



耐用消费产业行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn

 分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

 分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）
yangyuqin@gjzq.com.cn

联系人：张宝晨

zhangbaochen@gjzq.com.cn

品牌服饰增长分化、制造端承压，关注美护医美结构性机会

零售环境回顾

26 年上半年服装消费延续温和修复趋势，品牌间经营表现分化。运动服饰龙头展现较强经营韧性，男装和家纺板块收入整体改善，但盈利能力仍受渠道投入、产品结构及消费环境影响；纺织制造板块受品牌客户订单波动、新产能爬坡、人工成本及关税等因素影响，收入与盈利有所承压。整体来看，行业需求仍处于修复阶段，具备较强品牌力、多品牌矩阵、渠道运营能力及全球产能布局的龙头企业表现相对占优。

26 年上半年美护延续跑赢大盘，线上 Q2 弹性突出。2026 年 1-6 月化妆品累计同比+6.3%，限额以上化妆品零售额约 2445 亿元量级，继续大幅好于社零+1.3%；分月看，3 月约+8.3%，4-5 月回落至约+4.7%/+2.5%，6 月当月跳升至约+12.6%，大促与需求韧性共同体现。但总量修复与公司层、线上品类层并不同步，线上美容护肤大盘 2026H1 呈现大类承压、细分突围，虽然 6 月大促加持下迎来强势反转，但香氛、洗护等新细分赛道仍存在重点结构性机会。

子版块 26 中报复盘

纺服板块：26H1 收入增长相对较快的公司包括比音勒芬、新澳股份、安踏体育、罗莱生活和晶苑国际等。其中比音勒芬受益于多品牌发展及电商业务快速增长；新澳股份主要产品销量提升，推动收入保持较快增长；安踏体育多品牌矩阵持续释放增长动能；罗莱生活国内家纺及线上渠道表现良好；晶苑国际依托主要品牌客户订单增长实现稳健发展。

1) 运动：26H1 运动服饰龙头经营表现有所分化，安踏体育、李宁、特步国际和 361 度营业收入分别同比增长 12.9%、2.8%、下降 0.6%和增长 8.0%。**2) 男装女装：**26H1 男装板块收入整体改善；女装收入修复，利润修复更快。**3) 家纺：**龙头受益大单品战略，盈利水平提升。**4) 纺织制造：**板块受客户订单波动、新产能爬坡、人工成本上升及产能负载不均等因素影响，盈利能力总体承压。**5) 上游：**上游及户外制造收入稳健增长，盈利能力表现分化。

美护板块：**1) 美护：**2026 年上半年美护公司营收增长同比仍呈放缓趋势，“费用投入—收入—利润”的短期不可能三角下关注细分赛道、品牌建设和出海三大结构性机会。**2) 医美：**2026H1 医美板块营收表现延续分化，下游连锁机构利润兑现，上游持续承压。供给显著扩容下游机构端景气已显著回暖，上游关注平台化机会。

细分行业景气指标：运动户外（稳健向上）、男装（温和复苏）、女装（底部企稳）、家纺个护（稳健增长）、中游代工（短期承压）、纺织原材料（较快增长）、上游及户外制造（稳健增长）、美护及医美（稳健增长）。

投资建议

1) 弹性方向：李宁 26 年目标低单增长，新系列荣耀金标以及户外开店空间较大有望带动公司整体品牌力以及增长向上，同时李宁本人持续增持彰显信心；推荐主品牌流水业绩恢复，新品牌有望拓展第二成长曲线的——比音勒芬；推荐大单品战略带动品牌破圈，线上高增带动品牌成长的家纺板块；推荐顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位的海澜之家。

2) 确定性方向：基本面角度来看，纺织原材料板块景气度延续，业绩韧性突出，纺织原材料龙头产能向外转移已有多年的历史，产业链成熟。推荐制造龙头——新澳股份等。

3) 美护医美板块：**①**医美板块下游连锁景气回暖，上游平台化逻辑有望兑现。推荐开店与店效同步向上的美丽田园、朗姿股份；同时关注需求扩容下具备强渠道能力的上游平台化标的，推荐爱美客、华熙生物、四环医药等；**②**积极布局细分赛道标的，优选洗护、婴童、香氛等需求已验证、格局较优的赛道。若羽臣自有品牌持续放量，收购奥伦纳素切入高端护肤；润本股份国民大众婴童心智夯实，Q3 旺季切换至护肤新品放量；**③**重视品牌资产建设，穿越流量周期的高端定位标的。推荐毛戈平、林清轩，两者坚持高端定位与线下体验路径，品牌心智积累有望穿越本轮流量周期。

风险提示

内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险等



内容目录

一、内需仍保持弱复苏趋势，出口仍受地缘与关税扰动	4
1.1、纺服：内需总量偏弱，2026H1 服装社零显著跑赢大盘	4
1.2、美护：2026H1 延续跑赢大盘，线上 Q2 弹性突出	4
二、纺服：经济弱复苏背景下子板块呈现分化，重视运动龙头及部分具备 α 的品牌	5
2.1、运动服饰龙头韧性凸显，多品牌及专业化驱动增长	5
2.2、男装行业收入端整体改善，渠道拓展与多品牌战略驱动增长	8
2.3、2026H1 女装收入修复，盈利质量优先	9
2.4、家纺个护 26Q2 业绩良好，稳健医疗维持高增长	11
2.5、纺织制造：2026H1 经营表现分化，关税影响仍有待观察	12
2.6、上游及户外制造收入稳健增长，盈利能力表现分化	14
三、美护：线上渠道高拥挤度下头部效应放大，重视三大结构性机会	16
3.1、美护：结构性机会显现，强品牌公司领跑中报	16
3.2、医美下游连锁头部利润逐步兑现，上游关注平台化机会	20
四、投资建议	22
五、风险提示	22

图表目录

图表 1： 内需总量偏弱，2026H1 服装社零显著跑赢大盘	4
图表 2： 服装出口仍承压，纱线织物相对韧性，越南波动大	4
图表 3： 化妆品社零持续好于大盘，6 月当月弹性突出	5
图表 4： 细分赛道线上销售额月度同比增长（%）	5
图表 1： 2026H1 运动服饰龙头公司增速依然稳健（单位：亿元）	6
图表 2： 2026 年二季度运动龙头公司增速依然稳健	6
图表 3： 2026 年运动龙头预计维持稳健增长	7
图表 4： 26H1 年运动品牌板块利润水平受折扣加深负面影响	7
图表 5： 26H1 运动品牌板块费用稳健	7
图表 6： 运动品牌存货周转天数健康（单位：天）	8
图表 7： 男装重点公司毛利率及净利率	8
图表 8： 男装重点公司销售费用率及管理费用率	9
图表 9： 男装存货周转天数普遍有所下降单位：天）	9
图表 10： 2026 年 Q2 女装板块收入持续恢复（单位：亿元）	10
图表 11： 折扣与结构优化推动上半年女装板块毛利率回升（%）	10
图表 12： 2026 年 H1 女装整体费用率可控（%）	10



图表 13: 存货周转天数 (单位: 天)	11
图表 14: 26H1 家纺个护板块营收稳健增长 (单位: 亿元)	11
图表 15: 26H1 家纺个护板块盈利能力有所改善	12
图表 16: 26H1 家纺个护公司费用率表现分化	12
图表 17: 家纺个护公司存货周转表现分化 (单位: 天)	12
图表 18: 26H1 纺织制造板块经营表现分化 (单位: 裕元集团、晶苑国际为亿美元, 其余为亿元)	13
图表 19: 26H1 纺织制造板块盈利能力承压	13
图表 20: 26H1 纺织制造龙头费用率整体稳定	14
图表 21: 纺织制造公司存货周转天数有所上升 (单位: 天)	14
图表 22: 26H1 上游及户外制造板块收入稳健增长 (单位: 亿元)	14
图表 23: 26H1 上游及户外制造板块盈利能力表现分化	15
图表 24: 26H1 上游及户外制造公司费用管控整体稳健	15
图表 25: 上游及户外制造公司存货周转表现分化 (单位: 天)	16
图表 26: 2026 年美护收增长有所放缓, 内部分化进一步扩大 (单位: 亿元)	16
图表 27: 2026 年美护板块盈利能力延续分化	17
图表 28: 美护公司销售费用率持续上行	18
图表 29: 26H1 美护公司毛销差整体稳中有升	19
图表 30: 美护公司库存管理优化成效显著 (单位: 天)	20
图表 31: 2026H1 医美板块营收整体明显分化 (单位: 亿元)	20
图表 32: 2026H1 医美板块盈利端整体承压, 但上下游分化显著 (%)	21
图表 33: 医美板块费用率	21
图表 34: 营运指标优化 (单位: 天)	22

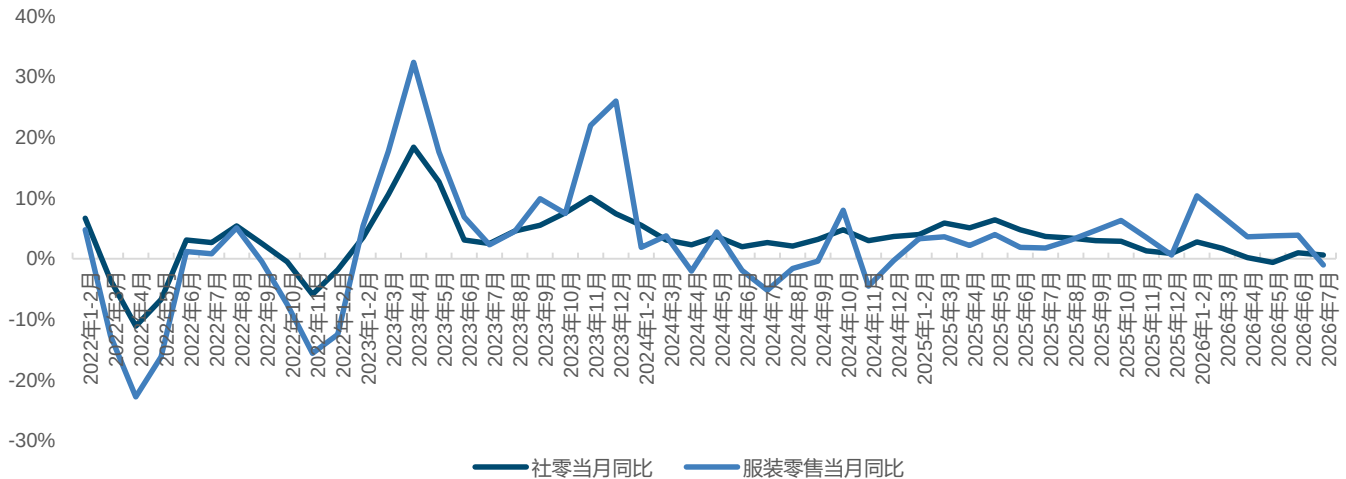


一、内需仍保持弱复苏趋势，出口仍受地缘与关税扰动

1.1、纺织：内需总量偏弱，2026H1 服装社零显著跑赢大盘

内需总量偏弱，服装品类结构占优。进入 2026 上半年，大盘进一步降温，1-6 月社零累计约 24.9 万亿元、同比+1.3%，剔除汽车后增速略好，整体仍属弱复苏、波动收窄环境。与之形成对比，服饰消费韧性更强：2026 年 1-6 月限额以上服装鞋帽针纺织品类累计同比+6.7%，显著高于社零整体；当月同比 3-6 月分别约+7.0%/+3.6%/+3.8%/+3.9%。

