

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织服装

行业周报（20251102-20251108）

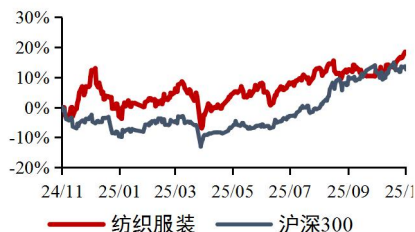
同步大市-A(维持)

Puma 公布 2025Q3 季度业绩，黄金税收政策促进行业规范发展

2025 年 11 月 11 日

行业研究/行业周报

纺织服装行业近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

相关报告：

【山证纺织服装】滔搏公布 FY2026H1 业绩，老铺黄金完成年内第三次调价-

【山证纺服】行业周报 2025.10.27

【山证纺织制造】关税风险基本落地，纺织制造龙头有望迎来重估-【山证纺服】纺织制造专题报告 2025.10.27

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点

本周观察：Puma 公布 2025Q3 季度业绩

2025Q3，汇率中性下，公司营收同比下降 10.4%至 19.56 亿欧元；录得净损失 6230 万欧元。

分区域看，汇率中性下，美洲地区营收同比下降 15.2%，亚太地区营收同比下降 9.0%，EMEA 地区营收同比下降 7.1%。

分渠道看，汇率中性下，批发业务营收同比下降 15.4%，DTC 业务营收同比增长 4.5%，其中电商渠道同比增长 5.6%，自营门店同比增长 3.9%，DTC 业务营收占比由上年同期的 25.1%提升至 29.1%。

分产品看，汇率中性下，鞋类营收同比下降 9.9%，服装营收同比下降 12.8%，配饰营收同比下降 6.1%。

盈利能力方面，2025Q3，公司毛利率同比下滑 2.6pct 至 45.2%，主因批发渠道促销、更高的运输成本、渠道存货清理。存货方面，截至 2025Q3 末，库存同比增长 17.3%，达到 21.24 亿欧元，公司预计 2026 年末存货回到正常水平。

展望 2025 年：公司维持业绩指引，预计 2025 年营收同比降低双位数。

行业动态：

- 1) 10 月 28 日，意大利奢侈品企业 Moncler Group（盟可睐集团）公布了截至 2025 年前九个月的关键财务数据：总营收同比下降 1%至 18.413 亿欧元（按固定汇率计算与去年同期持平）；受欧洲和日本旅游需求疲软影响，第三季度营收按固定汇率计算同比下降 1%至 6.156 亿欧元，但高于分析师预期的 6.04 亿欧元。其中，Moncler 品牌在亚洲市场（占集团总营收约一半）保持稳定，中国市场继续表现优于该地区其他国家，而日本和韩国市场表现疲弱。
- 2) 近日，财政部、国家税务总局发布了关于黄金税收政策的调整公告，引发市场广泛关注。11 月 4 日，记者在深圳福田、水贝等区域商场走访发现，各品牌黄金定价差异显著。首饰金方面，周大福、周生生、老凤祥、老庙等品牌报价较为集中，在 1255~1259 元/克之间；也有部分品牌首饰金价在 1100~1200 元/克之间浮动。投资类金条方面，会员单位与非会员单位的价格出现差距。例如，作为上海黄金交易所会员单位的周大福，其投资金条报价为 1120 元/克；而非会员单位的品牌，投资金条价格则与自家首饰金价格相差不多。水贝交易中心 11 月 4 日基础报价为 988 元/克，与黄金零售品牌价格差距进一步缩小。
- 3) 美国专业跑步品牌 BROOKS（布鲁克斯）公布截止 9 月 30 日的 2025 财年第三季度业绩数据：第三季度销售额同比增长 17%，实现连续第九个季度同比增长，且所有地区与渠道均取得两位数增长。这一增长得益于海外市场的加速扩张。今年截至目前，欧洲、中东和非洲（EMEA）市场销售额同比增长 23%，亚太与拉丁美洲（APLA）市场同比增长 82%。

行情回顾（2025.11.03-2025.11.07）



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

本周，SW 纺织服饰板块上涨 0.8%，SW 轻工制造板块上涨 1.09%，沪深 300 上涨 0.82%，纺织服饰板块落后大盘 0.02pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘 0.27pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 0.96%，SW 服装家纺上涨 2.23%，SW 饰品下跌 3.11%，SW 家居用品上涨 0.42%。截至 11 月 7 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 23.54 倍，为近三年的 94.77%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 28.94 倍，为近三年的 94.12%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 30.65 倍，为近三年的 90.20%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 26.95 倍，为近三年的 85.62%分位。

