

2025 年 05 月 09 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

板块表现：



美护&纺织服装 25Q1 板块表现总结

——25Q1 消费需求整体平稳，建议关注后续国家消费刺激政策

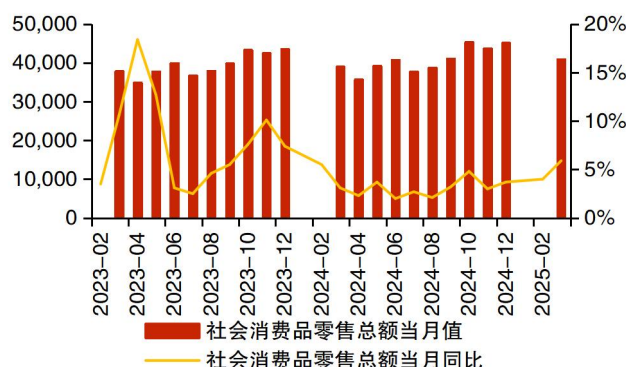
投资要点：

- **25Q1 美妆大盘表现平淡。**25 年 1-3 月中国限额以上单位化妆品类商品零售额同比增长 3.2%，低于中国消费品社零总额增速 4.6%，整体表现较为平稳。拆分月度数据来看，25 年 1-2 月中国限额以上单位化妆品类商品零售额同比增长 4.4%，而 3 月增速放缓至 1.1%，我们认为主要系 38 大促抖音平台提前至 2 月开启预售致使部分需求前置释放，整体美妆需求维持平稳。
- **美护板块 25Q1 整体表现平淡，细分赛道个护最优。**25Q1（除港股）美护板块（仅包括图表 2 品牌）营收/归母净利润分别实现 135.0/18.9 亿元，分别同比变动+0.2%/-12.3%，收入端表现平稳，利润端或因流量成本高企影响有所下滑。**具体细分板块来看，化妆品板块：**25Q1 化妆品板块实现营收 96.2 亿元，同比-3%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比-20.7%，其中丸美生物 25Q1 营收/归母净利润同比+28%/+22%，珀莱雅 25Q1 营收/归母净利润同比+8%/+29%，丸美及珀莱雅 25Q1 归母净利润增速表现较为亮眼，我们认为板块表现主要受贝泰妮、上海家化、敷尔佳、华熙生物等拖累，板块分化显著；**医美板块：**25Q1 医美板块实现营收 24.3 亿元，同比-0.2%，实现归母净利润 7.1 亿元，同比-0.5%，整体表现平稳，其中重组胶原蛋白针剂龙头锦波生物业绩表现亮眼，25Q1 营收/归母净利润同比+63%/+66%，且近期凝胶产品获批，打开未来业绩增长天花板；**个护板块：**25Q1 个护板块实现营收 14.5 亿元，同比+29.4%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比+12.6%，25Q1 若羽臣/润本股份/登康口腔营收分别同比+54%/44%/19%，细分板块业绩表现亮眼，我们认为主因抖音渠道放量叠加产品创新升级。
- **25Q1 纺织行业社零数据整体表现平稳。**2025 年 1-3 月中国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品类商品社零同比增长 3.4%，低于中国消费品社零总额增速 4.6%，整体表现较为平稳。拆分月度数据来看，2025 年 1-2 月中国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品类商品社零同比增长 3.3%，而 3 月在天气等不利因素下整体增速较 1-2 月增长 0.3pct 至 3.6%，行业社零整体维持稳定的增长趋势。
- **纺织板块 25Q1 代工端仍延续 24 年景气度，品牌端户外品类业绩向好。**A 股方面，25Q1 纺织板块（仅包括图表 6 品牌）营收/归母净利润同比分别为+1.66%/-10.72%，收入端表现优于利润端。**港股方面，**纺服大众品牌在 2025 新年旺季销售增长驱动下，25Q1 各品牌流水维持正增长，而高端户外赛道仍延续较快增速（如安踏旗下所有其他品牌），后续建议关注消费需求修复节奏对板块的整体影响。**具体细分板块来看，代工板块：**25Q1 代工板块营收同比+13.02%，归母净利润同比-1.36%，板块整体表现延续 2024 年下游客户补库带来的行业高景气；**品牌板块：**25Q1 品牌板块营收同比-3.90%，归母净利润同比-13.68%，板块整体受天气及消费需求修复的影响相对较大，但户外细分赛道（三夫户外）表现相对较好；**家纺板块：**25Q1 家纺板块营收同比-3.98%，归母净利润同比-12.35%，板块整体表现受消费需求修复影响较大，未来建议关注外部因素（如国补政策）对板块下游需求的改善情况。
- **投资分析意见：**目前国内消费需求及整体消费赛道公司增长相对稳健，其中新消费板块在新生代客群较旺的需求驱动下相对表现优秀，传统消费渠道调整及利润修复仍需重点观察。后续我们建议重点关注国家消费刺激政策释出的时间、力度，以及终端消费者在线上线下大促、假期等关键节点的消费需求修复情况。
- **风险提示：**终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

