8%	6.7%
富安娜	毛利率	54.2%	55.0%	53.6%	55.8%	52.8%
	净利率	17.2%	16.7%	9.7%	14.6%	9.0%
水星家纺	毛利率	39.9%	41.9%	43.9%	42.3%	43.9%
	净利率	9.4%	8.1%	7.3%	5.9%	5.2%

来源：ifind，国金证券研究所

家纺个护各大公司费用管控整体稳健，销售费用和管理费用呈现分化。25H1 稳健医疗销售费用率有所改善，同比下降 2.5pct 至 23.7%，罗莱生活/富安娜/水星家纺销售费用率呈现提升趋势，分别同比变动 0.1/7.3/3.9pct 至 26.2%/36.1%/29.5%。25H1 水星家纺管理费用率有所改善，同比小幅下降 0.1pct 至 5.1%，稳健医疗/罗莱生活/富安娜管理费用分别同比上升 0.5/1.5/0.1pct 至 8.2%/7.9%/4.2%。稳健医疗费用变化主要由对美国医疗企业 GRI 的控股收购所致。

图表20：家纺个护各大公司费用管控整体稳健

公司	费用指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
稳健医疗	销售费用率	22.5%	26.2%	23.7%	27.2%	25.1%
	管理费用率	6.8%	7.7%	8.2%	7.7%	8.2%
罗莱生活	销售费用率	22.5%	26.1%	26.2%	30.7%	30.9%
	管理费用率	5.9%	6.4%	7.9%	6.4%	7%
富安娜	销售费用率	27.0%	28.8%	36.1%	30.8%	35.7%
	管理费用率	4.5%	4.1%	4.2%	4.1%	4.2%
水星家纺	销售费用率	23.9%	25.6%	29.5%	28.0%	32.3%
	管理费用率	4.7%	5.2%	5.1%	5.2%	5.1%

来源：ifind，国金证券研究所



存货周转保持稳健。25H1 罗莱生活存货周转天数同比减少 42 天至 169 天，库存情况优化明显，稳健医疗/水星家纺存货周转天数同比基本问题，富安娜存货周转天数同比增加 39 天至 271 天，期待逐步改善。

图表21：家纺个护公司存货周转天数（单位：天）

公司	2023Q1	2024Q1	2025Q1
稳健医疗	129	126	128
罗莱生活	215	211	169
富安娜	231	232	271
水星家纺	165	175	179

来源：ifind，国金证券研究所

2.5、纺织制造：2025H1 营收稳健增长，关税影响仍有待观察

25H1 纺织中游制造板块营收展现弹性。华利集团/申洲国际营收分别增长 10.4%/15.34%至 126.6/149.7 亿元。华利集团 25H1 销售运动鞋 1.15 亿双，同比增长 6.14%，实现营业收入人民币 126.61 亿元，同比增长 10.36%，实现归母净利润 16.71 亿元，同比减少 11.06%，ASP 增长单位数，量价齐增驱动订单增长。2025 年 Q1 公司新客户拓展及新品牌客户合作成效显著，新客户订单量显著增长，25H1 客户订单表现分化，部分老客户订单有所下滑，但新客户订单量同比大幅增长，与去年同期相比，On 和 New Balance 跻身公司前五大客户行列，并且前五大客户收入占比由去年同期的 76.61%下降为 71.88%。公司持续推进新工厂的投产和产能爬坡，25H1 越南新工厂出货量达 373 万双，印度尼西亚新工厂出货量达 199 万双，中国新工厂出货量达 67 万双，新工厂整体爬坡进度符合公司预设规划。申洲国际运动类/休闲类/内衣类产品销售额同比分别上升 9.9%/37.4%/4.1%，分别占总销售额的百分比为 67.7%/25.3%/6.3%，得益于欧洲市场、日本市场及其他市场产品需求增加。裕元集团/晶苑国际营收分别增长 1.1%/12.3%至 40.6/12.3 亿美元。裕元集团 25H1 有关制造业务的总营业收入为 28.0 亿美元，同比增长 6.2%，主要来源为代工制造订单。晶苑国际 25H1 的订单需求量有所增长，收益较去年同期增长 12.4%；集团各分部均实现均衡增长，得益于成功提升在主要品牌客户中的渗透率，通过策略性产能扩充及生产效率优化，同时实现收益增长以及利润率提升，有效化解高额美国关税所带来的不利影响，去年增聘员工已于 25H1 全面释放营运效能。整体来看，随着关税影响有效缓解，品牌客户展现稳健增长势头，订单拐点到来驱动 2025H1 中游制造龙头营收均展现良好的弹性。

