



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&美护珠宝年报总结 Q1 平稳落地，新消费贡献惊喜

零售环境回顾

2024 年服装零售增速呈现 V 字形，25Q1 服装零售表现稳健。24 全年累计增速为 0.3%，弱于社零大盘的 3.5%。25Q1 服装零售同比增长 3.4%。3 月服装零售增速弱于整体消费大盘，主要因为 3 月部分地区天气异常，对板块主要公司春装流水形成影响，但 3 月增速环比 1-2 月仍提升 0.3pct，反映终端消费力逐步改善。整体来看我们认为服装消费处于弱复苏过程，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。

化妆品零售平稳，珠宝新消费增长亮眼。2024 年化妆品社零同比下降-1.1%，市场需求相对疲弱，珠宝板块 2024 年增速亦有所承压，全年同比下降 3.1%。2025Q1 金银珠宝板块零售增速转负为正，2024 年/2025 年 1 月-2 月/2025 年 3 月社零同比分别为-3.1%/+5.40%/+10.60%，反映 2025 年需求逐渐恢复。化妆品终端销售较为稳健，25Q1 同比增长 3.2%。

子版块 24 年报&25 一季报复盘

服装板块

1) 运动：2024 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+13.58%/+3.90%/-5.36%/+19.59%至 708.26/286.76/135.77/100.74 亿元。从 Q1 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：2024 年男装四家公司经营表现分化，海澜之家渠道结构调整成果明显，2024 年直营门店净增加 216 家至 1468 家，直营收入同比增长 5.44%，同时海外以及斯搏兹、京东奥莱发展迅速，24 年海外地区实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 30.75%，25 年预计继续贡献增量。2025Q1 归母净利润同增 5.46%至 9.35 亿元，业绩表现较好。

3) 中游制造：2024 年主要中游制造公司受益于下游大客户库存压力减轻经营展现良好的弹性。华利集团/申洲国际/晶苑国际营收分别增长 19.35%/14.79%/13.42%至 240.06/286.63/24.70 亿元。华利集团 2024 年全年销售运动鞋 2.23 亿双，同比增长 17.53%，ASP 同比增长低单位数，公司增长主要依靠量增驱动，2025 年 Q1 公司新客户拓展及新品牌客户合作成效显著，营收同比上升 12.34%。申洲国际休闲类、内衣类产品销售额同比分别上升 27.1%/34.6%，得益于日本市场及其他市场产品需求明显增加。

美护&珠宝板块

1) 美护：2024 年美护公司营收整体增长迅速，增速稳健。各大品牌通过持续研发开拓新的大单品驱动营收成长，其中锦波生物/丸美生物/珀莱雅 2024 年全年营收同比增长 84.92%/33.44%/21.04%至 14.43/29.70/107.78 亿元，2025Q1 同比增长 62.51%/28.01%/8.13%至 3.66/8.47/23.59 亿元。

2) 珠宝：2024 年金银珠宝板块在金价震荡上行、市场消费环境变化下展现出一定差异，六家公司经营表现分化。**老铺黄金**业绩表现突出，2024 年公司实现营收 86.06 亿元/yoy+167.5%，线上/线下渠道营收均高速增长，同比增速分别为+192.2%/+164.3%；公司以线下门店渠道为主，线上平台补充提升客户购物体验，双渠道互为补充。整体来看，在终端消费环境波动背景下拥有差异化产品以及持续建设消费者心智的品牌拥有较好表现。

投资建议：关注新消费以及拥有α的品牌

1) 服装品牌：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，分红水平近年维持在高位，作为我们重点推荐。同时推荐全棉时代品牌心智破圈，棉柔巾、卫生巾市占率持续提升的——**稳健医疗**。

2) 美护珠宝：锦波生物估值具备性价比，Q1 数据亮眼、业绩有望超预期，持续推荐；另外推荐 24 年推出全新美白产品线“光学系列”，有望塑造新成长曲线的**珀莱雅**。**老铺黄金**调价后动销增长仍靓丽，4 月 skp 等周年庆活动望进一步催化，持续推荐。

风险提示

内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险等



图表 16:	2024 年女装整体费用率有所提升.....	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:	家纺龙头毛利率稳步提升.....	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:	2024 年中游制造整体盈利能力提升 (单位: 亿元).....	12
图表 23:	2024 年中游制造整体盈利能力提升.....	12
图表 24:	2024 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:	2024 年上游&户外制造板块营收表现分化, 改善趋势增强 (单位: 亿元).....	13
图表 27:	2024 年上游&户外制造整体盈利能力整体平稳.....	14
图表 28:	2024 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:	2024 年美护板块营收展现弹性 (单位: 亿元)	15
图表 31:	2024 年美护板块整体盈利能力提升.....	15
图表 32:	美护公司销售费用整体有所提升.....	16
图表 33:	美妆公司库存管理优化成效显著 (单位: 天)	17
图表 34:	珠宝板块各公司经营呈现分化 (单位: 亿元)	18
图表 35:	珠宝板块盈利水平整体稳健.....	18
图表 36:	珠宝板块费用率.....	18
图表 37:	珠宝板块存货周转天数 (单位: 天)	19



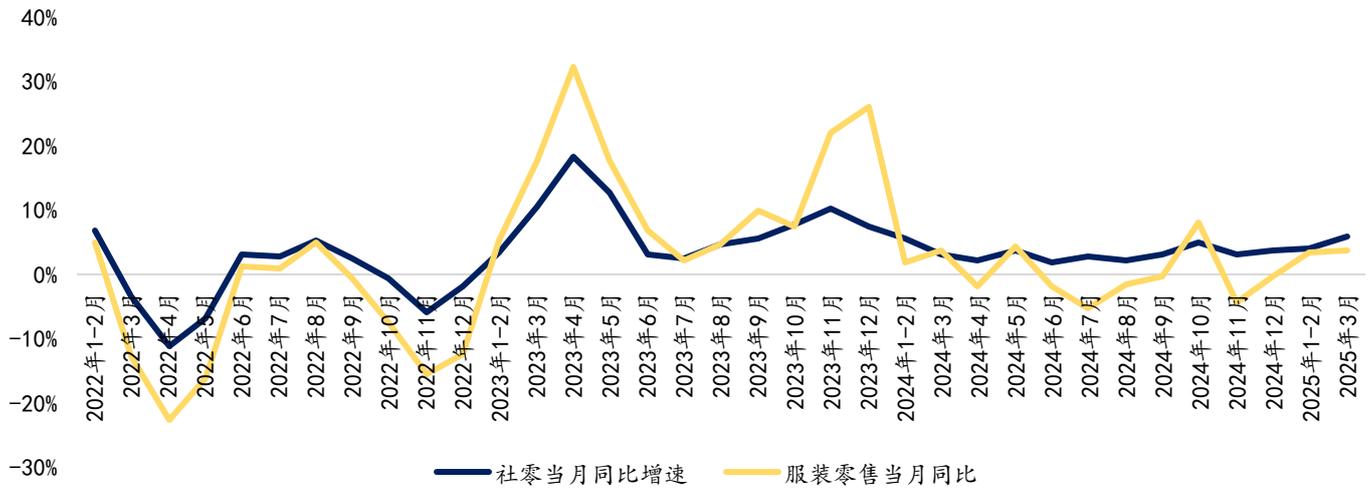
一、内需仍保持弱复苏趋势，建议持续观察关税政策对出口的影响

1.1、纺织：24 年服装零售增速呈现 V 字形，25Q1 企稳弱复苏

2024 年服装零售增速呈现 V 字形，终端零售整体偏弱。2024 年 1-5 月服装零售在冷冬以及终端消费力稳步恢复的背景下在 23 年高基数下保持稳健增长，从 6 月份到 9 月服装零售有所承压，主要因为终端消费信心疲软，服装零售增速弱于大盘。从 Q4 开始服装零售进入边际修复通道，24 年 10 月服装零售同比增长 8.0%，11-12 月有所降速主要因为暖冬影响冬装销售，整体来看 2024 年服装零售增速呈现 V 字形，全年累计增速为 0.3%，弱于社零大盘的 3.5%。

Q1 服装零售表现稳健，终端消费力逐步恢复。25Q1 服装零售同比增长 3.4%，其中 3 月社零同比增长 5.9%，环比 1-2 月提速显著，反映出随着政府持续推出多项消费补贴以及 3 月《提振消费专项行动方案》，消费意愿以及信心持续提升。服装零售同比增长 3.6%，表现弱于整体消费大盘，主要因为 3 月部分地区天气异常，对板块主要公司春装流水形成影响，但 3 月增速环比 1-2 月仍提升 0.3pct，反映终端消费力逐步改善。整体来看我们认为服装消费处于弱复苏过程，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。