➤ **投资建议：**

- **品牌服饰板块：**2025 年 9 月，纺织服装社零单月增速边际改善，1-9 月累计同比增长 3.1%，其中体育娱乐用品社零呈现更快增长，1-9 月累计同比增长 19.6%，9 月单月增长 11.9%。10 月 20 日，波司登官宣英国著名时装设计师 KIM JONES 担任波司登高级都市线 AREAL 系列创意总监，携手推出波司登高级都市线 AREAL 系列，重新定义商务羽绒服概念。公司持续深耕产品创新、致力渠道质量提升，2026 年春节日期相比去年延后，旺季销售时间拉长，看好公司达成全年销售目标。继续推荐 361 度、波司登，建议关注安踏体育、歌力思、锦泓集团。
- **纺织制造板块：**2025 年 1-10 月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为 1177.35、1262.01 亿美元，同比增长 0.9%、-3.8%；越南纺织品和服装出口累计同比增长 7.72%，制鞋出口累计同比增长 6.74%，10 月单月出口增速有所放缓。国际运动品牌陆续发布今年 3 季度的财报，Adidas 和 Deckers 增速领先，2025Q3 营收同比增长均为高单位数。展望全年，Adidas 预计 2025 年主品牌营收同比增长双位数，Deckers 预计 FY2026 旗下 HOKA 品牌营收同比增长低双位数、UGG 品牌营收同比增长低至中单位数。而 Puma、VF、Under Armour 延续弱势表现。各家纺织制造公司的客户集中度均处于较高水平，根据各自品牌客户结构及品牌表现，推荐申洲国际、华利集团、裕元集团。建议关注开润股份、百隆东方、伟星股份。
- **黄金珠宝板块：**2025 年 11 月，财政部、税务总局发布《关于黄金税收政策的公告》，可归纳为：（1）交易所会员单位买卖投资类黄金仍可享受即征即退的优惠；（2）非投资类加工产品，买入方会员单位为增值税一般纳税人，以普通发票上注明的金额和 6%的扣除率计算进项税额。我们认为，本次税收调整对投资用金企业在交易所内交易优势巩固；非投资用金企业通过交易所采购原料的进项税额抵扣率从 13%降至 6%，采购成本有所上升，将通过提价进行成本转嫁。建议关注菜百股份、周大生、老铺黄金、潮宏基。
- **零售板块：**继续推荐名创优品。公司 Q2 国内同店转正，海外同店环比改善，新店态销售及坪效表现较好。经营利润同比恢复正增，经营拐点显现。9.26 日名创优品旗下聚焦潮玩赛道的 TOPTOY 提交港股上市申请书，我们认为此次分拆有望使 TOPTOY 以“潮玩”属性被高成长独立定价，进而为母公司名创优品提升估值弹性。建议关注永辉超市，2025 年第三季度，公司调改门店开业及存量门店关闭速度加快，截至三季度末，已完成 222 家门店的胖东来模式调改。同时，公司坚定推进供应链重塑，并陆续发布自有品牌商品，3 季度销售毛利率同环比均小幅改善。
- **风险提示：**
关税风险；国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

目录

1. 本周观察：Puma 公布 2025Q3 季度业绩.....	5
2. 本周行情回顾.....	5
2.1 板块行情.....	5
2.2 板块估值.....	6
2.3 公司行情.....	7
3. 行业数据跟踪.....	8
3.1 原材料价格.....	8
3.2 出口数据.....	10
3.3 社零数据.....	11
3.4 房地产数据.....	12
4. 行业新闻.....	13
4.1 Moncler 品牌第三季度中国市场表现为亚太最优；集团总营收同比降 1%，但高于预期.....	13
4.2 黄金税收新政落地，深圳一线反馈来了.....	14
4.3 美国专业跑步品牌 BROOKS 第三季度全球营收同比增长 17%.....	15
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较.....	5
图 2：本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅.....	6
图 3：本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅.....	6
图 4：本周 SW 纺织服装各子板块估值.....	6
图 5：本周 SW 轻工制各子板块估值.....	6
图 6：棉花价格（元/吨）.....	8
图 7：澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（澳分/公斤）.....	8

图 8：皮革价格走势.....	9
图 9：美元兑人民币汇率走势.....	9
图 10：海绵原材料价格走势（单位：元/吨）.....	9
图 11：金价走势（单位：元/克）.....	9
图 12：纺织纱线、织物及制品累计值（亿美元）及累计同比.....	10
图 13：服装及衣着附件累计值（亿美元）及累计同比.....	10
图 14：家具及其零件当月值（亿美元）及当月同比.....	10
图 15：家具及其零件累计值（亿美元）及累计同比.....	10
图 16：社零及限额以上当月.....	11
图 17：国内实物商品线上线下增速估计.....	11
图 18：偏向可选消费品的典型限额以上品类增速.....	11
图 19：地产相关典型限额以上品类增速.....	11
图 20：30 大中城市商品房成交套数.....	12
图 21：30 大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）.....	12
表 1：本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司.....	7
表 2：本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司.....	7
表 3：本周家居用品板块涨幅前 5 的公司.....	8
表 4：本周家居用品板块跌幅前 5 的公司.....	8

1. 本周观察：Puma 公布 2025Q3 季度业绩

2025Q3，汇率中性下，公司营收同比下降 10.4%至 19.56 亿欧元；录得净损失 6230 万欧元。

分区域看，汇率中性下，美洲地区营收同比下降 15.2%，亚太地区营收同比下降 9.0%，EMEA 地区营收同比下降 7.1%。

分渠道看，汇率中性下，批发业务营收同比下降 15.4%，DTC 业务营收同比增长 4.5%，其中电商渠道同比增长 5.6%，自营门店同比增长 3.9%，DTC 业务营收占比由上年同期的 25.1%提升至 29.1%。

分产品看，汇率中性下，鞋类营收同比下降 9.9%，服装营收同比下降 12.8%，配饰营收同比下降 6.1%。

盈利能力方面，2025Q3，公司毛利率同比下滑 2.6pct 至 45.2%，主因批发渠道促销、更高的运输成本、渠道存货清理。存货方面，截至 2025Q3 末，库存同比增长 17.3%，达到 21.24 亿欧元，公司预计 2026 年末存货回到正常水平。