图表22：2025 年中游制造整体盈利能力提升（单位：裕元集团、晶苑国际为亿美元，其余为亿元）

公司	营收	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
华利集团	营业收入	92.1	114.7	126.6	67.1	73.1
	yoy	-6.9%	24.5%	10.4%	20.8%	9.0%
申洲国际	营业收入	115.6	129.8	149.7	-	-
	Yoy	-14.9%	12.2%	15.3%	-	-
裕元集团	营业收入	25.7	26.3	28.0	-	-
	yoy	-19.29	2.3%	6.2%	-	-
晶苑国际	营业收入	10.1	10.9	12.3	-	-
	yoy	-18.8%	8.4%	12.3%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

25H1 制造龙头盈利能力受新工厂爬坡以及劳动力成本上升影响。华利集团/申洲国际/裕元集团 25H1 毛利率同比下降 6.4/1.9/1.4pct 至 21.8%/27.1%/17.7%，净利率同比下降 3.2/1.4/0.4pct 至 13.2%/21.2%/5.5%，主要由于较多新工厂处于爬坡阶段以及公司产能调配安排、劳动力成本上升、各个制造厂区产能负载不均、部分产线生产效率未达设定标准等。晶苑国际毛利率/净利率同比上升 0.2/0.3pct 至 19.7%/8.0%，其中休闲服/贴身内衣的毛利率分别同比增长 0.7/1.3pct 至 20.5%/20.8%，得益于生产效率的有效提升，毛衣的毛利率同比下降 2.2pct 至 20.4%，主要是由于毛利率较低的常规款销量增加。各大中游制造公司 25H1 产能利用率已基本回升至正常水平，我们预计 2025 年中游制造龙头将继续推进降本增效和数智化生产改造，盈利水平有望持续提升。

图表23：2025H1 中游制造整体盈利能力波动

公司	盈利指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
华利集团	毛利率	24.6%	28.2%	21.8%	28.1%	21.1%
	净利率	15.8%	16.4%	13.2%	16.3%	12.4%
申洲国际	毛利率	22.4%	29.0%	27.1%	-	-
	净利率	18.4%	22.6%	21.2%	-	-
裕元集团	毛利率	17.4%	19.1%	17.7%	-	-



公司	盈利指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
晶苑国际	净利率	2.18%	5.9%	5.5%	-	-
	毛利率	19.1%	19.5%	19.7%	-	-
	净利率	7.3%	7.7%	8.0%	-	-

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）

2025H1 年中游制造费用管控情况良好。华利集团 25H1 年销售费用率稳健，管理费用率同降 2.3pct，主要系本期公司净利润下降，计提的绩效薪酬减少。申洲国际、晶苑国际费用率稳定。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24：25H1 年中游制造龙头控费稳健

公司	费用指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
华利集团	销售费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
	管理费用率	3.0%	5.1%	2.8%	5.0%	2.1%
申洲国际	销售费用率	0.7%	0.6%	0.7%	-	-
	管理费用率	7.9%	7.3%	7.2%	-	-
裕元集团	SG&A	11.1%	10.6%	10.3%	-	-
晶苑国际	销售费用率	1.1%	1.3%	1.3%	-	-
	管理费用率	8.4%	7.9%	7.8%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

2025H1 年中游制造龙头库存稳健。2025H1 华利集团/申洲国际/裕元集团/晶苑国际存货周转天数同比-8/-9/+2/+3 天。华利集团核心品牌客户运营保持健康，存货周转天数优化。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，库存情况稳定。

图表25：中游制造公司存货周转天数下降（单位：天）

公司	2023H1	2024H1	2025H1
华利集团	68	63	55
申洲国际	126	125	114
裕元集团	82	74	76
晶苑国际	63	55	58