图表1：24 年服装零售增速呈现 V 字形，25Q1 企稳弱复苏

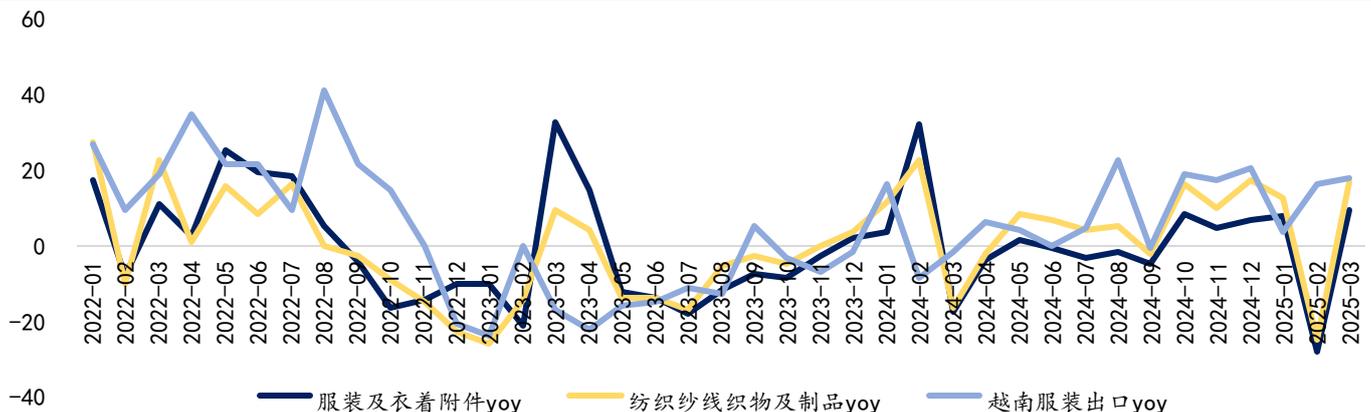


来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

2024 年服装出口环比有所好转。2024 年服装出口受益于海外客户去库，全年服装及衣着附件/纺织物及制品同比增长 0.3%/5.7%，环比 2023 年有较大幅度好转，且 24 全年呈现前低后高的趋势，Q4 服装受到关税预期影响出现抢出口现象。越南作为近几年纺织业出口增长较快的国家之一，2024 年服装出口同比增长 11.5%（2023 年同比下架 11.4%）反应出服装出口景气度有所回升。

25Q1 抢出口现象，后续仍需观察美国关税变化。从 25Q1 年情况来看，抢出口现象有所延续，Q1 服装及衣着附件/纺织物及制品在高基数背景下同比-1.9%/4.0%，越南服装出口同比增长 12.1%，抢出口通过转口贸易等方式仍在延续，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，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



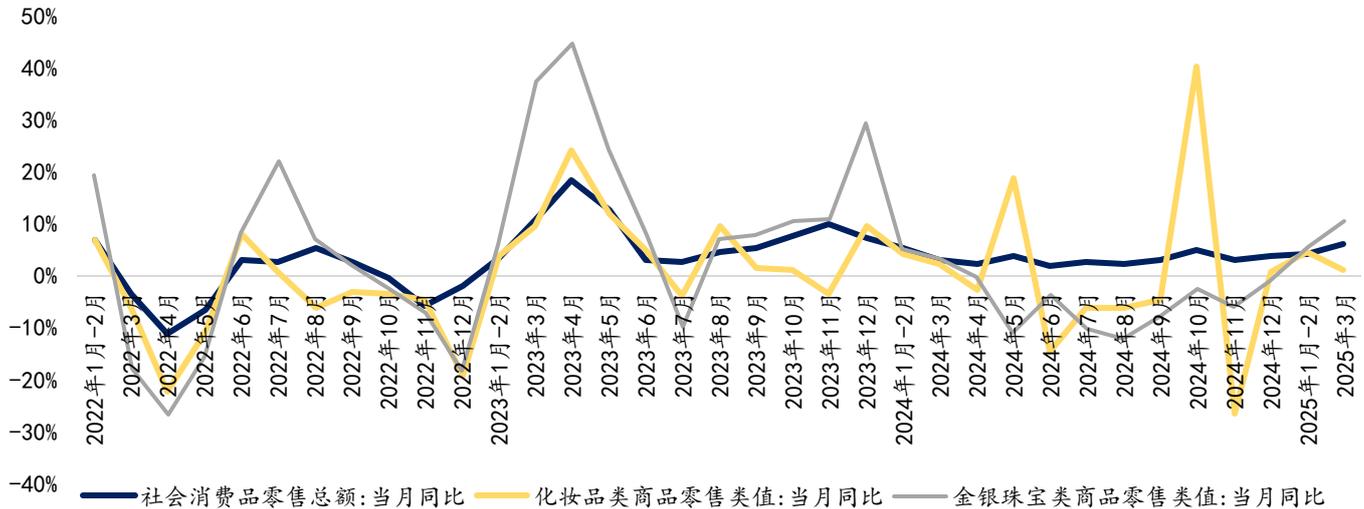
来源：同花顺 ifind，国金证券研究所



1.1、美妆&珠宝：美妆景气度延续，黄金饰品需求超预期

2024年化妆品社零同比下降-1.1%，其中5月/10月同比增速表现亮眼，分别为+18.70%/+40.10%，主要由电商促销“618”和“双11”活动提前预热宣传推动；其余月份增速表现均弱于同期社零总额增速，主要市场需求持续低迷，珠宝板块2024年增速亦有所承压，全年同比下降3.1%。2025Q1金银珠宝板块零售增速转负为正，2024年/2025年1月-2月/2025年3月社零同比分别为-3.1%/+5.40%/+10.60%。2024年金价震荡伴随大幅增长导致终端消费大幅下降，2025年需求逐渐恢复。化妆品终端销售较为稳健，25Q1同比增长3.2%。

图表3：化妆品&金银珠宝零售表现



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

2024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+13.58%/+3.90%/-5.36%/+19.59%至708.26/286.76/135.77/100.74亿元。从Q1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，24全年安踏主品牌营收为335.2亿元，同增10.6%，其中核心场拉动作用显著，超级安踏、作品集等新零售业态店效持续提升，部分超级安踏店店效已提升至传统店3倍。FILA品牌营收为266.3亿元，同增6.1%，其中鞋类拓展顺利，24年增长超10%、达2300万双，FILA儿童、潮牌的增量品类鞋、书包等亦持续突破，调整效果显著。迪桑特和可隆营收为106.8亿元，同增69.5%，营收首次突破百亿元，合计占比达15.1% (+4pct)，且优于管理层内部目标。迪桑特与可隆品牌高店效模式持续，其中迪桑特品牌店效5000万以上门店达21家，超亿元门店达5家；可隆进一步拓展南部门店，24年流水翻倍增长。25Q1延续良好的增长趋势，安踏主品牌/FILA/其他品牌同比录得高单位数/高单位数/60%-70%增长，FILA品牌调整情况良好，其他品牌保持高速增长的趋势，看好公司长期成长性。

2) **李宁**24年电商业务营收同增10.3%，主要得益于线上渠道的深度开发，线上客流提升高单位数，转化率有所改善。全年批发收入下降低单位数，批发流水下降中单位数，批发收入与流水相对匹配，推动渠道健康发展。直营渠道占比为24%，同比减少1pct，主要因为公司精简渠道提升经营效率，24年末直营门店数量为1297家，同比减少201家。公司持续丰富产品结构，24年跑步产品流水增长25%，跑鞋核心IP销量突破1060万双。截至24年末渠道库销比为4，库龄结构健康，6个月内新品占比80%。李宁以产品力为基础，整体维持稳健发展。25Q1公司流水保持低单位数增长，公司线下直营流水同比录得低单位数下降，主要是由于渠道结构优化，公司调整店铺数量。批发渠道录得低单位数增长。25Q1末大货门店6088个，较年初净减少29个，其中直营减少6个，批发业务净减少23个。李宁young门店1453个，较年初净减少15个，一季度仍在关店周期中。电商实现10%-20%低段增长，抖音、京东平台占比较高，引领线上增长。分月来看，1月数据较好，2月和春节期间表现符合预期，3月由于天气波动表现较弱。

