信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

新消费 2025 年报&2026 一季报综述：复苏线索增加，周期触底显著，分化趋势延续

轻工制造

2026 年 05 月 13 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文镪 新消费行业首席分析师
执业编号：S1500524120004
邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服装行业联席首席分析师
执业编号：S1500525120001
邮箱：liutiantian@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师
执业编号：S1500525060001
邮箱：lichen@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师
执业编号：S1500525020001
邮箱：luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

新消费2025年报&2026一季报综述：复苏线索增加，周期触底显著，分化趋势延续

2026年05月13日

本期内容提要：

我们预计未来3年消费beta震荡向上，低预期、低估值、低持仓构建较高安全垫，现金流好、分红高提供基础收益，消费投资逐步进入胜率高、赔率提升阶段。

复苏线索增加：2025年消费整体表现温和，新消费经历显著扩张，传统消费逐步筑底，2026Q1复苏线索明显增加。新消费中潮玩、智能眼镜、新型烟草等依然延续快速扩张，龙头企业尚未出现显著竞争，核心在于"以我为主"探索产品突破、客群外延；而宠物、黄金珠宝等需求延续增长，但企业出现显著分化，宠物龙头聚焦底层研发、强化品牌力建设，珠宝需求分化、聚焦产品差异化。传统消费中必选消费需求表现稳健，包括文具、个护等；可选消费中家纺、运动服饰、高端女装、男装、民用电工等，以及消费对应的包装行业、纺织上游行业均呈现改善趋势，其中纺服上游纺织优于下游代工、辅料龙头优于成衣制造。

周期触底显著：中游制造经历3-4年扩张后行业普遍进入整合、收缩阶段，其中造纸、纺织、金属包装上游均出现持续涨价，包括纸浆、棉花、羊毛、铝材等。此外，美伊冲突强化上游大宗商品供应波动，加速部分产业迎来周期拐点，包括丁晴手套、锦纶等。造纸作为传统周期品，行业资本开支放缓，龙头聚焦上游延伸，企业盈利胜负手核心在于浆纸一体化布局优化原料&能源&运输成本、规模化生产基地效率提升以及柔性化布局高盈利品种，特种纸盈利趋势好于大宗纸，且特种纸海外业务布局领先大宗纸；包装下游需求稳健，龙头企业经营韧性较强，资本开支放缓&分红积极，且金属包装等细分行业供需压力缓解、价格周期向上。此外，两轮车新国标实际执行正趋于良性，电摩起量带动产品结构优化，短期阵痛后全产业链盈利能力提升叠加销量回暖有望创造可观弹性。

分化显著强化：部分行业需求显著萎缩，抖音、小红书等新兴渠道造成品牌忠诚度下降，消费行业出现快速分化。其中，最典型的为地产链，依赖新房市场的定制压力较大，更新需求占比较高的软体和智能家居业绩保持韧性，同时出现悍高等公司重塑产品&渠道逻辑、快速抢占市场份额。服装家纺中门店收缩为主旋律，渠道结构呈现出直营扩张、加盟萎缩态势，"关小店、开大店、提店效"，行业从外延式扩张向内生式增长转型，国产运动品牌凭借DTC转型和多品牌矩阵等策略持续领跑行业。此外，部分新消费行业需求增长可观，但资本驱动下供给侧快速增加，行业或进入新一轮动态平衡，包括宠物、个护等。

出海依然确定：尽管面临关税、美伊冲突、汇率等带来的多重外部因素影响，板块龙头企业多呈现较好增长势头；此外，龙头企业抗风险能力持续提升，主要受益于非美收入占比提高以及非美产能占比提高，且出口企业在极端关税波动下逐步和下游客户建立默契。此外，跨境龙头均进入品牌

化阶段，持续强化品牌知名度，逐步将优势产品外延至海外线下龙头零售商体系，同时依托于全球化采购及规模化仓储优势，竞争优势放大。但需要注意的是，考虑到人民币依然在升值趋势中叠加美伊冲突带来原材料价格提升，Q2 出海板块在低基数下收入增长提速明确，但企业盈利或出现进一步分化。

风险因素：国内&海外消费复苏不及预期、美伊冲突力度超预期、全球贸易摩擦加剧、地产销售复苏低于预期、原材料价格大幅波动、新型烟草政策风险。

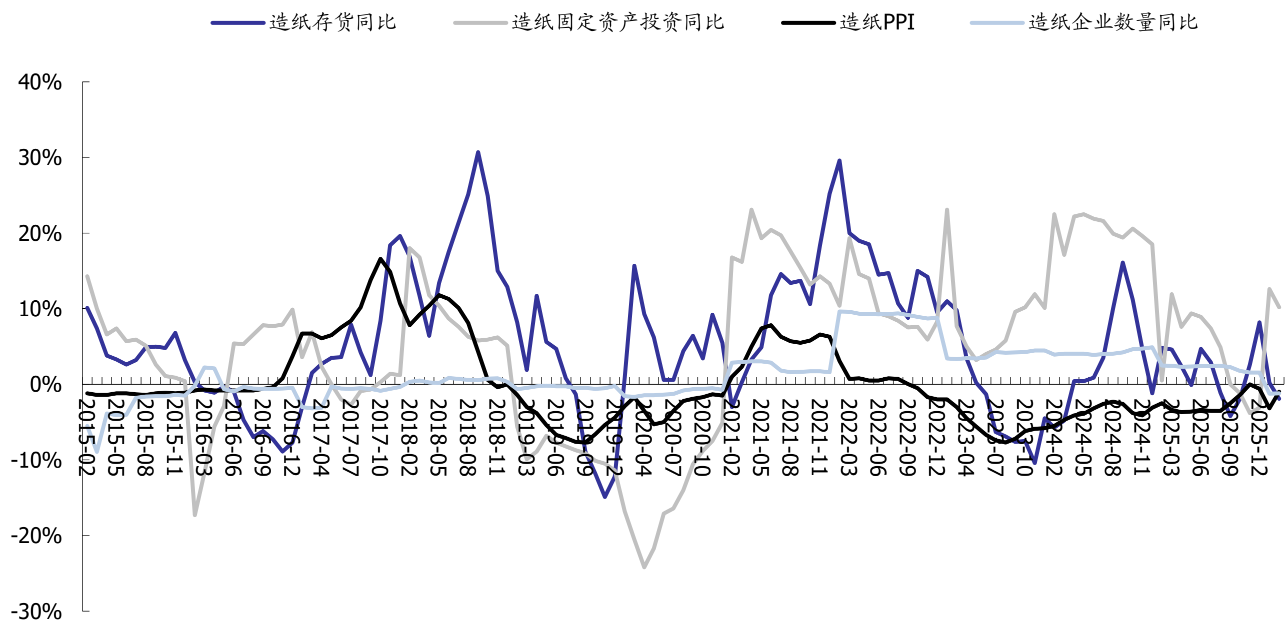
目 录

图 目 录

1. 造纸：特纸盈利趋势改善，龙头竞争优势放大

行业层面：资本开支放缓，行业加速出清，龙头聚焦上游延伸。行业 CAPEX 领先于 PPI 领先于库存，26 年初行业企业数量近 6 年首次出现收缩趋势，PPI 已呈现边际改善趋势。目前行业龙头公司在建工程高位回落，考虑前期投产产能开工率较低，需要一定时间消化，我们判断行业自 2026 年供需压力有望逐步缓解，真实供需关系好转仍有待需求端改善加速产能去化，价格压力有望缓解、但短期向上空间估计仍有限。此外，目前龙头已规划扩产项目聚焦于向上游延伸，其中玖龙纸业 26-27 年拟投产 250 万吨化学浆产能、太阳/博汇/五洲/仙鹤等亦有明确新增纸浆产能规划，**我们预计未来凭借浆纸自给率提升，龙头竞争优势进一步扩大，格局有望持续优化。**

图 1：造纸库存&PPI&扩张周期判断（%）



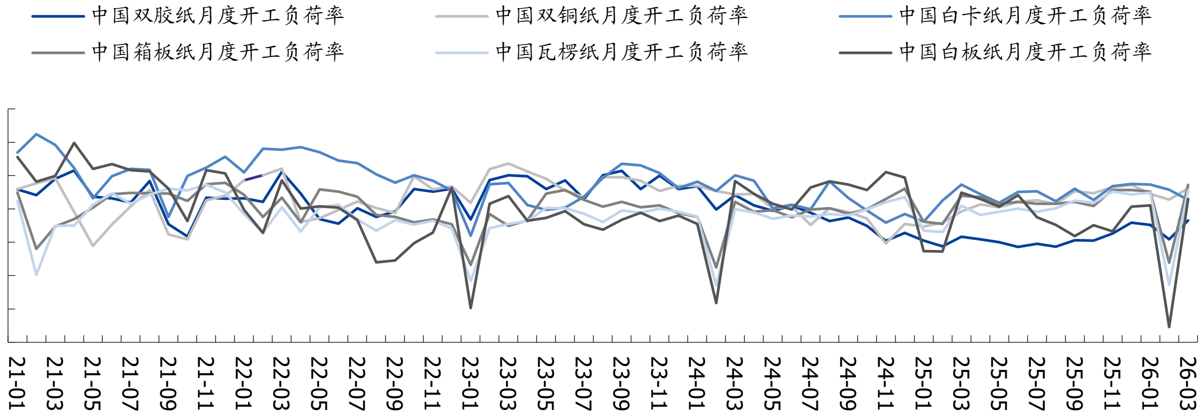
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 2：行业在建工程梳理（亿元）

	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025
中顺洁柔	**0.56**	**1.35**	**0.82**	**1.43**	**1.68**	**2.90**	**3.07**	**0.90**	**1.18**	**0.42**
YOY	149.46%	-51.11%	48.51%	5.75%	103.19%	103.40%	83.15%	-68.99%	-61.59%	-53.78%
太阳纸业	**50.74**	**2.94**	**17.32**	**32.73**	**47.34**	**5.73**	**10.23**	**34.66**	**61.91**	**19.09**
YOY	1.07%	-87.92%	-65.87%	1012.54%	173.35%	-82.50%	-78.40%	505.05%	505.41%	-44.92%
博汇纸业	**4.25**	**9.31**	**15.43**	**30.01**	**37.82**	**20.59**	**24.19**	**14.97**	**18.26**	**21.53**
YOY	303.46%	132.35%	263.17%	222.36%	145.10%	-31.38%	-36.05%	-27.32%	-24.52%	43.84%
岳阳林纸	**3.54**	**2.31**	**2.70**	**3.06**	**3.75**	**6.23**	**11.88**	**23.11**	**2.16**	**2.80**
YOY	-54.40%	-73.51%	-23.93%	32.43%	39.11%	103.66%	216.98%	271.20%	-81.86%	-87.87%
华泰股份	**4.54**	**7.22**	**5.31**	**5.91**	**4.58**	**8.00**	**10.01**	**19.00**	**3.75**	**6.53**
YOY	39.82%	84.57%	16.80%	-18.15%	-13.67%	35.36%	118.59%	137.40%	-62.51%	-65.61%
ST晨鸣	**2.12**	**1.90**	**7.95**	**5.51**	**6.67**	**8.52**	**10.92**	**5.87**	**6.04**	**6.20**
YOY	-63.96%	10.89%	274.13%	190.29%	-16.11%	54.65%	63.83%	-31.16%	-44.69%	5.65%
山鹰国际	**61.95**	**49.65**	**67.05**	**59.92**	**64.78**	**34.01**	**40.84**	**47.66**	**61.56**	**8.09**
YOY	-5.30%	-6.07%	8.24%	20.69%	-3.38%	-43.23%	-36.96%	40.11%	50.73%	-83.01%
仙鹤股份	**2.20**	**3.57**	**5.76**	**11.50**	**20.02**	**42.22**	**65.26**	**43.49**	**28.70**	**15.22**
YOY	-47.91%	29.49%	161.75%	222.37%	247.61%	267.17%	225.96%	3.00%	-56.02%	-65.00%
华旺科技	**0.54**	**0.09**	**0.52**	**2.03**	**0.03**	**0.21**	**0.91**	**0.31**	**0.34**	**0.00**
YOY	-80.47%	-37.51%	-3.69%	2122.34%	-93.95%	-89.47%	2810.83%	46.05%	-62.28%	-99.52%
五洲特纸	**5.89**	**5.08**	**7.19**	**12.81**	**13.60**	**21.59**	**23.72**	**15.99**	**23.74**	**10.97**
YOY	-15.78%	35.19%	22.04%	152.08%	89.23%	68.49%	74.38%	-25.95%	0.06%	-31.39%
冠豪高新	**0.19**	**0.67**	**0.88**	**2.22**	**3.64**	**8.09**	**9.75**	**8.26**	**5.55**	**13.96**
YOY	-13.37%	161.68%	358.60%	229.10%	313.61%	264.48%	167.86%	2.04%	-43.09%	69.06%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 3：各细分纸种开工率（%）



资料来源：卓创资讯、信达证券研发中心

图 4：部分纸企未来纸浆产能规划

	未来浆产能规划
玖龙纸业	26Q4重庆70万吨化学浆、天津50万吨化学浆、27Q2北海80万吨化学浆、27Q3东莞50万吨化学浆
太阳纸业	26Q3山东60万吨化学浆
博汇纸业	规划年产 9.5 万吨化学木浆技改项目扩建至 32 万吨
仙鹤股份	广西60万吨浆、四川40万吨竹浆
五洲特纸	60万吨化学浆

资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

浆纸系：成本高位、纸价&盈利分化。企业盈利胜负手核心在于浆纸一体化布局优化原料&能源&运输成本、规模化生产基地效率提升以及柔性化布局高盈利品种。特种纸盈利趋势好于大宗纸，仙鹤/华旺/五洲等 26Q1 季度盈利均呈现环比改善趋势，且我们对于 26Q2 环比改善趋势乐观，核心变量在于提价落地及产销量爬坡。

1）纸浆：阔叶浆 25 年 7 月跌至底部，此后国内纸企库存降低、补库需求提升（Suzano 称 6 月订单保持正常）、欧洲小厂加速出清、浆厂联合控量（Arauco 两月无供应；Bracell 加速阔叶转产至溶解浆，全年减少 30 万吨阔叶浆供应；Suzano 宣布未来 1 年减产 3.5%），浆价底部持续提涨。26Q1 浆厂延续提价，但下游纸企原材料库存高位、纸价传导不畅，因此外盘报价于 590-620 美金区间波动。展望后市，造纸下游淡季、需求不振，但海外地缘冲突推高生产成本，我们判断浆价 26Q2 环比维持震荡。

2）文化纸：盈利能力磨底，供需延续承压。25Q4、26Q1 双胶纸/铜版纸均价分别环比-4.3%/-8.1%、-0.1%/-1.4%，受制于教辅需求持续走弱，以及社会订单疲软，纸价持续磨底。利润方面，我们判断 25Q4/26Q1 由于高价原材料逐步入库，纸企生产成本走高，压制利润空间释放，其中**太阳纸业**凭借原材料战略布局优势及成本管控能力，逆势表现稳定，25Q4/26Q1 毛利率分别为 15.3%/14.8%（环比分别+1.3/-0.6pct）、归母净利润分别实现 7.51/9.06 亿元（环比分别+4.4%/+20.7%），考虑纸价 Q2 环比预计进一步回落，我们预计 Q2 盈利趋势或呈现一定压力。新增供给未来仍有五洲特纸 15 万吨产能、联盛 120 万产能，我们预计供需压力延续。

3）白卡纸：纸价底部回暖，盈利底部企稳，供需压力仍存。25Q4/26Q1 白卡纸均价分别环比+4.8%/+2.0%，下游需求相对平稳，但成本提升亦压制纸企盈利能力。其中晨鸣纸业 25Q4/26Q1 毛利率分别为-11.7%/-8.6%，伴随各基地复工复产、产能利用率提升，盈利能力有望呈现修复态势；博汇纸业具备完善产业链配套布局、

并持续优化产品结构，25Q4/26Q1 毛利率为 10.91%/9.22%（环比分别+1.7/-1.7pct），实现归母净利润 0.34/0.55 亿元（环比分别+8.2%/+62.8%）。新增供给方面，26 年仍有亚太森博 120 万吨产能有待落地（广西金桂 110 万吨预计 27 年或之后落地），我们预计 2026 年供需压力延续。

4）特种纸：提价落地，盈利扩张。25Q4 起高价原材料逐步入库，纸企成本压力增加，因此 25 年 12 月起特纸公司针对部分品种发布提价函；26 年春节后受益于旺季小阳春，日用消费品类需求稳健，提价品类拓宽、频率加快，包括格拉辛、热转印、热敏、装饰原纸等品种，我们预计本轮提价落地幅度可观，浆纸同涨助力纸企盈利有望在 26H1 呈现逐季扩张态势。此外，龙头自制浆产能逐步放量，竞争优势愈发显著，其中**仙鹤股份** 26Q1 归母净利润为 2.51 亿元（环比+6.9%），我们预计 Q2 伴随广西基地、湖北基地以及常山基地内生浆纸匹配度提升，将呈现量价共振改善趋势；**五洲特纸** 26Q1 归母净利润 0.99 亿元（环比+55.9%），我们预计 Q2 伴随江西基地、湖北基地产能爬坡，将呈现量价共振改善趋势；**华旺科技** 25Q4/26Q1 归母净利润分别为 0.64（环比+26.9%）/0.65 亿元（环比+1.0%），还原减值和汇兑影响，季度盈利达 0.9 亿元左右，公司强化海外业务布局，原材料储备充分，我们预计 Q2 盈利延续环比改善趋势。新增供给方面，细分龙头 24-25 年集中投产，26 年聚焦上游延伸&产能爬坡，我们预计供给压力边际缓和。

5）废纸系：成本高位回落，纸企盈利温和复苏。25Q4 国废前期延续提升趋势、12 月高位回落，25Q4/26Q1 均价分别环比+6.5%/-6.9%。纸企成本压力传导顺畅，25Q4/26Q1 箱板纸均价环比分别+8.6/-6.1%、瓦楞纸环比分别+16.9%/-10.7%，我们判断纸企盈利 25Q4 边际改善、26Q1 保持平稳。其中，**玖龙纸业**受益于纸浆自给率提升、产品结构改善，25H2（对应公司 26 财年上半年）归母净利润达 19.66 亿元（环比+51.6%）、吨盈利环比+35 元/吨，**太阳纸业** 25H2 箱板纸毛利率环比提升 4.3pct。供需方面，2026 年仅有太阳纸业 70 万吨产能有待落地（联盛 120 万吨预计 27 年或之后落地），我们预计表观供需压力延续缓和趋势。

图 5：浆纸价格走势（元/吨）

	内盘针叶浆	内盘阔叶浆	双胶纸	铜版纸	白卡纸	生活用纸	A级国废黄板纸	瓦楞纸	箱板纸
25Q1	6471.21	4774.97	5425.85	5672.88	4307.12	6220.06	1480.31	2820.60	3714.19
25Q2	6064.87	4314.33	5240.37	5554.75	4128.85	5871.86	1456.64	2548.84	3520.06
25Q3	5791.37	4141.81	4943.56	5171.79	3981.78	5596.02	1559.46	2643.90	3501.75
25Q4	5550.38	4364.31	4731.66	4752.30	4171.62	5625.13	1660.75	3090.52	3801.89
26Q1	5337.42	4603.78	4725.64	4684.55	4254.17	5867.07	1546.19	2760.76	3571.54
25Q4环比	-4.2%	5.4%	-4.3%	-8.1%	4.8%	0.5%	6.5%	16.9%	8.6%
2026Q1环比	-3.8%	5.5%	-0.1%	-1.4%	2.0%	4.3%	-6.9%	-10.7%	-6.1%

资料来源：卓创资讯、信达证券研发中心

图 6：部分造纸公司收入、归母净利润梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						营业收入规模及增速					
太阳纸业	21588.65	31996.64	39766.93	39544.34	40726.52	9897.73	9215.41	9822.68	10255.74	39191.56	10082.92
YOY	-5.2%	48.2%	24.3%	-0.6%	3.0%	-2.8%	-10.9%	-6.0%	5.2%	-3.8%	1.9%
晨鸣纸业	30736.52	33019.81	32004.37	26608.57	22729.47	797.16	1309.47	1241.23	2838.69	6186.55	2981.11
YOY	1.1%	7.4%	-3.1%	-16.9%	-14.6%	-88.2%	-81.6%	-79.1%	-2.3%	-72.8%	274.0%
博汇纸业	13982.10	16276.12	18361.78	18693.06	18930.39	4564.18	4999.50	4886.47	4707.49	19157.64	4460.46
YOY	43.6%	16.4%	12.8%	1.8%	1.3%	3.8%	2.8%	3.9%	-5.2%	1.2%	-2.3%
岳阳林纸	7115.86	7838.05	9781.49	8640.73	8134.50	2108.52	2375.73	2084.06	2096.79	8665.10	1954.63
YOY	0.1%	10.1%	24.8%	-11.7%	-5.9%	7.6%	47.2%	31.8%	-29.6%	6.5%	-7.3%
山鹰国际	24969.15	33032.81	34014.12	29333.34	29229.26	6766.07	7076.12	7290.88	7645.10	28778.17	6214.66
YOY	7.4%	32.3%	3.0%	-13.8%	-0.4%	1.5%	-6.7%	-0.8%	0.2%	-1.5%	-8.1%
仙鹤股份	4843.10	6016.97	7738.31	8553.48	10273.58	2991.42	2999.66	3071.58	3280.22	12342.88	3167.32
YOY	6.0%	24.2%	28.6%	10.5%	20.1%	35.4%	25.3%	15.5%	8.9%	20.1%	5.9%
五洲特纸	2634.66	3689.52	5962.08	6519.31	7655.63	1988.77	2132.86	2335.17	2427.60	8884.39	2279.48
YOY	10.9%	40.0%	61.6%	9.3%	17.4%	15.2%	25.1%	14.8%	10.9%	16.1%	14.6%
华旺科技	1611.98	2940.19	3436.40	3975.79	3768.48	848.23	778.54	798.61	776.62	3202.00	726.08
YOY	-2.5%	82.4%	16.9%	15.7%	-5.2%	-10.9%	-21.7%	-11.7%	-15.3%	-15.0%	-14.4%
冠豪高新	2439.75	7397.82	8085.97	7403.37	7588.41	1556.75	1846.57	1830.76	1917.68	7151.76	1723.89
YOY	-6.0%	203.2%	9.3%	-8.4%	2.5%	-7.9%	4.7%	-2.8%	-14.8%	-5.8%	10.7%
恒达新材	671.96	757.74	953.18	868.74	1007.63	242.49	278.24	275.69	354.73	1151.15	257.02
YOY	15.2%	12.8%	25.8%	-8.9%	16.0%	-4.4%	9.4%	15.0%	36.4%	14.2%	6.0%
恒丰纸业	1828.65	2021.57	2455.95	2648.08	2773.51	674.24	679.05	685.61	783.57	2822.47	688.62
YOY	4.1%	10.5%	21.5%	7.8%	4.7%	26.8%	1.6%	-4.6%	-8.4%	1.8%	2.1%
齐峰新材	2810.91	3701.96	3118.64	3660.82	3388.35	837.08	842.81	850.35	825.28	3355.53	804.35
YOY	-13.5%	31.7%	-15.8%	17.4%	-7.4%	-2.9%	-6.6%	8.1%	-1.4%	-1.0%	-3.9%
						归母净利润及增速					
太阳纸业	1953.11	2956.84	2808.77	3085.69	3101.26	886.07	894.02	719.55	750.98	3250.62	906.37
YOY	-10.3%	51.4%	-5.0%	9.9%	0.5%	-7.3%	11.5%	2.7%	16.9%	4.8%	2.3%
晨鸣纸业	1712.03	2065.51	189.29	-1281.29	-7410.78	-1451.63	-2406.32	-2149.86	-2288.12	-8295.93	-512.47
YOY	3.3%	20.6%	-90.8%	-776.9%	-478.4%	-2594.4%	-8043.2%	-191.0%	65.9%	-11.9%	64.7%
博汇纸业	834.07	1705.68	228.07	181.83	175.82	53.37	36.65	31.45	34.02	155.49	55.37
YOY	523.5%	104.5%	-86.6%	-20.3%	-3.3%	-46.9%	20.1%	73.5%	27.7%	-11.6%	3.7%
岳阳林纸	414.31	298.08	615.56	-237.95	166.73	46.92	94.20	20.98	-397.06	-234.97	12.92
YOY	32.3%	-28.1%	106.5%	-138.7%	170.1%	-42.0%	172.8%	145.2%	-251.7%	-240.9%	-72.5%
山鹰国际	1381.10	1515.67	-2256.45	156.23	-450.65	32.81	9.00	-331.46	-845.96	-1135.60	-497.41
YOY	1.4%	9.7%	-248.9%	106.9%	-388.5%	-16.0%	-87.9%	-636.0%	-62.9%	-152.0%	-1615.8%
仙鹤股份	717.16	1016.67	710.29	663.79	1003.83	236.23	238.26	303.52	234.61	1012.62	250.87
YOY	63.0%	41.8%	-30.1%	-6.5%	51.2%	-12.1%	-15.4%	13.9%	25.6%	0.9%	6.2%
五洲特纸	338.56	390.16	205.20	272.86	361.84	64.68	56.99	59.28	63.80	244.75	99.46
YOY	69.9%	15.2%	-47.4%	33.0%	32.6%	-51.7%	-42.2%	-37.3%	83.0%	-32.4%	53.8%
华旺科技	260.00	448.58	467.34	566.09	468.86	80.69	75.01	50.76	64.43	270.89	65.07
YOY	52.2%	72.5%	4.2%	21.1%	-17.2%	-45.1%	-51.7%	-52.3%	6.8%	-42.2%	-19.4%
冠豪高新	178.55	138.71	387.11	-46.24	183.72	0.65	-58.57	-36.40	-209.34	-303.66	180.08
YOY	4.8%	-22.3%	179.1%	-111.9%	497.3%	-98.5%	-238.8%	-146.7%	-284.1%	-265.3%	27725.8%
恒达新材	89.79	103.62	97.45	87.63	68.46	13.23	21.00	20.63	25.45	80.31	25.03
YOY	179.8%	15.4%	-6.0%	-10.1%	-21.9%	-20.7%	-6.7%	48.1%	66.1%	17.3%	89.1%
恒丰纸业	131.74	101.37	128.92	136.16	115.82	28.03	66.91	53.35	49.44	197.72	56.90
YOY	47.3%	-23.1%	27.2%	5.6%	-14.9%	26.6%	96.7%	-1.0%	754.8%	70.7%	103.0%
齐峰新材	159.92	165.24	8.48	236.78	112.32	17.89	45.19	39.29	52.42	154.79	40.11
YOY	20.5%	3.3%	-94.9%	2693.6%	-52.6%	-65.0%	-21.9%	1608.3%	790.2%	37.8%	124.2%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						收入&合同负债规模及增速					
太阳纸业	22878.56	32368.28	40294.63	40125.32	41517.89	10606.20	10049.53	10765.06	10964.25	39900.07	11056.58
YOY	-4.3%	41.5%	24.5%	-0.4%	3.5%	-1.2%	-8.7%	-2.9%	4.0%	-3.9%	4.2%
晨鸣纸业	31787.67	34402.10	33310.40	28052.25	23004.30	1056.46	1498.80	1726.37	3134.99	6482.85	3263.65
YOY	4.6%	8.2%	-3.2%	-15.8%	-18.0%	-87.2%	-82.7%	-75.6%	-1.4%	-71.8%	208.9%
博汇纸业	14332.85	16790.94	18905.70	19241.57	19444.08	5103.98	5458.06	5338.96	5079.16	19529.30	4842.13
YOY	42.9%	17.2%	12.6%	1.8%	1.1%	3.5%	1.3%	2.0%	-7.3%	0.4%	-5.1%
岳阳林纸	7495.56	8262.43	10172.93	8957.91	8407.23	2480.64	2663.10	2399.26	2401.77	8970.08	2324.43
YOY	-0.2%	10.2%	23.1%	-11.9%	-6.1%	8.2%	45.2%	37.5%	-26.2%	6.7%	-6.3%
山鹰国际	25054.77	33102.88	34100.95	29386.53	29329.68	6843.30	7124.13	7354.09	7728.43	28861.50	6377.24
YOY	7.4%	32.1%	3.0%	-13.8%	-0.2%	1.6%	-7.1%	-2.0%	0.0%	-1.6%	-6.8%
仙鹤股份	4891.86	6067.09	7793.35	8669.35	10431.63	3114.32	3149.28	3390.80	3414.21	12476.87	3374.69
YOY	5.6%	24.0%	28.5%	11.2%	20.3%	32.7%	24.1%	18.1%	7.7%	19.6%	8.4%
五洲特纸	2649.21	3710.54	5990.52	6561.05	7704.41	2051.41	2234.26	2478.37	2488.91	8945.70	2392.16
YOY	11.2%	40.1%	61.4%	9.5%	17.4%	15.5%	28.0%	18.2%	11.2%	16.1%	16.6%
华旺科技	1620.07	2949.41	3458.76	3988.85	3789.98	870.95	815.84	815.89	784.95	3210.33	755.77
YOY	-3.9%	82.1%	17.3%	15.3%	-5.0%	-8.7%	-18.5%	-12.8%	-16.4%	-15.3%	-13.2%
冠豪高新	2451.05	7478.29	8305.31	7476.47	7690.60	1599.27	1902.96	1889.35	1994.14	7228.22	1799.82
YOY	-6.3%	205.1%	11.1%	-10.0%	2.9%	-9.2%	2.2%	-3.1%	-15.3%	-6.0%	12.5%
恒达新材	673.00	759.33	956.45	869.93	1009.99	245.89	279.83	283.06	359.95	1156.38	258.47
YOY	15.3%	12.8%	26.0%	-9.0%	16.1%	-3.3%	9.8%	17.6%	37.1%	14.5%	5.1%
恒丰纸业	1845.20	2050.23	2485.64	2660.17	2787.23	691.17	701.10	700.78	798.64	2837.53	711.49
YOY	4.0%	11.1%	21.2%	7.0%	4.8%	25.1%	1.6%	-4.9%	-8.1%	1.8%	2.9%
齐峰新材	2857.80	3750.91	3143.91	3679.97	3461.50	918.41	912.46	915.69	876.38	3406.63	867.47
YOY	-12.9%	31.3%	-16.2%	17.1%	-5.9%	1.1%	-2.3%	11.3%	-3.7%	-1.6%	-5.5%
						扣非归母净利润及增速					
太阳纸业	1923.23	2931.71	2771.07	3026.59	3234.81	883.10	1763.56	2470.94	3191.70	3191.70	886.22
YOY	-8.4%	52.4%	-5.5%	9.2%	6.9%	-7.3%	-2.9%	-4.6%	-1.3%	-1.3%	0.4%
晨鸣纸业	1119.10	1743.88	-361.46	-1942.12	-7202.39	-1461.51	-3645.36	-5810.11	-7669.27	-7669.27	-587.29
YOY	59.3%	55.8%	-120.7%	-437.3%	-270.9%	-545.3%	-1245.8%	-440.5%	-6.5%	-6.5%	59.8%
博汇纸业	821.97	1712.77	221.03	120.65	147.70	51.95	58.07	87.94	119.94	119.94	50.99
YOY	367.6%	108.4%	-87.1%	-45.4%	22.4%	-45.2%	-46.8%	-26.3%	-18.8%	-18.8%	-1.8%
岳阳林纸	376.88	210.03	547.77	9.22	-202.81	34.98	124.47	137.70	-281.36	-281.36	12.07
YOY	49.3%	-44.3%	160.8%	-98.3%	-2299.5%	185.9%	373.6%	388.7%	-38.7%	-38.7%	-65.5%
山鹰国际	1430.46	1200.10	-2406.64	-298.18	-842.56	-44.33	-65.78	-412.40	-1323.76	-1323.76	-530.08
YOY	13.6%	-16.1%	-300.5%	87.6%	-182.6%	-186.4%	39.2%	6.3%	-57.1%	-57.1%	-1095.7%
仙鹤股份	645.74	958.17	556.95	594.86	933.15	223.96	443.14	689.74	914.58	914.58	232.47
YOY	54.2%	48.4%	-41.9%	6.8%	56.9%	-5.5%	-11.2%	-7.1%	-2.0%	-2.0%	3.8%
五洲特纸	313.11	353.26	163.04	251.75	327.14	61.31	114.82	169.36	227.44	227.44	98.67
YOY	78.2%	12.8%	-53.8%	54.4%	29.9%	-53.4%	-48.8%	-46.4%	-30.5%	-30.5%	60.9%
华旺科技	254.86	427.05	453.40	527.91	434.48	77.35	153.15	203.25	261.02	261.02	57.51
YOY	54.2%	67.6%	6.2%	16.4%	-17.7%	-46.7%	-44.2%	-45.7%	-39.9%	-39.9%	-25.7%
冠豪高新	156.50	0.69	375.53	-67.89	51.08	0.13	-59.46	-96.38	-279.84	-279.84	0.33
YOY	5.6%	-99.6%	54453.5%	-118.1%	175.2%	-99.7%	-218.2%	-393.0%	-647.9%	-647.9%	162.2%
恒达新材	87.04	95.16	85.40	77.50	60.16	10.80	28.44	47.46	70.77	70.77	21.88
YOY	198.2%	9.3%	-10.3%	-9.3%	-22.4%	-30.9%	-22.1%	-0.9%	17.6%	17.6%	102.7%
恒丰纸业	118.51	84.48	118.59	116.23	121.11	23.81	85.38	132.25	169.93	169.93	54.20
YOY	38.8%	-28.7%	40.4%	-2.0%	4.2%	22.7%	96.6%	38.3%	40.3%	40.3%	127.7%
齐峰新材	130.09	125.84	-6.36	217.57	95.11	12.54	51.03	83.67	132.42	132.42	34.91
YOY	13.0%	-3.3%	-105.0%	3523.6%	-56.3%	-73.7%	-48.4%	-10.0%	39.2%	39.2%	178.4%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 7：部分造纸公司盈利能力梳理

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛利率											
太阳纸业	**19.44%**	**17.37%**	**15.17%**	**15.89%**	**16.01%**	**15.78%**	**17.26%**	**14.07%**	**15.34%**	**15.59%**	**14.77%**
YOY	-3.11%	-2.07%	-2.21%	0.72%	0.12%	-2.21%	0.11%	0.10%	0.41%	-0.43%	-1.01%
晨鸣纸业	**23.07%**	**23.61%**	**14.47%**	**8.13%**	**2.57%**	**-131.92%**	**-43.45%**	**-37.40%**	**-11.66%**	**-39.05%**	**-8.62%**
YOY	-5.29%	0.54%	-9.15%	-6.34%	-5.56%	-144.29%	-55.56%	-38.21%	28.38%	-41.62%	123.30%
博汇纸业	**17.06%**	**22.93%**	**11.65%**	**10.83%**	**9.59%**	**9.60%**	**8.60%**	**9.25%**	**10.91%**	**9.57%**	**9.22%**
YOY	2.48%	5.87%	-11.28%	-0.82%	-1.25%	-3.69%	-0.70%	-0.53%	4.52%	-0.01%	-0.38%
岳阳林纸	**18.97%**	**15.11%**	**15.41%**	**8.53%**	**13.11%**	**9.22%**	**11.97%**	**9.24%**	**11.32%**	**10.49%**	**7.71%**
YOY	0.06%	-3.86%	0.30%	-6.88%	4.58%	2.17%	3.34%	4.29%	-12.53%	-2.62%	-1.52%
山鹰国际	**16.74%**	**12.19%**	**7.23%**	**9.87%**	**7.35%**	**9.88%**	**9.15%**	**4.88%**	**1.23%**	**6.13%**	**2.46%**
YOY	-2.33%	-4.55%	-4.96%	2.64%	-2.52%	-0.01%	1.33%	-0.85%	-5.00%	-1.22%	-7.42%
仙鹤股份	**20.47%**	**19.98%**	**11.51%**	**11.62%**	**15.46%**	**14.60%**	**12.82%**	**14.59%**	**12.87%**	**13.71%**	**14.84%**
YOY	1.78%	-0.50%	-8.47%	0.11%	3.84%	-3.42%	-4.57%	0.01%	0.04%	-1.76%	0.24%
五洲特纸	**23.13%**	**17.28%**	**8.78%**	**9.59%**	**9.87%**	**8.76%**	**7.67%**	**7.63%**	**7.62%**	**7.89%**	**9.39%**
YOY	3.97%	-5.85%	-8.50%	0.81%	0.28%	-4.20%	-3.57%	-3.05%	2.00%	-1.98%	0.63%
华旺科技	**24.55%**	**21.86%**	**18.47%**	**19.05%**	**15.76%**	**13.67%**	**12.24%**	**11.52%**	**15.59%**	**13.25%**	**17.76%**
YOY	6.31%	-2.69%	-3.38%	0.58%	-3.29%	-6.49%	-4.96%	-2.62%	4.35%	-2.51%	4.09%
冠豪高新	**23.51%**	**18.68%**	**14.22%**	**6.36%**	**9.44%**	**9.15%**	**4.45%**	**6.22%**	**0.67%**	**4.91%**	**6.43%**
YOY	-1.92%	-4.83%	-4.46%	-7.85%	3.08%	-4.88%	-4.88%	-2.44%	-6.06%	-4.53%	-2.72%
恒达新材	**26.48%**	**24.49%**	**18.87%**	**18.35%**	**14.31%**	**13.58%**	**15.41%**	**15.94%**	**15.49%**	**15.18%**	**17.37%**
YOY	5.85%	-1.99%	-5.62%	-0.53%	-4.04%	1.33%	-0.38%	0.59%	1.59%	0.87%	3.79%
恒丰纸业	**30.59%**	**20.50%**	**17.42%**	**17.39%**	**17.82%**	**15.68%**	**18.60%**	**17.74%**	**25.04%**	**19.48%**	**19.52%**
YOY	4.95%	-10.09%	-3.08%	-0.03%	0.43%	-0.35%	3.39%	0.31%	3.74%	1.66%	3.85%
齐峰新材	**14.39%**	**10.87%**	**7.85%**	**13.98%**	**10.25%**	**9.75%**	**13.01%**	**12.51%**	**12.72%**	**12.00%**	**12.69%**
YOY	0.33%	-3.52%	-3.02%	6.12%	-3.73%	-3.76%	-0.43%	6.08%	5.70%	1.75%	2.94%
归母净利率											
太阳纸业	**9.05%**	**9.24%**	**7.06%**	**7.80%**	**7.61%**	**8.95%**	**9.70%**	**7.33%**	**7.32%**	**8.29%**	**8.99%**
YOY	-0.52%	0.19%	-2.18%	0.74%	-0.19%	-0.44%	1.95%	0.62%	0.73%	0.68%	0.04%
晨鸣纸业	**5.57%**	**6.26%**	**0.59%**	**-4.82%**	**-32.60%**	**-182.10%**	**-183.76%**	**-173.20%**	**-80.60%**	**-134.10%**	**-17.19%**
YOY	0.12%	0.69%	-5.66%	-5.41%	-27.79%	-182.96%	-183.35%	-160.77%	150.08%	-101.49%	164.91%
博汇纸业	**5.97%**	**10.48%**	**1.24%**	**0.97%**	**0.93%**	**1.17%**	**0.73%**	**0.64%**	**0.72%**	**0.81%**	**1.24%**
YOY	4.59%	4.51%	-9.24%	-0.27%	-0.04%	-1.12%	0.11%	0.26%	0.19%	-0.12%	0.07%
岳阳林纸	**5.82%**	**3.80%**	**6.29%**	**-2.75%**	**2.05%**	**2.23%**	**3.96%**	**1.01%**	**-18.94%**	**-2.71%**	**0.66%**
YOY	1.41%	-2.02%	2.49%	-9.05%	4.80%	-1.90%	11.99%	3.94%	-27.72%	-4.76%	-1.56%
山鹰国际	**5.53%**	**4.59%**	**-6.63%**	**0.53%**	**-1.54%**	**0.48%**	**0.13%**	**-4.55%**	**-11.07%**	**-3.95%**	**-8.00%**
YOY	-0.33%	-0.94%	-11.22%	7.17%	-2.07%	-0.10%	-0.85%	-3.93%	-4.26%	-2.40%	-8.49%
仙鹤股份	**14.81%**	**16.90%**	**9.18%**	**7.76%**	**9.77%**	**7.90%**	**7.94%**	**9.88%**	**7.15%**	**8.20%**	**7.92%**
YOY	5.18%	2.09%	-7.72%	-1.42%	2.01%	-4.27%	-3.82%	-0.15%	0.95%	-1.57%	0.02%
五洲特纸	**12.85%**	**10.57%**	**3.44%**	**4.19%**	**4.73%**	**3.25%**	**2.67%**	**2.54%**	**2.63%**	**2.75%**	**4.36%**
YOY	4.46%	-2.28%	-7.13%	0.74%	0.54%	-4.50%	-3.11%	-2.11%	1.04%	-1.97%	1.11%
华旺科技	**16.13%**	**15.26%**	**13.60%**	**14.24%**	**12.44%**	**9.51%**	**9.63%**	**6.36%**	**8.30%**	**8.46%**	**8.96%**
YOY	5.80%	-0.87%	-1.66%	0.64%	-1.80%	-5.91%	-5.98%	-5.40%	1.72%	-3.98%	-0.55%
冠豪高新	**7.32%**	**1.88%**	**4.79%**	**-0.62%**	**2.42%**	**0.04%**	**-3.17%**	**-1.99%**	**-10.92%**	**-4.25%**	**10.45%**
YOY	0.75%	-5.44%	2.91%	-5.41%	3.05%	-2.48%	-5.56%	-1.20%	-15.97%	-6.67%	10.40%
恒达新材	**13.36%**	**13.68%**	**10.22%**	**10.09%**	**6.79%**	**5.46%**	**7.55%**	**7.48%**	**7.17%**	**6.98%**	**9.74%**
YOY	7.86%	0.31%	-3.45%	-0.14%	-3.29%	-1.12%	-1.31%	1.67%	1.28%	0.18%	4.28%
恒丰纸业	**7.20%**	**5.01%**	**5.25%**	**5.14%**	**4.18%**	**4.16%**	**9.85%**	**7.78%**	**6.31%**	**7.01%**	**8.26%**
YOY	2.11%	-2.19%	0.23%	-0.11%	-0.97%	-0.01%	4.76%	0.28%	5.63%	2.83%	4.11%
齐峰新材	**5.69%**	**4.46%**	**0.27%**	**6.47%**	**3.31%**	**2.14%**	**5.36%**	**4.62%**	**6.35%**	**4.61%**	**4.99%**
YOY	1.61%	-1.23%	-4.19%	6.20%	-3.15%	-3.80%	-1.05%	4.95%	5.65%	1.30%	2.85%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛销差											
太阳纸业	**18.96%**	**16.95%**	**14.78%**	**15.50%**	**15.58%**	**15.37%**	**16.80%**	**13.57%**	**14.86%**	**15.12%**	**14.33%**
YOY	0.55%	-2.01%	-2.16%	0.72%	0.08%	-2.20%	0.07%	0.04%	0.38%	-0.46%	-1.03%
晨鸣纸业	**22.10%**	**22.73%**	**13.71%**	**7.26%**	**1.51%**	**-134.69%**	**-45.67%**	**-39.29%**	**-12.71%**	**-40.74%**	**-9.64%**
YOY	-2.00%	0.63%	-9.01%	-6.45%	-5.75%	-146.33%	-57.07%	-39.30%	30.57%	-42.25%	125.05%
博汇纸业	**16.80%**	**22.54%**	**10.97%**	**9.87%**	**8.59%**	**8.49%**	**7.50%**	**8.16%**	**9.76%**	**8.46%**	**7.96%**
YOY	6.33%	5.74%	-11.57%	-1.10%	-1.28%	-3.73%	-0.84%	-0.62%	4.32%	-0.13%	-0.54%
岳阳林纸	**14.65%**	**13.58%**	**14.26%**	**7.27%**	**11.72%**	**7.90%**	**10.85%**	**8.17%**	**9.85%**	**9.25%**	**6.49%**
YOY	0.20%	-1.06%	0.68%	-7.00%	4.45%	2.29%	4.15%	4.65%	-12.95%	-2.47%	-1.41%
山鹰国际	**15.37%**	**11.12%**	**6.07%**	**8.57%**	**6.12%**	**8.67%**	**8.02%**	**3.73%**	**0.03%**	**4.96%**	**1.16%**
YOY	0.94%	-4.25%	-5.05%	2.49%	-2.45%	0.05%	1.36%	-0.78%	-4.92%	-1.16%	-7.51%
仙鹤股份	**20.15%**	**19.61%**	**11.17%**	**11.24%**	**15.10%**	**14.32%**	**12.48%**	**14.13%**	**12.51%**	**13.34%**	**14.39%**
YOY	4.67%	-0.54%	-8.44%	0.07%	3.86%	-3.45%	-4.68%	0.02%	0.12%	-1.76%	0.07%
五洲特纸	**18.82%**	**17.06%**	**8.62%**	**9.34%**	**9.66%**	**8.53%**	**7.39%**	**7.33%**	**7.21%**	**7.58%**	**9.07%**
YOY	3.66%	-1.77%	-8.44%	0.72%	0.32%	-4.21%	-3.65%	-3.16%	1.84%	-2.08%	0.54%
华旺科技	**21.96%**	**21.24%**	**17.88%**	**18.44%**	**15.03%**	**12.97%**	**11.28%**	**10.26%**	**13.51%**	**12.02%**	**16.62%**
YOY	6.02%	-0.72%	-3.36%	0.55%	-3.41%	-6.74%	-5.09%	-3.09%	3.16%	-3.01%	3.64%
冠豪高新	**18.58%**	**17.52%**	**13.26%**	**5.27%**	**8.51%**	**8.21%**	**3.47%**	**5.14%**	**-0.64%**	**3.83%**	**5.41%**
YOY	-2.25%	-1.06%	-4.26%	-7.99%	3.24%	-4.82%	-5.08%	-2.61%	-6.37%	-4.69%	-2.80%
恒达新材	**25.82%**	**23.81%**	**18.47%**	**17.95%**	**13.75%**	**12.96%**	**14.82%**	**15.46%**	**14.94%**	**14.62%**	**16.73%**
YOY	8.64%	-2.01%	-5.34%	-0.52%	-4.20%	1.07%	-0.53%	0.87%	1.74%	0.87%	3.78%
恒丰纸业	**23.56%**	**18.80%**	**15.73%**	**15.44%**	**15.73%**	**14.49%**	**16.00%**	**16.53%**	**22.42%**	**17.55%**	**18.06%**
YOY	5.61%	-4.76%	-3.07%	-0.29%	0.29%	0.52%	2.26%	0.48%	4.30%	1.82%	3.57%
齐峰新材	**13.70%**	**10.34%**	**7.32%**	**13.44%**	**9.73%**	**9.20%**	**12.42%**	**12.03%**	**12.14%**	**11.45%**	**11.97%**
YOY	2.13%	-3.36%	-3.02%	6.12%	-3.70%	-3.85%	-0.55%	6.19%	5.64%	1.71%	2.77%
ROE											
太阳纸业	**12.12%**	**15.78%**	**12.17%**	**11.84%**	**10.84%**	**3.05%**	**2.99%**	**2.38%**	**2.48%**	**10.66%**	**2.94%**
YOY	-2.81%	3.66%	-3.62%	-0.32%	-1.01%	-0.55%	0.07%	-0.14%	0.19%	-0.18%	-0.11%
晨鸣纸业	**7.05%**	**10.82%**	**0.99%**	**-7.68%**	**-80.94%**	**-17.22%**	**-36.95%**	**-50.49%**	**-111.60%**	**-917.86%**	**-77.63%**
YOY	0.47%	3.77%	-9.83%	-8.67%	-73.26%	-17.57%	-36.77%	-45.96%	-58.23%	-836.92%	-60.41%
博汇纸业	**13.70%**	**23.47%**	**3.50%**	**2.73%**	**2.59%**	**0.78%**	**0.53%**	**0.44%**	**0.46%**	**2.10%**	**0.74%**
YOY	11.17%	9.77%	-19.97%	-0.77%	-0.14%	-0.71%	0.08%	0.17%	0.07%	-0.49%	-0.04%
岳阳林纸	**4.84%**	**3.41%**	**6.69%**	**-2.74%**	**2.11%**	**0.59%**	**1.18%**	**0.26%**	**-5.09%**	**-3.09%**	**0.17%**
YOY	1.05%	-1.44%	3.29%	-9.43%	4.85%	-0.35%	2.71%	0.82%	-8.31%	-5.19%	-0.42%
山鹰国际	**8.86%**	**9.18%**	**-16.61%**	**1.14%**	**-2.99%**	**0.22%**	**0.06%**	**-2.17%**	**-5.51%**	**-7.41%**	**-3.30%**
YOY	-0.60%	0.32%	-25.78%	17.74%	-4.13%	-0.07%	-0.48%	-1.85%	-1.93%	-4.42%	-3.52%
仙鹤股份	**13.40%**	**15.84%**	**10.32%**	**9.06%**	**12.40%**	**2.88%**	**2.88%**	**3.63%**	**2.72%**	**11.58%**	**2.83%**
YOY	1.91%	2.44%	-5.51%	-1.26%	3.34%	-0.73%	-0.82%	0.19%	0.38%	-0.82%	-0.05%
五洲特纸	**20.06%**	**18.44%**	**9.31%**	**11.27%**	**10.25%**	**1.81%**	**1.60%**	**1.66%**	**1.76%**	**6.71%**	**2.69%**
YOY	0.31%	-1.62%	-9.13%	1.95%	-1.02%	-3.56%	-2.24%	-1.95%	0.64%	-3.54%	0.87%
华旺科技	**11.72%**	**17.61%**	**12.95%**	**14.12%**	**11.83%**	**2.01%**	**1.88%**	**1.31%**	**1.66%**	**6.94%**	**1.65%**
YOY	-4.15%	5.89%	-4.65%	1.16%	-2.29%	-1.58%	-1.93%	-1.39%	0.13%	-4.89%	-0.36%
冠豪高新	**6.36%**	**2.77%**	**7.32%**	**-1.03%**	**3.96%**	**0.01%**	**-1.28%**	**-0.82%**	**-4.82%**	**-7.18%**	**4.17%**
YOY	-0.02%	-3.60%	4.55%	-8.35%	4.99%	-0.93%	-2.22%	-0.49%	-7.31%	-11.13%	4.15%
恒达新材	**21.24%**	**19.69%**	**16.99%**	**6.42%**	**5.02%**	**0.97%**	**1.54%**	**1.51%**	**1.83%**	**5.74%**	**1.78%**
YOY	11.60%	-1.55%	-2.69%	-10.58%	-1.40%	-0.25%	-0.12%	0.47%	0.71%	0.73%	0.81%
恒丰纸业	**5.88%**	**4.40%**	**5.37%**	**5.45%**	**4.50%**	**1.08%**	**2.54%**	**1.99%**	**1.82%**	**7.23%**	**1.96%**
YOY	1.78%	-1.48%	0.97%	0.08%	-0.95%	0.20%	1.19%	-0.13%	1.60%	2.73%	0.87%
齐峰新材	**4.61%**	**4.61%**	**0.24%**	**6.34%**	**2.80%**	**0.44%**	**1.14%**	**1.01%**	**1.34%**	**3.92%**	**1.01%**
YOY	0.80%	0.00%	-4.37%	6.10%	-3.55%	-0.92%	-0.40%	1.08%	1.19%	1.12%	0.57%

资料来源：*iFind*、信达证券研发中心

2. 地产链：总量压力显著，需求结构转型

2.1 家居：软体平稳、定制承压，强化产品&渠道改革

依赖新房市场的定制压力较大，而需求结构逐步转移至二手房更新需求的软体和智能家居业绩保持一定韧性。基于后续市场判断来看，定制企业内生改革压力持续放大，企业亏损状况进一步外延，部分龙头企业已经出现固费摊销不足，若后续进一步规模收缩、将出现现金流压力从而倒逼内生规模收缩（收缩区域、收缩人员、收缩营销等）。

收入端：终端需求疲软、国补节奏波动，收入表现分化。截至 25 年底/26M3 房屋竣工面积分别同比-18%/-25%，商品房销售面积分别同比-9%/-10%；25 年 30 城二手房成交同比增长 2%，26Q1 20 城二手房成交同比+4%。基于下游地产表现，家装市场亦呈现分化走势，此外，受制于国补节奏波动导致 25Q4/26Q1 基数较高，家居公司收入端普遍降速。

分产品来看：更新需求占比较好的软体&五金经营趋势优于定制

1）定制：25Q4/26Q1 欧派、索菲亚、金牌、志邦、我乐、兔宝宝收入同比分别-20.4%/-23.0%、-16.9%/-25.5%、-11.9%/-12.2%、-18.9%/-29.6%、-1.0%/-26.6%、-5.9%/+32.7%。**我乐家居**依托于高端品牌优势，细分赛道发力抢占份额，25Q4 表现平稳；**兔宝宝**加速推进下沉市场且拓宽品类（从单卖板材到为客户提供板材加工、定制服务），26Q1 逆势实现优异表现。

2）软体&五金：25Q4/26Q1 顾家、慕思、喜临门、悍高收入同比分别+7.8%/+2.4%、-15.0%/+5.9%、-4.7%/-2.8%、+29.5%/+12.5%。我们预计**顾家家居**内销 26Q1 小幅下滑、外销仍实现平稳增长，功能沙发等高潜品类表现优异；受益于 26Q1 多款智能新品推出以及基数走弱，Q2 起增长有望提速；**慕思股份**依托强劲品牌优势，以及产品智能化升级（25 年智能产品收入已达 2.55 亿元、同比+128%，26Q1 有望延续高增），收入逆势实现平稳增长；**喜临门**延续发力国内外电商渠道（25 全年线上收入同比+27.2%）并积极推广智能产品（26 年亲民新品牌呼呼新品发布会结束后 4h 销售额突破 1.18 亿），弱化大宗&线下零售压力。**悍高集团**发力产品&渠道，持续抢占市场份额，26Q1 阶段性增速降低主要受经销商采购节奏影响，后续收入增长有望