来源：ifind，国金证券研究所

2.6、上游&户外制造：25H1 整体经营稳健，东南亚产能布局降低关税风险

25H1 上游&户外制造板块营收整体稳健。开润股份/新澳股份/浙江自然/扬州金泉 25H1 营收分别+32.5%/-0.1%/+14.2%/13.4%至 24.3/25.5/6.9/5.0 亿元，25Q2 同比增长 29.5%/-0.4%/0.7%/18.0%至 11.9/14.5/3.3/2.6 亿元，Q2 受到美国关税影响海外大客户下单谨慎。1) 开润股份代工制造业务营业收入同比增长 37.22%至 21.0 亿元，收购上海嘉乐带来的服装收入增速明显。2) 新澳股份面对增长动力不足的有效需求和复杂多变的外部形势，贯彻稳中求进经营策略，实现营业收入 25.54 亿元，较上年同期减少 0.08%，其中毛精纺纱/羊绒纱线营业收入 14.33/7.86 亿元。3) 浙江自然把握研发优势，加快海外产能布局，同时不断寻找新客户，25H1 实现营业收入 6.9 亿元，同比增长 14.2%。4) 扬州金泉 25H1 营收 5.0 亿元，同比增长 13.4%，25Q2 营收 2.6 亿元，同比增长 18.0%，得益于客户关系深化与市场拓展、技术研发与产品升级、生产布局与制造能力提升等因素。整体来看，上游&户外制造公司通过客户结构改善、技术壁垒等巩固竞争优势，东南亚产能布局较好地减少了关税风险。

图表26：25H1 上游&户外制造板块营收稳健（单位：亿元）

公司	营收	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
开润股份	营业收入	15.6	18.3	24.3	9.2	11.9
	yoy	18.1%	17.6%	32.5%	12.8%	29.5%
新澳股份	营业收入	23.2	25.6	25.5	14.6	14.5
	yoy	9.5%	10.1%	-0.1%	8.4%	-0.4%
浙江自然	营业收入	5.3	6.0	6.9	3.3	3.3
	yoy	-16.6%	13.2%	14.2%	12.6%	0.7%
扬州金泉	营业收入	5.2	4.4	5.0	2.2	2.6



公司	营收	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
	yoy	-9.7%	-15.6%	13.4%	-11.9%	18.0%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 上游&户外制造公司盈利水平有所波动。开润股份 25H1 毛利率同比上升 0.8pct 至 24.7%，其中公司代工制造业毛利率同步增长 0.96pct，主要系公司产品结构不断优化、生产效率持续提升，尤其随着管理的不断强化和整合，服装业务毛利率得以显著提升，净利率同比下降主要受到嘉乐并表影响。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 25H1 净利率增长 3.9pct 至 21.3%，经营管理效率提升驱动盈利增长。扬州金泉受户外市场竞争加剧和公司规模扩大影响，盈利能力有所波动。

图表27：2025 年上游&户外制造整体盈利能力整体平稳

公司	盈利指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
开润股份	毛利率	21.7%	23.9%	24.7%	23.7%	24.6%
	净利率	4.6%	13.6%	8.7%	19.2%	9.8%
新澳股份	毛利率	20.3%	20.8%	21.6%	21.5%	22.2%
	净利率	11.6%	10.9%	11.2%	12.2%	12.5%
浙江自然	毛利率	35.7%	37.2%	35.1%	36.2%	31.1%
	净利率	22.2%	17.4%	21.3%	19.5%	15.1%
扬州金泉	毛利率	33.9%	29.1%	24.3%	27.5%	23.9%
	净利率	31.7%	23.1%	14.6%	25.0%	14.4%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 上游&户外制造费用率总体保持稳健。开润股份销售费用率 25H1 和 25Q2 分别下降 1.6pct/2.2pct 至 3.8%/3.7%，管理费用率 25H1 和 25Q2 均下滑 0.1pct 至 5.8%，主要系上海嘉乐并表导致的本期职工薪酬增加。新澳股份销售费用率/管理费用率 25H1 同增 0.2pct/0.4pct 至 1.9%/3.1%，主要由于职工薪酬同比增加和子公司新澳越南及新澳银川逐步投产前期管理成本增加。浙江自然控费水平持续优化，扬州金泉销售费用率与管理费用率小幅增长，25H1 分别同增 1.2pct/0.1pct，25Q2 分别同增 1.1pct/0.1pct。