折扣持续优化，库存保持健康。25Q1直营批发线下折扣同比低单位数改善，电商折扣同比略有改善，折扣情况稳健优化。25Q1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。2024年营收为135.77亿元，同比下降5.36%，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24年增长3.2%至123亿元，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最高的穿着率。索康尼聚焦高端市场，实现营收 12.50 亿元，同比增长 57.2%，成为集团第二增长曲线。25Q1 特步主品牌增长中单位数，索康尼维持 40% 的高增速。

4) 361 度把握低层级市场，同时持续提升品牌力，2024 年实现营收 100.74 亿元，同增 19.59%，依然保持高增速。在跑步领域，公司继续发力马拉松赛事，年内赞助马拉松赛事 117 场，产品端取得 CQT 碳临界科技、Q 弹超科技等创新成果，在篮球领域签约 NBA 超级球星约基奇进一步提升品牌影响力。25Q1 主品牌录得 10%-15% 增长。

图4: 2024 年运动服饰龙头公司增速依然稳健 (单位: 亿元)

公司	营收	2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	营业收入	335.12	493.28	536.51	623.56	708.26
	yoy	4.67%	38.91%	8.76%	16.23%	13.58%
李宁	营业收入	144.57	225.72	258.03	275.98	286.76
	yoy	4.23%	56.13%	14.31%	9.96%	3.90%
特步国际	营业收入	81.72	100.13	129.30	143.46	135.77
	yoy	-0.13%	22.53%	29.13%	10.94%	-5.36%
361 度	营业收入	51.27	59.33	69.61	84.23	100.74
	yoy	-8.97%	15.73%	17.31%	21.01%	19.59%

来源: ifind, 国金证券研究所

图5: 2025 年一季度运动龙头公司增速依然稳健

公司	品牌	23Q1	24Q1	25Q1
安踏体育	安踏主品牌	中单位数增长	中单位数增长	高单位数增长
	FILA	高单位数增长	高单位数增长	高单位数增长
	其他品牌	75%-80%增长	25%-30%增长	60%-70%增长
李宁	李宁	高单位数增长	低单位数增长	低单位数增长
特步国际	特步主品牌	约 20%增长	高单位数增长	中单位数增长
	索康尼	-	-	超过 40%增长
361 度	361 度主品牌	低双位数增长	高双位数增长	10%-15%增长

来源: ifind, 国金证券研究所

总体来看，2024 年&2025Q1 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高单位数增长，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	高单位数增长
	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

2024 年运动板块盈利水平整体改善，板块公司通过动态管理库存和折扣水平提升实现毛利率大面积改善，但安踏体育毛利率同比小幅下降 0.42pct 至 62.20%，其中安踏主品牌毛利率下降 0.4pct，FILA 毛利率下降 1.2pct，主要系持续提升产品品质、低毛利率线上渠道占比提升等使得盈利水平有小幅波动。李宁/特步国际/361 度毛利率分别同比 +0.99%/+1.03pct/+0.43pct 至 49.37%/43.20%/41.50%，主要受益于 1) 电商折扣改善；2) 直营渠道效率优化、折扣改善。3) 高毛利 DTC 占比上升等。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，2025 年板块盈利水平有望进一步回升。


图表7: 2024年运动品牌板块盈利水平稳中向好

公司	盈利指标	2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	毛利率	58.15%	61.64%	60.24%	62.59%	62.17%
	净利率	15.68%	16.66%	15.37%	18.08%	23.99%
李宁	毛利率	49.07%	53.03%	48.38%	48.38%	49.37%
	净利率	11.75%	17.77%	15.75%	11.55%	10.51%
特步国际	毛利率	39.14%	41.72%	40.92%	42.17%	43.20%
	净利率	6.18%	8.88%	7.06%	7.20%	9.12%
361度	毛利率	37.87%	41.67%	40.52%	41.10%	41.53%
	净利率	9.66%	12.51%	11.73%	12.35%	11.84%

来源: ifind, 国金证券研究所

2024年各公司维持较高的广宣等费用开支。安踏体育销售费用率为36.21%，同比提升1.45pct，主因新品推广与渠道拓展投入加大。特步国际/361度广宣费用率同比提升均0.1pct至13.4%/12.8%。李宁/特步国际/361度销售费用率同比-0.82pct/-2.36pct/-0.16pct至32.08%/21.12%/21.95%，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，李宁管理费用同比增加0.43pct；特步国际同比-0.22pct至10.51%。整体来看2024年为体育大年，各大公司均加大营销投入，但费用端管控情况较好，我们预计2025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8: 2024年运动品牌板块广宣费用率整体有提升

公司	费用指标	2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	销售费用率	30.32%	35.99%	36.59%	34.76%	36.21%
	管理费用率	5.98%	5.94%	6.69%	5.92%	5.93%
李宁	销售费用率	30.61%	27.19%	28.35%	32.90%	32.08%
	管理费用率	5.57%	4.92%	4.31%	4.55%	4.98%
特步国际	销售费用率	18.81%	18.89%	20.81%	23.48%	21.12%
	管理费用率	12.85%	11.88%	11.24%	10.73%	10.51%
361度	销售费用率	18.80%	19.21%	20.59%	22.12%	21.95%
	管理费用率	8.60%	9.41%	7.78%	7.48%	6.94%

来源: ifind, 国金证券研究所

2024年运动品牌各大公司稳健去库存，安踏体育/李宁存货控制较好，存货周转天数整体保持稳定；特步国际周转天数同比下降10天至79天，主要系剥离非核心业务，减少低效库存，并以柔性供应链应对市场需求；361度周转天数同比增长14天至106天，主要因为公司战略性增加制成品存货以支持电商业务。我们认为零售环境低谷已过，各大品牌严控库存，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9: 运动品牌存货周转天数健康 (单位: 天)

公司	2020	2021	2022	2023	2024
安踏体育	120	125	136	121	121
李宁	67	53	57	62	63
特步国际	73	76	89	89	79
361度	109	86	90	92	106

来源: ifind, 国金证券研究所

2.2、男装板块经营情况平稳，海澜之家表现最为突出

2024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-2.85%/+13.24%/-1.92%/+4.12%至201.62/40.04/51.53/31.81亿元。2025Q1受消费环境弱复苏及天气影响，各公司表现略有下降，海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王营收分别+0.16%/+1.41%/-3.70%/-4.79%至61.87/12.86/13.03/8.95亿元。

1) 海澜之家渠道结构调整成果明显，2024年直营门店净增加216家至1468家，直营收入同比增长5.44%，同时海外以及斯搏兹、京东奥莱发展迅速，24年海外地区实现营业收入3.55亿元，同比增长30.75%，24年末海外门店总数达101家，25年预计继续贡献增量。2025Q1归母净利润同增5.46%至9.35亿元，业绩情况较好。

2) 比音勒芬主品牌竞争力提升，其中4Q24单季度收入逆势增长35%，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。2024 年公司电商渠道销售收入 2.63 亿元/yoy+35%，线下门店稳步扩张至 1294 家带动业绩高速增长。2025Q1 营收 12.86 亿元/yoy+1.42%，增速放缓但仍维持增长态势。

3) 报喜鸟终端零售承压，哈吉斯表现稳健，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，2024 年喜鸟、哈吉斯、乐飞叶和宝鸟品牌收入分别同比-8.4%/+1.3%/+28.0%/-2.9%至 5.9/17.8/3.5/10.1 亿元。公司毛利率稳中有升至 65%/+0.3pct，得益于产品结构优化，毛利相对较高的 T 恤、羊毛衫、茄克占比提升，以及公司对零售折扣的严格把控。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。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 2024 年末，公司线下销售终端数量为 2371 家，其中直营终端 896 家，加盟终端 1475 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10：男装板块经营情况平稳（单位：亿元）

公司	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
海澜之家	营业收入	185.62	207.54	201.62	61.77	61.87
	yoy	-8.06%	15.98%	-2.85%	8.71%	0.16%
比音勒芬	营业收入	28.85	35.36	40.04	12.68	12.86
	yoy	6.07%	22.56%	13.24%	17.52%	1.42%
报喜鸟	营业收入	43.13	52.54	51.53	13.53	13.03
	yoy	-3.10%	21.82%	-1.92%	4.88%	-3.70%
九牧王	营业收入	26.2	30.55	31.81	9.4	8.95
	yoy	-14.10%	16.60%	4.12%	21.76%	-4.79%

来源：ifind，国金证券研究所

2024 年男装板块盈利水平整体稳健，2024 年&25Q1 海澜之家毛利率同比+2.18/-0.08pct，主要因为直营渠道占比提升，比音勒芬毛利率同比小幅下降 1.60pct 至 77.01%，其中线上销售/直营销售/加盟销售毛利率分别变化 4.01/-2.12/-0.67pct，报喜鸟、九牧王受益于产品结构优化毛利率有所提升。25Q1 各大男装品牌控制折扣，毛利率同比基本保持平稳。