展望 2025 年：公司维持业绩指引，预计 2025 年营收同比降低双位数。

2. 本周行情回顾

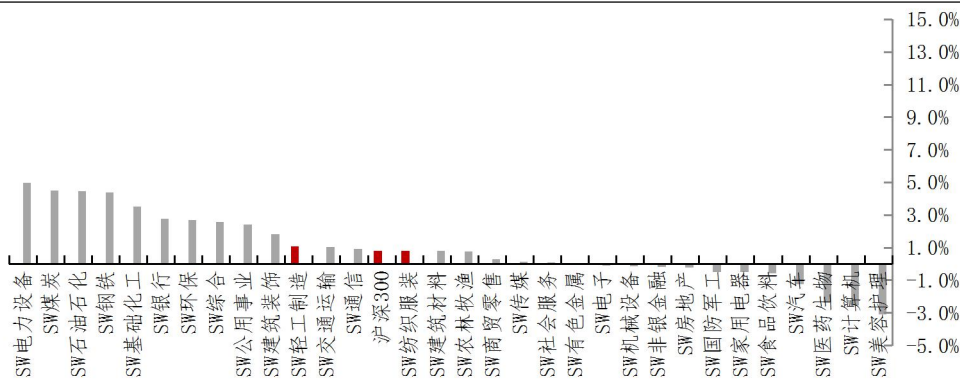
2.1 板块行情

本周，SW 纺织服饰板块上涨 0.8%，SW 轻工制造板块上涨 1.09%，沪深 300 上涨 0.82%，纺织服饰板块落后大盘 0.02pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘 0.27pct。

SW 纺织服饰各子板块中，SW 纺织制造上涨 0.96%，SW 服装家纺上涨 2.23%，SW 饰品下跌 3.11%。

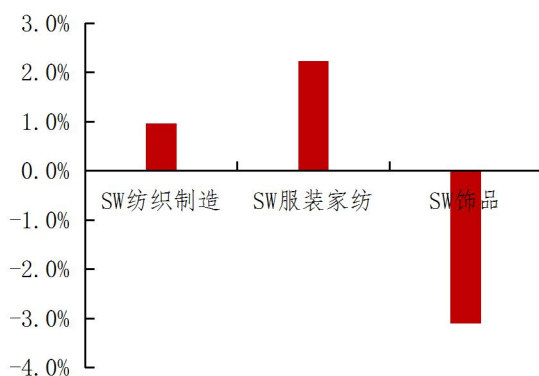
SW 轻工制造各子板块中，SW 造纸上涨 2.44%，SW 文娱用品上涨 1.29%，SW 家居用品上涨 0.42%，SW 包装印刷上涨 0.98%。

图 1：本周 SW 一级板块与沪深 300 涨跌幅比较



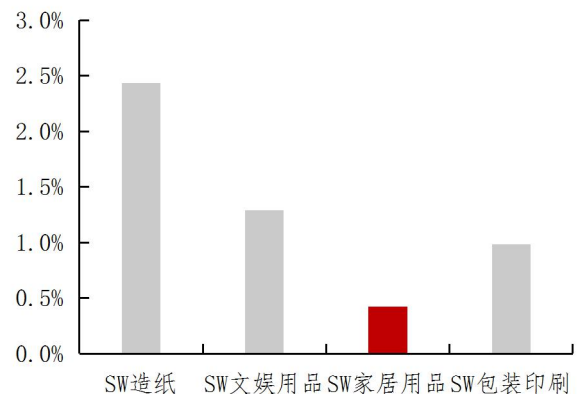
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：本周 SW 纺织服饰各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：本周 SW 轻工制各子板块涨跌幅



资料来源：Wind，山西证券研究所

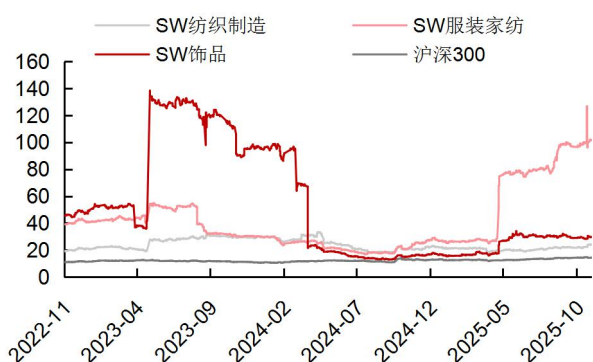
2.2 板块估值

截至 11 月 7 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 23.54 倍，为近三年的 94.77%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 28.94 倍，为近三年的 94.12%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 30.65 倍，为近三年的 90.20%分位。

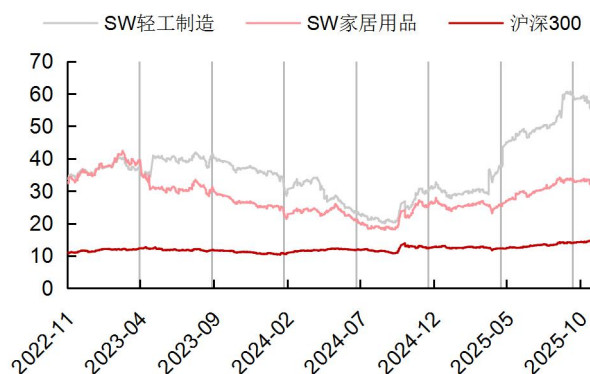
截至 11 月 7 日，SW 家居用品的 PE-TTM 为 26.95 倍，为近三年的 85.62%分位。

图 4：本周 SW 纺织服装各子板块估值

图 5：本周 SW 轻工制各子板块估值



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3 公司行情

SW 纺织服饰板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：洪兴股份（+35.53%）、ST 雪发（+27.52%）、ST 起步（+20.72%）、孚日股份（+19.7%）、众望布艺（+14.81%）；本周跌幅前 5 的公司分别为：潮宏基（-12.56%）、恒辉安防（-10.24%）、ST 新华锦（-9.43%）、ST 尔雅（-8.07%）、老凤祥 B（-4.59%）。

表 1：本周纺织服饰板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅（%）	本周收盘价（元）
001209.SZ	洪兴股份	35.53	26.36
002485.SZ	ST 雪发	27.52	5.19
603557.SH	ST 起步	20.72	2.68
002083.SZ	孚日股份	19.70	7.17
605003.SH	众望布艺	14.81	27.60