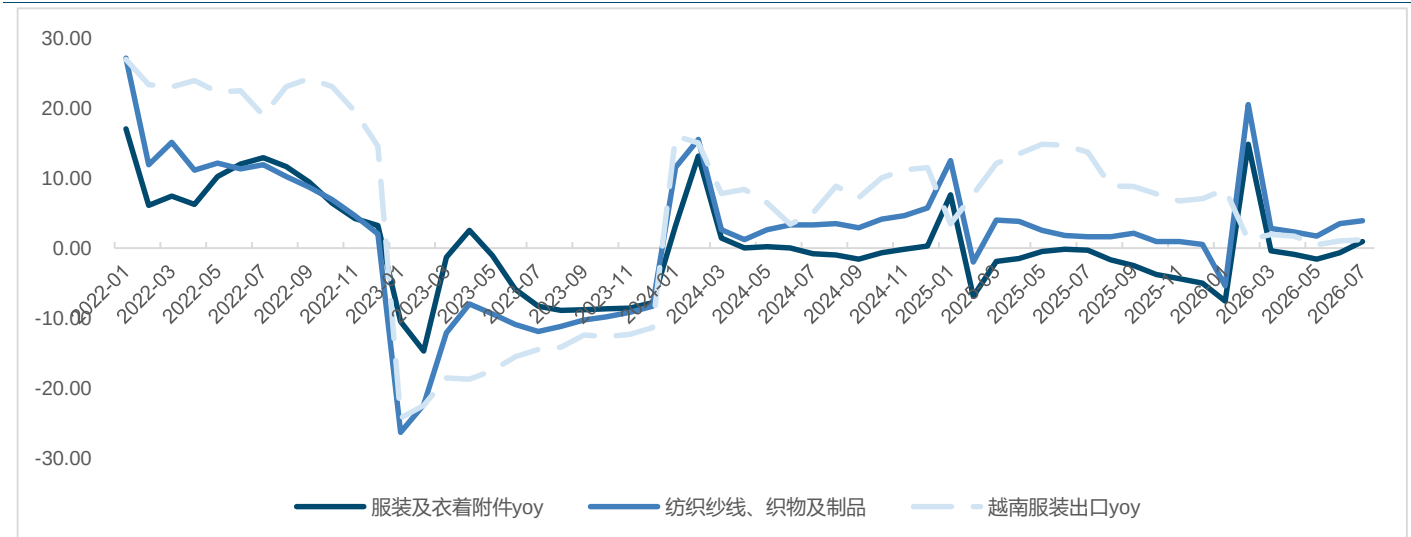
图表1：内需总量偏弱，2026H1 服装社零显著跑赢大盘



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

服装出口仍承压，纱线织物相对韧性，越南波动大。2026H1 出口仍处调整期，截至 2026 年 6 月，中国服装及衣着附件出口金额累计同比-4.2%，纺织纱线出口金额累计同比+3.5%；当月同比看，服装 3 月曾大幅下探（约-31.6%，春节错期与高基数），4-6 月跌幅收窄但仍为负（约-5.9%/-8.6%/-1.9%）。越南服装出口当月同比 1 月冲高后 2-5 月偏弱，6 月回升至约+18%，反映转口、基数与订单节奏扰动并存。

图表2：服装出口仍承压，纱线织物相对韧性，越南波动大



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

1.2、美护：2026H1 延续跑赢大盘，线上 Q2 弹性突出

化妆品社零持续好于大盘，6 月当月弹性突出。2025 年化妆品类社零全年累计同比约+5.1%，下半年修复斜率加快，进入趋势性复苏。2026 年 1-6 月化妆品累计同比+6.3%，限额以上化妆品零售额约 2445 亿元量级，继续大幅好于社零+1.3%；分月看，3 月约+8.3%，4-5 月回落至约+4.7%/+2.5%，6 月当月跳升至约+12.6%，大促与需求韧性共同体现。但总量修复与公司层、线上品类层并不同步，线上美容护肤大盘 2026H1 呈现大类承压、细分突围，虽然 6 月大促加持下迎来强势反转，但香氛、洗护等新细分赛道仍存在重点结构性机会。

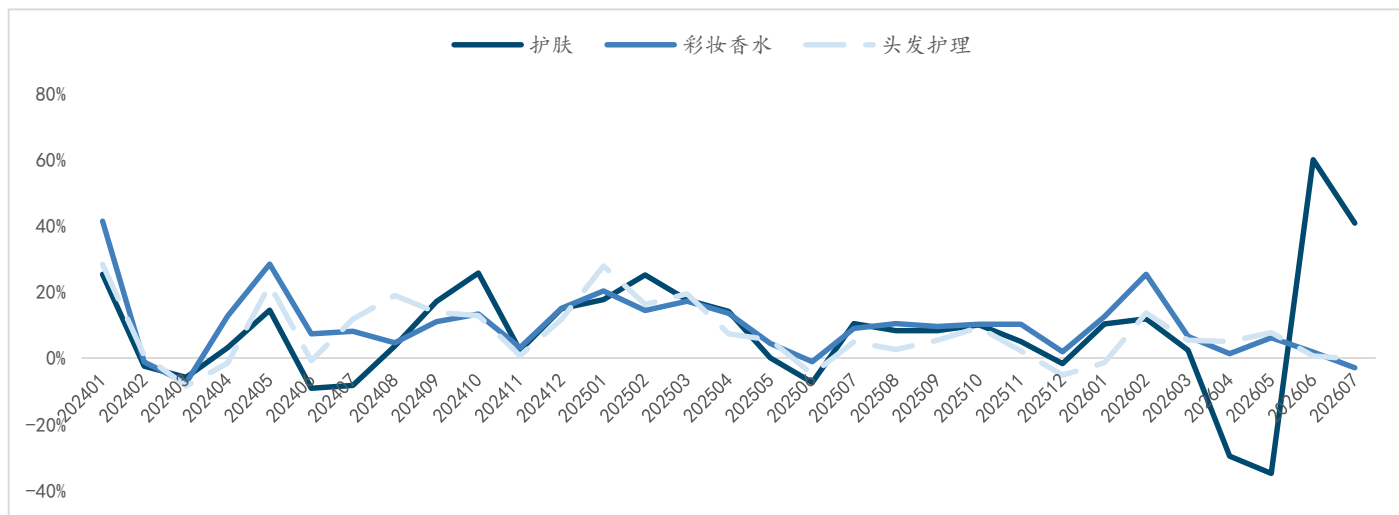


图表3：化妆品社零持续好于大盘，6月当月弹性突出



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

图表4：细分赛道线上销售额月度同比增长（%）



来源：久谦，国金证券研究所

二、纺服：经济弱复苏背景下子板块呈现分化，重视运动龙头及部分具备α的品牌

2.1、运动服饰龙头韧性凸显，多品牌及专业化驱动增长

2026 年上半年运动服饰行业在终端需求偏弱、市场竞争加剧的背景下仍展现较强韧性，四家龙头公司经营表现有所分化。安踏体育/李宁/特步国际/361 度分别实现营业收入 435.10/152.35/67.95/61.60 亿元，同比分别增长 12.9%/2.8%/-0.6%/8.0%。其中，安踏体育受益于多品牌矩阵及高端户外品牌快速增长，收入保持双位数增长；361 度依托主品牌、儿童及电商业务协同发展延续较快增长；李宁收入稳健增长，但二季度终端流水有所承压；特步主品牌收入下降，索康尼等专业运动品牌继续贡献增量。各公司持续加码跑步、户外及细分专业运动品类，并通过渠道调整、商品创新和运营提效增强长期竞争力。

1) 安踏体育 26H1 实现营业收入 435.1 亿元，同比增长 12.9%，收入规模再创历史同期新高。其中，安踏主品牌实现收入 177.7 亿元，同比增长 4.8%，跑步及服装核心产品销量分别同比增长超 30%及接近 35%，儿童核心鞋服 IP 亦保持较快增长；FILA 品牌实现收入 150.5 亿元，同比增长 6.1%，网球、高尔夫等运动品类均实现低双位数增长；其他品牌实现收入 106.9 亿元，同比增长 44.2%，迪桑特及可隆延续高质量增长。26H1 公司毛利率同比提升 0.5pct 至 63.9%，经营利润率同比提升 0.7pct 至 27.0%；股东应占溢利同比增长 34.9%至 94.9 亿元，剔除 AmerSports 配售权益摊薄产生的一次性利得后，股东应占溢利同比增长 12.9%至 79.4 亿元。平均存货周转天数同比减少 6 天至 130 天，库存保持健康；电商收入同比增长 15.7%，占集团收入的 35.7%。



2) 李宁 26H1 实现营业收入 152.35 亿元，同比增长 2.8%。分渠道看，特许经销商、直营及电商渠道分别实现收入 70.03 亿元、35.26 亿元和 45.18 亿元，同比分别增长 1.7%、4.2%和 5.1%。分品类看，服装收入同比增长 12%，综训、运动生活及户外品类表现较好；鞋类收入同比增长 1%，受核心产品折扣加深、高基数及极端天气影响增速放缓。26Q2，李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）全平台零售流水同比录得低单位数下降，其中直营及批发渠道分别录得低单位数及中单位数下降，电商渠道录得中单位数增长。26H1 公司毛利率同比提升 0.9pct 至 50.9%，归母净利润同比增长 4.5% 至 18.16 亿元，净利率同比提升 0.2pct 至 11.9%。销售费用率同比提升 1.5pct 至 30.5%，主要由于奥运赞助、赛事合作及专业运动资源投入增加；管理费用率同比下降 0.5pct 至 4.7%。期末渠道库销比维持 4 个月，平均存货周转天数同比由 61 天增至 65 天，库存及库龄结构总体健康。

3) 特步国际 26H1 实现营业收入 67.95 亿元，同比下降 0.6%。分品牌看，特步主品牌收入同比下降 2.2%至 59.20 亿元；以索康尼为主的专业运动分部收入同比增长 11.4%至 8.75 亿元，占集团收入的 12.9%，经营利润同比增长 15.5%，规模效应逐步释放。特步主品牌继续强化专业跑步优势，2000 公里系列跑鞋自上市以来销售同比增长 70%；公司同步推进 B2C 转型，上半年已回收超过 200 家门店。26Q2 特步主品牌零售流水同比录得中单位数下降，索康尼录得低单位数增长。26H1 公司毛利率同比提升 1.4pct 至 46.4%；归母净利润同比下降 10.5%至 8.18 亿元，净利率同比下降 1.4pct 至 12.0%。销售费用率同比提升 3.0pct 至 24.7%，主要由于电商平台及物流费用、DTC 转型相关开支增加；管理费用率同比提升 0.1pct 至 9.5%，主要受新股份奖励计划产生的股份支付开支影响。平均存货周转天数同比由 94 天增至 104 天，主要由于下半年跑步旺季、B2C 转型及索康尼业务扩张备货增加。