1. 美护板块 2025Q1 总结

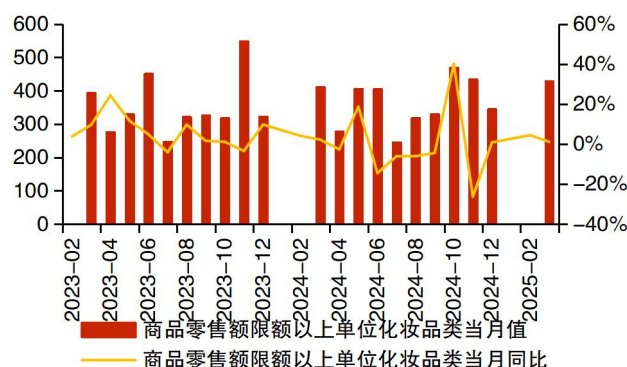
25Q1 美妆大盘表现平淡。2025 年 1-3 月中国限额以上单位化妆品类商品零售额同比增长 3.2%，低于中国消费品社零总额增速 4.6%，整体表现较为平稳。拆分月度数据来看，2025 年 1-2 月中国限额以上单位化妆品类商品零售额同比增长 4.4%，而 3 月增速放缓至 1.1%，我们认为主要系 38 大促抖音平台提前至 2 月开启预售致使部分需求前置释放，整体美妆需求维持平稳。

图表 1：中国 2023 年至今月度社零总额（亿元）及同比情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 2：中国 2023 年至今限额以上单位化妆品类商品零售额（亿元）及同比情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

美护板块（仅包含下表中国品牌）25Q1 整体表现平淡，细分赛道个护最优。25Q1（除港股）美护板块营收/归母净利润分别实现 135.0/18.9 亿元，分别同比变动+0.2%/-12.3%，收入端表现平稳，利润端或因流量成本高企影响。

具体细分板块来看，

1) 化妆品板块：25Q1 化妆品板块实现营收 96.2 亿元，同比-3%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比-20.7%，其中丸美生物 25Q1 营收/归母净利润同比+28%/+22%，珀莱雅 25Q1 营收/归母净利润同比+8%/+29%，丸美及珀莱雅 25Q1 归母净利润增速表现较为亮眼，我们认为板块表现主要受贝泰妮、上海家化、敷尔佳、华熙生物等拖累，板块分化显著；

2) 医美板块：25Q1 医美板块实现营收 24.3 亿元，同比-0.2%，实现归母净利润 7.1 亿元，同比-0.5%，整体表现平稳，其中重组胶原蛋白针剂龙头锦波生物业绩表现亮眼，25Q1 营收/归母净利润同比+63%/+66%，且近期凝胶产品获批，打开未来业绩增长天花板；

