



# 消费端把握个护成长，制造端重视韧性标的 轻工纺服行业2026年度投资策略

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

姓名 郭彬（分析师）

证书编号：S0790525090002

邮箱：guobin@kysec.cn

2025年11月3日

# 核心观点：消费端把握个护成长，制造端重视韧性标的

## 1. 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移

- 1) 牙膏：牙膏赛道功效属性明显，国货积极推动产品结构升级、发力电商，快速崛起。2023年中国牙膏市场零售规模302亿元，同比增长0.2%；功效产品推动价格提升，2024年牙膏（120g）价格为11.69元，同比增长0.4%；2023年品牌CR10为84.1%，外资品牌（好来、佳洁士、高露洁等）份额有所下滑，而国产品牌（云南白药、冷酸灵）份额趋势提升。受益标的：登康口腔（冷酸灵）抗敏品牌标签突出，积极发力电商打造爆品，产品结构升级顺利，线下渠道壁垒深厚，成长逻辑持续的消费品公司。
- 2) 卫生巾：头部品牌份额下滑，国货把握电商红利、积极推新品，份额快速提升。2024年中国女性卫生用品市场规模为1050亿元，同比增长2.9%；2024年品牌CR10为35.2%，外资品牌（苏菲、护舒宝等）及国产一线品牌（七度空间）份额有所下滑，而国产二线品牌自由点份额快速崛起。受益标的：百亚股份以“益生菌”大单品破圈扩大消费人群，线下从“川渝云贵陕”五省走向全国，电商有望修复，成长性消费个股；稳健医疗旗下奈丝公主品牌积极发力电商，增长迅速。
- 3) 湿巾：受益下游金佰利、宝洁等国际客户供应链转移，制造端公司在手订单充沛，业绩迎来拐点。2024年全球湿巾零售市场规模184亿美元，同比增长2.7%，~~CR10~~ CR1.3%，其中宝洁、金佰利位列第一、第二，湿巾份额分别为13.9%、11.3%。受益标的：洁雅股份（受益于国际品牌客户由自产切换为代工，在手订单充沛催化业绩拐点）；诺邦股份（无纺布、湿巾制造端修复，口含烟打开空间）；延江股份（大客户订单催化，无纺布业务快速放量）。

## 2. 出口：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性

关税环境边际向好，美国降息有望拉动终端需求，企业订单逐步改善，板块估值有望迎来催化。受益标的：匠心家居（业绩亮眼，电动沙发新客户、新系列放量，自主品牌打开空间）、依依股份（宠物尿垫代工主业稳健、收购品牌提升估值）、永艺股份（办公椅代工，低估值、利润修复弹性）、天振股份（PVC地板出口，收入修复）、共创草坪（人造草坪出口，行业供需改善，盈利修复）。

# 核心观点：消费端把握个护成长，制造端重视韧性标的

## 3. 品牌服饰：收入利润底部修复，静待需求端复苏

运动服饰仍是长逻辑确定性最强的细分赛道。我们认为未来运动服饰赛道增长确定性来自于人口基数下带来的体育运动和细分健身户外项目的参与度提高+渗透率提升+政策推动。

国货崛起趋势不变。国产品牌产品力，品牌力持续提升，预计国潮形成长期效应，尤其是90、95和00后的消费者对国产品牌的好感度和接受度持续提升，耐克，阿迪仍存在相当大的市场被替代空间，国产品牌增长动力十足。

## 4. 纺织制造：关税阴影渐散，细分韧性凸显

随着中美元首会晤顺利事件顺利落地，贸易关税环境边际向好，美国降息有望拉动终端需求，企业及消费端订单逐步改善，板块估值有望迎来催化，推荐布局业绩韧性强的制造链标的。

推荐标的：开润股份（服装业务效率提速等新客户订单放量），华利集团（毛利率三季度环比改善）。

## 5. 风险提示：贸易摩擦成本上升，终端需求不及预期，行业竞争加剧等。

# 目 录

## CONTENTS



1 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移



2 轻工出口链：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性



3 品牌服饰：收入利润底部修复，静待需求端复苏



4 纺织制造：关税阴影渐散，细分韧性凸显



5 风险提示

## 1.1

# 牙膏：消费升级趋势明显，国产品牌份额持续提升

**行业：牙膏赛道功效属性明显，国货积极推动产品结构升级、发力电商，快速崛起**

牙膏行业规模基本趋稳。2023年中国牙膏市场零售规模302亿元，同比增长0.2%

消费升级驱动价格提升。2024年牙膏（120g）价格为11.69元，同比增长0.4%，  
2014-2024年CAGR为3.6%

国产品牌份额提升。2023年品牌CR10为84.1%，外资品牌（好来、佳洁士、高露洁等）份额有所下滑，而国产品牌（云南白药、冷酸灵）份额趋势提升

**受益标的：**登康口腔（冷酸灵）产品结构升级明显、积极发力电商打造爆品，线下渠道壁垒深厚，中长期业绩成长动能充沛。

表1：中国牙膏市场份额

排名	品牌名称	企业名称	所属国家	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	云南白药	云南白药	中国	17.3%	17.7%	19.9%	21.0%	21.6%	21.4%
2	好来（原黑人）	好来化工	合资	17.4%	17.1%	17.2%	16.8%	17.0%	15.5%
3	佳洁士	宝洁	美国	13.2%	12.7%	12.5%	11.8%	11.6%	11.2%
4	高露洁	高露洁	美国	10.3%	9.3%	9.8%	9.6%	9.6%	9.4%
5	舒客	薇美姿	中国	7.7%	7.8%	7.8%	8.2%	8.0%	7.7%
6	冷酸灵	登康口腔	中国	4.6%	5.2%	5.7%	6.0%	6.6%	6.7%
7	舒适达	葛兰素史克	英国	-	-	-	-	3.7%	3.9%
8	狮王	狮王	日本	1.0%	1.4%	1.9%	2.1%	2.3%	3.0%
9	中华	联合利华	美国	5.0%	4.3%	3.7%	3.2%	2.9%	2.7%
10	纳爱斯	纳爱斯	中国	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