图表28：2025 年上游&户外制造控费稳健

公司	费用指标	2023H1	2024H1	2025H1	2024Q2	2025Q2
开润股份	销售费用率	6.3%	5.4%	3.8%	5.9%	3.7%
	管理费用率	6.3%	5.9%	5.8%	5.9%	5.8%
新澳股份	销售费用率	1.7%	1.7%	1.9%	1.7%	1.9%
	管理费用率	2.7%	2.7%	3.1%	2.7%	3.1%
浙江自然	销售费用率	1.9%	2.0%	1.9%	1.7%	2.4%
	管理费用率	5.2%	5.7%	5.6%	5.7%	5.6%
扬州金泉	销售费用率	0.6%	1.5%	2.7%	1.7%	2.8%
	管理费用率	2.7%	5.6%	5.7%	5.6%	5.7%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 上游&户外制造板块存货周转情况基本稳定。开润股份/新澳股份存货周转天数 25H1 分别同增 7 天/24 天，至 86 天/188 天，主要受到需求偏弱及外贸形势复杂影响，纺织企业经营压力加大。浙江自然/扬州金泉 25H1 分别同降 7 天/19 天至 92 天/70 天，借助 AI 和相关项目有效哦进行库存管理，降本增效。

图表29：上游&户外制造公司存货周转天数小幅优化（单位：天）

公司	2023H1	2024H1	2025H1
开润股份	73	78	85
新澳股份	177	164	188
浙江自然	110	99	92
扬州金泉	73	89	70

来源：ifind，国金证券研究所



2.7、老铺增长强势，潮宏基稳健增长

老铺黄金增长强势，潮宏基稳健增长。老铺黄金 2025H1 营收同比增长 250.90%至 123.54 亿元，主要得益于其独特的古法黄金产品定位和高效的渠道布局，6 月海外新加坡首店开幕；潮宏基 2025H1 营收同比增长 19.54%至 41.02 亿元，25Q2 同比增长 13.13%至 18.50 亿元，公司推出“潮宏基|Soufflé”子品牌独立门店实现差异化竞争。

图表30：老铺、潮宏基营收（单位：亿元）

	营收	23H1	24H1	25H1	24Q2	25Q2
老铺黄金	营业收入	14.18	35.21	123.54	-	-
	yoy	115.88%	148.30%	250.90%	-	-
潮宏基	营业收入	30.06	34.31	41.02	16.35	18.50
	yoy	38.26%	14.15%	19.54%	7.28%	13.13%

来源：ifind，国金证券研究所

2025H1 老铺黄金/潮宏基毛利率分别为 38.09%/23.81%，净利率分别为 18.35%/8.08%，同比提升 1.65/1.39pct，同比基本保持平稳。潮宏基 25Q2 毛利率/净利率为 24.88%/7.70%，同比+1.53pct/+1.67pct。

图表31：老铺、潮宏基盈利水平整体稳健

	盈利水平	23H1	24H1	25H1	24Q2	25Q2
老铺黄金	毛利率	41.66%	41.33%	38.09%	-	-
	净利率	13.88%	16.70%	18.35%	-	-
潮宏基	毛利率	26.90%	24.15%	23.81%	23.30%	24.88%
	净利率	6.94%	6.69%	8.08%	6.03%	7.70%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 老铺黄金销售费用率 11.85%，同比降低 3.27pct，近三年持续优化；潮宏基推进精细化运营，25Q2 销售费用率同比减少 1.45pct 至 9.88%，H1 销售费用率同样实现连降。

图表32：老铺、潮宏基板块费用率

	费用指标	23H1	24H1	25H1	24Q2	25Q2
老铺黄金	销售费用率	17.62%	15.12%	11.85%	-	-
	管理费用率	4.79%	3.54%	1.71%	-	-
潮宏基	销售费用率	14.10%	11.36%	9.27%	11.33%	9.88%
	管理费用率	2.63%	2.76%	2.64%	2.05%	1.88%

来源：ifind，国金证券研究所

25H1 潮宏基库存周转天数同比减少 24 天，老铺黄金库存水平略有提升。

图表33：老铺、潮宏基存货周转天数（单位：天）

公司	23H1	24H1	25H1
老铺黄金	192.76	147.14	150.29
潮宏基	216.53	189.37	165.61

来源：ifind，国金证券研究所

三、美护：Q2 稳健增长，中高端+专业性驱动品牌盈利提升

3.1、美护营收整体稳健，中高端、专业背书品牌驱动盈利提升

2025 年上半年美护公司营收表现呈现显著分化，中高端品牌及专业医疗背书企业保持强劲增长，而部分传统化妆品企业面临增长压力。

（1）**高速增长企业表现突出，受益于中高端定位、专业技术壁垒：**若羽臣/锦波生物/毛戈平/丸美生物 2025H1 营收同比分别增长 67.55%/42.43%/31.28%/31.31%/30.83%。其中若羽臣/锦波生物/丸美生物 25Q2 营收同比增长 79.57%/30.44%/33.53%。其中若羽臣、毛戈平、丸美生物受益中高端化趋势，锦波生物依托专业背书实现高增长。若羽臣旗下绽家收入同比+157.11%，丸美生物中高端品牌丸美收入同比+34.36%；锦波生物功能性护肤收入同比+152.39%。