4) 361 度 26H1 实现营业收入 61.60 亿元，同比增长 8.0%，其中主品牌和儿童业务收入分别同比增长 8.6%和 6.9%；鞋类及服装收入分别同比增长 7%和 10%。电商业务收入同比增长 9.5%至 19.89 亿元，占集团收入的 32.3%。26Q2，361 度主品牌及童装品牌线下零售额均同比录得中高单位数增长，电商平台整体流水录得高单位数增长。26H1 公司毛利率同比提升 0.3pct 至 41.8%，主要受成本管理强化及批量采购价格优势推动；归母净利润同比增长 8.0%至 9.26 亿元，净利率维持 15.0%。销售费用率同比下降 0.7pct 至 17.5%，其中广告及宣传开支占收入比由 10.1%下降至 9.5%；管理费用率同比提升 0.8pct 至 6.6%，主要由于研发投入及慈善捐款增加。平均存货周转天数同比由 109 天减少至 102 天。海外业务继续扩张，海外销售流水同比增长超过 80%，公司计划未来 3—5 年将海外收入占比提升至 30%。

图表1：2026H1 运动服饰龙头公司增速依然稳健（单位：亿元）

公司	营收	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
安踏体育	营业收入	259.65	296.45	337.35	385.44	435.10
	yoy	13.82%	14.17%	13.80%	14.26%	12.90%
李宁	营业收入	124.09	140.19	143.45	148.17	152.35
	yoy	21.69%	12.98%	2.33%	3.29%	2.80%
特步国际	营业收入	56.84	65.22	72.03	68.38	67.95
	yoy	37.45%	14.76%	10.44%	-5.07%	-0.60%
361 度	营业收入	36.54	43.12	51.41	57.05	61.60
	yoy	17.59%	18.00%	19.25%	10.96%	8.00%

来源：ifind，国金证券研究所（特步国际如只考虑“集团持续经营业务”，营收增长 7.15%）

图表2：2026 年二季度运动龙头公司增速依然稳健

公司	品牌	24Q2	25Q2	26Q2
安踏体育	安踏主品牌	高单位数增长	低单位数增长	低单位数增长
	FILA	中单位数增长	中单位数增长	低单位数增长
	其他品牌	40%-45%增长	50%-55%增长	25%-30%增长
李宁	李宁	低单位数下降	低单位数增长	低单位数下降
特步国际	特步主品牌	10%增长	低单位数增长	中单位数下降
	索康尼	-	超过 20%增长	低单位数增长
361 度	361 度主品牌	低双位数增长	10%增长	中高单位数增长

来源：ifind，国金证券研究所

总体来看，26H1 运动服饰龙头在需求波动中继续展现较强的品牌和运营能力，但二季度以来终端零售压力有所加大，各公司增长表现进一步分化。安踏体育依托多品牌矩阵、高端户外品牌及电商渠道保持较快增长；李宁更加重视经营质量和风险控制，并持续加强专业运动资源投入；特步加快 B2C 转型，索康尼延续高端化发展；361 度依托高性价比产品、细分运动布局及海外业务拓展保持稳健增长。展望下半年，消费环境仍存在不确定性，各公司经营指引整体趋于审慎普遍下调指引，但专业跑步、户外运动、儿童及海外市场仍有望贡献结构性增长。


图表3：2026 年运动龙头预计维持稳健增长

公司	品牌	2026 年经营指引
安踏体育	安踏主品牌	低单位数增长
	FILA	中单位数增长
	迪桑特/可隆	20%—25%增长
李宁	李宁	低单位数增长
特步国际	集团整体	低单位数下降
特步国际	索康尼等专业运动	约 10%增长

来源：国金证券研究所

26H1 运动品牌毛利率整体改善，但净利率表现有所分化。安踏体育/李宁/特步国际/361 度毛利率分别同比提升 0.5/0.9/1.4/0.3pct 至 63.9%/50.9%/46.4%/41.8%。其中，安踏体育受益于品牌结构及零售效率改善；李宁通过渠道结构调整和成本管控推动毛利率提升；特步主品牌品牌势能提升、索康尼持续推进高端化，共同带动集团毛利率改善；361 度则受益于成本管理强化及批量采购优势。净利率方面，安踏体育剔除一次性利得后保持稳健，李宁净利率同比小幅提升，361 度基本稳定；特步受 B2C 转型、品牌升级及股份支付等费用影响，净利率同比有所下降。

图表4：26H1 年运动品牌板块利润水平受折扣加深负面影响

公司	盈利指标	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
安踏体育	毛利率	62.0%	63.3%	64.1%	63.4%	63.9%
	净利率	15.2%	17.9%	25.0%	21.0%	21.8%
李宁	毛利率	50.0%	48.8%	50.4%	50.0%	50.9%
	净利率	17.6%	15.1%	13.6%	11.7%	11.9%
特步国际	毛利率	42.3%	43.0%	45.1%	45.0%	46.4%
	净利率	11.7%	11.5%	11.8%	13.4%	12.0%
361 度	毛利率	41.5%	41.7%	41.3%	41.5%	41.8%
	净利率	15.1%	16.3%	15.4%	15.0%	15.0%

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 运动品牌费用投入有所分化。李宁销售费用率同比提升 1.5pct 至 30.5%，主要由于奥运赞助、赛事合作及专业运动资源投入增加；特步国际销售费用率同比提升 3.0pct 至 24.7%，主要受电商平台及物流费用、B2C 转型相关开支增加影响；361 度销售费用率同比下降 0.7pct 至 17.5%，广告及宣传资源投入效率有所提升。管理费用方面，李宁同比下降 0.5pct 至 4.7%，特步国际同比小幅提升 0.1pct 至 9.5%，361 度同比提升 0.8pct 至 6.6%。整体来看，各公司在消费环境承压背景下仍持续投入品牌、产品研发及渠道转型，短期费用率有所波动，但相关投入有望支撑长期竞争力。

图表5：26H1 运动品牌板块费用稳健

公司	费用指标	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
安踏体育	销售费用率	36.35%	33.98%	34.97%	34.43%	34.70%
	管理费用率	6.55%	5.72%	5.84%	6.06%	5.80%
李宁	销售费用率	27.26%	28.16%	30.16%	28.97%	30.45%
	管理费用率	4.17%	4.22%	4.74%	5.24%	4.73%
特步国际	销售费用率	18.40%	23.15%	23.49%	21.69%	24.67%
	管理费用率	11.54%	9.75%	11.13%	9.34%	9.53%
361 度	销售费用率	16.53%	17.58%	17.82%	18.18%	17.53%
	管理费用率	6.70%	6.63%	6.05%	5.82%	6.57%

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 运动品牌库存整体保持健康。安踏体育平均存货周转天数同比减少 6 天至 130 天，在收入实现双位数增长的同时库存规模基本稳定，反映多品牌库存管理效率改善；李宁平均存货周转天数同比增加 4 天至 65 天，期末渠道库销比维持 4 个月，库存及库龄结构总体健康；特步国际平均存货周转天数同比增加 10 天至 104 天，主要由于公司为下半年跑步旺季、B2C 转型及索康尼业务扩张增加备货；361 度平均存货周转天数同比减少 7 天至 102 天，库存管理及需求预测效率有所改善。综合来看，除特步因战略性备货导致周转天数上升外，其余品牌库存水平总体稳定或有所优化。



图表6：运动品牌存货周转天数健康（单位：天）

公司	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
安踏体育	145	124	114	136	130
李宁	55	57	62	61	65
特步国际	106	115	94	94	104
361度	76	86	85	109	102

来源：ifind，国金证券研究所

2.2、男装行业收入端整体改善，渠道拓展与多品牌战略驱动增长

26H1 男装板块收入端整体改善，海澜之家、比音勒芬、报喜鸟和九牧王营业收入分别同比增长 7.4%、23.7%、10.0% 和 3.9%，其中比音勒芬在多品牌发展及电商渠道快速增长的带动下表现领先。盈利能力有所分化：海澜之家受团购业务承压及销售费用增加影响，净利率同比下降；比音勒芬收入保持较快增长，但渠道投入增加带动费用率上升；报喜鸟毛利率有所下降，九牧王盈利水平仍处低位。各公司持续通过产品升级、线上渠道建设、多品牌经营及库存优化寻找增长动力。

1) 海澜之家 26H1 实现营业收入 124.20 亿元，同比增长 7.4%；26H1 海澜之家系列实现营收 94.05 亿元，同增 12.03%。其中直营渠道增长 25.61% 高于加盟渠道的 10.11%，H1 直营渠道较年初净开 141 家至 2513 家；加盟渠道净关 66 家至 4892 家。团购业务实现营收 7.56 亿元，同比下降 43.67%，承压核心原因受一次性外部事件影响。线上业务实现营收 27.31 亿元，同增 18.31%，占比提升至 22.57%。其他品牌实现营收 19.40 亿元，同增 29.34%。斯搏兹 Q2 收入同比增长 40% 以上，全年开店 200-300 家计划不变。京东奥莱门店截至 6 月底约 61 家，下半年计划新开 20 家。海外业务实现营收 3.03 亿元，同比增长 47.16%，上半年净开店 20 家，海外门店总数达 167 家，下半年将加速开店，全年开店 100 家目标不变。

2) 比音勒芬 26H1 实现营业收入 26.01 亿元，同比增长 23.7%；分渠道看，电商渠道增速亮眼，H1 实现收入 4.33 亿元，同比增长 101.93%，线上渗透率提升至 16.63%，线上渠道新增抖音、天猫、京东等多个店铺，全渠道布局日趋完善。直营渠道同比增长 17.89% 至 16.65 亿元，H1 末直营渠道 783 家，较年初净新开 22 家，直营单店销售额 213 万元，同比 25H1 的 210 万元基本稳定。加盟渠道同比增长 5.33% 至 4.88 亿元。H1 末加盟渠道 645 家，较年初净新开 6 家。分产品看，上装类收入 14.69 亿元，同比增长 31.92%，外套类收入 4.84 亿元，同比增长 56.75%，核心品类增长强劲。分地区看，东北/华北/华南等区域均实现双位数增长，全国化布局稳步推进。

3) 报喜鸟 26H1 实现营业收入 26.3 亿元，同比增长 10.0%，收入保持稳健增长。公司继续推进报喜鸟、哈吉斯、宝鸟等多品牌协同发展，并通过产品升级、渠道优化及线上业务拓展提升市场覆盖。

4) 九牧王 26H1 实现营业收入 15.6 亿元，同比增长 3.9%。公司持续围绕男裤核心品类推进产品创新和品牌升级，并通过门店调整、渠道优化及数字化运营提升经营效率。男装重点公司营业收入及同比增速（单位：亿元）