KYSEC

图1：2023年中国牙膏市场规模为302亿元



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图2：中国牙膏市场价格趋势提升



数据来源：同花顺ifind、国家发改委，开源证券研究所

## 1.1

# 牙膏：消费升级趋势明显，国产品牌份额持续提升

**登康口腔：抗敏品牌标签突出，积极发力电商打造爆品，产品结构升级顺利，线下渠道壁垒深厚，成长逻辑持续的消费品公司**

公司成功打造“冷酸灵”品牌资产，尤其在抗敏领域占据绝对优势；实际控制人为重庆国资委；业绩持续稳健增长，2025Q1-3收入12.28亿元，同比增长16.7%，归母净利润1.36亿元，同比增长15.2%

**产品结构升级推动盈利改善。**公司积极提升高毛利的“医研”“专研”系列产品，成功打造“7天修护”系列爆品，推动毛利率显著改善，2025Q1-3毛利率提升至50.5%

**积极发力电商，线上爆款引流到线下推广覆盖的产品迭代路径逐步跑通。**公司天猫、抖音、京东等多平台协同发力，电商增长亮眼，并肩负打造爆品的桥头堡，2025H1电商收入3.0亿，同比+86.6%，电商收入占比提升至35.7%

**线下渠道壁垒深厚。**公司搭建层次分明、全面覆盖的“经/分销”销售网络体系，通过在全国31个省、自治区、直辖市以及2,000余个区/县的经分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖。

图3：2025Q1-3收入同比增长16.7%

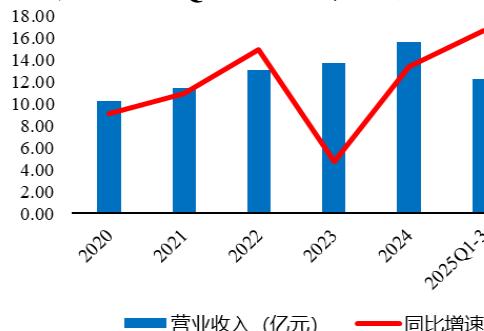


图4：2025Q1-3归母净利润同比增长15.2%

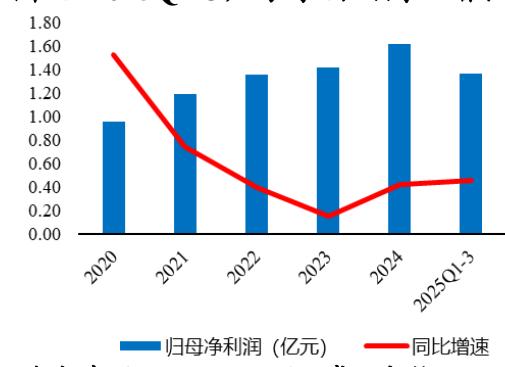
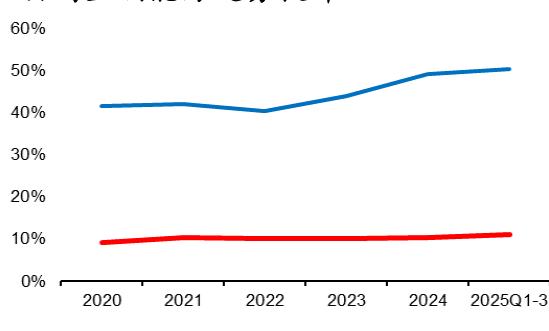


图5：公司盈利能力趋势提升



数据来源：wind、开源证券研究所

KYSEC

# 卫生巾：国货把握渠道、新品红利，铸就成长性消费个股

**行业：头部品牌份额下滑，国货把握电商红利、积极推新品，份额快速提升**

**市场规模稳健增长。**2024年中国女性卫生用品市场规模为1050亿元，同比增长2.9%，市场整体呈稳健增长

**消费升级推动片单价提升。**2024年我国卫生巾片单价为0.93元/片，同比增长3.3%

**头部份额下滑，国产二线崛起。**2024年品牌CR10为35.2%，外资品牌（苏菲、护舒宝等）及国产一线品牌（七度空间）份额有所下滑，而国产二线品牌自由点份额快速崛起

**受益标的：**看好国货把握电商、新品红利，持续提份额，中长期成长性较强的百亚股份、稳健医疗。

表2：中国女性卫生用品市场份额

排名	品牌名	企业名	国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	苏菲	尤妮佳	日本	11.6%	12.4%	12.0%	10.5%	9.7%	8.9%
2	七度空间	恒安集团	中国	10.7%	10.2%	9.1%	9.0%	8.8%	8.3%
3	护舒宝	宝洁	美国	5.7%	5.7%	5.6%	5.2%	4.7%	4.2%
4	高洁丝	金佰利	美国	3.4%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%
5	自由点	百亚股份	中国	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	2.1%	2.8%
6	ABC	广东景兴	中国	3.3%	3.2%	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%
7	乐而雅	花王	日本	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%
8	洁婷	豪悦护理	中国	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
9	薇尔	Essity AB	瑞典	-	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%
10	Free	广东景兴	中国	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
CR10				40.7%	39.7%	37.9%	36.6%	35.2%	