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：本周纺织服饰板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅（%）	本周收盘价（元）
002345.SZ	潮宏基	-12.56	11.84
300952.SZ	恒辉安防	-10.24	30.59
600735.SH	ST 新华锦	-9.43	6.63
600107.SH	ST 尔雅	-8.07	7.29
900905.SH	老凤祥 B	-4.59	3.49

资料来源：Wind，山西证券研究所

SW 家居用品板块：本周涨幅前 5 的公司分别为：麒盛科技（+12.39%）、*ST 松发（+10.34%）、雅艺科技（+9.71%）、美克家居（+8.96%）、我乐家居（+8.4%）；本周跌幅前 5 的公司分别为：瑞尔特（-23.29%）、玉马科技（-8.29%）、嘉益股份（-5.07%）、匠心家居（-4.57%）、梦百合（-4.17%）。

表 3：本周家居用品板块涨幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
603610.SH	麒盛科技	12.39	19.87
603268.SH	*ST 松发	10.34	62.45
301113.SZ	雅艺科技	9.71	25.98
600337.SH	美克家居	8.96	2.31
603326.SH	我乐家居	8.40	9.55

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：本周家居用品板块跌幅前 5 的公司

证券代码	公司简称	本周涨跌幅 (%)	本周收盘价 (元)
002790.SZ	瑞尔特	-23.29	9.22
300993.SZ	玉马科技	-8.29	17.03
301004.SZ	嘉益股份	-5.07	54.47
301061.SZ	匠心家居	-4.57	89.99
603313.SH	梦百合	-4.17	9.20

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.行业数据跟踪

3.1 原材料价格

● 纺织服饰原材料：

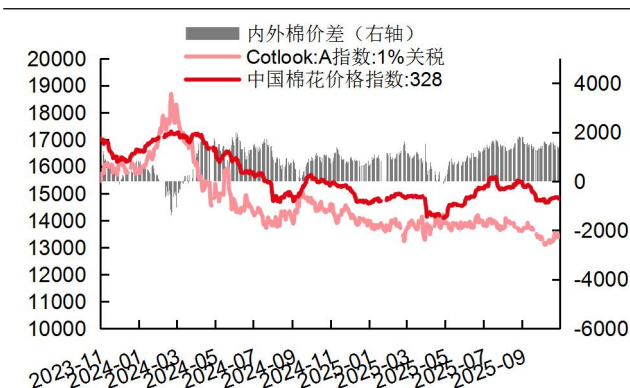
- 1) 棉花：截至 11 月 7 日，中国棉花 328 价格指数为 14859 元/吨，环比持平；截至 11 月 6 日，CotlookA 指数（1%关税）收盘价为 13390 元/吨，环比下降 1.1%。
- 2) 金价：截至 11 月 7 日，上海金交所黄金现货:收盘价:Au9999 为 918.03 元/克，环比下降 0.4%。
- 3) 羊毛价格：截至 11 月 6 日，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数(澳元)为 1419 澳分/公斤，环比增长 0.4%。

● 家居用品原材料：

- 1) 皮革：截至 10 月 31 日，海宁皮革:价格指数:总类为 72.30。
 - 2) 海绵：截至 11 月 7 日，华东地区 TDI 主流价格为 13600 元/吨，环比增长 0.7%；华东地区纯 MDI 主流价格为 19000 元/吨，环比增长 3.3%。
- 汇率：截至 11 月 7 日，美元兑人民币（中间价）为 7.0836，环比下降 0.1%。

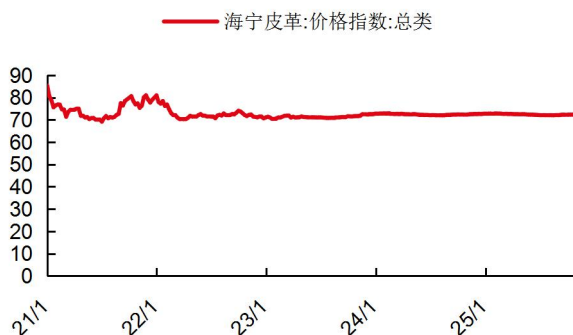
图 6：棉花价格（元/吨）

图 7：澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（澳分/公



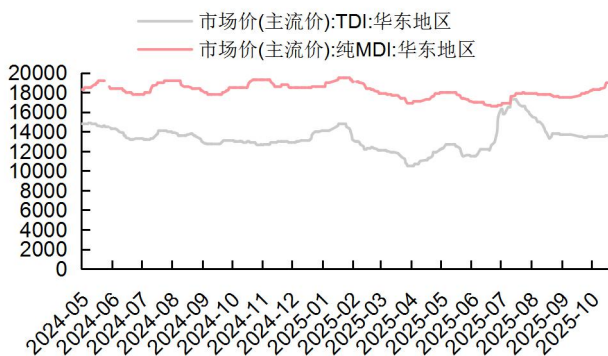
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 8: 皮革价格走势



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 10: 海绵原材料价格走势 (单位: 元/吨)



斤)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 11: 金价走势 (单位: 元/克)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

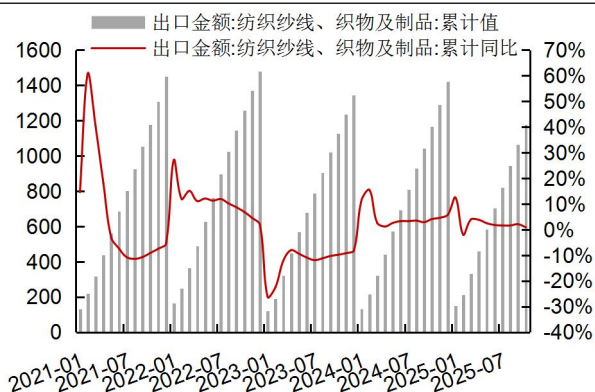
资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 出口数据