提速。

3）智能家居： 25Q4/26Q1 好太太/瑞尔特收入同比分别-0.7%/+21.7%，-33.0%/-15.0%。我们预计 26 年国补对行业需求刺激有限，**好太太 26Q1** 逆势实现靓丽增长主要系深化渠道改革+强化品牌势能。

图 8：家居部分公司收入、归母净利润梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
营业收入规模及增速											
顾家家居	12665.99	18341.95	18010.45	19212.03	18479.72	4913.78	4887.27	5211.01	5044.33	20056.39	5032.75
YOY	14.2%	44.8%	-1.8%	6.7%	-3.8%	12.9%	7.2%	6.5%	7.8%	8.5%	2.4%
慕思股份	4452.42	6481.04	5812.68	5578.55	5602.74	1121.25	1356.35	1283.51	1465.86	5226.97	1186.94
YOY	15.3%	45.6%	-10.3%	-4.0%	0.4%	-6.7%	-5.0%	2.8%	-15.0%	-6.7%	5.9%
ST喜临门	5623.29	7771.84	7838.73	8678.35	8729.14	1730.22	2290.29	2175.65	2622.44	8818.60	1682.22
YOY	15.4%	38.2%	0.9%	10.7%	0.6%	-1.8%	4.3%	7.8%	-4.7%	1.0%	-2.8%
悍高集团	853.14	1474.23	1620.29	2221.91	2856.77	626.12	823.71	1046.98	1097.83	3594.65	704.63
YOY	6.3%	72.8%	9.9%	37.1%	28.6%	26.8%	19.2%	27.0%	29.5%	25.8%	12.5%
好太太	1160.01	1425.45	1382.02	1688.33	1556.94	258.86	417.99	382.30	484.39	1543.55	314.99
YOY	-8.0%	22.9%	-3.0%	22.2%	-7.8%	-11.4%	-0.6%	7.3%	-0.7%	-0.9%	21.7%
瑞尔特	1284.20	1868.29	1959.59	2184.42	2358.32	412.20	507.59	443.58	434.16	1797.52	350.51
YOY	15.8%	45.5%	4.9%	11.5%	8.0%	-21.2%	-18.0%	-21.8%	-33.0%	-23.8%	-15.0%
欧派家居	14739.69	20441.60	22479.50	22782.09	18924.73	3447.33	4793.55	4972.98	4018.23	17232.09	2653.31
YOY	8.9%	38.7%	10.0%	1.3%	-16.9%	-4.8%	-3.4%	-6.1%	-20.4%	-8.9%	-23.0%
索菲亚	8352.83	10407.09	11222.54	11665.65	10494.35	2038.10	2512.71	2456.74	2359.40	9366.95	1519.23
YOY	8.7%	24.6%	7.8%	3.9%	-10.0%	-3.5%	-10.8%	-9.9%	-16.9%	-10.7%	-25.5%
金牌家居	2639.84	3447.77	3553.35	3645.48	3474.72	587.14	881.81	898.63	933.13	3300.71	515.74
YOY	24.2%	30.6%	3.1%	2.6%	-4.7%	-8.4%	0.3%	0.3%	-11.9%	-5.0%	-12.2%
志邦家居	3840.44	5152.80	5388.78	6116.47	5257.85	817.58	1081.83	1174.38	1283.03	4356.83	575.33
YOY	29.7%	34.2%	4.6%	13.5%	-14.0%	-0.3%	-22.3%	-19.7%	-18.9%	-17.1%	-29.6%
我乐家居	1584.19	1725.44	1666.28	1711.32	1432.47	317.74	351.44	385.91	395.80	1450.89	233.10
YOY	18.9%	8.9%	-3.4%	2.7%	-16.3%	12.8%	-6.5%	2.8%	-1.0%	1.3%	-26.6%
兔宝宝	6465.76	9425.93	8917.39	9062.86	9188.84	1270.72	2363.35	2684.43	2564.02	8882.52	1685.99
YOY	39.6%	45.8%	-5.4%	1.6%	1.4%	-14.3%	-2.5%	5.0%	-5.9%	-3.3%	32.7%
归母净利润及增速											
顾家家居	845.47	1664.45	1812.05	2005.96	1416.54	519.06	501.50	517.97	251.51	1790.04	496.25
YOY	-27.2%	96.9%	8.9%	10.7%	-29.4%	23.5%	5.4%	12.0%	334.4%	26.4%	-4.4%
慕思股份	536.34	686.44	708.92	802.27	767.33	118.05	239.69	109.18	68.61	535.53	88.38
YOY	61.1%	28.0%	3.3%	13.2%	-4.4%	-16.4%	3.3%	-26.8%	-72.0%	-30.2%	-25.1%
ST喜临门	313.40	558.75	237.55	428.87	322.36	71.10	195.39	132.82	-157.90	241.41	-35.87
YOY	-17.6%	78.3%	-57.5%	80.5%	-24.8%	-4.0%	22.4%	-6.1%	-199.2%	-25.1%	-150.5%
悍高集团	55.04	164.45	205.66	332.70	531.37	115.59	149.85	218.03	220.04	703.51	128.53
YOY	6.5%	198.8%	25.1%	61.8%	59.7%	40.3%	30.7%	42.4%	21.4%	32.4%	11.2%
好太太	265.75	300.22	218.59	327.26	248.49	33.48	52.69	57.05	60.00	203.22	40.63
YOY	-4.9%	13.0%	-27.2%	49.7%	-24.1%	-39.7%	-40.1%	21.7%	3.4%	-18.2%	21.4%
瑞尔特	114.63	139.36	210.94	218.58	181.05	21.48	30.18	9.91	-43.27	18.31	0.89
YOY	-36.9%	21.6%	51.4%	3.6%	-17.2%	-63.3%	-6.9%	-72.0%	-179.1%	-89.9%	-95.9%
欧派家居	2062.63	2665.59	2688.43	3035.67	2599.13	307.93	710.27	814.29	164.27	1996.76	154.79
YOY	12.1%	29.2%	0.9%	12.9%	-14.4%	41.3%	-8.0%	-21.8%	-71.1%	-23.2%	-49.7%
索菲亚	1192.25	122.58	1064.30	1261.28	1370.94	12.10	307.28	362.15	219.76	901.28	-38.43
YOY	10.7%	-89.7%	768.3%	18.5%	8.7%	-92.7%	-23.0%	1.4%	-51.1%	-34.3%	-417.6%
金牌家居	292.65	337.98	277.03	292.03	199.29	34.90	28.76	1.06	-42.83	21.88	-14.17
YOY	20.7%	15.5%	-18.0%	5.4%	-31.8%	-4.2%	-13.0%	-97.9%	-153.7%	-89.0%	-140.6%
志邦家居	395.44	505.52	536.72	595.07	385.42	42.08	95.96	35.12	31.55	204.71	-94.34
YOY	20.0%	27.8%	6.2%	10.9%	-35.2%	-10.9%	-5.5%	-70.1%	-73.5%	-46.9%	-324.2%
我乐家居	219.55	-161.89	140.52	156.74	121.47	40.15	52.16	45.37	36.69	174.37	9.01
YOY	42.6%	-173.7%	186.8%	11.5%	-22.5%	111.4%	97.3%	29.2%	-10.3%	43.6%	-77.6%
兔宝宝	402.71	711.61	445.39	689.42	585.25	101.14	166.70	361.44	73.00	702.29	148.03
YOY	2.1%	76.7%	-37.4%	54.8%	-15.1%	14.2%	7.1%	51.7%	-29.0%	20.0%	46.4%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
收入&合同负债规模及增速											
顾家家居	14700.00	20739.40	19541.66	20815.54	20531.11	6416.97	6427.71	6612.12	6704.27	21716.33	6304.00
YOY	16.8%	41.1%	-5.8%	6.5%	-1.4%	14.1%	10.2%	7.8%	-0.4%	5.8%	-1.8%
慕思股份	4741.01	6733.00	5930.13	5767.39	5824.68	1350.30	1519.19	1481.89	1667.01	5428.12	1406.71
YOY	15.8%	42.0%	-11.9%	-2.7%	1.0%	-0.4%	-5.1%	4.6%	-14.4%	-6.8%	4.2%
ST喜临门	5832.42	7972.22	8207.47	8924.70	8945.13	1883.45	2465.35	2328.39	2773.10	8969.26	1832.59
YOY	16.4%	36.7%	3.0%	8.7%	0.2%	-3.7%	4.0%	7.4%	-6.6%	0.3%	-2.7%
悍高集团	877.93	1505.67	1646.68	2258.31	2891.01	658.98	863.32	1088.44	1139.69	3636.51	751.85
YOY	7.2%	71.5%	9.4%	37.1%	28.0%	33.4%	19.2%	32.0%	29.3%	25.8%	14.1%
好太太	1192.24	1500.62	1422.95	1710.17	1577.77	281.22	437.55	400.10	507.68	1566.83	331.57
YOY	-8.2%	25.9%	-5.2%	20.2%	-7.7%	-11.4%	1.0%	8.0%	-0.2%	-0.7%	17.9%
瑞尔特	1307.65	1896.38	1995.80	2282.06	2422.11	472.30	590.31	510.05	488.97	1852.33	413.87
YOY	13.4%	45.0%	5.2%	14.3%	6.1%	-25.2%	-16.2%	-19.8%	-31.4%	-23.5%	-12.4%
欧派家居	15664.34	21644.60	23261.79	23781.08	20888.74	6343.96	7005.33	6640.60	4793.11	18006.98	3506.86
YOY	6.6%	38.2%	7.5%	2.2%	-12.2%	35.0%	12.6%	3.9%	-31.6%	-13.8%	-44.7%
索菲亚	9146.03	11391.72	11924.27	12971.73	12776.56	3534.26	3817.55	3143.18	2985.63	9993.18	2008.03
YOY	11.1%	24.6%	4.7%	8.8%	-1.5%	18.7%	3.3%	-12.0%	-41.7%	-21.8%	-43.2%
金牌家居	2985.76	3863.14	3880.32	4086.06	4125.66	1140.09	1585.05	1299.26	1287.23	3654.80	793.91
YOY	23.0%	29.4%	0.4%	5.3%	1.0%	21.7%	26.0%	12.6%	-24.7%	-11.4%	-30.4%
志邦家居	4306.03	5684.77	5824.53	6590.34	5711.82	1084.72	1307.27	1412.09	1589.72	4663.52	852.64
YOY	29.2%	32.0%	2.5%	13.1%	-13.3%	1.9%	-20.6%	-18.8%	-21.9%	-18.4%	-21.4%
我乐家居	1710.63	1949.61	1843.39	1910.64	1807.83	552.84	544.29	573.69	563.01	1618.09	372.10
YOY	10.0%	14.0%	-5.4%	3.6%	-5.4%	27.3%	3.3%	4.2%	-27.4%	-10.5%	-32.7%
兔宝宝	6710.04	9648.74	9077.95	9286.06	9405.38	1442.11	2643.48	2956.98	2774.90	9093.40	1948.40
YOY	41.9%	43.8%	-5.9%	2.3%	1.3%	-14.8%	-3.3%	4.3%	-5.7%	-3.3%	35.1%
扣非归母净利润及增速											
顾家家居	590.66	1426.77	1544.07	1780.99	1301.50	458.72	900.10	1388.68	1628.51	1628.51	409.91
YOY	-30.4%	141.6%	8.2%	15.3%	-26.9%	22.2%	15.3%	13.9%	25.1%	25.1%	-10.6%
慕思股份	575.96	677.23	650.20	783.45	723.33	118.78	285.27	366.26	397.43	397.43	74.62
YOY	35.4%	17.6%	-4.0%	20.5%	-7.7%	-10.9%	-21.0%	-25.3%	-45.1%	-45.1%	-37.2%
ST喜临门	313.39	495.73	204.50	376.64	292.53	59.95	259.56	393.52	231.35	231.35	-38.46
YOY	18.4%	58.2%	-58.7%	84.2%	-22.3%	-19.3%	16.4%	7.6%	-20.9%	-20.9%	-164.1%
悍高集团	57.26	163.68	198.69	329.11	520.35	114.35	261.09	477.75	694.16	694.16	121.08
YOY	-17.9%	185.9%	21.4%	65.6%	58.1%	46.3%	37.9%	#DIV/0!	33.4%	33.4%	5.9%
好太太	227.85	278.90	220.97	323.01	244.00	31.65	82.04	139.18	196.87	196.87	38.22
YOY	-7.2%	22.4%	-20.8%	46.2%	-24.5%	-42.9%	-42.5%	-26.6%	-19.3%	-19.3%	20.8%
瑞尔特	83.61	114.33	192.64	200.09	159.93	17.66	40.24	45.21	10.40	10.40	-1.33
YOY	-48.4%	36.8%	68.5%	3.9%	-20.1%	-67.0%	-49.9%	-59.9%	-93.5%	-93.5%	-107.5%
欧派家居	1935.19	2510.35	2592.34	2745.66	2315.95	265.91	942.58	1711.81	1730.29	1730.29	108.50
YOY	15.1%	29.7%	3.3%	5.9%	-15.7%	86.2%	21.4%	-2.9%	-25.3%	-25.3%	-59.2%
索菲亚	1049.61	31.67	937.24	1134.62	1093.00	150.86	428.53	720.42	944.15	944.15	6.86
YOY	8.1%	-97.0%	2859.0%	21.1%	-3.7%	-3.2%	-19.3%	-17.6%	-13.6%	-13.6%	-95.5%
金牌家居	237.34	262.94	191.33	233.77	140.74	14.21	34.14	29.80	-21.06	-21.06	-29.79
YOY	20.0%	10.8%	-27.2%	22.2%	-39.8%	0.8%	-13.0%	-63.4%	-115.0%	-115.0%	-309.6%
志邦家居	358.75	460.10	497.58	548.14	339.51	35.74	87.12	118.81	140.19	140.19	-99.96
YOY	25.8%	28.3%	8.1%	10.2%	-38.1%	-8.3%	-30.7%	-48.9%	-58.7%	-58.7%	-379.7%
我乐家居	197.74	-193.71	98.18	129.64	86.84	39.04	75.89	120.39	150.47	150.47	7.89
YOY	49.0%	-198.0%	150.7%	32.0%	-33.0%	1846.2%	201.7%	109.7%	73.3%	73.3%	-79.8%
兔宝宝	416.39	581.50	346.26	583.43	490.00	86.71	237.82	332.73	400.82	400.82	90.34
YOY	46.3%	39.7%	-40.5%	68.5%	-16.0%	7.9%	1.4%	-22.0%	-18.2%	-18.2%	4.2%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

分渠道来看：零售深化改革，大宗占比下降，海外贡献增量

1）零售： 25 年欧派/索菲亚/志邦/金牌零售收入分别-9.3%/-12.5%/-12.3%/+4.4%，26Q1 欧派/志邦/金牌分别-25.6%/-33.7%/-16.0%。**欧派**持续助力零售经销商转型大家居（25 年大家居引流客户数&成交客户数同比分别+21.5%/+111%），并主动布局旧改、社区店、中介合作等创新模式，25 年/26Q1 单店收入同比-3.5%/-9.6%；**索菲亚**多品牌协同发展、推行城市共创合伙人等新模式，受行业影响自然流量下滑、25 年同店收入-11.1%，但主品牌客单价 25Q4 已环比改善。金牌/志邦加速渠道整合、25 年调整门店统计口径，其中**志邦持续深化"整家一体化"战略，我们预计整装收入表现靓丽；金牌**全力构建四级店态立体化协作渠道网络，抓取碎片流量，零售表现优于同行。软体龙头亦推进零售转型，其中**顾家家居** 25 年单店收入同比+6.6%，**慕思&喜临门**强化智能化产品布局，同时加速线上业务拓展。

2）大宗： 25 年欧派/索菲亚/志邦/金牌大宗收入分别-14.0%/-6.3%/-37.6%/-18.6%，26Q1 欧派/志邦/金牌分别-23.5%/-52.5%/-15.8%。家居龙头提高风险把控，客户结构持续改善，逐步形成国央企为主的客户结构，同时开拓酒店、学校、医院等增量业务，我们预计后续大宗业务或延续承压、但下滑幅度有望逐步收敛。

3）海外： 25 年家居龙头加速出海，**顾家/慕思/喜临门**收入同比+11%/+67%/+1%，慕思增速靓丽主要系基数较小，软体龙头均已布局跨境电商，且逐步探索海外品牌门店布局，未来受益于海外品牌力提升，叠加产品&区域持续丰富，外销收入有望保持靓丽增长；**欧派/索菲亚/金牌/志邦** 25 年外销增速同比+10%/+13%/-11%/+78%，其中**志邦**国际零售+海外工程渠道齐头并进、未来有望维持高增（26Q1 同比+42%）。

图 9：定制公司分渠道收入表现（亿元）

	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
零售渠道															
欧派家居	**115.8**	**162.7**	**182.9**	**184.0**	**27.7**	**39.6**	**41.9**	**39.5**	**148.8**	**27.5**	**37.3**	**40.0**	**30.1**	**135.0**	**20.5**
YOY	6.2%	40.4%	12.4%	0.6%	-2.7%	-23.8%	-20.6%	-22.2%	-19.2%	-0.7%	-5.7%	-4.6%	-23.8%	-9.3%	-25.6%
索菲亚	**68.1**	**87.0**	**95.0**	**99.4**	**40.7**		**48.1**		**88.8**	**37.4**		**40.3**		**77.7**	**-**
YOY	1.5%	27.8%	9.2%	4.6%	2.3%		-19.3%		-10.7%	-8.1%		-16.2%		-12.5%	-
志邦家居	**24.6**	**31.5**	**33.0**	**35.9**	**5.5**	**7.9**	**8.2**	**8.4**	**30.0**	**6.4**	**6.5**	**7.1**	**6.3**	**26.3**	**4.2**
YOY	17.2%	28.0%	4.6%	9.0%	0.6%	-17.1%	-16.0%	-25.1%	-16.6%	15.4%	-17.4%	-13.3%	-24.9%	-12.3%	-33.7%
金牌家居	**16.0**	**20.7**	**19.6**	**19.8**	**2.9**	**4.0**	**4.6**	**6.1**	**17.7**	**3.1**	**5.1**	**5.4**	**4.9**	**18.44**	**2.6**
YOY	4.2%	29.4%	-5.3%	0.9%	-7.9%	-19.5%	-19.8%	4.8%	-10.7%	5.5%	28.5%	15.7%	-20.5%	4.4%	-16.0%
大宗渠道															
欧派家居	**26.8**	**36.7**	**34.9**	**35.9**	**7.0**	**8.0**	**8.5**	**7.0**	**30.5**	**5.0**	**8.3**	**7.4**	**5.5**	**26.2**	**3.8**
YOY	24.1%	36.9%	-4.8%	2.6%	18.8%	-10.6%	-29.2%	-23.2%	-15.1%	-28.6%	3.7%	-13.3%	-20.6%	-14.0%	-23.5%
索菲亚	**15.1**	**16.0**	**15.3**	**14.5**	**7.3**		**5.9**		**13.2**	**6.5**		**5.9**		**12.4**	**-**
YOY	60.7%	6.2%	-4.9%	-4.9%	14.7%		-27.5%		-8.9%	-11.9%		0.7%		-6.3%	-
志邦家居	**11.7**	**16.5**	**16.6**	**20.1**	**1.5**	**4.6**	**5.0**	**5.8**	**16.8**	**0.6**	**2.6**	**3.1**	**4.2**	**10.5**	**0.3**
YOY	83.7%	40.6%	0.4%	21.2%	9.7%	7.8%	-7.4%	-36.3%	-16.2%	-55.8%	-43.4%	-37.4%	-27.9%	-37.6%	-52.5%
金牌家居	**8.9**	**11.4**	**12.8**	**12.8**	**2.3**	**3.7**	**3.1**	**3.3**	**12.4**	**1.9**	**2.5**	**2.6**	**3.2**	**10.11**	**1.6**
YOY	76.8%	28.2%	11.8%	-0.3%	24.7%	9.7%	-11.3%	-17.9%	-2.6%	-20.2%	-31.2%	-17.7%	-4.3%	-18.6%	-15.8%

资料来源：各公司公告，iFind、信达证券研发中心

图 10：定制公司单店收入（百万元）

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
欧派家居	零售收入（百万元）	8298	9553	10903	11583	16267	18288	18403	14875	13496	2046
	门店数	5908	6708	7062	7112	7475	8676	8716	7813	7345	7006
	单店收入（万元）	140.5	142.4	154.4	162.9	217.6	210.8	211.1	190.4	183.7	29.2
	YOY		1.4%	8.4%	5.5%	33.6%	-	0.2%	-9.8%	-3.5%	-9.6%
索菲亚	零售收入（百万元）	5843	6686	6710	6812	8703	9502	9942	8882	7773.2	-
	门店数	3035	3558	3736	5040	4863	4100	3767	3502	3447	-
	单店收入（万元）	192.52	187.91	179.60	135.15	178.96	231.75	263.93	253.62	225.50	-
	YOY		-2.4%	-4.4%	-24.7%	32.4%	29.5%	13.9%	-3.9%	-11.1%	-
志邦家居	零售收入（百万元）	1644	1861	2131	2462	3152	3296	3595	2999	2627	424
	门店数	1759	2363	2827	3232	3742	4231	4583	4094	3105	3204
	单店收入（万元）	93.48	78.76	75.40	76.17	84.23	77.91	78.43	73.3	84.6	13.2
	YOY		-15.7%	-4.3%	1.0%	10.6%	-7.5%	0.7%	-6.6%	-	-
金牌家居	零售收入（百万元）	1242	1421	1535	1600	2070	1960	1977	1766	1844	257
	门店数	1250	1759	2144	2493	3130	3729	3909	3886	3620	3605
	单店收入（万元）	99.36	80.78	71.58	64.18	66.15	52.57	50.58	45.46	50.94	7.13
	YOY		-18.7%	-11.4%	-10.3%	3.1%	-20.5%	-3.8%	-10.1%	-	-

资料来源：各公司公告，iFind、信达证券研发中心（志邦、金牌门店统计口径变化，25/26Q1 无同比数据；欧派 22 年改变门店披露口径，22 年无同比数据）

图 11：软体公司单店收入（百万元）

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
顾家家居	内销收入（百万元）	4036	5210	6097	7649	10712	10304	10935	9361	9940
	门店数	4935	6076	6486	6691	6456	6743	6946	5984	5959
	单店收入（万元）	81.8	85.7	94.0	114.3	165.9	152.8	157.4	156.4	166.8
	YOY		4.8%	9.6%	21.6%	45.1%	-7.9%	3.0%	-0.6%	6.6%
喜临门	线下经销（百万元）	1349	1904	2329	2412	3956	3613	3686	3212	2930
	门店数	1517	2020	2168	3643	4495	5273	5653	5518	5137
	单店收入（万元）	88.93	94.25	107.41	66.21	88.01	68.52	65.20	58.20	57.03
	YOY		6.0%	14.0%	-38.4%	32.9%	-22.1%	-4.9%	-10.7%	-2.0%
慕思股份	线下经销（百万元）	-	-	-	-	4397	3891	4164	4153	3816
	门店数	-	-	-	-	4900	5600	5700	5400	5200
	单店收入（万元）	-	-	-	-	89.73	69.47	73.05	76.91	73.39
	YOY	-	-	-	-	-	-22.6%	5.1%	5.3%	-4.6%

资料来源：各公司公告，iFind、信达证券研发中心

图 12：家居部分公司内外销收入&增速梳理（亿元）

	2025				
	总收入	内销	外销	内销YOY	外销YOY
顾家家居	200.6	107.3	93.3	6%	11%
慕思股份	52.3	49.7	2.6	-9%	67%
ST喜临门	88.2	66.6	21.6	1%	1%
悍高集团	35.9	32.3	3.7	29%	4%
瑞尔特	18.0	11.3	6.6	-33%	-1%
欧派家居	172.3	167.6	4.7	-9%	10%
索菲亚	93.7	92.8	0.9	-11%	13%
金牌家居	33.0	30.0	3.0	-4%	-11%
志邦家居	43.6	39.9	3.6	-21%	78%
兔宝宝	88.8	84.5	4.3	-5%	40%
	2026Q1				
	总收入	内销	外销	内销YOY	外销YOY
金牌家居	5.0	4.2	0.8	-16%	5%
志邦家居	5.8	5.1	0.6	-34%	42%

资料来源：公司公告，iFind、信达证券研发中心

利润端：盈利回暖可期。顾家/慕思/喜临门/悍高 26Q1 归母净利率同比分别-0.7/-3.1/-6.2/-0.2pct，盈利能力下滑主要系渠道结构转变&费用投放增加，其中顾家家居 26Q1 剔除汇兑影响后归母净利率为 11.1%（同比+0.5pct）；此外，顾家/慕思/悍高 26Q1 举办经销商大会或确认代言人、销售费用率同比+2.0/+5.5/+1.3pct，实际毛利率均同比平稳或改善。**欧派/索菲亚/金牌/志邦/我乐** 26Q1 盈利显著承压，我们预计主要系收入规模下滑，固定生产成本&营运费用摊销不足，伴随后续季度收入回暖，盈利能力有望改善。

图 13：家居部分公司盈利能力梳理

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛利率											
顾家家居	35.21%	28.87%	30.83%	32.83%	32.72%	32.39%	33.40%	31.42%	33.90%	32.76%	33.59%
YOY	0.35%	-6.34%	1.97%	2.00%	-0.11%	-0.69%	0.42%	1.62%	-1.30%	0.04%	1.20%
慕思股份	49.28%	44.98%	46.47%	50.29%	50.08%	51.84%	51.95%	53.18%	48.79%	51.34%	51.28%
YOY	-4.21%	-4.30%	1.50%	3.82%	-0.21%	1.69%	-0.24%	3.33%	0.33%	1.26%	-0.56%
ST喜临门	33.76%	32.00%	32.40%	34.37%	33.67%	33.44%	38.42%	35.58%	35.22%	35.79%	28.34%
YOY	-0.99%	-1.76%	0.40%	1.96%	-0.70%	-0.02%	2.60%	-0.91%	5.20%	2.12%	-5.10%
悍高集团	28.14%	31.08%	31.67%	34.43%	35.84%	35.15%	38.97%	38.39%	35.91%	37.20%	36.23%
YOY	-3.84%	2.93%	0.60%	2.76%	1.41%	0.37%	4.26%	1.80%	-0.72%	1.37%	1.08%
好太太	48.41%	45.09%	46.37%	51.35%	47.98%	47.92%	45.30%	51.20%	50.32%	48.78%	43.63%
YOY	-1.10%	-3.32%	1.27%	4.99%	-3.37%	-4.02%	-10.85%	1.87%	12.74%	0.80%	-4.30%
瑞尔特	24.16%	22.59%	24.81%	28.77%	27.35%	24.69%	26.97%	26.31%	18.31%	24.19%	24.86%
YOY	-6.23%	-1.58%	2.22%	3.96%	-1.42%	-5.54%	-1.05%	-1.04%	-6.06%	-3.15%	0.16%
欧派家居	35.01%	31.62%	31.61%	34.16%	35.91%	34.29%	37.64%	38.77%	33.08%	36.24%	35.07%
YOY	-0.82%	-3.39%	-0.01%	2.55%	1.76%	4.31%	3.18%	-1.59%	-3.85%	0.32%	0.78%
索菲亚	36.56%	33.21%	32.99%	36.15%	35.43%	32.61%	35.82%	36.83%	37.05%	35.70%	29.85%
YOY	-0.77%	-3.35%	-0.22%	3.16%	-0.72%	-0.01%	-2.29%	0.97%	2.60%	0.26%	-2.77%
金牌家居	32.73%	30.48%	29.46%	29.58%	28.68%	29.96%	26.46%	24.38%	24.33%	25.91%	25.98%
YOY	-3.12%	-2.24%	-1.02%	0.12%	-0.91%	1.95%	0.72%	-3.95%	-7.48%	-2.76%	-3.98%
志邦家居	38.07%	36.24%	37.69%	37.07%	36.27%	32.16%	38.84%	31.46%	30.76%	33.22%	25.86%
YOY	-0.46%	-1.83%	1.44%	-0.62%	-0.80%	-5.06%	2.47%	-5.58%	-4.21%	-3.05%	-6.30%
我乐家居	42.44%	41.32%	44.59%	46.26%	46.32%	45.94%	47.21%	46.52%	45.56%	46.30%	44.16%
YOY	-1.39%	-1.12%	3.27%	1.67%	0.06%	1.88%	-0.28%	-1.20%	0.06%	-0.02%	-1.78%
兔宝宝	18.97%	17.70%	18.18%	18.42%	18.10%	20.86%	16.87%	16.70%	17.38%	17.54%	16.18%
YOY	1.82%	-1.27%	0.47%	0.24%	-0.32%	2.99%	-0.35%	-0.37%	-2.57%	-0.56%	-4.68%
销售费用率											
顾家家居	19.69%	14.74%	16.39%	17.52%	17.82%	15.21%	18.03%	13.82%	21.58%	17.14%	17.22%
YOY	1.00%	-4.95%	1.65%	1.13%	0.30%	-2.20%	1.38%	-0.17%	-1.78%	-0.68%	2.02%
慕思股份	24.82%	24.63%	25.06%	25.20%	25.05%	25.56%	27.92%	32.22%	35.88%	30.70%	31.08%
YOY	-6.50%	-0.19%	0.43%	0.14%	-0.15%	-0.99%	3.87%	7.00%	11.18%	5.66%	5.52%
ST喜临门	16.13%	15.36%	19.52%	20.27%	21.43%	20.24%	21.11%	21.89%	24.73%	22.21%	19.63%
YOY	-0.54%	-0.77%	4.16%	0.74%	1.16%	1.08%	1.46%	0.21%	0.62%	0.78%	-0.61%
悍高集团	10.73%	8.84%	9.28%	9.32%	7.53%	7.42%	7.98%	6.70%	7.13%	7.25%	8.75%
YOY	-1.19%	-1.89%	0.44%	0.04%	-1.79%	-1.40%	-0.14%	-0.30%	0.30%	-0.28%	1.33%
好太太	15.64%	14.26%	18.67%	20.33%	21.83%	23.30%	22.37%	24.78%	27.71%	24.80%	24.18%
YOY	-1.30%	-1.39%	4.41%	1.66%	1.50%	1.36%	-1.82%	-2.23%	11.77%	2.97%	0.87%
瑞尔特	4.01%	5.06%	6.29%	10.12%	11.88%	10.95%	12.02%	13.06%	16.93%	13.22%	10.86%
YOY	-0.92%	1.06%	1.23%	3.83%	1.76%	-0.70%	-2.86%	1.13%	7.77%	1.33%	-0.10%
欧派家居	7.78%	6.78%	7.47%	8.70%	10.01%	11.70%	9.05%	8.64%	11.72%	10.08%	13.87%
YOY	-1.90%	-1.00%	0.69%	1.23%	1.31%	0.11%	-2.20%	0.50%	2.12%	0.08%	2.18%
索菲亚	9.17%	9.70%	9.94%	9.66%	9.64%	9.73%	8.90%	9.37%	11.41%	9.84%	13.87%
YOY	-0.78%	0.52%	0.24%	-0.28%	-0.02%	-0.42%	-1.02%	0.51%	1.69%	0.20%	4.14%
金牌家居	11.78%	11.76%	12.14%	12.03%	11.97%	13.72%	11.64%	12.13%	13.23%	12.59%	17.37%
YOY	-4.13%	-0.02%	0.38%	-0.11%	-0.06%	0.42%	1.02%	0.95%	0.26%	0.62%	3.65%
志邦家居	14.93%	14.66%	15.43%	14.55%	16.24%	17.07%	18.03%	17.00%	12.61%	15.98%	22.75%
YOY	-0.68%	-0.27%	0.77%	-0.89%	1.69%	-1.72%	2.31%	-1.22%	-0.93%	-0.26%	5.67%
我乐家居	18.07%	22.29%	23.17%	21.74%	24.76%	20.48%	22.63%	19.54%	19.52%	20.49%	23.77%
YOY	-4.15%	4.23%	0.88%	-1.43%	3.02%	-7.86%	-2.34%	-5.15%	-2.60%	-4.28%	3.29%
兔宝宝	3.77%	3.42%	3.68%	3.26%	3.44%	5.07%	3.51%	3.29%	3.66%	3.71%	4.25%
YOY	-0.30%	-0.35%	0.25%	-0.41%	0.17%	0.75%	-0.09%	-0.13%	0.86%	0.28%	-0.83%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
归母净利率											
顾家家居	6.68%	9.07%	10.06%	10.44%	7.67%	10.56%	10.26%	9.94%	4.99%	8.93%	9.86%
YOY	-3.79%	2.40%	0.99%	0.38%	-2.78%	0.90%	-0.18%	0.49%	3.75%	1.26%	-0.70%
慕思股份	12.05%	10.59%	12.20%	14.38%	13.70%	10.53%	17.67%	8.51%	4.68%	10.25%	7.45%
YOY	3.42%	-1.45%	1.60%	2.19%	-0.69%	-1.23%	1.43%	-3.44%	-9.52%	-3.45%	-3.08%
ST喜临门	5.57%	7.19%	3.03%	4.94%	3.69%	4.11%	8.53%	6.10%	-6.02%	2.74%	-2.13%
YOY	-2.24%	1.62%	-4.16%	1.91%	-1.25%	-0.10%	1.27%	-0.90%	-4.10%	-0.96%	-6.24%
悍高集团	6.45%	11.16%	12.69%	14.97%	18.60%	18.46%	18.19%	20.82%	20.04%	19.57%	18.24%
YOY	0.01%	4.70%	1.54%	2.28%	3.63%	1.78%	1.59%	2.25%	-1.34%	0.97%	-0.22%
好太太	22.91%	21.06%	15.82%	19.38%	15.96%	12.93%	12.61%	14.92%	12.39%	13.17%	12.90%
YOY	0.73%	-1.85%	-5.24%	3.57%	-3.42%	-6.09%	-8.32%	1.77%	0.49%	-2.79%	-0.03%
瑞尔特	8.93%	7.46%	10.76%	10.01%	7.68%	5.21%	5.95%	2.23%	-9.97%	1.02%	0.25%
YOY	-7.44%	-1.47%	3.31%	-0.76%	-2.33%	-5.98%	0.71%	-4.00%	-18.40%	-6.66%	-4.96%
欧派家居	13.99%	13.04%	11.96%	13.32%	13.73%	8.93%	14.82%	16.37%	4.09%	11.59%	5.83%
YOY	0.40%	-0.95%	-1.08%	1.37%	0.41%	2.91%	-0.74%	-3.29%	-7.17%	-2.15%	-3.10%
索菲亚	14.27%	1.18%	9.48%	10.81%	13.06%	0.59%	12.23%	14.74%	9.31%	9.62%	-2.53%
YOY	0.26%	-13.10%	8.31%	1.33%	2.25%	-7.24%	-1.93%	1.65%	-6.51%	-3.44%	-3.12%
金牌家居	11.09%	9.80%	7.80%	8.01%	5.74%	5.94%	3.26%	0.12%	-4.59%	0.66%	-2.75%
YOY	-0.32%	-1.28%	-2.01%	0.21%	-2.28%	0.26%	-0.50%	-5.47%	-12.12%	-5.07%	-8.69%
志邦家居	10.30%	9.81%	9.96%	9.73%	7.33%	5.15%	8.87%	2.99%	2.46%	4.70%	-16.40%
YOY	-0.82%	-0.49%	0.15%	-0.23%	-2.40%	-0.61%	1.58%	-5.03%	-5.08%	-2.63%	-21.54%
我乐家居	13.86%	-9.38%	8.43%	9.16%	8.48%	12.64%	14.84%	11.76%	9.27%	12.02%	3.86%
YOY	2.30%	-23.24%	17.82%	0.73%	-0.68%	5.89%	7.80%	2.40%	-0.96%	3.54%	-8.77%
兔宝宝	6.23%	7.55%	4.99%	7.61%	6.37%	7.96%	7.05%	13.46%	2.85%	7.91%	8.78%
YOY	-2.28%	1.32%	-2.55%	2.61%	-1.24%	1.99%	0.64%	4.14%	-0.93%	1.54%	0.82%
ROE											
顾家家居	12.54%	20.76%	20.40%	20.88%	14.39%	5.13%	4.97%	5.15%	2.41%	16.91%	4.58%
YOY	-7.12%	8.21%	-0.35%	0.47%	-6.49%	0.84%	0.04%	0.31%	1.82%	2.52%	-0.55%
慕思股份	28.53%	26.75%	16.27%	17.29%	16.98%	2.58%	5.24%	2.45%	1.55%	12.06%	1.95%
YOY	-3.31%	-1.78%	-10.48%	1.03%	-0.31%	-0.45%	0.25%	-0.89%	-3.98%	-4.92%	-0.62%
ST喜临门	10.66%	17.46%	6.79%	11.59%	8.56%	1.87%	5.14%	3.46%	-4.23%	6.78%	-1.01%
YOY	-3.67%	6.81%	-10.67%	4.80%	-3.04%	-0.11%	0.88%	-0.27%	-2.84%	-1.77%	-2.88%
悍高集团	18.83%	24.30%	23.31%	27.38%	30.43%	6.41%	7.74%	9.18%	7.92%	24.98%	4.46%
YOY	-7.67%	5.47%	-0.99%	4.07%	3.05%	-0.16%	-0.73%	9.18%	-2.46%	-5.45%	-1.94%
好太太	16.02%	15.98%	10.69%	14.25%	10.18%	1.36%	2.14%	2.30%	2.37%	7.93%	1.57%
YOY	-3.05%	-0.04%	-5.29%	3.57%	-4.08%	-1.03%	-1.62%	0.31%	-0.04%	-2.25%	0.21%
瑞尔特	6.81%	7.86%	10.90%	10.51%	8.50%	1.00%	1.42%	0.47%	-2.07%	0.89%	0.04%
YOY	-4.26%	1.05%	3.05%	-0.40%	-2.01%	-1.77%	-0.12%	-1.23%	-4.66%	-7.62%	-0.96%
欧派家居	17.30%	18.50%	16.29%	16.76%	13.64%	1.60%	3.75%	4.29%	0.86%	10.64%	0.82%
YOY	-1.95%	1.20%	-2.21%	0.47%	-3.11%	0.41%	-0.58%	-1.52%	-2.17%	-3.01%	-0.78%
索菲亚	19.47%	2.17%	18.41%	17.98%	18.39%	0.16%	4.30%	5.16%	3.01%	12.18%	-0.52%
YOY	-0.32%	-17.30%	16.23%	-0.43%	0.41%	-2.19%	-1.53%	-0.10%	-3.22%	-6.22%	-0.68%
金牌家居	16.03%	14.02%	10.68%	10.55%	7.09%	1.23%	1.02%	0.04%	-1.53%	0.79%	-0.52%
YOY	-4.00%	-2.01%	-3.34%	-0.13%	-3.46%	-0.08%	-0.19%	-1.79%	-4.39%	-6.30%	-1.75%
志邦家居	17.75%	19.51%	18.65%	18.10%	11.34%	1.21%	2.78%	1.04%	0.93%	6.02%	-2.86%
YOY	0.67%	1.76%	-0.87%	-0.55%	-6.76%	-0.21%	-0.34%	-2.60%	-2.63%	-5.31%	-4.07%
我乐家居	19.60%	#####	13.70%	13.65%	9.99%	3.33%	4.46%	3.95%	3.15%	14.74%	0.76%
YOY	3.42%	-38.13%	32.23%	-0.05%	-3.66%	1.70%	2.17%	0.91%	-0.27%	4.75%	-2.58%
兔宝宝	21.64%	33.41%	18.97%	21.50%	19.19%	3.26%	5.35%	11.48%	2.24%	21.27%	4.39%
YOY	0.27%	11.76%	-14.43%	2.52%	-2.31%	0.50%	0.28%	3.39%	-1.19%	2.08%	1.12%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

2.2 民用电工：龙头核心业务企稳，加速产品创新

公牛集团：25 全年实现收入 160.26 亿元（同比-4.8%），归母净利润 40.71 亿元（同比-4.7%）；26Q1 实现收入 40.60 亿元（同比+3.5%），归母净利润 10.58 亿元（同比+8.6%）。公司沿着智能生态、新能源、国际化三大战略方向笃定前行，持续推动传统业务产品创新与渠道深耕，同时加速数据中心、太阳能照明等业务落地。尽管终端需求疲软，公司持续创新产品且积极推动渠道效率改革，转换器、墙开、照明等核心业务份额稳定向上，新业务积极探索、出海加速发展，26Q1 公司收入仍实现平稳增长；利润方面，受益于年初提价，且前瞻性储备低价原材料（25Q4 存货环比+39.6%），且公司内生降本增效持续进行，26Q1 公司盈利能力表现优异。展望未来，我们预计后续季度公司收入仍有望保持平稳增长，利润率受高价原材料入库影响、或有所压力。

图 14：公牛集团财务数据梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
营业收入规模及增速											
公牛集团	10051.13	12384.92	14081.37	15694.76	16830.54	3922.29	4245.63	4029.75	3828.63	16026.31	4060.22
YOY	0.1%	23.2%	13.7%	11.5%	7.2%	3.1%	-7.4%	-4.4%	-9.4%	-4.8%	3.5%
归母净利润及增速											
公牛集团	2313.43	2780.36	3188.62	3870.14	4272.20	974.92	1084.71	919.20	1091.81	4070.63	1058.24
YOY	0.4%	20.2%	14.7%	21.4%	10.4%	4.9%	-17.2%	-10.3%	8.2%	-4.7%	8.5%
毛利率											
公牛集团	40.12%	36.95%	38.00%	43.20%	43.25%	41.04%	43.51%	41.68%	46.39%	43.14%	42.74%
YOY	-1.29%	-3.17%	1.05%	5.20%	0.04%	-1.12%	-0.08%	-1.79%	2.77%	-0.11%	1.70%
销售费用率											
公牛集团	5.15%	4.52%	5.68%	6.82%	8.14%	6.57%	7.03%	7.38%	8.61%	7.38%	6.52%
YOY	-2.07%	-0.63%	1.16%	1.14%	1.32%	-0.85%	-1.46%	-1.81%	1.27%	-0.75%	-0.05%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
收入&合同负债规模及增速											
公牛集团	10384.87	12822.92	14513.03	16223.25	17084.79	4605.15	4681.12	4642.39	4421.30	16618.98	5502.68
YOY	2.1%	23.5%	13.2%	11.8%	5.3%	-8.8%	-9.4%	-0.9%	-1.3%	-2.7%	19.5%
扣非归母净利润及增速											
公牛集团	2221.82	2632.48	2904.15	3703.19	3741.81	855.23	1842.47	2701.20	3624.58	3624.58	983.60
YOY	-0.1%	18.5%	10.3%	27.5%	1.0%	4.6%	-3.2%	-4.9%	-3.1%	-3.1%	15.0%
归母净利率											
公牛集团	23.02%	22.45%	22.64%	24.66%	25.38%	24.86%	25.55%	22.81%	28.52%	25.40%	26.06%
YOY	0.07%	-0.57%	0.19%	2.01%	0.72%	0.42%	-3.02%	-1.49%	4.65%	0.02%	1.21%
ROE											
公牛集团	25.32%	25.85%	25.72%	26.79%	26.93%	5.96%	6.87%	6.05%	6.73%	24.23%	6.11%
YOY	-16.18%	0.53%	-0.13%	1.07%	0.14%	-0.27%	-2.11%	-1.11%	0.16%	-2.69%	0.16%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

3. 出海：结构性增长明确，强化品牌布局

3.1 出口：结构性增长明确，盈利波动放大

出海依然是确定性增量市场，尽管面临关税、美伊冲突、汇率等带来的多重外部因素影响，板块龙头企业多呈现较好增长势头；此外，出口链企业内生抗风险能力持续提升，主要受益于非美收入占比提高以及非美产能占比提高，且出口企业在极端关税波动下逐步和下游客户形成较为稳定的应对措施。但需要注意的是，考虑到人民币依然在升值趋势中叠加美伊冲突带来原材料价格提升，Q2 低基数下收入增长提速明确，但企业盈利或出现进一步分化。

收入表现整体稳健，部分龙头结构性成长依旧靓丽。24H2 起特朗普高调渲染关税风险，24Q4-25Q1 海外集中补库累高基数，25Q2 关税落地、出口公司业绩普遍承压。25Q3 至今关税影响逐步弱化，尽管海外下游零售商/品牌商库存磨底、尚未补库，但各公司凭借自身产品迭代、海外产能扩张、销售区域扩展，高基数下仍在 25Q4/26Q1 收获稳健收入增长。展望未来，我们判断后续海外需求由于通胀压力存在、复苏判断或为时尚早、但仍能保持一定韧性，受益于基数走低，26Q2 起多数出口公司收入增长有望提速。其中，**众鑫股份**（25Q4/26Q1 收入同比+13.1%/+12.3%）、**英科医疗**（25Q4/26Q1 收入同比 3.1%/+15.8%）、**英科再生**（25Q4/26Q1 收入同比 39.1%/+28.7%）、**建霖家居**（25Q4/26Q1 收入同比 13.5%/+14.0%）、**共创草坪**（25Q4/26Q1 收入同比+17.9%/+15.2%）海外产能加速投放，且我们预计海外格局优异、定价更优，量价有望齐升；**永艺股份**（25Q4/26Q1 收入同比+2.9%/+13.0%）、**家联科技**（25Q4/26Q1 收入同比+36.3%/+48.9%）海外产能扩张、产品矩阵拓宽、加速开拓非美市场；**哈尔斯**（25Q4/26Q1 收入同比-16.9%/+12.5%）、**盈趣科技**（25Q4/26Q1 收入同比+20.8%/+32.4%）核心客户份额提升。此外，**匠心家居**（25Q4/26Q1 收入同比+24.1%/-3.6%）、**浩洋股份**（25Q4/26Q1 收入同比+25.3%/-7.4%）短暂承压，但品牌势能逐步建立，后续成长路径清晰。

图 15：出口部分公司收入梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	营业收入规模及增速										
梦百合	6530.13	8139.25	8017.24	7975.92	8449.39	2042.80	2272.93	2440.06	2156.29	8912.08	2250.86
YOY	70.4%	24.6%	-1.5%	-0.5%	5.9%	12.3%	6.8%	12.0%	-7.2%	5.5%	10.2%
盈趣科技	5310.25	7060.97	4345.22	3860.20	3572.76	859.34	960.60	1061.84	1248.83	4130.60	1137.47
YOY	37.8%	33.0%	-38.5%	-11.2%	-7.4%	12.5%	18.4%	10.2%	20.8%	15.6%	32.4%
浙江自然	581.34	842.44	945.80	823.32	1002.35	356.63	328.85	132.55	205.48	1023.51	377.13
YOY	6.7%	44.9%	12.3%	-13.0%	21.7%	30.4%	0.7%	-30.4%	-3.0%	2.1%	5.7%
匠心家居	1318.13	1924.96	1462.65	1921.46	2548.38	772.51	908.82	830.09	867.66	3379.09	744.89
YOY	12.2%	46.0%	-24.0%	31.4%	32.6%	38.2%	40.3%	29.3%	24.1%	32.6%	-3.6%
永艺股份	3433.72	4658.62	4055.28	3538.36	4749.23	1010.31	1178.49	1294.16	1398.98	4881.94	1141.73
YOY	40.1%	35.7%	-13.0%	-12.7%	34.2%	17.9%	-1.4%	-3.3%	2.9%	2.8%	13.0%
恒林股份	4743.09	5777.80	6514.93	8194.59	11028.92	2653.66	2693.62	3140.30	3189.56	11677.15	3218.19
YOY	63.3%	21.8%	12.8%	25.8%	34.6%	12.7%	9.9%	4.4%	-0.9%	5.9%	21.3%
乐歌股份	1940.66	2871.28	3208.31	3901.71	5670.45	1544.32	1600.26	1701.64	1868.44	6714.65	1496.17
YOY	98.4%	48.0%	11.7%	21.6%	45.3%	37.7%	22.6%	9.9%	10.2%	18.4%	-3.1%
久祺股份	2285.56	3709.75	2376.05	2006.00	2787.88	690.25	809.18	869.70	991.43	3360.56	747.43
YOY	27.3%	62.3%	-36.0%	-15.6%	39.0%	30.4%	47.8%	22.2%	-0.8%	20.5%	8.3%
共创草坪	1850.29	2301.66	2470.75	2461.43	2951.84	793.12	888.66	792.35	816.83	3290.96	913.98
YOY	19.1%	24.4%	7.3%	-0.4%	19.9%	15.3%	8.2%	5.7%	17.9%	11.5%	15.2%
嘉益股份	355.59	585.63	1259.54	1775.40	2836.37	719.51	680.05	429.71	524.09	2353.37	424.50
YOY	-12.2%	64.7%	115.1%	41.0%	59.8%	66.5%	-7.1%	-47.7%	-38.4%	-17.0%	-41.0%
家联科技	1026.27	1234.35	1976.02	1721.16	2326.24	505.81	617.25	741.66	822.67	2687.39	753.10
YOY	0.6%	20.3%	60.1%	-12.9%	35.2%	1.3%	8.7%	13.1%	36.3%	15.5%	48.9%
哈尔斯	1491.94	2388.91	2427.90	2407.12	3331.52	704.08	867.34	865.55	801.25	3238.22	792.19
YOY	-16.8%	60.1%	1.6%	-0.9%	38.4%	22.5%	6.0%	-11.2%	-16.9%	-2.8%	12.5%
玉马科技	385.01	520.38	546.62	663.02	769.41	150.91	213.33	189.14	191.96	745.33	185.35
YOY	0.4%	35.2%	5.0%	21.3%	16.0%	-4.9%	5.4%	-0.3%	-12.2%	-3.1%	22.8%
西大门	354.25	465.48	499.10	637.33	817.09	186.81	232.41	231.92	231.16	882.30	195.07
YOY	-13.3%	31.4%	7.2%	27.7%	28.2%	13.3%	15.5%	3.7%	1.6%	8.0%	4.4%
麒盛科技	2259.91	2966.83	2663.34	3102.80	2958.08	786.62	672.78	764.43	805.93	3029.76	868.19
YOY	-10.6%	31.3%	-10.2%	16.5%	-4.7%	4.1%	-4.2%	0.1%	9.5%	2.4%	10.4%
松霖科技	2034.82	2977.00	3180.53	2983.42	3014.99	561.89	578.29	711.96	767.92	2620.06	818.72
YOY	17.0%	46.3%	6.8%	-6.2%	1.1%	-17.5%	-24.6%	-4.3%	-6.7%	-13.1%	45.7%
建霖家居	3835.08	4712.12	4186.25	4333.76	5006.72	1191.62	1194.87	1336.84	1395.84	5119.17	1358.66
YOY	13.0%	22.9%	-11.2%	3.5%	15.5%	3.4%	-7.3%	0.2%	13.5%	2.2%	14.0%
浩洋股份	399.69	618.14	1222.70	1304.89	1211.95	289.85	231.79	279.16	333.09	1133.89	268.44
YOY	-52.7%	54.7%	97.8%	6.7%	-7.1%	-8.0%	-34.4%	0.6%	25.3%	-6.4%	-7.4%
天振股份	2243.06	3180.99	2967.34	311.65	891.52	412.24	383.32	404.81	346.00	1546.37	352.76
YOY	29.8%	41.8%	-6.7%	-89.5%	186.1%	168.7%	139.8%	84.0%	-3.4%	73.5%	-14.4%
英科再生	1698.93	1990.05	2056.06	2455.08	2923.74	792.65	873.37	917.08	963.12	3546.22	1020.08
YOY	33.5%	17.1%	3.3%	19.4%	19.1%	25.2%	9.0%	15.1%	39.1%	21.3%	28.7%
众鑫股份	578.42	910.32	1315.79	1326.06	1546.20	371.99	303.16	380.37	450.10	1505.61	417.66
YOY	4.0%	57.4%	44.5%	0.8%	16.6%	9.9%	-17.9%	-13.7%	13.1%	-2.6%	12.3%
英科医疗	13836.71	16240.09	6613.81	6918.72	9523.32	2493.93	2419.51	2511.28	2501.10	9925.82	2887.03
YOY	564.3%	17.4%	-59.3%	4.6%	37.6%	13.2%	4.8%	-2.9%	3.1%	4.2%	15.8%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

表现盈利承压主要系汇率波动，规模优势显现、产品结构优化，多数企业内生盈利提升。剔除汇兑以及减值影响来看，部分公司依托内部降本增效，海外产能爬坡，规模优势释放&盈利结构优化，毛利率同比表现优异，其中**永艺股份** 26Q1 毛利率同比+1.2pct、**匠心家居**+0.9pct、**恒林股份**+2.5pct、**共创草坪**+2.1pct、**浩洋股份**+7.4pct、**天振股份**+5.0pct、**英科再生**+3.6pct、**众鑫股份**+1.6pct、**英科医疗**+2.4pct。展望未来，**哈尔斯/众鑫股份/英科再生**等受益于海外产能供应链逐步完善，内部加速降本、盈利仍有明确改善空间；**英科医疗**提价落地，行业周期上行，盈利能力有望环比高斜率扩张；其余多数公司由于原材料价格攀升，盈利能力后续或波动仍较大。