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

KYSEC

图6：2024年中国女性卫生用品市场规模为1050亿元

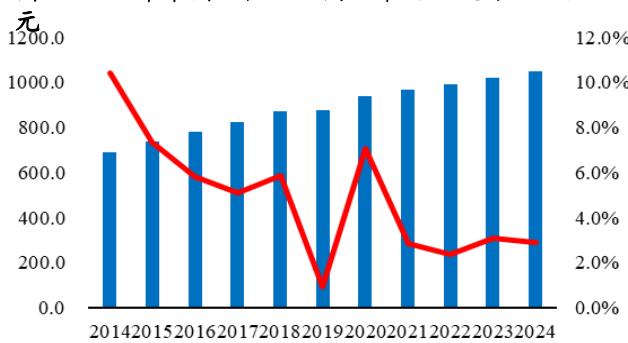
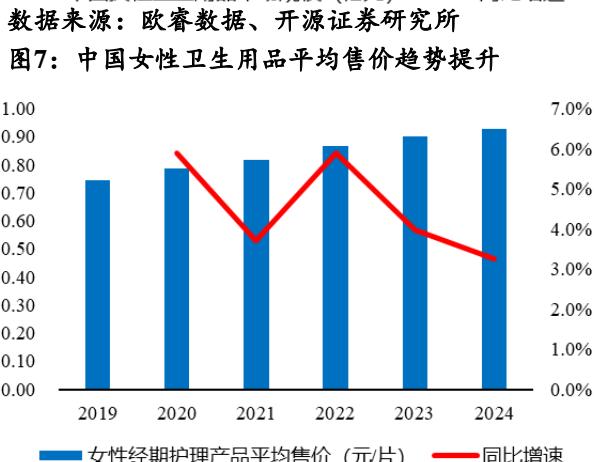


图7：中国女性卫生用品平均售价趋势提升



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

**百亚股份：“益生菌”大单品破圈扩大消费人群，线下从“川渝云贵陕”五省走向全国，电商有望修复，成长性消费个股**

成功打造“益生菌”系列爆品。公司推出益生菌系列产品，并成功打造为爆品，大单品破圈拉新效果明显，同时以“益生菌、有机棉”为代表的大健康产品占比提升，推动毛利率改善

线下深耕核心五省，全国化扩张加速推进。公司深耕川渝云贵陕五省，核心五省稳健增长；外围市场锁定“广东、湖南、湖北、河北、江苏”等省份作为重点区域，积极进行全国化扩张，外围市场快速放量，成为中长期成长动力的主要来源

电商有望逐步修复。2023、2024年公司电商收入均实现同比翻倍增长，受短期舆情及平台策略调整，2025年前三季度电商收入同比下滑10.2%，伴随电商平台品牌投放趋于理性、公司内部电商经营策略优化，电商渠道有望修复

利润率有望改善，从收入驱动向利润驱动切换。电商有望逐步跨过盈亏平衡点，外围市场利润率改善有望迎来利润率拐点

图8：2025Q1-3收入同比增长12.8%

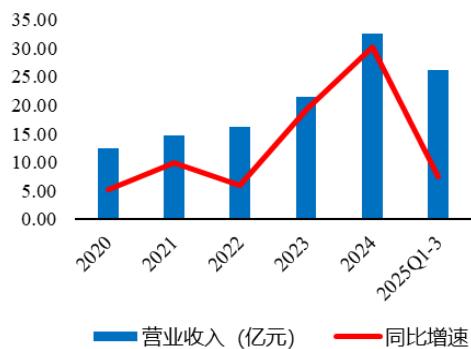


图9：2025Q1-3归母净利润同比增长2.5%

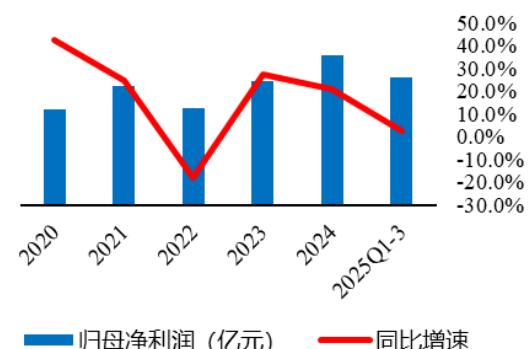
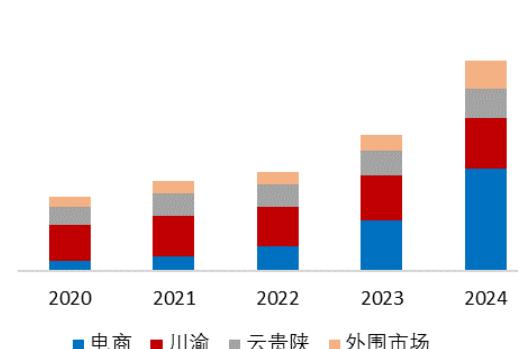