纺织品服装：2025 年 1-10 月，我国纺织品、服装及衣着附件出口金额分别为 1177.35、1262.01 亿美元，同比增长 0.9%、-3.8%。

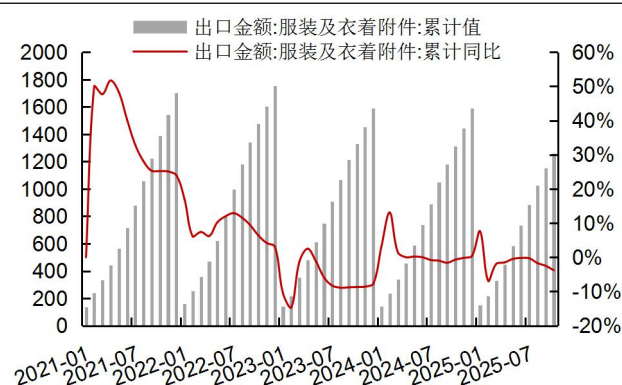
家具及其零件：2025 年 1-10 月，家具及其零件出口 518.52 亿美元，同比下降 5.61%。

图 12：纺织纱线、织物及制品累计值（亿美元）及累计同比



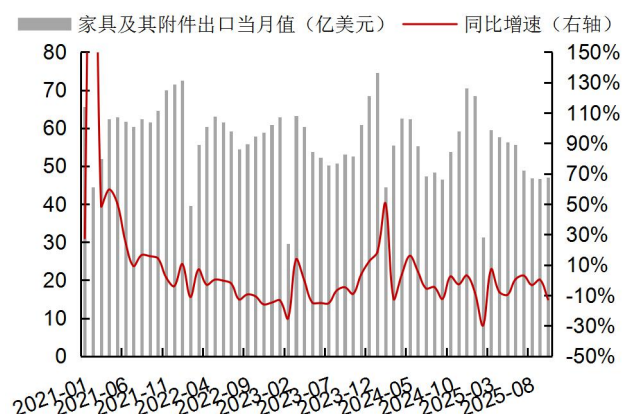
资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 13：服装及衣着附件累计值（亿美元）及累计同比



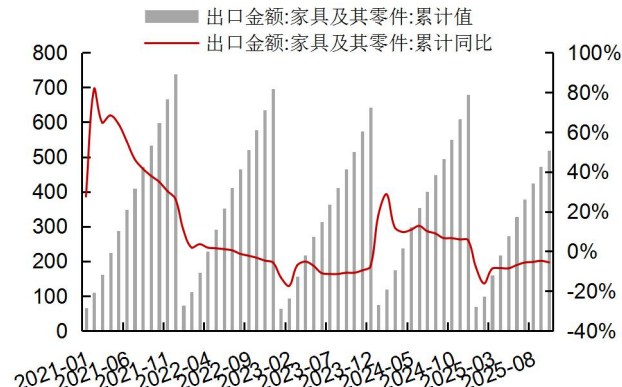
资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 14：家具及其零件当月值（亿美元）及当月同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

图 15：家具及其零件累计值（亿美元）及累计同比



资料来源：Wind，海关总署，山西证券研究所

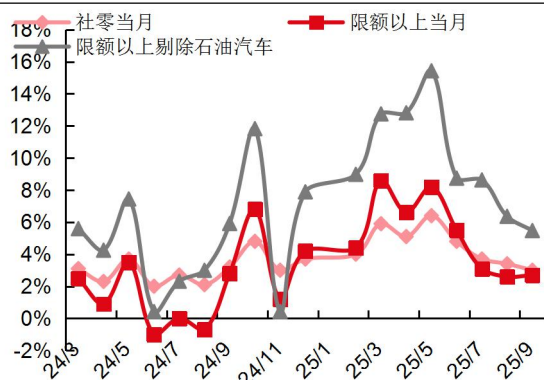
3.3 社零数据

2025 年 9 月，国内实现社零总额 4.20 万亿元，同比增长 3.0%，环比下滑 0.4pct，表现略低于市场一致预期（根据 Wind，2025 年 9 月社零当月同比增速预测平均值为+3.11%）。2025 年 1-9 月，国内实现社零总额 36.59 万亿元，同比增长 4.5%。

分渠道来看，线上渠道表现继续优于商品零售大盘，线下便利店/超市必选消费业态表现稳健。2025 年 1-9 月，商品零售额整体同比增长 4.6%，其中，线上渠道，实物商品网上零售额同比增长 6.5%，表现好于商品零售整体；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 15.1%、2.8%、5.7%。线下渠道，按零售业业态分，2025 年 1-9 月，限额以上零售业单位中便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长 6.4%、4.4%、0.9%、4.8%、1.5%。

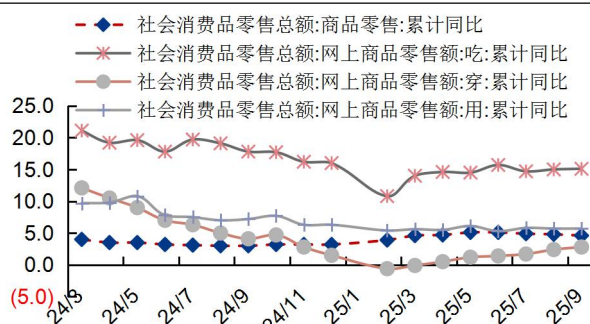
化妆品单月增速环比提升，金价快速上涨阶段性抑制黄金珠宝终端需求。2025 年 9 月，限上化妆品同比增长 8.6%，环比提升 3.5pct；限上金银珠宝同比增长 9.7%，环比下滑 7.1pct，其中上金所 AU9999 收盘价均价为 831.84 元/克，同比上涨 43.0%，环比上涨 7.2%；限上纺织服装同比增长 4.7%，环比提升 1.6pct；限上体育/娱乐用品同比增长 11.9%，环比下滑 5.0pct。2025 年 1-9 月，限上化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品同比分别增长 3.9%、11.5%、3.1%、19.6%。