公司	营收	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
海澜之家	营业收入	113.7	115.7	124.2	53.8	57.6
	yoy	1.5%	1.7%	7.4%	3.6%	7.1%
比音勒芬	营业收入	19.4	21.0	26.0	8.2	10.8
	yoy	15.0%	8.6%	23.7%	22.3%	32.0%
报喜鸟	营业收入	24.8	23.9	26.3	10.9	11.9
	yoy	0.4%	-3.6%	10.0%	-3.5%	9.37%
九牧王	营业收入	15.8	15.0	15.6	6.0	6.1
	yoy	12.5%	-5.0%	3.9%	-5.4%	1.2%

来源：ifind，国金证券研究所

盈利能力方面，26H1 各公司表现有所分化。海澜之家毛利率同比下降 0.4pct 至 46.0%，受团购业务承压及费用投入增加影响，净利率同比下降 1.7pct 至 12.0%；比音勒芬毛利率维持 75.9% 的较高水平，净利率同比下降 0.8pct 至 18.9%；报喜鸟毛利率同比下降 2.2pct 至 64.9%，但净利率同比提升 2.7pct 至 11.1%；九牧王毛利率同比提升 1.1pct 至 66.8%，净利率同比下降 9.1pct 至 2.6%。26Q2 比音勒芬毛利率达到 76.7%，继续处于板块较高水平；九牧王单季度净利率为-4.9%，盈利仍然承压。

图表7：男装重点公司毛利率及净利率

公司	盈利指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
海澜之家	毛利率	45.2%	46.4%	46.0%	46.0%	46.8%
	净利率	14.4%	13.7%	12.0%	12.1%	9.4%



公司	盈利指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
比音勒芬	毛利率	77.9%	75.9%	75.9%	76.7%	76.7%
	净利率	24.7%	19.7%	18.9%	10.1%	9.7%
报喜鸟	毛利率	67.0%	67.1%	64.9%	66.02%	64.1%
	净利率	14.3%	8.4%	11.1%	2.7%	4.6%
九牧王	毛利率	66.1%	65.7%	66.8%	66.7%	69.4%
	净利率	3.2%	11.7%	2.6%	-3.2%	-4.9%

来源：ifind，国金证券研究所

费用率方面，26H1 海澜之家销售费用率同比提升 3.0pct 至 24.4%，主要由于员工薪酬、门店及快闪店租赁费用和线上流量投入增加，管理费用率同比下降 0.1pct 至 4.2%；比音勒芬销售费用率同比提升 0.3pct 至 41.7%，管理费用率同比下降 1.0pct 至 6.9%；报喜鸟销售费用率和管理费用率分别同比下降 1.6pct 和 0.4pct 至 42.6%和 9.0%；九牧王销售费用率同比下降 4.2pct 至 39.4%，管理费用率同比提升 0.1pct 至 6.0%。整体来看，报喜鸟和九牧王销售费用率有所改善，海澜之家渠道及品牌投入力度加大。

图表8：男装重点公司销售费用率及管理费用率

公司	费用指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
海澜之家	销售费用率	21.0%	21.4%	24.4%	22.7%	28.2%
	管理费用率	4.2%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%
比音勒芬	销售费用率	39.0%	41.4%	41.7%	51.8%	50.6%
	管理费用率	7.8%	7.9%	6.9%	7.9%	9.1%
报喜鸟	销售费用率	40.5%	44.2%	42.6%	49.5%	46.8%
	管理费用率	7.2%	9.4%	9.0%	9.4%	10.5%
九牧王	销售费用率	41.6%	43.6%	39.4%	56.5%	50.0%
	管理费用率	6.2%	5.9%	6.0%	5.9%	7.3%

来源：ifind，国金证券研究所

库存方面，26H1 男装重点公司存货周转效率普遍改善。海澜之家平均存货周转天数同比由 323 天减少至 263 天，主要受库存规模下降及库存结构优化推动；比音勒芬平均存货周转天数同比由 354 天小幅减少至 352 天，整体保持稳定；报喜鸟平均存货周转天数同比由 268 天减少至 237 天；九牧王平均存货周转天数同比由 328 天减少至 276 天。除比音勒芬基本持平外，其余三家公司存货周转天数均明显减少，库存管理效率有所提升。

图表9：男装存货周转天数普遍有所下降单位：天

公司	2024H1	2025H1	2026H1
海澜之家	273	323	263
比音勒芬	309	354	352
报喜鸟	245	268	237
九牧王	299	328	276

来源：ifind，国金证券研究所

2.3、2026H1 女装收入修复，盈利质量优先

2026 年中高端女装景气度自 Q1 错期提速后，Q2 仍大体维持收入稳健、利润更快修复。2026H1 四家营收分别同比 +5.24%/+3.63%/-3.37%/+7.72%至 14.43/11.05/19.26/7.61 亿元。

1) 歌力思：国内多品牌协同，利润弹性显著强于收入。2026H1 营收 14.43 亿元(+5.2%)，归母净利约 1.0 亿元(+18%)，扣非归母约+66%。公司主要品牌 ELLASSAY 品牌、self-portrait 品牌、Laurèl 品牌以及 IRO 品牌增速分别为-2.05%/+13.58%/+22.06%/-3.25%，在渠道方面公司打造社交媒体营销矩阵，通过植入热播剧集和 KOL 协助推广，在高基数基础上线上渠道营收同比增长 1.47%。

2) 地素时尚：2026H1 营收 11.05 亿元(+3.63%)，归母 2.10 亿元(+23.21%)，扣非约+33%。DAZZLE(含 DIAMONDDAZZLE)约 6.41 亿元(+6.7%)，d'zzit 约 4.59 亿元(+2.8%)。电商收入约 2.84 亿元(+21.5%)为主要增量；线下总量略压，但直营同店约+5%，经销端继续汰换低效门店。毛利率约 76.9%(+0.7pct)，销售费用同比下降带动费用率优化，经营现金流同比大幅改善，库存同比略降。

3) 锦泓集团：2026H1 营收 19.26 亿元(-3.37%)，归母净利率升至约 7.6%，显示控费与结构优化下盈利韧性好于收入。线上线下在消费环境变化下仍有压力。存货周转天数 2026H1 约 345 天，较 2025H1 进一步抬升，后续仍需观察去



库与门店效率。

4) 欣贺股份:2026H1 营收 7.61 亿元 (+7.72%), 毛利率升至约 73.8%, 归母净利率约 5.7% (2025H1 约 2.1%), 盈利修复斜率陡峭。公司围绕 JORYA、恩曼琳、Caroline、JORYAweekend、AIVEI 矩阵, 核心商圈旗舰与自营占比提升, 并强化抖音/小红书/微商城等线上布局; 存货周转天数 2026H1 约 433 天, 较 2025H1 的约 510 天明显改善, 去库与运营质量提升。

图表10: 2026 年 Q2 女装板块收入持续恢复 (单位: 亿元)

公司	营收	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
歌力思	营业收入	14.5	13.7	14.4	6.7	7.1
	yoy	5.5	-5.3	5.2	-2.9	2.8
地素时尚	营业收入	11.3	10.7	11.1	5.8	6.0
	yoy	-9.5	-5.5	3.6	-0.7	1.4
锦泓集团	营业收入	20.8	19.9	19.3	8.8	8.6
	yoy	-1.6	-4.0	-3.4	-4.6	-3.3
欣贺股份	营业收入	7.0	7.1	7.6	3.5	3.9
	yoy	-21.9	0.8	7.7	6.8	8.3
太平鸟	营业收入	31.5	29.0	28.8	12.2	12.2
	yoy	-12.7	-7.9	-0.7	-8.3	-0.7

来源: ifind, 国金证券研究所

折扣与结构优化推动毛利率回升, 利润增速普遍快于收入。2026H1 歌力思/地素/欣贺毛利率分别约 70.9%/76.9%/73.8%, 同比均提升; 锦泓毛利率约 68.7%、基本持平。净利率方面, 地素约 19.0%、歌力思约 7.0%、锦泓约 7.6%、欣贺约 5.7%, 较 2025H1 普遍改善。

图表11: 折扣与结构优化推动上半年女装板块毛利率回升 (%)

公司	盈利指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
歌力思	毛利率	69.2	66.7	70.9	67.8	71.0
	净利率	6.0	8.5	9.6	8.8	11.4
地素时尚	毛利率	75.4	76.2	76.9	76.2	76.4
	净利率	19.7	16.0	19.0	14.9	18.3
锦泓集团	毛利率	69.4	69.0	68.7	67.3	67.6
	净利率	7.1	5.7	7.6	2.8	4.1
欣贺股份	毛利率	67.5	69.9	73.8	70.2	74.6
	净利率	0.7	2.1	5.7	2.4	6.6
太平鸟	毛利率	56.2	59.8	61.2	59.5	59.3
	净利率	5.4	2.6	3.5	-3.8	-2.9

来源: ifind, 国金证券研究所

销售费用率总体受控, 管理费用分化。2026H1 歌力思/地素销售费用率约 47.4%/43.7%, 同比略降或改善; 欣贺销售费用率约 50.4%, 大体持平; 管理费用率歌力思约 7.3%, 地素约 7.8%。板块整体延续预算管理+精细化运营。

图表12: 2026 年 H1 女装整体费用率可控 (%)

公司	费用指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
歌力思	销售费用率	50.0	48.2	47.4	48.0	47.7
	管理费用率	7.9	7.6	7.3	7.9	9.0
地素时尚	销售费用率	39.0	46.4	43.7	47.0	43.6
	管理费用率	8.8	7.2	7.8	6.3	6.6
锦泓集团	销售费用率	50.5	51.2	50.8	55.4	55.8
	管理费用率	4.9	4.4	5.0	4.7	4.8
欣贺股份	销售费用率	49.9	49.7	50.4	50.6	50.1
	管理费用率	6.2	5.5	6.1	6.1	7.0



公司	费用指标	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
太平鸟	销售费用率	39.9	45.0	44.3	50.9	47.8
	管理费用率	7.7	7.7	7.5	8.0	8.8

来源：ifind，国金证券研究所

头部去库改善，锦泓仍偏高。2026H1 存货周转天数：歌力思/地素/锦泓/欣贺约 296/268/345/433 天，同比分别变化约-13/-20/+50/-76 天。欣贺、地素改善显著；锦泓周转仍在拉长，需持续跟踪。

图表13：存货周转天数（单位：天）

公司	2024Q1	2025Q1	2026Q1
歌力思	380	309	296
地素时尚	273	287	268
锦泓集团	249	295	345
欣贺股份	570	510	433
太平鸟	188	251	228

来源：ifind，国金证券研究所

2.4、家纺个护 26Q2 业绩良好，稳健医疗维持高增长

1) 26H1 家纺个护板块经营整体稳健，稳健医疗/罗莱生活/富安娜/水星家纺分别实现营业收入 54.86/23.02/11.79/19.76 亿元，同比分别增长 3.6%/5.5%/8.1%/2.8%。其中，稳健医疗两大业务协同发展；罗莱生活受益于国内家纺及线上渠道较快增长，收入和利润表现明显改善；富安娜在上年主动去库存及渠道调整后迎来经营修复；水星家纺通过大单品战略和产品结构优化实现稳健增长。盈利方面，罗莱生活和水星家纺毛利率改善较为明显，富安娜受渠道结构变化影响毛利率有所下降，但费用管控及库存周转改善对利润形成支撑。