图10：公司分市场收入情况（亿元）



数据来源：wind、开源证券研究所

数据来源：wind、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.3

## 湿巾：国际品牌客户供应链转移，制造端企业在手订单充沛

**行业：**受益下游金佰利、宝洁等国际客户供应链转移，制造公司订单充沛，迎来拐点

全球市场稳步增长。2024年全球湿巾零售市场规模184亿美元，同比增长2.7%

宝洁、金佰利位列全球第一、第二。2024年全球湿巾公司CR10为41.3%，其中宝洁、金佰利湿巾份额分别为13.9%、11.3%

中国市场较为分散，代工业企业迎来大客户订单。2024年中国湿巾零售市场规模129亿元，同比增长4.3%；制造端，洁雅股份、诺邦股份为主要湿巾代工业企业。

**受益标的：**洁雅股份（受益于国际品牌客户由自产切换为代工，在手订单充沛催化业绩拐点）；诺邦股份（无纺布、湿巾制造端修复，口含烟打开空间）；延江股份（大客户订单催化，无纺布业务快速放量）

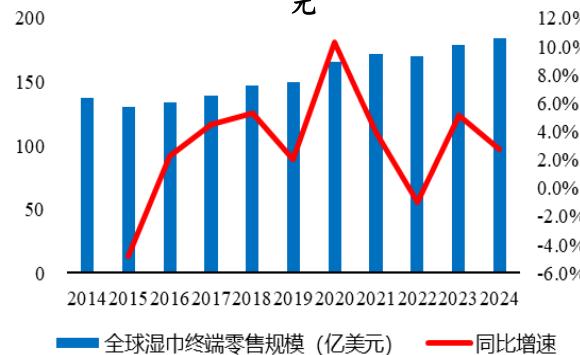
表3：全球湿巾市场前十大公司份额

排名	公司	所属国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	宝洁Procter & Gamble Co, The	美国	14.6%	13.9%	13.9%	14.1%	14.0%	13.9%
2	金佰利Kimberly-Clark Corp	美国	11.1%	10.6%	10.8%	11.4%	11.3%	11.3%
3	高乐氏Clorox	美国	3.5%	4.4%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%
4	科赴Kenvue (隶属强生)	美国	-	-	-	-	3.1%	3.0%
5	利洁时集团Reckitt	英国	2.3%	2.6%	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%
6	恒安国际	中国	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
7	花王Kao Corp	日本	2.9%	2.9%	2.5%	2.1%	1.9%	1.7%
8	Essity AB	瑞典	1.8%	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	1.5%
9	Dude Products Inc	美国	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%
10	拜尔斯道夫Beiersdorf AG	德国	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

KYSEC

图11：2024年全球湿巾终端零售规模为184亿美元



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图12：2024年中国湿巾市场终端零售规模为129亿元



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

## 1.3 湿巾：国际品牌客户供应链转移，制造端企业在手订单充沛

洁雅股份：优质湿巾代工厂，受益于国际品牌客户供应链转移，在手订单充沛，业绩迎来拐点

公司成立于1999年，专业湿巾制造商，主要客户包括Woolworths、金佰利集团、强生公司、宝洁公司等。受疫情后湿巾订单回落，2024年公司业绩触底。2025年以来伴随海外大客户订单量增加，业绩恢复明显，2025Q1-3营收同比增长38.4%，归母净利润同比增长95.8%。

绑定国际品牌大客户，外销业务快速放量。2024年公司前五大客户收入占比为77.6%，伴随国际品牌大客户订单放量，2025H1公司国外收入同比增长46.2%，国外收入占比提升至60.4%，

美国工厂打开全球化空间，有望铸就核心竞争力。公司国内工厂2024年面膜产能利用率为56.3%，同时公司2024年底筹建美国生产基地，进一步打开全球化空间，支撑中长期增长。

公司发布2025年限制性股票激励计划，业绩考核要求以2024年收入为基数，2025-2027年三年收入目标翻倍，彰显增长信心

图13：2025Q1-3收入同比增长38.4%

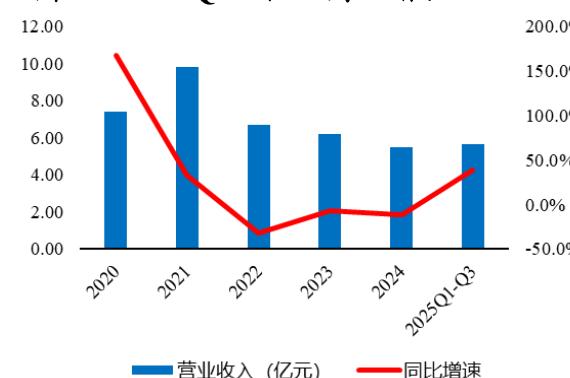
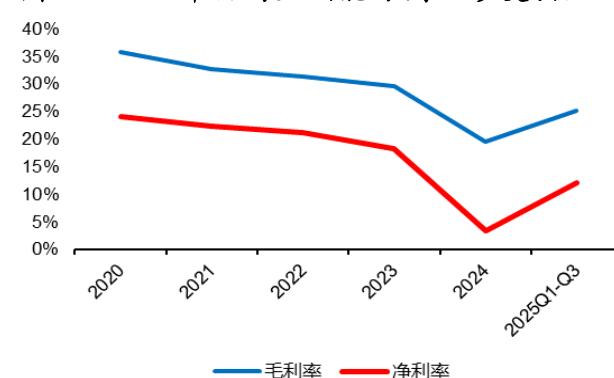


图14：2025Q1-3归母净利润同比增长95.8%



图15：2025年公司盈利能力同比修复明显



数据来源：wind、开源证券研究所

KYSEC

数据来源：wind、开源证券研究所

数据来源：wind、开源证券研究所

# 目 录

## CONTENTS



1 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移



2 轻工出口链：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性



3 品牌服饰：收入利润底部修复，静待需求端复苏



4 纺织制造：关税阴影渐散，细分韧性凸显



5 风险提示

## 轻工出口：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性

**行业：关税环境边际向好，美国降息有望拉动终端需求，企业订单逐步改善，板块估值有望迎来催化**

外部环境边际向好。中美关税环境边际向好、美国降息有望拉动终端需求，外部环境改善，板块估值有望修复

订单改善，业绩有望逐步修复。受前期关税扰动，出口个股Q2业绩普遍承压，8月以来订单改善，Q3业绩有所修复，持续看好Q4环比改善，及2026年增长逐步恢复。

**受益标的：**匠心家居（业绩亮眼，电动沙发新客户、新系列放量，自主品牌打开空间）、依依股份（宠物尿垫代工主业稳健、收购品牌提升估值）、永艺股份（办公椅代工，低估值、利润修复弹性）、天振股份（PVC地板出口，订单持续修复）、共创草坪（人造草坪出口，行业供需改善，盈利修复）。