图表11：男装板块盈利水平整体稳健

公司	盈利指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
海澜之家	毛利率	42.89%	44.47%	44.51%	46.69%	46.61%
	净利率	11.61%	13.71%	10.30%	14.36%	15.12%
比音勒芬	毛利率	77.40%	78.61%	77.01%	76.03%	75.42%
	净利率	25.22%	25.76%	19.49%	28.55%	25.77%
报喜鸟	毛利率	62.74%	64.71%	65.02%	67.80%	67.93%
	净利率	11.04%	13.87%	10.09%	19.04%	13.24%
九牧王	毛利率	59.46%	63.56%	64.98%	64.98%	65.10%
	净利率	-4.02%	6.16%	5.48%	11.74%	21.67%

来源：ifind，国金证券研究所

男装各大公司费用率普遍上升。25Q1 海澜之家销售费用率同比上升 1.3%，管理费用率改善 0.47pct 至 4.78%，在直营门店快速布局背景下控费良好。25Q1 比音勒芬销售费用率同比增长 1.81pct，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 24 全年&25Q1 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。2024 年九牧王销售费用率为 43.64%，同比提升 7.05pct，主因公司加强与主流消费群体沟通，配合“五裤”矩阵，针对不同年龄的消费客群，签约五位明星代言人，并加大品牌推广投放，广告及业务宣传费。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，费用率有所提升。

图表12：2024 年男装板块费用率有所提升

公司	费用指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
海澜之家	销售费用率	18.45%	20.22%	23.10%	18.97%	20.27%
	管理费用率	4.97%	4.47%	4.94%	5.25%	4.78%
比音勒芬	销售费用率	35.92%	37.09%	40.27%	33.03%	34.84%



公司	费用指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
报喜鸟	管理费用率	6.78%	7.85%	9.27%	6.10%	6.34%
	销售费用率	39.68%	38.66%	41.34%	36.18%	39.71%
九牧王	管理费用率	6.47%	7.05%	7.36%	6.20%	8.12%
	销售费用率	37.17%	36.59%	43.64%	28.74%	34.92%
	管理费用率	8.14%	7.33%	6.65%	4.81%	4.80%

来源: ifind, 国金证券研究所

板块库存有所增加, 25Q1 海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王库存周转天数分别为 308/271/262/273 天, 同比增长 68/70/21/28 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	2023Q1	2024Q1	2025Q1
海澜之家	246	240	308
比音勒芬	240	200	271
报喜鸟	241	241	262
九牧王	238	246	273

来源: ifind, 国金证券研究所

2.3、女装行业经营承压, 期待经济恢复改善流水与库存情况

2024 年&25Q1 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 24 全年歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份营收分别+4.15%/-16.23%/-3.30%/-20.13%至 30.36/22.19/43.95/14.05 亿元。25Q1 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份营收分别-7.88%/-10.80%/-3.64%/-4.93%至 6.9/4.79/11.11/3.47 亿元。

- 1) 歌力思国内总体保持良好增长态势, 带动公司 2024 年实现营收 30.36 亿元, 同比增长 4.15%, 跑赢女装大盘。公司主要品牌 ELLASSAY 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+8.4%/+21%/+19%/+17%, 带动国内业务增长 10%。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, 线上渠道营收增速高达 32.42%。
- 2) 地素时尚 2024 年营收 22.19 亿元, 同降-16.23%, 主因终端消费环境恶化和渠道调整。在渠道方面, 公司线上、线下渠道营收均同比下滑, 其中线上下滑幅度高于线上渠道, 分别为-17.88%/-7.31%。2024 年, 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。
- 3) 锦泓集团受外部消费环境变化影响, 公司线上业务稳中有增, 线下业务略有下滑。公司 2024 年实现营收 43.95 亿元, 同降-3.30%, 其中线上营收 17.44 亿元, 同增 0.4%, 线下营收 25.94 亿元, 同降 6.75%。
- 4) 欣贺股份受终端消费复苏未达预期、业务调整过渡期影响, 经营业绩承压。2024 年公司实现营业收入 14.05/-20.13%, 其中 24Q1 营收 3.65 亿元/-19.07%, 营收高速下滑, 主因公司推动渠道变革, 24 年陆续关闭线下低效门店, 目前营收下滑有所收窄。

图表14: 女装板块经营有所承压 (单位: 亿元)

公司	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
歌力思	营业收入	23.95	29.15	30.36	7.49	6.9
	yoy	1.35%	21.71%	4.15%	12.46%	-7.88%
地素时尚	营业收入	24	26.49	22.19	5.37	4.79
	yoy	-17.18%	10.38%	-16.23%	-11.97%	-10.80%
锦泓集团	营业收入	38.99	45.45	43.95	11.53	11.11
	yoy	-9.83%	16.57%	-3.30%	-1.20%	-3.64%
欣贺股份	营业收入	17.43	17.59	14.05	3.65	3.47
	yoy	-17.08%	0.92%	-20.13%	-19.07%	-4.93%

来源: ifind, 国金证券研究所

2024 年&25Q1 女装板块毛利率稳健。2024 年&25Q1 歌力思毛利率同降 0.63/1.57pct, 主因低毛利率线上渠道占比提升及过季货品处理。地素时尚毛利率同比小幅上升。



图表15: 2024 年女装板块整体盈利能力承压

公司	盈利指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
歌力思	毛利率	63.81%	67.79%	67.36%	67.26%	65.69%
	净利率	2.32%	5.56%	-8.42%	5.95%	8.22%
地素时尚	毛利率	75.36%	74.46%	74.84%	75.55%	76.32%
	净利率	16.02%	18.64%	13.68%	20.49%	17.25%
锦泓集团	毛利率	69.20%	69.20%	68.63%	70.20%	70.25%
	净利率	1.83%	6.55%	6.97%	10.07%	8.01%
欣贺股份	毛利率	69.36%	69.43%	67.05%	68.96%	69.48%
	净利率	7.41%	5.69%	-4.79%	1.55%	1.78%

来源: ifind, 国金证券研究所

25Q1 板块内各公司销售费用率普遍提高, 主因公司营收规模收缩, 原计划投放的费用没有完全达到效果。歌力思 2024 年&25Q1 销售费用率同比上升幅度较大, 主因公司海外地区、收入同比下滑, 但刚性费用占比高, 同时不良店铺关闭导致费用进一步增加。2024 年板块内公司管理费用率处于稳定水平, 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份管理费用率同比变化+1.07/+1.61/0.43/-1.25pct。2025Q1 管理费用率均有优化, 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份管理费用率同比减少 0.50/0.88/0.21/0.46pct, 反映各大公司精细化运营持续推进。

图表16: 2024 年女装整体费用率有所提升

公司	费用指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
歌力思	销售费用率	47.39%	46.08%	50.00%	46.81%	48.35%
	管理费用率	9.34%	8.34%	9.41%	7.87%	7.37%
地素时尚	销售费用率	43.64%	40.46%	45.74%	41.76%	45.65%
	管理费用率	7.09%	7.14%	8.75%	9.20%	8.32%
锦泓集团	销售费用率	57.66%	51.34%	50.80%	47.67%	47.87%
	管理费用率	3.98%	3.90%	4.33%	4.48%	4.27%
欣贺股份	销售费用率	46.55%	45.99%	54.36%	50.13%	48.84%
	管理费用率	4.91%	7.81%	6.56%	5.30%	4.84%

来源: ifind, 国金证券研究所

2025Q1 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-37/+47/+43/-60 天。2025Q1 歌力思、欣贺股份库存水平明显改善。

图表17: 存货周转天数 (单位: 天)

公司	2023Q1	2024Q1	2025Q1
歌力思	286.9	335.07	298.11
地素时尚	249.58	285.99	332.72
锦泓集团	267.86	229.53	272.98
欣贺股份	505.05	586.7	526.32

来源: ifind, 国金证券研究所

2.4、家纺个护稳健恢复, 稳健医疗表现亮眼

2025Q1 家纺公司改善趋势强化。

1) 25Q1 稳健医疗营收同比大幅增长 36.46%至 26.05 亿元, 归母净利润同比增长 36.26%至 2.49 亿元, 剔除合并 GR13 亿元营收后同增 21.01%, 其中医疗板块实现营收 12.5 亿元, 同增 46.3%, 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 3.7 亿元/2.2 亿元及 1.2 亿元, 同比分别增长 196.8%/21.1%/39.8%。消费板块 25Q1 实现营收 13.4 亿元, 同增 28.8%。品类方面, 奈丝公主卫生巾实现营业收入 3.1 亿元, 同增 73.5%, 引领全品类发展; 核心品类棉柔巾与成人服饰实现营收 3.7/2.5 亿元, 同增 38.6%/23.4%, 核心品类均保持强劲增长动能。渠道方面, 电子商务贡献收入占比 59.9%; 商超渠道快速增长, 一季度实现营业收入 1.5 亿元, 同比增长 70.9%。