图 16：社零及限额以上当月



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

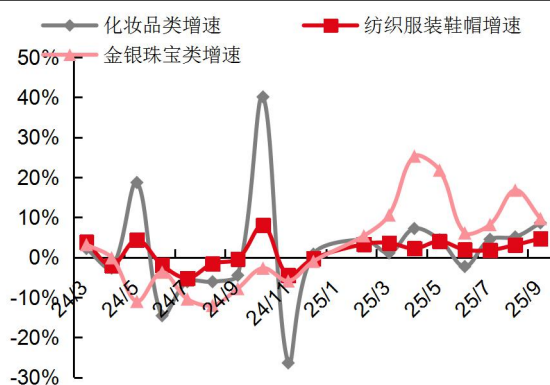
图 17：国内实物商品线上线下增速估计



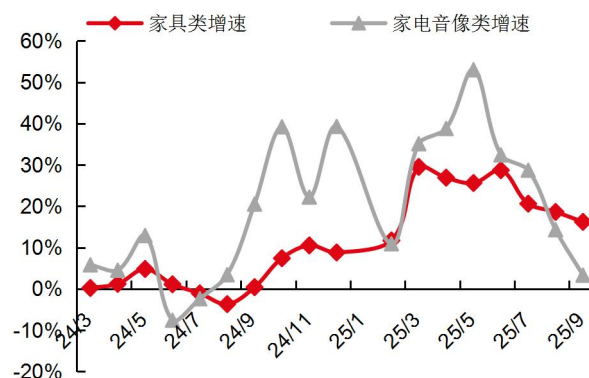
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 18：偏向可选消费品的典型限额以上品类增速

图 19：地产相关典型限额以上品类增速



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所



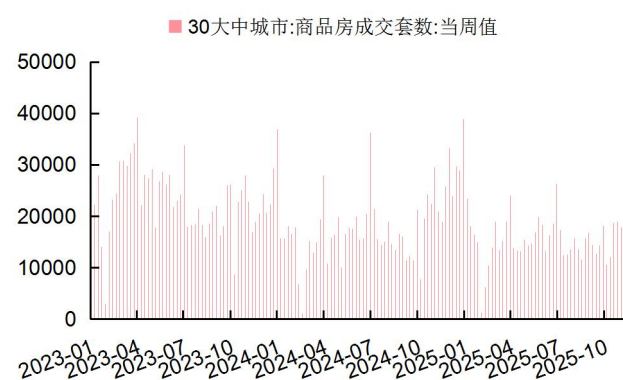
资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

3.4 房地产数据

本周(2025年11月2日-2025年11月8日)，30大中城市商品房成交12576套，较上周环比下降32.39%；成交面积134.62万平方米，较上周环比下降35.83%。2025年至今（截至2025年11月8日），30大中城市商品房成交675025套、成交面积7448.32万平方米，同比下降9.5%、9.2%。

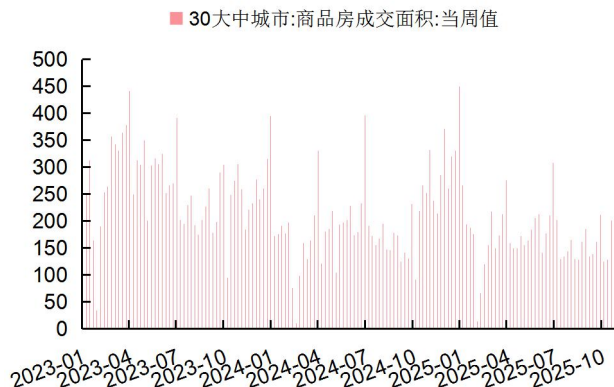
2025年1-9月，我国住宅新开工面积33273万平方米，同比下降18.3%，住宅销售面积55063万平方米，同比下降5.6%，住宅竣工面积22228万平方米，同比下降17.1%。

图 20：30 大中城市商品房成交套数



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 21：30 大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

4.行业新闻

4.1 Moncler 品牌第三季度中国市场表现为亚太最优；集团总营收同比降1%，但高于预期

【来源：华丽志 2025-11-03】

10月28日，意大利奢侈品企业 Moncler Group（盟可睐集团）公布了截至2025年前九个月的关键财务数据：总营收同比下降1%至18.413亿欧元（按固定汇率计算与去年同期持平）；受欧洲和日本旅游需求疲软影响，第三季度营收按固定汇率计算同比下降1%至6.156亿欧元，但高于分析师预期的6.04亿欧元。其中，Moncler品牌在亚洲市场（占集团总营收约一半）保持稳定，中国市场继续表现优于该地区其他国家，而日本和韩国市场表现疲弱。

Moncler集团董事长兼首席执行官 Remo Ruffini 表示：“在我们结束今年前九个月的阶段性工作之际，我们依然以高度的自律、灵活的应变力和清晰的战略方向执行既定计划——清醒地认识到外部挑战的存在，但对未来的机遇更加坚定与投入。我们最近推出的传播活动‘Warmer Together’，旨在致敬 Moncler 70多年来始终坚守的价值观——爱、连接与共同的温暖感。这一主题通过两位好莱坞传奇影星之间的友谊得以生动呈现。