2) 稳健医疗 26H1 实现营业收入 54.86 亿元，同比增长 3.6%；归母净利润同比增长 4.4%至 5.13 亿元。分业务看，医疗板块实现营业收入 25.9 亿元，同比增长 2.9%，毛利率同比提升 1.3pct 至 38.7%；全棉时代实现营业收入 28.4 亿元，同比增长 3.6%，占主营业务收入的 52%。消费品业务中，干湿棉柔巾实现收入 9.0 亿元，同比增长 10.4%，成人服饰及婴童服饰用品收入分别同比增长 10.8%和 12.1%。渠道方面，线上渠道实现收入 17.8 亿元，同比增长 4.1%；截至期末，全棉时代共有 508 家门店。

3) 罗莱生活 26H1 实现营业收入 23.02 亿元，同比增长 5.5%；归母净利润同比增长 34.4%至 2.49 亿元。国内家纺业务实现收入 19.46 亿元，同比增长 8.8%，其中被芯类收入同比增长 22.0%至 8.56 亿元，线上渠道收入同比增长 13.8%至 8.40 亿元，成为主要增长动力；美国业务收入同比下降 9.3%至 3.56 亿元，但亏损同比收窄 28.6%。分平台看，抖音收入同比增长 47%，拼多多及微信视频号收入均增长超过 50%，新兴平台保持较快增长。

4) 富安娜 26H1 实现营业收入 11.79 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润同比增长 9.4%至 1.16 亿元，经营表现较上年主动去库存和渠道调整阶段有所改善。分产品看，套件类、被芯类和枕芯类分别实现收入 5.16/4.36/0.96 亿元，同比分别增长 12.4%/5.0%/6.3%。渠道方面，线上收入占比提升至 48%，其中直播平台成为主要增量；线下继续关闭低效门店，直营业务亏损有所收窄。

5) 水星家纺 26H1 实现营业收入 19.76 亿元，同比增长 2.8%；归母净利润同比增长 6.4%至 1.50 亿元，扣非归母净利润同比增长 22.2%至 1.26 亿元，主营业务盈利能力改善。公司持续推进“大单品驱动增长”战略，围绕雪糕被、人体工学枕及蚕丝被等产品构建科技睡眠产品矩阵，并聚焦被芯、枕芯两大核心品类。

图表14：26H1 家纺个护板块营收稳健增长（单位：亿元）

公司	营收	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
稳健医疗	营业收入	40.3	53.0	54.9	26.9	28.1
	yoy	-5.5%	31.3%	3.60%	26.7%	4.3%
罗莱生活	营业收入	21.1	21.8	23.0	10.9	11.4
	yoy	-14.3%	3.6%	5.5%	6.8%	5.2%
富安娜	营业收入	13.1	10.9	11.8	5.6	5.7
	yoy	2.8%	-16.6%	8.1%	-15.3%	2.1%
水星家纺	营业收入	18.1	19.2	19.8	10.0	10.0
	yoy	0.5%	6.4%	2.8%	11.7%	0.1%

来源：ifind，国金证券研究所



26H1 家纺个护板块盈利能力整体改善。稳健医疗/罗莱生活/富安娜/水星家纺毛利率分别同比+0.7/+2.2/-1.7/+2.4pct 至 49.0%/50.0%/51.9%/46.3%。其中，罗莱生活受益于各渠道毛利率提升，水星家纺受益于高附加值功能性产品占比提升、产品结构优化及供应链管理改善；富安娜受山姆、直播等相对低毛利渠道占比提升以及加盟返利影响，毛利率有所下降。净利率方面，罗莱生活同比提升 2.3pct 至 10.8%，改善最为明显；富安娜和水星家纺分别同比提升 0.2/0.3pct 至 9.9%/7.6%；稳健医疗同比下降 0.4pct 至 9.4%。

图表15：26H1 家纺个护板块盈利能力有所改善

公司	盈利指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
稳健医疗	毛利率	48.7%	48.3%	49.0%	48.2%	49.1%
	净利率	10.1%	9.8%	9.4%	9.5%	9.3%
罗莱生活	毛利率	46.7%	47.8%	50.0%	49.7%	50.4%
	净利率	7.5%	8.5%	10.8%	6.7%	8.9%
富安娜	毛利率	55.0%	53.6%	51.9%	52.8%	51.4%
	净利率	16.7%	9.7%	9.9%	9.0%	9.1%
水星家纺	毛利率	41.9%	43.9%	46.3%	43.9%	46.3%
	净利率	8.1%	7.3%	7.6%	5.2%	4.5%

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 家纺个护公司费用率表现有所分化。稳健医疗销售费用率同比提升 0.4pct 至 24.1%，管理费用率同比下降 0.4pct 至 7.8%；罗莱生活销售费用率同比提升 1.5pct 至 27.7%，主要由于电商业务投入增加，管理费用率同比下降 2.2pct 至 5.7%；富安娜销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.8/0.9pct 至 35.3%/3.3%，线下渠道提质增效及费用管控效果显现；水星家纺销售费用率同比提升 1.3pct 至 30.8%，管理费用率同比下降 0.2pct 至 4.9%。整体来看，各公司管理费用率均有所下降，但线上渠道拓展及品牌营销投入推动部分公司销售费用率上升。

图表16：26H1 家纺个护公司费用率表现分化

公司	费用指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
稳健医疗	销售费用率	26.2%	23.7%	24.1%	25.1%	25.2%
	管理费用率	7.7%	8.2%	7.8%	8.2%	7.7%
罗莱生活	销售费用率	26.1%	26.2%	27.7%	30.9%	31.6%
	管理费用率	6.4%	7.9%	5.7%	7.9%	3.2%
富安娜	销售费用率	28.8%	36.1%	35.3%	35.7%	36.7%
	管理费用率	4.1%	4.2%	3.3%	4.2%	3.6%
水星家纺	销售费用率	25.6%	29.5%	30.8%	32.3%	33.3%
	管理费用率	5.2%	5.1%	4.9%	5.1%	4.9%

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 家纺个护公司存货周转稳健。稳健医疗/罗莱生活/水星家纺平均存货周转天数分别同比增加 5/2/2 天至 133/171/181 天，总体保持平稳；富安娜平均存货周转天数同比减少 44 天至 227 天，主要受益于上年主动去库存、渠道优化及库存管理改善。综合来看，板块库存规模整体可控，富安娜库存周转改善最为明显，其余公司仍需持续提升供应链及库存运营效率。

图表17：家纺个护公司存货周转表现分化（单位：天）

公司	2024Q1	2025Q1	2026Q1
稳健医疗	126	128	133
罗莱生活	211	169	171
富安娜	232	271	227
水星家纺	175	179	181

来源：ifind，国金证券研究所

2.5、纺织制造：2026H1 经营表现分化，关税影响仍有待观察

26H1 纺织制造板块经营表现分化，华利集团/申洲国际/裕元集团制造业务收入分别同比下降 13.7%/5.3%/4.7%，晶苑国际收入同比增长 5.4%。华利集团受品牌客户下单谨慎、新工厂产能爬坡及关税让利等因素影响，收入和盈利明显承压；申洲国际受运动类产品需求偏弱、人民币升值及人工和原材料成本上涨影响，盈利能力有所下降；裕元集团面临鞋履出货量下降、产能负载不均及新厂爬坡等压力；晶苑国际则受益于生活方式服饰、运动及户外服饰订单增长和生



产效率提升，收入及利润保持稳健增长。当前品牌客户订单仍存在波动，但多区域产能布局、客户结构优化及生产效率提升有望增强制造龙头的长期竞争力。

1) 华利集团各品类营收下滑主要系下游品牌下单谨慎影响。分业务看，运动休闲鞋 H1 收入 99.34 亿元，同比下降 12.36%，主要系品牌方因外部环境复杂调整经营策略下单更为谨慎及销售鞋量同比减少；户外靴鞋收入 1.95 亿元，同比下降 25.55%；运动凉鞋/拖鞋及其他收入 7.84 亿元，同比下降 25.40%。分地区看北美业务 H1 营收下降 18.23%至 80.84 亿元，欧洲营收同增 1.36%至 24.30 亿元。Q2 公司销售运动鞋 0.61 亿双，同比减少 7.58%，环比 Q1 降幅收窄。公司持续推进越南基地扩建与印度尼西亚第二生产基地建设，并加速四川新工厂投产以实现制造基地多元化。

2) 申洲国际运动类拖累整体收入，休闲及内衣类逆势增长。分产品看，2026H1 运动类产品营收同比下跌 10.7%至 90.4 亿元，占总收入 63.8%，主要受欧洲、美国及其他市场运动服装需求下降拖累。休闲类产品营收同比上升 4.5%至 39.6 亿元；内衣类产品营收同比上升 6.1%至 10.0 亿元，主要受益于中国市场及欧洲市场需求回升。分地区看，日本市场营收同比上升 2.6%至 25.7 亿元，主要得益于休闲类服装需求上升。欧洲市场营收同比下跌 8.9%至 27.6 亿元；美国市场营收同比下跌 11.7%至 22.6 亿元，主要受运动类服装需求下降影响。国内市场营收同比下跌 5.2%至 34.6 亿元，受运动品牌订单需求下降拖累。

3) 裕元集团 26H1 制造业务实现营业收入 26.66 亿美元，同比下降 4.7%；集团整体营业收入为 39.72 亿美元，同比下降 2.2%。制造业务鞋履出货量同比下降 6.4%至约 1.19 亿双，平均售价同比提升 1.6%至 20.95 美元。分品类看，鞋履营收 24.9 亿美元，其中运动及户外鞋销售贡献占比 83%，休闲鞋及凉鞋贡献占比 17%；鞋履营收同比下降 4.8%，鞋底配件及其他营收同比下降 3.3%。按出货双数计算，印尼、越南及中国大陆生产基地分别占总出货量的 52%、33%及 9%；其中中国大陆出货量同比下降 15.6%，跌幅显著。美国及欧洲为主要营收贡献地区，合计占比 56.19%；其中美国占比 29.8%，营收同比回升 0.7%；欧洲占比 26.35%，营收同比下降 8.8%；中国大陆占比 12.2%，营收同比下降 13.6%。

4) 晶苑国际 26H1 实现营业收入 12.96 亿美元，同比增长 5.4%；公司拥有应占溢利同比增长 10.6%至 1.09 亿美元。分产品看，生活方式服饰、贴身服饰以及运动及户外服饰收入分别同比增长 12%、9%和 8%，牛仔业务收入同比下降 9%；欧洲市场收入同比增长 21%，成为主要区域增量。公司受益于主要客户需求旺盛、生产效率提升及成本管控，其中 Nike 和 Adidas 订单均实现较快增长，下半年订单储备仍较充足。