（2）**快速增长企业表现稳健，受益于多产品矩阵：**上美股份/巨子生物/四环医药/润本股份/珀莱雅 2025H1 营收同比分别增长 15.99%/21.66%/23.45%/20.31%，维持中速增长稳健发展。上美股份主力品牌韩束 25H1 实现营收 33.44 亿元，同比增长 14.3%，newpage 营收 3.97 亿元，同比+146.5%。润本股份 25Q2 营收同比增长 13.46%至 6.55 亿元，婴



童护理系列产品持续放量；珀莱雅多品牌矩阵下业绩平稳，25H1 营收同比增长 7.21%至 53.62 亿元，25Q2 同比增长 6.49%至 30.03 亿元，彩棠增长稳健（同比+21.11%），OR（同比+102.52%）、原色波塔高速增长。

（3）传统化妆品企业增长承压：华熙生物/贝泰妮/爱美客 2025H1 营收同比分别下降 19.57%/15.43%/21.59%，增长承压。华熙生物 25Q2 营收同比下降 18.44%至 11.83 亿元，面临业务调整压力；贝泰妮 25Q2 营收同比下降 16.67%至 14.23 亿元，主品牌增长乏力；爱美客 25Q2 营收同比下降 25.11%至 6.36 亿元，行业竞争加剧影响显著。

图表34：25H1 美护板块营收显著分化

	营收	23H1	24H1	25H1	24Q2	25Q2
丸美生物	营收	10.59	13.52	17.69	6.91	9.23
	yoy	29.64%	27.65%	30.83%	18.58%	33.53%
锦波生物	营收	3.16	6.03	8.59	3.77	4.92
	yoy	105.15%	90.59%	42.43%	100.45%	30.44%
华熙生物	营收	30.76	28.11	22.61	14.50	11.83
	yoy	4.77%	-8.61%	-19.57%	-18.09%	-18.44%
水羊股份	营收	22.90	22.93	25.00	12.61	14.14
	yoy	4.00%	0.14%	9.02%	1.41%	12.16%
珀莱雅	营收	36.27	50.01	53.62	28.20	30.03
	yoy	38.12%	37.90%	7.21%	40.59%	6.49%
贝泰妮	营收	23.68	28.05	23.72	17.08	14.23
	yoy	15.52%	18.45%	-15.43%	13.51%	-16.67%
敷尔佳	营收	8.69	9.40	8.63	5.31	5.62
	yoy	6.33%	8.17%	-8.15%	7.06%	5.90%
福瑞达	营收	24.73	19.25	17.90	10.35	9.13
	yoy	-48.85%	-22.15%	-7.05%	-13.85%	-11.72%
若羽臣	营收	5.92	7.87	13.19	4.15	7.45
	yoy	10.55%	33.08%	67.55%	34.36%	79.57%
润本股份	营收	5.79	7.44	8.95	5.77	6.55
	yoy	31.93%	28.47%	20.31%	35.00%	13.46%
上海家化	营收	36.29	33.21	34.78	14.15	17.75
	yoy	-2.30%	-8.51%	4.75%	-14.21%	25.39%
拉芳家化	营收	3.72	4.28	4.10	2.04	2.00
	yoy	-6.34%	15.17%	-4.27%	14.66%	-2.07%
爱美客	营收	14.59	16.57	12.99	8.49	6.36
	yoy	64.93%	13.53%	-21.59%	2.35%	-25.11%
雍禾医疗	营收	8.28	9.02	8.62	-	-
	yoy	10.65%	8.91%	-4.44%	-	-
毛戈平	营收	13.99	19.72	25.88	-	-
	yoy	-	40.97%	31.28%	-	-
上美股份	营收	16.54	35.42	41.08	-	-
	yoy	28.96%	114.13%	15.99%	-	-
巨子生物	营收	16.36	25.58	31.13	-	-
	yoy	64.34%	56.37%	21.66%	-	-
四环医药	营收	28.17	32.39	39.98	-	-
	yoy	7.93%	14.97%	23.45%	-	-
新氧	营收	7.22	7.26	6.76	-	-
	yoy	18.50%	0.48%	-6.84%	-	-