按区域市场划分：亚洲（包括亚太市场、日本和韩国）：第三季度该地区营收按固定汇率同比持平，与上一季度保持一致。其中，中国市场表现持续优于其他地区，而日本和韩国表现较弱。

EMEA（欧洲、中东与非洲）：第三季度营收按固定汇率同比下降4%，但有所改善。区域内旅游流量仍然疲软，低于去年同期水平，但相较上一季度略有回升。

美洲：第三季度营收按固定汇率同比增长5%，主要得益于直营渠道的双位数增长，但部分被批发渠道的疲弱表现所抵消。

按渠道划分：DTC（直面消费者）：第三季度营收按固定汇率同比持平，略有改善，尽管宏观经济逆风持续、消费者情绪依然低迷。美洲与中国表现领先于其他地区，而 EMEA 与日本表现欠佳，主要受旅游疲软影响。

批发：第三季度营收按固定汇率同比下降4%，但环比改善。下降主要由于公司持续推进渠道优化，以提升分销网络质量。截至2025年9月30日，Moncler品牌在全球共拥有294家直营单品牌门店（DOS），较2025年6月30日净增7家。期间的重要举措包括：在美国奥斯汀（Austin）开设新店；北京SKP门店扩张升级。此外，Moncler品牌的批发渠道还拥有49家品牌专柜（SiS），较2025年6月30日净减少5家。

4.2 黄金税收新政落地，深圳一线反馈来了

【来源：中国黄金珠宝 2025-11-04】

近日，财政部、国家税务总局发布了关于黄金税收政策的调整公告，引发市场广泛关注。11月4日，记者在深圳福田、水贝等区域商场走访发现，各品牌黄金定价差异显著。

首饰金方面，周大福、周生生、老凤祥、老庙等品牌报价较为集中，在1255~1259元/克之间；也有部分品牌首饰金价在1100~1200元/克之间浮动。

投资类金条方面，会员单位与非会员单位的价格出现差距。例如，作为上海黄金交易所会员单位的周大福，其投资金条报价为1120元/克；而非会员单位的品牌，投资金条价格则与自家首饰金价格相差不多。

水贝交易中心11月4日基础报价为988元/克，与黄金零售品牌价格差距进一步缩小。

投资类黄金：影响大小不同

对于销售金条等投资类黄金产品的黄金企业来说，如果是上海黄金交易所会员且开展直营业务，影响不大；如果向子企业、银行、电商客户销售投资金条，购买方将增加13%的增值税。如果转嫁给消费者，销售价格必然上涨，从而导致销售下滑或有价无市。

对于黄金投资者来说，购买黄金ETF、黄金期货等标准化产品，价格不会出现大幅波动。但客户，也就是在上海黄金交易所开户的一般纳税人（二级户），若要销售投资金条，需缴纳13%增值税。

非投资类黄金：成本上升 零售价格看涨

政策调整的核心在于会员单位从事的非投资类黄金加工业务。此前，企业在购进原料时可抵扣13%的增值税，而新政后，这类加工业务——包括黄金首饰、摆件、工业用金等——仅可抵扣6%的增值税，实际税负增加约7%。

这部分增加的税负将直接传导至下游，导致加工类黄金产品的成本上升，终端零售价格随之上涨。据了解，部分线上平台已在政策发布当晚迅速调价。此外，由于投资类黄金仍保持价格优势，个人通过会员单位购买标准金条后自行在打金店加工的行为，在政策上尚未受到限制，这也被市场视为当前政策中的一个“漏洞”。

周大福珠宝回应称：近日发布的黄金有关税收政策为黄金采购和生产带来额外成本。为此，周大福珠宝自11月3日起对部分黄金产品进行价格调整。此举体现了我们在应对成本变化的同时，始终坚持维护卓越品质与精湛工艺的承诺，满足消费者的期待。

会员单位：与客户边界明确

本次政策的关键变化之一，是明确将“会员单位”与“客户”区分开来。只有交易所正式注册的会员

单位才能享受税收优惠，非会员企业及客户须按普通发票规则执行，有利于更好地规范及监管场外黄金交易。

对国内持牌会员单位而言，税收成本并未增加，合规交易通道依然畅通；而对依赖“挂靠经营”的中小企业来说，经营门槛显著提高，原有依靠票据操作和价格差异的生存模式难以为继。

市场：短期观望情绪浓产业：中长期面临洗牌

政策出台后，市场出现明显观望情绪。多家银行于11月3日发布公告，宣布暂停受理积存业务的买入与提取实物等操作，显示出机构在政策过渡期的审慎态度。多家黄金商户、卖场暂时关闭线上报价系统，甚至停止出货，等待进一步明确报价方式。

有分析指出，由于部分上游批发展厅无法再规避增值税，成本上涨已成定局，未来私人商户再进货时也将面临含税价格，倒逼整个零售环节集体调价。尽管存在“场外循环”的可能性，但行业人士指出，国内大部分回收黄金最终仍通过会员单位回流至交易所，长期来看难以绕过税负压力。

从中长期看，政策将进一步催化行业走向“品牌竞争”的道路。具备品牌溢价、研发能力和合规运营体系的头部企业，如周大福、老铺黄金等，有望通过工费与设计附加值对冲税负压力，进一步扩大市场份额。而依赖“低工费+高杠杆”模式的中小商户，特别是水贝、番禺等传统产业聚集区，如不能及时完成转型升级，将面临被市场分流的风险。

政策意图：推动行业走向合规与公平

本次调整将推动黄金市场在更加公平、合规的轨道上发展。有观点认为，此举也有助于防止社会资金过度涌入黄金市场，避免出现类似过去房地产领域的投机炒作，从而平衡社会财富分配。