图表18：26H1 纺织制造板块经营表现分化（单位：裕元集团、晶苑国际为亿美元，其余为亿元）

公司	营收	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
华利集团	营业收入	114.7	126.6	109.3	73.1	66.1
	yoy	24.5%	10.4%	-13.7%	9.0%	-9.5%
申洲国际	营业收入	129.8	149.7	141.8	-	-
	Yoy	12.2%	15.3%	-5.3%	-	-
裕元集团	营业收入	26.3	28.0	26.7	14.7	14.1
	yoy	2.3%	6.2%	-4.7%	6.5%	-4.0%
晶苑国际	营业收入	10.9	12.3	13.0	-	-
	yoy	8.4%	12.3%	5.4%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

26H1 纺织制造板块盈利能力整体承压，晶苑国际保持改善。华利集团/申洲国际/裕元集团毛利率分别同比下降 4.1/4.5/4.0pct 至 17.7%/22.6%/13.8%，净利率分别同比下降 4.5/7.8/3.7pct 至 8.7%/13.4%/2.4%。其中，华利集团主要受订单下降、新厂爬坡、关税让利及人工和原材料成本上涨影响；申洲国际受到人民币升值、人工及化纤原材料成本上升拖累；裕元集团则面临出货量下降、产能负载不均及新厂爬坡等压力。晶苑国际受益于订单增长、生产效率提升及成本管控，毛利率和净利率分别同比提升 0.1/0.4pct 至 19.8%/8.4%。

图表19：26H1 纺织制造板块盈利能力承压

公司	盈利指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
华利集团	毛利率	28.2%	21.8%	17.7%	21.1%	17.6%
	净利率	16.4%	13.2%	8.7%	12.4%	8.6%
申洲国际	毛利率	29.0%	27.1%	22.6%	-	-
	净利率	22.6%	21.2%	13.4%	-	-
裕元集团	毛利率	19.1%	17.7%	14.3%	17.8%	13.8%
	净利率	5.9%	5.5%	2.7%	6.1%	2.4%
晶苑国际	毛利率	19.5%	19.7%	19.8%	-	-
	净利率	7.7%	8.0%	8.4%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据，其净利率为经营净利率）



26H1 纺织制造龙头费用率整体保持稳定。华利集团销售费用率维持 0.3%，管理费用率同比提升 0.6pct 至 3.4%；申洲国际销售费用率及管理费用率分别同比提升 0.2/0.3pct 至 0.9%/7.5%；裕元集团 SG&A 基本稳定；晶苑国际销售费用率同比提升 0.2pct 至 1.5%，管理费用率同比下降 0.7pct 至 7.2%。整体来看，收入下滑对部分公司费用率形成被动抬升压力，但制造龙头仍通过人员调整、生产效率提升及成本管控控制费用支出。

图表20：26H1 纺织制造龙头费用率整体稳定

公司	费用指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
华利集团	销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
	管理费用率	5.1%	2.8%	3.4%	2.1%	2.8%
申洲国际	销售费用率	0.6%	0.7%	0.9%	-	-
	管理费用率	7.3%	7.2%	7.5%	-	-
裕元集团	SG&A	10.6%	10.3%	10.4%	-	-
晶苑国际	销售费用率	1.3%	1.3%	1.5%	-	-
	管理费用率	7.9%	7.8%	7.2%	-	-

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

26H1 纺织制造公司存货周转天数普遍上升。华利集团/申洲国际/裕元集团/晶苑国际平均存货周转天数分别同比增加 6/1/31/6 天至 61/115/107/64 天。其中，裕元集团增幅较大，主要与订单及生产排程波动、产能负载不均和备料安排有关；申洲国际存货周转整体保持稳定；华利集团及晶苑国际周转天数有所增加，但仍处于相对可控水平。后续订单恢复、产能利用率提升及生产排程优化有望推动库存周转改善。

图表21：纺织制造公司存货周转天数有所上升（单位：天）

公司	2024H1	2025H1	2026H1
华利集团	63	55	61
申洲国际	125	114	115
裕元集团	74	76	107
晶苑国际	55	58	64

来源：ifind，国金证券研究所

2.6、上游及户外制造收入稳健增长，盈利能力表现分化

26H1 上游及户外制造板块收入整体保持增长，开润股份/新澳股份/浙江自然/扬州金泉分别实现营业收入 25.49/30.87/7.23/5.36 亿元，同比分别增长 5.0%/20.8%/5.5%/8.1%。其中，开润股份服装制造业务及头部客户订单快速增长；新澳股份受益于毛精纺及羊绒纱线销量提升，收入增速领先；浙江自然的保温箱包及水上用品贡献主要增量；扬州金泉依托多品类及海外产能布局实现稳健增长。盈利方面，各公司表现有所分化，新澳股份和扬州金泉毛利率相对稳定，开润股份小幅承压，浙江自然受汇率及成本因素影响盈利能力下降。

1) 开润股份 26H1 实现营业收入 25.49 亿元，同比增长 5.0%；归母净利润同比增长 13.1%至 2.11 亿元，扣非归母净利润同比增长 16.3%至 2.10 亿元，利润增速快于收入。ToB 制造业务实现收入 23.07 亿元，同比增长 10.0%，其中箱包及服装制造收入分别为 14.44/8.63 亿元，同比分别增长 1.8%/27.2%；优衣库、Adidas 等核心服装客户收入均增长超过 30%。公司持续拓展印尼、印度等海外产能，相关区域的关税优势有望进一步增强供应链竞争力。

2) 新澳股份 26H1 实现营业收入 30.87 亿元，同比增长 20.8%；分业务看，26H1 毛精纺纱业务收入 16.43 亿元，同比增长 14.63%，主要系毛精纺纱业务量价齐升及越南、银川生产基地产能稳步爬坡释放产量，H1 毛精纺纱线销量 9505 吨，同比增长 7.72%；羊绒纱线业务收入 10.43 亿元，同比增长 32.67%，主要系羊绒纱线销量大幅增长及产能利用率维持高位，羊绒纱线销量 1811 吨，同比增长 31.83%；毛条业务收入 3.64 亿元，同比增长 20.16%，主要系羊毛条价格上涨推动营收上升，毛条业务对外销量 2998 吨。

3) 浙江自然 26H1 实现营业收入 7.23 亿元，同比增长 5.5%；26H1 公司持续推进数智化运营，推动 AI 技术在研发设计、生产制造、供应链管理等环节的应用。与此同时，公司稳步推进全球化产能布局，越南、柬埔寨两大海外生产基地产能爬坡进度加快，产线良率与出货规模稳步提升；H1 公司在柬埔寨新设全新品类生产工厂，聚焦高端户外产品，预计 26 年下半年正式投产；摩洛哥生产基地一期项目亦在有序建设推进中，未来将主要承接欧洲市场订单需求。通过海外多基地布局，公司持续优化全球供应链配置，提升就近交付与快速响应能力，增强企业抗风险能力。水上用品、保温箱包等新品类业务增长势能突出，新产品投放市场后终端反馈优异，渠道及品牌客户订单快速增长。

4) 扬州金泉 26H1 实现营业收入 5.36 亿元，同比增长 8.1%；归母净利润同比下降 4.8%至 0.62 亿元，扣非归母净利润同比增长 2.6%至 0.58 亿元。公司持续深耕帐篷、睡袋、背包及户外服装等品类，并依托越南、缅甸等海外生产基地增强供应链响应能力。

图表22：26H1 上游及户外制造板块收入稳健增长（单位：亿元）



公司	营收	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
开润股份	营业收入	18.3	24.3	25.5	11.9	12.9
	yoy	17.6%	32.5%	5.0%	29.5%	8.2%
新澳股份	营业收入	25.6	25.5	30.9	14.5	18.0
	yoy	10.1%	-0.1%	20.8%	-0.4%	24.1%
浙江自然	营业收入	6.0	6.9	7.2	3.3	3.5
	yoy	13.2%	14.2%	5.5%	0.7%	5.3%
扬州金泉	营业收入	4.4	5.0	5.4	2.6	2.7
	yoy	-15.6%	13.4%	8.1%	18.0%	4.2%

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 上游及户外制造板块盈利能力表现分化。开润股份毛利率同比下降 0.9pct 至 23.8%，主要受低毛利服装业务占比提升及原材料价格上涨影响；新澳股份毛利率同比下降 0.4pct 至 21.2%，产品提价滞后及汇率波动对利润形成一定压力；浙江自然毛利率同比下降 3.5pct 至 31.5%，降幅相对明显；扬州金泉毛利率同比提升 0.3pct 至 24.6%。净利率方面，开润股份/新澳股份/浙江自然/扬州金泉分别同比下降 0.4/0.7/4.8/2.9pct 至 8.3%/10.5%/16.5%/11.7%。尽管各公司收入均实现增长，但汇率、原材料、业务结构及海外产能投入等因素对盈利能力形成不同程度的压力。

图表23：26H1 上游及户外制造板块盈利能力表现分化

公司	盈利指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
开润股份	毛利率	23.9%	24.7%	23.8%	24.6%	23.3%
	净利率	13.6%	8.7%	8.3%	9.8%	8.7%
新澳股份	毛利率	20.8%	21.6%	21.2%	22.2%	21.8%
	净利率	10.9%	11.2%	10.5%	12.5%	11.4%
浙江自然	毛利率	37.2%	35.1%	31.5%	31.1%	28.5%
	净利率	17.4%	21.3%	16.5%	15.1%	13.8%
扬州金泉	毛利率	29.1%	24.3%	24.6%	23.9%	23.5%
	净利率	23.1%	14.6%	11.7%	14.4%	10.9%

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 上游及户外制造公司费用管控整体稳健。开润股份销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.4/0.4pct 至 3.4%/5.4%；新澳股份分别同比下降 0.2/0.5pct 至 1.7%/2.6%；浙江自然销售费用率同比下降 0.1pct 至 1.8%，管理费用率同比提升 0.4pct 至 6.0%，主要与海外产能建设及业务拓展投入有关；扬州金泉销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.3/0.7pct 至 2.4%/5.0%。整体来看，除浙江自然管理费用率有所提升外，其余公司主要费用率均实现下降。

图表24：26H1 上游及户外制造公司费用管控整体稳健

公司	费用指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
开润股份	销售费用率	5.4%	3.8%	3.4%	3.7%	3.5%
	管理费用率	5.9%	5.8%	5.4%	5.8%	5.4%
新澳股份	销售费用率	1.7%	1.9%	1.7%	1.9%	1.6%
	管理费用率	2.7%	3.1%	2.6%	3.1%	2.2%
浙江自然	销售费用率	2.0%	1.9%	1.8%	2.4%	1.8%
	管理费用率	5.7%	5.6%	6.0%	5.6%	7.3%
扬州金泉	销售费用率	1.5%	2.7%	2.4%	2.8%	2.6%
	管理费用率	5.6%	5.7%	5.0%	5.7%	5.3%

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 上游及户外制造公司存货周转表现分化。开润股份平均存货周转天数同比减少 7 天至 78 天，供应链及经营效率有所改善；新澳股份同比增加 2 天至 190 天，整体保持平稳；浙江自然同比增加 9 天至 101 天，主要与海外产能、新品及业务扩张备货有关；扬州金泉同比增加 9 天至 79 天。综合来看，开润股份库存周转改善较为明显，新澳股份维持稳定，浙江自然和扬州金泉库存周转有所放缓，后续仍需关注订单兑现及库存消化情况。