2) 25Q1 罗莱生活营收同比增长 0.57%至 10.94 亿元, 归母净利润同比增长 26.31%至 1.13 亿元, 业绩保持稳定, 国内家纺业务延续了 2024Q4 触底回升的趋势。

3) 25Q1 富安娜收入同降 17.79%至 5.36 亿元, 归母净利润同比下降 54.12%至 5614 万元。2024 年, 公司深度挖掘零



售数据，精准剖析消费者需求，持续深耕产品开发。以 30 周年为契机，聚焦新国风、致经典、大健康、大婚庆等系列产品线，从技术革新、科技赋能、材料优化、工艺创新及功能升级等多方面着手，全方位满足消费者需求，引领美好家居生活新潮流。

4) 水星家纺收入同增 1.20%至 9.26 亿元，归母净利润同比下降 3.79%至 8978 万元。产品布局方面，公司在“好被芯选水星”品牌战略引领下，产品精细化运作。一方面通过技术创新，引领行业向环保、健康升级，另一方面深耕细分市场，在功能性、场景化等方面发力。公司坚持精品开发，不断优化产品结构，在全品类与大单品两个维度开展研发与创新，优势单品持续引爆。

图表18：家纺个护板块稳健向上（单位：亿元）

公司	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
稳健医疗	营业收入	113.51	81.85	89.78	19.09	26.05
	yoy	41.23%	-27.89%	9.69%	-18.84%	36.46%
罗莱生活	营业收入	53.14	53.15	45.59	10.88	10.94
	yoy	-7.74%	0.02%	-14.22%	-12.26%	0.57%
富安娜	营业收入	30.80	30.30	30.11	6.52	5.36
	yoy	-3.11%	-1.62%	-0.63%	5.16%	-17.79%
水星家纺	营业收入	36.64	42.11	41.93	9.15	9.26
	yoy	-3.55%	14.93%	-0.43%	11.86%	1.20%

来源：ifind，国金证券研究所

个护/家纺龙头公司毛利率整体稳步提升。家纺龙头持续推进产品结构优化，毛利率上行。2025Q1 稳健医疗/罗莱生活/富安娜/水星家纺毛利率同比上升 0.83/2.41/0.34/2.53pct 至 48.45%/45.98%/54.48%/43.95%。2025Q1 净利率分化明显。Q1 罗莱生活净利率同比提升 2.1pct 至 10.33%；稳健医疗/富安娜/水星家纺净利率同比下降 0.02/8.30/0.50pct 至 9.54%/10.47%/9.70%。

图表19：家纺龙头毛利率稳步提升

公司	盈利指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
稳健医疗	毛利率	47.38%	48.99%	47.32%	47.62%	48.45%
	净利率	14.54%	7.09%	7.75%	9.56%	9.54%
罗莱生活	毛利率	45.95%	47.26%	48.01%	43.57%	45.98%
	净利率	10.79%	10.77%	9.49%	8.23%	10.33%
富安娜	毛利率	53.12%	55.64%	56.06%	54.14%	54.48%
	净利率	17.33%	18.88%	18.01%	18.77%	10.47%
水星家纺	毛利率	38.70%	40.04%	41.40%	41.42%	43.95%
	净利率	7.59%	9.00%	8.74%	10.20%	9.70%

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，销售费用呈现分化。2025Q1 稳健医疗/罗莱生活销售费用率有所改善，同比下降 2.8/0.12pct 至 22.26%/21.66%，富安娜/水星家纺销售费用率呈现提升趋势分别同比变动 9.54/3.07pct 至 36.38%/26.35%。通过优化各渠道提升品牌形象。各大公司管理费用率整体稳健，2025Q1 稳健医疗/富安娜/水星家纺管理费用率同比增长 0.37/0.72/0.52pct 至 8.33%/4.46%/5.33%，罗莱生活管理费用率有所改善。

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	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
稳健医疗	销售费用率	18.06%	25.53%	25.22%	25.03%	22.26%
	管理费用率	5.59%	8.48%	7.51%	7.96%	8.33%
罗莱生活	销售费用率	21.45%	24.70%	26.39%	21.78%	21.66%
	管理费用率	6.74%	5.95%	6.58%	9.28%	8.70%
富安娜	销售费用率	25.62%	26.14%	27.63%	26.84%	36.38%
	管理费用率	4.03%	3.73%	3.52%	3.74%	4.46%
水星家纺	销售费用率	23.33%	24.10%	24.45%	23.28%	26.35%
	管理费用率	4.72%	4.30%	4.46%	4.81%	5.33%



来源: ifind, 国金证券研究所

存货周转保持稳健。2025Q1 罗莱生活存货周转天数同比缩短 36 天至 157 天, 库存情况优化明显, 稳健医疗/富安娜/水星家纺存货周转天数同比增加 1/58/14 天至 131/281/181 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	118	130	131
罗莱生活	207	193	157
富安娜	236	223	281
水星家纺	182	167	181

来源: ifind, 国金证券研究所

2.5、纺织制造: 2024 年稳健恢复, 后续需持续观察关税影响

2024 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 19.35%/14.79%/13.42%至 240.06/286.63/24.70 亿元。华利集团 2024 年全年销售运动鞋 2.23 亿双, 同比增长 17.53%, ASP 同比增长低单位数, 公司增长主要依靠量增驱动, 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, 营收同比上升 12.34%, 保持增长态势。申洲国际休闲类、内衣类产品销售额同比分别上升 27.1%/34.6%, 得益于日本市场及其他市场产品需求明显增加。裕元集团制造业务订单稳步恢复, 营收同增 11.1%至 56.21 亿美元。晶苑国际因订单需求增加、扩充雇员队伍, 在维持高效运营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 2024 年中游制造龙头营收均展现良好的弹性。

图表22: 2024 年中游制造整体盈利能力提升(单位: 亿元)

公司	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
华利集团	营业收入	205.69	201.14	240.06	47.65	53.53
	yoy	17.74%	-2.21%	19.35%	30.15%	12.34%
申洲国际	营业收入	277.81	249.70	286.63	-	-
	yoy	16.51%	-10.12%	14.79%	-	-
裕元集团	营业收入	62.03	50.59	56.21	12.54	-
	yoy	26.2%	18.4%	11.1%	-0.1%	-
晶苑国际	营业收入	24.91	21.77	24.70	-	-
	yoy	6.39%	-12.59%	13.42%	-	-

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)

产能利用率回升驱动 2024 年纺织制造整体盈利能力回暖。华利集团 24Q4 净利率为 15.36%, 同比下降 0.38pct。我们预计主要受到新工厂投产毛利率爬坡、管理费用率上升等因素影响, 2024 年整体净利率稳中有升。由于新工厂仍处于加速建设阶段, 25Q1 毛利率/净利率同比下降 5.47/2.27pct, 随着新工厂效率爬坡带动业绩增长, 盈利能力有望恢复。申洲国际毛利率/净利率同增 3.83/3.52pct 至 28.10%/21.77%, 得益于产能利用率的明显提高、海外工厂运行效率及员工聘用人数增加。裕元集团制造业务产能利用率与生产效率大幅提升, 毛利率同比增长 0.7pct 至 19.9%。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。各大中游制造公司 2024 年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: 2024 年中游制造整体盈利能力提升

公司	盈利指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
华利集团	毛利率	25.86%	25.59%	26.80%	28.37%	22.90%
	净利率	15.69%	15.91%	15.98%	16.53%	14.26%
申洲国际	毛利率	22.05%	24.27%	28.10%	-	-
	净利率	16.43%	18.25%	21.77%	-	-
裕元集团	毛利率	18.4%	19.2%	19.9%	20.26%	-
	净利率	5.7%	5.8%	7.8%	8.39%	-
晶苑国际	毛利率	18.60%	19.19%	19.69%	-	-
	净利率	6.95%	7.54%	8.13%	-	-

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)



2024 年中游制造费用管控情况良好。华利集团 24 年销售费用率同降 0.03pct，管理费用率上升 1.03pct，25Q1 管理费用率同比下降 1.47pct 至 3.71%，主要系薪酬绩效减少。申洲国际销售费用率同比上涨 0.30pct 至 0.96%，主要系运输费用增长。申洲国际/晶苑国际管理费用率同降 0.77/1.35pct，裕元集团 SG&A 同降 0.5pct 至 10.4%，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24：2024 年中游制造龙头控费稳健