图 16：出口部分公司归母净利润梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	归母净利润及增速										
梦百合	378.59	-275.53	41.36	106.60	-151.42	58.72	55.83	46.35	-170.72	-9.82	-38.11
YOY	1.3%	-172.8%	115.0%	157.7%	-242.0%	196.2%	70.4%	122.5%	-11027.9%	93.5%	-164.9%
盈趣科技	1024.96	1093.06	693.36	450.51	251.52	76.64	61.30	40.12	399.01	577.07	93.26
YOY	5.3%	6.6%	-36.6%	-35.0%	-44.2%	37.8%	-23.4%	10.5%	401.8%	129.4%	21.7%
浙江自然	159.54	219.51	212.97	130.68	185.13	96.01	49.58	36.85	8.98	191.42	71.72
YOY	21.4%	37.6%	-3.0%	-38.6%	41.7%	148.3%	-20.1%	-40.6%	-59.8%	3.4%	-25.3%
匠心家居	205.60	298.44	334.11	407.39	682.94	194.09	237.81	225.63	199.95	857.48	166.42
YOY	82.0%	45.2%	12.0%	21.9%	67.6%	60.4%	44.7%	55.1%	-20.7%	25.6%	-14.3%
永艺股份	232.50	181.33	335.21	297.88	296.20	57.55	74.99	58.94	41.28	232.78	72.04
YOY	28.2%	-22.0%	84.9%	-11.1%	-0.6%	34.8%	-10.3%	-40.2%	-42.2%	-21.4%	25.2%
恒林股份	363.28	337.66	352.86	263.10	263.06	51.86	129.51	97.40	-114.93	163.84	58.98
YOY	49.3%	-7.1%	4.5%	-25.4%	0.0%	-49.5%	10.4%	111.7%	-3834.2%	-37.7%	13.7%
乐歌股份	217.09	184.68	218.73	633.69	335.89	51.77	77.24	39.97	90.49	259.47	0.81
YOY	244.7%	-14.9%	18.4%	189.7%	-47.0%	-35.2%	-3.9%	-62.0%	28.4%	-22.8%	-98.4%
久祺股份	156.75	205.21	167.86	106.47	122.77	40.84	46.26	42.20	18.73	148.03	17.07
YOY	53.7%	30.9%	-18.2%	-36.6%	15.3%	90.0%	33.9%	58.9%	-53.4%	20.6%	-58.2%
共创草坪	410.92	380.29	447.03	431.22	511.25	155.99	188.64	170.58	152.46	667.67	200.74
YOY	44.4%	-7.5%	17.5%	-3.5%	18.6%	28.7%	16.4%	54.5%	29.6%	30.6%	28.7%
嘉益股份	64.84	82.17	271.91	472.03	732.94	151.82	152.76	62.93	69.64	437.16	61.42
YOY	-9.8%	26.7%	230.9%	73.6%	55.3%	41.3%	-27.2%	-70.6%	-65.5%	-40.4%	-59.5%
家联科技	114.34	71.20	179.22	45.36	57.00	-24.96	-39.71	-9.14	-1.89	-75.71	-98.61
YOY	52.8%	-37.7%	151.7%	-74.7%	25.7%	-157.5%	-316.7%	-268.3%	81.3%	-232.8%	-295.1%
哈尔斯	-28.31	135.50	205.91	249.78	286.54	41.44	49.91	8.77	-29.92	70.20	1.21
YOY	-151.4%	578.7%	52.0%	21.3%	14.7%	31.6%	-48.6%	-90.9%	-148.6%	-75.5%	-97.1%
玉马科技	108.05	140.32	156.65	165.04	185.61	30.19	43.90	36.42	38.27	148.78	27.86
YOY	-1.0%	29.9%	11.6%	5.4%	12.5%	-17.6%	-11.6%	-12.8%	-33.5%	-19.8%	-7.7%
西大门	77.84	89.50	82.04	91.14	122.26	23.03	32.77	32.13	23.74	111.67	20.05
YOY	-11.9%	15.0%	-8.3%	11.1%	34.1%	-1.1%	3.4%	0.7%	-32.8%	-8.7%	-12.9%
麒盛科技	273.43	357.12	25.63	205.67	156.04	44.48	61.18	41.33	-42.06	104.94	33.72
YOY	-30.8%	30.6%	-92.8%	702.6%	-24.1%	-1.0%	52.4%	-37.4%	-957.2%	-32.7%	-24.2%
松霖科技	270.49	301.30	261.14	352.49	446.42	45.46	47.63	65.56	46.76	205.41	95.41
YOY	15.5%	11.4%	-13.3%	35.0%	26.6%	-59.2%	-56.7%	-34.1%	-62.8%	-54.0%	109.9%
建霖家居	364.97	376.33	458.06	424.83	481.93	123.38	114.86	110.27	92.20	440.71	94.31
YOY	9.3%	3.1%	21.7%	-7.3%	13.4%	0.5%	-15.7%	-19.9%	8.1%	-8.6%	-23.6%
浩洋股份	88.13	135.96	356.17	366.17	301.69	53.26	24.49	56.50	37.80	172.06	41.58
YOY	-55.1%	54.3%	162.0%	2.8%	-17.6%	-47.0%	-76.1%	2.0%	-12.8%	-43.0%	-21.9%
天振股份	372.38	279.35	379.15	-266.90	-37.25	27.47	22.01	35.76	-1.00	84.25	38.66
YOY	10.0%	-25.0%	35.7%	-170.4%	86.0%	375.2%	196.1%	476.0%	-119.4%	326.2%	40.7%
英科再生	217.28	239.78	230.77	195.65	307.32	72.32	73.50	80.44	59.47	285.73	51.04
YOY	128.2%	10.4%	-3.8%	-15.2%	57.1%	0.0%	-11.3%	104.1%	-47.3%	-7.0%	-29.4%
众鑫股份	115.39	99.61	190.52	231.44	323.86	72.19	44.31	81.34	68.40	266.23	93.82
YOY	3.9%	-13.7%	91.3%	21.5%	39.9%	14.5%	-39.8%	-18.1%	-22.2%	-17.8%	30.0%
英科医疗	7007.05	7430.08	629.07	383.00	1465.48	352.72	357.72	213.97	86.29	1010.70	10.03
YOY	3829.6%	6.0%	-91.5%	-39.1%	282.6%	48.1%	2.5%	113.0%	-88.9%	-31.0%	-97.2%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 17：出口部分公司利润率梳理

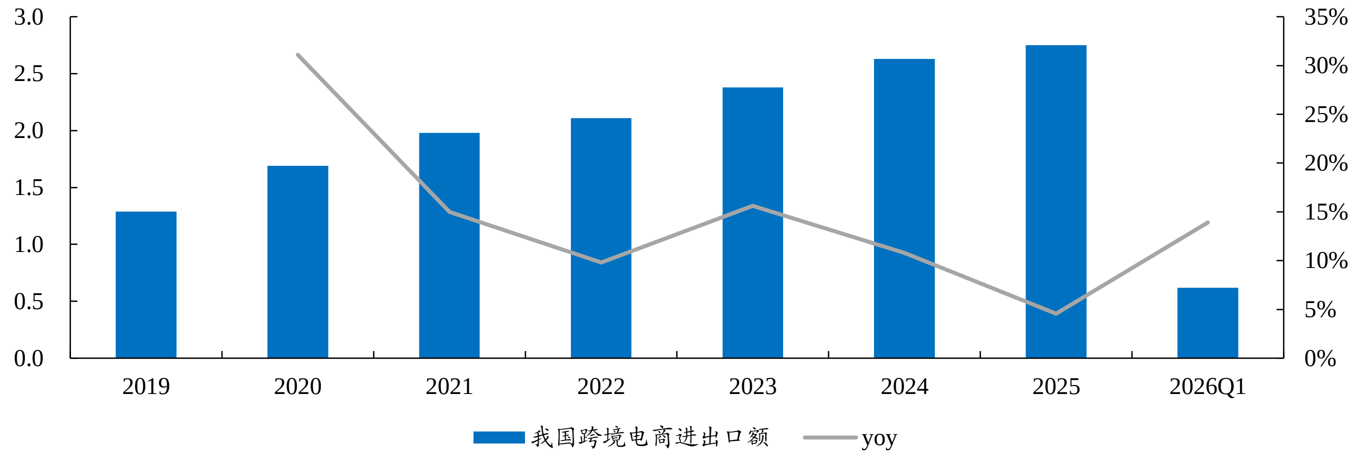
	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	毛利率							归母净利率						
梦百合	36.85%	39.37%	39.08%	39.96%	38.63%	39.28%	38.61%	-1.79%	2.87%	2.46%	1.90%	-7.92%	-0.11%	-1.69%
YOY	-1.50%	0.84%	1.29%	4.35%	2.77%	2.42%	-0.76%	-3.13%	1.78%	0.92%	11.33%	-7.98%	1.68%	-4.57%
盈趣科技	28.36%	28.82%	27.09%	25.75%	30.09%	28.01%	28.63%	7.04%	8.92%	6.38%	3.78%	31.95%	13.97%	8.20%
YOY	-2.33%	1.24%	-2.13%	-0.88%	0.21%	-0.35%	-0.19%	-4.63%	1.64%	-3.49%	0.01%	24.26%	6.93%	-0.72%
浙江自然	33.72%	38.83%	31.09%	28.23%	25.51%	32.30%	34.23%	18.47%	26.92%	15.08%	27.80%	4.37%	18.70%	19.02%
YOY	-0.12%	0.47%	-5.13%	-1.07%	-2.33%	-1.43%	-4.61%	2.60%	12.78%	-3.92%	-4.80%	-6.17%	0.23%	-7.90%
匠心家居	39.35%	37.21%	39.42%	38.27%	41.98%	39.29%	38.13%	26.80%	25.13%	26.17%	27.18%	23.04%	25.38%	22.34%
YOY	5.40%	3.89%	6.29%	3.62%	-12.29%	-0.06%	0.93%	5.60%	3.49%	0.81%	4.52%	-13.02%	-1.42%	-2.78%
永艺股份	21.64%	20.65%	22.82%	20.46%	18.28%	20.45%	21.86%	6.24%	5.70%	6.36%	4.55%	2.95%	4.77%	6.31%
YOY	-1.24%	-1.47%	-0.56%	-1.97%	-0.74%	-1.19%	1.21%	-2.18%	0.71%	-0.63%	-2.81%	-2.30%	-1.47%	0.61%
恒林股份	18.64%	16.27%	19.46%	17.56%	20.64%	18.55%	18.75%	2.39%	1.95%	4.81%	3.10%	-3.60%	1.40%	1.83%
YOY	-5.15%	-8.53%	1.80%	3.24%	1.74%	-0.09%	2.47%	-0.83%	-2.41%	0.02%	1.57%	-3.51%	-0.98%	-0.12%
乐歌股份	29.15%	25.93%	25.45%	26.79%	30.37%	27.27%	28.58%	5.92%	3.35%	4.83%	2.35%	4.84%	3.86%	0.05%
YOY	-7.38%	-5.37%	-5.94%	-0.68%	2.86%	-1.88%	2.65%	-10.32%	-3.77%	-1.33%	-4.45%	0.69%	-2.06%	-3.30%
久祺股份	13.60%	12.98%	14.78%	13.62%	14.42%	14.00%	13.66%	4.40%	5.92%	5.72%	4.85%	1.89%	4.40%	2.28%
YOY	-1.42%	0.14%	-0.10%	0.36%	0.88%	0.40%	0.67%	-0.90%	1.86%	-0.59%	1.12%	-2.13%	0.00%	-3.63%
共创草坪	30.01%	32.55%	33.85%	35.74%	34.76%	34.22%	34.61%	17.32%	19.67%	21.23%	21.53%	18.66%	20.29%	21.96%
YOY	-1.57%	2.07%	2.55%	7.12%	5.25%	4.21%	2.06%	-0.20%	2.06%	1.50%	6.80%	1.68%	2.97%	2.29%
嘉益股份	37.67%	33.89%	33.52%	25.83%	24.54%	30.23%	25.48%	25.84%	21.10%	22.46%	14.64%	13.29%	18.58%	14.47%
YOY	-3.05%	-4.81%	-6.74%	-13.51%	-8.76%	-7.44%	-8.41%	-0.75%	-3.77%	-6.20%	-11.38%	-10.44%	-7.26%	-6.63%
家联科技	17.62%	14.37%	12.82%	17.15%	9.15%	13.19%	11.55%	2.45%	-4.93%	-6.43%	-1.23%	-0.23%	-2.82%	-13.09%
YOY	-1.61%	-4.95%	-5.95%	-0.97%	-5.43%	-4.43%	-2.82%	-0.18%	-13.62%	-9.66%	-2.06%	1.45%	-5.27%	-8.16%
哈尔斯	28.00%	28.66%	28.76%	23.60%	20.43%	25.30%	25.71%	8.60%	5.89%	5.75%	1.01%	-3.73%	2.17%	0.15%
YOY	-3.20%	1.24%	-2.62%	-6.68%	-2.73%	-2.70%	-2.95%	-1.78%	0.41%	-6.13%	-8.86%	-10.12%	-6.43%	-5.73%
玉马科技	40.00%	40.68%	39.11%	39.85%	35.68%	38.73%	35.66%	24.12%	20.00%	20.58%	19.26%	19.94%	19.96%	15.03%
YOY	-0.54%	1.27%	-1.94%	-1.30%	-2.79%	-1.27%	-5.02%	-0.77%	-3.08%	-3.96%	-2.77%	-6.37%	-4.16%	-4.97%
西大门	41.90%	44.00%	45.08%	44.79%	42.56%	44.11%	47.13%	14.96%	12.33%	14.10%	13.85%	10.27%	12.66%	10.28%
YOY	3.18%	4.04%	2.36%	0.83%	1.98%	2.21%	3.13%	0.66%	-1.81%	-1.65%	-0.42%	-5.27%	-2.31%	-2.05%
麒盛科技	34.85%	33.27%	34.39%	32.27%	34.03%	33.47%	31.77%	5.28%	5.65%	9.09%	5.41%	-5.22%	3.46%	3.88%
YOY	-1.82%	0.41%	1.42%	-2.56%	-4.69%	-1.38%	-1.51%	-1.35%	-0.29%	3.38%	-3.24%	-5.88%	-1.81%	-1.77%
松霖科技	35.37%	32.59%	34.40%	32.48%	32.99%	33.08%	32.37%	14.81%	8.09%	8.24%	9.21%	6.09%	7.84%	11.65%
YOY	0.35%	-2.95%	-0.75%	-3.03%	-2.33%	-2.30%	-0.22%	2.99%	-8.26%	-6.10%	-4.16%	-9.18%	-6.97%	3.56%
建霖家居	25.90%	27.08%	26.55%	25.09%	24.79%	25.81%	24.84%	9.63%	10.35%	9.61%	8.25%	6.61%	8.61%	6.94%
YOY	-0.08%	0.04%	0.71%	-0.97%	0.09%	-0.08%	-2.25%	-0.18%	-0.30%	-0.95%	-2.06%	-0.33%	-1.02%	-3.41%
浩洋股份	50.37%	49.41%	51.97%	54.77%	50.30%	51.51%	56.82%	24.89%	18.37%	10.57%	20.24%	11.35%	15.17%	15.49%
YOY	0.41%	-3.25%	0.84%	3.28%	4.80%	1.14%	7.41%	-3.17%	-13.53%	-18.39%	0.27%	-4.95%	-9.72%	-2.89%
天振股份	10.10%	16.90%	17.85%	18.81%	21.18%	18.60%	21.88%	-4.18%	6.66%	5.74%	8.83%	-0.29%	5.45%	10.96%
YOY	17.10%	10.32%	15.51%	14.36%	2.64%	8.49%	4.98%	81.46%	13.17%	20.07%	13.15%	-1.72%	9.63%	4.30%
英科再生	24.80%	25.51%	25.05%	24.57%	23.49%	24.60%	29.07%	10.51%	9.12%	8.42%	8.77%	6.17%	8.06%	5.00%
YOY	-0.89%	-1.02%	-0.77%	-0.22%	1.43%	-0.20%	3.57%	2.54%	-2.30%	-1.92%	3.83%	-10.11%	-2.45%	-4.12%
众鑫股份	35.00%	34.20%	28.46%	33.78%	34.24%	32.95%	35.77%	20.95%	19.41%	14.62%	21.38%	15.20%	17.68%	22.46%
YOY	3.04%	1.17%	-7.91%	-0.46%	-2.00%	-2.05%	1.57%	3.49%	0.77%	-5.32%	-1.15%	-6.88%	-3.26%	3.06%
英科医疗	23.64%	24.16%	24.30%	22.66%	25.38%	24.12%	26.57%	15.39%	14.14%	14.78%	8.52%	3.45%	10.18%	0.35%
YOY	9.94%	3.51%	1.21%	-0.70%	-1.79%	0.49%	2.41%	9.85%	3.33%	-0.32%	4.64%	-28.63%	-5.21%	-13.80%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

3.2 跨境电商：全球化布局推进，品牌化发展加速

跨境电商行业 25 年增速放缓，26Q1 有回暖迹象。根据海关总署数据，25 年我国跨境电商进出口总额约为 2.75 万亿元（同比+4.6%），增速较 24 年有所放缓，我们认为主要系 25 年以美国为代表的海外国家关税政策变化对跨境电商行业造成压制，但 26Q1 开始增速已有较明显回暖。我们持续看好海外消费市场线上渠道渗透率提升会是国货出海重要机遇，跨境电商头部卖家发力品牌战略，通过推进供应链全球化布局强化经营韧性，有望持续提升市场份额。

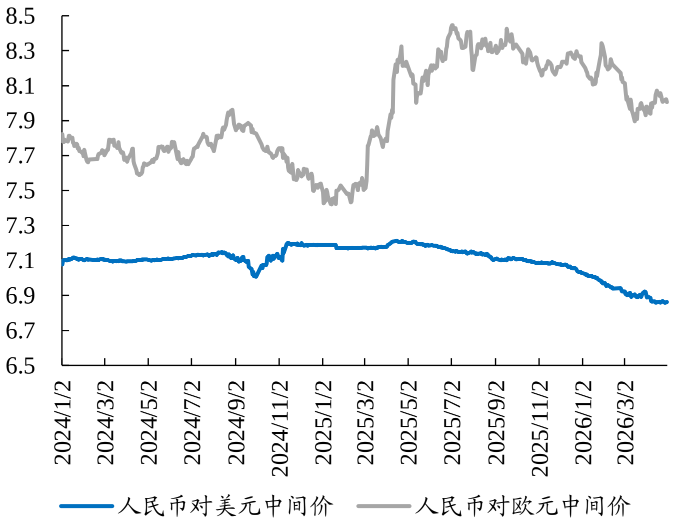
图 18：我国跨境电商进出口额（万亿元，%）



资料来源：呼和浩特海关、海关总署、信达证券研发中心

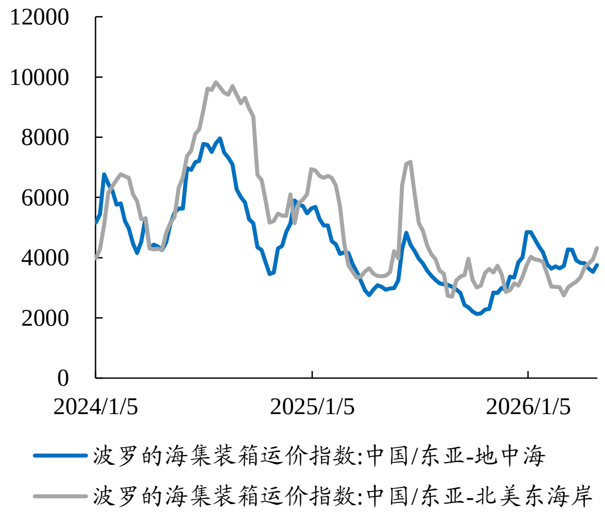
外部环境仍较为复杂，业内卖家盈利能力面临诸多挑战。25 年及 26Q1 我国跨境电商行业外部环境趋于复杂，业内企业成本费用端面临诸多不确定因素。**（1）关税：**25 年以美国为主的海外国家对中国出口商品关税有大幅增加，但从最新情况来看，根据美国最高法院 26 年 2 月裁定，美国已启动关税退还行动，对 25 年推进全球化的企业而言，后续供应链安排或趋于灵活。**（2）汇率：**25Q4 以来，人民币较美元、欧元两大国际主要货币呈升值趋势，跨境电商企业面临的汇兑损失风险显著提升，也更加考验企业外汇管理能力。**（3）海运价格：**受伊以冲突等国际事件影响，全球燃油价格上涨，一定程度上对全球海运价格造成刺激，25Q4 以来中国/东亚-地中海的集装箱运价指数呈上升趋势，或增大跨境电商企业头程运费成本。

图 19：人民币对美元、欧元汇率（元）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 20：部分线路国际海运价格指数



资料来源：iFind、信达证券研发中心

25 年&26Q1 板块整体营收端稳健增长，26Q1 利润端受汇兑损失等因素影响有所承压，我们预计 26Q2，随着头部企业主动应对落地，业绩表现有望环比提升。此外，跨境龙头均加速品牌化发展，持续强化品牌知名度提升，同时基于平台头部排名逐步将优势产品外延至海外龙头线下零售商体系。

收入：收入端普遍增长稳健，26 年头部企业有望进一步提速。

（1）安克创新：25 年实现营收 305.1 亿元（同比+23.5%）；26Q1 实现营收 76.1 亿元（同比+26.9%），在中国境内/境外分别实现收入同比+40.1%/+26.4%，线上/线下渠道分别同比+25.2%/+30.8%，其中公司官网收入同比+46.7%，占总营收 10.70%。我们看好公司作为业内领军企业，全球化布局壁垒深厚，持续完善“线上+线下”全渠道销售网络，成长稳健性良好。

（2）致欧科技：25 年实现营收 87.0 亿元（同比+7.1%），26Q1 实现营收 23.1 亿元（同比+10.7%），增速环比加快。公司 2026 年将强化产品开发，尤其增加大家居品类布局，持续巩固欧洲亚马逊家居垂类市场龙头地位，并在美国市场推动亚马逊 SC 向亚马逊 VC 模式转化，依托多仓直发优化产业链结构（放大流量优势&优化成本结构），此外持续拓展新兴市场，切入线下核心市场，我们看好接下来表现呈现向上态势。

（3）赛维时代：25 年实现营收 118.2 亿元（同比+15.0%），26Q1 实现营收 27.2 亿元（同比+10.7%）。我们预计 2026Q1 公司服饰业务增长带动营收表现，接下来服饰业务有望贯彻品牌出海战略持续成长，通过赛事赞助、名人联名、时尚走秀、IP 联名等提升品牌知名度，且持续拓展非美市场和线下渠道，而非服饰配饰业务库存风险大幅降低且人员持续调整，预计调整或接近尾声。

利润：26Q1 安克创新、致欧科技、赛维时代均有所承压。25 年头部品牌利润表现与营收增速基本匹配，但 26Q1 安克创新、致欧科技、赛维时代利润端均有所承压，我们认为主要系汇兑损益等非经营性因素拖累，吉宏股份表现相对较优。

图 21：跨境电商行业主要公司收入及利润情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
营业收入规模及增速											
安克创新	9352.63	12574.20	14250.52	17507.20	24710.08	5993.38	6873.38	8152.47	9495.17	30514.40	7607.65
YOY	40.5%	34.4%	13.3%	22.9%	41.1%	36.9%	30.4%	19.9%	14.9%	23.5%	26.9%
致欧科技	3970.99	5967.38	5455.39	6074.19	8123.84	2091.26	1952.91	2037.45	2619.33	8700.95	2314.09
YOY	70.8%	50.3%	-8.6%	11.3%	33.7%	13.6%	3.9%	1.5%	9.3%	7.1%	10.7%
赛维时代	5253.01	5564.67	4909.12	6563.66	10275.38	2458.28	2887.31	2842.83	3628.11	11816.53	2720.09
YOY	82.5%	5.9%	-11.8%	33.7%	56.5%	36.6%	21.4%	8.3%	4.4%	15.0%	10.7%
华凯易佰	135.16	2074.86	4417.02	6517.86	9022.21	2291.89	2246.29	2201.39	2393.71	9133.30	1924.01
YOY	-67.2%	1435.1%	112.9%	47.6%	38.4%	35.1%	23.3%	-15.2%	-17.7%	1.2%	-16.1%
吉宏股份	4410.21	5177.66	5375.88	6694.68	5529.26	1477.49	1756.04	1805.09	1682.99	6721.61	1804.31
YOY	46.6%	17.4%	3.8%	24.5%	-17.4%	11.6%	55.5%	25.0%	3.1%	21.6%	22.1%
卡罗特		675.35	768.48	1583.08	2073.25	836.93		2156.67		2156.67	
YOY			13.8%	106.0%	31.0%	-12.4%		4.0%		4.0%	
傲基股份		9071.19	7100.23	8682.98	10709.65	5607.25		13698.74		13698.74	
YOY			-21.7%	22.3%	23.3%	29.3%		27.9%		27.9%	
归母净利润及增速											
安克创新	855.93	981.73	1143.00	1614.87	2114.43	495.76	671.16	765.86	612.36	2545.13	471.59
YOY	18.7%	14.7%	16.4%	41.3%	30.9%	59.6%	19.5%	27.8%	-4.7%	20.4%	-4.9%
致欧科技	380.25	239.82	250.11	412.88	333.57	110.90	79.56	81.29	64.06	335.81	75.18
YOY	252.1%	-36.9%	4.3%	65.1%	-19.2%	10.3%	12.1%	-23.3%	14.3%	0.7%	-32.2%
赛维时代	450.88	347.72	185.14	335.55	214.10	47.03	122.16	40.55	73.23	282.98	42.55
YOY	733.3%	-22.9%	-46.8%	81.2%	-36.2%	-45.3%	-18.3%	200.9%	291.8%	32.2%	-9.5%
华凯易佰	-62.48	-87.40	216.23	332.16	170.16	-15.09	51.83	12.67	97.30	146.71	71.54
YOY	-882.9%	-39.9%	347.4%	53.6%	-48.8%	-118.4%	-1.4%	-76.9%	608.9%	-13.8%	574.0%
吉宏股份	558.71	227.28	183.98	345.10	181.93	59.16	58.99	97.48	61.21	276.83	72.36
YOY	71.2%	-59.3%	-19.1%	87.6%	-47.3%	38.2%	99.6%	56.4%	29.5%	52.2%	22.3%
卡罗特		31.72	108.77	237.13	355.99	102.79		155.02		257.81	
YOY		#DIV/0!	242.9%	118.0%	50.1%	-37.4%		-19.2%		-27.6%	
傲基股份		-580.80	219.05	532.01	504.30	107.87		53.27		161.14	
YOY		#DIV/0!	0.0%	142.9%	-5.2%	-58.3%		-78.3%		-68.0%	

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
收入&合同负债规模及增速											
安克创新	9375.28	12602.21	14344.20	17644.62	24864.74	6173.98	7071.68	8760.57	10047.67	31066.90	7943.09
YOY	40.5%	34.4%	13.8%	23.0%	40.9%	36.6%	28.8%	26.1%	19.4%	24.9%	28.7%
致欧科技	4024.89	6021.87	5499.82	6127.98	8164.99	2151.25	1969.20	2057.70	2644.32	8725.93	2342.64
YOY	70.9%	49.6%	-8.7%	11.4%	33.2%	14.1%	2.6%	-0.1%	8.5%	6.9%	8.9%
赛维时代	5294.37	5587.16	4933.08	6592.00	10318.70	2488.17	2912.76	2868.76	3668.59	11857.01	2752.70
YOY	80.2%	5.5%	-11.7%	33.6%	56.5%	36.0%	20.6%	8.0%	4.3%	14.9%	10.6%
华凯易佰	148.77	2088.73	4437.86	6587.42	9092.06	2347.38	2322.91	2290.37	2455.23	9194.81	1969.65
YOY	-66.6%	1304.0%	112.5%	48.4%	38.0%	33.2%	23.8%	-13.7%	-17.5%	1.1%	-16.1%
吉宏股份	4412.28	5184.64	5388.83	6709.51	5547.12	1487.19	1776.66	1819.86	1713.13	6751.75	1838.32
YOY	46.5%	17.5%	3.9%	24.5%	-17.3%	11.4%	56.5%	25.4%	3.8%	21.7%	23.6%
卡罗特		675.35	768.48	1583.08	2073.25	836.93		2156.67		2156.67	
YOY			13.8%	106.0%	31.0%	-12.4%		4.0%		4.0%	
傲基股份		9071.19	7100.23	8682.98	10709.65	5607.25		13698.74		13698.74	
YOY			-21.7%	22.3%	23.3%	29.3%		27.9%		27.9%	
扣非归母净利润及增速											
安克创新	727.22	707.69	781.23	1343.57	1887.77	439.56	521.85	521.25	696.60	2179.26	546.76
YOY	26.3%	-2.7%	10.4%	72.0%	40.5%	39.4%	15.9%	-2.9%	19.1%	15.4%	24.4%
致欧科技	458.69	207.49	251.34	431.75	308.57	119.84	103.69	63.22	32.41	319.16	57.48
YOY	179.9%	-54.8%	21.1%	71.8%	-28.5%	24.9%	63.1%	-36.0%	-35.5%	3.4%	-52.0%
赛维时代	437.82	321.18	172.60	307.93	180.76	40.55	145.40	34.81	42.79	263.56	44.66
YOY	435.7%	-26.6%	-46.3%	78.4%	-41.3%	-42.3%	4.3%	174.8%	142.4%	45.8%	10.1%
华凯易佰	-61.82	-99.39	198.54	288.63	161.55	-15.73	40.00	10.91	102.02	137.20	65.68
YOY	-11828.9%	-60.8%	299.8%	45.4%	-44.0%	-120.4%	-24.8%	-80.6%	511.7%	-15.1%	517.6%
吉宏股份	529.73	201.18	169.32	325.29	159.95	57.77	55.50	92.69	35.36	241.32	70.34
YOY	68.5%	-62.0%	-15.8%	92.1%	-50.8%	51.0%	123.1%	60.6%	-9.6%	50.9%	21.7%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

盈利能力：26Q1 头部企业毛利率基本稳定，财务费用率增长较多。25 年业内头部企业毛、净利率多数保持相对稳定，我们认为在关税等外部因素大幅波动的环境下难能可贵，反映出企业供应链全球布局、定价机制调整等应对方式起到良好效果；26Q1 毛利率则继续保持相对稳定，但期间费用方面，财务费用率普遍有明显提高，我们认为主要系汇率波动导致企业汇兑损失增加所致。**展望后续，一方面仍然面临多重外部因素影响，另一方面龙头企业基于供应链和规模优势，逐步构建全球化采购体系及价格优势显著的头程、尾程优势，预计盈利能力有望保持稳定。**

图 22：跨境电商行业主要公司盈利能力（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	毛利率											毛销差										
安克创新	43.9%	35.7%	38.7%	43.5%	43.7%	43.3%	46.0%	44.6%	45.9%	45.1%	43.6%	19.8%	16.3%	18.1%	21.3%	21.1%	21.9%	23.5%	21.6%	23.5%	22.7%	24.5%
YOY	-6.1%	-8.1%	3.0%	4.8%	0.1%	-1.8%	0.8%	1.6%	3.4%	1.4%	0.4%	1.2%	-3.5%	1.8%	3.2%	-0.2%	-0.9%	-0.2%	0.6%	4.7%	1.6%	2.6%
致欧科技	37.9%	32.6%	31.6%	36.3%	34.7%	35.4%	34.4%	35.2%	33.2%	34.5%	35.0%	17.2%	10.6%	9.6%	13.1%	10.0%	11.1%	8.6%	10.2%	7.7%	9.3%	11.5%
YOY	-17.9%	-5.3%	-1.0%	4.7%	-1.7%	-0.6%	0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	4.4%	-6.6%	-1.0%	3.5%	-3.2%	-0.6%	-0.3%	-0.6%	-1.1%	-0.7%	0.5%
赛维时代	66.8%	62.8%	65.6%	45.8%	43.8%	43.9%	45.0%	41.8%	40.7%	42.7%	43.1%	16.3%	12.3%	9.5%	10.2%	6.0%	5.7%	9.8%	5.9%	7.4%	7.3%	7.1%
YOY	0.6%	-4.0%	2.8%	-19.8%	-2.1%	-3.3%	-1.0%	-0.6%	-0.8%	-1.1%	-0.8%	7.8%	-4.0%	-2.8%	0.7%	-4.2%	-3.5%	-0.7%	3.7%	3.2%	1.3%	1.4%
华凯易佰	17.8%	37.2%	37.9%	37.0%	33.9%	31.5%	35.5%	31.1%	35.4%	33.4%	35.9%	1.9%	9.3%	13.3%	13.5%	8.8%	6.1%	8.0%	5.1%	12.4%	8.0%	10.9%
YOY	-13.2%	19.4%	0.7%	-1.0%	-3.1%	-5.0%	-1.4%	-1.9%	4.2%	-0.4%	4.4%	-19.5%	7.4%	4.0%	0.2%	-4.8%	-6.5%	-5.3%	-3.2%	8.4%	-0.8%	4.8%
吉宏股份	43.1%	38.4%	40.7%	46.7%	43.9%	45.6%	48.1%	45.7%	48.1%	46.9%	46.9%	19.1%	10.4%	11.4%	11.7%	10.5%	10.8%	10.8%	13.2%	11.3%	11.6%	13.3%
YOY	-0.3%	-4.7%	2.3%	6.0%	-2.7%	5.0%	7.4%	-0.9%	1.7%	3.0%	1.3%	0.0%	-8.7%	1.0%	0.3%	-1.2%	0.5%	0.6%	0.4%	2.6%	1.1%	2.4%
卡罗特		18.7%	35.8%	35.7%	40.3%	33.6%		18.7%		31.8%			10.3%	21.7%	20.2%	22.2%	15.5%		10.5%		16.5%	
YOY			17.1%	-0.1%	4.6%	-7.7%		-2.5%		-8.5%				11.3%	-1.5%	2.0%	-9.2%		-0.3%		-5.6%	
傲基股份		20.9%	34.9%	34.5%	30.8%	28.6%		14.6%		26.3%			-6.9%	10.2%	13.4%	11.4%	9.5%		4.1%		8.0%	
YOY			14.0%	-0.4%	-3.7%	-5.6%		-2.3%		-4.4%				17.0%	3.2%	-2.0%	-3.9%		-1.9%		-3.4%	
	归母净利率											ROE										
安克创新	9.2%	7.8%	8.0%	9.2%	8.6%	8.3%	9.8%	9.4%	6.4%	8.3%	6.2%	15.9%	16.2%	16.7%	20.2%	23.6%	5.4%	7.3%	8.0%	6.0%	24.2%	4.3%
YOY	-1.7%	-1.3%	0.2%	1.2%	-0.7%	1.2%	-0.9%	0.6%	-1.3%	-0.2%	-2.1%	-20.9%	0.4%	0.5%	3.5%	3.4%	1.6%	0.5%	0.8%	-1.5%	0.6%	-1.1%
致欧科技	9.6%	4.0%	4.6%	6.8%	4.1%	5.3%	4.1%	4.0%	2.4%	3.9%	3.2%	29.1%	15.6%	13.8%	13.2%	10.3%	3.4%	2.4%	2.4%	1.9%	9.9%	2.2%
YOY	4.9%	-5.6%	0.6%	2.2%	-2.7%	-0.2%	0.3%	-1.3%	0.1%	-0.2%	-2.1%	3.8%	-13.6%	-1.7%	-0.6%	-2.9%	0.2%	0.1%	-1.0%	0.1%	-0.4%	-1.2%
赛维时代	8.6%	6.2%	3.8%	5.1%	2.1%	1.9%	4.2%	1.4%	2.0%	2.4%	1.6%	49.2%	27.5%	12.7%	13.9%	8.7%	1.9%	4.7%	1.5%	2.7%	10.3%	1.5%
YOY	6.7%	-2.3%	-2.5%	1.3%	-3.0%	-2.9%	-2.1%	3.0%	1.5%	0.3%	-0.3%	37.6%	-21.7%	-14.7%	1.2%	-5.2%	-1.6%	-1.3%	3.1%	1.9%	1.6%	-0.3%
华凯易佰	-46.2%	-4.2%	4.9%	5.1%	1.9%	-0.7%	2.3%	0.6%	4.1%	1.6%	3.7%	-14.2%	-4.2%	9.8%	15.6%	7.3%	-0.6%	2.2%	0.5%	4.2%	6.3%	3.0%
YOY	-48.2%	42.0%	9.1%	0.2%	-3.2%	-5.5%	-0.6%	-1.5%	4.7%	-0.3%	4.4%	-15.8%	10.1%	14.0%	5.8%	-8.3%	-4.4%	-0.2%	-1.9%	5.0%	-1.0%	3.7%
吉宏股份	12.7%	4.4%	3.4%	5.2%	3.3%	4.0%	3.4%	5.4%	3.6%	4.1%	4.0%	32.1%	12.2%	8.8%	15.1%	8.3%	2.7%	2.4%	3.7%	2.3%	10.3%	2.6%
YOY	1.8%	-8.3%	-1.0%	1.7%	-1.9%	0.8%	0.7%	1.1%	0.7%	0.8%	0.0%	8.9%	-19.9%	-3.4%	6.4%	-6.9%	0.8%	1.1%	0.9%	0.2%	2.0%	0.0%
卡罗特		4.7%	14.2%	15.0%	17.2%	12.3%		7.2%		12.0%			45.0%	79.0%	106.5%	28.3%	8.0%				18.3%	
YOY			9.5%	0.8%	2.2%	-4.9%		-2.1%		-5.2%				34.1%	27.5%	-78.1%					-10.0%	
傲基股份		-6.4%	3.1%	6.1%	4.7%	1.9%		0.4%		1.2%			-38.6%	12.4%	23.5%	16.4%	3.5%				5.1%	
YOY			9.5%	3.0%	-1.4%	-4.0%		-1.9%		-3.5%				51.0%	11.1%	-7.1%					-11.2%	

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 23：跨境电商行业主要公司期间费率（%）

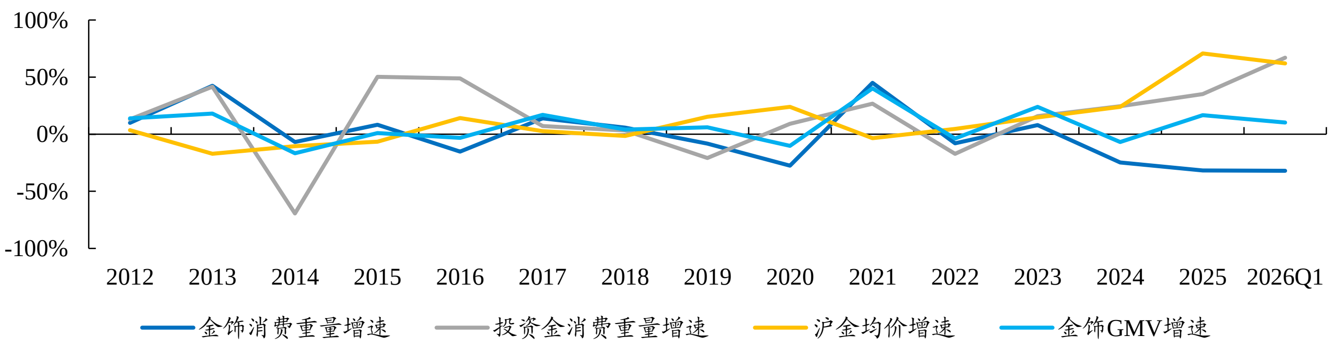
	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	期间费用率											销售费用率										
安克创新	33.9%	29.0%	31.9%	34.1%	34.7%	34.0%	35.1%	36.1%	36.5%	35.6%	34.1%	24.0%	19.4%	20.6%	22.2%	22.5%	21.4%	22.5%	23.0%	22.4%	22.4%	19.1%
YOY	-5.8%	-4.9%	3.0%	2.2%	0.6%	-1.2%	1.7%	2.1%	0.7%	0.9%	0.1%	-7.3%	-4.6%	1.2%	1.6%	0.3%	-1.0%	0.9%	1.0%	-1.3%	-0.2%	-2.2%
致欧科技	25.5%	27.0%	25.8%	27.9%	30.1%	28.2%	28.4%	30.9%	30.7%	29.6%	31.3%	20.7%	22.0%	22.0%	23.2%	24.7%	24.3%	25.8%	25.0%	25.6%	25.2%	23.5%
YOY	-22.7%	1.4%	-1.2%	2.1%	2.2%	-2.1%	-1.3%	1.5%	-0.1%	-0.5%	3.0%	-22.3%	1.3%	0.0%	1.2%	1.5%	-0.1%	0.9%	0.3%	0.8%	0.5%	-0.8%
赛维时代	54.8%	54.5%	59.8%	39.3%	40.8%	40.9%	38.0%	38.6%	36.3%	38.3%	40.0%	50.5%	50.5%	56.2%	35.7%	37.8%	38.2%	35.2%	35.9%	33.4%	35.4%	36.0%
YOY	-8.1%	-0.3%	5.4%	-20.5%	1.5%	-0.3%	-0.2%	-4.9%	-3.9%	-2.5%	-1.0%	-7.2%	0.0%	5.7%	-20.5%	2.1%	0.3%	-0.4%	-4.3%	-4.0%	-2.3%	-2.2%
华凯易佰	55.2%	38.0%	31.2%	30.5%	30.7%	31.3%	31.9%	30.8%	26.0%	30.0%	32.3%	15.9%	27.9%	24.6%	23.4%	25.1%	25.4%	27.5%	26.0%	23.0%	25.4%	24.9%
YOY	28.8%	-17.2%	-6.7%	-0.7%	0.1%	0.5%	0.6%	0.1%	-4.1%	-0.7%	1.0%	6.4%	12.0%	-3.3%	-1.2%	1.7%	1.5%	3.9%	1.3%	-4.1%	0.3%	-0.4%
吉宏股份	29.3%	33.6%	35.1%	40.5%	40.3%	40.9%	42.9%	38.3%	44.3%	41.6%	40.5%	24.1%	28.0%	29.3%	35.0%	33.5%	34.8%	37.3%	32.5%	36.8%	35.3%	33.6%
YOY	-1.3%	4.4%	1.4%	5.4%	-0.2%	3.6%	4.7%	-2.8%	0.7%	1.3%	-0.4%	-0.3%	4.0%	1.3%	5.7%	-1.5%	4.5%	6.8%	-1.3%	-0.9%	1.9%	-1.1%
卡罗特	0.0%	13.6%	19.3%	19.3%	22.2%	19.6%		9.6%		16.7%		0.0%	8.4%	14.2%	15.5%	18.1%	18.2%		8.2%		15.2%	
YOY	0.0%	13.6%	5.7%	0.1%	2.9%	-2.0%		-4.9%		-5.5%		0.0%	8.4%	5.8%	1.3%	2.6%	1.5%		-2.2%		-2.9%	
傲基股份	0.0%	32.3%	31.0%	26.9%	25.7%	26.3%		17.0%		24.9%		0.0%	27.8%	24.7%	21.1%	19.3%	19.1%		10.5%		18.3%	
YOY	0.0%	32.3%	-1.3%	-4.1%	-1.2%	-0.9%		-0.3%		-0.9%		0.0%	27.8%	-3.0%	-3.7%	-1.7%	-1.7%		-0.4%		-1.0%	
	管理费用率											财务费用率										
安克创新	3.0%	3.0%	3.3%	3.3%	3.5%	3.8%	3.5%	3.3%	3.8%	3.6%	3.3%	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.2%	0.7%	0.4%	0.2%	1.0%
YOY	0.4%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.8%	0.1%	-0.4%	0.9%	-0.4%	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.4%	0.1%	0.8%	-0.2%	0.1%	1.4%
致欧科技	4.3%	3.0%	3.2%	4.0%	3.7%	4.4%	4.2%	4.1%	2.7%	3.8%	3.7%	0.2%	1.6%	-0.2%	-0.4%	0.8%	-1.3%	-2.5%	0.9%	1.8%	-0.1%	3.4%
YOY	-0.3%	-1.3%	0.2%	0.8%	-0.3%	0.7%	0.8%	0.4%	-1.2%	0.1%	-0.7%	-0.1%	1.4%	-1.8%	-0.1%	1.1%	-2.7%	-2.7%	0.9%	0.5%	-0.8%	4.7%
赛维时代	2.4%	2.6%	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.2%	1.7%	1.7%	1.9%	2.1%	1.3%	0.8%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	0.2%	0.5%	0.0%	1.1%
YOY	-1.7%	0.2%	0.3%	-0.5%	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	0.0%	1.3%	-0.6%	-0.9%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.9%	0.3%	1.5%
华凯易佰	29.8%	7.2%	5.5%	6.4%	4.9%	6.0%	4.1%	3.3%	2.1%	3.9%	5.1%	4.2%	1.4%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.9%	-0.4%	0.5%	0.3%	-0.1%	1.2%
YOY	19.0%	-22.6%	-1.7%	0.9%	-1.5%	-0.1%	-3.1%	-1.6%	-0.6%	-1.0%	-0.8%	2.3%	-2.7%	-1.5%	-0.2%	0.2%	-0.8%	0.0%	0.2%	0.4%	-0.1%	2.1%
吉宏股份	2.6%	2.5%	2.9%	3.4%	4.5%	4.1%	3.3%	3.5%	4.4%	3.8%	3.7%	0.8%	0.7%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.3%	1.0%	0.4%	1.2%
YOY	-0.7%	-0.1%	0.3%	0.5%	1.1%	-0.3%	-1.3%	-1.7%	0.5%	-0.7%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.1%	-0.6%	0.3%	0.6%	0.8%	0.3%	1.4%
卡罗特	0.0%	5.7%	5.4%	4.3%	5.0%	4.4%		3.7%		3.7%		0.0%	-0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.9%	-3.1%		-2.2%		-2.2%	
YOY	0.0%	5.7%	-0.3%	-1.1%	0.7%	-0.8%		-1.3%		-1.3%		0.0%	-0.5%	0.2%	-0.1%	-0.5%	-2.7%		-1.3%		-1.3%	
傲基股份	0.0%	4.2%	5.3%	4.8%	5.3%	4.9%		4.6%		4.6%		0.0%	0.3%	1.0%	1.0%	1.1%	2.3%		1.9%		1.9%	
YOY	0.0%	4.2%	1.0%	-0.4%	0.4%	-0.4%		-0.7%		-0.7%		0.0%	0.3%	0.7%	0.0%	0.1%	1.3%		0.8%		0.8%	

资料来源：iFind、信达证券研发中心

4. 黄金珠宝：需求端延续分化，头部品牌商业模式进化

金饰与投资金消费重量增速剪刀差扩大，需求端延续分化。我们基于中国黄金协会披露的黄金制品消费重量与上海金交所金价进行测算，得到金饰品类历年量价拆分情况以及投资金重量增速，总体来说，消费重量和金价呈现一定负向关系，但不同阶段，考虑金价上行斜率以及产品创新，呈现不同消费心理，2024-2025 年金价加速上行期，金饰消费 GMV 的 CAGR 相较于 2019-2023 年金价稳定上行期不升反降，我们认为该现象主要系金饰本质是消费品而非投资品，难以脱离价增量减基本框架，金价过高普遍引起终端消费者观望情绪，而金饰与投资金消费重量增速的剪刀差自 2024 年以来持续扩大，体现需求端的消费需求与投资需求正在显著分化。2026Q1 行业投资金消费重量增速显著加快，金饰则继续呈现价增量减态势。

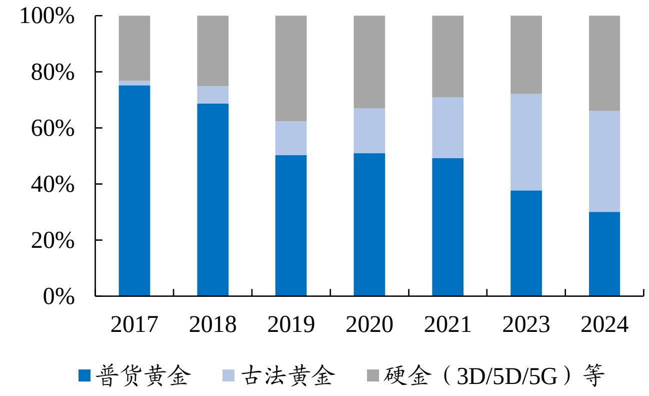
图 24：我国黄金首饰与投资金消费情况



资料来源：中国黄金协会、iFind、信达证券研发中心

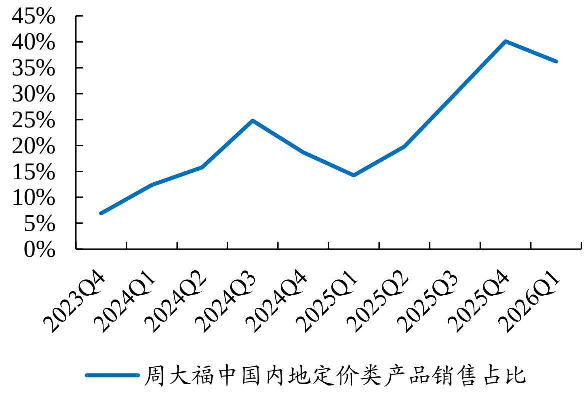
金饰中古法金与硬金占比持续提升，定价黄金趋势向好。按制造工艺与设计通常将金饰划分为普货与非普货，非普货如古法黄金与硬金均运用特殊工艺搭配独特设计，赋予产品情绪价值、审美价值、文化价值等。在当前金价高企背景下，金饰景气度虽有所承压，但产品附加值更高的古法黄金与硬金反而逐渐成为金饰主流，反映出消费者金饰需求正在升级，更加愿意为产品附加值买单，其理性体现在将金饰视为可选消费品，满足情绪价值等一系列需求外，其保值增值属性当下具备突出优势，这亦是我们继续看好精品金饰未来景气的基础。作为精品金饰销售模式的一类细分，定价黄金近年亦呈现出突出景气度，以龙头周大福为例，其内地定价类产品的销售占比从 2023Q4 的 6.9%提升至 2026Q1 的 36.2%。

图 25：我国黄金首饰市场工艺结构



资料来源：中宝协、信达证券研发中心

图 26：周大福中国内地定价类产品销售占比



资料来源：周大福公司公告、信达证券研发中心

建议优先沿 K 型曲线关注能够抓住结构性增长机遇的品牌。当前金价环境下，大盘动销仍有压力，板块内营收端延续分化态势，老铺、莱百、潮宏基等少数特色品牌保持营收正增长，但利润端业内公司多数实现正增长，其中有金价上涨带来的盈利贡献，我们也看到头部品牌商业模式的升级已现端倪。

收入：品牌间分化明显，差异化品牌优于传统品牌。

（1）老铺黄金：25 年实现营收 273.0 亿元（同比+221.0%），延续现象级增长表现，26Q1 实现收入约 165.0-175.0 亿元，表现亮眼。我们认为老铺黄金高增主要系同店销售增长带动（25 年同店收入增速约 160.6%），品牌定位高端化具备稀缺性，持续破圈带来客群快速扩张，品牌势能突出。

（2）潮宏基：25 年实现营收 93.2 亿元（同比+43.0%），26Q1 实现营收 25.0 亿元（同比+10.9%），呈现良好增长态势，门店数量保持较快扩张势头，作为精品金饰代表性品牌，成功塑造"年轻、时尚、会玩"的品牌形象，根据弗若斯特沙利文统计，公司授权 IP 数量与黄金串珠手链市场份额均位列行业第一。

（3）莱百股份：25 年实现营收 288.2 亿元（同比+42.4%），26Q1 实现营收 142.7 亿元（同比+73.6%），增速突出，我们认为主要系投资金品类显著带动，在我国的黄金增值税改革后，公司作为上金所第一批综合类会员单位，可直接从上金所采购黄金原材料，叠加全直营模式，造就投资金品类 α。

（4）港资品牌：以六福集团、周大福为代表，我们预计 FY2026 有望实现营收同比正增长，主要系港资品牌品牌积淀深厚，在产品推新、门店运营等方面调整较快，顺应行业变化实现良好增长。

近年来随着金价涨至高位，消费者需求分化已是共识，作为品牌方，应对的核心思路应当是"直面需求"，有两条路径可选，一是倚仗直营渠道，如**老铺黄金、莱百股份以及港资品牌，周大生**亦显著强化自营渠道布局（国家宝藏），自主管理自然如臂

指使，但痛点是重资本投入，而近年金价上行恰好为想发力直营的品牌进行投资托底，二是掌握加盟渠道，老派做法对加盟商是“放养模式”，现在要掌握加盟渠道情况，本质上是考验品牌运营赋能，**潮宏基**通过数字化技术分析终端需求，指引产品研发、门店运营、品牌宣传等。

头部品牌利润增速表现普遍优于营收。利润方面除个别品牌外，头部品牌 25 年及 26Q1 普遍实现归母净利润正增长，且优于营收端，我们认为主要系多维度因素促成盈利能力提升，以下具体分析。