图表25：上游及户外制造公司存货周转表现分化（单位：天）

公司	2024H1	2025H1	2026H1
开润股份	78	85	78
新澳股份	164	188	190
浙江自然	99	92	101
扬州金泉	89	70	79

来源：ifind，国金证券研究所

三、美护：线上渠道高拥挤度下头部效应放大，重视三大结构性机会

3.1、美护：结构性机会显现，强品牌公司领跑中报

2026 年上半年美护公司营收增长同比仍呈放缓趋势，内部分化进一步扩大。2026H1 限额以上化妆品类社零同比增长 6.3%，据久谦，护肤品类 26 年上半年抖音/天猫/京东分别同比+10%/-15%/-11%，整体线上同比-2.4%；彩妆香水抖音/天猫/京东分别同比+8%/-15%/-22%，整体线上同比-3%，增量更多流向洗护、彩妆香水、婴童、高端功效及体验型线下。从中报表现来看，进入 2026H1 高增延续的公司有：若羽臣营收 22.86 亿元（+73.3%），归母+132%；毛戈平公司口径营收约 32.7 亿元（+26%），彩妆驱动。而呈现结构调整、低基数修复则有：贝泰妮 25.92 亿元（+9.3%）；敷尔佳 11.56 亿元（+34.0%）；上海家化 37.91 亿元（+9.0%）；润本 10.54 亿元（+17.7%）；拉芳 4.40 亿元（+7.2%）。部分公司主业仍在调整期，珀莱雅 53.75 亿元（+0.2%）；水羊 25.10 亿元（+0.4%）；丸美 16.63 亿元（-5.8%）；巨子生物 29.2 亿元（-6%）；上美股份 37.6 亿元（-9%）。抖音仍是重要增量池，但流量成本与达播依赖成为中报利润分化关键；具备自有品牌矩阵、统一价盘或高端心智的公司更稳重点品牌普遍遭遇“费用投入—收入—利润”的短期不可能三角。需求偏弱使转化率、复购与提价更难；流量竞价、达人佣金、自播团队和内容供给又令维持性营销成本趋于刚性。保收入通常要加费用，保利润通常要缩投放并承受收入回落。上美、珀莱雅、巨子、水羊更接近前者，华熙、丸美更接近后者；贝泰妮、润本、若羽臣等依靠效率、毛利或结构升级阶段性突破约束。我们认为结构性机会主要来自三个方向：

1、洗护、婴童、香氛等需求已验证、竞争格局相对较优的细分赛道。这些赛道市场空间不一定更大，但消费者需求具体，头皮问题、婴童敏感、浴室护理、气味与情绪价值较泛化的变美需求更容易形成明确购买理由。同时细分赛道还能避开面部护肤中低价格带的激烈竞争，国货品牌更容易形成心智占领。洗护赛道中珀莱雅洗护 OR 上半年收入 5.60 亿元、同比增长 74.95%，贝泰妮股权投资聚焦浴室护理和沐浴油的浴见。香氛则不仅仅局限于香水，26H1 毛戈平香氛收入同比增长 46%，规模仅约 0.17 亿元，若羽臣绽家则持续围绕香氛心智拓展家清线。婴童为目前热门布局方向，润本主打大众国民心智，上美一页立足高端婴童拓展 0-18 岁全年龄段，26H1 收入 6.35 亿元同比+60%，贝泰妮薇诺娜宝贝 26H1 收入同比突破 45%。

2、从流量经营转向品牌资产建设。水羊股份与若羽臣代表外延并购的路径，水羊 EDB 已成为其收入贡献最高的单一品牌，若羽臣 2026H1 自有品牌收入 12.42 亿元，占比 54.34%，并以 4382 万美元收购奥伦纳索。毛戈平与林清轩则代表高端定位+线下体验路径。毛戈平 26H1 线上增长 33.2%、线下增长 19.9%，渠道结构均衡；林清轩则聚焦山茶花精华油、高端定价与直营门店。

3、出海打开远期想象空间。中国美护出海只有进入本地直营零售、本地组织与供应链，并形成复购，才接近真正的品牌全球化，把商品运出去并不等于建立海外品牌。目前上美已在印尼建厂；贝泰妮已完成卡塔尔注册；珀莱雅设立越南主体并借花知晓获得海外运营经验，进驻美国 UltaBeauty 加速全球扩张；毛戈平香港海港城专柜，2026H1 达成境外收入 642 万元。

图表26：2026 年美护收增长有所放缓，内部分化进一步扩大（单位：亿元）

	营收	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q1	2026Q2
丸美生物	营收	13.5	17.6	16.6	9.1	7.9
	yoy	27.6	30.5	-5.8	32.8	-14.5
水羊股份	营收	22.9	25.0	25.1	14.1	13.2
	yoy	0.1	9.0	0.4	12.1	-7.2
珀莱雅	营收	50.0	53.6	53.7	30.3	30.9
	yoy	37.9	7.2	0.2	8.3	1.9
贝泰妮	营收	28.0	23.7	25.9	14.1	14.8
	yoy	18.5	-15.4	9.3	-17.1	3.7
敷尔佳	营收	9.4	8.6	11.6	5.6	6.1
	yoy	8.2	-8.2	34.0	6.2	8.5



福瑞达	营收	19.3	17.9	19.1	9.0	10.2
	yoy	-22.2	-7.1	6.7	-11.8	10.4
若羽臣	营收	7.9	13.2	22.9	7.5	12.9
	yoy	33.1	67.6	73.3	80.4	73.4
润本股份	营收	7.4	9.0	10.5	6.5	7.9
	yoy	28.5	20.3	17.7	13.7	20.0
上海家化	营收	33.2	34.8	37.9	17.6	20.0
	yoy	-8.5	4.7	9.0	25.1	12.3
拉芳家化	营收	4.3	4.1	4.4	2.0	2.2
	yoy	15.2	-4.3	7.2	-1.8	8.2
毛戈平	营收	19.7	25.9	32.7	-	-
	yoy	41.0	31.3	26.2	-	-
林清轩	营收	5.3	10.5	15.0	-	-
	yoy	0.0	98.3	42.6	-	-
上美股份	营收	35.0	41.1	37.6	-	-
	yoy	120.7	17.3	-8.6	-	-
巨子生物	营收	25.4	31.1	29.2	-	-
	yoy	58.2	22.5	-6.3	-	-

来源: wind, 国金证券研究所

2025 年美妆护肤板块盈利能力延续分化，线上高费用压力仍是利润段主要影响因素。若羽臣/福瑞达/上海家化 2026H1 毛利率同增 8.6/4.9/2.9pct 至 65.5%/57.2%/66.3%，若羽臣高毛利自有品牌持续放量，福瑞达产品结构升级成效显著；敷尔佳/巨子生物/贝泰妮毛利率同降 4.6/2.2/1.4pct 至 76.9%/79.5%/74.6%，敷尔佳受市场竞争加剧及渠道结构调整等因素影响毛利有所承压。净利率方面，拉芳家化/珀莱雅/上海家化 2026H1 净利率同增 6.9/6.8/2.4pct 至 8.5%/22.2%/10.0%，拉芳家化低基数下显著修复，珀莱雅品牌势能释放带动盈利改善；上美股份/巨子生物/敷尔佳净利率同降 10.2/5.8/4.5pct 至 3.3%/32.2%/22.1%，上美股份短期费用投放加大导致利润承压，巨子生物受品类扩充及成本增加影响盈利有所波动。26Q2 若羽臣/福瑞达/水羊股份毛利率同增 6.9/4.9/4.0pct 至 66.1%/58.3%/69.3%，延续结构升级趋势；敷尔佳/拉芳家化毛利率同降 4.0/0.7pct 至 76.6%/50.0%。26Q2 珀莱雅/拉芳家化/上海家化净利率同增 12.4/10.6/5.3pct 至 26.4%/7.3%/8.0%；敷尔佳/水羊股份/福瑞达净利率同降 10.7/1.8/1.4pct 至 13.9%/4.0%/6.4%。毛戈平凭借稀缺的品牌文化及差异化定位，2026H1 毛利率 84.8%、净利率 24.7%，保持稳定的高盈利水平。

图表27：2026 年美妆护肤板块盈利能力延续分化

	盈利指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q1	2026Q2
丸美生物	毛利率	74.7	74.6	73.6	73.3	73.5
	净利率	13.1	9.9	9.4	4.3	7.2
水羊股份	毛利率	61.5	64.6	67.3	65.3	69.3
	净利率	4.8	4.9	3.5	5.8	4.0
珀莱雅	毛利率	69.8	73.4	74.3	73.8	74.2
	净利率	14.5	15.4	22.2	14.0	26.4
贝泰妮	毛利率	72.6	76.0	74.6	75.0	75.6
	净利率	17.0	10.5	11.1	15.3	15.3
敷尔佳	毛利率	81.4	81.5	76.9	80.6	76.6
	净利率	36.2	26.6	22.1	24.6	13.9
福瑞达	毛利率	51.9	52.3	57.2	53.4	58.3
	净利率	8.1	7.5	5.3	7.8	6.4
若羽臣	毛利率	45.5	56.9	65.5	59.2	66.1
	净利率	4.9	5.5	7.3	6.0	7.4
润本股份	毛利率	58.6	58.0	60.5	58.1	61.0



	净利率	24.2	21.0	21.4	21.9	21.9
上海家化	毛利率	61.1	63.4	66.3	63.3	66.8
	净利率	7.2	7.6	10.0	2.7	8.0
拉芳家化	毛利率	47.6	49.3	51.1	50.7	50.0
	净利率	8.6	1.6	8.5	-3.3	7.3
毛戈平	毛利率	84.9	84.2	84.8	-	-
	净利率	25.0	25.9	24.7	-	-
林清轩	毛利率	81.9	82.4	81.6	-	-
	净利率	16.3	17.3	17.1	-	-
上美股份	毛利率	76.5	75.5	76.7	-	-
	净利率	11.8	13.5	3.3	-	-
巨子生物	毛利率	82.4	81.7	79.5	-	-
	净利率	38.6	38.0	32.2	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 年美护公司销售费用率持续上行，毛销差表现分化。26H1 巨子生物/上美股份/福瑞达销售费用率同增 9.4/9.2/7.0pct 至 43.4%/66.1%/43.0%；拉芳家化/贝泰妮/林清轩同降 5.2/3.7/1.5pct 至 31.1%/50.5%/53.7%。26Q2 敷尔佳/福瑞达/水羊股份销售费用率同增 7.5/6.4/6.2pct 至 53.9%/42.9%/54.7%；贝泰妮同降 4.3pct 至 48.6%。虽然部分流量向淘天、线下、私域等费用率相对较低的渠道回流，但抖音仍为主要的增量渠道，平台流量政策变化进一步加剧流量竞争，且多数品牌新品推出节奏快，大量新品仍需持续进行市场投放，整体销售费用率短期内较难看到拐点。毛销差方面，2026H1 并未出现整体性改善，巨子生物/上美股份/毛戈平/珀莱雅毛销差同比分别下降 11.6/8.0/1.7/2.6pct，其中巨子生物、上美股份较 2025H1 转负，费用投放对盈利的挤压进一步显性化。仅部分公司实现同比改善：拉芳家化毛销差同比由-6.0pct 转正至+7.0pct，贝泰妮由-5.2pct 转正至+2.3pct，若羽臣由-0.1pct 转正至+2.6pct，润本股份由-2.1pct 转正至+0.4pct，敷尔佳虽仍为-5.9pct 但较 2025H1 的-16.6pct 大幅收窄。整体来看，毛销差改善幅度前五名为拉芳家化/敷尔佳/贝泰妮/若羽臣/润本股份，分别较 2025H1 同比提升 13.0/10.7/7.5/2.7/2.5pct，但更多是降幅收窄而非趋势性回升，行业盈利修复仍需等待费用率拐点。