3) 个护板块：25Q1 个护板块实现营收 14.5 亿元，同比+29.4%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比+12.6%，25Q1 若羽臣/润本股份/登康口腔营收分别同比+54%/44%/19%，细分板块业绩表现亮眼，我们认为主因抖音渠道放量叠加产品创新升级。

图表 3：25Q1 化妆品、医美及个护板块公司营收（亿元）及归母净利润（亿元）情况

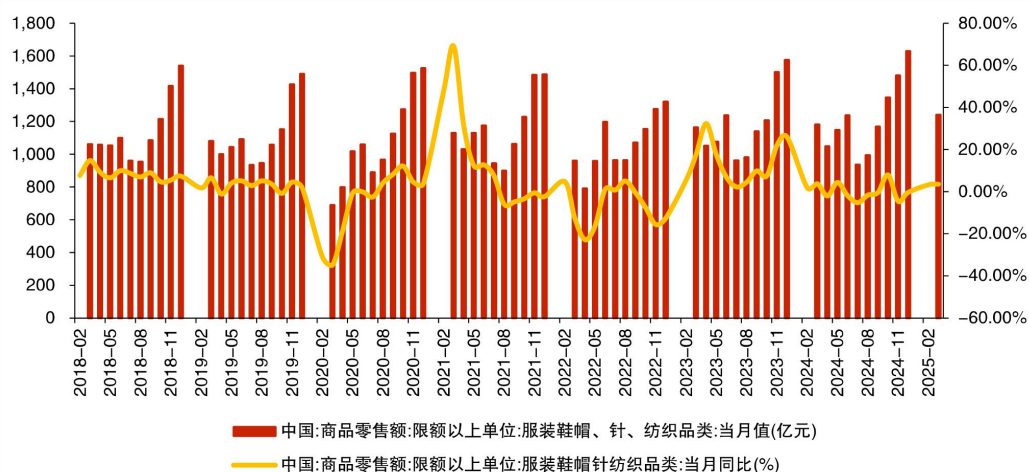
类别	代码	股票	25Q1 营收	yoy	25Q1 归母净利润	yoy
化妆品	300132.SZ	青松股份	4.2	10.2%	0.0	-131.8%
	603605.SH	珀莱雅	23.6	8.1%	3.9	28.9%
	300740.SZ	水羊股份	10.9	5.2%	0.4	4.7%
	603983.SH	丸美生物	8.5	28.0%	1.4	22.1%
	300957.SZ	贝泰妮	9.5	-13.5%	0.3	-84.0%
	688363.SH	华熙生物	10.8	-20.8%	1.0	-58.1%
	301371.SZ	敷尔佳	3.0	-26.4%	0.9	-39.8%
	600223.SH	福瑞达	8.8	-1.6%	0.5	-14.1%
	600315.SH	上海家化	17.0	-10.6%	2.2	-15.3%
	1318.HK	毛戈平	/	/	/	/
	2145.HK	上美股份	/	/	/	/
	2367.HK	巨子生物	/	/	/	/
	化妆品板块		96.2	-3.0%	10.6	-20.7%
医美	002612.SZ	朗姿股份	14.0	0.0%	1.0	15.9%
	832982.BJ	锦波生物	3.7	62.5%	1.7	66.3%
	300896.SZ	爱美客	6.6	-17.9%	4.4	-15.9%
医美板块		24.3	-0.2%	7.1	-0.5%	
个护	003010.SZ	若羽臣	5.7	54.2%	0.3	113.9%
	603630.SH	拉芳家化	2.1	-6.3%	0.1	-53.3%
	603193.SH	润本股份	2.4	44.0%	0.4	24.6%
	001328.SZ	登康口腔	4.3	19.4%	0.4	15.6%
个护板块		14.5	29.4%	1.3	12.6%	
美护板块		135.0	0.2%	18.9	-12.3%	