图 27：黄金珠宝行业主要公司收入及利润情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
营业收入规模及增速											
老凤祥	51721.50	58690.77	63010.14	71435.64	56792.88	17521.31	15834.54	14645.61	4821.92	52823.38	13742.22
YOY	4.2%	13.5%	7.4%	13.4%	-20.5%	-31.6%	10.5%	16.0%	14.5%	-7.0%	-21.6%
周大生	5084.13	9155.20	11118.08	16290.06	13891.30	2673.04	1923.67	2175.29	2043.07	8815.07	1953.96
YOY	-6.5%	80.1%	21.4%	46.5%	-14.7%	-47.3%	-38.5%	-16.7%	-33.7%	-36.5%	-26.9%
潮宏基	3215.26	4636.49	4417.41	5899.85	6517.87	2252.07	1849.69	2134.96	3081.14	9317.86	2498.28
YOY	-9.2%	44.2%	-4.7%	33.6%	10.5%	25.4%	13.1%	49.5%	85.8%	43.0%	10.9%
莱百股份	7067.85	10405.75	10989.87	16552.22	20232.66	8222.33	7025.52	5224.06	8347.64	28819.55	14272.80
YOY	-15.9%	47.2%	5.6%	50.6%	22.2%	30.2%	50.3%	19.9%	70.8%	42.4%	73.6%
中国黄金	33787.63	50757.67	47124.27	56364.37	60464.41	11002.94	20095.50	14665.53	24057.93	69821.90	15344.68
YOY	-11.7%	50.2%	-7.2%	19.6%	7.3%	-39.7%	18.9%	28.4%	73.2%	15.5%	39.5%
曼卡龙	808.64	1252.54	1610.37	1923.39	2357.20	714.28	841.34	608.22	574.96	2738.81	605.29
YOY	-9.8%	54.9%	28.6%	19.4%	22.6%	42.9%	15.7%	36.2%	-15.9%	16.2%	-15.3%
豫园股份	44050.76	51063.11	50117.97	58146.92	46924.47	8782.16	10330.31	9287.36	7973.46	36373.30	9648.60
YOY	2.7%	15.9%	-1.9%	16.0%	-19.3%	-49.0%	-0.2%	8.9%	-26.3%	-22.5%	9.9%
迪阿股份	2464.50	4622.73	3681.57	2180.28	1482.42	407.65	378.41	370.32	363.74	1520.12	361.27
YOY	48.1%	87.6%	-20.4%	-40.8%	-32.0%	-4.4%	7.5%	11.2%	-1.9%	2.5%	-11.4%
老铺黄金	895.53	1264.60	1294.22	3179.56	8505.56	12354.24		14948.95		27303.18	
YOY	-	41.2%	2.3%	145.7%	167.5%	251.0%		199.9%		221.0%	
周大福	70163.80	98937.70	94684.40	108713.00	89656.00	38986.10		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	23.6%	41.0%	-4.3%	14.8%	-17.5%	-1.1%					
六福集团	8861.34	11737.80	11977.84	15325.96	13341.30	6843.38		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-21.1%	32.5%	2.0%	28.0%	-12.9%	25.6%					
周六福	-	2783.06	3101.69	5149.60	5718.20	3150.42		2683.87		5834.30	
YOY	-	-	11.4%	66.0%	11.0%	5.2%		-1.5%		2.0%	
归母净利润及增速											
老凤祥	1586.02	1876.31	1700.34	2214.40	1949.80	613.05	607.24	217.25	317.43	1754.96	547.05
YOY	12.6%	18.3%	-9.4%	30.2%	-11.9%	-23.6%	0.9%	-41.6%	82.5%	-10.0%	-10.8%
周大生	1013.31	1224.61	1090.60	1316.05	1010.11	252.12	341.69	287.73	221.68	1103.22	293.41
YOY	2.2%	20.9%	-10.9%	20.7%	-23.2%	-26.1%	31.3%	13.6%	42.7%	9.2%	16.4%
潮宏基	139.69	350.68	199.13	333.35	193.65	188.90	142.34	-14.28	180.05	497.01	263.56
YOY	72.1%	151.0%	-43.2%	67.4%	-41.9%	44.4%	44.3%	-116.5%	247.3%	156.7%	39.5%
莱百股份	361.75	363.95	460.13	706.79	719.01	319.67	139.02	188.07	486.31	1133.07	398.36
YOY	-10.0%	0.6%	26.4%	53.6%	1.7%	17.3%	9.2%	21.9%	194.8%	57.6%	24.6%
中国黄金	500.16	794.43	765.33	973.48	818.39	134.56	184.23	16.09	-59.45	275.43	163.74
YOY	10.8%	58.8%	-3.7%	27.2%	-15.9%	-63.0%	-20.2%	-89.4%	-181.6%	-66.3%	21.7%
曼卡龙	63.65	70.29	54.43	80.09	96.13	43.01	33.69	25.49	12.38	114.58	57.13
YOY	-1.9%	10.4%	-22.6%	47.1%	20.0%	33.5%	37.4%	25.3%	-35.0%	19.2%	32.8%
豫园股份	3610.34	3860.59	3825.89	2024.06	125.26	51.83	10.99	-550.57	-4408.91	-4896.66	156.97
YOY	12.5%	6.9%	-0.9%	-47.1%	-93.8%	-71.2%	-98.9%	-3217.6%	-326.3%	-4009.3%	202.9%
迪阿股份	563.30	1301.77	729.24	68.96	53.03	20.72	55.28	26.54	36.57	139.10	37.59
YOY	113.4%	131.1%	-44.0%	-90.5%	-23.1%	-29.7%	1547.9%	310.1%	11.3%	162.3%	81.4%
老铺黄金	88.03	113.88	94.53	416.30	1473.11	2267.55		2600.38		4867.94	
YOY	-	29.4%	-17.0%	340.4%	253.9%	285.8%		193.7%		230.5%	
周大福	5088.79	5442.77	4710.97	6025.68	5516.90	2321.53		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	91.5%	7.0%	-13.4%	27.9%	-8.4%	1.9%					
六福集团	859.05	1129.02	1124.07	1638.52	1025.75	567.36		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	8.3%	31.4%	-0.4%	45.8%	-37.4%	45.0%					
周六福	-678.80	425.69	575.24	659.69	706.31	415.29		355.00		770.30	
YOY	307.6%	-162.7%	35.1%	14.7%	7.1%	11.9%		6.0%		9.1%	

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
收入&合同负债规模及增速											
老凤祥	52115.17	58886.21	63278.91	71809.49	57482.82	18109.90	16086.05	14878.76	4981.78	52983.24	13932.36
YOY	4.7%	13.0%	7.5%	13.5%	-20.0%	-30.0%	9.6%	14.3%	1.6%	-7.8%	-23.1%
周大生	5093.96	9172.03	11139.33	16310.44	13912.45	2695.33	1944.97	2194.50	2064.39	8836.39	1980.90
YOY	-8.3%	80.1%	21.4%	46.4%	-14.7%	-47.0%	-38.3%	-16.7%	-33.5%	-36.5%	-26.5%
潮宏基	3290.50	4732.43	4518.06	5989.18	6600.34	2364.49	1940.25	2335.83	3215.68	9452.39	2669.04
YOY	-8.7%	43.8%	-4.5%	32.6%	10.2%	26.1%	14.1%	56.3%	84.7%	43.2%	12.9%
莱百股份	7355.05	10765.16	11321.89	16834.77	20560.19	8639.21	7367.03	5568.99	8705.32	29177.23	14659.02
YOY	-16.0%	46.4%	5.2%	48.7%	22.1%	30.9%	48.3%	20.0%	66.9%	41.9%	69.7%
中国黄金	33910.09	50890.05	47359.96	56977.84	60702.37	11369.01	20381.35	14967.17	24612.70	70376.67	15963.15
YOY	-11.8%	50.1%	-6.9%	20.3%	6.5%	-39.1%	18.9%	27.0%	74.2%	15.9%	40.4%
曼卡龙	809.40	1254.04	1611.50	1925.20	2359.29	716.70	842.19	609.02	577.55	2741.39	605.73
YOY	-10.1%	54.9%	28.5%	19.5%	22.5%	42.7%	15.8%	36.3%	-15.8%	16.2%	-15.5%
豫园股份	50796.28	60052.82	62370.22	65687.82	51835.37	13066.98	14217.72	12392.01	9671.76	38071.60	11563.79
YOY	-9.3%	18.2%	3.9%	5.3%	-21.1%	-44.6%	-15.6%	-31.9%	-38.5%	-26.6%	-11.5%
迪阿股份	2718.01	4832.88	3808.28	2289.91	1595.11	511.39	481.48	466.16	479.77	1636.15	476.07
YOY	53.0%	77.8%	-21.2%	-39.9%	-30.3%	0.0%	11.7%	11.6%	-0.8%	2.6%	-6.9%
老铺黄金	895.53	1264.60	1294.22	3179.56	8505.56	12354.24		14948.95		27303.18	
YOY	-	41.2%	2.3%	145.7%	167.5%	251.0%		199.9%		221.0%	
周大福	70163.80	98937.70	94684.40	108713.00	89656.00	38986.10		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	23.6%	41.0%	-4.3%	14.8%	-17.5%	-1.1%					
六福集团	8861.34	11737.80	11977.84	15325.96	13341.30	6843.38		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-21.1%	32.5%	2.0%	28.0%	-12.9%	25.6%					
周六福	-	2783.06	3101.69	5149.60	5718.20	3150.42		2683.87		5834.30	
YOY	-	-	11.4%	66.0%	11.0%	5.2%		-1.5%		2.0%	
扣非归母净利润及增速											
老凤祥	1513.61	1589.42	1727.01	2155.74	1803.46	643.66	409.28	220.84	314.62	1588.40	653.73
YOY	15.2%	5.0%	8.7%	24.8%	-16.3%	-22.9%	-34.5%	-7.5%	199.1%	-11.9%	1.6%
周大生	945.80	1193.25	1025.47	1267.90	987.58	241.87	339.32	271.56	209.11	1061.86	280.90
YOY	3.5%	26.2%	-14.1%	23.6%	-22.1%	-28.0%	36.1%	7.7%	39.1%	7.5%	16.1%
潮宏基	133.94	338.10	177.73	305.56	187.26	187.99	141.51	-15.48	204.36	518.40	263.08
YOY	111.2%	152.4%	-47.4%	71.9%	-38.7%	46.2%	46.1%	-118.3%	266.3%	176.8%	39.9%
莱百股份	340.02	353.82	405.46	657.58	683.76	276.89	118.61	189.62	440.53	1025.65	449.43
YOY	-15.9%	4.1%	14.6%	62.2%	4.0%	10.0%	-11.4%	36.4%	176.8%	50.0%	62.3%
中国黄金	444.14	758.18	694.60	880.80	789.78	133.23	177.48	-14.72	-55.73	240.27	162.01
YOY	1.2%	70.7%	-8.4%	26.8%	-10.3%	-63.9%	-15.9%	-112.6%	-160.2%	-69.6%	21.6%
曼卡龙	56.24	60.30	51.06	71.23	80.82	40.03	27.32	22.35	8.54	98.25	56.07
YOY	-7.6%	7.2%	-15.3%	39.5%	13.5%	25.9%	32.3%	20.8%	-13.6%	21.6%	40.1%
豫园股份	2468.44	2799.00	161.73	-451.16	-2108.85	-178.95	-266.44	-507.40	-3146.40	-4099.19	100.89
YOY	-9.5%	13.4%	-94.2%	-379.0%	-367.4%	-322.1%	49.1%	-121.3%	-118.9%	-94.4%	156.4%
迪阿股份	540.42	1248.51	613.25	-120.48	-126.40	6.06	-3.75	2.82	-0.91	4.21	-8.59
YOY	118.5%	131.0%	-50.9%	-119.6%	-4.9%	202.4%	90.3%	108.3%	98.1%	103.3%	-241.8%

资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：六福集团、周大福货币单位为港元，其他公司为人民币）

盈利能力：多数头部品牌在金价、产品结构等多因素支撑下提升。25 年&26Q1 黄金珠宝行业多数公司实现归母净利率同比提升，其中毛利率提升成为重要支撑，我们认为毛利率提升既有金价上涨抬升产品售价（尤其一口价产品售价提升、但金价阶段性下行）的因素，也有企业优化产品与门店运营，商业模式进化带来销售附加值提升的因素，具体来看：

（1）老铺黄金：25 年毛利率为 37.6%（同比-3.5pct），主要系公司 2025 年前两次调价后金价持续快速上涨，拖累毛利率表现，但 25 年 10 月第三次调价后毛利率已重新回到 40%以上；期间费用率同比-4.2pct，主要系同店销售同比大幅增长，门店经营杠杆显著优化，摊薄相关费用，归母净利率在此支撑下实现同比+0.5pct。

（2）潮宏基：25 年毛利率为 22.1%（同比-1.5pct），26Q1 毛利率为 26.9%（同比+4.0pct），25 年/26Q1 归母净利率分别同比+2.4pct/+2.2pct，我们认为公司盈利能力提升一方面得益于产品结构优化，26Q1 毛利较高的时尚珠宝首饰收入增长超过 30%，显著增厚毛利额，另一方面则主要系经营杠杆凸显，公司通过发力加盟渠道实现轻资产扩张，随着加盟渠道占比提升利好净利率提升。

（3）周大生：25 年/26Q1 毛利率分别同比+10.6pct/+13.2pct，归母净利率则分别同比+5.2/+5.6pct，我们认为显著提升的原因一为渠道结构变化（运营能力更强的直营渠道占比提升），二为金价上涨受益；此外，公司 26 年 4 月起将克重黄金品牌使用费从 12 元/克提至 24 元/克，有望增强未来盈利韧性。

图 28：黄金珠宝行业主要公司盈利能力（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛利率											
老凤祥	8.2%	7.8%	7.6%	8.3%	8.9%	9.1%	8.3%	7.0%	18.3%	9.1%	12.7%
YOY	-0.3%	-0.4%	-0.2%	0.7%	0.6%	0.7%	-2.5%	0.5%	4.8%	0.2%	3.7%
周大生	41.0%	27.3%	20.8%	18.1%	20.8%	26.2%	36.1%	28.5%	36.7%	31.4%	39.4%
YOY	5.0%	-13.7%	-6.5%	-2.6%	2.7%	10.6%	13.1%	1.0%	15.1%	10.6%	13.2%
潮宏基	35.8%	33.4%	30.2%	26.1%	23.6%	22.9%	24.9%	21.9%	19.8%	22.1%	26.9%
YOY	-1.8%	-2.4%	-3.2%	-4.1%	-2.5%	-2.0%	1.6%	-2.3%	-2.1%	-1.5%	4.0%
菜百股份	13.9%	11.3%	11.2%	10.7%	8.9%	8.3%	5.8%	9.1%	9.9%	8.3%	7.1%
YOY	0.3%	-2.6%	-0.1%	-0.5%	-1.7%	-1.7%	-2.0%	0.5%	1.0%	-0.6%	-1.2%
中国黄金	4.4%	3.1%	3.9%	4.1%	4.3%	5.6%	3.9%	2.1%	2.4%	3.3%	2.7%
YOY	-0.8%	-1.3%	0.8%	0.2%	0.2%	1.6%	-0.8%	-1.5%	-2.4%	-1.0%	-2.9%
曼卡龙	28.2%	20.0%	16.6%	14.6%	13.4%	15.8%	11.6%	15.6%	18.2%	15.0%	26.8%
YOY	2.4%	-8.2%	-3.4%	-1.9%	-1.3%	-1.4%	0.7%	-0.4%	6.7%	1.6%	11.1%
豫园股份	24.5%	24.1%	17.9%	14.1%	13.6%	16.1%	14.2%	9.0%	14.2%	13.3%	18.0%
YOY	-2.3%	-0.4%	-6.2%	-3.8%	-0.5%	2.4%	1.7%	-3.3%	-1.2%	-0.3%	1.9%
迪阿股份	69.4%	70.1%	69.8%	68.8%	65.5%	63.5%	67.0%	69.0%	64.0%	65.8%	68.6%
YOY	-0.8%	0.8%	-0.3%	-1.0%	-3.3%	-2.3%	1.0%	4.1%	-1.3%	0.3%	5.1%
老铺黄金	43.1%	41.2%	41.9%	41.9%	41.2%	38.1%		37.3%		37.6%	
YOY		-1.9%	0.7%	0.0%	-0.7%	-3.2%		-3.8%		-3.5%	
周大福	28.6%	22.6%	22.4%	20.5%	29.5%	30.5%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	0.2%	-6.0%	-0.2%	-1.9%	9.0%	-0.9%					
六福集团	29.7%	27.6%	27.0%	27.2%	33.1%	34.7%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	0.1%	-2.2%	-0.6%	0.3%	5.9%	2.0%					
周六福		35.0%	38.7%	26.2%	25.9%	26.3%		29.0%		27.5%	
YOY			3.7%	-12.5%	-0.4%	0.8%		2.6%		1.6%	
归母净利率											
老凤祥	3.1%	3.2%	2.7%	3.1%	3.4%	3.5%	3.8%	1.5%	6.6%	3.3%	4.0%
YOY	0.2%	0.1%	-0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	-0.4%	-1.5%	2.5%	-0.1%	0.5%
周大生	19.9%	13.4%	9.8%	8.1%	7.3%	9.4%	17.8%	13.2%	10.9%	12.5%	15.0%
YOY	1.7%	-6.6%	-3.6%	-1.7%	-0.8%	2.7%	9.4%	3.5%	5.8%	5.2%	5.6%
潮宏基	4.3%	7.6%	4.5%	5.7%	3.0%	8.4%	7.7%	-0.7%	5.8%	5.3%	10.5%
YOY	2.1%	3.2%	-3.1%	1.1%	-2.7%	1.1%	1.7%	-6.7%	13.2%	2.4%	2.2%
菜百股份	5.1%	3.5%	4.2%	4.3%	3.6%	3.9%	2.0%	3.6%	5.8%	3.9%	2.8%
YOY	0.3%	-1.6%	0.7%	0.1%	-0.7%	-0.4%	-0.7%	0.1%	2.4%	0.4%	-1.1%
中国黄金	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	0.9%	0.1%	-0.2%	0.4%	1.1%
YOY	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.4%	-0.8%	-0.4%	-1.2%	-0.8%	-1.0%	-0.2%
曼卡龙	7.9%	5.6%	3.4%	4.2%	4.1%	6.0%	4.0%	4.2%	2.2%	4.2%	9.4%
YOY	0.6%	-2.3%	-2.2%	0.8%	-0.1%	-0.4%	0.6%	-0.4%	-0.6%	0.1%	3.4%
豫园股份	8.2%	7.6%	7.6%	3.5%	0.3%	0.6%	0.1%	-5.9%	-55.3%	-13.5%	1.6%
YOY	0.7%	-0.6%	0.1%	-4.2%	-3.2%	-0.5%	-9.2%	-6.1%	-45.7%	-13.7%	1.0%
迪阿股份	22.9%	28.2%	19.8%	3.2%	3.6%	5.1%	14.6%	7.2%	10.1%	9.2%	10.4%
YOY	7.0%	5.3%	-8.4%	-16.6%	0.4%	-1.8%	13.7%	11.0%	1.2%	5.6%	5.3%
老铺黄金	9.8%	9.0%	7.3%	13.1%	17.3%	18.4%		17.4%		17.8%	
YOY		-0.8%	-1.7%	5.8%	4.2%	1.7%		-0.4%		0.5%	
周大福	7.3%	5.5%	5.0%	5.5%	6.2%	6.0%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	2.6%	-1.8%	-0.5%	0.6%	0.6%	0.2%					
六福集团	9.7%	9.6%	9.4%	10.7%	7.7%	8.3%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	2.6%	-0.1%	-0.2%	1.3%	-3.0%	1.1%					
周六福		15.3%	18.5%	12.8%	12.4%	13.2%		13.2%		13.2%	
YOY			3.3%	-5.7%	-0.5%	0.8%		0.9%		0.9%	

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛销差											
老凤祥	6.9%	6.4%	6.3%	6.8%	7.3%	7.8%	6.9%	5.2%	12.6%	7.3%	11.0%
YOY	-0.1%	-0.4%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	-2.3%	-0.1%	4.6%	0.0%	3.1%
周大生	27.9%	19.7%	14.0%	12.3%	12.4%	16.8%	23.4%	17.3%	20.2%	19.2%	27.3%
YOY	2.7%	-8.2%	-5.7%	-1.7%	0.1%	6.1%	9.4%	1.1%	9.8%	6.8%	10.6%
潮宏基	13.1%	15.0%	12.7%	12.0%	11.9%	14.2%	15.0%	13.7%	12.2%	13.6%	17.8%
YOY	-1.4%	1.9%	-2.3%	-0.6%	-0.1%	0.6%	3.0%	1.7%	2.1%	1.6%	3.7%
菜百股份	10.3%	8.3%	8.0%	8.1%	6.6%	6.3%	3.7%	6.6%	8.7%	6.4%	5.7%
YOY	0.0%	-2.0%	-0.3%	0.0%	-1.5%	-1.4%	-1.6%	0.4%	2.1%	-0.1%	-0.6%
中国黄金	3.3%	2.2%	2.9%	3.2%	3.5%	4.8%	3.3%	1.6%	1.7%	2.7%	2.0%
YOY	-0.9%	-1.1%	0.8%	0.3%	0.2%	1.4%	-0.7%	-1.1%	-1.8%	-0.8%	-2.8%
曼卡龙	15.0%	11.4%	8.8%	8.3%	7.6%	10.2%	7.7%	9.6%	10.9%	9.4%	20.0%
YOY	-0.1%	-3.6%	-2.6%	-0.5%	-0.8%	-0.6%	1.9%	0.9%	4.6%	1.9%	9.8%
豫园股份	20.5%	18.9%	12.2%	8.8%	7.7%	8.8%	8.5%	2.9%	4.9%	6.3%	11.9%
YOY	-2.8%	-1.6%	-6.7%	-3.4%	-1.1%	-0.3%	1.2%	-2.7%	-2.7%	-1.4%	3.1%
迪阿股份	39.8%	43.8%	31.2%	12.5%	10.5%	19.6%	17.5%	17.5%	10.5%	16.4%	15.6%
YOY	10.1%	4.0%	-12.6%	-18.7%	-2.0%	8.6%	9.4%	8.1%	-2.7%	5.9%	-3.9%
老铺黄金	21.9%	20.4%	18.9%	23.7%	26.6%	26.2%		25.9%		26.1%	
YOY		-1.5%	-1.5%	4.7%	3.0%	0.0%		-1.0%		-0.6%	
周大福	16.3%	11.9%	11.8%	11.7%	19.8%	20.9%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	3.3%	-4.4%	-0.1%	-0.1%	8.1%	0.0%					
六福集团	12.3%	13.7%	13.2%	13.9%	16.4%	18.4%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	0.0%	1.4%	-0.5%	0.7%	2.5%	3.4%					
周六福		23.3%	26.0%	17.1%	17.4%	18.6%		19.4%		19.0%	
YOY			2.7%	-8.9%	0.2%	1.1%		2.2%		1.6%	
ROE											
老凤祥	19.9%	20.4%	16.8%	19.1%	15.6%	4.8%	4.7%	1.7%	2.4%	13.3%	4.1%
YOY	-0.1%	0.5%	-3.6%	2.3%	-3.5%	-1.9%	-0.3%	-1.4%	1.0%	-2.3%	-0.7%
周大生	18.8%	21.2%	18.0%	20.6%	15.9%	3.9%	5.3%	4.6%	3.5%	17.0%	4.4%
YOY	-2.2%	2.3%	-3.1%	2.6%	-4.7%	-1.3%	1.3%	0.5%	1.0%	1.1%	0.5%
潮宏基	4.1%	10.0%	5.6%	9.2%	5.5%	5.2%	3.9%	-0.4%	4.9%	13.2%	6.8%
YOY	1.7%	5.9%	-4.3%	3.6%	-3.7%	1.7%	1.2%	-2.7%	8.3%	7.7%	1.6%
菜百股份	16.9%	11.3%	13.5%	18.7%	18.1%	7.7%	3.4%	4.6%	11.0%	24.2%	8.2%
YOY	-1.9%	-5.6%	2.2%	5.2%	-0.6%	0.7%	0.1%	0.5%	6.8%	6.2%	0.5%
中国黄金	9.6%	12.1%	11.1%	13.2%	11.0%	1.8%	2.5%	0.2%	-0.8%	3.9%	2.3%
YOY	0.0%	2.5%	-1.1%	2.1%	-2.2%	-3.0%	-0.6%	-1.9%	-1.8%	-7.1%	0.5%
曼卡龙	11.8%	9.2%	6.7%	5.2%	6.0%	2.6%	2.0%	1.5%	0.7%	6.8%	3.3%
YOY	-1.8%	-2.6%	-2.5%	-1.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%	-0.4%	0.9%	0.7%
豫园股份	10.9%	11.3%	10.7%	5.6%	0.4%	0.1%	0.0%	-1.6%	-13.7%	-16.3%	0.5%
YOY	0.7%	0.3%	-0.5%	-5.2%	-5.2%	-0.3%	-2.6%	-1.6%	-10.8%	-16.7%	0.4%
迪阿股份	50.4%	19.0%	10.7%	1.1%	0.8%	0.3%	0.9%	0.4%	0.6%	2.2%	0.6%
YOY	10.9%	-31.4%	-8.2%	-9.7%	-0.2%	-0.1%	0.8%	0.6%	0.1%	1.4%	0.3%
老铺黄金	13.5%	14.8%	10.9%	27.5%	37.6%	29.6%				43.9%	
YOY		1.3%	-3.9%	16.6%	10.1%	9.3%				6.3%	
周大福	19.6%	20.0%	16.6%	25.3%	22.4%	9.7%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	8.6%	0.4%	-3.3%	8.7%	-2.9%	-0.3%					
六福集团	9.0%	11.5%	10.5%	13.7%	8.3%	4.5%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	0.6%	2.5%	-1.0%	3.2%	-5.4%	1.3%					
周六福		32.2%	30.2%	29.1%	27.4%	10.6%				18.1%	
YOY			-2.0%	-1.1%	-1.7%	10.6%				-9.3%	

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 29：黄金珠宝行业主要公司期间费率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
期间费用率											
老凤祥	2.8%	2.5%	2.3%	2.4%	2.9%	2.2%	2.2%	3.1%	9.3%	4.7%	3.0%
YOY	-0.3%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.5%	0.2%	-0.6%	0.4%	-0.8%	1.7%	0.8%
周大生	14.9%	8.6%	7.6%	6.5%	9.5%	10.6%	14.1%	12.8%	19.0%	14.4%	14.3%
YOY	1.5%	-6.3%	-1.0%	-1.0%	2.9%	4.9%	4.0%	0.2%	6.6%	4.9%	3.7%
潮宏基	29.4%	22.6%	21.6%	17.8%	15.3%	11.5%	13.3%	11.5%	11.2%	12.4%	11.2%
YOY	0.0%	-6.8%	-1.0%	-3.9%	-2.5%	-3.1%	-1.4%	-4.4%	-4.9%	-2.9%	-0.3%
菜百股份	5.5%	4.4%	4.4%	3.5%	3.2%	2.7%	2.5%	3.3%	1.8%	2.5%	2.0%
YOY	0.6%	-1.1%	-0.1%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	0.0%	-1.5%	-0.7%	-0.7%
中国黄金	1.7%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	0.8%	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%
YOY	0.1%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	0.1%	-0.2%
曼卡龙	18.2%	13.1%	11.7%	9.4%	8.3%	7.8%	6.2%	8.7%	11.8%	9.8%	10.5%
YOY	3.1%	-5.0%	-1.4%	-2.3%	-1.1%	-0.7%	-0.8%	-1.2%	3.2%	1.5%	2.8%
豫园股份	12.0%	14.2%	16.3%	13.5%	16.0%	19.3%	14.5%	13.8%	25.0%	20.0%	15.6%
YOY	1.4%	2.3%	2.0%	-2.7%	2.4%	6.7%	-1.7%	-2.3%	4.0%	4.0%	-3.7%
迪阿股份	37.2%	31.0%	44.2%	65.5%	66.4%	56.7%	64.0%	63.6%	68.1%	62.9%	69.0%
YOY	-11.7%	-6.2%	13.1%	21.3%	0.9%	-8.5%	-7.5%	-6.3%	8.1%	-3.5%	12.3%
老铺黄金	30.2%	29.4%	32.2%	24.4%	18.3%	14.1%		13.9%		14.1%	
YOY		-0.8%	2.8%	-7.8%	-6.1%	-5.0%		-4.0%		-4.2%	
周大福	17.3%	14.4%	14.8%	12.7%	14.5%	14.7%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-3.9%	-2.9%	0.5%	-2.1%	1.8%	-1.1%					
六福集团	18.7%	14.9%	15.5%	15.2%	19.8%	19.5%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-0.3%	-3.8%	0.6%	-0.3%	4.6%	-2.0%					
周六福		15.7%	16.3%	11.2%	10.9%	10.1%		12.1%		11.1%	
YOY			0.6%	-5.1%	-0.2%	-0.3%		0.5%		0.2%	
管理费用率											
老凤祥	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	1.0%	0.6%	0.7%	1.0%	2.5%	2.5%	0.7%
YOY	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.4%	0.1%	-0.4%	-0.1%	-1.8%	1.5%	0.1%
周大生	1.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.9%	1.9%	1.5%
YOY	-0.3%	-0.9%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.5%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	0.5%
潮宏基	3.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	1.3%	1.9%	1.6%	2.5%	2.5%	1.1%
YOY	0.6%	-1.2%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.6%	0.2%	0.4%	-0.2%
菜百股份	1.3%	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
YOY	0.2%	-0.4%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
中国黄金	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%
YOY	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	-0.1%
曼卡龙	4.8%	4.5%	3.8%	3.4%	2.9%	2.2%	2.3%	3.0%	4.3%	4.3%	3.6%
YOY	0.7%	-0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	0.1%	-0.1%	1.0%	1.4%	1.4%
豫园股份	6.1%	6.3%	7.2%	5.5%	5.9%	6.9%	5.0%	4.7%	8.2%	8.2%	5.1%
YOY	0.8%	0.2%	1.0%	-1.7%	0.3%	2.3%	-0.6%	-2.3%	1.0%	2.4%	-1.8%
迪阿股份	6.5%	3.7%	4.5%	7.0%	9.7%	9.9%	8.8%	9.6%	9.5%	9.5%	9.2%
YOY	-0.7%	-2.8%	0.7%	2.5%	2.7%	1.6%	-2.0%	-0.7%	-0.1%	-0.2%	-0.8%
老铺黄金	8.0%	7.7%	7.9%	5.6%	3.4%	1.9%		2.1%		2.1%	
YOY		-0.3%	0.2%	-2.3%	-2.2%	-1.8%		-1.3%		-1.3%	
周大福	4.6%	3.5%	3.9%	3.5%	4.2%	4.3%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-0.5%	-1.1%	0.5%	-0.4%	0.7%	-0.3%					
六福集团	1.7%	1.6%	1.8%	1.7%	2.8%	2.7%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	0.2%	-0.1%	0.2%	-0.1%	1.2%	-0.8%					
周六福		3.9%	3.5%	2.0%	2.2%	2.3%		2.4%		2.4%	
YOY			-0.4%	-1.5%	0.2%	-0.1%		0.2%		0.2%	

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
销售费用率											
老凤祥	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%	1.2%	1.3%	1.8%	5.7%	1.8%	1.8%
YOY	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.6%	0.2%	0.2%	0.6%
周大生	13.1%	7.6%	6.7%	5.8%	8.4%	9.5%	12.7%	11.1%	16.5%	12.2%	12.1%
YOY	2.3%	-5.5%	-0.9%	-0.9%	2.6%	4.5%	3.7%	-0.2%	5.4%	3.8%	2.7%
潮宏基	22.7%	18.4%	17.5%	14.0%	11.7%	8.8%	9.9%	8.2%	7.7%	8.5%	9.1%
YOY	-0.5%	-4.3%	-0.9%	-3.5%	-2.3%	-2.6%	-1.5%	-4.0%	-4.2%	-3.2%	0.3%
菜百股份	3.6%	3.0%	3.2%	2.6%	2.4%	2.0%	2.0%	2.5%	1.2%	1.9%	1.5%
YOY	0.4%	-0.6%	0.2%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	0.1%	-1.1%	-0.5%	-0.6%
中国黄金	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%
YOY	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.1%
曼卡龙	13.2%	8.6%	7.8%	6.3%	5.8%	5.6%	3.9%	6.0%	7.3%	5.5%	6.9%
YOY	2.5%	-4.6%	-0.8%	-1.5%	-0.5%	-0.8%	-1.2%	-1.3%	2.1%	-0.3%	1.3%
豫园股份	4.0%	5.2%	5.7%	5.3%	5.9%	7.3%	5.8%	6.2%	9.3%	7.0%	6.1%
YOY	0.4%	1.2%	0.4%	-0.4%	0.6%	2.7%	0.4%	-0.6%	1.5%	1.1%	-1.2%
迪阿股份	29.6%	26.3%	38.6%	56.4%	55.0%	44.0%	49.5%	51.5%	53.4%	49.4%	53.0%
YOY	-10.9%	-3.2%	12.3%	17.7%	-1.3%	-10.9%	-8.4%	-4.0%	1.4%	-5.6%	9.0%
老铺黄金	21.2%	20.8%	23.0%	18.2%	14.5%	11.9%		11.3%		11.6%	
YOY		-0.5%	2.2%	-4.7%	-3.7%	-3.3%		-2.8%		-3.0%	
周大福	12.3%	10.6%	10.5%	8.8%	9.7%	9.7%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-3.0%	-1.7%	-0.1%	-1.8%	0.9%	-0.9%					
六福集团	17.4%	13.9%	13.8%	13.3%	16.7%	16.3%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	0.1%	-3.6%	-0.1%	-0.5%	3.4%	-1.5%					
周六福		11.7%	12.7%	9.1%	8.5%	7.7%		9.5%		8.5%	
YOY			1.0%	-3.6%	-0.6%	-0.2%		0.4%		0.0%	
财务费用率											
老凤祥	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	1.0%	0.3%	0.5%
YOY	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.8%	0.1%	0.2%
周大生	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.5%
YOY	-0.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.5%	0.0%	0.4%
潮宏基	1.7%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
YOY	-0.3%	-0.9%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%
菜百股份	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
YOY	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
中国黄金	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
YOY	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
曼卡龙	0.0%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
YOY	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.5%	0.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	0.1%
豫园股份	1.8%	2.6%	3.1%	2.6%	4.1%	5.0%	3.7%	2.8%	7.3%	4.6%	4.4%
YOY	0.1%	0.8%	0.5%	-0.5%	1.5%	1.7%	-1.5%	0.6%	1.4%	0.5%	-0.6%
迪阿股份	0.5%	0.6%	0.6%	1.2%	0.6%	1.9%	4.9%	1.4%	4.2%	3.1%	5.7%
YOY	0.1%	0.1%	0.0%	0.6%	-0.6%	1.0%	3.4%	-1.3%	6.8%	2.5%	3.8%
老铺黄金	1.0%	0.9%	1.3%	0.6%	0.4%	0.3%		0.5%		0.5%	
YOY		0.0%	0.4%	-0.7%	-0.2%	0.0%		0.2%		0.2%	
周大福	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%		注：周大福2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-0.4%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%					
六福集团	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.4%		注：六福集团2025Q2对应FY2026H1			
YOY	-0.5%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.0%	0.2%					
周六福		0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%		0.2%		0.2%	
YOY			0.0%	0.0%	0.1%	0.0%		0.0%		0.0%	

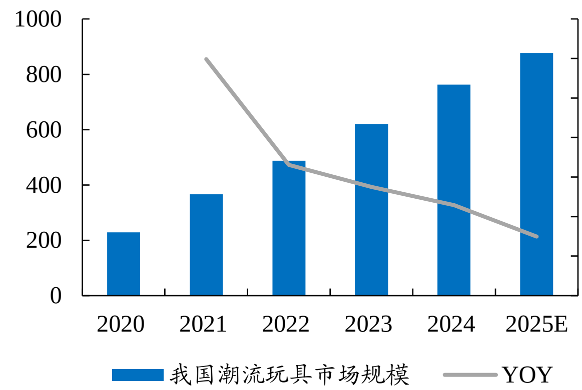
资料来源：iFind、信达证券研发中心

5. 潮玩：关注高增后的战略方向，泡泡玛特稀缺性突出

25 年潮玩行业快速发展，泡泡玛特率先探索以 IP 为核心的集团化发展。25 年我国潮玩市场快速发展，根据弗若斯特沙利文预测，整体规模有望同比增长 15%达到 877 亿元，同时以泡泡玛特为代表的本土潮玩品牌国际化布局取得突破性进展。在实现高速增长后，泡泡玛特更新战略规划，提出探索以 IP 为核心的集团化发展，持续布局多元化业务，包括泡泡玛特城市乐园预计于 26 年暑假完成部分区域设备升级，25 年公司在北京、上海分别开设首家"popop"饰品店，推出独立甜品品牌"POP BAKERY"（预计 26H1 开出独立门店），26 年 3 月 19 日，公司与索尼影业正式官宣，双方将

联合开发 THE MONSTERS（LABUBU）的真人动画电影；此外公司推出首个家电产品 THE MONSTERS 生活家系列冷藏箱，26 年 4 月 30 日开售，两个款式各限量发售 999 台。我们认为，通过影视、动画、游戏、社交媒体等路径丰富 IP 文化，为消费者打造跨媒介的 IP 内容生态是头部 IP 发展的必经之路，泡泡玛特在本土潮玩公司中布局遥遥领先，稀缺性突出。

图 30：我国潮流玩具市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、信达证券研发中心

图 31：泡泡玛特 THE MONSTERS 生活家系列冷藏箱

资料来源：小红书 APP 泡泡玛特官方号、信达证券研发中心

板块整体 25 年营收利润增长良好，26 年或普遍面临高基数压力，梳理业务思路，理清长期成长逻辑或是 26 年主旋律。

收入&利润：25 年经营业绩增长良好，26 年趋势向好。

（1）泡泡玛特：25 年实现营收 371.2 亿元（同比+184.7%）、净利润 127.8 亿元（同比+308.8%）。分区域看，25 年公司中国市场实现收入 208.5 亿元（同比+134.6%），亚太/美洲/欧洲及其他市场分别实现收入同比+158%/+748%/+506%，我们预计 26 年公司在海外市场仍会延续渠道扩张策略，尤其在美国市场门店扩张或更快，通过优化组织、供应链、渠道等布局，强化本土化运营。分 IP 来看，The Monsters 系列 25 年贡献收入 141.6 亿元（同比+366%），占收入比重 38.1%（同比+14.8pct），公司艺术家 IP 收入贡献占比提升至 90.0%（同比+4.7pct），已有 17 个 IP 营收突破 1 亿元，其中新锐 IP 星星人营收达 20.6 亿元，后续成为新的现象级爆款 IP。

（2）布鲁可：25 年实现营收 29.1 亿元（同比+30.0%）、净利润 6.3 亿元（24 年为-4.0 亿元），扭亏为盈且表现靓丽。分地区看，25H2 中国/亚洲（不含中国）/北美收入为 13.68/0.75/1.07 亿元（同比+19.8%/+138.6%/+629.9%），北美地区 H2 收入环比翻倍增长、美国&印尼已成为海外收入最多的国家；分品类看，核心 IP 结构占比逐步均衡（四大核心 IP 占比从 92%降至 83%，其中奥特曼/变形金刚/英雄无限/假面骑士收入增速分别为-25.6%/+109.6%/-14.8%/+94.8%），拼搭载具（积木车）25 年 11 月上市后迅速起量，收入高达 0.43 亿元。

图 32：潮玩行业主要公司收入及利润情况（百万元，%）

	2021	2022	23H1	23H2	2023	24H1	24H2	2024	25H1	25H2	2025
营业收入规模及增速											
泡泡玛特	**4490.65**	**4617.32**	**2813.81**	**3487.19**	**6301.00**	**4557.83**	**8479.92**	**13037.75**	**13876.28**	**23243.78**	**37120.05**
YOY	78.7%	2.8%	19.3%	54.4%	36.5%	62.0%	143.2%	106.9%	204.4%	174.1%	184.7%
布鲁可	**329.77**	**325.57**	**309.94**	**566.75**	**876.69**	**1046.20**	**1194.73**	**2240.93**	**1338.01**	**1575.33**	**2913.34**
YOY		-1.3%			169.3%	237.6%	110.8%	155.6%	27.9%	31.9%	30.0%
小黄鸭德盈	**290.02**	**192.61**	**57.09**	**72.45**	**129.54**	**59.92**	**68.61**	**128.53**	**82.31**	**90.22**	**172.54**
YOY	24.2%	-33.6%	-37.8%	-28.2%	-32.7%	4.9%	-5.3%	-0.8%	37.4%	31.5%	34.2%
归母净利润及增速											
泡泡玛特	**854.34**	**475.66**	**476.58**	**605.77**	**1082.34**	**921.33**	**2204.14**	**3125.47**	**4574.37**	**8201.32**	**12775.69**
YOY	63.2%	-44.3%	43.2%	324.1%	127.5%	93.3%	263.9%	188.8%	396.5%	272.1%	308.8%
布鲁可	**-502.59**	**-419.89**	**-201.87**	**-4.23**	**-206.10**	**-257.89**	**-143.15**	**-401.05**	**296.51**	**337.23**	**633.74**
YOY		-16.5%			-50.9%	27.8%	3281.0%	94.6%	-215.0%	-335.6%	扭亏
小黄鸭德盈	**51.40**	**66.98**	**-14.63**	**-27.52**	**-42.15**	**-15.85**	**-27.92**	**-43.77**	**-9.80**	**-68.90**	**-78.70**
YOY	12.3%	30.3%	-7.5%	-133.2%	-162.9%	8.3%	1.5%	3.8%	-38.2%	146.8%	79.8%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

盈利能力：业内企业分化明显，泡泡玛特表现明显更优。泡泡玛特 25 年毛利率为 72.1%（同比+5.3pct），经调整净利率为 35.3%（同比+9.1pct）；期间费用方面，销售/管理+研发/财务费用率分别为 21.8%/4.8%/-0.2%，分别同比-6.2pct/-2.5pct/+1.1pct，规模效应显著。布鲁可 25 年毛利率为 46.82%（同比-5.8pct）、经调整净利率为 23.2%（同比-2.9pct），我们认为盈利承压主要系公司正处于新品推广阶段，销售&研发费用率维持高位，同时全价格带同步扩张，低价产品占比提升；公司表示 26 年将提升产研效率，聚焦优势产品领域，并继续加大对销售及营销领域的投入，重点深化海外渠道拓展（特别是北美和欧洲区域），我们判断未来整体毛利率将有所提升、费用率或将维持小幅向上，整体净利率保持平稳。

图 33：潮玩行业主要公司盈利能力（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	25H2	2025
毛利率								
泡泡玛特	63.4%	61.4%	57.5%	61.3%	66.8%	70.3%	73.2%	72.1%
YOY	-1.3%	-2.0%	-3.9%	3.8%	5.5%	6.3%	4.9%	5.3%
布鲁可		37.4%	37.9%	47.3%	52.6%	48.4%	45.5%	46.8%
YOY			0.5%	9.4%	5.3%	-4.5%	-6.8%	-5.8%
小黄鸭德盈	76.5%	80.4%	77.2%	69.5%	71.6%	77.8%	77.3%	77.5%
YOY	7.4%	3.9%	-3.3%	-7.7%	2.1%	3.2%	8.3%	5.9%
归母净利率								
泡泡玛特	20.8%	19.0%	10.3%	17.2%	24.0%	33.0%	35.3%	34.4%
YOY	-6.0%	-1.8%	-8.7%	6.9%	6.8%	12.8%	9.3%	10.4%
布鲁可		-152.4%	-129.0%	-23.5%	-17.9%	22.2%	21.4%	21.8%
YOY			23.4%	105.5%	5.6%	46.8%	33.4%	39.6%
小黄鸭德盈	19.6%	17.7%	34.8%	-32.5%	-34.1%	-11.9%	-76.4%	-45.6%
YOY	10.7%	-1.9%	17.0%	-67.3%	-1.5%	14.6%	-35.7%	-11.6%

	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	25H2	2025
毛销差								
泡泡玛特	38.4%	36.8%	25.6%	29.5%	38.8%	47.3%	52.1%	50.3%
YOY	-4.8%	-1.6%	-11.2%	3.9%	9.3%	13.0%	10.9%	11.5%
布鲁可		-80.4%	-33.6%	25.7%	40.0%	35.2%	32.2%	33.5%
YOY			46.8%	59.4%	14.2%	-6.2%	-6.6%	-6.4%
小黄鸭德盈	63.5%	73.7%	69.0%	57.0%	57.3%	63.1%	61.4%	62.2%
YOY	9.9%	10.2%	-4.7%	-12.0%	0.3%	1.3%	8.0%	4.9%
ROE								
泡泡玛特	8.5%	12.5%	6.8%	13.9%	29.3%	32.3%		57.3%
YOY	-67.6%	4.0%	-5.7%	7.1%	15.3%	21.3%		28.1%
布鲁可		52.9%	30.7%	12.8%	25.1%	11.4%		22.1%
YOY			-22.1%	-17.9%	12.2%	-5.9%		-3.0%
小黄鸭德盈	61.9%	41.9%	21.5%	-18.7%	-24.2%	-5.9%		-94.0%
YOY	10.1%	-20.0%	-20.4%	-40.2%	-5.5%	1.6%		-69.8%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 34：潮玩行业主要公司期间费率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	25H2	2025
期间费用率								
泡泡玛特	36.6%	36.9%	46.1%	40.6%	34.0%	28.1%	25.6%	26.3%
YOY	6.2%	0.3%	9.2%	-5.5%	-6.6%	-9.3%	-7.5%	-7.7%
布鲁可	0.0%	161.4%	117.9%	38.2%	42.1%	26.4%	25.8%	25.8%
YOY	0.0%	161.4%	-43.5%	-79.7%	3.9%	-31.1%	-17.2%	-16.3%
小黄鸭德盈	38.6%	42.6%	60.4%	79.3%	83.5%	75.6%	77.3%	76.8%
YOY	-5.8%	4.1%	17.8%	18.9%	4.2%	-6.8%	-7.4%	-6.7%
管理费用率								
泡泡玛特	11.1%	12.4%	14.9%	11.2%	7.3%	5.6%	4.8%	4.8%
YOY	2.7%	1.3%	2.4%	-3.6%	-4.0%	-4.0%	-2.5%	-2.5%
布鲁可	0.0%	42.8%	45.9%	16.4%	29.3%	13.2%	12.4%	12.4%
YOY	0.0%	42.8%	3.1%	-29.5%	12.9%	-32.7%	-16.9%	-16.9%
小黄鸭德盈	24.7%	35.3%	51.8%	64.9%	70.3%	61.0%	61.4%	61.4%
YOY	-3.5%	10.6%	16.5%	13.1%	5.4%	-10.2%	-8.9%	-8.9%

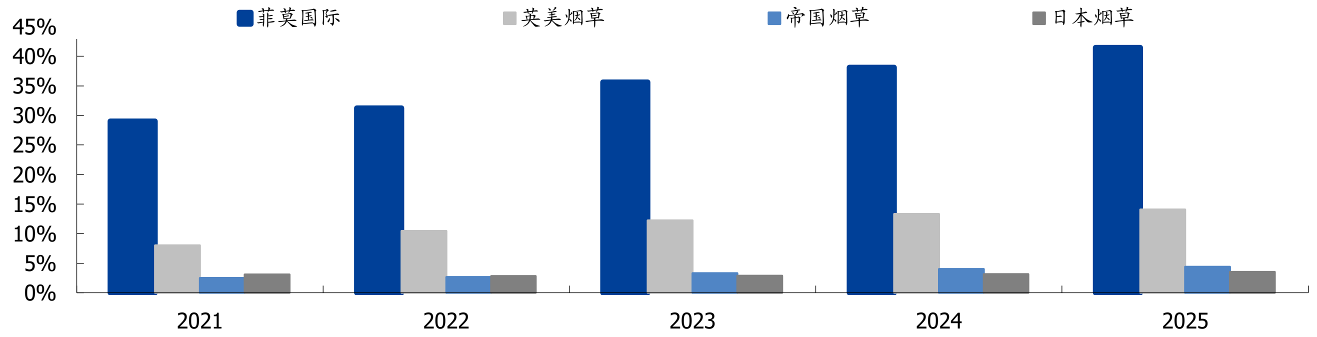
	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	25H2	2025
销售费用率								
泡泡玛特	25.1%	24.6%	31.9%	31.8%	28.0%	23.0%	21.0%	21.8%
YOY	3.5%	-0.4%	7.2%	0.0%	-3.8%	-6.7%	-6.1%	-6.2%
布鲁可	0.0%	117.9%	71.5%	21.6%	12.6%	13.2%	13.3%	13.3%
YOY	0.0%	117.9%	-46.3%	-49.9%	-9.0%	1.7%	-0.3%	0.6%
小黄鸭德盈	12.9%	6.7%	8.2%	12.5%	14.3%	14.7%	15.9%	15.4%
YOY	-2.5%	-6.2%	1.5%	4.3%	1.8%	1.9%	0.3%	1.0%
财务费用率								
泡泡玛特	0.4%	-0.2%	-0.6%	-2.4%	-1.3%	-0.5%	-0.2%	-0.2%
YOY	0.0%	-0.5%	-0.5%	-1.8%	1.2%	1.4%	1.0%	1.0%
布鲁可	0.0%	0.7%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
YOY	0.0%	0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
小黄鸭德盈	0.9%	0.6%	0.4%	1.9%	-1.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
YOY	0.2%	-0.3%	-0.2%	1.5%	-3.1%	1.6%	1.2%	1.2%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

6. 新型烟草：思摩尔增长提速，中烟香港产业链优化

海外龙头加速产品迭代、区域扩张，新型烟草渗透率持续提升。25 年菲莫国际/英美烟草/日本烟草/帝国烟草收入分别同比+7.3%/-1.0%/+10.1%/+1.9%，其中新型烟草收入同比增速分别为+12.4%/+5.5%/+23.9%/+11.9%，龙头主动推动新型烟草渗透率提升。其中，**菲莫国际**全球 HNB 市占率稳定在 76%，积极扩展产品矩阵（口含烟/雾化全年销量同比分别+18.5%/+100%）；**英美烟草**雾化边际改善，加速推广高端 HNB 新品 HILO；**日本烟草**上市新品 AURA、25Q4 HNB 销量同比+40.7%。此外，日烟/英美均提到 26 年将加速新品（AURO/HILO）的全球扩张步伐，凭借创新的功能、拓宽的价格带、差异化的吸食体验，有望带动 HNB 行业渗透率加速提升。

图 35：四大烟草龙头新型烟草收入占比



资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

国内供应商蓄势待发，全球份额有望加速提升。

思摩尔国际：HNB 增量落地，雾化稳健成长。25H2 收入同比+21.9%，经调后利润同比+5.1%；26Q1 收入同比+41.7%，经调利润同比+25.7%（剔除医疗&股份支付费用）。26Q1 公司 HNB 收入实现 6.64 亿元（同比+1324.9%），已在报表端贡献显著增量，后续伴随大客户营销力度加强+区域扩张+产品迭代，公司自身 HNB 业务全年有望超预期增长；26Q1 雾化&特殊用途产品/APV 分别实现收入 25.24 亿元/5.81 亿元（同比分别+21.8%/+14.3%）。我们预计雾化业务欧美均实现稳健增长，且受益于美国执法严格、欧洲创新产品份额提升，26 年雾化稳健增长有望延续。

中烟香港：内生经营模式优化，盈利能力有望持续提升。25H2 收入同比-2.5%，归母净利润同比+30.2%，公司全年收入实现稳健增长，新烟&巴西经营等承压板块 H2 边际复苏显著；烟叶&卷烟出口产品结构改善、销售模式优化，盈利能力提升，助力整体利润率稳步上行。新型烟草方面，公司 H2 销量同比降幅逐步收窄、环比表现靓丽（环比+257.6%），我们预计未来供应端产品优化有望推动终端市场份额回暖，26 年有望重返高增通道。此外，公司 26 年卷烟出口境内关外营业模式改革，有望推动整体盈利能力持续创新高。

图 36：思摩尔国际财务数据一览

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1	2025H2	2025A
收益	**13755.24**	**12144.98**	**11168.42**	**11798.66**	**6013.29**	**8242.88**	**14256.17**
YOY	37.42%	-11.71%	-8.04%	5.64%	19.38%	21.91%	20.83%
期内溢利	**5286.97**	**2510.32**	**1645.09**	**1303.26**	**492.15**	**569.45**	**1061.60**
YOY	120.30%	-52.52%	-34.47%	-20.78%	-27.96%	-8.16%	-18.54%
经调整后溢利	**5560.77**	**2889.62**	**1941.55**	**1509.23**	**734.41**	**795.18**	**1529.59**
YOY	131.71%	-48.04%	-32.81%	-22.27%	-2.45%	5.13%	1.35%
毛利率	**53.60%**	**43.30%**	**38.80%**	**37.40%**	**37.30%**	**31.77%**	**34.10%**
期间费用率	**12.74%**	**24.18%**	**26.00%**	**29.19%**	**32.74%**	**21.59%**	**26.30%**
销售费用率	1.40%	3.19%	4.71%	7.79%	10.37%	3.52%	6.41%
管理+研发费用率	11.15%	20.75%	21.04%	21.07%	22.15%	17.92%	19.70%
财务费用率	0.18%	0.24%	0.24%	0.32%	0.23%	0.16%	0.19%
经调整后净利率	**40.43%**	**23.79%**	**17.38%**	**12.79%**	**12.21%**	**9.65%**	**10.73%**

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 37：中烟香港财务数据一览

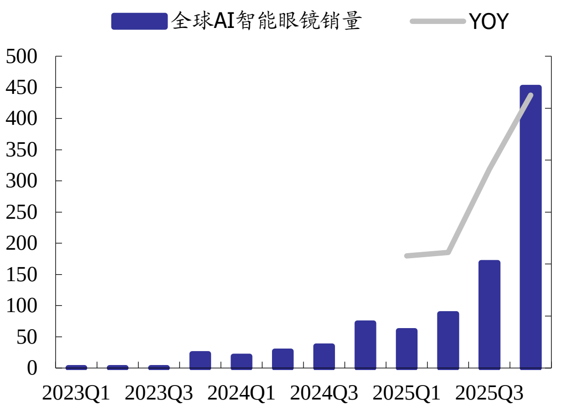
单位：百万港元	2021	2022	2023	2024	2025H1	2025H2	2025
主营业务收入	**8064.12**	**8324.21**	**11836.22**	**13074.24**	**10316.25**	**4,262.82**	**14579.07**
YOY	131.67%	3.23%	42.19%	10.46%	18.52%	-2.46%	11.51%
毛利	**445.23**	**843.94**	**1088.32**	**1377.64**	**946.48**	**526.66**	**1473.14**
YOY	223.02%	89.55%	28.96%	26.58%	-1.84%	27.39%	6.93%
归母净利润	**573.97**	**332.33**	**546.23**	**805.33**	**706.35**	**273.93**	**980.29**
YOY	618.67%	-42.10%	64.36%	47.44%	9.79%	30.20%	21.72%
毛利率	**5.52%**	**10.14%**	**9.19%**	**10.54%**	**9.17%**	**12.35%**	**10.10%**
归母净利率	**7.12%**	**3.99%**	**4.61%**	**6.16%**	**6.85%**	**6.43%**	**6.72%**

资料来源：iFind、信达证券研发中心

7. 智能眼镜：产品加速迭代，核心供应商叙事积极

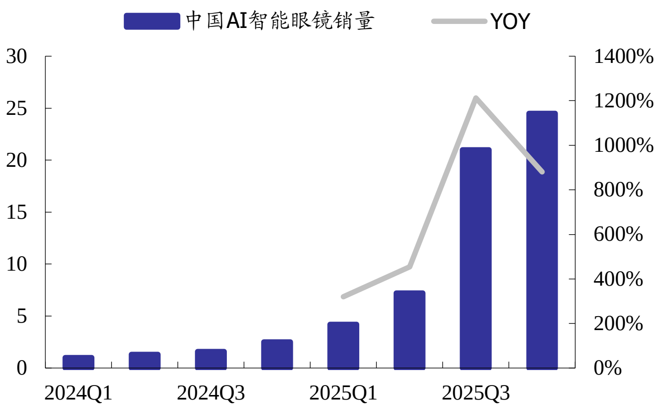
行业延续高增，产品加速迭代。根据 Wellsenn XR 数据，2025 全年全球 AI 智能眼镜销量达 766 万台(同比+401%)，其中中国 AI 智能眼镜销量 57 万台(同比+889%)、海外销量为 705 万台（同比+480%）；Meta 全球年销量超 600 万台、稳坐龙头。展望未来，Wellsenn 预计 26 年全球销量为 1600 万台，并预计 28 年达到 5000 万台。受益于配套产业链逐步成熟，26 年新品在垂直类领域持续深化(科大讯飞 AI 翻译眼镜、Meta 新品聚焦近视人群)，行业痛点逐步解决、市场有望加速扩容。