# 目 录

## CONTENTS



1 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移



2 轻工出口链：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性



3 品牌服饰：收入利润底部修复，静待需求端复苏



4 纺织制造：关税阴影渐散，细分韧性凸显



5 风险提示

## 2.2

## 板块表现：收入端先于利润端修复

图16：年度：A股纺织服饰板块营业总收入（亿元）及增速  
数据来源：Wind、开源证券研究所



图18：年度：A股纺织服饰板块归母净利润（亿元）及增速  
数据来源：Wind、开源证券研究所



图17：单季度：A股纺织服饰板块营业总收入（亿元）及增速  
数据来源：Wind、开源证券研究所

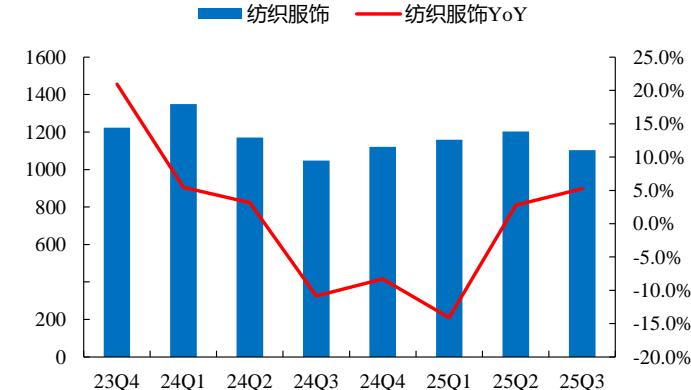
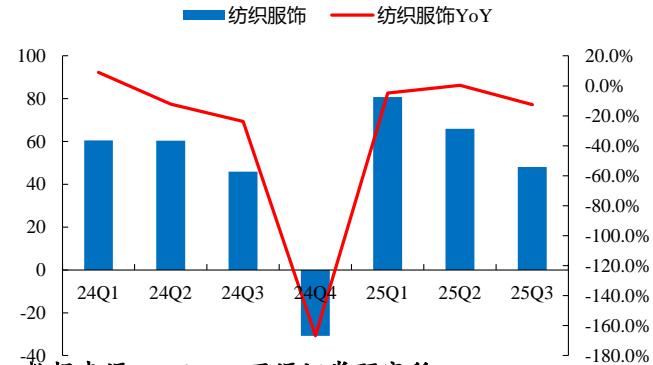


图19：单季度：A股纺织服饰板块归母净利润（亿元）及增速  
数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