公司	费用指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
华利集团	销售费用率	0.38%	0.35%	0.32%	0.48%	0.35%
	管理费用率	3.75%	3.43%	4.48%	5.18%	3.71%
申洲国际	销售费用率	0.74%	0.66%	0.96%	-	-
	管理费用率	7.04%	7.53%	6.76%	-	-
裕元集团	SG&A	10.1%	10.9%	10.4%	11.0%	-
晶苑国际	销售费用率	1.08%	1.24%	1.59%	-	-
	管理费用率	9.50%	10.01%	8.66%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

2024 年中游制造龙头库存普遍优化。2024 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 3/4/9/6 天。华利集团核心品牌客户运营保持健康，25Q1 客户结构与订单增速持续改善。25Q1 存货周转天数同比优化 5 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。2025 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25：中游制造公司存货周转天数下降（单位：天）

	2022	2023	2024	2023Q1	2024Q1	2025Q1
华利集团	61	63	60	91	79	74
申洲国际	107	118	114	118	114	-
裕元集团	54	60	51	52	60	-
晶苑国际	52	53	47	53	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&户外制造：24 全年&25Q1 整体经营改善，东南亚产能布局降低关税风险

2024 年和 25Q1 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/扬州金泉 24 年营收分别 +36.56%/+9.07%/+21.75%/-1.77%至 42.40/48.41/10.02/8.31 亿元，25Q1 同比增长 35.57%/0.29%/30.40%/8.85%至 12.34/11.03/3.57/2.39 亿元。1) 开润股份 24 年归母净利润同比增长 229.52%至 0.60 亿元，25Q1 同比增长 20.12%至 0.85 亿元，营收高增主要受益于上海嘉乐收购并表、2B 下游补库存，服装代工业务和公司品牌业务成长可期，有望保持高质量增长。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 24 年同比增长 1.83%/26.65%至 25.43/15.48 亿元，营业收入占比分别为 52.54%/31.98%，25Q1 受毛条业务厂房改造影响收入增速放缓。3) 浙江自然在行业景气提升和技术优势条件下，24 全年与 25Q1 多品类量增、海外产能释放驱动营收大幅增长。4) 扬州金泉 2024 年全年营收同比下降 1.77%至 8.31%，25Q1 同比增长 8.85%至 2.39 亿元，得益于海外客户补库和合作深化，营收整体持续改善，品类与客户拓展支撑未来增长。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26：2024 年上游&户外制造板块营收表现分化，改善趋势增强（单位：亿元）

公司	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
开润股份	营业收入	27.41	31.05	42.40	9.10	12.34
	yoy	19.75%	13.28%	36.56%	22.92%	35.57%
新澳股份	营业收入	39.50	44.38	48.41	11.00	11.03
	yoy	14.64%	12.37%	9.07%	12.48%	0.29%
浙江自然	营业收入	9.46	8.23	10.02	2.73	3.57
	yoy	12.27%	-12.95%	21.75%	13.83%	30.40%
扬州金泉	营业收入	11.28	8.46	8.31	2.20	2.39
	yoy	45.42%	-25.03%	-1.77%	-18.96%	8.85%

来源：ifind，国金证券研究所

2024 全年和 25Q1 上游&户外制造公司盈利水平整体保持平稳。开润股份 2024 年净利率同比增长 5.76pct 至 9.46%，



25Q1 同比下降 0.24pct 至 7.59%，净利率提升主要受益于嘉乐报表合并和产能利用率提升，随着印尼产能扩产，有望带动净利进一步提升。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 2024 全年和 25Q1 净利率分别增长 3.37pct/8.13pct 至 18.93%/27.06%，产能利用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。我们预计 2025 年上游&户外制造龙头产能逐步释放，盈利水平将进一步改善或恢复。

图表27：2024 年上游&户外制造整体盈利能力整体平稳

公司	盈利指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
开润股份	毛利率	21.63%	24.35%	22.86%	24.16%	24.71%
	净利率	1.99%	3.70%	9.46%	7.83%	7.59%
新澳股份	毛利率	18.81%	18.63%	18.98%	19.91%	20.78%
	净利率	10.34%	9.70%	9.34%	9.08%	9.58%
浙江自然	毛利率	36.61%	33.84%	33.72%	38.37%	38.83%
	净利率	22.08%	15.57%	18.93%	14.98%	27.06%
扬州金泉	毛利率	27.38%	32.50%	26.02%	30.64%	24.60%
	净利率	21.23%	27.29%	18.31%	21.21%	14.78%

来源：ifind，国金证券研究所

2024 全年和 25Q1 上游&户外制造费用率总体保持稳健。开润股份销售费用率 2024 全年和 25Q1 分别下降 1.18pct/0.95pct 至 5.26%/3.95%，管理费用率 25Q1 有小幅回升，通过引入 SAP 系统实现公司业务数据化，将有望降低管理成本。新澳股份财务费用率稳定，管理费用率 2024 年同增 0.34pct 至 3.18%，增长态势有所延续，主要由于职工薪酬支出及股权激励计划产生费用上升。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，24 年分别同增 0.96pct/1.85pct，25 年 Q1 分别同增 1.29pct/0.73pct。

图表28：2024 年上游&户外制造控费稳健

公司	费用指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
开润股份	销售费用率	6.92%	6.44%	5.26%	4.90%	3.95%
	管理费用率	7.25%	6.43%	5.99%	5.30%	6.47%
新澳股份	销售费用率	1.83%	2.12%	2.09%	1.72%	2.02%
	管理费用率	2.98%	2.84%	3.18%	3.06%	3.37%
浙江自然	销售费用率	1.47%	2.41%	2.43%	2.30%	1.40%
	管理费用率	5.26%	7.14%	7.06%	7.46%	4.82%
扬州金泉	销售费用率	0.71%	1.12%	2.08%	1.29%	2.58%
	管理费用率	2.90%	4.33%	6.18%	5.29%	6.02%

来源：ifind，国金证券研究所

2024 全年和 25Q1 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 24Q1 分别同降 24/18 天，25Q1 分别同增 23/29 天至 83/219 天。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。浙江自然 24Q1 同降 28 天至 118 天，25Q1 同降 6 天至 112 天，伴随行业需求提升、下游订单放量，存货周转持续优化。扬州金泉整体有所波动，25Q1 存货周转天数同降 13 天至 85 天，海外户外品牌去库逐渐结束，核心客户运营向好，库存管理有望进一步改善。

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	2023Q1	2024Q1	2025Q1
开润股份	84	60	83
新澳股份	208	190	219
浙江自然	146	118	112
扬州金泉	83	98	85

来源：ifind，国金证券研究所

三、美护&珠宝：Q1 平稳落地，新消费贡献惊喜

3.1、美护营收整体稳健，各大品牌加大推新品力度

2024 年美护公司营收整体增长迅速，增速稳健。锦波生物/丸美生物/珀莱雅 2024 年全年营收同比增长



84.92%/33.44%/21.04%至 14.43/29.70/107.78 亿元, 2025Q1 同比增长 62.51%/28.01%/8.13%至 3.66/8.47/23.59 亿元。锦波生物大力发展医疗器械、功能性护肤品迎来业绩增长, 水羊股份/科思股份 2024 年全年营收同比下降 5.69%/5.16%至 42.37/22.76 亿元, 水羊股份 2025Q1 同比增长 5.19%至 10.85 亿元, 科思股份 2025Q1 同比下降 44.29%至 3.97 亿元, 主要是受防晒市场需求增长放缓和下游客户消化前期库存以及行业竞争增加等因素影响, 导致防晒剂出货量同比有所下降。润本股份/若羽臣 2024 年全年营收分别同比增长 27.61%/29.26%至 13.18/17.66 亿元, 25Q1 同比增长 44.00%/54.16%至 2.40/5.74 亿元。润本股份持续深耕细分品类, 升级或新推产品量达 90+, 2024 年驱蚊系列产品/婴童护理产品实现营收 4.39/6.90 亿元, 占比 33.33%/52.36%, 同增 35.39%/32.42%, 销量同增 25.89%/6.71%, 各品类业绩同步增长, 25Q1 整体业绩延续高增。若羽臣业务转型驱动营收改善, 品牌管理/自有品牌业务动能显著, 2024 年分别同增 212.24%/90.28%至 5.01/5.01 亿元, 占比 28.38%/28.37%。上美股份通过韩束品牌产品升级和营销突破, 抖音流量溢出达成全渠道的销量增长, 公司 2024 年营收同增 62.08%至 67.93 亿元。巨子生物 2024 年同比增长 57.17%至 55.39 亿元, 明星产品稳健增长, 新品类产品成功推出, 其中 DTC 店铺线上直销收入同增 66.5%, 贡献占比 64.8%。毛戈平 2024 年营收同增 34.61%至 38.85 亿元, 彩妆系列产品销量同比增长 33.55%, 平均售价同步增长, 通过线上线下会员策略, 复购率同比上升 4.1pct 至 30.9%, 消费者粘性进一步增强。