逸仙电商	营收	16.24	15.68	19.20	-	-
	yoy	-11.87%	-3.45%	22.48%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

2024 年美护板块盈利稳中有升，盈利能力呈现差异化发展态势。

（1）受益于产品结构优化、运营效率提升，盈利水平显著提升：雍禾医疗/润本股份/上美股份/珀莱雅/若羽臣 2025H1 净利率同比大幅提升 30.61pct/0.32pct/1.43pct/0.86pct/0.53pct 至 3.24%/20.95%/12.76%/14.89%/5.48%。其中润本股份/珀莱雅/若羽臣 25Q2 净利率分别为 21.88%/13.60%/6.02%。雍禾医疗实现扭亏为盈主要得益于业务结构调整和运营效率提升；润本股份依托婴童护理赛道优势和数字化供应链管理保持高盈利水平；上美股份得益于韩束品牌势能增强及新品推广成效显著；珀莱雅通过大单品策略和产品结构优化提升盈利能力；若羽臣自有品牌全渠道高增，绽家精准定位高端家清市场，斐萃瞄准中高端女性保健品市场，25H1 绽家/斐萃分别实现毛利率 66.5%/86.81%，带动公司盈利能力提升。锦波生物/毛戈平/巨子生物盈利能力稳健，2025H1 净利率仍保持在 45.66%/25.88%/37.98%的行业领先水平，其中锦波生物 25Q2 净利率为 45.41%。毛戈平依托稀缺的品牌文化和高端定位，巨子生物、锦波生物依托技术壁垒。

（2）盈利水平有所下滑，营销投入产出效率有待优化：敷尔佳/爱美客/贝泰妮 2025H1 净利率同比下降 9.61pct/6.88pct/6.85pct 至 26.61%/60.77%/10.40%，其中 25Q2 净利率分别为 24.60%/54.38%/15.34%。敷尔佳、贝泰妮净利率大幅下滑主要因营销投入产出效率有待优化，销售费用投入大幅增加；爱美客主要受新品推广及市场竞争加剧影响，毛利率下降 1.47pct 至 93.44%。

图表35：25H1 美护板块整体盈利能力提升

	盈利指标	23H1	24H1	25H1	24Q2	25Q2
丸美生物	毛利率	70.12%	74.68%	74.60%	74.75%	73.28%
	净利率	12.34%	13.05%	10.50%	9.54%	5.50%
锦波生物	毛利率	89.15%	91.58%	90.68%	91.39%	91.10%
	净利率	34.59%	51.35%	45.66%	55.17%	45.41%
华熙生物	毛利率	73.80%	74.52%	70.99%	73.38%	69.94%
	净利率	13.81%	12.16%	9.77%	6.79%	10.06%
水羊股份	毛利率	56.92%	61.48%	64.61%	61.60%	65.27%
	净利率	6.22%	4.61%	4.93%	5.22%	5.76%
珀莱雅	毛利率	70.51%	69.82%	73.38%	69.60%	73.85%
	净利率	13.77%	14.03%	14.89%	14.15%	13.60%
贝泰妮	毛利率	75.38%	72.59%	76.01%	72.92%	75.04%
	净利率	19.01%	17.25%	10.40%	17.97%	15.34%
敷尔佳	毛利率	82.81%	81.41%	81.47%	81.41%	80.63%
	净利率	40.69%	36.22%	26.61%	35.55%	24.60%
福瑞达	毛利率	44.17%	51.87%	52.35%	52.75%	53.35%
	净利率	7.70%	6.61%	6.03%	6.59%	6.27%
若羽臣	毛利率	39.68%	45.53%	56.92%	64.26%	59.21%
	净利率	3.82%	4.95%	5.48%	6.29%	6.02%
润本股份	毛利率	55.55%	58.64%	58.01%	59.49%	58.13%
	净利率	20.63%	24.20%	20.95%	25.04%	21.88%
上海家化	毛利率	60.25%	61.13%	63.37%	58.25%	63.34%
	净利率	8.29%	7.17%	7.64%	-1.29%	2.74%
拉芳家化	毛利率	44.78%	47.65%	49.26%	49.94%	50.72%
	净利率	14.62%	8.68%	1.55%	4.53%	-3.35%
爱美客	毛利率	95.41%	94.91%	93.44%	95.26%	93.00%
	净利率	66.01%	67.65%	60.77%	69.92%	54.38%