## 2.3

## 板块表现：家纺受益国补，女装&amp;休闲延续弱修复

图20：A股品牌服饰企业分季度收入/利润增速

分类	证券代码	证券名称	最新总市值(亿元)	最新收盘价(元)	年初至今涨幅	收入同比增速					归母净利润同比增速					扣非归母净利润同比增速				
						24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	趋势	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	趋势	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	趋势
男装	600398.SH	海澜之家	297	6.2	-15.4%	-4.4%	0.2%	3.6%	3.7%	↑↓↑	-49.8%	5.5%	-13.9%	3.9%	↑↑↑	-45%	5.5%	1%	4%	↑↑↑
	601566.SH	九牧王	53	9.2	-13.4%	-0.2%	-4.8%	-5.4%	-8.3%	↓↓↓	-56.7%	77.2%	70.0%	59.7%	↑↑↑	2%	-24.4%	41%	6%	↑↑↑
	002832.SZ	比音勒芬	91	16.0	-23.0%	35.7%	1.4%	22.3%	3.2%	↑↑↑	-87.9%	-8.5%	-29.3%	-27.4%	↑↑↑	-93%	-8.7%	-35%	-32%	↑↑↑
	002154.SZ	报喜鸟	57	3.9	-9.7%	2.0%	-3.7%	-3.5%	3.1%	↑↑↑	-44.2%	-31.9%	-71.4%	-45.7%	↑↑↑	-37%	-30.4%	-102%	-68%	↑↑↑
	002029.SZ	七匹狼	63	8.9	38.1%	-11.3%	-5.5%	-6.6%	-11.2%	↑↑↑	-28.4%	40.6%	-86.3%	392.8%	↑↑↑	-24%	-36.4%	-165%	66%	↑↑↑
	600177.SH	雅戈尔	347	7.5	-11.4%	-8.0%	-15.6%	-3.5%	-38.0%	↑↑↑	-65.5%	-13.3%	-2.8%	-2.0%	↑↑↑	-61%	-12.9%	-3%	-11%	↑↑↑
女装	003016.SZ	欣贺股份	35	8.4	-3.1%	-16.1%	-4.7%	6.8%	10.0%	↑↑↑	-127.7%	9.8%	977.1%	87.3%	↑↑↑	-61%	-32.1%	156%	84%	↑↑↑
	301088.SZ	戎美股份	33	14.4	-9.8%	-19.2%	-17.2%	-10.3%	-0.6%	↑↑↑	91.0%	-22.3%	-15.3%	-67.5%	↑↑↑	61%	-25.0%	70%	-123%	↑↑↑
	603196.SH	日播时尚	55	23.0	71.2%	-26.5%	-4.1%	-11.6%	-6.0%	↑↑↑	-3100.8%	194.9%	257.3%	138.8%	↑↑↑	-2704%	152.0%	74%	112%	↑↑↑
	603518.SH	锦泓集团	32	9.2	-2.9%	1.6%	-3.6%	-4.6%	-0.6%	↑↑↑	35.0%	-23.3%	-21.8%	-97.2%	↑↑↑	29%	-23.0%	-16%	-283%	↑↑↑
	603587.SH	地素时尚	60	12.7	-4.3%	-24.6%	-10.9%	-0.7%	-1.1%	↑↑↑	-69.4%	-25.0%	-22.1%	16.6%	↑↑↑	-89%	-14.5%	-37%	8%	↑↑↑
	603808.SH	歌力思	33	8.9	28.5%	4.0%	-7.8%	-2.6%	-8.1%	↑↑↑	-977.2%	40.2%	50.3%	176.9%	↑↑↑	-597%	1.4%	39%	123%	↑↑↑
休闲	603839.SH	安正时尚	34	8.7	60.0%	0.0%	12.9%	11.9%	10.2%	↑↑↑	-663.3%	268.1%	-160.2%	-72.6%	↑↑↑	-282%	206.4%	-1748%	-100%	↑↑↑
	002269.SZ	美邦服饰	56	2.2	8.3%	-70.0%	-48.7%	-38.0%	-7.7%	↑↑↑	-2399.0%	-90.6%	-59.2%	-216.2%	↑↑↑	32%	-72.7%	-1103%	-14%	↑↑↑
	002563.SZ	森马服饰	146	5.4	-15.9%	9.8%	-1.9%	9.0%	7.3%	↑↑↑	32.1%	-38.1%	-46.3%	4.5%	↑↑↑	42%	-42.7%	-49%	13%	↑↑↑
	603877.SH	太平鸟	67	14.3	-0.8%	-12.0%	-7.6%	-8.2%	-5.5%	↑↑↑	-29.1%	-22.0%	471.5%	22.0%	↑↑↑	-13%	-20.7%	-67%	8%	↑↑↑
	002293.SZ	罗莱生活	79	9.5	30.4%	-13.0%	0.6%	6.8%	9.9%	↑↑↑	9.5%	26.3%	4.9%	50.1%	↑↑↑	28%	22.1%	-10%	42%	↑↑↑
	002327.SZ	富安娜	60	7.2	-12.4%	1.7%	-17.8%	-15.3%	-7.6%	↑↑↑	10.3%	-54.1%	-47.7%	-28.7%	↑↑↑	13%	-53.4%	-50%	-23%	↑↑↑
家纺	002397.SZ	梦洁股份	31	4.2	41.8%	-25.0%	-19.2%	-10.9%	9.8%	↑↑↑	148.3%	13.9%	35.9%	131.1%	↑↑↑	98%	70.0%	45%	122%	↑↑↑
	603365.SH	水星家纺	57	21.7	40.3%	3.7%	1.2%	11.7%	20.2%	↑↑↑	23.6%	-3.8%	-2.6%	43.2%	↑↑↑	31%	-9.8%	-43%	54%	↑↑↑
	002780.SZ	三夫户外	23	14.5	14.9%	-1.8%	14.5%	15.7%	20.7%	↑↑↑	-222.7%	2806.3%	-46.4%	1034.0%	↑↑↑	-233%	3337.5%	-3%	2935%	↑↑↑
	603908.SH	牧高笛	23	24.8	14.9%	-25.5%	-6.1%	-43.4%	-13.2%	↑↑↑	-168.7%	-2.7%	-65.3%	-179.5%	↑↑↑	-220%	-14.4%	-68%	-83%	↑↑↑
	300005.SZ	探路者	83	9.4	33.7%	5.2%	-7.0%	-8.7%	-24.9%	↑↑↑	-81.0%	-30.7%	-304.0%	-20.3%	↑↑↑	92%	-27.8%	-326%	13%	↑↑↑
	002875.SZ	安奈儿	39	18.2	40.3%	-22.7%	-27.3%	-18.3%	-2.4%	↑↑↑	-43.4%	-169.0%	51.7%	28.6%	↑↑↑	-64%	-191.9%	48%	28%	↑↑↑
童装	301276.SZ	嘉曼服饰	27	20.7	25.8%	-5.2%	2.7%	4.7%	2.1%	↑↑↑	28.0%	-16.1%	-50.4%	-69.8%	↑↑↑	23%	-15.4%	-64%	-132%	↑↑↑

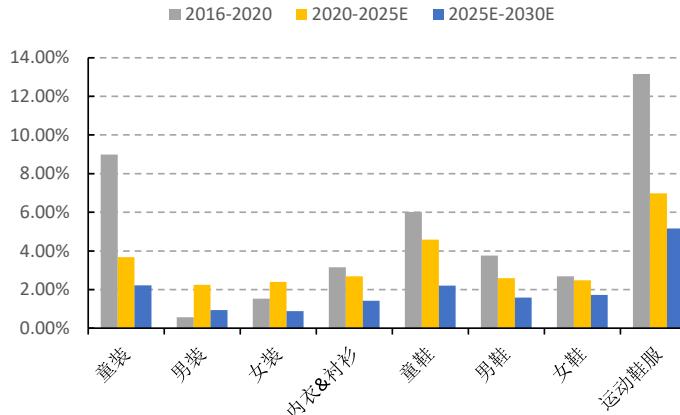
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期2025/10/31）