图表30: 2024 年美护板块营收展现弹性 (单位: 亿元)

	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
锦波生物	营业收入	3.90	7.80	14.43	2.26	3.66
	yoy	67.15%	99.97%	84.92%	76.09%	62.51%
丸美生物	营业收入	17.32	22.26	29.70	6.61	8.47
	yoy	-3.10%	28.52%	33.44%	38.73%	28.01%
珀莱雅	营业收入	63.85	89.05	107.78	21.82	23.59
	yoy	37.82%	39.45%	21.04%	34.56%	8.13%
水羊股份	营业收入	47.22	44.93	42.37	10.32	10.85
	yoy	-5.74%	-4.86%	-5.69%	-1.36%	5.19%
科思股份	营业收入	17.65	24.00	22.76	7.12	3.97
	yoy	61.85%	35.99%	-5.16%	21.20%	-44.29%
润本股份	营业收入	8.56	10.33	13.18	1.67	2.40
	yoy	47.06%	20.66%	27.61%	10.02%	44.00%
若羽臣	营业收入	12.17	13.66	17.66	3.72	5.74
	yoy	-5.55%	12.25%	29.26%	31.68%	54.16%
上美股份	营业收入	26.75	41.91	67.93	-	-
	yoy	-26.07%	56.64%	62.08%	-	-
巨子生物	营业收入	23.64	35.24	55.39	-	-
	yoy	52.30%	49.05%	57.17%	-	-
毛戈平	营业收入	18.29	28.86	38.85	-	-
	yoy	15.96%	57.78%	34.61%	-	-

来源: ifind, 国金证券研究所

2024 年美护板块盈利能力稳中有升, 差异化定位筑牢竞争优势。锦波生物/丸美生物/珀莱雅/水羊股份毛利率持续增长, 2024 年毛利率同比分别增长 1.86pct/3.01pct/1.46pct/4.57pct 至 92.02%/73.70%/71.39%/63.01%, 科思股份 2024 年毛利率同比下降 4.43pct 至 44.40%; 净利率分化明显, 2025Q1 锦波生物/珀莱雅净利率同比增加 0.95pct/2.75pct 至 45.89%/17.19%。丸美生物/水羊股份/科思股份净利率同比下降 0.76pct/0.27pct/18.79pct 至 15.97%/3.86%/12.06%, 主要因为应对市场变化, 公司调降了部分产品价格, 主营业务毛利率也随之降低。润本股份持续发力高毛利的婴童护肤赛道, 2024 年婴童护肤产品毛利率同增 1.52pct 至 59.81%, 公司毛利率/净利率同增 1.82/0.89pct 至 58.17%/22.77%。若羽臣 24 全年及 25Q1 毛利/净利提升主要得益于自有品牌业务全渠道高增, 对高端家清市场的精准锚定, 加之品牌运营管理沉淀, 自有品牌家清毛利率达 66.92%, 带动公司盈利能力提升。上美股份 2024 年毛利/净利同比增长 3.17/0.81pct 至 75.22%/11.83%, 主要得益于韩束品牌势能增强。巨子生物产品品类扩充且销售成本增加, 毛利率同比下降 1.54pct 至 82.09%, 盈利能力略有波动但仍处高位。毛戈平线上线下销售渠道同步推进, 凭借稀缺的品牌文化及定位保持稳定的高盈利水平。

图表31: 2024 年美护板块整体盈利能力提升

	盈利指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
锦波生物	毛利率	85.44%	90.16%	92.02%	91.90%	90.11%



	净利率	27.91%	38.28%	50.68%	44.95%	45.89%
丸美生物	毛利率	68.40%	70.69%	73.70%	74.61%	76.05%
	净利率	9.67%	12.47%	11.53%	16.73%	15.97%
珀莱雅	毛利率	69.70%	69.93%	71.39%	70.11%	72.78%
	净利率	13.02%	13.82%	14.71%	14.44%	17.19%
水羊股份	毛利率	53.12%	58.44%	63.01%	61.34%	63.76%
	净利率	2.60%	6.65%	2.63%	4.13%	3.86%
科思股份	毛利率	36.66%	48.83%	44.40%	47.82%	34.04%
	净利率	21.99%	30.57%	24.65%	30.85%	12.06%
润本股份	毛利率	54.19%	56.35%	58.17%	55.69%	57.67%
	净利率	18.69%	21.88%	22.77%	21.28%	18.41%
若羽臣	毛利率	33.62%	40.24%	44.57%	24.65%	53.94%
	净利率	2.78%	3.97%	5.98%	3.44%	4.78%
上美股份	毛利率	63.53%	72.05%	75.22%	-	-
	净利率	5.12%	11.02%	11.83%	-	-
巨子生物	毛利率	84.39%	83.63%	82.09%	-	-
	净利率	42.36%	41.09%	37.22%	-	-
毛戈平	毛利率	83.83%	84.83%	84.37%	-	-
	净利率	19.25%	22.99%	22.69%	-	-

来源: ifind, 国金证券研究所

2024年美护公司销售费用整体有所提升。锦波生物2024年全年销售费用同比下降3.03pct至8.80%，25Q1同比下降2.55pct至8.27%。丸美生物/珀莱雅/水羊股份/科四股份2024年全年销售费用率同比增长1.19pct/3.28pct/7.72pct/1.91pct至55.05%/47.88%/49.07%/8.70%，25Q1丸美生物/珀莱雅同比下降0.25pct/0.24pct至2.90%/4.22%，水羊股份/科思股份同比增长0.11pct/0.51pct至5.77%/2.17%。润本股份/若羽臣2024年全年销售费用率同比增长2.78/1.96pct至28.80%/29.78%，25Q1同比增长1.3/29.73pct至31.45%/45.89%。上美股份/巨子生物/毛戈平2024年销售费用率同比增长4.65/3.22/0.07pct至58.11%/36.26%/49.01%。外部环境流量竞争加剧，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32: 美护公司销售费用整体有所提升

公司	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
锦波生物	销售费用率	26.92%	21.15%	17.95%	23.88%	21.36%
	管理费用率	11.43%	11.83%	8.80%	10.82%	8.27%
丸美生物	销售费用率	48.85%	53.86%	55.05%	50.38%	52.18%
	管理费用率	6.41%	4.90%	3.67%	3.15%	2.90%
珀莱雅	销售费用率	43.63%	44.60%	47.88%	46.84%	45.65%
	管理费用率	5.12%	5.11%	3.40%	4.46%	4.22%
水羊股份	销售费用率	43.05%	41.35%	49.07%	46.32%	49.59%
	管理费用率	4.11%	5.23%	6.16%	5.66%	5.77%
科思股份	销售费用率	6.01%	6.79%	8.70%	1.66%	2.17%
	管理费用率	4.56%	4.71%	5.10%	6.89%	13.29%
润本股份	销售费用率	27.09%	26.02%	28.80%	30.15%	31.45%
	管理费用率	2.96%	3.19%	2.45%	4.32%	3.69%
若羽臣	销售费用率	22.72%	27.82%	29.78%	16.16%	45.89%
	管理费用率	7.39%	6.83%	5.57%	4.41%	2.91%
上美股份	销售费用率	47.01%	53.46%	58.11%	-	-
	管理费用率	6.22%	8.00%	12.47%	-	-
巨子生物	销售费用率	29.87%	33.04%	36.26%	-	-



	管理费用率	6.56%	4.87%	4.64%	-	-
毛戈平	销售费用率	52.62%	48.94%	49.01%	-	-
	管理费用率	7.27%	6.66%	6.89%	-	-