图 38：全球智能眼镜销量（百万台）



资料来源：维深 wellsenn XR、信达证券研发中心

图 39：中国智能眼镜销量（百万台）



资料来源：维深 wellsenn XR、信达证券研发中心

眼视光配套龙头主营稳健，智能眼镜逐步贡献增量。25Q4/26Q1 明月镜片、博士眼镜收入增速同比分别为 7.5%/18.3%、-2.7%/+8.3%，归母净利润同比增速分别为 10.2%/19.1%、201.7%/32.2%；**康耐特光学** 25H2 收入同比+1.6%，净利润同比+29.8%。我们预计业绩增长驱动主要为各公司自身产品结构改善（功能型、高端产品占比提升）以及渠道扩张；智能眼镜相关业务目前占比有限，但各龙公司前期布局逐步完善，未来有望充分受益。其中：**1）康耐特光学：**公司 XR 业务历经三年发展，领先优势已受全球客户认可。26 年公司宣布战略投资 Rokid，进一步深化产业布局；并公布已与全球领先科技企业签署合作备忘录（正式成为其主力智能眼镜产品核心供应商），公司预计 26 年 XR 业务将释放明确收入、利润贡献。**2）明月镜片：**作为小米 AI 眼镜独家光学合作伙伴，依托线上小米有品及线下 400 余家合作门店，公司深度触达终端，我们预计未来公司有望开发更多头部消费电子厂商，抢占 AI 眼镜规模化普及的行业红利。**3）博士眼镜：**公司逐步推进连锁眼镜门店升级改造，已在 160 余家零售门店内铺设智能眼镜专柜；目前已与阿里、雷鸟创新等业内头部品牌开展合作。

图 40：部分眼镜公司财务数据梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	营业收入规模及增速											收入&合同负债规模及增速										
明月镜片	539.68	575.57	623.07	748.74	770.30	197.14	202.03	227.20	201.13	827.50	233.25	545.71	581.27	627.83	755.46	777.06	202.78	207.21	232.23	210.49	836.86	238.09
YOY	-2.3%	6.6%	8.3%	20.2%	2.9%	2.6%	4.7%	14.6%	7.5%	7.4%	18.3%	-2.8%	6.5%	8.0%	20.3%	2.9%	2.9%	4.1%	14.0%	8.6%	7.7%	17.4%
博士眼镜	656.31	887.47	962.24	1175.87	1202.82	326.16	360.21	394.12	279.89	1360.38	353.21	667.69	904.02	974.44	1192.56	1219.33	349.16	381.81	420.81	300.89	1381.38	374.33
YOY	0.2%	35.2%	8.4%	22.2%	2.3%	10.2%	18.1%	25.4%	-2.7%	13.1%	8.3%	0.4%	35.4%	7.8%	22.4%	2.2%	11.9%	19.1%	27.4%	-1.0%	13.3%	7.2%
	归母净利润及增速											扣非归母净利润及增速										
明月镜片	70.00	82.09	136.19	157.54	176.79	47.15	48.36	53.59	43.82	192.92	56.14	63.45	74.43	92.63	136.20	152.10	41.58	82.72	130.39	166.20	166.20	49.42
YOY	0.2%	17.3%	65.9%	15.7%	12.2%	11.7%	3.4%	11.6%	10.2%	9.1%	19.1%	-3.7%	17.3%	24.4%	47.0%	11.7%	19.5%	9.6%	11.0%	9.3%	9.3%	18.9%
博士眼镜	69.17	94.78	75.16	128.06	103.63	30.18	25.86	31.80	60.77	148.61	39.91	59.02	85.13	63.02	116.45	88.48	27.41	49.65	79.00	123.11	123.11	34.04
YOY	10.9%	37.0%	-20.7%	70.4%	-19.1%	20.5%	-5.5%	2.2%	201.7%	43.4%	32.2%	9.2%	44.2%	-26.0%	84.8%	-24.0%	19.5%	8.2%	7.8%	39.1%	39.1%	24.2%
	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	毛利率											归母净利率										
明月镜片	54.95%	54.69%	53.97%	57.58%	58.56%	58.42%	57.34%	58.08%	55.48%	57.35%	55.20%	12.97%	14.26%	21.86%	21.04%	22.95%	23.92%	23.94%	23.59%	21.79%	23.31%	24.07%
YOY	4.07%	-0.26%	-0.71%	3.61%	0.98%	0.35%	-3.38%	-1.02%	-0.77%	-1.21%	-3.22%	0.33%	1.29%	7.59%	-0.82%	1.91%	1.94%	-0.30%	-0.64%	0.52%	0.36%	0.15%
博士眼镜	67.59%	64.93%	61.84%	63.07%	61.71%	58.08%	51.55%	52.20%	86.86%	60.57%	58.04%	10.54%	10.68%	7.81%	10.89%	8.62%	9.25%	7.18%	8.07%	21.71%	10.92%	11.30%
YOY	-3.58%	-2.66%	-3.09%	1.23%	-1.36%	-0.88%	-5.70%	-7.23%	15.09%	-1.14%	-0.04%	1.02%	0.14%	-2.87%	3.08%	-2.28%	0.79%	-1.79%	-1.83%	14.71%	2.31%	2.05%
	销售费用率											ROE										
明月镜片	20.87%	19.39%	16.20%	19.69%	18.31%	17.22%	16.71%	16.86%	16.92%	16.92%	15.27%	13.28%	5.85%	9.27%	10.12%	10.59%	2.78%	2.86%	3.17%	2.52%	10.95%	3.14%
YOY	2.07%	-1.48%	-3.19%	3.49%	-1.38%	-1.47%	-2.83%	-1.71%	0.56%	-1.38%	-1.95%	-2.11%	-7.43%	3.42%	0.85%	0.47%	0.11%	-0.08%	0.18%	0.11%	0.36%	0.35%
博士眼镜	46.89%	42.52%	42.90%	40.49%	41.64%	38.36%	36.68%	35.60%	49.44%	39.40%	37.59%	11.36%	14.41%	10.99%	16.24%	13.62%	3.89%	3.22%	3.82%	6.92%	16.36%	4.30%
YOY	-2.15%	-4.37%	0.37%	-2.40%	1.14%	-1.33%	-3.23%	-4.81%	2.62%	-2.24%	-0.77%	0.37%	3.05%	-3.41%	5.24%	-2.61%	0.77%	-0.30%	-0.26%	4.32%	2.74%	0.41%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 41：康耐特财务数据一览

单位：百万元（人民币）	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2025H2	2025
营业收入	1093.16	1356.08	1561.32	1759.60	2060.77	1084.24	1101.74	2185.97
YOY	3.24%	24.05%	15.13%	12.70%	17.12%	11.04%	1.60%	6.08%
归母净利润	128.46	183.52	248.57	327.02	428.28	272.87	284.86	557.72
YOY	14.80%	42.86%	35.44%	31.56%	30.96%	30.73%	29.75%	30.22%
毛利率	34.95%	33.93%	34.45%	37.40%	38.53%	40.98%	42.95%	41.97%
期间费用率	18.49%	18.38%	15.56%	16.58%	16.20%	13.88%	17.38%	15.65%
销售费用率	6.14%	5.62%	4.48%	5.86%	6.30%	4.96%	6.44%	5.71%
管理+研发费用率	10.27%	10.75%	9.92%	9.94%	9.41%	8.64%	10.66%	9.66%
财务费用率	2.08%	2.01%	1.17%	0.78%	0.49%	0.28%	0.29%	0.28%
归母净利率	11.75%	13.53%	15.92%	18.59%	20.78%	25.17%	25.86%	25.51%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

8. 宠物：国内流量竞争激化，外销受关税等因素影响

国内宠物行业流量竞争持续激化。从天猫、抖音等主流电商平台近年“双 11”大促排名看，宠食赛道竞争激烈，每年都可见新品牌冲上榜单前十名，头部品牌排名亦有一定波动。其中，我们看到上市公司乖宝宠物旗下品牌麦富迪在多平台始终保持第一/第二的领先地位，弗列加特品牌 25 年天猫平台排名进一步提高，自主品牌矩阵优势明显；另一方面，鲜朗、许翠花、金故势头强劲，面对宠食增量市场，仍有新品牌依托差异化竞争力进入行业，如金故（GOIDEN TALES）是邓峰猫舍旗下生骨肉品牌，该公司以猫舍起家，基于自媒体流量与良好口碑，依托信任感快速发展。

行业层面，从我们观察来看，需求端延续比较好的增势，但资本驱动下供给侧增加过多，我们预计行业在 26 年开始会经历动态平衡，龙头企业坚持研发驱动，品类结构优化，渠道结构升级&多元化，宠物赛道的龙头品牌红利仍会稳步释放。

图 42：天猫“双 11”宠物品牌销售排名

排名	2023	2024	2025	25年变化
1	麦富迪	麦富迪	鲜朗	+1
2	皇家	鲜朗	麦富迪	-1
3	蓝氏	蓝氏	弗列加特	+1
4	网易严选	弗列加特	蓝氏	-1
5	诚实一口	诚实一口	皇家	+1
6	鲜朗	皇家	诚实一口	-1
7	天然百利	天然百利	渴望	+2
8	渴望	网易严选	许翠花	首次上榜
9	伯纳天纯	渴望	网易严选	-1
10	卫仕	爱肯拿	爱肯拿	持平

资料来源：天下网商公众号、信达证券研发中心

图 43：抖音“双 11”宠物品牌销售排名

排名	2024	2025	变化
1	麦富迪	麦富迪	持平
2	弗列加特	金故	首次上榜
3	诚实一口	卫仕	+2
4	喵梵思	弗列加特	-2
5	卫仕	蓝氏	+2
6	鲜朗	喵梵思	-2
7	蓝氏	诚实一口	-4
8	宽福	宽福	持平
9	网易严选	鲜朗	-3
10	伯纳天纯	网易严选	-1

资料来源：抖音电商营销观察公众号、信达证券研发中心

板块整体 26Q1 营收增长良好，但利润普遍承压，我们认为企业的国内品牌业务应平衡规模增长与盈利质量，而境外业务则要应对复杂的国际环境。

收入&利润：国内品牌业务收入增长较快，境外业务表现稳定，但利润承压。

（1）乖宝宠物：25 年实现营收 67.7 亿元（同比+29.1%）、净利润 6.73 亿元（同比+7.8%）；26Q1 实现营收 16.4 亿元（同比+11.1%）、净利润 1.24 亿元（同比-39.5%）。25 年公司自有品牌业务营收同比+40.1%，其中麦富迪品牌同口径增长 40%以上，高端品牌弗列加特增长 80%以上，麦富迪高端子品牌霸弗增长 60%以上；OEM/ODM 业务收入则实现同比+6.0%，全年纬度增速呈现前高后低。我们预计公司 26Q1 自有品牌营收增速或有所放缓，或因公司主动对核心品牌麦富迪实施品类结构优化、高端品牌渠道结构升级、海外品牌经营团队优化调整等动作的短期影响，但从长期发展出发仍是正向、主动、必要的调整；26Q1 外销业务或仍有所承压，主要因为在关税政策持续影响下，公司主动调整优化外销客户结构，我们看好后续逐步企稳修复。

（2）中宠股份：25 年实现营收 52.2 亿元（同比+16.9%）、净利润 3.65 亿元（同比-7.3%）；26Q1 实现营收 15.3 亿元（同比+39.2%）、净利润 0.73 亿元（同比-19.8%）。25 年公司国内业务实现收入同比+32.4%，我们预计自主品牌表现靓丽，顽皮品牌以小金盾为支点持续突破，领先品牌快速增长，包括 ZEAL 在内的品牌矩阵全面开花。此外，根据蝉妈妈数据，我们预计 26Q1 公司自主品牌销售增长超 50%，顽皮与领先均呈现靓丽增长；25 年公司在境外实现收入同比+9.8%，OEM 业务收入同比+9.9%，表现稳健，我们预计自主品牌出海表现突出，国际影响力稳步提升。

（3）源飞宠物：25 年实现营收 17.3 亿元（同比+32.3%）、净利润 1.16 亿元（同比-29.5%）；26Q1 实现营收 4.5 亿元（同比+34.4%）、净利润 0.23 亿元（同比-10.5%）。25 年公司实现境外收入同比+22.7%，近年来不断完善海外生产线布局，加快产线扩张，公司预计两年内完成产能升级，我们看好公司 26Q1 海外业务在供应链布局的支撑下保持良好势头，但其中盈利能力表现较好的用品类业务表现弱于零食类业务；25 年公司实现境内收入同比+90.8%，以匹卡噗和库飞康飞作为自主品牌核心，我们预计 26Q1 公司境内业务表现良好，26 年自主品牌发展或将重点从规模转向经营质量提升。

（4）依依股份：25 年实现营收 16.8 亿元（同比-6.7%）、净利润 1.83 亿元（同比-14.9%）；26Q1 实现营收 4.0 亿元（同比-17.0%）、净利润 0.28 亿元（同比-48.8%）。我们认为公司营收有所承压或主要系中美关系持续复杂多变以及行业内竞争加剧等多重影响，且和客户发货节奏相关，我们预计 Q2 公司收入有望显著改善。公司持续通过境外产能布局、非美市场拓展及研发创新积极应对，25 年核心产品宠物垫最新产能年产达 48.7 亿片，宠物尿裤年产达 2 亿片，规模优势突出；此外公司计划加快国内品牌培育与产业链拓展步伐，依托产业基金平台，聚焦宠物关爱领域挖掘优质标的。

图 44：宠物行业主要公司收入及利润情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	营业收入规模及增速											收入&合同负债规模及增速										
乖宝宠物	2013.04	2575.16	3397.54	4326.96	5244.96	1479.58	1741.10	1516.77	2031.50	6768.96	1643.52	2020.88	2601.20	3442.13	4384.16	5354.07	1537.05	1795.55	1576.37	2100.02	6837.48	1721.86
YOY	43.5%	27.9%	31.9%	27.4%	21.2%	34.8%	31.0%	21.8%	29.1%	29.1%	11.1%	42.5%	28.7%	32.3%	27.4%	22.1%	35.5%	30.6%	23.5%	24.8%	27.7%	12.0%
中宠股份	2232.75	2881.55	3247.99	3747.20	4464.75	1101.11	1331.07	1427.72	1361.56	5221.47	1533.08	2243.92	2897.37	3255.61	3757.54	4478.03	1115.33	1353.31	1467.83	1410.11	5270.01	1589.81
YOY	30.1%	29.1%	12.7%	15.4%	19.1%	25.4%	23.4%	15.9%	6.7%	16.9%	39.2%	30.2%	29.1%	12.4%	15.4%	19.2%	25.4%	24.3%	17.9%	9.4%	17.7%	42.5%
佩蒂股份	1339.85	1270.89	1731.80	1411.28	1659.04	329.03	398.67	361.35	359.84	1448.88	350.94	1342.29	1271.41	1732.09	1414.44	1665.92	330.21	399.03	361.88	362.64	1451.68	351.15
YOY	32.9%	-5.1%	36.3%	-18.5%	17.6%	-14.4%	-13.6%	-24.3%	7.0%	-12.7%	6.7%	32.8%	-5.3%	36.2%	-18.3%	17.8%	-14.3%	-14.5%	-24.9%	5.7%	-12.9%	6.3%
源飞宠物	608.28	1068.78	953.70	991.26	1310.01	334.83	457.09	489.38	452.44	1733.74	449.86	609.83	1072.68	955.69	994.49	1312.03	337.80	464.18	493.61	454.12	1735.41	451.98
YOY	18.2%	75.7%	-10.8%	3.9%	32.2%	36.3%	53.1%	26.6%	19.3%	32.3%	34.4%	18.4%	75.9%	-10.9%	4.1%	31.9%	36.8%	54.7%	26.6%	19.1%	32.3%	33.8%
依依股份	1241.01	1310.02	1516.34	1337.36	1797.59	485.47	402.91	417.72	371.31	1677.40	403.02	1243.54	1316.34	1519.43	1339.59	1800.88	487.74	405.70	420.70	375.42	1681.51	405.95
YOY	20.8%	5.6%	15.7%	-11.8%	34.4%	26.6%	-6.1%	-17.0%	-23.0%	-6.7%	-17.0%	20.8%	5.9%	15.4%	-11.8%	34.4%	26.5%	-6.1%	-17.1%	-22.6%	-6.6%	-16.8%
	归母净利润及增速											扣非归母净利润及增速										
乖宝宠物	111.48	140.27	266.88	428.84	624.72	204.16	173.86	134.99	160.13	673.14	123.51	104.94	122.91	261.06	422.29	600.00	198.88	168.54	125.29	172.10	664.81	124.36
YOY	2579.8%	25.8%	90.3%	60.7%	45.7%	37.7%	8.5%	-16.6%	3.8%	7.8%	-39.5%	30746.6%	17.1%	112.4%	61.8%	42.1%	44.2%	10.4%	-17.7%	9.5%	10.8%	-37.5%
中宠股份	134.88	115.62	105.93	233.16	393.80	91.16	111.89	130.26	31.82	365.12	73.11	125.34	113.61	90.99	224.94	386.32	88.26	110.62	124.22	29.50	352.60	66.20
YOY	70.7%	-14.3%	-8.4%	120.1%	68.9%	62.1%	29.8%	-6.6%	-71.6%	-7.3%	-19.8%	85.5%	-9.4%	-19.9%	147.2%	71.7%	63.7%	32.3%	18.9%	-79.6%	-8.7%	-25.0%
佩蒂股份	114.83	60.02	127.12	-11.09	182.21	22.23	56.87	34.48	2.08	115.67	8.07	108.05	56.00	134.70	-6.85	181.01	20.91	56.38	34.97	0.81	113.07	7.96
YOY	129.6%	-47.7%	111.8%	-108.7%	1742.8%	-46.7%	1.2%	-39.3%	-92.4%	-36.5%	-63.7%	157.7%	-48.2%	140.5%	-105.1%	2742.2%	-47.5%	1.1%	-37.8%	-97.2%	-37.5%	-61.9%
源飞宠物	83.20	136.83	158.54	126.14	164.28	25.37	48.80	56.05	-14.34	115.87	22.70	64.88	126.90	148.13	123.87	157.58	24.86	47.94	55.48	-11.27	117.01	22.69
YOY	51.5%	64.5%	15.9%	-20.4%	30.2%	-30.6%	30.6%	22.3%	-132.2%	-29.5%	-10.5%	8.8%	95.6%	16.7%	-16.4%	27.2%	-25.6%	29.8%	21.1%	-127.2%	-25.7%	-8.8%
依依股份	194.46	114.09	150.55	103.26	215.12	54.09	48.11	54.50	26.32	183.02	27.69	183.30	106.18	114.30	109.33	191.43	50.17	39.63	46.77	23.75	160.33	22.41
YOY	82.2%	-41.3%	32.0%	-31.4%	108.3%	28.0%	-9.1%	-2.2%	-59.0%	-14.9%	-48.8%	76.8%	-42.1%	7.6%	-4.3%	75.1%	41.0%	-15.2%	-12.1%	-57.5%	-16.2%	-55.3%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

盈利能力：头部企业毛利率表现有所分化，但净利率普遍承压。毛利率方面，业内头部企业 25 年普遍实现同比提升，主要系自主品牌业务占比提高，源飞有所下降主要系低毛利零售业务占比提高，但 26Q1 仅有源飞宠物实现同比明显提升，主要系规模效应及自主品牌占比提高。期间费用方面，26Q1 业内企业财务费用率普遍有明显提高，我们认为主要系汇率波动导致企业汇兑损失增加所致，此外，25 年&26Q1 多数企业销售费用率呈连续同比提升态势，我们认为主要系自主品牌营销投入增加所致。我国宠物食品用品市场空间广阔，品牌业务具备长坡厚雪的成长机会，但从现阶段来看，国内市场竞争烈度较高，对新进品牌的门槛尚未完全形成，流量竞争是市场主旋律，头部品牌想要完全确立市占率领先地位，未来一段时间内或仍需要保持一定力度的营销投入，而与之对应的净利润表现也会出现一定程度波动。

图 45：宠物行业主要公司盈利能力（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	毛利率											毛销差										
乖宝宠物	29.3%	28.8%	32.6%	36.8%	42.3%	41.6%	43.8%	42.9%	41.7%	42.5%	41.6%	16.2%	15.0%	16.5%	20.2%	22.2%	23.7%	19.9%	19.6%	17.4%	19.9%	19.5%
YOY	0.5%	-0.6%	3.8%	4.3%	5.4%	0.4%	1.0%	1.1%	-1.2%	0.2%	0.1%	4.9%	-1.3%	1.6%	3.6%	2.0%	-0.1%	-2.5%	-3.5%	-2.6%	-2.2%	-4.3%
中宠股份	24.7%	20.0%	19.8%	26.3%	28.2%	31.9%	31.0%	29.1%	26.7%	29.5%	26.8%	16.4%	11.6%	10.5%	16.0%	17.1%	20.5%	18.1%	17.6%	9.0%	16.1%	14.2%
YOY	0.9%	-4.6%	-0.3%	6.5%	1.9%	4.0%	2.9%	2.2%	-3.0%	1.4%	-5.1%	2.6%	-4.8%	-1.1%	5.5%	1.1%	3.0%	1.8%	0.0%	-8.0%	-1.0%	-6.3%
佩蒂股份	25.5%	22.9%	22.3%	19.3%	29.4%	28.6%	34.8%	32.2%	31.2%	31.9%	27.6%	21.2%	18.6%	17.3%	12.1%	22.3%	20.2%	27.8%	24.0%	22.7%	23.9%	19.7%
YOY	0.5%	-2.6%	-0.6%	-3.0%	10.1%	4.3%	6.7%	1.3%	-3.8%	2.4%	-1.0%	3.1%	-2.6%	-1.3%	-5.2%	10.3%	0.4%	6.9%	-1.7%	0.1%	1.5%	-0.5%
源飞宠物	26.2%	22.8%	24.1%	22.1%	22.9%	17.8%	24.2%	25.4%	18.7%	21.9%	22.6%	23.8%	21.3%	22.5%	19.7%	19.8%	13.8%	19.8%	20.0%	8.5%	15.8%	15.8%
YOY	-1.3%	-3.4%	1.3%	-2.0%	0.7%	-4.7%	1.8%	2.7%	-4.9%	-1.0%	4.8%	1.9%	-2.5%	1.2%	-2.8%	0.2%	-5.9%	0.8%	-0.1%	-11.8%	-4.1%	2.0%
依依股份	26.0%	16.7%	13.7%	17.0%	19.6%	18.8%	19.1%	22.6%	19.3%	19.9%	16.8%	25.0%	15.3%	12.4%	15.0%	17.9%	16.9%	17.3%	20.1%	15.9%	17.6%	13.5%
YOY	4.1%	-9.3%	-3.0%	3.3%	2.6%	0.6%	-0.4%	1.9%	-0.5%	0.3%	-2.0%	7.9%	-9.8%	-2.9%	2.6%	2.9%	0.5%	-0.4%	0.8%	-1.7%	-0.3%	-3.4%
	归母净利率											ROE										
乖宝宠物	5.5%	5.4%	7.9%	9.9%	11.9%	13.8%	10.0%	8.9%	7.9%	9.9%	7.5%	8.3%	9.5%	15.2%	11.7%	15.1%	4.8%	4.0%	3.0%	3.5%	14.5%	2.6%
YOY	5.2%	-0.1%	2.4%	2.1%	2.0%	0.3%	-2.1%	-4.1%	-1.9%	-2.0%	-6.3%	7.9%	1.3%	5.7%	-3.5%	3.4%	0.8%	-0.2%	-1.0%	-0.2%	-0.6%	-2.2%
中宠股份	6.0%	4.0%	3.3%	6.2%	8.8%	8.3%	8.4%	9.1%	2.3%	7.0%	4.8%	7.8%	6.4%	5.1%	10.4%	16.2%	3.7%	4.1%	4.5%	1.1%	12.4%	2.3%
YOY	1.4%	-2.0%	-0.8%	3.0%	2.6%	1.9%	0.4%	-2.2%	-6.4%	-1.8%	-3.5%	-1.6%	-1.5%	-1.2%	5.3%	5.8%	1.1%	0.3%	-1.4%	-3.5%	-3.8%	-1.3%
佩蒂股份	8.6%	4.7%	7.3%	-0.8%	11.0%	6.8%	14.3%	9.5%	0.6%	8.0%	2.3%	7.1%	3.4%	6.7%	-0.6%	9.3%	1.1%	2.9%	1.7%	0.1%	6.1%	0.4%
YOY	3.6%	-3.8%	2.6%	-8.1%	11.8%	-4.1%	2.1%	-2.4%	-7.6%	-3.0%	-4.5%	2.2%	-3.7%	3.3%	-7.3%	9.9%	-1.1%	-0.1%	-1.2%	-1.3%	-3.3%	-0.7%
源飞宠物	13.7%	12.8%	16.6%	12.7%	12.5%	7.6%	10.7%	11.5%	-3.2%	6.7%	5.0%	19.7%	24.7%	13.8%	10.3%	12.4%	1.9%	3.6%	4.0%	-1.0%	8.2%	1.6%
YOY	3.0%	-0.9%	3.8%	-3.9%	-0.2%	-7.3%	-1.8%	-0.4%	-14.9%	-5.9%	-2.5%	0.3%	5.0%	-10.9%	-3.5%	2.1%	-1.1%	0.6%	0.4%	-4.4%	-4.2%	-0.3%
依依股份	15.7%	8.7%	9.9%	7.7%	12.0%	11.1%	11.9%	13.0%	7.1%	10.9%	6.9%	27.3%	6.6%	8.3%	5.8%	11.7%	2.9%	2.6%	2.9%	1.4%	9.7%	1.5%
YOY	5.3%	-7.0%	1.2%	-2.2%	4.2%	0.1%	-0.4%	2.0%	-6.2%	-1.1%	-4.3%	6.7%	-20.7%	1.7%	-2.5%	5.9%	0.5%	-0.4%	-0.2%	-2.1%	-2.1%	-1.4%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 46：宠物行业主要公司期间费用率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						期间费用率											销售费用率					
乖宝宠物	**22.3%**	**22.2%**	**22.9%**	**23.8%**	**26.9%**	**23.9%**	**30.9%**	**31.1%**	**31.7%**	**29.6%**	**30.9%**	**13.1%**	**13.8%**	**16.0%**	**16.7%**	**20.1%**	**17.8%**	**23.9%**	**23.3%**	**24.3%**	**22.6%**	**22.1%**
YOY	-5.6%	-0.1%	0.8%	0.9%	3.1%	0.1%	3.5%	5.1%	2.3%	2.7%	7.0%	-4.4%	0.7%	2.2%	0.6%	3.4%	0.5%	3.5%	4.6%	1.4%	2.5%	4.3%
中宠股份	**15.4%**	**14.3%**	**14.7%**	**16.2%**	**17.8%**	**20.0%**	**20.6%**	**18.8%**	**26.2%**	**21.4%**	**20.5%**	**8.3%**	**8.4%**	**9.3%**	**10.3%**	**11.1%**	**11.4%**	**12.9%**	**11.5%**	**17.7%**	**13.5%**	**12.6%**
YOY	-0.2%	-1.1%	0.4%	1.5%	1.6%	2.2%	3.9%	2.8%	5.7%	3.6%	0.5%	-1.7%	0.2%	0.9%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%	2.3%	5.1%	2.4%	1.2%
佩蒂股份	**15.2%**	**16.8%**	**11.7%**	**17.4%**	**15.5%**	**19.3%**	**16.2%**	**19.8%**	**29.2%**	**21.0%**	**22.7%**	**4.3%**	**4.3%**	**5.0%**	**7.2%**	**7.1%**	**8.5%**	**7.0%**	**8.2%**	**8.5%**	**8.0%**	**7.9%**
YOY	-4.3%	1.7%	-5.1%	5.7%	-2.0%	7.7%	3.3%	3.2%	7.5%	5.6%	3.4%	-2.6%	0.0%	0.7%	2.2%	-0.2%	3.8%	-0.2%	3.0%	-3.9%	0.9%	-0.5%
源飞宠物	**13.0%**	**7.5%**	**4.2%**	**4.7%**	**6.1%**	**8.5%**	**8.2%**	**10.3%**	**14.3%**	**10.4%**	**12.3%**	**2.4%**	**1.5%**	**1.6%**	**2.5%**	**3.1%**	**4.0%**	**4.4%**	**5.4%**	**10.2%**	**6.1%**	**6.8%**
YOY	0.1%	-5.5%	-3.3%	0.5%	1.4%	4.1%	2.6%	3.7%	7.0%	4.3%	3.9%	-3.2%	-0.9%	0.2%	0.9%	0.6%	1.2%	1.0%	2.7%	6.8%	3.1%	2.8%
依依股份	**5.8%**	**5.5%**	**3.3%**	**5.5%**	**4.6%**	**4.5%**	**5.4%**	**6.9%**	**10.1%**	**6.6%**	**8.9%**	**1.0%**	**1.5%**	**1.3%**	**2.0%**	**1.8%**	**1.9%**	**1.8%**	**2.4%**	**3.3%**	**2.3%**	**3.3%**
YOY	-2.1%	-0.3%	-2.2%	2.2%	-0.9%	-0.4%	0.4%	0.9%	7.4%	1.9%	4.4%	-3.7%	0.5%	-0.2%	0.7%	-0.3%	0.1%	0.0%	1.1%	1.1%	0.6%	1.3%
						管理费用率											财务费用率					
乖宝宠物	**5.6%**	**5.0%**	**5.2%**	**5.8%**	**5.8%**	**5.1%**	**5.7%**	**6.3%**	**6.2%**	**5.8%**	**6.6%**	**1.4%**	**1.1%**	**-0.3%**	**-0.3%**	**-0.7%**	**-0.5%**	**-0.3%**	**0.1%**	**0.1%**	**-0.1%**	**1.1%**
YOY	-1.7%	-0.6%	0.2%	0.6%	0.1%	-0.4%	-0.4%	0.6%	0.2%	0.0%	1.6%	0.8%	-0.3%	-1.4%	0.0%	-0.4%	0.1%	0.5%	0.2%	1.2%	0.5%	1.6%
中宠股份	**4.0%**	**3.6%**	**3.6%**	**3.8%**	**4.7%**	**6.1%**	**6.0%**	**4.5%**	**5.6%**	**5.5%**	**4.7%**	**1.6%**	**0.8%**	**0.5%**	**0.8%**	**0.4%**	**0.4%**	**-0.1%**	**0.9%**	**0.6%**	**0.4%**	**1.1%**
YOY	0.4%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.9%	1.0%	2.7%	0.3%	-0.5%	0.8%	-1.5%	0.8%	-0.8%	-0.4%	0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	0.1%	0.5%	0.0%	0.7%
佩蒂股份	**6.6%**	**8.6%**	**7.0%**	**7.8%**	**7.0%**	**9.3%**	**7.9%**	**7.1%**	**13.6%**	**9.4%**	**8.7%**	**2.3%**	**2.2%**	**-1.9%**	**0.3%**	**-0.4%**	**-0.3%**	**-0.7%**	**1.8%**	**4.2%**	**1.2%**	**3.8%**
YOY	-3.9%	2.0%	-1.6%	0.9%	-0.8%	3.0%	2.4%	0.9%	2.6%	2.4%	-0.6%	2.8%	-0.2%	-4.1%	2.2%	-0.7%	0.3%	1.2%	-1.8%	8.3%	1.7%	4.0%
源飞宠物	**4.1%**	**2.8%**	**3.6%**	**3.7%**	**3.3%**	**3.3%**	**2.6%**	**3.3%**	**4.3%**	**3.4%**	**3.3%**	**3.5%**	**0.9%**	**-3.2%**	**-3.4%**	**-2.0%**	**-0.9%**	**-0.7%**	**-0.5%**	**0.1%**	**-0.5%**	**0.8%**
YOY	-0.6%	-1.3%	0.8%	0.1%	-0.5%	-0.2%	-0.7%	0.3%	0.9%	0.1%	0.0%	4.1%	-2.7%	-4.0%	-0.3%	1.5%	2.7%	2.1%	-0.3%	2.1%	1.5%	1.7%
依依股份	**2.2%**	**2.8%**	**2.7%**	**3.0%**	**2.8%**	**2.4%**	**3.2%**	**3.2%**	**3.9%**	**3.1%**	**2.6%**	**1.9%**	**0.5%**	**-2.1%**	**-1.2%**	**-1.1%**	**-0.8%**	**-0.7%**	**-0.1%**	**1.0%**	**-0.2%**	**1.8%**
YOY	-0.2%	0.6%	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	1.9%	-1.4%	-2.5%	0.8%	0.1%	0.0%	0.4%	-1.1%	4.6%	0.9%	2.6%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

9. 必选消费：需求韧性突出，线下布局深度重新成为核心

9.1 个护：核心品牌仍处扩张区间，费用管控分化

女性护理： 25 年舆情影响逐步弱化，**百亚股份** 25Q4/26Q1 收入同比分别-6.4%/+6.0%，26Q1 公司凭借地区扩张助力收入重返增长通道，其中非核心区域预计延续靓丽表现，此外，公司积极推进电商策略调整，强化经营质量管控，我们预计后续低基数下增长有望提速；盈利方面，受益于线上改革成效落地、外围地区规模优势显现，26Q1 归母净利率同比+0.5pct，我们预计后续有望持续改善。**乐舒适**受益于非洲渗透率提升，以及公司份额扩张、地区扩展，25 年收入同比+24.9%；同时公司产品矩阵&定价策略优化，价格协同向上，毛利率同比+0.6pct、经调净利润同比+24.4%。我们判断公司已在海外形成较深竞争壁垒，未来成长有望延续。

口腔护理： 25Q4/26Q1 **登康口腔**、**倍加洁**收入同比分别-3.9%/+15.1%、+16.8%/+29.4%，归母净利润增速同比+4.5%/+20.0%、扭亏/+57.9%。**登康**受益于品牌势能提升以及产品加速迭代，26Q1 收入维持稳健增长，我们预计线下表现更为突出，线上公司**调整平台结构、优化资源投入&费用管控（26Q1 销售费用率同比-2.8pct）**，盈利能力维持高位。**倍加洁**业绩表现靓丽，我们预计主要系代工区域扩张、自主品牌&益生菌等新业务高增，同时受益于业务结构改善，规模扩张、费用优化（26Q1 毛利率同比+2.8pct、销售费用率同比-0.13pct），整体利润增速更优。

婴童护理： 25Q4/26Q1 **润本股份**收入同比+9.5%/+11.3%，归母净利润同比+23.4%/+19.1%，公司驱蚊类产品表现靓丽，非平台经销持续拓展，婴童类产品保持韧性，收入稳健增长；此外，公司严格把控原材料采购，成本控制优异，盈利能力提升（26Q1 毛利率同比+1.4pct、销售费用率同比+0.7pct）。我们判断公司线上品牌优势持续赋能线下，且凭借自身产品迭代加速，线下渠道有望持续贡献增量。

图 47：个护公司收入、利润梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						营业收入规模及增速											收入&合同负债规模及增速					
中顺洁柔	**7823.53**	**9149.87**	**8569.69**	**9800.95**	**8150.58**	**2067.75**	**2261.86**	**2148.61**	**2301.63**	**8779.85**	**2197.85**	**7960.86**	**9314.23**	**8666.28**	**9845.13**	**8286.32**	**2120.50**	**2309.26**	**2237.91**	**2425.91**	**8904.13**	**2283.94**
YOY	17.9%	17.0%	-6.3%	14.4%	-16.8%	12.1%	3.9%	11.1%	4.8%	7.7%	6.3%	17.5%	17.0%	-7.0%	13.6%	-15.8%	12.2%	3.0%	12.3%	4.1%	7.5%	7.7%
百亚股份	**1250.75**	**1463.06**	**1612.14**	**2144.15**	**3254.24**	**995.44**	**768.46**	**858.79**	**869.77**	**3492.46**	**1055.27**	**1314.33**	**1512.95**	**1670.20**	**2197.09**	**3353.21**	**1061.87**	**832.71**	**925.57**	**945.72**	**3568.41**	**1132.75**
YOY	8.8%	17.0%	10.2%	33.0%	51.8%	30.1%	0.2%	8.3%	-6.4%	7.3%	6.0%	9.5%	15.1%	10.4%	31.5%	52.6%	25.7%	1.5%	9.0%	-8.0%	6.4%	6.7%
豪悦护理	**2590.95**	**2462.05**	**2802.28**	**2756.91**	**2929.29**	**911.07**	**848.89**	**958.49**	**1037.47**	**3755.92**	**974.68**	**2657.89**	**2530.45**	**2841.64**	**2836.80**	**2961.15**	**957.61**	**891.64**	**1004.92**	**1128.27**	**3846.72**	**1061.59**
YOY	32.6%	-5.0%	13.8%	-1.6%	6.3%	42.4%	26.1%	31.6%	16.8%	28.2%	7.0%	33.5%	-4.8%	12.3%	-0.2%	4.4%	42.6%	22.2%	33.5%	22.6%	29.9%	10.9%
可靠股份	**1635.13**	**1186.40**	**1186.29**	**1081.48**	**1078.54**	**280.18**	**268.78**	**280.53**	**320.74**	**1150.23**	**291.30**	**1640.49**	**1192.39**	**1193.34**	**1087.50**	**1084.44**	**284.08**	**274.24**	**284.83**	**325.35**	**1154.84**	**297.71**
YOY	39.3%	-27.4%	0.0%	-8.8%	-0.3%	-1.0%	13.0%	4.6%	10.8%	6.6%	4.0%	39.3%	-27.3%	0.1%	-8.9%	-0.3%	-0.7%	13.7%	5.1%	10.2%	6.5%	4.8%
登康口腔	**1029.59**	**1142.52**	**1313.33**	**1375.78**	**1560.07**	**430.35**	**411.48**	**386.47**	**487.54**	**1715.83**	**495.31**	**1077.75**	**1165.63**	**1360.67**	**1432.27**	**1610.07**	**512.90**	**485.21**	**458.20**	**511.55**	**1739.83**	**528.25**
YOY	9.1%	11.0%	14.9%	4.8%	13.4%	19.4%	20.1%	10.5%	-3.9%	10.0%	15.1%	-0.4%	8.2%	16.7%	5.3%	12.4%	11.7%	6.2%	-6.8%	-8.2%	8.1%	3.0%
倍加洁	**827.73**	**1038.59**	**1049.93**	**1066.54**	**1298.85**	**323.83**	**393.31**	**402.01**	**416.15**	**1535.29**	**418.98**	**838.35**	**1060.41**	**1060.52**	**1078.23**	**1309.90**	**330.96**	**403.78**	**416.38**	**432.28**	**1551.42**	**436.98**
YOY	2.7%	25.5%	1.1%	1.6%	21.8%	13.3%	17.7%	24.7%	16.8%	18.2%	29.4%	2.9%	26.5%	0.0%	1.7%	21.5%	8.7%	17.4%	24.6%	17.6%	18.4%	32.0%
润本股份	**442.83**	**582.15**	**856.09**	**1032.95**	**1318.18**	**240.03**	**655.08**	**342.41**	**307.27**	**1544.79**	**267.09**	**446.27**	**586.35**	**860.59**	**1038.92**	**1331.54**	**246.09**	**659.39**	**345.37**	**318.65**	**1556.17**	**273.60**
YOY	58.9%	31.5%	47.1%	20.7%	27.6%	44.0%	13.5%	16.7%	9.5%	17.2%	11.3%	58.1%	31.4%	46.8%	20.7%	28.2%	45.3%	13.3%	16.4%	8.4%	16.9%	11.2%
						归母净利润及增速											扣非归母净利润及增速					
百亚股份	**182.51**	**227.92**	**187.29**	**238.25**	**287.67**	**130.61**	**57.43**	**56.53**	**-36.59**	**207.98**	**143.70**	**180.21**	**210.53**	**179.22**	**215.66**	**253.98**	**129.13**	**182.47**	**237.81**	**195.31**	**195.31**	**138.30**
YOY	42.4%	24.9%	-17.8%	27.2%	20.7%	27.3%	-25.5%	-3.9%	-174.4%	-27.7%	10.0%	46.5%	16.8%	-14.9%	20.3%	17.8%	32.4%	6.1%	5.2%	-23.1%	-23.1%	7.1%
豪悦护理	**601.96**	**362.67**	**422.88**	**438.60**	**387.51**	**90.61**	**57.87**	**54.88**	**28.62**	**231.98**	**83.51**	**576.21**	**352.96**	**386.01**	**423.28**	**376.29**	**90.10**	**145.79**	**194.18**	**222.64**	**222.64**	**83.21**
YOY	90.9%	-39.8%	16.6%	3.7%	-11.6%	5.7%	-46.5%	-45.4%	-69.2%	-40.1%	-7.8%	87.2%	-38.7%	9.4%	9.7%	-11.1%	7.6%	-23.9%	-32.5%	-40.8%	-40.8%	-7.6%
可靠股份	**214.01**	**39.75**	**-43.13**	**20.18**	**31.17**	**18.59**	**9.69**	**-0.29**	**8.13**	**36.12**	**1.88**	**201.54**	**33.42**	**-49.77**	**18.09**	**24.07**	**17.48**	**24.85**	**23.22**	**28.18**	**28.18**	**0.21**
YOY	144.7%	-81.4%	-208.5%	146.8%	54.4%	1.4%	98.4%	74.3%	-10.6%	15.9%	-89.9%	96.2%	-83.4%	-248.9%	136.3%	33.1%	-3.5%	15.4%	37.8%	17.1%	17.1%	-98.8%
登康口腔	**95.24**	**118.86**	**134.61**	**141.30**	**161.18**	**43.15**	**42.00**	**50.73**	**45.20**	**181.08**	**51.79**	**73.71**	**96.89**	**104.71**	**106.34**	**135.13**	**35.82**	**69.38**	**110.70**	**154.73**	**154.73**	**47.30**
YOY	50.8%	24.8%	13.3%	5.0%	14.1%	15.6%	19.7%	11.4%	4.5%	12.3%	20.0%	91.4%	31.5%	8.1%	1.6%	27.1%	27.3%	25.7%	19.8%	14.5%	14.5%	32.1%
倍加洁	**76.88**	**74.78**	**97.31**	**92.51**	**-77.32**	**12.41**	**31.11**	**33.55**	**37.73**	**114.79**	**19.60**	**73.81**	**32.11**	**64.84**	**35.97**	**-95.91**	**11.46**	**39.87**	**71.97**	**111.06**	**111.06**	**19.11**
YOY	-29.7%	-2.7%	30.1%	-4.9%	-183.6%	-34.5%	119.1%	289.7%	131.7%	248.5%	57.9%	-26.4%	-56.5%	101.9%	-44.5%	-366.6%	-36.4%	26.7%	86.4%	215.8%	215.8%	66.7%
润本股份	**94.71**	**120.65**	**160.04**	**226.03**	**300.16**	**44.20**	**143.33**	**78.52**	**48.45**	**314.50**	**52.64**	**91.82**	**116.68**	**154.37**	**218.65**	**289.23**	**38.62**	**176.96**	**251.23**	**295.44**	**295.44**	**48.32**
YOY	165.5%	27.4%	32.7%	41.2%	32.8%	24.6%	-0.8%	-2.9%	23.4%	4.8%	19.1%	165.2%	27.1%	32.3%	41.6%	32.3%	22.8%	0.9%	-1.8%	2.1%	2.1%	25.1%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 48：乐舒适财务数据梳理

单位：百万美元	2022A	2023A	2024A	2025 M1-4	2025 M5-12	2025A
收入	**319.90**	**411.37**	**454.39**	**161.31**	**406.08**	**567.39**
YOY		28.59%	10.46%	15.53%	29.01%	24.87%
年度利润	**18.39**	**64.68**	**95.11**	**31.10**	**90.06**	**121.16**
YOY		251.71%	47.05%	12.45%	33.52%	27.39%
经调整后利润	**18.39**	**64.68**	**98.36**	**32.51**	**89.80**	**122.31**
YOY		251.71%	52.06%	13.30%	28.91%	24.36%
毛利率	**22.99%**	**34.94%**	**35.25%**	**33.61%**	**36.77%**	**35.87%**
期间费用率	**14.06%**	**12.37%**	**9.93%**	**11.00%**	**10.82%**	**10.87%**
销售费用率	2.81%	3.29%	3.50%	3.52%	3.52%	3.52%
管理费用率	9.02%	8.66%	6.21%	7.05%	6.84%	6.90%
研发费用率	0.05%	0.08%	0.12%	0.16%	0.23%	0.21%
财务费用率	2.18%	0.34%	0.10%	0.27%	0.24%	0.25%
经调整后净利率	**5.75%**	**15.72%**	**21.65%**	**20.15%**	**22.11%**	**21.56%**

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 49：部分个护公司盈利能力及销售费用率梳理

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						毛利率					
中顺洁柔	**41.32%**	**35.92%**	**31.96%**	**33.15%**	**30.70%**	**30.85%**	**34.25%**	**36.71%**	**34.05%**	**34.00%**	**34.37%**
YOY	1.69%	-5.40%	-3.96%	1.19%	-2.45%	-3.67%	2.85%	9.46%	4.20%	3.29%	3.52%
百亚股份	**42.66%**	**44.71%**	**45.11%**	**50.32%**	**53.19%**	**53.32%**	**53.14%**	**55.55%**	**55.22%**	**54.30%**	**58.52%**
YOY	-3.25%	2.05%	0.40%	5.21%	2.87%	-1.04%	-1.30%	-0.25%	6.27%	1.12%	5.19%
豪悦护理	**36.93%**	**26.32%**	**23.15%**	**26.94%**	**27.91%**	**34.67%**	**31.36%**	**29.20%**	**30.98%**	**31.51%**	**33.25%**
YOY	6.57%	-10.61%	-3.17%	**3.79%**	0.97%	6.96%	1.05%	2.19%	4.02%	3.60%	-1.42%
可靠股份	**27.83%**	**18.64%**	**13.10%**	**17.65%**	**20.79%**	**24.30%**	**23.62%**	**22.55%**	**25.30%**	**23.99%**	**23.85%**
YOY	0.81%	-9.19%	-5.54%	4.55%	3.13%	3.91%	-0.15%	1.84%	6.51%	3.21%	-0.44%
登康口腔	**41.71%**	**42.10%**	**40.50%**	**44.11%**	**49.37%**	**55.51%**	**49.57%**	**45.90%**	**56.58%**	**52.23%**	**52.59%**
YOY	-0.55%	0.39%	-1.60%	3.60%	5.26%	7.08%	4.22%	-8.02%	6.96%	2.85%	-2.92%
倍加洁	**22.96%**	**20.56%**	**23.97%**	**23.19%**	**23.91%**	**25.70%**	**27.21%**	**25.83%**	**24.34%**	**25.75%**	**28.50%**
YOY	-2.40%	-2.41%	3.41%	-0.78%	0.73%	0.31%	2.03%	2.15%	2.58%	1.84%	2.80%
润本股份	**52.53%**	**53.05%**	**54.19%**	**56.35%**	**58.17%**	**57.67%**	**58.13%**	**58.96%**	**58.45%**	**58.31%**	**59.10%**
YOY	-1.56%	0.52%	1.15%	2.15%	1.83%	1.98%	-1.35%	1.39%	0.88%	0.14%	1.42%
						销售费用率					
中顺洁柔	**19.74%**	**21.71%**	**20.41%**	**22.51%**	**21.60%**	**20.39%**	**22.05%**	**23.71%**	**19.69%**	**21.45%**	**21.37%**
YOY	-0.90%	1.97%	-1.30%	2.10%	-0.91%	-0.08%	-0.38%	2.44%	-2.31%	-0.15%	0.97%
百亚股份	**17.74%**	**19.06%**	**24.50%**	**31.20%**	**37.67%**	**33.99%**	**39.52%**	**42.43%**	**51.94%**	**41.75%**	**37.32%**
YOY	-9.15%	1.32%	5.44%	6.70%	6.47%	-0.43%	3.38%	0.92%	13.61%	4.08%	3.33%
豪悦护理	**4.91%**	**3.66%**	**3.47%**	**4.97%**	**7.29%**	**14.84%**	**16.93%**	**16.92%**	**20.20%**	**17.32%**	**16.35%**
YOY	-0.31%	-1.25%	-0.19%	1.50%	2.32%	7.37%	10.01%	10.71%	11.86%	10.03%	1.51%
可靠股份	**4.00%**	**7.64%**	**8.02%**	**9.20%**	**11.31%**	**8.85%**	**13.65%**	**13.41%**	**12.77%**	**12.18%**	**11.57%**
YOY	-6.08%	3.64%	0.38%	1.17%	2.12%	0.69%	-1.54%	0.22%	3.30%	0.86%	2.71%
登康口腔	**25.80%**	**24.45%**	**24.01%**	**28.08%**	**31.96%**	**38.56%**	**34.35%**	**25.51%**	**38.34%**	**34.55%**	**35.77%**
YOY	-3.44%	-1.34%	-0.45%	4.07%	3.88%	6.82%	5.85%	-8.00%	4.95%	2.59%	-2.79%
倍加洁	**3.98%**	**8.82%**	**9.98%**	**6.99%**	**6.97%**	**8.28%**	**7.90%**	**9.80%**	**6.91%**	**8.21%**	**8.15%**
YOY	-1.81%	4.83%	1.16%	-2.99%	-0.02%	0.21%	1.60%	2.34%	0.64%	1.24%	-0.13%
润本股份	**21.48%**	**23.09%**	**27.09%**	**26.02%**	**28.80%**	**31.45%**	**29.81%**	**29.09%**	**37.63%**	**31.46%**	**32.14%**
YOY	-5.90%	1.61%	4.00%	-1.07%	2.78%	1.30%	1.49%	5.54%	3.18%	2.66%	0.69%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						归母净利率					
中顺洁柔	**11.58%**	**6.35%**	**4.08%**	**3.40%**	**0.95%**	**3.23%**	**3.69%**	**3.72%**	**3.84%**	**3.63%**	**4.67%**
YOY	2.48%	-5.23%	-2.27%	-0.69%	-2.45%	-1.94%	4.05%	5.48%	2.77%	2.68%	1.44%
百亚股份	**14.59%**	**15.58%**	**11.62%**	**11.11%**	**8.84%**	**13.12%**	**7.47%**	**6.58%**	**-4.21%**	**5.95%**	**13.62%**
YOY	3.44%	0.99%	-3.96%	-0.51%	-2.27%	-0.29%	-2.58%	-0.84%	-9.50%	-2.88%	0.50%
豪悦护理	**23.23%**	**14.73%**	**15.09%**	**15.91%**	**13.23%**	**9.95%**	**6.82%**	**5.73%**	**2.76%**	**6.18%**	**8.57%**
YOY	7.09%	-8.50%	0.36%	0.82%	-2.68%	-3.46%	-9.26%	-8.07%	-7.72%	-7.05%	-1.38%
可靠股份	**13.09%**	**3.35%**	**-3.64%**	**1.87%**	**2.89%**	**6.63%**	**3.60%**	**-0.10%**	**2.54%**	**3.14%**	**0.65%**
YOY	5.64%	-9.74%	-6.99%	5.50%	1.02%	0.16%	1.55%	0.32%	-0.61%	0.25%	-5.99%
登康口腔	**9.25%**	**10.40%**	**10.25%**	**10.27%**	**10.33%**	**10.03%**	**10.21%**	**13.13%**	**9.27%**	**10.55%**	**10.46%**
YOY	2.56%	1.15%	-0.15%	0.02%	0.06%	-0.32%	-0.04%	0.11%	0.74%	0.22%	0.43%
倍加洁	**9.29%**	**7.20%**	**9.27%**	**8.67%**	**-5.95%**	**3.83%**	**7.91%**	**8.34%**	**9.07%**	**7.48%**	**4.68%**
YOY	-4.28%	-2.09%	2.07%	-0.59%	-14.63%	-2.79%	3.66%	5.67%	42.47%	13.43%	0.85%
润本股份	**21.39%**	**20.72%**	**18.69%**	**21.88%**	**22.77%**	**18.41%**	**21.88%**	**22.93%**	**15.77%**	**20.36%**	**19.71%**
YOY	8.59%	-0.66%	-2.03%	3.19%	0.89%	-2.87%	-3.16%	-4.62%	1.77%	-2.41%	1.29%
						ROE					
中顺洁柔	**17.97%**	**11.85%**	**6.76%**	**6.08%**	**1.43%**	**1.23%**	**1.52%**	**1.46%**	**1.62%**	**5.83%**	**1.86%**
YOY	3.16%	-6.12%	-5.09%	-0.68%	-4.65%	-0.50%	1.66%	2.08%	1.18%	4.41%	0.64%
百亚股份	**16.23%**	**18.79%**	**14.63%**	**17.18%**	**19.84%**	**8.62%**	**3.84%**	**3.92%**	**-2.52%**	**14.52%**	**9.56%**
YOY	-2.06%	2.56%	-4.15%	2.54%	2.67%	1.49%	-1.61%	-0.37%	-5.97%	-5.32%	0.93%
豪悦护理	**21.60%**	**12.12%**	**14.03%**	**13.63%**	**11.74%**	**2.71%**	**1.72%**	**1.63%**	**0.84%**	**6.79%**	**2.42%**
YOY	-27.78%	-9.48%	1.92%	-0.40%	-1.89%	0.07%	-1.57%	-1.47%	-2.02%	-4.95%	-0.29%
可靠股份	**34.89%**	**2.81%**	**-3.19%**	**1.47%**	**2.34%**	**1.38%**	**0.72%**	**-0.02%**	**0.61%**	**2.69%**	**0.14%**
YOY	12.97%	-32.08%	-6.00%	4.66%	0.87%	0.04%	0.36%	0.06%	-0.07%	0.36%	-1.24%
登康口腔	**18.76%**	**23.36%**	**24.82%**	**10.05%**	**11.08%**	**2.92%**	**2.89%**	**3.53%**	**3.05%**	**12.03%**	**3.36%**
YOY	4.09%	4.60%	1.46%	-14.77%	1.03%	0.30%	0.39%	0.25%	0.03%	0.95%	0.44%
倍加洁	**7.49%**	**6.93%**	**8.35%**	**7.41%**	**-7.77%**	**1.24%**	**3.04%**	**3.21%**	**3.51%**	**10.46%**	**1.77%**
YOY	-3.76%	-0.56%	1.42%	-0.95%	-15.18%	-0.26%	1.85%	2.43%	14.79%	18.23%	0.53%
润本股份	**37.86%**	**21.48%**	**22.15%**	**11.76%**	**14.43%**	**2.10%**	**6.67%**	**3.61%**	**2.21%**	**14.16%**	**2.34%**
YOY	11.89%	-16.38%	0.67%	-10.38%	2.66%	0.27%	-0.58%	-0.36%	0.30%	-0.27%	0.24%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