总体来看，本次税收新政不仅影响黄金加工与零售环节的成本结构，更标志着中国黄金产业向品牌逻辑的系统性转变。投资类黄金交易仍保持稳定，而加工类产品价格上涨已成定局。随着行业逐步适应新规，市场将进入新一轮洗牌，反应迅速、合规经营的企业有望在新环境中赢得先机。

4.3 美国专业跑步品牌 BROOKS 第三季度全球营收同比增长 17%

【来源：华丽志 2025-11-04】

美国专业跑步品牌 BROOKS（布鲁克斯）公布截止9月30日的2025财年第三季度业绩数据：第三季度销售额同比增长17%，实现连续第九个季度同比增长，且所有地区与渠道均取得两位数增长。这一增长得益于海外市场的加速扩张。今年截至目前，欧洲、中东和非洲（EMEA）市场销售额同比增长23%，亚太与拉丁美洲（APLA）市场同比增长82%。

BROOKS 表示，业绩增长一方面源于品牌“对跑者的坚定关注”，另一方面得益于专业跑鞋市场的整体强劲需求。根据 Circana 收集的销售点（POS）数据，美国第三季度成人专业跑鞋销售额同比增长 13%。

BROOKS Running 首席执行官 Dan Sheridan（丹·谢里登）表示：“我们全球团队每天醒来都在思考跑者——他们如何运动、有怎样的感受，以及他们对 BROOKS 装备的期待与渴望获得的体验。即便在持续的经济影响与不确定性背景下，BROOKS 的执行力仍令我深感自豪。如今全球有更多人开始跑步、选择积极的生活方式，而 BROOKS 正成为他们实现健康目标的核心助力。”在整体市场向好的背景下，BROOKS 称其已占据美国全国零售渠道专业跑鞋市场份额榜首。今年截至第三季度，美国全国零售渠道销量前六的成人专业跑鞋中，BROOKS 占据三款，数量超过其他任何品牌。国际市场方面，BROOKS 在法国和德国市场分别实现 15% 和 29% 的增长，超过两国专业跑鞋市场的整体增速——法国为 9%，德国为 23%。品牌表示，凭借这一增长势头，其在德国市场已追平此前的行业领导者，目前与对方共同占据跑鞋这一细分市场的榜首位置。美国跑步协会（Running USA）一项针对全球跑者的最新调查显示，BROOKS 在训练鞋和竞赛鞋两大品类中均稳居跑者最喜爱品牌榜首，在每个品类中的占比均超过 20%。

此外，Dan Sheridan 在接受雅虎财经（Yahoo Finance）《Opening Bid》节目采访时表示，品牌不会“惩罚”消费者，但仍无法规避关税带来的冲击。因此“2026 年，我们的产品价格预计将涨价 2%~3%。目前关税成本已开始逐步计入商品成本，但我们确实尝试从整个供应链的角度来应对这一问题，不想让消费者为此买单。”Dan Sheridan 表示，尽管供应链部分环节的总成本大幅上升，但 BROOKS 已与生产及分销合作伙伴密切合作，力求将价格上涨对消费者的影响降至最低。尽管 Dan Sheridan 未透露涨价的具体时间，但消费者明年将看到品牌全系列产品中，高价商品的价格进一步上涨。“如果我们的举措抑制了市场需求、减缓了产品增长势头，那将是一种糟糕的局面。”第三季度，BROOKS 在缓震、越野、竞速三大核心专业品类中推出五款新鞋型，为业绩增长提供支撑。品牌还预告了新款 Cascadia Elite 越野跑鞋——本赛季，BROOKS 精英越野跑运动员穿着这款鞋履已斩获 12 次冠军、30 次登上领奖台。与此同时，品牌核心产品系列持续增长：Adrenaline GTS 系列销售额同比增长 20%，Glycerin 系列同比增长 29%；全价产品销售额同比增长 21%。

此外，BROOKS 生活方式系列新增产品“BROOKS x RSVP Gallery Caldera 8”，引发新老客户的强烈关注。这款鞋型由品牌与 RSVP 画廊（由芝加哥街头服饰设计师 Don C 联合创立）合作开发，于第三季度与 Adrenaline GTS 4、Cascadia 1、Chariot 三款鞋型的新配色一同推出，为生活方式品类的增长提供支持。借助与 runDisney 的合作，BROOKS 在 9 月迪士尼万圣节半程马拉松周末期间，推出了限量版 Ghost 17 runDisney 万圣节跑鞋。这款鞋型在赛事博览会现场售罄，且整个 runDisney 联名系列在 BROOKS 官网的

销售额持续刷新纪录。第三季度，BROOKS 开展了多项活动：在霞慕尼举行的环勃朗峰超级越野赛（UTMB）期间打造“山地之家”（House of Mountains）；在悉尼马拉松（TCS Sydney Marathon）期间推出 Hyperion Houseboat；并在东京马拉松与柏林马拉松期间设立 Hyperion Houses 等。品牌还首次成为英国 AJ Bell 大北跑（全球规模最大的半程马拉松赛事，参赛人数超 6 万人）的赞助商。

赛事战绩方面，在美国田径协会（USATF）室外田径与残疾人田径全国锦标赛上，Emily Infeld 夺得女子 10000 米冠军。在 UTMB 库马约尔体验越野赛（UTMB's Experience Trail Courmayeur）中，BROOKS 是男子组前十选手穿着最多的品牌，其中 Remi Leroux 获第五名、Gianluca Ghiano 获第六名、Dan Curts 获第九名。在世界田径锦标赛上，BROOKS 赞助了美国女子马拉松队的三名选手——Erika Kemp、Jess McClain 和 Susanna Sullivan，后两位均跻身前十。

5.风险提示

- 1.关税风险
- 2.国内消费信心恢复不及预期；
3. 地产销售不达预期；
4. 原材料价格波动；
5. 汇率大幅波动。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