KYSEC

## 品牌服饰：运动是长逻辑赛道，关注小众运动和质价比消费

- **运动服饰仍是长逻辑确定性最强的细分赛道。**根据欧睿数据，预计到2030年中国运动鞋服行业规模依然保持稳健增长趋势，未来五年复合增速5.2%。近些年多项户外运动的政策出台，我们认为未来运动服饰赛道增长确定性来自于人口基数下带来的体育运动和细分健身户外项目的参与度提高+渗透率提升+政策推动。
- **运动服饰赛道龙头集中度天花板较高。**运动鞋服行业集中度明显高于其他细分行业，CR10在2021-2024年间维持在80%左右水平，CR5内国际头部品牌近年市占率下滑趋势明显。
- **国货崛起趋势不变。**国产品牌产品力，品牌力持续提升，预计国潮形成长期效应，尤其是90、95和00后的消费者对国产品牌的好感度和接受度持续提升，耐克，阿迪仍存在相当大的市场被替代空间，国产品牌增长动力十足。

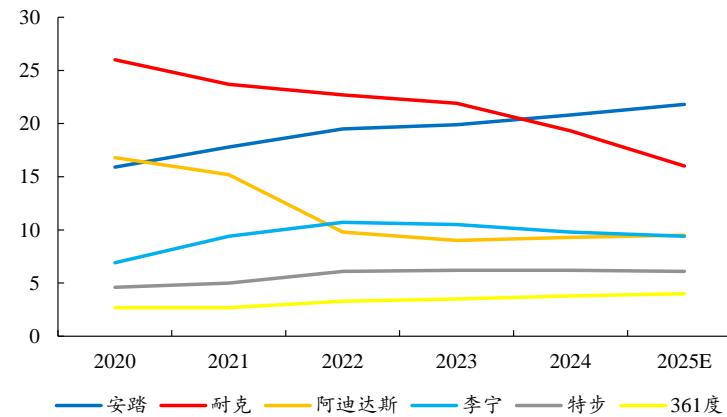
图21：运动鞋服2025E-2030E终端零售额的复合增速领先于其他细分赛道



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

KYSEC

图22：近五年海外品牌市占率整体下降单位：%



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

# 目 录

## CONTENTS



1 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移



2 轻工出口链：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性



3 品牌服饰：收入利润底部修复，静待需求端复苏



4 纺织制造：关税阴影渐散，细分韧性凸显



5 风险提示

## 2.5

## 板块表现：国内细分头部制造企业呈现经营韧性

■ 贸易摩擦影响仍在消化，Q3收入端环比改善。2024Q4以来，国内制造商订单陆续回暖，2025Q1在低基数+品牌商补库需求下，收入和利润快速增长；2025Q2受到关税摩擦等因素短期影响，2025Q3基数效应+补库边际效应减弱，增速有所放缓。但部分企业仍然能实现双位数以上正增长，体现经营韧性。

图23：A股纺织制造企业分季度收入/利润增速

证券代码	证券名称	最新总市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	年初至今 涨幅	收入同比增速					归母净利润同比增速					扣非归母净利润同比增速				
					24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	趋势	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	趋势	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	趋势
300979.SZ 华利集团	华利集团	690	59.2	-20.0%	11.9%	12.3%	9.0%	-0.3%	↑↓↓	9.2%	-3.2%	-16.7%	-20.7%	↓↓↓	5%	-3.3%	-13%	-15%	↓↓↓
002003.SZ 伟星股份	伟星股份	127	10.9	-20.5%	9.2%	22.3%	-9.2%	0.9%	↑↓↓	197.5%	28.8%	-20.4%	3.0%	↓↓↓	161%	29.6%	-19%	1%	↓↓↓
603055.SH 台华新材	台华新材	79	8.8	-18.1%	22.7%	0.4%	-15.4%	-10.7%	↑↓↓	-12.3%	8.9%	-40.9%	-51.9%	↓↓↓	-37%	-22.6%	-57%	-76%	↓↓↓
601339.SH 百隆东方	百隆东方	80	5.3	6.3%	2.5%	-5.6%	-13.7%	2.3%	↑↓↓	94.9%	116.0%	42.0%	-11.2%	↓↓↓	72%	2064.6%	86%	0%	↓↓↓
600987.SH 航民股份	航民股份	73	7.2	9.0%	19.6%	-5.7%	0.9%	-12.5%	↑↓↓	4.7%	6.2%	5.0%	-5.0%	↓↓↓	-23%	4.8%	5%	-1%	↓↓↓
300577.SZ 开润股份	开润股份	56	23.3	-4.9%	47.9%	35.6%	29.5%	8.2%	↑↓↓	1198.6%	20.1%	-42.8%	25.6%	↓↓↓	7847%	6.6%	21%	13%	↓↓↓
300840.SZ 酷特智能	酷特智能	46	19.0	-4.5%	-11.9%	-7.2%	-2.1%	-8.5%	↑↓↓	-485.1%	-86.5%	133.8%	-77.5%	↓↓↓	-230%	15.9%	-17%	-54%	↓↓↓
603889.SH 新澳股份	新澳股份	58	8.0	20.0%	4.5%	0.3%	-0.4%	1.9%	↑↓↓	9.5%	5.4%	-0.4%	2.8%	↓↓↓	3%	8.0%	0%	11%	↓↓↓
000726.SZ 鲁泰A	鲁泰A	53	7.3	14.7%	4.4%	5.1%	-5.1%	-6.2%	↑↓↓	79.2%	117.5%	109.1%	20.4%	↓↓↓	58%	-27.6%	-3%	11%	↓↓↓
002083.SZ 孚日股份	孚日股份	57	6.0	26.2%	-1.7%	3.6%	-9.5%	-7.2%	↑↓↓	-72.2%	40.9%	-9.8%	-56.3%	↓↓↓	-73%	57.2%	-12%	-57%	↓↓↓
300918.SH 南山智尚	南山智尚	100	19.7	92.8%	-5.0%	0.7%	-11.4%	27.9%	↑↓↓	-19.8%	0.9%	-16.4%	-0.3%	↓↓↓	-20%	12.8%	-14%	-4%	↓↓↓
002404.SZ 嘉欣丝绸	嘉欣丝绸	37	6.6	11.3%	-8.1%	2.0%	0.3%	0.1%	↑↓↓	-81.8%	2.1%	-0.7%	-0.6%	↓↓↓	-144%	-2.8%	-10%	9%	↓↓↓
603558.SH 健盛集团	健盛集团	41	12.1	19.3%	4.4%	2.1%	-1.5%	-5.2%	↑↓↓	-11.6%	-26.9%	-2.2%	71.2%	↑↑↑	4%	-23.5%	-8%	7%	↑↑↑
300952.SZ 恒辉安防	恒辉安防	59	34.1	64.8%	41.4%	18.5%	12.8%	-19.8%	↑↓↓	79.5%	21.5%	3.8%	-39.9%	↓↓↓	91%	27.9%	-3%	-21%	↓↓↓
300993.SZ 玉马遮阳	玉马遮阳	57	18.6	65.9%	17.8%	-4.9%	5.4%	-0.3%	↑↓↓	26.8%	-17.6%	-11.6%	-12.8%	↓↓↓	27%	-20.3%	-8%	-18%	↓↓↓
605080.SH 浙江自然	浙江自然	35	24.8	6.4%	39.4%	30.4%	0.7%	-30.4%	↑↓↓	849.6%	148.3%	-20.1%	-40.6%	↓↓↓	420%	53.8%	-31%	-68%	↓↓↓
002674.SZ 兴业科技	兴业科技	42	14.2	52.0%	23.5%	5.0%	7.2%	-10.3%	↑↓↓	150.3%	-45.3%	-45.3%	-84.0%	↓↓↓	21%	-49.0%	-55%	-86%	↓↓↓
603307.SH 扬州金泉	扬州金泉	31	46.2	32.4%	12.5%	8.8%	18.0%	-8.0%	↑↓↓	27.6%	-27.0%	-30.4%	20.7%	↓↓↓	4%	-36.3%	-36%	9%	↓↓↓
605189.SH 富春染织	富春染织	36	18.8	102.2%	22.5%	24.7%	-1.7%	11.6%	↑↓↓	-31.5%	-83.6%	-84.1%	-50.9%	↓↓↓	-67%	-67.7%	-80%	-109%	↓↓↓