9.2 文具：龙头多元成长，集采竞争压力延续

龙头经营韧性显现，集采竞争压力延续。25Q4/26Q1 晨光、齐心收入同比分别+8.7%/+5.4%、+41.1%/-5.6%，归母净利润同比分别-3.2%/+5.9%、减亏/-12.6%。尽管终端需求延续疲弱、龙头公司仍展现较强经营韧性。其中，**晨光股份** 25Q4/26Q1 传统渠道同比分别-4.4%/-2.9%、科力普同比分别+14.6%/+10.3%、生活馆分别同比+8.1%/+14.5%。公司围绕“功能价值”与“情绪价值”双重提升，并加强线上产品线布局（25 年线上+5.2%、25Q4 已扭亏）&出海（25 年外销+5.9%）。集采方面，科力普深耕存量、拓展增量，并推进自营和自有产品占比提升，未来分拆上市后成长有望加速；零售大店围绕门店升级、主题快闪营销、IP 与品类拓展、会员深度营运等维度协同发力，我们预计未来仍将有序扩张，且盈利能力亦有望稳步改善。此外，科力普/齐心毛利率均在低位波动，我们预计办公集采竞争压力短期内仍将延续。

图 50：文具部分公司财务信息梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						营业收入规模及增速					
晨光股份	**13137.75**	**17607.40**	**19996.32**	**23351.30**	**24228.25**	**5244.82**	**5563.96**	**6519.08**	**7736.05**	**25063.91**	**5530.36**
YOY	17.9%	34.0%	13.6%	16.8%	3.8%	-4.4%	0.0%	7.5%	8.7%	3.4%	5.4%
齐心集团	**8009.33**	**8236.34**	**8629.14**	**11098.85**	**11396.89**	**2212.15**	**2561.05**	**2956.10**	**4235.64**	**11964.95**	**2089.25**
YOY	33.9%	2.8%	4.8%	28.6%	2.7%	1.0%	-8.7%	-13.0%	41.1%	5.0%	-5.6%
						归母净利润及增速					
晨光股份	**1255.43**	**1517.87**	**1282.46**	**1526.80**	**1395.84**	**318.20**	**238.98**	**391.12**	**362.15**	**1310.45**	**337.07**
YOY	18.4%	20.9%	-15.5%	19.1%	-8.6%	-16.2%	-5.6%	0.6%	-3.2%	-6.1%	5.9%
齐心集团	**200.84**	**-562.26**	**126.69**	**76.91**	**62.82**	**48.87**	**38.63**	**52.91**	**-59.75**	**80.66**	**42.72**
YOY	-12.8%	-380.0%	122.5%	-39.3%	-18.3%	-1.1%	-14.8%	-17.1%	37.6%	28.4%	-12.6%
	2020	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**25Q1**	**25Q2**	**25Q3**	**25Q4**	**2025**	**26Q1**
						毛利率					
晨光股份	**25.36%**	**23.21%**	**19.36%**	**18.86%**	**18.90%**	**20.65%**	**18.31%**	**19.89%**	**15.54%**	**18.36%**	**20.27%**
YOY	-0.78%	-2.15%	-3.85%	-0.50%	0.04%	0.49%	-0.34%	-0.56%	-1.24%	-0.54%	-0.38%
齐心集团	**14.66%**	**11.21%**	**10.07%**	**8.38%**	**8.59%**	**9.74%**	**8.54%**	**8.97%**	**7.09%**	**8.35%**	**9.88%**
YOY	-1.00%	-3.45%	-1.14%	-1.69%	0.21%	-0.44%	-0.58%	1.52%	-1.13%	-0.24%	0.14%
						销售费用率					
晨光股份	**8.40%**	**7.94%**	**6.79%**	**6.64%**	**7.17%**	**8.15%**	**8.21%**	**8.09%**	**5.80%**	**7.42%**	**8.75%**
YOY	-0.40%	-0.46%	-1.15%	-0.15%	0.53%	0.75%	0.93%	0.19%	-0.50%	0.25%	0.60%
齐心集团	**5.24%**	**5.51%**	**5.41%**	**4.89%**	**4.99%**	**6.20%**	**4.57%**	**4.53%**	**5.04%**	**5.03%**	**5.25%**
YOY	-1.41%	0.27%	-0.10%	-0.52%	0.10%	0.67%	0.31%	0.36%	-1.17%	0.04%	-0.95%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						收入&合同负债规模及增速					
晨光股份	**13251.85**	**17753.99**	**20078.06**	**23457.34**	**24371.60**	**5407.90**	**5741.05**	**6706.05**	**7878.23**	**25206.09**	**5683.91**
YOY	16.8%	34.0%	13.1%	16.8%	3.9%	-3.6%	1.0%	8.4%	8.6%	3.4%	5.1%
齐心集团	**8065.26**	**8325.65**	**8699.91**	**11153.86**	**11443.48**	**2466.99**	**2587.93**	**2998.52**	**4262.74**	**11992.05**	**2144.38**
YOY	32.6%	3.2%	4.5%	28.2%	2.6%	2.0%	-13.3%	-16.3%	39.9%	4.8%	-13.1%
						扣非归母净利润及增速					
晨光股份	**1102.71**	**1349.54**	**1155.56**	**1398.22**	**1233.94**	**281.29**	**461.56**	**802.20**	**1123.92**	**1123.92**	**255.66**
YOY	9.7%	22.4%	-14.4%	21.0%	-11.7%	-14.2%	-18.6%	-13.6%	-8.9%	-8.9%	-9.1%
齐心集团	**185.16**	**-564.90**	**91.27**	**75.39**	**59.24**	**44.01**	**79.75**	**134.52**	**75.76**	**75.76**	**39.69**
YOY	-14.4%	-405.1%	116.2%	-17.4%	-21.4%	-1.0%	-13.3%	-14.4%	27.9%	27.9%	-9.8%
	2020	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**25Q1**	**25Q2**	**25Q3**	**25Q4**	**2025**	**26Q1**
						归母净利率					
晨光股份	**9.56%**	**8.62%**	**6.41%**	**6.54%**	**5.76%**	**6.07%**	**4.30%**	**6.00%**	**4.68%**	**5.23%**	**6.09%**
YOY	0.04%	-0.94%	-2.21%	0.12%	-0.78%	-0.86%	-0.25%	-0.41%	-0.58%	-0.53%	0.03%
齐心集团	**2.51%**	**-6.83%**	**1.47%**	**0.69%**	**0.55%**	**2.21%**	**1.51%**	**1.79%**	**-1.41%**	**0.67%**	**2.04%**
YOY	-1.34%	-9.33%	8.29%	-0.78%	-0.14%	-0.05%	-0.11%	-0.09%	1.78%	0.12%	-0.16%
						ROE					
晨光股份	**24.17%**	**24.50%**	**18.72%**	**19.49%**	**15.67%**	**3.52%**	**2.70%**	**4.48%**	**3.98%**	**14.11%**	**3.56%**
YOY	-1.06%	0.33%	-5.78%	0.77%	-3.83%	-1.22%	-0.39%	-0.14%	-0.30%	-1.56%	0.05%
齐心集团	**5.79%**	**-19.58%**	**4.13%**	**2.48%**	**2.04%**	**1.58%**	**1.24%**	**1.70%**	**-1.92%**	**2.61%**	**1.38%**
YOY	-1.07%	-25.37%	23.71%	-1.66%	-0.43%	-0.01%	-0.22%	-0.34%	1.15%	0.57%	-0.20%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 51：晨光股份分渠道梳理

（亿元）		24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	2025	26Q1
传统渠道（总收入-生活馆-科力普））	收入	21.68	20.36	42.03	26.36	20.78	89.18	20.54	18.47	39.01	25.42	19.88	84.31	19.94
	yoy	11.70%	5.68%	8.70%	-1.85%	-3.65%	2.40%	-5.24%	-9.28%	-7.20%	-3.57%	-4.35%	-5.46%	-2.93%
	净利润/亿	3.32	2.28	5.61	-	-	12.21	-	-	4.96	3.45	3.39	11.80	-
	净利率	15.33%	11.22%	13.34%	-	-	13.69%	-	-	12.72%	13.56%	17.05%	13.99%	-
其中：上海安硕	收入	0.77	1.16	1.93	0.89	1.12	3.94	-	-	-	-	-	5.06	-
	yoy	5.0%	5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	2.4%	-	-	-	-	-	28.3%	-
	净利润	-0.05	(0.03)	-0.08	-	-	-0.38	-	-	-0.04	-	-	-0.24	-
	净利率	-6.48%	-2.72%	-4.23%	-	-	-9.60%	-	-	-	-	-	-4.82%	-
其中：晨光科技	收入	2.47	2.36	4.83	3.99	2.62	11.44	3.08	2.48	5.56	4.11	2.37	12.04	3.11
	yoy	32.72%	28.34%	30.54%	38.89%	31.18%	33.49%	24.57%	5.22%	15.14%	3.06%	-9.61%	5.24%	1.05%
	净利润	(0.10)	-0.08	(0.18)			(0.26)	-	-	(0.21)	(0.10)	0.24	(0.07)	-
	净利率	-4.05%	-3.47%	-3.76%			-2.30%	-	-	-3.80%	-2.43%	10.13%	-0.59%	-
科力普	收入	29.47	31.73	61.20	30.38	46.74	138.31	27.90	33.39	61.29	35.62	53.57	150.48	30.78
	yoy	11.59%	11.21%	11.39%	7.51%	-6.29%	3.94%	-5.32%	5.22%	0.15%	17.27%	14.62%	8.80%	10.31%
	毛利率	7.23%	7.04%	7.13%	7.10%	6.59%	6.94%	7.08%	6.79%	6.92%	6.54%	6.02%	6.51%	6.61%
	净利润	0.88	0.44	1.32	-	-	3.22	-	-	1.23	0.89	1.22	3.35	-
	净利率	3.00%	1.37%	2.16%	-	-	2.33%	-	-	2.01%	2.50%	2.28%	2.22%	-
九木&生活馆	收入/亿	3.71	3.57	7.28	3.89	3.62	14.79	4.01	3.78	7.79	4.15	3.91	15.85	4.59
	其中：九木	3.48	3.42	6.90	3.67	3.49	14.06	3.88	3.68	7.56	3.99	3.83	15.37	4.51
	生活馆	0.23	0.15	0.38	0.22	0.12	0.73	0.13	0.10	0.23	0.16	0.08	0.48	0.08
	yoy	23.53%	19.13%	21.33%	0.39%	4.13%	10.77%	8.03%	5.94%	7.01%	6.57%	8.10%	7.16%	14.48%
	净利润/亿	0.03	0.03	0.06	-	-	-0.16	-	-	-0.23	-0.10	-0.46	-0.79	-
	净利率	0.80%	0.74%	0.77%	-	-	-1.10%	-	-	-2.97%	-2.41%	-11.72%	-4.98%	-
	门店数	678	709	709	740	779	779	779	830	830	870	900	900	-
	单店收入/万	60.57	55.70	113.57	57.55	50.33	205.73	55.01	49.15	101.23	51.54	46.59	188.81	-

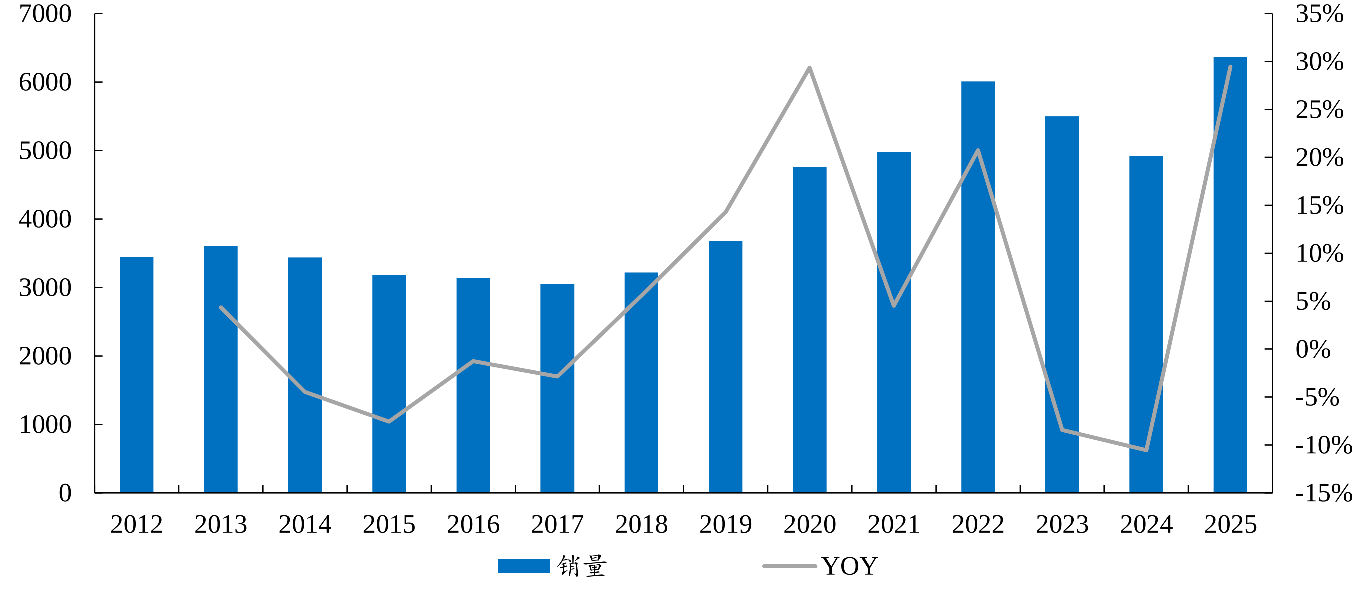
资料来源：公司年报、信达证券研发中心

10. 电动两轮车：新国标短期影响，把握结构性增长机会

电动两轮车行业 25 年景气度在国补等刺激下显著提升。据营商电动车数据，25 年我国电动两轮车行业景气度大幅提升，全年销量 6370 万辆（同比+29.5%），创历史新高，我们认为原因一是"以旧换新"国补政策有效刺激消费，25 年全年以旧换新超 1250 万辆，增量突出，二是 24 年行业整体景气度低迷，我们预计终端经销商库存水位普遍较低，在 25 年进行补库匹配动销表现，与之对应，头部品牌在 25 年均实现电动两轮车业务的靓丽增长。此外，产品升级成为行业主旋律，全年中高端车型占比突破四成，智能化成为主流；三轮车以及即时配送场景助推市场扩容。

新国标实际执行正趋于良性，逐步平衡各方需求，利好消费回暖；电摩起量带动产品结构优化，短期阵痛后全产业链盈利能力提升叠加销量回暖有望创造可观弹性；海外市场在政策支持、基建完善、成本优化下进入加速发展期带来可观增量。

图 52：我国电动两轮车销量及增速（万辆，%）



资料来源：营商电动车公众号、信达证券研发中心

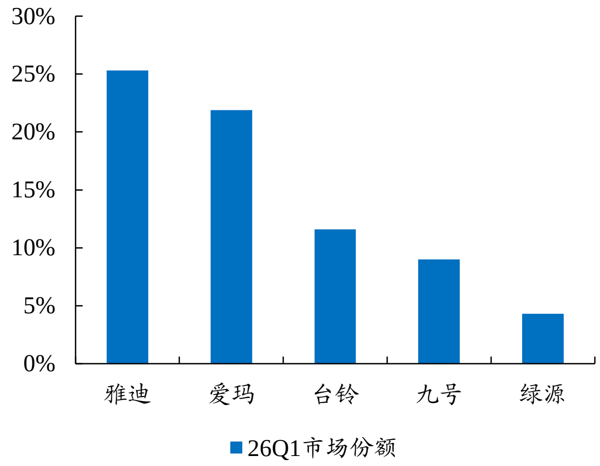
26Q1 行业景气度受新国标切换、国补高基数等因素影响承压。据奥维云网数据，26Q1 我国电动两轮车市场内销同比-17.1%，我们认为一方面因为这是我国电动两轮车新国标全面切换后的首个完整季度，在售产品数量相对有限且与消费端实际需求有待进一步对齐，另一方面则是因为 25 年同期"以旧换新"政策持续拉动形成高基数影响；3 月单月内销同比-8.9%，降幅较 2 月已出现显著收窄，我们认为电动两轮车在我国属于偏刚需性短途出行工具，随着头部品牌结合终端需求加速迭代新国标产品，有望促进需求持续恢复。此外，根据中国摩托车商会不完全统计，26Q1 我国电动摩托车销量同比-5.7%，3 月销量同比+3.5%，我们预计电动摩托车产品有望在终端市场填补电动自行车产品的短期空白，保障销售基本盘。

龙头企业份额提升，行业生态有望改善。消费者对电自产品价格敏感度高，早先长尾品牌依靠低价策略维持份额，但新国标下随着材料、检测成本提升，合规单车价格必然提高，长尾品牌竞争力大幅减弱。头部品牌具备显著硬软件优势、渠道优势、配套优势，对长尾形成全方位出清压力；产品结构优化提升门店盈利能力，吸引二网商翻牌，优化产业链生态。终端运营层面，在新势力启迪下，传统品牌革新思路打法，推动线上线下一体化。

图 53：九号公司新国标电动自行车 Fz3 30

资料来源：九号官方商城微信小程序、信达证券研发中心

图 54：26Q1 电动两轮车市场品牌格局



资料来源：奥维云网公众号、信达证券研发中心

板块整体 25 年经营业绩增长亮眼，26Q1 则有一定承压，我们预计 26Q2 往后，电动自行车有望回暖，电动摩托车则保持良好势头，建议关注强者恒强的头部品牌。

收入&利润：九号公司差异化定位优势突出，涛涛车业全球化布局领先。

（1）九号公司：25 年实现营收 212.8 亿元（同比+49.9%），26Q1 实现营收 58.7 亿元（同比+14.8%），25 年电动两轮车销售 409.0 万辆（同比+57.4%），单车 ASP 约 2899 元（同比+4.5%），作为核心业务支撑公司经营业绩高增，26Q1 电动两轮车销售 122.8 万辆（同比+22.3%），依托年轻化、智能化品牌定位实现逆势增长，我们预计其中电动摩托车占主导地位。

（2）涛涛车业：25 年实现营收 39.4 亿元（同比+32.4%），26Q1 实现营收 10.6 亿元（同比+65.7%），利润增速均快于营收增速。电动低速车已成为公司最主要增长引擎，其他品类如全地形车、越野车、电动自行车等在 26Q1 也保持良好增长态势；此外公司北美产能布局顺利，3 条电动低速车产线已正常生产，未来将继续扩张。

（3）雅迪控股：25 年实现营收 370.1 亿元（同比+31.1%）、归母净利润 29.1 亿元（同比+128.8%），增速突出。25 年公司电动自行车销量约 1145.35 万台（同比+26.0%），电动踏板车销量约 481.57 万台（同比+22.5%），单车 ASP 均同比提升。新国标切换后，公司精准把握消费趋势发力电动踏板车，实现整体销量增长。

（4）爱玛科技：25 年实现营收 250.9 亿元（同比+16.1%），26Q1 实现营收 50.8 亿元（同比-18.5%），利润增速表现均弱于营收。我们认为公司 26Q1 经营业绩表现在一定程度上反映出行业整体承压背景，静待后续动销恢复。

图 55：电动两轮车行业主要公司收入及利润情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
营业收入规模及增速											
爱玛科技	**12904.59**	**15398.71**	**20802.21**	**21036.12**	**21606.29**	**6232.39**	**6798.39**	**8062.19**	**4001.60**	**25094.57**	**5082.24**
YOY	23.8%	19.3%	35.1%	1.1%	2.7%	25.8%	20.6%	17.3%	-3.4%	16.1%	-18.5%
九号公司	**6002.74**	**9146.05**	**10124.32**	**10222.08**	**14195.81**	**5112.48**	**6629.65**	**6647.53**	**2888.21**	**21277.88**	**5869.97**
YOY	30.9%	52.4%	10.7%	1.0%	38.9%	99.5%	61.5%	56.8%	-12.2%	49.9%	14.8%
涛涛车业	**1385.57**	**2017.69**	**1765.67**	**2144.25**	**2976.63**	**639.26**	**1074.03**	**1059.52**	**1168.62**	**3941.43**	**1058.98**
YOY	84.3%	45.6%	-12.5%	21.4%	38.8%	23.0%	23.3%	27.7%	54.5%	32.4%	65.7%
新日股份	**5068.32**	**4280.84**	**4903.62**	**4105.98**	**3510.92**	**1053.52**	**1131.83**	**1388.57**	**539.05**	**4112.97**	**939.63**
YOY	65.9%	-15.5%	14.5%	-16.3%	-14.5%	39.5%	18.4%	24.0%	-20.8%	17.1%	-10.8%
雅迪控股	**19360.32**	**26967.53**	**31059.44**	**34762.76**	**28236.25**	**19185.86**		**17822.38**		**37008.24**	
YOY	61.8%	39.3%	15.2%	11.9%	-18.8%	33.1%		28.9%		31.1%	
绿源集团控股	**2378.33**	**3417.69**	**4783.02**	**5082.98**	**5071.96**	**3095.67**		**2811.18**		**5906.85**	
YOY	-4.7%	43.7%	39.9%	6.3%	-0.2%	22.2%		10.8%		16.5%	
归母净利润及增速											
爱玛科技	**598.52**	**664.00**	**1873.43**	**1881.12**	**1987.93**	**604.71**	**607.90**	**694.82**	**127.07**	**2034.50**	**196.12**
YOY	14.8%	10.9%	182.1%	0.4%	5.7%	25.1%	30.1%	15.2%	-70.7%	2.3%	-67.6%
九号公司	**73.47**	**410.60**	**450.55**	**597.99**	**1084.13**	**456.17**	**785.50**	**545.53**	**-29.03**	**1758.17**	**203.37**
YOY	116.2%	458.8%	9.7%	32.7%	81.3%	236.2%	70.8%	45.9%	-125.4%	62.2%	-55.4%
涛涛车业	**217.86**	**242.72**	**206.31**	**280.48**	**431.26**	**86.21**	**256.01**	**264.32**	**209.78**	**816.32**	**176.30**
YOY	203.6%	11.4%	-15.0%	36.0%	53.8%	69.5%	95.2%	121.4%	61.5%	89.3%	104.5%
新日股份	**102.11**	**11.37**	**162.17**	**87.98**	**25.62**	**29.92**	**30.88**	**54.96**	**-65.16**	**50.60**	**25.18**
YOY	44.8%	-88.9%	1326.2%	-45.7%	-70.9%	19.1%	24.4%	66.4%	-13.6%	97.5%	-15.9%
雅迪控股	**957.39**	**1369.50**	**2161.09**	**2640.16**	**1272.37**	**1649.03**		**1262.56**		**2911.59**	
YOY	85.4%	43.0%	57.8%	22.2%	-51.8%	59.5%		429.4%		128.8%	
绿源集团控股	**40.29**	**59.26**	**118.03**	**145.61**	**116.76**	**110.12**		**64.99**		**175.10**	
YOY	-42.1%	47.1%	99.2%	23.4%	-19.8%	66.9%		28.0%		50.0%	

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
收入&合同负债规模及增速											
爱玛科技	**13223.06**	**15882.25**	**21440.64**	**21661.35**	**22521.91**	**6963.46**	**7668.61**	**9154.71**	**4892.76**	**25985.73**	**6032.21**
YOY	24.8%	20.1%	35.0%	1.0%	4.0%	25.1%	21.0%	17.3%	-3.3%	15.4%	-13.4%
九号公司	**6301.69**	**9686.10**	**10590.92**	**10704.56**	**15525.34**	**6226.40**	**8111.17**	**8115.70**	**5648.33**	**24037.99**	**7738.53**
YOY	34.3%	53.7%	9.3%	1.1%	45.0%	102.9%	71.8%	62.3%	22.3%	54.8%	24.3%
涛涛车业	**1412.55**	**2040.01**	**1798.62**	**2170.24**	**3004.15**	**680.83**	**1110.46**	**1110.86**	**1225.59**	**3998.40**	**1126.22**
YOY	81.9%	44.4%	-11.8%	20.7%	38.4%	19.9%	23.9%	29.1%	56.3%	33.1%	65.4%
新日股份	**5178.97**	**4389.91**	**5060.34**	**4231.20**	**3648.65**	**1191.01**	**1267.43**	**1510.86**	**669.09**	**4243.01**	**1060.50**
YOY	66.0%	-15.2%	15.3%	-16.4%	-13.8%	33.9%	14.4%	19.8%	-18.2%	16.3%	-11.0%
雅迪控股	**19360.32**	**26967.53**	**31059.44**	**34762.76**	**28236.25**	**19185.86**		**17822.38**		**37008.24**	
YOY	61.8%	39.3%	15.2%	11.9%	-18.8%	33.1%		28.9%		31.1%	
绿源集团控股	**2378.33**	**3417.69**	**4783.02**	**5082.98**	**5071.96**	**3095.67**		**2811.18**		**5906.85**	
YOY	-4.7%	43.7%	39.9%	6.3%	-0.2%	22.2%		10.8%		16.5%	
扣非归母净利润及增速											
爱玛科技	**513.50**	**616.21**	**1797.36**	**1764.47**	**1791.59**	**592.65**	**590.57**	**650.58**	**116.23**	**1950.03**	**182.25**
YOY	0.7%	20.0%	191.7%	-1.8%	1.5%	31.6%	33.3%	17.6%	-66.3%	8.8%	-69.2%
九号公司	**51.26**	**256.19**	**379.70**	**412.94**	**1062.24**	**435.81**	**876.69**	**486.20**	**-62.11**	**1736.58**	**173.72**
YOY	-51.5%	399.8%	48.2%	8.8%	157.2%	207.5%	98.9%	37.0%	-149.7%	63.5%	-60.1%
涛涛车业	**189.82**	**224.46**	**204.77**	**270.03**	**420.71**	**85.89**	**252.89**	**263.07**	**202.58**	**804.43**	**174.31**
YOY	205.9%	18.2%	-8.8%	31.9%	55.8%	70.5%	97.2%	126.4%	60.9%	91.2%	102.9%
新日股份	**89.20**	**-10.72**	**147.70**	**90.46**	**2.35**	**26.54**	**21.19**	**53.52**	**-74.46**	**26.78**	**1.55**
YOY	58.0%	-112.0%	1477.9%	-38.8%	-97.4%	127.4%	9.1%	71.4%	-24.2%	1037.4%	-94.2%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

盈利能力：国内市场为主的公司在 26Q1 普遍面临盈利压力。25 年业内头部企业多数实现毛、净利率同比提升，我们认为一方面是销量增长推动规模效应凸显，另一方面则是产品结构优化见效；26Q1 除了以海外市场为主的涛涛车业保持良好盈利能力外，其余以国内市场为主的公司普遍面临毛利率与净利率压力，我们认为原因一是原材料价格上涨阶段性压制毛利率，二是电动两轮车销售承压导致规模效应减弱，三是如九号公司、涛涛车业受汇兑损失拖累。我们看到已有部分企业采取提价应对，且随着动销回暖，看好头部企业盈利能力迎来持续修复。

图 56：电动两轮车行业主要公司盈利能力（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛利率											
爱玛科技	**11.4%**	**11.7%**	**16.4%**	**16.5%**	**17.8%**	**19.6%**	**18.9%**	**18.0%**	**15.8%**	**18.3%**	**15.8%**
YOY	-2.3%	0.3%	4.6%	0.1%	1.3%	1.6%	1.3%	1.2%	-3.8%	0.5%	-3.8%
九号公司	**27.7%**	**23.2%**	**26.0%**	**26.9%**	**28.2%**	**29.7%**	**30.9%**	**29.0%**	**28.0%**	**29.6%**	**26.5%**
YOY	0.3%	-4.5%	2.7%	0.9%	1.3%	-0.8%	0.5%	0.5%	4.5%	1.4%	-3.1%
涛涛车业	**35.1%**	**33.0%**	**35.8%**	**37.6%**	**35.0%**	**37.2%**	**41.6%**	**46.1%**	**39.5%**	**41.5%**	**40.9%**
YOY	-7.4%	-2.2%	2.8%	1.9%	-2.6%	-0.2%	6.7%	9.1%	8.4%	6.5%	3.7%
新日股份	**10.4%**	**12.7%**	**13.0%**	**14.3%**	**15.5%**	**14.6%**	**15.4%**	**14.8%**	**10.6%**	**14.4%**	**13.4%**
YOY	-4.2%	2.3%	0.3%	1.3%	1.2%	-0.7%	-1.0%	-0.2%	-4.7%	-1.1%	-1.2%
雅迪控股	**15.9%**	**15.2%**	**18.1%**	**16.9%**	**15.2%**	**19.6%**		**18.6%**		**19.1%**	
YOY	-1.5%	-0.7%	2.9%	-1.1%	-1.7%	1.6%		6.3%		3.9%	
绿源集团控股	**12.0%**	**11.3%**	**11.7%**	**13.4%**	**13.1%**	**13.6%**		**14.0%**		**13.8%**	
YOY	-1.7%	-0.7%	0.4%	1.7%	-0.3%	1.6%		-0.3%		0.7%	
归母净利率											
爱玛科技	**4.6%**	**4.3%**	**9.0%**	**8.9%**	**9.2%**	**9.7%**	**8.9%**	**8.6%**	**3.2%**	**8.1%**	**3.9%**
YOY	-0.4%	-0.3%	4.7%	-0.1%	0.3%	-0.1%	0.7%	-0.2%	-7.3%	-1.1%	-5.8%
九号公司	**1.2%**	**4.5%**	**4.5%**	**5.9%**	**7.6%**	**8.9%**	**11.8%**	**8.2%**	**-1.0%**	**8.3%**	**3.5%**
YOY	11.1%	3.3%	0.0%	1.4%	1.8%	3.6%	0.6%	-0.6%	-4.5%	0.6%	-5.5%
涛涛车业	**15.7%**	**12.0%**	**11.7%**	**13.1%**	**14.5%**	**13.5%**	**23.8%**	**24.9%**	**18.0%**	**20.7%**	**16.6%**
YOY	6.2%	-3.7%	-0.3%	1.4%	1.4%	3.7%	8.8%	10.6%	0.8%	6.2%	3.2%
新日股份	**2.0%**	**0.3%**	**3.3%**	**2.1%**	**0.7%**	**2.8%**	**2.7%**	**4.0%**	**-12.1%**	**1.2%**	**2.7%**
YOY	-0.3%	-1.7%	3.0%	-1.2%	-1.4%	-0.5%	0.1%	1.0%	-3.7%	0.5%	-0.2%
雅迪控股	**4.9%**	**5.1%**	**7.0%**	**7.6%**	**4.5%**	**8.6%**		**7.1%**		**7.9%**	
YOY	0.6%	0.1%	1.9%	0.6%	-3.1%	1.4%		5.4%		3.4%	
绿源集团控股	**1.7%**	**1.7%**	**2.5%**	**2.9%**	**2.3%**	**3.6%**		**2.3%**		**3.0%**	
YOY	-1.1%	0.0%	0.7%	0.4%	-0.6%	1.0%		0.3%		0.7%	

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛销差											
爱玛科技	**8.3%**	**8.1%**	**13.5%**	**13.5%**	**14.2%**	**16.1%**	**14.8%**	**14.4%**	**10.2%**	**14.2%**	**11.7%**
YOY	-1.2%	-0.2%	5.4%	-0.1%	0.8%	1.6%	1.3%	0.5%	-5.4%	0.0%	-4.4%
九号公司	**20.2%**	**16.7%**	**16.8%**	**16.9%**	**20.5%**	**21.5%**	**23.8%**	**20.7%**	**13.0%**	**20.8%**	**19.0%**
YOY	-0.8%	-3.5%	0.1%	0.1%	3.6%	1.7%	2.3%	0.8%	-7.6%	0.3%	-2.5%
涛涛车业	**27.6%**	**22.8%**	**21.4%**	**22.9%**	**24.5%**	**23.8%**	**34.6%**	**38.8%**	**29.8%**	**32.5%**	**31.4%**
YOY	2.9%	-4.8%	-1.4%	1.5%	1.5%	2.5%	9.1%	10.1%	9.0%	8.1%	7.7%
新日股份	**4.9%**	**4.4%**	**7.6%**	**7.7%**	**7.5%**	**8.5%**	**8.7%**	**9.6%**	**-1.8%**	**7.6%**	**6.7%**
YOY	-2.5%	-0.6%	3.2%	0.1%	-0.1%	1.0%	-0.5%	1.2%	-5.7%	0.0%	-1.8%
雅迪控股	**11.0%**	**10.5%**	**13.7%**	**12.8%**	**10.9%**	**15.3%**		**14.1%**		**14.7%**	
YOY	0.1%	-0.6%	3.3%	-0.9%	-1.9%	1.6%		6.2%		3.8%	
绿源集团控股	**6.9%**	**5.7%**	**6.3%**	**7.2%**	**7.0%**	**7.7%**		**8.0%**		**7.8%**	
YOY	-1.5%	-1.2%	0.6%	0.9%	-0.2%	1.7%		0.1%		0.9%	
ROE											
爱玛科技	**22.8%**	**13.3%**	**27.9%**	**24.4%**	**22.0%**	**6.5%**	**6.3%**	**7.0%**	**1.3%**	**20.4%**	**1.9%**
YOY	-2.9%	-9.4%	14.5%	-3.5%	-2.4%	0.4%	0.6%	0.0%	-3.6%	-1.7%	-4.5%
九号公司	**2.0%**	**9.6%**	**9.2%**	**11.0%**	**17.6%**	**7.1%**	**11.7%**	**7.8%**	**-0.4%**	**24.6%**	**2.8%**
YOY	23.4%	7.6%	-0.4%	1.8%	6.7%	4.6%	3.3%	1.4%	-2.3%	6.9%	-4.3%
涛涛车业	**43.6%**	**32.8%**	**21.6%**	**9.5%**	**13.6%**	**2.7%**	**7.9%**	**7.9%**	**6.0%**	**22.5%**	**4.8%**
YOY	17.8%	-10.9%	-11.1%	-12.1%	4.0%	1.0%	3.4%	3.8%	1.8%	9.0%	2.1%
新日股份	**9.8%**	**1.1%**	**14.0%**	**5.7%**	**1.7%**	**1.9%**	**2.0%**	**3.5%**	**-4.2%**	**3.3%**	**1.6%**
YOY	2.5%	-8.7%	12.9%	-8.3%	-4.0%	0.3%	0.4%	1.4%	-0.5%	1.6%	-0.3%
雅迪控股	**26.7%**	**30.4%**	**32.5%**	**31.4%**	**14.5%**	**18.0%**				**27.8%**	
YOY	10.2%	3.8%	2.1%	-1.1%	-16.9%	5.2%				13.3%	
绿源集团控股	**8.0%**	**10.6%**	**17.4%**	**9.5%**	**7.8%**	**7.0%**				**10.4%**	
YOY	-7.0%	2.5%	6.8%	-7.8%	-1.7%	2.7%				2.6%	

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 57：电动两轮车行业主要公司期间费率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
期间费用率											
爱玛科技	**6.0%**	**6.6%**	**5.5%**	**6.2%**	**7.9%**	**8.3%**	**8.4%**	**8.1%**	**14.1%**	**9.2%**	**11.1%**
YOY	-0.7%	0.6%	-1.1%	0.7%	1.8%	1.4%	-0.3%	1.3%	4.2%	1.2%	2.8%
九号公司	**24.3%**	**18.8%**	**19.1%**	**21.3%**	**18.7%**	**16.5%**	**13.6%**	**19.6%**	**37.3%**	**19.4%**	**22.5%**
YOY	1.9%	-5.6%	0.4%	2.2%	-2.6%	-6.6%	-3.5%	1.2%	19.6%	0.7%	5.9%
涛涛车业	**17.8%**	**18.8%**	**21.2%**	**21.0%**	**17.3%**	**20.9%**	**12.2%**	**15.6%**	**19.2%**	**16.6%**	**20.2%**
YOY	-11.1%	1.0%	2.4%	-0.2%	-3.7%	-4.0%	-2.5%	-3.2%	6.0%	-0.7%	-0.7%
新日股份	**8.3%**	**12.5%**	**9.2%**	**11.6%**	**15.3%**	**11.5%**	**12.2%**	**10.0%**	**26.2%**	**13.1%**	**12.8%**
YOY	-3.8%	4.2%	-3.3%	2.4%	3.7%	-2.5%	-1.2%	-1.9%	1.2%	-2.2%	1.3%
雅迪控股	**11.1%**	**11.0%**	**11.0%**	**10.9%**	**11.7%**	**10.4%**		**11.4%**		**11.3%**	
YOY	-2.8%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.8%	-0.3%		-0.4%		-0.4%	
绿源集团控股	**11.2%**	**10.5%**	**10.5%**	**11.7%**	**12.4%**	**11.1%**		**12.0%**		**11.9%**	
YOY	0.4%	-0.7%	0.0%	1.2%	0.7%	-0.1%		-0.7%		-0.5%	
管理费用率											
爱玛科技	**2.1%**	**2.1%**	**2.1%**	**2.3%**	**2.6%**	**2.6%**	**2.4%**	**2.6%**	**3.8%**	**2.7%**	**3.6%**
YOY	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.0%	-0.5%	0.3%	1.2%	0.2%	1.0%
九号公司	**8.0%**	**5.7%**	**5.9%**	**6.6%**	**5.9%**	**5.1%**	**5.8%**	**5.5%**	**6.1%**	**5.6%**	**4.8%**
YOY	-1.3%	-2.3%	0.2%	0.7%	-0.7%	-2.0%	1.2%	0.4%	-1.4%	-0.3%	-0.3%
涛涛车业	**4.3%**	**3.8%**	**4.1%**	**4.4%**	**4.4%**	**4.6%**	**4.0%**	**4.7%**	**3.1%**	**4.0%**	**4.7%**
YOY	-2.4%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.0%	-1.1%	0.3%	1.0%	-1.9%	-0.3%	0.1%
新日股份	**2.2%**	**2.8%**	**2.5%**	**3.2%**	**4.5%**	**3.2%**	**3.4%**	**2.8%**	**8.8%**	**3.9%**	**3.6%**
YOY	-1.1%	0.6%	-0.2%	0.7%	1.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.7%	0.4%
雅迪控股	**6.2%**	**6.2%**	**6.4%**	**6.6%**	**7.3%**	**6.0%**		**6.8%**		**6.8%**	
YOY	-1.2%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.7%	-0.3%		-0.4%		-0.4%	
绿源集团控股	**6.1%**	**4.7%**	**5.0%**	**5.7%**	**6.6%**	**5.2%**		**6.1%**		**6.1%**	
YOY	0.4%	-1.4%	0.3%	0.7%	0.9%	-0.5%		-0.5%		-0.5%	

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
销售费用率											
爱玛科技	**3.1%**	**3.6%**	**2.8%**	**3.0%**	**3.6%**	**3.5%**	**4.1%**	**3.6%**	**5.5%**	**4.1%**	**4.1%**
YOY	-1.0%	0.5%	-0.8%	0.2%	0.6%	0.0%	0.0%	0.7%	1.6%	0.5%	0.6%
九号公司	**7.5%**	**6.5%**	**9.1%**	**10.0%**	**7.8%**	**8.2%**	**7.2%**	**8.3%**	**15.0%**	**8.8%**	**7.6%**
YOY	1.1%	-1.0%	2.7%	0.9%	-2.3%	-2.5%	-1.8%	-0.3%	12.1%	1.1%	-0.6%
涛涛车业	**7.5%**	**10.2%**	**14.4%**	**14.7%**	**10.5%**	**13.5%**	**7.0%**	**7.3%**	**9.7%**	**8.9%**	**9.5%**
YOY	-10.3%	2.7%	4.2%	0.3%	-4.2%	-2.7%	-2.5%	-1.0%	-0.5%	-1.6%	-4.0%
新日股份	**5.5%**	**8.4%**	**5.5%**	**6.6%**	**8.0%**	**6.1%**	**6.7%**	**5.2%**	**12.4%**	**6.8%**	**6.7%**
YOY	-1.8%	2.9%	-2.9%	1.2%	1.3%	-1.8%	-0.5%	-1.4%	1.1%	-1.2%	0.6%
雅迪控股	**4.8%**	**4.8%**	**4.4%**	**4.1%**	**4.3%**	**4.3%**		**4.5%**		**4.4%**	
YOY	-1.6%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	0.2%	0.1%		0.1%		0.1%	
绿源集团控股	**5.1%**	**5.6%**	**5.4%**	**6.2%**	**6.1%**	**5.9%**		**6.0%**		**5.9%**	
YOY	-0.1%	0.5%	-0.2%	0.8%	-0.1%	-0.1%		-0.4%		-0.2%	
财务费用率											
爱玛科技	**-1.0%**	**-1.7%**	**-1.8%**	**-2.0%**	**-1.3%**	**-0.8%**	**-0.6%**	**-0.6%**	**-0.9%**	**-0.7%**	**-0.4%**
YOY	0.3%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	0.7%	1.0%	0.7%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%
九号公司	**1.2%**	**1.1%**	**-1.7%**	**-1.3%**	**-0.8%**	**-1.7%**	**-3.4%**	**0.5%**	**3.0%**	**-0.9%**	**3.8%**
YOY	1.3%	-0.1%	-2.8%	0.4%	0.6%	-0.7%	-2.4%	0.5%	4.3%	-0.1%	5.5%
涛涛车业	**3.2%**	**1.7%**	**-0.9%**	**-2.1%**	**-1.8%**	**-0.7%**	**-1.2%**	**1.1%**	**2.3%**	**0.5%**	**4.2%**
YOY	2.3%	-1.5%	-2.5%	-1.3%	0.3%	1.9%	0.1%	-2.6%	10.2%	2.4%	4.9%
新日股份	**-0.6%**	**-0.8%**	**-0.8%**	**-0.9%**	**-0.4%**	**-0.1%**	**-0.1%**	**-0.1%**	**-0.3%**	**-0.1%**	**0.0%**
YOY	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.2%	0.6%	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%	0.3%	0.1%
雅迪控股	**0.0%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**		**0.1%**		**0.1%**	
YOY	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%		0.0%		0.0%	
绿源集团控股	**0.0%**	**0.2%**	**0.1%**	**-0.2%**	**-0.3%**	**0.0%**		**-0.2%**		**-0.2%**	
YOY	0.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.5%		0.2%		0.2%	

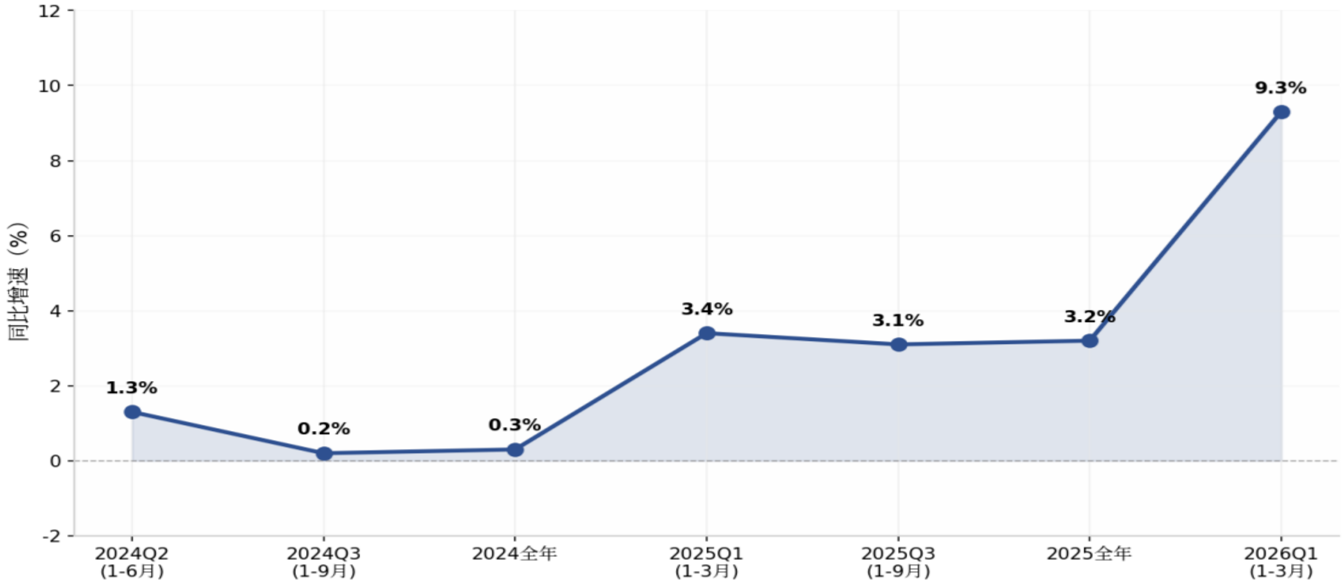
资料来源：iFind、信达证券研发中心

11. 服装家纺：消费温和复苏，板块表现分化

11.1 服装家纺消费呈现弱复苏

2025 年服装鞋帽针纺织品类社零同比+3.2%，2026Q1 进一步提速至+9.3%。 2024 年，限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长仅 0.3%，2025 年全年累计增速回升至 3.2%，虽然复苏幅度温和，但已明确走出低谷。从节奏上看，2025Q1 累计增速 3.4%，年中小幅回落，Q4 随着节假日消费与换季需求的释放，增速改善。2026 年复苏动能显著增强，Q1 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 9.3%，其中 1-2 月增速达到 10.4%，既受益于春节消费旺季的拉动，也与气温偏早转暖带动春装动销有关。服装作为必选与可选属性的交叉品类，在消费复苏周期中具有一定的弹性特征；从棉纺织行业景气指数看，2025 年一季度末为 52.4，二三季度呈现回落和震荡，四季度 10 月、11 月、12 月呈现连续的扩张，显示行业景气度有所上行，与社零数据走势相互印证。

图 58：服装鞋帽针纺织品类社零累计同比增速(2024-2026Q1)



资料来源：iFind、国家统计局、信达证券研发中心

11.2 板块整体表现：收入增速平稳，利润分化明显

收入&利润： 我们选取 12 家 A 股服装家纺公司作为观察样本，分别为森马服饰、海澜之家、太平鸟、歌力思、报喜鸟、比音勒芬、地素时尚、罗莱生活、水星家纺、富安娜、九牧王、锦泓集团。

25 年营收表现整体平稳，但内部结构差异显著。 从营收增速看，服装家纺板块收入 616 亿元，同比微增 0.1%。分开看，全年实现正增长的有 6 家，负增长的有 6 家。水星家纺（同比+8.0%）、比音勒芬（同比+7.7%）、罗莱生活（同比+6.1%）位居增速前三，水星、罗莱推行大单品策略，充分享受睡眠经济红利，比音勒芬则凭借高端定位+门店扩张展现出增长韧性。富安娜（同比-14.2%）、太平鸟（同比-6.9%）、九牧王（同比-6.5%）则面临较大的收入下滑压力，富安娜渠道调整、太平鸟品牌转型阵痛、九牧王品类老化。

25 年利润端略下滑，分化比收入端更为明显。 从板块利润增速看，服装家纺板块利润 54.42 亿元、同比下滑 1.3%。分公司看：1）利润表现较好的包括罗莱生活、水星家纺、歌力思：2025 年，罗莱生活、水星家纺归母净利润分别同比增长 20.1%、11.0%，是利润端表现较好的两家家纺龙头，充分验证了大单品策略的正确性；歌力思 2025 年成功扭亏为盈，实现归母净利润 1.65 亿元、改善幅度最大，主要系高端

女装品牌在品牌上行期展现出明显的正经营杠杆效应。2）利润表现较弱即利润下滑的企业包括比音勒芬、太平鸟、富安娜：比音勒芬、太平鸟、富安娜净利润分别同比下滑 29.5%、32.6%、38.0%，反映出传统家纺与时尚服饰品牌在消费疲软中盈利波动性较大，负经营杠杆效应明显。

2026Q1，利润端整体大幅回暖。12 家公司中，11 家实现归母净利润正增长（仅九牧王归母净利润下滑），12 家均实现扣非净利润的增长，体现出服装消费和板块业绩的大幅回暖。Q1 利润回暖存在一定季节性因素，今年春节较晚，服装旺销期长；但总体而言，多数公司营收与利润的同步改善，印证了消费复苏正在从终端零售向企业盈利传导。分公司看，森马服饰（归母净利润+45.2%）增速领跑，主要源于经营效率提升的费用优化，预计利润率的提升具备可持续性；其次为罗莱生活（归母净利润同比+30.5%），持续验证大单品策略效果。