雍禾医疗	毛利率	56.49%	58.81%	63.88%	-	-
	净利率	-27.32%	-15.37%	3.24%	-	-
毛戈平	毛利率	84.53%	84.89%	84.19%	-	-
	净利率	24.95%	24.96%	25.88%	-	-
上美股份	毛利率	69.04%	76.52%	75.52%	-	-
	净利率	6.10%	11.33%	12.76%	-	-
巨子生物	毛利率	84.14%	82.40%	81.68%	-	-
	净利率	40.76%	38.43%	37.98%	-	-
新氧	毛利率	63.43%	62.47%	50.30%	-	-
	净利率	-2.01%	-0.32%	-10.23%	-	-
逸仙电商	毛利率	74.53%	77.20%	78.61%	-	-
	净利率	-3.74%	-12.94%	-1.20%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

2025H1 美护公司销售费用整体有所提升，线上流量成本持续攀升导致各公司线上渠道费用端持续承压。除华熙生物、福瑞达外，主要美护公司销售费用率均有所上升。敷尔佳/若羽臣/锦波生物/丸美生物/水羊股份 2025H1 销售费用率同比上升 16.64pct/11.48pct/3.47pct/3.18pct/2.10pct 至 48.67%/45.40%/21.05%/56.53%/48.94%。其中，敷尔佳、丸美生物与水羊股份主要受线上流量成本上涨影响；若羽臣和锦波生物则因处于新品孵化期费用投入加大——若羽臣因新品牌斐萃建设导致销售费用率显著提升，但毛销差与 24H1 基本持平，费用投入效率可控；锦波生物因功能性护肤品需长期消费者教育，费用转化周期较长。华熙生物通过重构品牌传播模式，压缩非核心投放，2025H1 销售费用率同比下降 6.19pct 至 35.74%，其中 25Q2 同比下降 12.46pct 至 34.99%。珀莱雅/贝泰妮/上美股份 2025H1 销售费用率同比上升 2.81pct/8.63pct/-0.06pct 至 49.59%/54.17%/56.88%，25Q2 销售费用率为 52.70%/52.92%。爱美客/巨子生物 2025H1 销售费用率同比上升 2.58pct/-0.86pct 至 11.10%/34.01%，其中爱美客 25Q2 销售费用率为 12.39%。上海家化/润本股份/拉芳家化 2025H1 销售费用率同比上升 0.44pct/1.52pct/7.61pct 至 43.85%/30.25%/36.33%，25Q2 销售费用率为 47.15%/29.81%/40.98%。外部环境流量竞争加剧，2025 年上半年线上流量成本持续攀升，公司线上渠道费用端持续承压，各美妆个护公司销售费用率增长主要系为配合业务增长、提升品牌影响力、营销渠道建设等行动，推广营销费用增加所致。

图表36：美护公司销售费用整体有所提升

费用指标		23H1	24H1	25H1	24Q2	25Q2
丸美生物	销售费用率	48.48%	53.06%	56.50%	55.70%	60.47%
	管理费用率	7.20%	6.09%	5.15%	3.71%	2.81%
锦波生物	销售费用率	20.96%	17.87%	21.05%	14.25%	20.84%
	管理费用率	25.21%	13.34%	13.31%	8.29%	7.77%
华熙生物	销售费用率	46.18%	41.93%	35.74%	47.45%	34.99%
	管理费用率	12.75%	15.90%	22.39%	8.99%	11.85%
水羊股份	销售费用率	40.48%	46.84%	48.94%	47.27%	48.47%
	管理费用率	7.03%	6.08%	6.97%	3.90%	4.80%
珀莱雅	销售费用率	43.56%	46.78%	49.59%	46.73%	52.70%
	管理费用率	2%	5.43%	5.08%	2.82%	2.60%
贝泰妮	销售费用率	46.34%	45.54%	54.17%	44.77%	52.92%
	管理费用率	11.03%	10.32%	13.02%	5.83%	5.22%
敷尔佳	销售费用率	25.40%	32.03%	48.67%	31.58%	46.41%
	管理费用率	6.27%	6.48%	8.17%	4.37%	4.44%
福瑞达	销售费用率	29.06%	36.36%	36.00%	36.45%	36.48%
	管理费用率	7.02%	7.51%	9.26%	4.07%	4.94%
若羽臣	销售费用率	27.30%	33.93%	45.40%	49.86%	45.03%
	管理费用率	9.39%	6.41%	4.71%	5.07%	3.88%