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期2025/10/31）

## 2.4

## 纺织制造：海外运动户外品牌供应链集中化，细分龙头受益

- 海外头部运动品牌去库周期结束后，补库边际效应和基数影响逐渐减弱。2024年纺织制造在品牌客户补库需求+低基数下，制造商订单回暖，收入增长环比提速，趋势一直持续到2025年Q1。然而2025Q2普遍受到特朗普“关税战”影响，进入Q3以来呈现订单弱复苏态势。
- 品牌客户呈现分化。除了Nike处于内部调整中，Adidas、迅销等的指引普遍在10%左右，Amer 营收增长指引20%+。
- 未来关注老客份额提升+新客放量带来的增长驱动。未来制造商的增长驱动来自于老客合作深度增加带来份额提升+新客拓展持续放量。
- 推荐标的：开润股份（服装业务效率提升，阿迪等新客户订单放量），华利集团（毛利率三季度环比改善）。

图24：越南纺织品和服装出口金额同比增速9月转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

图25：品牌商业绩指引

品牌	最新指引财年	最新收入指引目标
Nike	FY26: 2025/6/1-2026/5/31	FY2026第二季度收入下降个位数
Adidas	FY25: 2025/1/1-2025/12/31	上调全年业绩指引，预计品牌将实现两位数的营收增长（不含Yeezy）
Lululemon	FY26: 2025/2/1-2026/1/31	预计FY2025收入增长4-6%
迅销集团	FY25: 2025/9/1-2026/8/31	预计2026财年净销售额将同比增长约10%
GAP	FY25: 2025/2/3-2026/2/2	预计FY2025净销售额增长1%至2%。
Amer Sports	FY25: 2025/1/1-2025/12/31	全年营收增长20-21%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE		
			2025/10/31		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
001328.SZ	登康口腔	未评级		38	1.15	1.41	1.74	33	27	22
003006.SZ	百亚股份	未评级		23	0.78	1.03	1.33	30	23	18
300888.SZ	稳健医疗	买入		41	1.83	2.1	2.42	23	20	17
301108.SZ	洁雅股份	未评级		32	0.86		1.08	37	30	24
603238.SH	诺邦股份	未评级		18	0.75	0.91	1.09	24	20	16
300658.SZ	延江股份	未评级		9	0.18	0.40	0.58	48	22	15
300577.SZ	开润股份	买入		23	1.5	1.9	2.3	16	12	10
300979.SZ	华利集团	买入		59	3.51	4.08	4.72	17	14	13

数据来源：Wind、开源证券研究所（稳健医疗，开润股份，华利集团来自开源证券预测，其余来自wind一致预期）

### (1) 国际地缘，贸易冲突带来的贸易摩擦成本上升

当前国际形式变化，地缘政治因素复杂，国际关系处于激烈博弈期，国际贸易政策变化有可能影响出口型企业的需求和贸易费用。

### (2) 消费环境复苏疲软，居民消费力恢复低于预期

目前消费需求端还处于弱复苏阶段，居民消费力恢复不达预期有可能影响消费需求。

### (3) 品牌内卷化竞争加剧

国内消费品市场竞争激烈，若内卷化竞争进一步激烈有可能使行业及公司费用端投入上升。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入 (buy)	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；	
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn



# THANKS

感谢 聆听



开源证券