图 59：服装家纺行业主要公司收入情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
					营业收入规模及增速						
森马服饰	15204.91	15419.79	13331.20	13660.53	14625.54	3078.75	3070.09	3695.30	5245.70	15089.84	3449.10
YOY	-21.4%	1.4%	-13.5%	2.5%	7.1%	-1.9%	9.0%	7.3%	0.4%	3.2%	12.0%
海澜之家	17958.54	20188.04	18561.74	21527.55	20956.52	6186.98	5379.08	4033.35	6026.24	21625.65	6661.14
YOY	-18.3%	12.4%	-8.1%	16.0%	-2.7%	0.2%	3.6%	3.7%	5.8%	3.2%	7.7%
太平鸟	9386.87	10920.76	8601.64	7792.12	6802.40	1667.97	1230.39	1318.63	2117.38	6334.37	1655.51
YOY	18.4%	16.3%	-21.2%	-9.4%	-12.7%	-7.6%	-8.2%	-5.5%	-6.3%	-6.9%	-0.7%
歌力思	1962.14	2362.75	2394.74	2915.18	3035.85	690.01	681.42	647.10	838.07	2856.60	743.61
YOY	-24.9%	20.4%	1.4%	21.7%	4.1%	-7.8%	-2.6%	-8.1%	-5.1%	-5.9%	7.8%
报喜鸟	3787.67	4451.37	4312.76	5253.63	5153.23	1303.35	1087.42	1088.76	1689.86	5169.39	1439.63
YOY	15.7%	17.5%	-3.1%	21.8%	-1.9%	-3.7%	-3.5%	3.1%	4.5%	0.3%	10.5%
比音勒芬	2303.33	2719.99	2884.84	3536.13	4004.46	1286.07	817.27	1098.13	1112.45	4313.91	1522.21
YOY	26.2%	18.1%	6.1%	22.6%	13.2%	1.4%	22.3%	3.2%	10.8%	7.7%	18.4%
地素时尚	2564.17	2897.60	2400.37	2648.82	2218.82	478.79	587.78	478.67	590.93	2136.18	508.47
YOY	7.8%	13.0%	-17.2%	10.4%	-16.2%	-10.9%	-0.7%	-1.1%	-2.4%	-3.7%	6.2%
罗莱生活	4910.64	5760.01	5313.81	5315.29	4559.24	1093.99	1087.23	1204.15	1453.25	4838.63	1158.22
YOY	1.0%	17.3%	-7.7%	0.0%	-14.2%	0.6%	6.8%	9.9%	7.0%	6.1%	5.9%
水星家纺	3034.78	3799.31	3663.75	4210.91	4193.27	925.79	995.45	1054.39	1552.77	4528.40	978.96
YOY	1.1%	25.2%	-3.6%	14.9%	-0.4%	1.2%	11.7%	20.2%	2.8%	8.0%	5.7%
富安娜	2874.05	3179.28	3079.59	3029.57	3011.25	535.99	555.11	535.49	958.38	2584.97	612.64
YOY	3.1%	10.6%	-3.1%	-1.6%	-0.6%	-17.8%	-15.3%	-7.6%	-14.8%	-14.2%	14.3%
九牧王	2672.21	3050.42	2620.09	3055.00	3181.25	895.07	601.48	633.13	845.42	2975.11	946.49
YOY	-6.5%	14.2%	-14.1%	16.6%	4.1%	-4.8%	-5.4%	-8.3%	-7.6%	-6.5%	5.7%
锦泓集团	3339.91	4324.42	3899.50	4544.93	4395.28	1111.47	882.05	840.38	1368.42	4202.33	1074.76
YOY	14.7%	29.5%	-9.8%	16.6%	-3.3%	-3.6%	-4.6%	-0.6%	-7.1%	-4.4%	-3.3%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 60：服装家纺行业主要公司利润情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
					归母净利润及增速						
森马服饰	805.68	1486.47	637.00	1121.50	1137.40	214.37	110.68	211.78	355.59	892.42	311.36
YOY	-48.0%	84.5%	-57.1%	76.1%	1.4%	-38.1%	-46.3%	4.5%	-7.0%	-21.5%	45.2%
海澜之家	1784.54	2491.25	2155.28	2951.96	2158.60	935.20	645.22	281.99	303.58	2165.99	949.30
YOY	-44.4%	39.6%	-13.5%	37.0%	-26.9%	5.5%	-13.9%	3.9%	21.0%	0.3%	1.5%
太平鸟	712.81	677.26	184.72	421.94	258.46	123.88	-46.17	-49.45	146.01	174.27	136.64
YOY	29.2%	-5.0%	-72.7%	128.4%	-38.7%	-22.0%	-471.5%	22.0%	-3.1%	-32.6%	10.3%
歌力思	445.00	303.86	20.45	105.65	-309.53	40.94	44.11	28.45	51.37	164.88	41.00
YOY	24.8%	-31.7%	-93.3%	416.6%	-393.0%	40.2%	50.3%	176.9%	115.5%	153.3%	0.1%
报喜鸟	366.50	464.36	458.77	697.85	494.96	170.40	26.84	38.73	105.78	341.75	236.90
YOY	74.4%	26.7%	-1.2%	52.1%	-29.1%	-31.9%	-71.4%	-45.7%	32.7%	-31.0%	39.0%
比音勒芬	498.82	624.54	727.60	910.75	780.69	331.43	82.80	205.38	-68.92	550.69	386.24
YOY	22.7%	25.2%	16.5%	25.2%	-14.3%	-8.5%	-29.3%	-27.4%	-471.8%	-29.5%	16.5%
地素时尚	629.86	689.48	384.55	493.63	303.51	82.60	87.53	65.87	24.42	260.42	100.64
YOY	0.9%	9.5%	-44.2%	28.4%	-38.5%	-25.0%	-22.1%	16.6%	-0.4%	-14.2%	21.8%
罗莱生活	584.99	713.21	573.51	572.44	432.85	113.04	72.45	154.60	179.77	519.86	147.55
YOY	7.1%	21.9%	-19.6%	-0.2%	-24.4%	26.3%	4.9%	50.1%	4.9%	20.1%	30.5%
水星家纺	274.54	385.87	278.26	379.08	366.65	89.78	51.36	91.08	174.61	406.83	105.12
YOY	-13.0%	40.6%	-27.9%	36.2%	-3.3%	-3.8%	-2.6%	43.2%	11.2%	11.0%	17.1%
富安娜	516.46	545.87	533.82	572.10	542.25	56.14	50.01	53.57	176.74	336.46	64.62
YOY	1.9%	5.7%	-2.2%	7.2%	-5.2%	-54.1%	-47.7%	-28.7%	-29.0%	-38.0%	15.1%
九牧王	368.89	194.59	-93.42	191.24	176.21	191.75	-17.42	135.86	-15.75	294.44	69.43
YOY	-0.3%	-47.3%	-148.0%	304.7%	-7.9%	77.2%	70.0%	59.7%	-138.3%	67.1%	-63.8%
锦泓集团	-623.75	224.01	71.41	297.62	306.26	89.01	24.72	0.39	112.29	226.41	110.79
YOY	-672.9%	135.9%	-68.1%	316.8%	2.9%	-23.3%	-21.8%	-97.2%	-22.4%	-26.1%	24.5%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 61：服装家纺行业主要公司扣非利润情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
	扣非归母净利润及增速										
森马服饰	756.74	1353.65	497.32	1020.95	1083.83	193.55	102.59	219.29	327.53	842.96	298.22
YOY	-49.0%	78.9%	-63.3%	105.3%	6.2%	-42.7%	-49.4%	13.1%	-6.2%	-22.2%	54.1%
海澜之家	1731.62	2386.05	2074.87	2710.03	2014.93	925.76	640.54	249.99	305.35	2121.64	945.57
YOY	-42.5%	37.8%	-13.0%	30.6%	-25.6%	5.5%	1.4%	4.1%	14.7%	5.3%	2.1%
太平鸟	561.07	520.34	-26.84	288.78	123.09	85.76	-72.06	-69.17	120.91	65.45	114.46
YOY	59.1%	-7.3%	-105.2%	1175.9%	-57.4%	-20.7%	-67.0%	7.5%	-9.0%	-46.8%	33.5%
歌力思	190.19	250.06	4.97	80.31	-312.70	30.05	36.23	9.69	32.70	108.66	63.27
YOY	-37.1%	31.5%	-98.0%	1515.1%	-489.4%	1.4%	38.8%	122.8%	110.0%	134.7%	110.6%
报喜鸟	296.89	413.86	374.27	604.87	436.24	163.50	-1.34	18.00	95.73	275.88	172.83
YOY	177.0%	39.4%	-9.6%	61.6%	-27.9%	-30.4%	-102.0%	-67.6%	24.5%	-36.8%	5.7%
比音勒芬	463.28	580.28	670.58	867.46	744.25	320.33	70.09	187.51	-77.73	500.20	377.61
YOY	19.1%	25.3%	15.6%	29.4%	-14.2%	-8.7%	-35.3%	-32.0%	-928.8%	-32.8%	17.9%
地素时尚	576.09	647.39	383.41	462.02	250.56	63.12	70.23	57.77	40.85	231.97	77.58
YOY	1.5%	12.4%	-40.8%	20.5%	-45.8%	-14.5%	-36.8%	8.5%	231.9%	-7.4%	22.9%
罗莱生活	555.56	678.53	527.77	515.19	403.28	106.14	48.15	142.88	163.66	460.84	137.26
YOY	18.8%	22.1%	-22.2%	-2.4%	-21.7%	22.1%	-10.3%	42.0%	1.0%	14.3%	29.3%
水星家纺	231.21	362.08	226.39	327.67	333.46	76.23	27.05	81.46	169.68	354.42	88.75
YOY	-17.5%	56.6%	-37.5%	44.7%	1.8%	-9.8%	-42.5%	53.7%	14.0%	6.3%	16.4%
富安娜	482.26	516.09	481.40	522.44	504.34	48.92	43.82	52.54	152.25	297.52	60.75
YOY	10.3%	7.0%	-6.7%	8.5%	-3.5%	-53.4%	-50.2%	-22.8%	-37.4%	-41.0%	24.2%
九牧王	106.50	172.03	56.19	241.42	201.06	150.54	-41.55	-24.34	48.72	133.36	165.79
YOY	-47.2%	61.5%	-67.3%	329.6%	-16.7%	-24.4%	41.3%	5.7%	-50.6%	-33.7%	10.1%
锦泓集团	-655.74	197.57	46.74	270.24	277.73	88.62	20.83	-3.28	101.99	208.16	107.49
YOY	-726.0%	130.1%	-76.3%	478.2%	2.8%	-23.0%	-15.7%	-282.6%	-25.1%	-25.0%	21.3%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

11.3 渠道分析：门店收缩成主流，直营与线上表现领先

门店收缩成主旋律。12 家服装家纺公司中两家男装企业净增门店，海澜之家净增 152 家至 7330 家，比音勒芬净增 106 家至 1400 家，其余处于净关店状态（水星家纺未披露），行业从跑马圈地转向收缩聚焦。

门店收缩，直营为先，店效优先于店数。大部分公司渠道收缩的情况下，渠道结构呈现出直营扩张、加盟萎缩的态势。**海澜之家**截止 2025 年末公司直营店 2372 家，较年初增加 688 家，占比提升至 32.4%，海澜品牌 12 个月以上直营门店店效 307 万元、同比增长 9.6%；加盟店 4858 家，较年初减少 248 家。**比音勒芬** 2025 年末门店总数 1400 家，较年初净开 106 家，其中直营 761 家，较年初净增 117 家，加盟 639 家，较年初净减 11 家，门店结构战略性优化，直营占比持续提升。**森马服饰** 2025 年线上渠道保持稳健增长，直营渠道提速，期末直营门店 1028 家（净增 48 家），单店面积和店效均有提升；加盟渠道处于调整期、同比-5.03%，期末加盟门店 6872 家（净减 388 家）。三家龙头公司均体现出直营扩张、加盟收缩，直营店净开店、加盟店经关店的趋势。表明服装家纺行业“关小店、开大店、提店效”，行业从外延式扩张向内生式增长转型。

图 62：服装家纺行业主要公司门店情况

公司名称	2025末门店数（家）	同比净变动	线上收入占比	线上增速	线下增速	直营/加盟结构
森马服饰	7931	-394家	46%	5%	直营+30.3% / 加盟-5.0%	直营13% / 加盟38% / 线上46%
海澜之家	7330	+152家	21%	0%	直营+19% / 加盟-4.0%	直营31% / 加盟69%
太平鸟	2998	-375家	25%	-15%	直营-1% / 加盟-8%	直营45% / 加盟30% / 线上25%
歌力思	558	-20家	19%	1%	直营-3% / 加盟-22%	直营89% / 加盟11%
报喜鸟	1782	-33家	19%	18%	直营+4.8% / 加盟-5.0%	直营41% / 加盟15% / 团购19%
比音勒芬	1400	+106家	11%	72%	直营+6.9% / 加盟-4.4%	直营64% / 加盟25% / 线上10%
地素时尚	793	-97家	22%	27%	直营+2.0% / 经销-21.9%	直营45% / 经销34% / 线上22%
罗莱生活	2411	-227家	36%	26%	直营+6.4% / 加盟-1.0%	直营9% / 加盟30% / 线上36%
水星家纺	-	-	59%	16%	直营-10.8% / 加盟-3.3%	直营6% / 加盟28% / 线上59%
富安娜	1393	-79家	44%	2%	直营-9.8% / 加盟-44.5%	直营26% / 加盟18% / 线上44%
九牧王	2257	-114家	11%	10%	-9%	直营53% / 加盟33% / 线上11%
锦泓集团	1125	-66家	40%	-7%	-5%	直营50% / 加盟9% / 线上40%

资料来源：各公司年报、信达证券研发中心

11.4 盈利能力：毛利率整体稳定，净利率分化加剧

毛利率层面，水星家纺、罗莱生活等家纺企业全年毛利率同比改善，反映家纺行业大单品策略带来的产品结构升级及线上渠道提效生效；歌力思、地素时尚等高端女装凭借其品牌定位毛利率维持高位，大众休闲中森马服饰、太平鸟毛利率改善，主要渠道结构变化，直营占比提升拉动整体毛利率，后续需要继续观察渠道结构情况。**净利率层面**，费用刚性及线上投流费用部分对冲毛利率上行，水星家纺、富安娜等家纺企业表现较为明显，大单品策略初期毛利率、费用率双升，我们预计随着大单品放量规模效应下费用率有望回落。

2026Q1 随着旺季消费复苏，重点公司盈利能力环比改善。森马服饰、比音勒芬及家纺企业罗莱、水星、富安娜均呈现出盈利能力的上行。全年来看，随着库存去化完成、折扣收窄及渠道质量提升，海澜之家凭借加盟模式轻资产运营有望保持盈利稳定，比音勒芬等高盈利企业有望延续双高格局，重点公司盈利能力在消费复苏、折扣收窄、费用优化的三重驱动下有望逐季改善。

图 63：服装家纺行业主要公司盈利能力（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛利率											
森马服饰	40.3%	42.6%	41.3%	44.0%	43.8%	47.0%	46.4%	42.5%	45.1%	45.1%	47.7%
YOY	-2.2%	2.2%	-1.3%	2.7%	-0.2%	0.4%	0.9%	0.1%	3.0%	1.3%	0.7%
海澜之家	37.4%	40.6%	42.9%	44.5%	44.5%	46.6%	46.0%	41.8%	44.1%	44.9%	45.3%
YOY	-2.0%	3.2%	2.2%	1.6%	0.0%	-0.1%	2.6%	-1.0%	-0.2%	0.4%	-1.3%
太平鸟	52.5%	52.9%	48.2%	54.1%	55.2%	60.0%	59.5%	53.6%	54.4%	56.7%	62.6%
YOY	-0.7%	0.4%	-4.7%	5.9%	1.1%	4.8%	2.1%	1.6%	-1.5%	1.5%	2.6%
歌力思	66.2%	67.0%	63.8%	67.8%	67.4%	65.7%	67.8%	62.7%	70.5%	66.9%	70.8%
YOY	0.4%	0.8%	-3.2%	4.0%	-0.4%	-1.6%	-3.6%	-3.4%	5.1%	-0.5%	5.1%
报喜鸟	63.4%	63.9%	62.7%	64.7%	65.0%	67.9%	66.0%	62.3%	62.3%	64.5%	65.6%
YOY	1.7%	0.5%	-1.2%	2.0%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.6%	-1.1%	-0.5%	-2.4%
比音勒芬	73.9%	76.7%	77.4%	78.6%	77.0%	75.4%	76.7%	75.1%	73.5%	75.1%	75.3%
YOY	6.1%	2.8%	0.7%	1.2%	-1.6%	-0.6%	-4.6%	1.3%	-5.3%	-1.9%	-0.2%
地素时尚	76.6%	76.6%	75.4%	74.5%	74.8%	76.3%	76.2%	74.0%	73.3%	74.9%	77.5%
YOY	1.6%	0.0%	-1.2%	-0.9%	0.4%	0.8%	1.0%	0.4%	-1.6%	0.1%	1.1%
罗莱生活	43.2%	45.0%	46.0%	47.3%	48.0%	46.0%	49.7%	48.1%	56.6%	50.5%	49.6%
YOY	-0.7%	1.8%	1.0%	1.3%	0.7%	2.4%	-0.5%	3.8%	3.6%	2.5%	3.6%
水星家纺	35.3%	38.0%	38.7%	40.0%	41.4%	43.9%	43.9%	44.7%	46.4%	45.0%	46.3%
YOY	-2.3%	2.7%	0.7%	1.3%	1.4%	2.5%	1.5%	4.2%	5.1%	3.6%	2.4%
富安娜	53.9%	52.1%	53.1%	55.6%	56.1%	54.5%	52.8%	53.4%	52.7%	53.2%	52.3%
YOY	1.9%	-1.8%	1.0%	2.5%	0.4%	0.3%	-3.1%	-2.1%	-4.9%	-2.9%	-2.2%
九牧王	59.4%	60.1%	59.5%	63.6%	65.0%	65.1%	66.7%	65.3%	65.5%	65.6%	65.1%
YOY	2.6%	0.7%	-0.6%	4.1%	1.4%	0.1%	-1.0%	1.0%	1.9%	0.6%	0.0%
锦泓集团	67.7%	69.6%	69.2%	69.2%	68.6%	70.2%	67.3%	67.8%	66.3%	67.9%	69.6%
YOY	0.0%	1.9%	-0.4%	0.0%	-0.6%	0.0%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-0.8%	-0.7%
归母净利率											
森马服饰	5.3%	9.6%	4.8%	8.2%	7.8%	7.0%	3.6%	5.7%	6.8%	5.9%	9.0%
YOY	-2.7%	4.3%	-4.9%	3.4%	-0.4%	-4.1%	-3.7%	-0.2%	-0.5%	-1.9%	2.1%
海澜之家	9.9%	12.3%	11.6%	13.7%	10.3%	15.1%	12.0%	7.0%	5.0%	10.0%	14.3%
YOY	-4.7%	2.4%	-0.7%	2.1%	-3.4%	0.8%	-2.4%	0.0%	0.6%	-0.3%	-0.9%
太平鸟	7.6%	6.2%	2.1%	5.4%	3.8%	7.4%	-3.8%	-3.8%	6.9%	2.8%	8.3%
YOY	0.6%	-1.4%	-4.1%	3.3%	-1.6%	-1.4%	-4.7%	0.8%	0.2%	-1.0%	0.8%
歌力思	22.7%	12.9%	0.9%	3.6%	-10.2%	5.9%	6.5%	4.4%	6.1%	5.8%	5.5%
YOY	9.0%	-9.8%	-12.0%	2.8%	-13.8%	2.0%	2.3%	9.7%	43.6%	16.0%	-0.4%
报喜鸟	9.7%	10.4%	10.6%	13.3%	9.6%	13.1%	2.5%	3.6%	6.3%	6.6%	16.5%
YOY	3.3%	0.8%	0.2%	2.6%	-3.7%	-5.4%	-5.9%	-3.2%	1.3%	-3.0%	3.4%
比音勒芬	21.7%	23.0%	25.2%	25.8%	19.5%	25.8%	10.1%	18.7%	-6.2%	12.8%	25.4%
YOY	-0.6%	1.3%	2.3%	0.5%	-6.3%	-2.8%	-7.4%	-7.9%	-8.0%	-6.7%	-0.4%
地素时尚	24.6%	23.8%	16.0%	18.6%	13.7%	17.3%	14.9%	13.8%	4.1%	12.2%	19.8%
YOY	-1.7%	-0.8%	-7.8%	2.6%	-5.0%	-3.2%	-4.1%	2.1%	0.1%	-1.5%	2.5%
罗莱生活	11.9%	12.4%	10.8%	10.8%	9.5%	10.3%	6.7%	12.8%	12.4%	10.7%	12.7%
YOY	0.7%	0.5%	-1.6%	0.0%	-1.3%	2.1%	-0.1%	3.4%	-0.2%	1.3%	2.4%
水星家纺	9.0%	10.2%	7.6%	9.0%	8.7%	9.7%	5.2%	8.6%	11.2%	9.0%	10.7%
YOY	-1.5%	1.1%	-2.6%	1.4%	-0.3%	-0.5%	-0.8%	1.4%	0.9%	0.2%	1.0%
富安娜	18.0%	17.2%	17.3%	18.9%	18.0%	10.5%	9.0%	10.0%	18.4%	13.0%	10.5%
YOY	-0.2%	-0.8%	0.2%	1.5%	-0.9%	-8.3%	-5.6%	-3.0%	-3.7%	-5.0%	0.1%
九牧王	13.8%	6.4%	-3.6%	6.3%	5.5%	21.4%	-2.9%	21.5%	-1.9%	9.9%	7.3%
YOY	0.9%	-7.4%	-9.9%	9.8%	-0.7%	9.9%	6.3%	9.1%	-6.4%	4.4%	-14.1%
锦泓集团	-18.7%	5.2%	1.8%	6.5%	7.0%	8.0%	2.8%	0.0%	8.2%	5.4%	10.3%
YOY	-22.4%	23.9%	-3.3%	4.7%	0.4%	-2.1%	-0.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	2.3%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
毛销差											
森马服饰	18.3%	20.7%	16.8%	19.9%	18.2%	18.4%	15.6%	16.6%	17.4%	17.0%	20.5%
YOY	-3.2%	2.3%	-3.8%	3.1%	-1.7%	-3.7%	-2.2%	-2.8%	2.2%	-1.1%	2.1%
海澜之家	24.0%	24.5%	24.4%	24.2%	21.4%	26.4%	23.4%	15.7%	17.0%	21.0%	24.3%
YOY	-4.2%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-2.8%	-1.4%	3.4%	-2.3%	-1.2%	-0.4%	-2.1%
太平鸟	17.6%	16.8%	11.4%	18.2%	16.4%	19.4%	8.6%	9.2%	19.1%	15.1%	20.9%
YOY	1.0%	-0.9%	-5.4%	6.7%	-1.7%	0.0%	-3.5%	-1.1%	-1.4%	-1.4%	1.5%
歌力思	28.6%	26.3%	16.4%	21.7%	17.4%	17.3%	19.8%	14.2%	25.6%	19.6%	23.7%
YOY	-5.7%	-2.2%	-9.9%	5.3%	-4.3%	-3.1%	1.8%	0.7%	8.3%	2.3%	6.3%
报喜鸟	23.8%	24.3%	23.1%	26.0%	23.7%	28.2%	16.5%	16.3%	21.6%	21.1%	26.5%
YOY	1.3%	0.5%	-1.2%	3.0%	-2.4%	-3.4%	-3.8%	-4.3%	0.3%	-2.6%	-1.7%
比音勒芬	35.4%	38.4%	41.5%	41.5%	36.7%	40.6%	24.9%	32.3%	12.5%	28.3%	39.9%
YOY	-2.3%	3.0%	3.1%	0.0%	-4.8%	-2.4%	-6.2%	-13.8%	-10.1%	-8.5%	-0.7%
地素时尚	37.9%	38.6%	31.7%	34.0%	29.1%	30.7%	29.2%	30.0%	24.9%	28.5%	33.7%
YOY	-3.5%	0.6%	-6.9%	2.3%	-4.9%	-3.1%	-9.4%	-1.5%	11.1%	-0.6%	3.0%
罗莱生活	24.1%	25.4%	24.5%	22.6%	21.6%	24.3%	18.8%	22.2%	28.4%	23.8%	25.7%
YOY	1.2%	1.3%	-0.9%	-1.9%	-0.9%	2.5%	-0.7%	1.7%	4.4%	2.2%	1.4%
水星家纺	16.5%	18.1%	15.4%	15.9%	17.0%	17.5%	11.6%	18.2%	19.3%	17.0%	18.1%
YOY	-1.6%	1.6%	-2.7%	0.6%	1.0%	-0.7%	-2.7%	1.5%	1.2%	0.0%	0.6%
富安娜	27.4%	29.1%	27.5%	29.5%	28.4%	18.0%	17.1%	20.3%	24.8%	20.8%	18.3%
YOY	1.4%	1.7%	-1.6%	2.0%	-1.1%	-9.4%	-8.0%	-3.1%	-8.8%	-7.6%	0.3%
九牧王	23.1%	22.7%	22.3%	27.0%	21.3%	30.2%	10.1%	18.7%	23.5%	21.8%	32.5%
YOY	-1.3%	-0.4%	-0.4%	4.7%	-5.6%	-6.1%	3.0%	3.3%	3.0%	0.4%	2.3%
锦泓集团	18.6%	18.0%	11.5%	17.9%	17.8%	22.4%	12.0%	11.8%	17.8%	16.6%	22.8%
YOY	-3.9%	-0.5%	-6.5%	6.3%	0.0%	-0.1%	-2.5%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	0.4%
扣非净利率											
森马服饰	5.0%	8.8%	3.7%	7.5%	7.4%	6.3%	3.3%	5.9%	6.2%	5.6%	8.6%
YOY	-2.7%	3.8%	-5.0%	3.7%	-0.1%	-4.5%	-3.9%	0.3%	-0.4%	-1.8%	2.4%
海澜之家	9.6%	11.8%	11.2%	12.6%	9.6%	15.0%	11.9%	6.2%	5.1%	9.8%	14.2%
YOY	-4.1%	2.2%	-0.6%	1.4%	-3.0%	0.8%	-0.3%	0.0%	0.4%	0.2%	-0.8%
太平鸟	6.0%	4.8%	-0.3%	3.7%	1.8%	5.1%	-5.9%	-5.2%	5.7%	1.0%	6.9%
YOY	1.5%	-1.2%	-5.1%	4.0%	-1.9%	-0.8%	-2.6%	0.1%	-0.2%	-0.8%	1.8%
歌力思	9.7%	10.6%	0.2%	2.8%	-10.3%	4.4%	5.3%	1.5%	3.9%	3.8%	8.5%
YOY	-1.9%	0.9%	-10.4%	2.5%	-13.1%	0.4%	1.6%	7.5%	40.8%	14.1%	4.2%
报喜鸟	7.8%	9.3%	8.7%	11.5%	8.5%	12.5%	-0.1%	1.7%	5.7%	5.3%	12.0%
YOY	4.6%	1.5%	-0.6%	2.8%	-3.0%	-4.8%	-6.2%	-3.6%	0.9%	-3.1%	-0.5%
比音勒芬	20.1%	21.3%	23.2%	24.5%	18.6%	24.9%	8.6%	17.1%	-7.0%	11.6%	24.8%
YOY	-1.2%	1.2%	1.9%	1.3%	-5.9%	-2.8%	-7.6%	-8.8%	-7.9%	-7.0%	-0.1%
地素时尚	22.5%	22.3%	16.0%	17.4%	11.3%	13.2%	11.9%	12.1%	6.9%	10.9%	15.3%
YOY	-1.4%	-0.1%	-6.4%	1.5%	-6.1%	-0.6%	-6.8%	1.1%	4.9%	-0.4%	2.1%
罗莱生活	11.3%	11.8%	9.9%	9.7%	8.8%	9.7%	4.4%	11.9%	11.3%	9.5%	11.9%
YOY	1.7%	0.5%	-1.8%	-0.2%	-0.8%	1.7%	-0.8%	2.7%	-0.7%	0.7%	2.1%
水星家纺	7.6%	9.5%	6.2%	7.8%	8.0%	8.2%	2.7%	7.7%	10.9%	7.8%	9.1%
YOY	-1.7%	1.9%	-3.4%	1.6%	0.2%	-1.0%	-2.6%	1.7%	1.1%	-0.1%	0.8%
富安娜	16.8%	16.2%	15.6%	17.2%	16.7%	9.1%	7.9%	9.8%	15.9%	11.5%	9.9%
YOY	1.1%	-0.5%	-0.6%	1.6%	-0.5%	-7.0%	-5.5%	-1.9%	-5.8%	-5.2%	0.8%
九牧王	4.0%	5.6%	2.1%	7.9%	6.3%	16.8%	-6.9%	-3.8%	5.8%	4.5%	17.5%
YOY	-3.1%	1.7%	-3.5%	5.8%	-1.6%	-4.4%	4.2%	-0.1%	-5.0%	-1.8%	0.7%
锦泓集团	-19.6%	4.6%	1.2%	5.9%	6.3%	8.0%	2.4%	-0.4%	7.5%	5.0%	10.0%
YOY	-23.2%	24.2%	-3.4%	4.7%	0.4%	-2.0%	-0.3%	-0.6%	-1.8%	-1.4%	2.0%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 64：服装家纺行业主要公司期间费率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
期间费用率											
森马服饰	28.9%	27.3%	30.7%	29.6%	30.9%	34.2%	38.5%	32.2%	31.0%	32.5%	30.6%
YOY	1.1%	-1.5%	3.4%	-1.1%	1.3%	5.9%	5.2%	1.2%	-0.2%	1.6%	-3.6%
海澜之家	21.0%	21.7%	24.3%	25.8%	28.6%	25.4%	27.0%	31.4%	32.4%	28.9%	25.4%
YOY	2.5%	0.7%	2.7%	1.5%	2.7%	1.4%	-0.1%	-0.7%	0.1%	0.3%	0.0%
太平鸟	42.4%	44.7%	46.3%	46.0%	49.5%	51.4%	63.2%	56.2%	43.2%	50.4%	50.8%
YOY	-2.1%	2.2%	1.6%	-0.3%	3.5%	5.9%	4.4%	1.6%	-0.7%	1.0%	-0.6%
歌力思	50.3%	51.0%	60.3%	57.6%	63.7%	56.3%	60.2%	58.4%	49.1%	55.8%	55.4%
YOY	3.5%	0.8%	9.3%	-2.8%	6.2%	-2.1%	-4.8%	-7.3%	-16.6%	-8.0%	-0.9%
报喜鸟	48.2%	48.7%	47.3%	46.8%	49.9%	49.0%	60.9%	58.2%	48.6%	51.3%	47.6%
YOY	-2.6%	0.4%	-1.4%	-0.5%	3.0%	5.8%	5.5%	5.7%	-1.2%	1.5%	-1.4%
比音勒芬	47.4%	47.9%	45.9%	47.7%	52.4%	44.5%	64.9%	52.9%	76.1%	61.4%	43.9%
YOY	7.1%	0.5%	-2.0%	1.8%	4.7%	3.1%	2.2%	11.1%	5.4%	9.0%	-0.5%
地素时尚	43.7%	44.9%	51.8%	48.6%	56.2%	53.8%	55.5%	58.8%	56.3%	48.4%	52.3%
YOY	3.8%	1.3%	6.9%	-3.2%	7.5%	1.1%	9.2%	4.4%	-14.0%	-7.7%	-1.5%
罗莱生活	26.4%	28.0%	29.9%	32.3%	34.7%	32.7%	40.3%	33.6%	38.7%	37.7%	34.5%
YOY	-2.5%	1.6%	1.9%	2.4%	2.4%	-0.2%	3.1%	1.9%	2.1%	3.0%	1.8%
水星家纺	25.2%	25.3%	29.6%	29.8%	30.7%	33.8%	39.3%	33.2%	32.1%	33.4%	35.1%
YOY	-0.7%	0.1%	4.4%	0.2%	0.9%	4.1%	3.7%	1.3%	4.4%	2.7%	1.3%
富安娜	33.3%	30.6%	32.9%	33.1%	33.8%	43.3%	41.4%	38.5%	32.8%	37.0%	38.5%
YOY	0.8%	-2.7%	2.4%	0.2%	0.7%	10.1%	3.2%	-0.7%	4.1%	3.2%	-4.9%
九牧王	46.2%	47.8%	47.9%	45.3%	51.7%	41.1%	66.1%	57.5%	50.3%	52.0%	39.6%
YOY	4.6%	1.6%	0.1%	-2.6%	6.4%	6.3%	-4.5%	-0.4%	-1.0%	0.2%	-1.5%
锦泓集团	62.6%	62.4%	68.1%	59.8%	59.5%	59.4%	65.5%	66.6%	56.7%	61.2%	55.6%
YOY	0.8%	-0.2%	5.7%	-8.3%	-0.2%	3.0%	0.8%	-0.1%	2.1%	1.6%	-3.8%
管理费用率											
森马服饰	5.4%	4.0%	4.4%	4.6%	4.1%	5.1%	5.1%	3.5%	3.0%	3.0%	4.3%
YOY	0.1%	-1.4%	0.4%	0.2%	-0.6%	0.7%	-0.2%	-1.3%	0.4%	-1.0%	-0.8%
海澜之家	7.0%	4.9%	5.0%	4.5%	4.9%	4.8%	3.6%	6.2%	4.8%	4.8%	4.0%
YOY	0.1%	-2.0%	0.0%	-0.5%	0.5%	-0.5%	0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.8%
太平鸟	6.1%	6.5%	7.3%	6.9%	7.2%	7.5%	8.0%	7.7%	5.4%	5.4%	6.6%
YOY	-0.2%	0.4%	0.8%	-0.4%	0.3%	0.7%	-0.9%	-1.0%	-0.2%	-1.8%	-0.9%
歌力思	9.8%	8.1%	9.3%	8.3%	9.4%	7.4%	7.9%	6.1%	7.4%	7.4%	5.7%
YOY	-1.1%	-1.7%	1.3%	-1.0%	1.1%	-0.5%	-0.1%	-4.0%	-4.0%	-2.1%	-1.7%
报喜鸟	7.0%	7.4%	6.5%	7.1%	7.4%	8.1%	11.0%	11.3%	7.1%	7.1%	7.7%
YOY	-2.4%	0.4%	-0.9%	0.6%	0.3%	1.9%	2.7%	2.5%	0.3%	-0.3%	-0.4%
比音勒芬	5.8%	5.7%	6.8%	7.8%	9.3%	6.3%	10.4%	6.9%	11.3%	11.3%	5.4%
YOY	-1.7%	0.0%	1.0%	1.1%	1.4%	0.2%	-0.6%	-4.0%	1.0%	2.0%	-0.9%
地素时尚	5.6%	5.7%	7.1%	7.1%	8.7%	8.3%	6.3%	16.4%	-0.5%	-0.5%	9.2%
YOY	-0.5%	0.2%	1.4%	0.0%	1.6%	-0.9%	-2.1%	6.7%	-8.4%	-9.2%	0.9%
罗莱生活	6.5%	6.9%	6.7%	5.9%	6.6%	8.7%	7.0%	5.6%	8.9%	8.9%	8.2%
YOY	-0.2%	0.4%	-0.2%	-0.8%	0.6%	-0.6%	3.7%	-0.5%	1.6%	2.3%	-0.5%
水星家纺	4.7%	4.0%	4.7%	4.3%	4.5%	5.3%	4.9%	4.6%	3.7%	3.7%	4.8%
YOY	0.5%	-0.7%	0.7%	-0.4%	0.2%	0.5%	-0.7%	-1.1%	0.8%	-0.8%	-0.5%
富安娜	4.3%	4.8%	4.0%	3.7%	3.5%	4.5%	3.9%	3.5%	2.3%	2.3%	3.0%
YOY	0.7%	0.5%	-0.8%	-0.3%	-0.2%	0.7%	-0.6%	-1.3%	0.1%	-1.2%	-1.5%
九牧王	7.9%	8.1%	8.1%	7.3%	6.7%	4.8%	7.5%	8.6%	6.3%	6.3%	5.2%
YOY	0.8%	0.1%	0.1%	-0.8%	-0.7%	0.0%	-0.8%	1.0%	-0.4%	-0.4%	0.4%
锦泓集团	4.3%	3.8%	4.0%	3.9%	4.3%	4.3%	4.7%	6.0%	4.8%	4.8%	5.1%
YOY	-0.7%	-0.6%	0.2%	-0.1%	0.4%	-0.2%	-0.7%	0.5%	1.9%	0.5%	0.8%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
销售费用率											
森马服饰	22.0%	21.9%	24.5%	24.1%	25.6%	28.6%	30.8%	25.9%	27.7%	28.1%	27.2%
YOY	1.1%	-0.1%	2.5%	-0.4%	1.5%	4.1%	3.0%	2.8%	0.8%	2.4%	-1.4%
海澜之家	13.4%	16.1%	18.5%	20.2%	23.1%	20.3%	22.7%	26.1%	27.1%	23.9%	21.1%
YOY	2.2%	2.7%	2.3%	1.8%	2.9%	1.3%	-0.8%	1.3%	1.0%	0.8%	0.8%
太平鸟	34.9%	36.2%	36.8%	36.0%	38.8%	40.6%	50.9%	44.4%	35.3%	41.6%	41.7%
YOY	-1.7%	1.3%	0.7%	-0.8%	2.8%	4.8%	5.6%	2.7%	-0.1%	2.9%	1.1%
歌力思	37.7%	40.7%	47.4%	46.1%	50.0%	48.4%	48.0%	48.5%	44.9%	47.3%	47.2%
YOY	0.0%	3.0%	6.7%	-1.3%	3.9%	1.5%	-5.4%	-4.1%	-3.2%	-2.7%	-1.2%
报喜鸟	39.6%	39.6%	39.7%	38.7%	41.3%	39.7%	49.5%	46.0%	40.7%	43.4%	39.1%
YOY	0.4%	0.0%	0.0%	-1.0%	2.7%	3.5%	3.8%	3.8%	-1.3%	2.1%	-0.6%
比音勒芬	38.4%	38.3%	35.9%	37.1%	40.3%	34.8%	51.8%	42.7%	61.0%	46.8%	35.4%
YOY	8.4%	-0.2%	-2.3%	1.2%	3.2%	1.8%	1.6%	15.1%	4.8%	6.5%	0.5%
地素时尚	38.7%	38.0%	43.6%	40.5%	45.7%	45.6%	47.0%	44.0%	48.4%	46.4%	43.8%
YOY	5.1%	-0.6%	5.6%	-3.2%	5.3%	3.9%	10.4%	1.9%	-12.7%	0.7%	-1.9%
罗莱生活	19.1%	19.6%	21.5%	24.7%	26.4%	21.7%	30.9%	25.9%	28.2%	26.7%	23.9%
YOY	-1.9%	0.5%	1.8%	3.2%	1.7%	-0.1%	0.2%	2.1%	-0.8%	0.4%	2.3%
水星家纺	18.7%	19.8%	23.3%	24.1%	24.4%	26.4%	32.3%	26.6%	27.2%	28.0%	28.2%
YOY	-0.7%	1.1%	3.5%	0.8%	0.3%	3.1%	4.3%	2.7%	3.8%	3.6%	1.8%
富安娜	26.6%	23.1%	25.6%	26.1%	27.6%	36.4%	35.7%	33.0%	27.9%	32.4%	34.0%
YOY	0.5%	-3.5%	2.5%	0.5%	1.5%	9.6%	4.9%	1.0%	3.9%	4.8%	-2.5%
九牧王	36.3%	37.4%	37.2%	36.6%	43.6%	34.9%	56.5%	46.7%	42.1%	43.8%	32.6%
YOY	4.0%	1.1%	-0.2%	-0.6%	7.0%	6.2%	-4.0%	-2.3%	-1.1%	0.2%	-2.3%
锦泓集团	49.1%	51.6%	57.7%	51.3%	50.8%	47.9%	55.4%	56.0%	48.5%	51.3%	46.7%
YOY	3.8%	2.5%	6.1%	-6.3%	-0.5%	0.2%	1.4%	0.1%	0.2%	0.5%	-1.1%
财务费用率											
森马服饰	-0.5%	-0.7%	-0.4%	-1.2%	-0.9%	-0.8%	0.4%	0.0%	-1.5%	-0.6%	-2.1%
YOY	0.1%	-0.2%	0.3%	-0.8%	0.3%	1.2%	2.7%	-0.3%	-1.3%	0.3%	-1.3%
海澜之家	0.2%	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	-2.2%	-0.4%	-0.7%	-0.4%
YOY	0.1%	-0.1%	-0.2%	0.3%	-1.1%	0.6%	0.0%	-1.0%	0.4%	0.1%	0.0%
太平鸟	0.2%	0.6%	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	1.4%	1.3%	0.8%	1.1%	0.9%
YOY	0.0%	0.4%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%
歌力思	-0.2%	-0.1%	1.4%	0.6%	1.7%	-1.1%	1.2%	1.2%	-5.5%	-1.3%	1.0%
YOY	-0.9%	0.0%	1.6%	-0.8%	1.1%	-2.7%	0.4%	1.0%	-9.2%	-3.0%	2.0%
报喜鸟	0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	-0.1%	-1.5%	-0.7%	-0.3%	-0.6%	-0.3%
YOY	-0.3%	-0.2%	-0.7%	-0.2%	0.3%	0.6%	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.2%
比音勒芬	0.4%	0.8%	-0.3%	-0.8%	-0.3%	0.2%	-0.4%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%
YOY	0.7%	0.4%	-1.1%	-0.5%	0.5%	1.2%	1.4%	0.3%	-1.1%	0.4%	-0.2%
地素时尚	-2.8%	-1.1%	-1.9%	-2.1%	-2.0%	-3.4%	-0.5%	-1.6%	-0.9%	-1.5%	-5.3%
YOY	-0.3%	1.7%	-0.9%	-0.2%	0.1%	-1.4%	1.0%	-0.6%	2.4%	0.5%	-1.9%
罗莱生活	-1.2%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	0.1%	-0.9%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.2%
YOY	-0.4%	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.5%	0.0%	0.4%	0.1%
水星家纺	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%
YOY	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
富安娜	-0.1%	0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
YOY	-0.1%	0.4%	-0.6%	-0.1%	-0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
九牧王	0.4%	0.7%	0.8%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.8%
YOY	-0.2%	0.3%	0.1%	-1.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	-0.1%	0.2%	0.6%
锦泓集团	7.2%	5.2%	4.1%	2.0%	1.5%	4.2%	1.4%	1.2%	0.7%	1.9%	0.8%
YOY	-1.0%	-2.0%	-1.1%	-2.0%	-0.5%	2.7%	-0.4%	-0.4%	-0.7%	0.3%	-3.4%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

重点公司：

海澜之家：25 年整体稳健，Q1 业绩亮眼，经营效率改善。2025 年公司实现收入216.26 亿元，同比+3.19%;26Q1 营业收入 66.61 亿元（同比+7.66%）。2025 年毛利率同比+0.35pct 至 44.87%，归母净利率同比-0.28pct 至 10.02%，主要系主品牌增长放缓及线上渠道费用投放增加所致；2026Q1 毛利率同比-1.3pct 至 45.32%，归母净利率同比-0.87pct 至 14.25%。主品牌增速提升，直营渠道增长强劲，加盟渠道仍承压但我们预计门店出清接近尾声。公司积极布局运动赛道和城市奥莱，海外拓展加速，未来增长路径明确。

森马服饰：25 年童装稳增、休闲承压，Q1 业绩亮眼，经营效率改善。2025 年公司实现收入 150.90 亿元(同比+3.17%)，26Q1 营业收入 34.49 亿元(同比+12.03%)，收入提速。2025 年毛利率同比+1.28pct 至 45.1%，归母净利率同比-1.87pct 至 5.91%；2026Q1 毛利率同比+0.7pct 至 47.7%，归母净利率同比+2.07pct 至 9.03%，盈利逐步改善。预计 2026 年全年随着童装业务恢复增长及成人装渠道调整见效，盈利能力有望延续改善。

歌力思：25 年可比口径收入稳健增长，Q1 经营质量显著提升。2025 年可比口径主营收入同比增长 2.5%，其中国内业务可比收入同比增长约 5.6%。2025 年毛利率同比-0.46pct 至 66.9%，归母净利率同比+15.97pct 至 5.77%；2026Q1 毛利率同比+5.15pct 至 70.84%，归母净利率同比-0.42pct 至 5.51%，剔除百秋尚美股权转让一次性影响后，归母经营性利润同比增长约 70%，经营质量显著提升。公司具备多品牌矩阵，主品牌持续稳健增长，国际品牌持续高增。2026Q1 经营质量进一步提升，多品牌协同发展、费用精细化管控成效显著，看好全年业绩弹性释放。

罗莱生活：爆品驱动增长，家具盈利改善。2025 年公司实现收入 48.39 亿元（同比+6.13%）；26Q1 营业收入 11.58 亿元(同比+5.87%)。2025 年毛利率同比+2.52pct 至 50.53%，归母净利率同比+1.25pct 至 10.74%，毛利率改善、渠道扩张期费用增加综合作用下公司净利润率提升；2026Q1 毛利率同比+3.61pct 至 49.6%，归母净利率同比+2.41pct 至 12.74%，环比提升明显。我们认为大单品策略驱动下，公司费用率有望呈现规模效应，净利率有望持续提升。

水星家纺：大单品驱动收入增长，利润率持续提升。2025 年公司实现收入 45.28 亿元（同比+7.99%）；26Q1 营业收入 9.79 亿元（同比+5.74%）。2025 年毛利率同比+3.55pct 至 44.95%，归母净利率同比+0.24pct 至 10.0%，实现毛利率净利率双升；2026Q1 毛利率同比+2.39pct 至 46.3%，归母净利率同比+1.04pct 至 10.74%，延续提升趋势。我们认为随着被芯等大单品策略深化及线下渠道优化，公司盈利能力有望持续提升。

总结：2025 年 A 股服装家纺板块盈利能力呈现家纺优于大众休闲的分化格局。2026Q1 随着消费复苏及企业主动调整见效，多数企业盈利能力环比改善，**森马服饰、歌力思、罗莱生活**归母净利率均实现同比或环比提升。展望 2026 年全年，我们建议重点关注两类机会：一是产品结构优化明确、电商运营效率领先的家纺企业（如水星家纺、罗莱生活）；二是渠道改革见效、费用率有望优化的休闲服饰企业（如森马服饰、海澜之家）；三是品牌升级见效、新品牌培育进入收获期的高端女装企业（如歌力思）。

12. 运动服饰&制造：国内品牌景气改善，代工环节承压

12.1 运动服饰：赛道景气延续，关注多品牌矩阵与奥运周期

运动鞋服与户外用品是纺织服装行业中景气度较高的细分赛道。2025 年，在居民消费理性化与运动健康意识深化的双重作用下，行业延续景气增长，但是品牌端与制造端的景气度出现显著分化：国产运动品牌凭借 DTC 转型和多品牌矩阵等策略持续领跑，而代工制造龙头则在关税影响与汇率波动中呈现压力。

运动服饰：25 年安踏领跑，26 年李宁关注奥运红利

从收入与利润增速看，**安踏体育**以 802 亿元营收、13.3%的收入同比增速领跑行业，2025 年归母净利润同比下滑 12.9%，因 2024 年含 Amer Sports 上市一次性收益基数影响，剔除后同比增长 13.9%；**李宁**营收增速为 3.2%、归母净利润下滑 2.6%，表现相对较弱；特步国际营收增速 4.2%放缓明显、归母净利润增 10.8%；361 度营收增长 10.6%、归母净利润增长 14.0%，增速在四家最优，受益超品店模式突破及电商高增长，展现出成长韧性。

从 2026Q1 流水看：安踏体育多品牌矩阵全面开花，安踏主品牌实现高单位数增长，FILA 恢复双位数增长、其他品牌（迪桑特、可隆等）增速维持在 40-45%高位，显示高端户外赛道景气延续；李宁大货中单位数增长较 2025 年有所恢复，我们认为 2026 年李宁赞助奥运会的红利将有所释放；特步国际主品牌低单位数增长平稳，索康尼延续 20%以上高增；361 度全渠道表现均衡，线下主品牌与童装均实现 10%增长，电商中双位数增速。整体上，国产运动品牌开年顺利，2026 年为体育大年，运动品牌全年增长可期。

从 2026 年全年指引看：安踏体育维持积极增长目标，FILA 中单位数、其他品牌 20%+的高增长指引彰显多品牌协同信心；李宁给出收入增速及净利率高单位数指引；特步国际明确集团收入中单位数、新品牌 20%-30%的增长目标，同时指引净利率维持高单位数；361 度给出 8%-10%收入增长目标，Q1 增速已高于全年指引，全年达成确定性较强。整体看，各公司维持审慎乐观的指引，一方面展现出发展的信心，另一方面也展现出各公司对于经营质量而非对增长速度的追求。

图 65：四大国产运动品牌 2025 年核心财务与运营数据对比

指标	安踏体育	李宁	特步国际	361度
营业收入（亿元）	802.19	295.98	141.51	111.46
营收同比增速	13.3%	3.2%	4.2%	10.6%
归母净利润（亿元）	135.88	29.36	13.72	13.09
净利润同比增速	-12.9%	-2.6%	10.8%	14.0%
毛利率	62.0%	49.0%	~42%	41.5%
归母净利率	16.9%	9.9%	9.7%	11.7%
2026Q1零售流水	主品牌+高单位数，FILA+10-20%低段，其他品牌+40-45%	大货+中单位数（含童装+高单位数）	主品牌+低单位数，索康尼+20%以上	主品牌线下+10%，童装+10%，电商+中双位数
2026全年指引	主品牌低单位数，FILA中单位数，其他20%+	收入高单位数，净利率高单位数	集团收入中单位数增长，净利率高单位数；主品牌收入正增长，新品牌（索康尼等）收入增长20%-30%	收入增长目标8%-10%

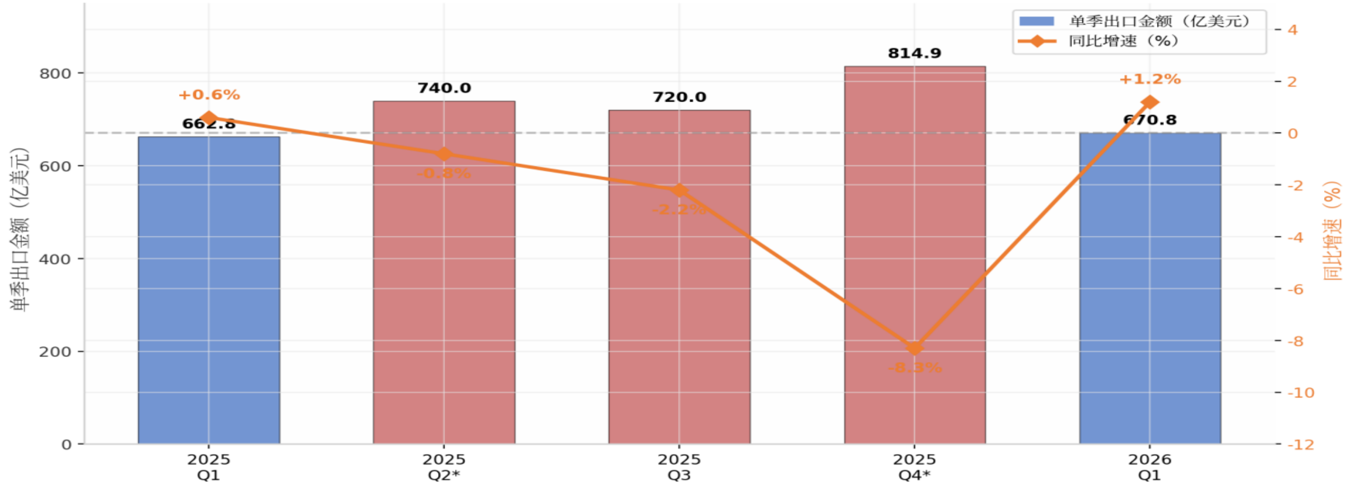
资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

总结：2025 年运动服饰板块呈现仍呈现出赛道优势，国产品牌取得较好增长但也有所分化。展望 2026 年全年，品牌端我们建议重点关注三类机会：一是品牌调整见效、奥运红利驱动的品牌（如李宁）；二是多品牌矩阵协同效应持续释放的综合性龙头（如安踏体育）；三是超品店模式突破、成长韧性突出的高弹性标的（如 361 度）。

12.2 纺织制造：上游纺织和代工分化，原材料涨价成重要变量

据海关总署统计，2025 年中国纺织品服装出口总额 2937.7 亿美元（同比-2.4%），其中纺织品出口 1425.8 亿美元（同比+0.5%），服装出口 1511.8 亿美元（同比-5.0%）。服装出口大幅下滑是拖累整体的核心因素。季度节奏上，纺织服装出口额 Q1 微增 0.6%，Q4 跌幅扩大。2026Q1，出口数据初现暖意，纺织服装合计出口 670.8 亿美元(同比+1.2%)，其中纺织品出口 341.9 亿美元（同比+2.8%），服装仍微下滑 0.4%。

图 66：中国纺织品服装出口趋势(2025Q1-2026Q1)

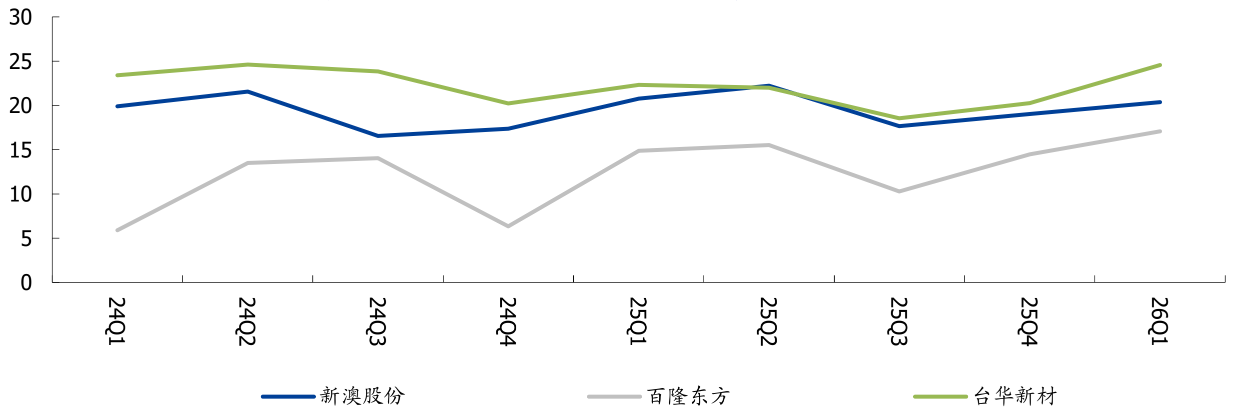


资料来源：iFind、海关总署、信达证券研发中心

2025 年，三大纺织原材料价格走势显著分化，棉花低位震荡，锦纶大跌后反弹，羊毛逆势上涨。进入 2026Q1，三种原材料均加速上行，行业盈利进一步分化。其中棉花 2025 年呈宽幅震荡格局，2026 年新疆棉花种植面积目标调减，供给端趋紧支撑价格中枢持续上移。**锦纶** 2025 年己内酰胺价格全年呈现下降趋势，进入 2026Q1，锦纶价格大幅上涨，中东地缘冲突推高原油成本是核心驱动。**羊毛**价格 2025Q1-Q3 相对平稳，Q4 开始加速上涨，进入 2026Q1，羊毛价格延续上涨势头。

三种原材料价格走势对龙头纺企盈利影响显著。2026Q1 棉价、锦纶、羊毛价格加速上涨则有利于百隆东方、台华新材、新澳股份等前期备货充足的企业释放库存红利。从数据来看，新澳股份、百隆东方、台华新材 25Q4 和 26Q1 毛利率呈现明显的同比、环比提升态势（新澳股份 26Q1 毛利率同比微下滑 0.4 个百分点，主要系公司在阶段性消化低价单而成本端加权平均计价下已有所抬升），印证龙头纺企在涨价周期中顺价能力更强，业绩端能充分享受产业链涨价红利。

图 67：新澳股份、百隆东方、台华新材近两个季度毛利率受益于涨价（单位：%）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

收入利润整体平稳，略有下滑，内部分化。2025 年全年，11 家公司合计营收约 775 亿元、同比下滑 2%；归母净利润合计约 75 亿元、同比下滑 1%。内部呈现显著结构性分化，上游纺织企业明显好于下游代工企业。代工龙头华利集团 2025 年收入同比增速放缓至+4.1%，下半年收入呈现下滑。上游纺织企业，新澳股份、百隆东方则呈现出下半年收入增速转正或者增长提速的现象。**代工端，**华利集团自 2025 年下半年以来的压力来自于：主要客户订单收缩、较多新工厂处于爬坡阶段以及产能调配安排，主要表现为毛利率同比明显下滑，预计 2026H2 会随着订单修复和产能爬坡进入毛利率修复期。**纺织端，**龙头纺企凭借成本优势、海外产能优势预计份额有所提升，预计 Q2 仍会延续盈利改善趋势。

2026Q1 订单回暖信号开始显现但仍然呈现分化。新澳股份 Q1 营收同比+16.53%、归母净利润同比+18.62%，羊绒业务高增与毛精纺纱线价格上涨形成双击。**百隆东方** Q1 营收同比+14.85%、归母净利润同比+39.83%，延续高增势头。**健盛集团** Q1 收入同比+2.8%、归母净利润同比+51.92%，无缝业务进入盈利释放期持续验证。**华利集团** Q1 营收同比-19.40%、归母净利润同比-49.60%。整体上仍然呈现上游纺织优于下游代工，代工端内部分化。展望代工端的回暖节奏，我们认为绑定强势品牌的厂商率先回暖，而与 Nike 库存调整周期深度绑定的企业仍在筑底。