润本股份	销售费用率	26.70%	28.73%	30.25%	28.33%	29.81%
	管理费用率	4.47%	3.87%	3.65%	1.19%	1.13%
上海家化	销售费用率	43.52%	43.41%	43.85%	51.77%	47.15%
	管理费用率	10.48%	9.63%	10.54%	8.99%	8.24%
拉芳家化	销售费用率	20.08%	28.72%	36.33%	33.46%	40.98%
	管理费用率	12.20%	11.17%	10.48%	8.30%	8.01%
爱美客	销售费用率	10.19%	8.52%	11.10%	8.69%	12.39%
	管理费用率	12.64%	11.68%	17.39%	4.11%	5.99%
雍禾医疗	销售费用率	60.21%	51.31%	44.27%	—	—
	管理费用率	21.12%	15.64%	13.01%	—	—
毛戈平	销售费用率	47.03%	47.54%	45.18%	—	—
	管理费用率	6.59%	6.76%	5.27%	—	—
上美股份	销售费用率	51.43%	56.94%	56.88%	—	—
	管理费用率	6.77%	3.21%	3.72%	—	—
巨子生物	销售费用率	33.93%	34.87%	34.01%	—	—
	管理费用率	2.90%	2.57%	2.65%	—	—
四环医药	销售费用率	0.14%	0.51%	0.47%	—	—
	管理费用率	6.74%	6.06%	5.15%	—	—
新氧	销售费用率	34.68%	0.00%	33.91%	—	—
	管理费用率	21.30%	0.00%	20.42%	—	—
逸仙电商	销售费用率	—	—	—	—	—
	管理费用率	11.72%	—	7.76%	—	—

来源：ifind，国金证券研究所

2025 年上半年美妆公司库存管理部分承压，个护公司优化成效显著。若羽臣/润本股份/上海家化/拉芳家化 25H1 存货周转天数同降 40/16/16/34 天至 80/60/88/90 天，库存管理效率显著提升。丸美生物/华熙生物/锦波生物/敷尔佳/巨子生物/爱美客存货周转天数同增 1/39/38/42/11/49 天至 92/332/281/177/119/164 天。随着各公司持续推进供应链优化，库存管理效率有望进一步提升。

图表37：个护公司库存管理优化成效显著（单位：天）

	23H1	24H1	25H1
丸美生物	81.70	91.76	92.30
锦波生物	263.70	242.78	280.81
华熙生物	260.95	292.59	331.61
水羊股份	163.89	171.17	166.47
珀莱雅	117.73	95.08	81.35
贝泰妮	205.22	194.72	195.78
敷尔佳	131.51	134.35	176.70
福瑞达	3290.68	115.86	121.61
若羽臣	90.88	120.20	79.91
润本股份	82.90	75.79	60.08
上海家化	121.73	104.83	88.33
拉芳家化	173.83	123.56	89.70
爱美客	117.68	114.80	163.77
雍禾医疗	44.78	33.65	18.37
毛戈平	—	197.76	156.35
上美股份	181.45	125.55	122.92
巨子生物	130.88	107.51	118.66



四环医药	20.26	18.03	12.01
新氧	82.98	86.67	105.59
逸仙电商	177.97	194.93	170.55

来源：ifind，国金证券研究所

四、投资建议

纺服板块：海澜之家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，分红水平维持在高位。李宁 25 年处于经营调整过程，产品与组织架构调整顺利，拐点可期且 COC 合作有望带来催化。金价上行行业维持较高景气度，推荐今年流水表现较强，品牌力较强的老铺黄金。

美护板块：推荐前期受舆论扰动超跌，目前舆情影响逐步减弱，底部增持彰显管理层信心，强数据韧性下反弹空间大的巨子生物；以及重组胶原蛋白龙头，大单品仍处于快速成长期，凝胶等新品有望打造第二成长曲线，下半年新品放量可期的锦波生物。

五、风险提示

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。

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。

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，国金证券不承担任何法律责任。

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 平安大厦 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务