资料来源：wind，华源证券研究所

2. 纺服板块 2025Q1 总结

25Q1 纺服行业社零数据整体表现平稳。2025 年 1-3 月中国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品类商品社零同比增长 3.4%，低于中国消费品社零总额增速 4.6%，整体表现较为平稳。拆分月度数据来看，2025 年 1-2 月中国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品类商品社零同比增长 3.3%，而 3 月在天气等不利因素下整体增速较 1-2 月增长 0.3pct 至 3.6%，行业社零整体维持稳定的增长趋势。

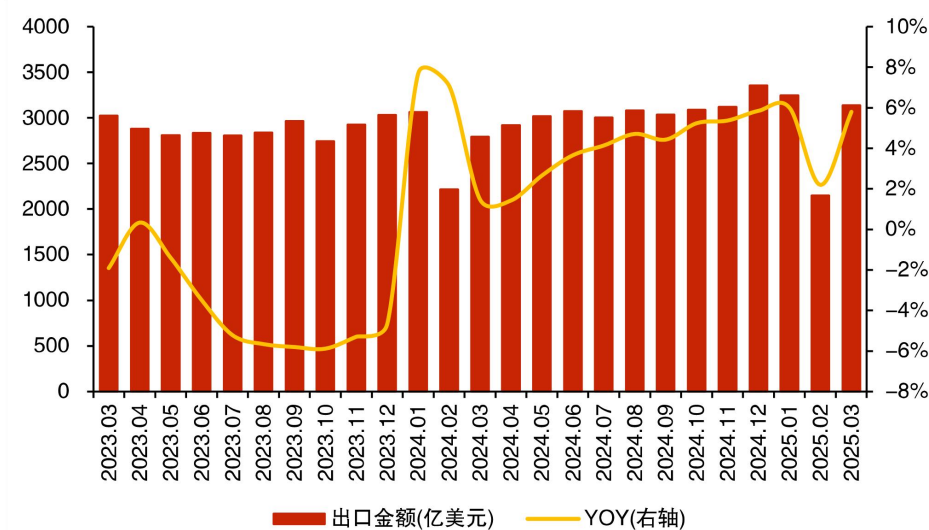
图表 4：2025 年 3 月中国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品类商品社零同比+3.60%



资料来源：Wind，华源证券研究所

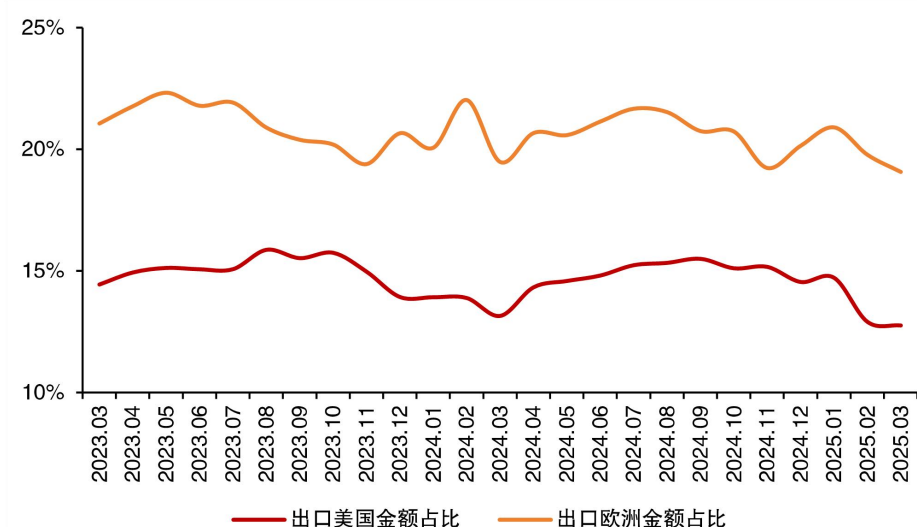
出口金额维持稳增长，中国出口欧美占比有所下降。据 Wind 及海关总署，2025 年 3 月，中国出口贸易额当月值达 3139 亿美元，出口金额累计同比达 5.80%，中国出口贸易维持稳增长趋势；其中，2025 年 3 月，中国对美国/欧洲出口金额占比分别为 13%/19%，较此前有小幅下降趋势，中国对欧美出口依存度有小幅下降。