图 68：纺织制造行业主要公司收入情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
营业收入规模及增速											
新澳股份	2273.17	3445.50	3949.88	4438.32	4840.78	1102.91	1451.53	1340.04	1157.73	5052.21	1285.26
YOY	-16.1%	51.6%	14.6%	12.4%	9.1%	0.3%	-0.4%	1.9%	19.4%	4.4%	16.5%
百隆东方	6134.56	7774.08	6989.06	6913.89	7941.49	1730.92	1859.70	2133.77	2136.22	7860.60	1987.94
YOY	-1.4%	26.7%	-10.1%	-1.1%	14.9%	-5.6%	-13.7%	2.3%	14.4%	-1.0%	14.8%
伟星股份	2496.12	3355.68	3628.07	3906.52	4674.42	979.17	1358.54	1294.80	1167.80	4800.31	1040.11
YOY	-8.7%	34.4%	8.1%	7.7%	19.7%	22.3%	-9.2%	0.9%	6.7%	2.7%	6.2%
健盛集团	1582.45	2051.68	2353.58	2281.35	2573.66	560.15	610.68	715.40	702.51	2588.74	575.76
YOY	-11.1%	29.7%	14.7%	-3.1%	12.8%	2.1%	-1.5%	-5.2%	8.1%	0.6%	2.8%
开润股份	1943.81	2288.97	2740.99	3104.90	4240.19	1233.56	1193.77	1291.45	1172.85	4891.64	1257.28
YOY	-27.9%	17.8%	19.7%	13.3%	36.6%	35.6%	29.5%	8.2%	-3.5%	15.4%	1.9%
台华新材	2501.12	4256.57	4008.56	5093.85	7120.08	1478.07	1647.47	1577.52	1704.48	6407.54	1435.40
YOY	-7.0%	70.2%	-5.8%	27.1%	39.8%	0.4%	-15.4%	-10.7%	-11.9%	-10.0%	-2.9%
华利集团	13931.14	17469.58	20569.27	20113.74	24006.39	5353.14	7307.72	6018.74	6300.52	24980.13	4314.57
YOY	-8.1%	25.4%	17.7%	-2.2%	19.4%	12.3%	9.0%	-0.3%	-3.0%	4.1%	-19.4%
鲁泰A	4751.22	5238.26	6938.34	5961.48	6090.62	1452.67	1374.44	1472.71	1604.49	5904.31	1355.54
YOY	-30.1%	10.3%	32.5%	-14.1%	2.2%	5.1%	-5.1%	-6.2%	-5.0%	-3.1%	-6.7%
南山智尚	1357.79	1492.00	1633.75	1600.23	1615.84	362.04	369.42	494.32	567.15	1792.92	568.89
YOY	-23.3%	9.9%	9.5%	-2.1%	1.0%	0.7%	-11.4%	27.9%	25.3%	11.0%	57.1%
孚日股份	4432.08	5157.19	5248.32	5340.30	5346.43	1363.64	1223.76	1253.60	1369.04	5210.03	1408.83
YOY	-11.1%	16.4%	1.8%	1.8%	0.1%	3.6%	-9.5%	-7.2%	3.2%	-2.6%	3.3%
华孚时尚	14231.73	16708.44	14459.64	13663.47	10761.95	3146.97	2806.92	2919.46	-823.29	8050.06	2031.70
YOY	-10.4%	17.4%	-13.5%	-5.5%	-21.2%	-19.8%	8.0%	4.1%	-157.4%	-25.2%	-35.4%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 69：纺织制造行业主要公司利润情况（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
归母净利润及增速											
新澳股份	151.46	298.27	389.73	404.22	428.30	101.21	169.43	106.77	102.71	480.12	120.06
YOY	5.8%	96.9%	30.7%	3.7%	6.0%	5.4%	-0.4%	2.8%	76.4%	12.1%	18.6%
百隆东方	366.05	1370.78	1562.72	504.04	410.18	173.47	216.54	159.78	106.34	656.13	242.56
YOY	22.9%	274.5%	14.0%	-67.7%	-18.6%	116.0%	42.0%	-11.2%	4369.9%	60.0%	39.8%
伟星股份	396.27	448.64	488.89	558.11	700.33	100.34	269.05	213.98	61.24	644.60	93.08
YOY	36.3%	13.2%	9.0%	14.2%	25.5%	28.8%	-20.4%	3.0%	-20.2%	-8.0%	-7.2%
健盛集团	-527.73	167.23	261.72	270.43	324.93	60.12	81.62	166.86	96.32	404.92	91.34
YOY	-293.1%	131.7%	56.5%	3.3%	20.2%	-26.9%	-2.2%	71.2%	56.0%	24.6%	51.9%
开润股份	77.95	180.10	46.87	115.62	381.00	85.36	101.32	90.96	53.44	331.08	98.78
YOY	-65.5%	131.0%	-74.0%	146.7%	229.5%	20.1%	-42.8%	25.6%	-11.6%	-13.1%	15.7%
台华新材	119.74	463.71	268.68	449.11	725.72	163.16	161.96	93.70	112.45	531.27	131.73
YOY	-38.9%	287.3%	-42.1%	67.2%	61.6%	8.9%	-40.9%	-51.9%	5.0%	-26.8%	-19.3%
华利集团	1878.59	2767.86	3228.02	3200.21	3840.33	761.92	908.68	764.89	771.18	3206.67	384.04
YOY	3.2%	47.3%	16.6%	-0.9%	20.0%	-3.2%	-16.7%	-20.7%	-22.7%	-16.5%	-49.6%
鲁泰A	97.31	347.61	963.86	403.44	410.32	148.40	211.82	142.46	90.91	593.59	93.70
YOY	-89.8%	257.2%	177.3%	-58.1%	1.7%	117.5%	109.1%	20.4%	-25.8%	44.7%	-36.9%
南山智尚	87.51	152.41	186.72	202.65	190.84	37.30	37.84	42.19	10.74	128.08	30.79
YOY	-28.1%	74.2%	22.5%	8.5%	-5.8%	0.9%	-16.4%	-0.3%	-83.8%	-32.9%	-17.5%
孚日股份	223.34	273.02	203.50	286.58	347.87	127.47	118.25	50.25	132.46	428.43	180.40
YOY	-39.5%	22.2%	-25.5%	40.8%	21.4%	40.9%	-9.8%	-56.3%	1068.5%	23.2%	41.5%
华孚时尚	-444.23	569.74	-350.97	66.78	-207.76	9.01	16.09	27.22	5.08	57.40	25.32
YOY	-210.4%	228.3%	-161.6%	119.0%	-411.1%	-33.2%	-48.6%	815.9%	102.0%	127.6%	181.0%

#	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
扣非归母净利润及增速											
新澳股份	100.74	284.11	343.53	389.15	409.49	100.91	167.19	103.38	97.42	468.90	116.26
YOY	-20.1%	182.0%	20.9%	13.3%	5.2%	8.0%	0.5%	11.1%	72.3%	14.5%	15.2%
百隆东方	287.43	1318.48	793.35	-21.35	219.52	147.26	213.23	148.33	103.63	612.45	215.41
YOY	9.2%	358.7%	-39.8%	-102.7%	1128.0%	2064.6%	85.9%	0.4%	392.2%	179.0%	46.3%
伟星股份	253.02	439.46	473.28	533.32	688.49	97.54	264.16	210.55	56.33	628.57	88.40
YOY	-10.0%	73.7%	7.7%	12.7%	29.1%	29.6%	-18.8%	1.1%	-29.2%	-8.7%	-9.4%
健盛集团	-547.29	153.39	261.64	262.22	321.18	61.29	74.98	102.40	96.20	334.88	79.66
YOY	-337.7%	128.0%	70.6%	0.2%	22.5%	-23.5%	-8.4%	7.3%	50.7%	4.3%	30.0%
开润股份	56.40	96.06	20.16	138.81	291.05	83.34	97.35	75.32	40.71	296.72	109.71
YOY	-73.0%	70.3%	-79.0%	588.6%	109.7%	6.6%	21.1%	13.4%	-38.4%	1.9%	31.6%
台华新材	96.31	445.11	192.52	363.73	595.76	104.53	100.74	36.49	95.55	337.31	111.29
YOY	-44.3%	362.1%	-56.7%	88.9%	63.8%	-22.6%	-57.3%	-75.9%	30.7%	-43.4%	6.5%
华利集团	1875.82	2761.34	3165.17	3181.74	3780.81	750.91	932.49	816.15	757.02	3256.56	362.24
YOY	7.3%	47.2%	14.6%	0.5%	18.8%	-3.3%	-12.7%	-14.8%	-22.6%	-13.9%	-51.8%
鲁泰A	20.04	190.49	795.47	386.14	482.34	88.66	136.96	96.41	66.15	388.17	70.60
YOY	-97.0%	850.6%	317.6%	-51.5%	24.9%	-27.6%	-3.0%	10.7%	-49.7%	-19.5%	-20.4%
南山智尚	80.15	140.42	168.40	197.95	182.52	35.93	37.95	40.57	6.75	121.20	29.83
YOY	-26.5%	75.2%	19.9%	17.5%	-7.8%	12.8%	-14.0%	-4.2%	-89.5%	-33.6%	-17.0%
孚日股份	115.51	217.70	161.18	275.75	335.58	136.20	114.12	47.18	149.07	446.57	181.73
YOY	-50.6%	88.5%	-26.0%	71.1%	21.7%	57.2%	-12.0%	-57.3%	1590.9%	33.1%	33.4%
华孚时尚	-754.53	352.08	-373.65	-249.95	-353.23	-4.65	-49.79	-41.89	22.41	-73.92	-14.31
YOY	-1568.9%	146.7%	-206.1%	33.1%	-41.3%	-149.7%	-171.4%	19.1%	107.7%	79.1%	-207.6%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

盈利能力：毛利率分化，原材料涨价是关键因素

2025 年毛利率分化：伟星股份毛利率 42.0%（同比+0.3pct），伟星股份的毛利率在制造企业里属于较高水平，我们推测源于拉链纽扣领域的品牌溢价，定价权较强。

健盛集团毛利率 30.2%（同比+1.4pct），棉袜与无缝内衣双重业务驱动，规模效应逐步显现。**新澳股份**毛利率 20.0%（同比+1.0pct），毛利率的提升来自于毛精纺纱线产品优化+羊绒业务产能利用率提升和效率提升。**百隆东方**毛利率 13.7%（同比+3.5pct），棉价低位运行叠加越南基地效率提升，盈利弹性持续释放。**台华新材**毛利率 20.8%（同比-2.2pct），锦纶长丝价格同比下跌拖累毛利，但差异化产品（PA66、再生锦纶）占比提升部分对冲常规长丝的盈利压力。**华利集团**毛利率 21.9%（同比-4.9pct），新工厂产能爬坡期与产能调配是毛利率下滑的主因。我们认为 2025 年纺织制造板块毛利率的分化与产业链位置、产能利用率与产品差异化程度等核心变量有关。

2026Q1 纺织公司多数呈现出毛利率同环比改善，原材料涨价背景下成本传导能力成为盈利分水岭。新澳股份 Q1 毛利率 20.38%（同比-0.4pct、环比+1.3pct），主要系加权平均成本法下利润端尚未充分反应涨价红利。**百隆东方** Q1 毛利率 17.07%（同比+2.21pct、环比+2.6pct），成本端降幅大于价格端降幅叠加越南产能利用率爬坡与生产效率提升共同推动毛利率上行。**台华新材** Q1 毛利率 24.55%（同比+2.22pct、环比+4.29pct），环比改善尤为突出，3 月产业链价格大涨后 Q2 盈利修复有望进一步打开。代工端仍然有分化，**健盛集团** Q1 毛利率 29.19%（同比+2.35pct、环比-2.7pct），棉袜及无缝两业务盈利能力均有改善；**华利集团** Q1 毛利率约 17.9%（同比-5pct、环比-3.8pct），订单下滑导致产能利用率降低叠加新工厂仍处于爬坡期，共同拖累整体毛利率表现，后续随着订单的修复和产能爬坡的推进公司毛利有望迎来修复。

图 70：纺织制造行业主要公司毛利率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						毛利率					
新澳股份	**15.1%**	**19.1%**	**18.8%**	**18.6%**	**19.0%**	**20.8%**	**22.2%**	**17.6%**	**19.0%**	**20.0%**	**20.4%**
YOY	0.8%	4.0%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.9%	0.7%	1.1%	1.7%	1.0%	-0.4%
百隆东方	**11.0%**	**26.2%**	**26.9%**	**8.6%**	**10.2%**	**14.9%**	**15.5%**	**10.3%**	**14.5%**	**13.7%**	**17.1%**
YOY	-4.7%	15.2%	0.7%	-18.2%	1.6%	9.0%	2.0%	-3.8%	8.1%	3.5%	2.2%
伟星股份	**38.8%**	**38.0%**	**39.0%**	**40.9%**	**41.7%**	**38.8%**	**45.8%**	**45.2%**	**36.8%**	**42.0%**	**38.4%**
YOY	0.6%	-0.8%	1.0%	1.9%	0.8%	0.9%	1.9%	0.9%	-1.7%	0.3%	-0.4%
健盛集团	**20.1%**	**26.8%**	**25.8%**	**26.0%**	**28.8%**	**26.8%**	**29.4%**	**31.8%**	**31.9%**	**30.2%**	**29.2%**
YOY	-9.1%	6.7%	-1.0%	0.2%	2.8%	-2.5%	0.9%	3.3%	3.0%	1.4%	2.4%
开润股份	**28.5%**	**26.6%**	**21.6%**	**24.4%**	**22.9%**	**24.7%**	**24.6%**	**23.8%**	**22.6%**	**23.9%**	**24.2%**
YOY	0.7%	-1.9%	-5.0%	2.7%	-1.5%	0.5%	0.9%	1.8%	0.5%	1.1%	-0.5%
台华新材	**21.8%**	**25.5%**	**21.7%**	**21.8%**	**23.0%**	**22.3%**	**22.0%**	**18.5%**	**20.3%**	**20.8%**	**24.5%**
YOY	-1.6%	3.8%	-3.8%	0.1%	1.2%	-1.1%	-2.6%	-5.3%	0.1%	-2.2%	2.2%
华利集团	**24.8%**	**27.2%**	**25.9%**	**25.6%**	**26.8%**	**22.9%**	**21.1%**	**22.2%**	**21.7%**	**21.9%**	**17.9%**
YOY	1.3%	2.4%	-1.4%	-0.3%	1.2%	-5.5%	-7.1%	-4.8%	-2.4%	-4.9%	-5.0%
鲁泰A	**21.3%**	**20.7%**	**25.7%**	**23.0%**	**23.8%**	**23.5%**	**23.1%**	**22.9%**	**22.6%**	**23.0%**	**22.8%**
YOY	-8.2%	-0.6%	5.0%	-2.7%	0.8%	0.0%	-2.7%	-1.0%	0.5%	-0.8%	-0.7%
南山智尚	**30.8%**	**34.2%**	**33.5%**	**34.7%**	**33.6%**	**32.5%**	**35.6%**	**25.6%**	**22.1%**	**28.0%**	**20.7%**
YOY	0.6%	3.4%	-0.6%	1.1%	-1.1%	-0.4%	1.0%	-7.2%	-11.8%	-5.6%	-11.7%
孚日股份	**18.8%**	**16.6%**	**12.6%**	**16.5%**	**18.3%**	**21.2%**	**21.6%**	**20.0%**	**20.8%**	**20.9%**	**23.6%**
YOY	-0.9%	-2.2%	-4.1%	4.0%	1.8%	3.9%	2.5%	-0.6%	4.5%	2.6%	2.4%
华孚时尚	**1.5%**	**9.6%**	**5.2%**	**4.2%**	**5.4%**	**5.8%**	**6.0%**	**5.2%**	**0.0%**	**9.2%**	**8.9%**
YOY	-6.3%	8.1%	-4.4%	-1.0%	1.1%	0.5%	-1.6%	2.7%	-7.3%	3.8%	3.1%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 71：纺织制造行业主要公司净利率（%）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						归母净利率					
新澳股份	**6.7%**	**8.7%**	**9.9%**	**9.1%**	**8.8%**	**9.2%**	**11.7%**	**8.0%**	**8.9%**	**9.5%**	**9.3%**
YOY	1.4%	2.0%	1.2%	-0.8%	-0.3%	0.4%	0.0%	0.1%	2.9%	0.7%	0.2%
百隆东方	**6.0%**	**17.6%**	**22.4%**	**7.3%**	**5.2%**	**10.0%**	**11.6%**	**7.5%**	**5.0%**	**8.3%**	**12.2%**
YOY	1.2%	11.7%	4.7%	-15.1%	-2.1%	5.6%	4.6%	-1.1%	5.1%	3.2%	2.2%
伟星股份	**15.9%**	**13.4%**	**13.5%**	**14.3%**	**15.0%**	**10.2%**	**19.8%**	**16.5%**	**5.2%**	**13.4%**	**8.9%**
YOY	5.2%	-2.5%	0.1%	0.8%	0.7%	0.5%	-2.8%	0.3%	-1.8%	-1.6%	-1.3%
健盛集团	**-33.3%**	**8.2%**	**11.1%**	**11.9%**	**12.6%**	**10.7%**	**13.4%**	**23.3%**	**13.7%**	**15.6%**	**15.9%**
YOY	-48.7%	41.5%	3.0%	0.7%	0.8%	-4.3%	-0.1%	10.4%	4.2%	3.0%	5.1%
开润股份	**4.0%**	**7.9%**	**1.7%**	**3.7%**	**9.0%**	**6.9%**	**8.5%**	**7.0%**	**4.6%**	**6.8%**	**7.9%**
YOY	-4.4%	3.9%	-6.2%	2.0%	5.3%	-0.9%	-10.7%	1.0%	-0.4%	-2.2%	0.9%
台华新材	**4.8%**	**10.9%**	**6.7%**	**8.8%**	**10.2%**	**11.0%**	**9.8%**	**5.9%**	**6.6%**	**8.3%**	**9.2%**
YOY	-2.5%	6.1%	-4.2%	2.1%	1.4%	0.9%	-4.3%	-5.1%	1.1%	-1.9%	-1.9%
华利集团	**13.5%**	**15.8%**	**15.7%**	**15.9%**	**16.0%**	**14.2%**	**12.4%**	**12.7%**	**12.2%**	**12.8%**	**8.9%**
YOY	1.5%	2.4%	-0.2%	0.2%	0.1%	-2.3%	-3.8%	-3.3%	-3.1%	-3.2%	-5.3%
鲁泰A	**2.0%**	**6.6%**	**13.9%**	**6.8%**	**6.7%**	**10.2%**	**15.4%**	**9.7%**	**5.7%**	**10.1%**	**6.9%**
YOY	-12.0%	4.6%	7.3%	-7.1%	0.0%	5.3%	8.4%	2.1%	-1.6%	3.3%	-3.3%
南山智尚	**6.4%**	**10.2%**	**11.4%**	**12.7%**	**11.8%**	**10.3%**	**10.2%**	**8.5%**	**1.9%**	**7.1%**	**5.4%**
YOY	-0.4%	3.8%	1.2%	1.2%	-0.9%	0.0%	-0.6%	-2.4%	-12.7%	-4.7%	-4.9%
孚日股份	**5.0%**	**5.3%**	**3.9%**	**5.4%**	**6.5%**	**9.3%**	**9.7%**	**4.0%**	**9.7%**	**8.2%**	**12.8%**
YOY	-2.4%	0.3%	-1.4%	1.5%	1.1%	2.5%	0.0%	-4.5%	8.8%	1.7%	3.5%
华孚时尚	**-3.1%**	**3.4%**	**-2.4%**	**0.5%**	**-1.9%**	**0.3%**	**0.6%**	**0.9%**	**-0.6%**	**0.7%**	**1.2%**
YOY	-5.7%	6.5%	-5.8%	2.9%	-2.4%	-0.1%	-0.6%	0.8%	17.2%	2.6%	1.0%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
						扣非净利率					
新澳股份	**4.4%**	**8.2%**	**8.7%**	**8.8%**	**8.5%**	**9.1%**	**11.5%**	**7.7%**	**8.4%**	**9.3%**	**9.0%**
YOY	-0.2%	3.8%	0.5%	0.1%	-0.3%	0.7%	0.1%	0.6%	2.6%	0.8%	-0.1%
百隆东方	**4.7%**	**17.0%**	**11.4%**	**-0.3%**	**2.8%**	**8.5%**	**11.5%**	**7.0%**	**4.9%**	**7.8%**	**10.8%**
YOY	0.5%	12.3%	-5.6%	-11.7%	3.1%	8.9%	6.1%	-0.1%	6.8%	5.0%	2.3%
伟星股份	**10.1%**	**13.1%**	**13.0%**	**13.7%**	**14.7%**	**10.0%**	**19.4%**	**16.3%**	**4.8%**	**13.1%**	**8.5%**
YOY	-0.2%	3.0%	-0.1%	0.6%	1.1%	0.6%	-2.3%	0.0%	-2.5%	-1.6%	-1.5%
健盛集团	**-34.6%**	**7.5%**	**11.1%**	**11.5%**	**12.5%**	**10.9%**	**12.3%**	**14.3%**	**13.7%**	**12.9%**	**13.8%**
YOY	-47.5%	42.1%	3.6%	0.4%	1.0%	-3.7%	-0.9%	1.7%	3.9%	0.5%	2.9%
开润股份	**2.9%**	**4.2%**	**0.7%**	**4.5%**	**6.9%**	**6.8%**	**8.2%**	**5.8%**	**3.5%**	**6.1%**	**8.7%**
YOY	-4.8%	1.3%	-3.5%	3.7%	2.4%	-1.8%	-0.6%	0.3%	-2.0%	-0.8%	2.0%
台华新材	**3.9%**	**10.5%**	**4.8%**	**7.1%**	**8.4%**	**7.1%**	**6.1%**	**2.3%**	**5.6%**	**5.3%**	**7.8%**
YOY	-2.6%	6.6%	-5.7%	2.3%	1.2%	-2.1%	-6.0%	-6.3%	1.8%	-3.1%	0.7%
华利集团	**13.5%**	**15.8%**	**15.4%**	**15.8%**	**15.7%**	**14.0%**	**12.8%**	**13.6%**	**12.0%**	**13.0%**	**8.4%**
YOY	1.9%	2.3%	-0.4%	0.4%	-0.1%	-2.3%	-3.2%	-2.3%	-3.0%	-2.7%	-5.6%
鲁泰A	**0.4%**	**3.6%**	**11.5%**	**6.5%**	**7.9%**	**6.1%**	**10.0%**	**6.5%**	**4.1%**	**6.6%**	**5.2%**
YOY	-9.3%	3.2%	7.8%	-5.0%	1.4%	-2.8%	0.2%	1.0%	-3.7%	-1.3%	-0.9%
南山智尚	**5.9%**	**9.4%**	**10.3%**	**12.4%**	**11.3%**	**9.9%**	**10.3%**	**8.2%**	**1.2%**	**6.8%**	**5.2%**
YOY	-0.3%	3.5%	0.9%	2.1%	-1.1%	1.1%	-0.3%	-2.7%	-13.0%	-4.5%	-4.7%
孚日股份	**2.6%**	**4.2%**	**3.1%**	**5.2%**	**6.3%**	**10.0%**	**9.3%**	**3.8%**	**10.9%**	**8.6%**	**12.9%**
YOY	-2.1%	1.6%	-1.2%	2.1%	1.1%	3.4%	-0.3%	-4.4%	10.2%	2.3%	2.9%
华孚时尚	**-5.3%**	**2.1%**	**-2.6%**	**-1.8%**	**-3.3%**	**-0.1%**	**-1.8%**	**-1.4%**	**-2.7%**	**-0.9%**	**-0.7%**
YOY	-5.6%	7.4%	-4.7%	0.8%	-1.5%	-0.4%	-1.1%	0.4%	17.7%	2.4%	-0.6%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

重点公司

新澳股份：业绩稳健增长，羊毛涨价驱动，羊绒业务成长。2025 年公司实现营业收入 50.52 亿元（同比+4.37%），扣非归母净利润 4.69 亿元（同比+14.51%），其中 Q4 扣非净利润同比增 72%。2026Q1 公司实现营收 12.85 亿元（同比+16.53%）；归母净利润 1.20 亿元（同比+18.62%）。公司处在“羊毛价格上行周期、海内外新产能释放、羊绒业务规模化放量”三重动力增长期，短期价格上行增厚业绩，中期来看，公司海外羊毛产能持续释放，羊绒业务协同效应下有望利润率持续提升，公司具备成长性。

百隆东方：差异化助力订单快速增长，毛利率改善趋势延续。2025 全年实现收入 78.61 亿元（同比-1.02%），归母净利润 6.56 亿元（同比+59.96%），扣非归母净利润 6.12 亿元（同比+178.99%），越南盈利高增。2026Q1 公司实现收入 19.88 亿元（同比+14.85%），归母净利润 2.43 亿元（同比+39.83%），扣非归母净利润为 2.15 亿元（同比+46.28%），成本红利驱动毛利率改善。展望后市，棉价处于上行周期，棉纱线产品价格回升叠加低价库存成本红利，公司毛利率提升趋势有望持续。长期来看，公司越南布局优势凸显，坯纱&色纺纱份额提升空间大。

台华新材：原材料价格驱动 Q4 业绩拐点已现，Q1 毛利率同环比继续改善。2025 全年实现收入 64.08 亿元（同比-10.01%），归母净利润 5.31 亿元（同比-26.79%）；2025Q4 实现收入 17.04 亿元（同比-11.93%），扣非归母净利润 0.96 亿元（同比+30.71%），Q4 呈现明显拐点。Q1 实现营收 14.35 亿元，同比-2.89%；扣非归母净利润 1.11 亿元（同比+6.47%）；毛利率 24.55%，同比+2.22pct、环比+4.29pct。短期看，产业链涨价普通锦纶长丝产品盈利修复可期。长期看，公司持续强化公司在锦纶 66、再生锦纶等差异化产品的竞争优势，产品结构优化叠加产业链上下游一体化布局，公司成长可期。

12.2.3 运动制造：需求侧仍待修复，关税与汇率共压

与品牌端相比，2025 年港股运动制造板块整体承压。申洲国际、裕元集团、晶苑国际三家代工龙头，面对为品牌客户分担关税、人民币升值、东南亚人工成本上升的三重挤压，盈利空间被显著压缩。2025 年 3 家公司的毛利率有所压力，晶苑国际凭借客户结构优化与自动化提效实现毛利率逆势微升。运动制造端面临的共性挑战：一是 Nike 在深度调整期，供应商订单受影响；二是关税分担加重成本压力；三是人工成本刚性上升：越南、印尼、柬埔寨等地熟练工竞争加剧，劳动力市场紧张，人员流动性加大。

图 72：三大运动制造公司 2025 年核心财务与运营数据对比

指标	申洲国际（单位：人民币）	裕元集团（单位：美元）	晶苑国际（单位：美元）
营业收入（亿元）	309.94	80.31	26.41
营收同比增速	8.1%	-1.8%	7.0%
归母净利润（亿元）	58.25	3.81	2.25
净利润同比增速	-6.7%	-2.9%	12.1%
毛利率	26.4%	22.8%	19.9%
净利率	18.8%	4.9%	8.5%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

重点公司

申洲国际 2025 年营收 309.94 亿元、同比增长 8.1%，在行业需求波动的背景下表现稳健；归母净利润 58.25 亿元、同比下滑 6.7%，增收不增利；毛利率从 28.1%降至 26.3%，净利率从 21.8%降至 18.8%。原因为：1）为部分客户分担美国市场的进口

关税；2）柬埔寨新成衣工厂处于产能爬坡期；3）员工平均薪酬提升加剧人工费用压力。2026 年，公司将持续推进海内外产能建设及技术改造，通过自动化提升效率克服成本上涨。同时，加大研发投入，通过产品创新驱动长期稳健增长。我们仍然看好针织一体化龙头的行业竞争力。

晶苑国际：2025 年全年营收 26.41 亿美元、同比增长 6.9%；归母净利润 2.25 亿美元、同比增长 12.0%；毛利率从 19.7%微升至 19.9%，净利率从 8.1%提升至 8.5%。自动化提效与产品结构优化是毛利率提升的核心驱动力。展望未来，晶苑在埃及积极布局产能，分散地缘政治风险，提升服务欧洲客户的能力，产业链延伸方面公司推进向上游面料延伸，越南自建布厂计划于 2026 年底投产，将增强休闲服及运动服品类的布料供应能力。

总结：2025 年 A 股纺织制造板块盈利能力呈现“上游纺织优于下游代工、辅料龙头优于成衣制造”的分化格局。2026Q1 随着原材料价格全面上涨，板块盈利分化进一步：百隆东方、台华新材、健盛集团毛利率同环比改善，成本传导与产品结构优化初见成效；华利集团仍处产能爬坡阵痛期，毛利率持续承压。展望 2026 年全年，我们建议重点关注三类机会：一是具备原材料成本传导能力与低价库存储备的上游纺织龙头（如百隆东方、新澳股份）；二是产能爬坡进入收获期、毛利率拐点在即的代工制造企业（如华利集团、健盛集团、开润股份）；三是差异化产品占比提升、产业链一体化布局完善的锦纶企业（如台华新材）；四是运动制造端建议关注产能爬坡进入收获期、客户结构优化的代工龙头（如申洲国际、晶苑国际），以及绑定强势品牌率先回暖的细分龙头。

13. 包装：业绩稳健，分红积极

下游需求稳健，金属包装表现优异。纸包/塑料包装下游领域多元，需求韧性较强，尽管 3C 消费阶段性销售规模下滑，25Q4、26Q1 **永新股份/裕同科技**收入仍表现平稳，同比分别-5.3%/+5.6%、+2.6%/+10.8%，其中 **1）永新股份**近年来价格处于下降周期、因此我们判断销量表现更优；伴随原材料价格提升形成成本支撑，我们预计价格企稳、未来收入增长有望提速；**2）裕同科技**积极开拓第二成长曲线，核心客户供应品类扩张、协同优势放大，收入增速亦有望保持稳健。金属包装方面，26 年春节时间较晚、三片需求 26Q1 集中体现，且两片罐提价落地，**昇兴、奥瑞金、宝钢**成长提速，25Q4/26Q1 收入同比分别-1.5%/+16.7%、+101.5%/+29.3%、+1.9%/+21.9%。

图 73：包装部分公司收入、利润梳理（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
营业收入规模及增速											
裕同科技	11788.94	14850.13	16362.10	15222.70	17156.94	3699.01	4176.71	4725.68	4636.64	17238.03	3793.34
YOY	19.7%	26.0%	10.2%	-7.0%	12.7%	6.4%	7.7%	-3.7%	-5.3%	0.5%	2.6%
上海艾录	774.91	1120.15	1122.11	1066.55	1190.64	284.12	302.16	295.48	292.55	1174.31	268.34
YOY	20.1%	44.6%	0.2%	-5.0%	11.6%	5.5%	0.0%	-2.7%	-7.2%	-1.4%	-5.6%
紫江企业	8417.64	9528.59	9607.94	9115.51	10636.95	2362.91	2885.17	2573.90	1782.09	9604.07	2314.93
YOY	-8.6%	13.2%	0.8%	-5.1%	16.7%	5.3%	19.0%	2.2%	-48.3%	-9.7%	-2.0%
新巨丰	1014.45	1241.84	1607.97	1737.39	1706.24	357.68	895.65	791.56	883.22	2928.11	757.35
YOY	8.5%	22.4%	29.5%	8.0%	-1.8%	-18.2%	132.1%	85.7%	93.2%	71.6%	111.7%
美盈森	3365.26	3605.17	4129.65	3512.96	4007.21	970.62	978.16	1051.45	970.26	3970.49	906.60
YOY	-0.8%	7.1%	14.5%	-14.9%	14.1%	15.3%	-2.8%	-4.0%	-8.8%	-0.9%	-6.6%
昇兴股份	2903.01	5166.12	6877.65	7094.80	7130.25	1622.34	1602.55	1845.10	2103.92	7173.91	1892.74
YOY	13.9%	78.0%	33.1%	3.2%	0.5%	-3.2%	3.8%	4.0%	-1.5%	0.6%	16.7%
奥瑞金	10561.01	13884.98	14067.07	13842.84	13672.91	5574.34	6152.23	6619.03	5674.60	24020.20	7206.79
YOY	12.7%	31.5%	1.3%	-1.6%	-1.2%	57.0%	68.3%	81.3%	101.5%	75.7%	29.3%
宝钢包装	5785.51	6968.28	8543.38	7760.46	8318.31	2001.85	2272.81	2306.38	2198.36	8779.40	2441.06
YOY	0.3%	20.4%	22.6%	-9.2%	7.2%	1.0%	12.6%	6.8%	1.9%	5.5%	21.9%
永新股份	2737.50	3023.69	3304.14	3378.79	3525.46	848.18	898.02	959.89	1017.28	3723.37	939.84
YOY	5.3%	10.5%	9.3%	2.3%	4.3%	1.6%	10.1%	8.0%	3.2%	5.6%	10.8%
归母净利润及增速											
裕同科技	1120.16	1017.22	1487.87	1438.09	1408.56	241.09	312.75	626.99	411.53	1592.35	245.78
YOY	7.2%	-9.2%	46.3%	-3.3%	-2.1%	10.3%	12.3%	1.6%	39.7%	13.0%	1.9%
上海艾录	111.16	144.71	106.28	75.28	53.33	0.78	2.14	-50.89	-74.70	-122.68	-1.98
YOY	73.5%	30.2%	-26.6%	-29.2%	-29.2%	-97.3%	-90.8%	-532.8%	-641.4%	-330.1%	-354.1%
紫江企业	565.21	553.18	603.19	559.55	808.81	169.27	303.52	492.90	71.60	1037.28	218.38
YOY	14.4%	-2.1%	9.0%	-7.2%	44.5%	7.8%	53.8%	184.7%	-74.5%	28.2%	29.0%
新巨丰	169.10	157.20	169.52	170.19	183.85	13.13	45.88	9.02	-24.32	43.70	6.03
YOY	46.4%	-7.0%	7.8%	0.4%	8.0%	-75.0%	37.2%	-76.7%	-141.1%	-76.2%	-54.1%
美盈森	194.09	98.91	134.63	196.09	281.60	80.36	95.74	84.03	0.80	260.94	61.36
YOY	-63.7%	-49.0%	36.1%	45.6%	43.6%	15.7%	18.7%	22.5%	-98.7%	-7.3%	-23.6%
昇兴股份	13.64	170.50	209.29	333.04	423.30	92.91	54.43	69.21	90.60	307.15	151.55
YOY	-74.5%	1149.9%	22.7%	59.1%	27.1%	-23.6%	-51.4%	-37.1%	13.8%	-27.4%	63.1%
奥瑞金	707.43	905.12	565.16	774.53	790.51	664.58	238.59	173.06	-69.53	1006.70	517.12
YOY	3.5%	27.9%	-37.6%	37.0%	2.1%	137.9%	-11.4%	-18.6%	-336.5%	27.3%	-22.2%
宝钢包装	158.66	270.50	268.44	218.57	172.38	57.36	45.19	73.18	11.97	187.70	65.39
YOY	24.4%	70.5%	-0.8%	-18.6%	-21.1%	2.7%	20.4%	15.1%	-22.4%	8.9%	14.0%
永新股份	303.03	315.91	362.83	408.05	467.75	88.92	94.35	125.93	128.94	438.13	90.75
YOY	12.6%	4.3%	14.9%	12.5%	14.6%	2.9%	0.6%	1.0%	-20.9%	-6.3%	2.1%

	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
收入&合同负债规模及增速											
裕同科技	11839.18	14924.14	16462.41	15300.66	17227.60	3780.72	4238.96	4820.66	4729.74	17331.13	3904.39
YOY	19.8%	26.1%	10.3%	-7.1%	12.6%	6.3%	6.7%	-3.4%	-4.8%	0.6%	3.3%
上海艾录	782.65	1145.85	1161.15	1112.46	1237.63	339.35	348.87	357.70	350.96	1232.72	339.18
YOY	19.9%	46.4%	1.3%	-4.2%	11.3%	8.6%	-1.2%	-1.0%	-3.2%	-0.4%	-0.1%
紫江企业	8576.03	9903.84	9773.71	10637.85	11072.76	2792.32	2959.71	2632.90	1844.15	9666.13	2379.44
YOY	-9.0%	15.5%	-1.3%	8.8%	4.1%	-30.3%	-31.0%	-39.9%	-52.5%	-12.7%	-14.8%
新巨丰	1018.65	1247.15	1609.16	1738.23	1709.91	359.32	912.08	802.69	899.18	2944.07	776.00
YOY	7.9%	22.4%	29.0%	8.0%	-1.6%	-17.9%	135.6%	87.2%	95.1%	72.2%	116.0%
美盈森	3375.84	3617.37	4135.09	3520.06	4018.74	982.08	990.43	1059.91	980.22	3980.45	914.80
YOY	-0.9%	7.2%	14.3%	-14.9%	14.2%	14.6%	-2.3%	-4.3%	-8.8%	-1.0%	-6.9%
昇兴股份	3046.40	5269.25	6925.29	7138.77	7165.75	1658.22	1650.09	1907.58	2156.99	7226.97	1965.02
YOY	18.2%	73.0%	31.4%	3.1%	0.4%	-3.1%	4.4%	5.4%	-0.7%	0.9%	18.5%
奥瑞金	10628.02	14004.60	14199.24	13953.17	13777.04	5758.96	6318.32	6782.12	5918.82	24264.43	7480.46
YOY	12.7%	31.8%	1.4%	-1.7%	-1.3%	58.3%	58.6%	81.7%	102.7%	76.1%	29.9%
宝钢包装	5863.09	7028.12	8593.01	7810.27	8369.56	2057.68	2320.50	2382.41	2257.52	8838.56	2503.38
YOY	0.0%	19.9%	22.3%	-9.1%	7.2%	0.8%	11.8%	6.2%	2.2%	5.6%	21.7%
永新股份	2750.59	3029.31	3311.89	3401.44	3538.86	866.58	909.32	967.71	1045.78	3751.87	957.75
YOY	5.5%	10.1%	9.3%	2.7%	4.0%	2.8%	10.5%	7.7%	4.6%	6.0%	10.5%
扣非归母净利润及增速											
裕同科技	984.74	908.09	1515.27	1494.04	1514.00	246.31	559.59	1184.51	1525.40	1525.40	249.92
YOY	1.8%	-7.8%	66.9%	-1.4%	1.3%	1.4%	7.1%	4.9%	0.8%	0.8%	1.5%
上海艾录	107.49	140.69	97.14	70.09	46.28	0.35	3.09	-46.26	-116.67	-116.67	-3.74
YOY	86.8%	30.9%	-31.0%	-27.8%	-34.0%	-98.6%	-93.5%	-179.5%	-352.1%	-352.1%	-1155.8%
紫江企业	536.03	533.28	524.32	564.52	787.17	164.35	468.97	691.25	780.54	780.54	209.38
YOY	28.3%	-0.5%	-1.7%	7.7%	39.4%	4.8%	33.2%	33.1%	-0.8%	-0.8%	27.4%
新巨丰	161.40	147.28	136.76	164.03	157.15	11.16	43.72	50.30	31.23	31.23	4.34
YOY	50.0%	-8.7%	-7.1%	19.9%	-4.2%	-74.5%	-42.5%	-54.9%	-80.1%	-80.1%	-61.1%
美盈森	144.93	83.65	85.85	239.81	297.96	77.24	169.58	249.22	268.61	268.61	60.14
YOY	-62.3%	-42.3%	2.6%	179.3%	24.2%	15.1%	0.8%	6.1%	-9.9%	-9.9%	-22.1%
昇兴股份	5.63	149.96	180.77	336.77	407.43	82.90	133.70	196.49	279.13	279.13	148.07
YOY	-55.8%	2564.4%	20.5%	86.3%	21.0%	-30.6%	-39.4%	-40.0%	-31.5%	-31.5%	78.6%
奥瑞金	521.59	798.50	459.83	746.15	761.62	189.32	400.97	567.97	503.50	503.50	319.19
YOY	-12.0%	53.1%	-42.4%	62.3%	2.1%	-28.4%	-24.2%	-23.7%	-33.9%	-33.9%	68.6%
宝钢包装	158.96	265.26	253.29	216.15	167.26	57.01	99.71	172.19	182.60	182.60	64.47
YOY	42.8%	66.9%	-4.5%	-14.7%	-22.6%	9.2%	13.7%	14.4%	9.2%	9.2%	13.1%
永新股份	275.68	279.63	321.53	384.80	440.45	83.25	172.63	291.17	408.86	408.86	83.90
YOY	15.7%	1.4%	15.0%	19.7%	14.5%	3.1%	1.9%	1.1%	-7.2%	-7.2%	0.8%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

盈利表现分化。裕同科技 25Q4/26Q1 毛利率、归母净利率分别+3.1/+2.9pct、+2.9/-0.04pct，盈利表现优异我们预计主要系公司主动优化客户结构，高毛利率客户占比提升；26Q1 净利率下滑主要受汇率影响，还原汇兑损失后归母净利率同比+2.0pct。**永新股份** 25Q4/26Q1 毛利率、归母净利率分别-1.1/-0.4pct、-3.9/-0.8pct，盈利承压亦受汇率压制，且价格竞争加剧；我们判断伴随主营产品价格企稳、盈利能力有望保持平稳，中长期受益于规模优势&产品结构优化、利润中枢有望平稳上行。金属包装方面，**昇兴/奥瑞金/宝钢** 26Q1 毛利率同比分别+2.2/+0.9/-0.1pct，我们预计昇兴、奥瑞金表现优异主要受益于前期备货低价铝材、以及三片旺季、利润结构阶段性优化；26Q2 我们预计两片延续涨价，但原材料亦高位提升，盈利能力或延续低位震荡，但两片供需改善、格局优化，未来基准价格或将持续提升、助力龙头企业盈利稳步向上。

图 74：包装部分公司盈利能力梳理

毛利率	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
裕同科技	26.83%	21.54%	23.75%	26.23%	24.80%	22.13%	23.35%	28.74%	26.87%	25.51%	25.05%
YOY	-3.20%	-5.29%	2.21%	2.48%	-1.43%	0.04%	-1.60%	1.18%	3.06%	0.72%	2.93%
上海艾录	33.94%	28.56%	23.47%	23.57%	21.63%	18.12%	20.79%	16.96%	18.25%	18.55%	19.79%
YOY	4.26%	-5.38%	-5.09%	0.11%	-1.94%	-8.21%	-3.61%	-4.92%	3.54%	-3.08%	1.66%
紫江企业	21.36%	21.20%	20.58%	21.38%	23.80%	21.63%	24.83%	23.92%	21.69%	23.21%	23.03%
YOY	1.16%	-0.16%	-0.62%	0.80%	2.42%	-0.50%	2.67%	2.19%	-5.85%	-0.58%	1.40%
新巨丰	34.81%	27.29%	17.23%	21.66%	23.78%	25.24%	19.90%	19.21%	15.65%	19.09%	18.53%
YOY	3.95%	-7.51%	-10.06%	4.43%	2.12%	2.69%	-3.86%	-4.03%	-9.83%	-4.69%	-6.70%
美盈森	23.73%	22.89%	18.71%	25.23%	26.69%	26.52%	27.53%	27.53%	21.86%	25.90%	25.51%
YOY	-8.35%	-0.84%	-4.18%	6.53%	1.46%	-1.57%	-0.98%	0.71%	-1.88%	-0.80%	-1.01%
昇兴股份	11.07%	10.85%	9.47%	13.45%	14.50%	11.65%	9.02%	9.47%	13.43%	11.03%	13.81%
YOY	-2.43%	-0.23%	-1.38%	3.98%	1.05%	-2.37%	-6.45%	-4.19%	-1.43%	-3.47%	2.16%
奥瑞金	20.87%	15.53%	11.86%	15.24%	16.31%	13.60%	14.59%	12.44%	10.66%	12.84%	14.47%
YOY	-3.42%	-5.34%	-3.67%	3.38%	1.07%	-4.65%	-2.80%	-3.83%	-1.84%	-3.47%	0.87%
宝钢包装	10.58%	9.51%	8.02%	9.02%	8.10%	7.06%	7.11%	8.08%	8.23%	7.63%	6.95%
YOY	-2.29%	-1.07%	-1.48%	0.99%	-0.92%	-1.32%	-0.36%	-1.12%	0.90%	-0.46%	-0.11%
永新股份	24.36%	22.24%	22.20%	24.66%	23.78%	21.30%	21.06%	24.44%	24.79%	23.00%	20.86%
YOY	0.17%	-2.12%	-0.04%	2.46%	-0.88%	-0.76%	-1.65%	0.38%	-1.10%	-0.78%	-0.44%

归母净利率	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
裕同科技	9.50%	6.85%	9.09%	9.45%	8.21%	6.52%	7.49%	13.27%	8.88%	9.24%	6.48%
YOY	-1.11%	-2.65%	2.24%	0.35%	-1.24%	0.23%	0.31%	0.69%	2.86%	1.03%	-0.04%
上海艾录	14.34%	12.92%	9.47%	7.06%	4.48%	0.27%	0.71%	-17.22%	-25.54%	-10.45%	-0.74%
YOY	4.41%	-1.43%	-3.45%	-2.41%	-2.58%	-10.29%	-6.97%	-21.09%	-22.34%	-14.93%	-1.01%
紫江企业	6.71%	5.81%	6.28%	6.14%	7.60%	7.16%	10.52%	19.15%	4.02%	10.80%	9.43%
YOY	1.35%	-0.91%	0.47%	-0.14%	1.47%	0.16%	2.38%	12.28%	-4.14%	3.20%	2.27%
新巨丰	16.67%	12.66%	10.54%	9.80%	10.78%	3.67%	5.12%	1.14%	-2.75%	1.49%	0.80%
YOY	4.31%	-4.01%	-2.12%	-0.75%	0.98%	-8.35%	-3.54%	-7.96%	-15.69%	-9.28%	-2.87%
美盈森	5.77%	2.74%	3.26%	5.58%	7.03%	8.28%	9.79%	7.99%	0.08%	6.57%	6.77%
YOY	-10.01%	-3.02%	0.52%	2.32%	1.45%	0.03%	1.77%	1.73%	-5.83%	-0.46%	-1.51%
昇兴股份	0.47%	3.30%	3.04%	4.69%	5.94%	5.73%	3.40%	3.75%	4.31%	4.28%	8.01%
YOY	-1.63%	2.83%	-0.26%	1.65%	1.24%	-1.53%	-3.85%	-2.46%	0.58%	-1.66%	2.28%
奥瑞金	6.70%	6.52%	4.02%	5.60%	5.78%	11.92%	3.88%	2.61%	-1.23%	4.19%	7.18%
YOY	-0.59%	-0.18%	-2.50%	1.58%	0.19%	4.06%	-3.49%	-3.21%	-2.27%	-1.59%	-4.75%
宝钢包装	2.74%	3.88%	3.14%	2.82%	2.07%	2.87%	1.99%	3.17%	0.54%	2.14%	2.68%
YOY	0.53%	1.14%	-0.74%	-0.33%	-0.74%	0.05%	0.13%	0.23%	-0.17%	0.07%	-0.19%
永新股份	11.07%	10.45%	10.98%	12.08%	13.27%	10.48%	10.51%	13.12%	12.67%	11.77%	9.66%
YOY	0.72%	-0.62%	0.53%	1.10%	1.19%	0.13%	-0.98%	-0.91%	-3.85%	-1.50%	-0.83%

销售费用率	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
裕同科技	2.74%	2.45%	2.47%	2.74%	2.94%	2.80%	3.01%	2.70%	3.35%	2.97%	3.01%
YOY	-2.05%	-0.29%	0.02%	0.27%	0.20%	0.10%	-0.40%	0.00%	0.36%	0.03%	0.21%
上海艾录	4.87%	1.88%	2.22%	2.43%	2.37%	2.14%	1.98%	2.24%	4.05%	2.60%	2.61%
YOY	-0.10%	-2.99%	0.34%	0.21%	-0.06%	0.11%	-0.34%	0.00%	1.23%	0.23%	0.47%
紫江企业	2.59%	2.30%	2.21%	2.04%	2.33%	1.34%	1.79%	1.29%	1.66%	1.52%	1.33%
YOY	-1.92%	-0.29%	-0.09%	-0.18%	0.29%	-0.29%	0.28%	-0.22%	-2.29%	-0.81%	-0.01%
新巨丰	5.03%	4.77%	1.31%	2.31%	2.39%	3.52%	2.63%	1.72%	1.76%	2.23%	2.27%
YOY	-0.49%	-0.26%	-3.46%	1.00%	0.09%	1.69%	-0.35%	-0.38%	-0.96%	-0.16%	-1.25%
美盈森	5.26%	6.96%	5.72%	6.80%	7.16%	6.72%	6.62%	6.65%	7.32%	6.82%	6.52%
YOY	-1.88%	1.70%	-1.25%	1.08%	0.37%	-1.53%	-0.11%	0.12%	-0.06%	-0.34%	-0.20%
昇兴股份	0.88%	0.51%	0.42%	0.60%	0.51%	0.45%	0.43%	0.30%	0.61%	0.45%	0.52%
YOY	-2.65%	-0.37%	-0.09%	0.18%	-0.09%	0.02%	-0.23%	-0.25%	0.19%	-0.05%	0.07%
奥瑞金	1.77%	1.15%	1.37%	1.67%	1.84%	1.30%	2.13%	1.49%	1.40%	1.59%	1.16%
YOY	-2.26%	-0.62%	0.22%	0.30%	0.17%	-0.08%	0.33%	-0.39%	-1.01%	-0.25%	-0.14%
宝钢包装	0.85%	0.81%	0.85%	1.12%	0.97%	0.87%	0.84%	0.73%	0.61%	0.76%	0.67%
YOY	-2.54%	-0.04%	0.04%	0.27%	-0.15%	-0.17%	-0.59%	-0.49%	0.39%	-0.21%	-0.20%
永新股份	2.32%	1.81%	1.71%	1.70%	1.65%	1.78%	1.49%	1.45%	2.28%	1.76%	1.77%
YOY	-2.08%	-0.51%	-0.11%	0.00%	-0.05%	-0.30%	-0.22%	0.30%	0.58%	0.10%	-0.01%

ROE	2020	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
裕同科技	13.17%	10.98%	14.53%	13.01%	12.27%	2.08%	2.72%	5.49%	3.48%	13.14%	2.01%
YOY	-3.26%	-2.19%	3.54%	-1.52%	-0.75%	0.12%	0.21%	-0.07%	0.89%	0.87%	-0.07%
上海艾录	14.53%	14.21%	9.65%	6.34%	3.48%	0.05%	0.14%	-3.41%	-5.28%	-9.01%	-0.15%
YOY	4.73%	-0.32%	-4.56%	-3.31%	-2.86%	-2.32%	-1.76%	-4.37%	-4.56%	-12.49%	-0.20%
紫江企业	10.64%	9.98%	10.95%	9.70%	13.13%	2.71%	4.86%	7.67%	1.07%	15.52%	3.21%
YOY	0.59%	-0.66%	0.97%	-1.25%	3.43%	0.02%	1.47%	4.70%	-3.60%	2.40%	0.50%
新巨丰	17.14%	13.74%	7.15%	7.64%	6.96%	0.50%	1.71%	0.33%	-0.91%	1.66%	0.23%
YOY	4.27%	-3.40%	-6.59%	0.49%	-0.68%	-1.78%	0.34%	-1.23%	-3.20%	-5.30%	-0.27%
美盈森	4.01%	2.06%	2.74%	3.86%	6.27%	1.77%	2.12%	1.87%	0.02%	5.86%	1.37%
YOY	-6.39%	-1.95%	0.68%	1.12%	2.41%	0.41%	0.54%	0.45%	-1.36%	-0.41%	-0.40%
昇兴股份	0.75%	6.27%	7.35%	10.79%	12.39%	2.68%	1.56%	2.00%	2.59%	8.65%	4.19%
YOY	-2.16%	5.52%	1.09%	3.44%	1.60%	-1.18%	-1.92%	-1.36%	0.22%	-3.74%	1.51%
奥瑞金	10.74%	11.97%	6.85%	8.87%	8.71%	7.08%	2.47%	1.78%	-0.71%	10.36%	5.18%
YOY	-1.19%	1.24%	-5.13%	2.02%	-0.16%	3.92%	-0.55%	-0.58%	-1.04%	1.65%	-1.90%
宝钢包装	6.74%	7.55%	7.13%	5.69%	3.86%	1.28%	1.00%	1.61%	0.26%	4.16%	1.44%
YOY	1.22%	0.81%	-0.42%	-1.44%	-1.83%	-0.17%	0.01%	-0.08%	-0.11%	0.30%	0.17%
永新股份	15.22%	14.84%	15.92%	16.60%	18.07%	3.38%	3.72%	5.31%	5.35%	17.69%	3.60%
YOY	0.73%	-0.38%	1.08%	0.68%	1.46%	-0.33%	-0.44%	0.04%	-1.15%	-0.37%	0.22%

资料来源：iFind、信达证券研发中心

分红策略积极。2025 年**美盈森、永新、裕同、紫江**现金分红比例分别为 85.7%、76.9%、70.6%、51.2%，对应股息率分别为 4.3%、4.9%、3.2%、5.0%；包装行业需求稳健、资本开支弱化，龙头企业保持积极分红策略，其中**裕同科技**分红率同比提升约 10pct、我们预计未来有望维持高位。

图 75：包装部分公司分红梳理（亿元）

		2025			2024		
	总市值	归母净利润	股利支付率	股息率	归母净利润	股利支付率	股息率
美盈森	53.90	2.61	85.68%	4.15%	2.82	310.50%	16.22%
永新股份	70.13	4.38	76.89%	4.80%	4.68	81.18%	5.41%
裕同科技	373.73	15.92	70.61%	3.01%	14.09	60.22%	2.27%
紫江企业	105.26	10.37	51.18%	5.04%	8.09	56.26%	4.32%
宝钢包装	65.96	1.88	50.40%	1.43%	1.72	50.67%	1.32%
昇兴股份	74.73	3.07	31.81%	1.31%	4.23	23.08%	1.31%
奥瑞金	138.74	10.07	30.51%	2.21%	7.91	38.86%	2.21%

资料来源：iFind、信达证券研发中心（股息率取 2026 年 5 月 8 日市值计算）

14. 风险因素

国内&海外消费复苏不及预期。国内下游消费疲软将压制企业成长；本文浆价上行、出口订单延续增长等结论基于海外需求修复的假设，若复苏幅度&节奏低于预期，将影响上下游收入增长。

美伊冲突力度超预期。美伊冲突或对全球航路、原材料价格等多方面造成影响。

全球贸易摩擦加剧。若中美贸易摩擦加剧、关税抬升，或将影响出口企业订单&盈利能力。

地产销售复苏低于预期。家居公司作为地产后周期企业，若地产销售超预期下行，将影响下游家居消费需求。

原材料价格大幅波动。上游木浆价格大幅波动或导致中游造纸企业盈利承压；铝材、马口铁价格大幅波动或导致金属包装企业盈利承压；原油大幅波动或导致塑料包装企业盈利承压；金价大幅波动或导致终端消费者观望情绪。

新型烟草政策风险。若合规收紧，发展空间或受限。

研究团队简介

姜文镪，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士 。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15％以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5％～15％；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5％以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。