来源: ifind, 国金证券研究所

2024年美妆公司库存管理优化成效显著。锦波生物/珀莱雅 25Q1 存货周转天数同降 70/32 天至 266/97 天, 丸美生物/水羊股份/科思股份存货周转天数同增 11/5/113 天至 103/186/215 天, 科思股份因受防晒市场需求增长放缓和下游客户消化前期库存以及行业竞争增加等因素影响, 使库存出货量同比大幅下降。润本股份/若羽臣 25Q1 存货周转天数同降 9/10 天至 134/80 天, 上美股份/巨子生物/毛戈平同降 30/27/67 天至 128/93/197 天。库存改善得益于销量普遍增长及生产管理技术保障。润本股份依托自有数字化供应链管理系统及研产销一体化战略, 若羽臣深度融合数智化技术实现精准的供应链管理, 上美股份/巨子生物以自主生产优势灵活把控生产节奏, 毛戈平预备建设自有生产基地, 孵化独立生产能力。各公司注重供应链管理系统及技术升级, 库存情况有望持续优化。

图表33: 美妆公司库存管理优化成效显著 (单位: 天)

	2023Q1	2024Q1	2025Q1
锦波生物	349	336	266
丸美生物	87	92	103
珀莱雅	118	129	97
水羊股份	164	181	186
科思股份	137	102	215
润本股份	-	143	134
若羽臣	90	90	80
	2022	2023	2024
上美股份	210	158	128
巨子生物	133	120	93
毛戈平	310	264	197

来源: ifind, 国金证券研究所

3.2、珠宝: 经营呈现分化, 老铺增长强势

2024年金银珠宝板块在金价震荡上行、市场消费环境变化下展现出一定差异, 六家公司经营表现分化。老铺黄金业绩表现突出, 2024年公司实现营收 86.06 亿元/yoy+167.5%, 线上/线下渠道营收均高速增长, 同比增速分别为 +192.2%/+164.3%; 公司以线下门店渠道为主, 线上平台补充提升客户购物体验, 双渠道互为补充。在产品方面, 公司是国内首家推出“古法黄金”概念的品牌, 通过持续高研发投入不断提升研发创新能力, 截至 2024 年末, 公司共有 2000 项原创设计, 拥有境内/境外专利 249/228 项, 作品著作权 1314 项。门店超高收入和坪效为公司带来营收增量。截至 2024 年末, 公司共设 36 家自营门店, 其中 24 年新增门店 7 家, 优化及扩容门店 4 家; 2024 年公司单个商场平均实现销售业绩约 3.28 亿元, 在所有知名珠宝品牌中, 公司在中国内地单个商场平均收入、坪效排名首位。潮宏基业绩持续增长, 优化渠道布局。公司 2024 年实现营收 65.18 亿元/yoy+10.48%, 归母净利润 1.94 亿元/yoy-41.91%, 剔除商誉减值影响后归母股东净利润 3.5 亿元/yoy-5.11%。分渠道看, 公司 24 年自营/加盟代理/批发营收分别同比变化-7.40%/+32.35%/+41.31%。加盟店扩张迅速带动营收增长, 截至 2024 年末公司加盟代理店数量共 1272 家, 同比净增 147 家。2024 年公司根据市场细化需求, 推出以礼赠场景为主的“潮宏基|Soufflé”子品牌独立门店, 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 2024 年末, 已开出“潮宏基|Soufflé”门店 41 家。2025Q1 公司业绩继续高增, 实现营收 22.52 亿元/yoy+25.39%。整体来看, 在终端消费环境波动背景下拥有差异化产品以及持续建设消费者心智的品牌拥有较好表现。



图表34: 珠宝板块各公司经营呈现分化 (单位: 亿元)

	营收	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
老铺黄金	营业收入	-	-	85.06	-	-
	yoy	-	-	167.50%	-	-
潮宏基	营业收入	44.17	59.00	65.18	17.96	22.52
	yoy	-4.72%	33.57%	10.47%	17.85%	25.39%
周大生	营业收入	111.18	162.9	138.91	50.7	26.73
	yoy	21.44%	46.52%	-14.73%	23.00%	-47.28%
中国黄金	营业收入	471.24	563.64	604.64	182.51	110.03
	yoy	-7.16%	19.61%	7.27%	13.09%	-39.71%
老凤祥	营业收入	630.1	714.36	567.93	256.3	175.21
	yoy	7.36%	13.37%	-20.50%	4.37%	-31.64%
菜百股份	营业收入	109.9	165.52	202.33	63.16	82.22
	yoy	5.61%	50.61%	22.24%	25.02%	30.18%

来源: ifind, 国金证券研究所

板块盈利水平整体稳健。2024 年老铺黄金/潮宏基/周大生/中国黄金/老凤祥/菜百股份毛利率分别为 41.20%/23.60%/20.80%/4.32%/8.93%/8.94%，同比基本保持平稳。

图表35: 珠宝板块盈利水平整体稳健

	盈利水平	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
老铺黄金	毛利率	-	-	41.20%	-	-
	净利率	-	-	17.70%	-	-
潮宏基	毛利率	30.18%	26.07%	23.60%	24.92%	22.93%
	净利率	4.64%	5.59%	2.60%	7.35%	8.43%
周大生	毛利率	20.78%	18.14%	20.80%	15.57%	26.21%
	净利率	9.78%	8.06%	7.21%	6.72%	9.41%
中国黄金	毛利率	3.90%	4.13%	4.32%	4.09%	5.65%
	净利率	1.63%	1.73%	1.37%	2.00%	1.23%
老凤祥	毛利率	7.58%	8.30%	8.93%	8.37%	9.06%
	净利率	3.60%	4.17%	4.48%	4.11%	4.59%
菜百股份	毛利率	11.22%	10.68%	8.94%	10.00%	8.34%
	净利率	4.19%	4.29%	3.59%	4.33%	3.95%

来源: ifind, 国金证券研究所

2025Q1 珠宝板块费用率整体优化。各大公司推进精细化运营，潮宏基/老凤祥/菜百股份销售费用率同比减少 2.63/0.03/0.23pct 至 8.76%/1.22%/2.26%。

图表36: 珠宝板块费用率

	费用指标	2022	2023	2024	2024Q1	2025Q1
老铺黄金	销售费用率	-	-	14.54%	-	-
	管理费用率	-	-	3.20%	-	-
潮宏基	销售费用率	17.52%	14.03%	11.69%	11.39%	8.76%
	管理费用率	2.06%	2.13%	2.07%	1.80%	1.30%
周大生	销售费用率	6.73%	5.80%	8.40%	4.93%	9.46%
	管理费用率	0.84%	0.65%	0.80%	0.48%	1.03%
中国黄金	销售费用率	0.95%	0.88%	0.84%	0.70%	0.87%
	管理费用率	0.31%	0.33%	0.30%	0.20%	0.38%
老凤祥	销售费用率	1.32%	1.48%	1.61%	1.25%	1.22%
	管理费用率	0.64%	0.69%	1.05%	0.49%	0.62%
菜百股份	销售费用率	3.20%	2.62%	2.36%	2.26%	2.03%
	管理费用率	0.91%	0.68%	0.53%	0.56%	0.42%

来源: ifind, 国金证券研究所



2025Q1 板块公司库存稳健。潮宏基/老凤祥/莱百股份存货周转天数同比减少 15/15/6 天，周大生/中国黄金库存水平有所提升。

图表37：珠宝板块存货周转天数（单位：天）

公司	2023Q1	2024Q1	2025Q1
潮宏基	219.73	186.3	171.76
周大生	90.23	83.09	197.11
中国黄金	23.79	22.52	34.38
老凤祥	55.01	46.07	61.36
莱百股份	53.23	49.99	43.64

来源：ifind，国金证券研究所

四、投资建议

服装板块：

- 1) 服装品牌：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，分红水平近年维持在高位，滔搏有望充分受益于阿迪和耐克品牌力恢复带来的流水与折扣优化，业绩有望展现大幅弹性，同时分红率具备较强吸引力。同时推荐品牌服饰龙头——安踏体育、比音勒芬等，推荐全棉时代品牌心智破圈，棉柔巾、卫生巾市占率持续提升的——稳健医疗。
- 2) 上游制造：造板块短期板块情绪或受到美国特朗普加征关税的影响有所调整，我们认为此次超预期加征关税将推动制造行业进一步洗牌，纺织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，因此订单或进一步向龙头企业转移，利好龙头份额提升。推荐制造龙头——浙江自然、申洲国际、扬州金泉、华利集团等。

美护&珠宝：

- 1) 美护：锦波生物估值具备性价比，Q1 数据亮眼、业绩有望超预期，持续推荐；另外推荐 24 年推出全新美白产品线“光学系列”，有望塑造新成长曲线的**珀莱雅**，以及丸美&恋火品牌势能持续释放，持续深化大单品战略和线上转型，向上动能充足的**丸美生物**。
- 2) 珠宝：**老铺黄金** 2.25 日调价后动销增长仍靓丽，4 月 skp 等周年庆活动望进一步催化，持续推荐；另外推荐**潮宏基**。

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