图表 5：中国出口贸易金额及同比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：中国对欧美出口贸易金额占比变化



资料来源：Wind，华源证券研究所

纺服板块 25Q1 代工端仍延续 24 年景气度，品牌端户外品类业绩向好。A 股方面，25Q1 纺服板块（仅包含下表中国品牌）营收/归母净利润同比分别为+1.66%/-10.72%，收入端表现优于利润端。港股方面，纺服大众品牌在 2025 新年旺季销售增长驱动下，25Q1 各品牌流水维持正增长，而高端户外赛道仍延续较快增速（如安踏旗下所有其他品牌），后续建议关注消费需求修复节奏对板块的整体影响。

具体细分板块来看，

代工板块：25Q1 代工板块营收同比+13.02%，归母净利润同比-1.36%，其中，开润股份 25Q1 营收/归母净利润同比分别+35.54%/-7.62%，伟星股份 25Q1 营收/归母净利润同比分别+22.42%/+35.43%，板块整体表现延续 2024 年下游客户补库带来的行业高景气；

品牌板块：25Q1 品牌板块营收同比-3.90%，归母净利润同比-13.68%，其中，三夫户外 25Q1 营收同比+14.79%，归母净利润同比实现高增长，比音勒芬 25Q1 营收/归母净利润同比分别+1.32%/-8.37%，板块整体受天气及消费需求修复的影响相对较大，但户外细分赛道（三夫户外）表现相对较好；

家纺板块：25Q1 家纺板块营收同比-3.98%，归母净利润同比-12.35%，其中，水星家纺 25Q1 营收/归母净利润同比分别+1.20%/-3.79%，罗莱生活 25Q1 营收/归母净利润同比分别+0.05%/+41.63%，板块整体表现受消费需求修复影响较大，未来建议关注外部因素（如国补政策）对板块下游需求的改善情况。

图表 7：25Q1 纺织服装板块（A 股）公司营收及归母净利润情况

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	营业收入同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)
代工端					
000726.SZ	鲁泰 A	14.38	5.07%	1.48	106.19%
002003.SZ	伟星股份	9.64	22.42%	1.03	35.43%
300577.SZ	开润股份	12.30	35.54%	0.64	-7.62%
300979.SZ	华利集团	53.51	12.33%	5.53	-16.35%
603558.SH	健盛集团	5.55	2.16%	0.45	3.46%
603889.SH	新澳股份	10.98	0.31%	1.13	20.04%
605189.SH	富春染织	6.65	24.57%	0.05	-82.66%
品牌端					
002154.SZ	报喜鸟	12.92	-3.73%	1.70	-31.90%
002563.SZ	森马服饰	30.57	-2.05%	2.16	-37.05%
002780.SZ	三夫户外	1.93	14.79%	0.13	2806.26%
002832.SZ	比音勒芬	12.76	1.32%	3.33	-8.37%
300005.SZ	探路者	3.54	-7.01%	0.48	-23.53%
600177.SH	雅戈尔	27.48	-15.40%	7.12	-29.48%
600398.SH	海澜之家	61.44	-0.09%	9.35	5.81%
601566.SH	九牧王	8.83	-4.78%	1.93	76.66%
603518.SH	锦泓集团	11.02	-3.68%	0.89	-23.30%
家纺端					
603365.SH	水星家纺	9.19	1.20%	0.90	-3.79%
002293.SZ	罗莱生活	10.84	0.05%	1.13	41.63%
002327.SZ	富安娜	5.32	-18.00%	0.56	-54.12%

资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 风险提示

终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。