图表28：美护公司销售费用率持续上行

公司		2024H1	2025H1	2026H1	2025Q1	2026Q2
丸美生物	销售费用率	53.1	56.6	58.6	60.7	64.1
	管理费用率	3.4	3.4	4.4	3.9	5.3
水羊股份	销售费用率	46.8	48.9	52.9	48.5	54.7
	管理费用率	4.7	5.2	5.7	4.8	5.0
珀莱雅	销售费用率	46.8	49.6	53.1	52.7	54.9
	管理费用率	3.5	3.3	4.4	2.6	3.9
贝泰妮	销售费用率	45.5	54.2	50.5	52.9	48.6
	管理费用率	6.2	8.1	7.6	5.2	6.2
敷尔佳	销售费用率	32.0	48.7	49.9	46.4	53.9
	管理费用率	4.8	5.5	3.9	4.4	4.0
福瑞达	销售费用率	36.4	36.0	43.0	36.5	42.9
	管理费用率	4.1	4.8	4.3	4.9	4.0
若羽臣	销售费用率	33.9	45.4	51.4	45.0	50.0
	管理费用率	4.8	3.5	3.0	3.9	4.0
润本股份	销售费用率	28.7	30.3	32.3	29.8	32.4
	管理费用率	1.9	1.8	1.7	1.1	1.1
上海家化	销售费用率	43.4	43.8	47.2	-	-
	管理费用率	7.6	8.1	7.1	-	-
拉芳家化	销售费用率	28.7	36.3	31.1	-	-
	管理费用率	7.0	6.8	6.6	-	-



毛戈平	销售费用率	47.5	45.2	47.4	-	-
	管理费用率	6.8	5.3	4.4	-	-
林清轩	销售费用率	54.7	55.2	53.7	-	-
	管理费用率	8.5	7.5	7.2	-	-
上美股份	销售费用率	57.6	56.9	66.1	-	-
	管理费用率	5.5	6.2	8.6	-	-
巨子生物	销售费用率	35.1	34.0	43.4	-	-
	管理费用率	4.5	4.0	4.3	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

图表29：26H1 美护公司毛销差整体稳中有升

公司		2024H1	2025H1	2026H1
丸美生物	毛销差	21.6	18.0	15.0
	同比	0.0	-3.6	-3.0
水羊股份	毛销差	14.6	15.7	14.4
	同比	-1.8	1.0	-1.3
珀莱雅	毛销差	23.0	23.8	21.2
	同比	-3.9	0.7	-2.6
贝泰妮	毛销差	27.1	21.8	24.1
	同比	-2.0	-5.2	2.3
敷尔佳	毛销差	49.4	32.8	26.9
	同比	-8.0	-16.6	-5.9
福瑞达	毛销差	15.5	16.4	14.1
	同比	0.4	0.8	-2.2
若羽臣	毛销差	11.6	11.5	14.1
	同比	-0.8	-0.1	2.6
润本股份	毛销差	29.9	27.8	28.2
	同比	1.1	-2.1	0.4
上海家化	毛销差	17.7	19.5	19.1
	同比	1.0	1.8	-0.4
拉芳家化	毛销差	18.9	12.9	19.9
	同比	-5.8	-6.0	7.0
毛戈平	毛销差	37.3	39.0	37.4
	同比	37.3	1.7	-1.7
林清轩	毛销差	27.2	27.2	27.9
	同比	18.9	18.6	10.7
上美股份	毛销差	18.9	-0.3	-8.0
	同比	47.3	47.7	36.0
巨子生物	毛销差	47.3	0.4	-11.6
	同比	18.9	18.6	10.7

来源：ifind，国金证券研究所

2026H1 美护公司库存管理整体延续优化，渠道压力边际缓解。敷尔佳/贝泰妮/拉芳家化存货周转天数同比大幅下降41/30/12天至136/166/78天，去化成效领先；福瑞达/巨子生物/丸美生物亦同降9/7/5天至103/112/88天，周转效率稳步提升。不过，部分公司因业务扩张备货增加导致库存周转有所反弹：若羽臣同增32天至112天，主要因业务增长同步增加库存备货，但整体仍处可控范围；毛戈平同增25天至181天，或受线下渠道扩张及备货节奏影响；珀莱雅同增16天至97天，需关注后续动销与库存匹配。上美股份同增7天至130天，中长期库存效率虽持续优化，但新品牌加入后库存效率能否保持稳健仍需观察。整体来看，多数公司库存压力边际缓解，线上占比提升推动终端动销效率改善，但部分公司需平衡增长与库存健康。


图表30：美护公司库存管理优化成效显著（单位：天）

	2024H1	2025H1	2026H1
丸美生物	92	93	88
水羊股份	171	166	166
珀莱雅	95	81	97
贝泰妮	195	196	166
敷尔佳	134	177	136
福瑞达	104	112	103
若羽臣	120	80	112
润本股份	76	60	61
上海家化	105	88	87
拉芳家化	124	90	78
毛戈平	198	156	181
上美股份	126	123	130
巨子生物	108	119	112
林清轩	-	188	-

来源：ifind，国金证券研究所

3.2、医美下游连锁头部利润逐步兑现，上游关注平台化机会

2026 年医美进入新品落地与渠道竞争并行阶段。随着三类械审批显著提速供给显著扩容，上游平台型企业以多品类矩阵抢占医生与机构入口，而下游连锁机构在价格下探中凭借获客、复购与标准化运营重获议价权，26H1 下游机构端景气已显著回暖，头部机构利润正逐步兑现。上游单品价格压力仍在高位，盈利能力尚未明显拐点，但具备多品类矩阵的公司可通过联合治疗方案绑定医生与机构，提升客单与复购黏性，在定价权和客户粘性上建立结构性优势，因此兼顾渠道、品牌及医生教育能力的平台化能力将成为上游穿越价格周期、实现差异化竞争的关键。

2026H1 医美板块营收表现延续分化，下游连锁机构普遍增长，上游公司则多数承压。美丽田园医疗健康/雍禾医疗/朗姿股份 2026H1 营收分别同比增长 29.0%/13.8%/12.1%至 18.8/9.8/32.1 亿元，四环医药同比微增 1.3%至 11.6 亿元，主要受益于门店扩张、客流回暖及业务转型驱动。上游注射类公司中，锦波生物/爱美客/乐普医疗/华熙生物营收分别同比-10.2%/-6.4%/-4.6%/-22.3%至 7.7/12.2/32.1/17.6 亿元，终端价格竞争加剧及需求疲软对收入端形成明显压制，其中华熙生物功能性护肤业务调整持续拖累整体表现。2026Q2 板块收入压力未见实质缓解，锦波生物/乐普医疗/华熙生物营收分别同比-19.6%/-5.7%/-22.1%，锦波生物增速由正转负，华熙生物降幅仍超两成，上游调整仍在深化；朗姿股份则实现同比+12.1%至 16.1 亿元，下游机构在议价权提升及产品供给丰富背景下展现更强韧性。整体来看，医美板块上下游景气度分化加剧，上游传统注射类公司仍需等待终端价格企稳及新品放量带来拐点，下游连锁机构则凭借成本改善和需求回补保持增长动能。

图表31：2026H1 医美板块营收整体明显分化（单位：亿元）

	营收	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q1	2026Q2
锦波生物	营收	6.0	8.6	7.7	4.8	3.9
	yoy	90.6	42.4	-10.2	29.2	-19.6
乐普医疗	营收	33.8	33.7	32.1	16.1	15.6
	yoy	-21.3	-0.4	-4.6	11.9	-5.7
华熙生物	营收	28.1	22.6	17.6	11.7	9.3
	yoy	-8.6	-19.6	-22.3	-18.2	-22.1
爱美客	营收	16.6	13.0	12.2	6.3	0.0
	yoy	13.5	-21.6	-6.4	-25.8	0.0
朗姿股份	营收	26.9	27.9	32.1	13.8	16.1
	yoy	6.2	-4.3	12.1	-0.6	12.1
雍禾医疗	营收	9.0	8.6	9.8	-	-
	yoy	8.7	-4.3	13.8	-	-
四环医药	营收	9.5	11.5	11.6	-	-



	yoy	-10.0	20.7	1.3	-	-
美丽田园医疗健康	营收	11.4	14.6	18.8	-	-
	yoy	9.7	28.2	29.0	-	-

来源：wind，国金证券研究所

2026H1 医美板块盈利端整体承压，但上下游分化显著。下游连锁机构受益于议价权下移和产品供给丰富度大幅提升，成本端压力明显减轻，毛利率普遍改善；上游产品公司则受终端价格战拖累毛利率承压，同时竞争加剧下销售费用投放增加，净利率下滑幅度大于毛利率，利润弹性进一步减弱。

上游锦波生物/华熙生物/爱美客/乐普医疗 2026H1 毛利率分别为 84.7%/67.9%/92.5%/60.9%，同比分别下降 6.0%/3.1%/0.9%/3.4pct；净利率分别为 36.6%/8.7%/49.4%/14.2%，同比分别下降 8.9%/1.1%/11.5%/6.6pct，净利率降幅普遍超过毛利率。其中爱美客净利率降幅达 11.5pct，主要因销售费用率由 2024 年的 11.1%大幅提升至 2025 年的 19.3%，新品推广及市场教育投入前置挤压利润；锦波生物 2026Q1 销售费用率同比提升 2.9pct 至 23.7%，管理费用率亦提升 2.7pct，费用端压力持续。2026Q2 上游盈利仍未见修复，锦波生物/爱美客/华熙生物/乐普医疗毛利率同比下滑 6.5%/0.5%/1.9%/4.9pct，净利率同比下滑 9.5%/3.2%/0.6%/4.6pct。价格战下上游公司虽仍维持较高毛利水平，但为守住份额加大市场投放，叠加业务结构变化，净利率承压更为明显。

下游连锁机构则呈现毛利率普升态势。朗姿股份/美丽田园医疗健康/雍禾医疗 2026H1 毛利率分别同比提升 2.5%/2.1%/5.1pct 至 62.2%/51.4%/69.0%，主要得益于上游产品供给丰富带来采购成本优化及议价能力增强。净利率表现有所分化：美丽田园医疗健康净利率同比提升 1.0pct 至 12.7%，雍禾医疗净利率提升 4.5pct 至 7.7%，盈利质量同步改善；朗姿股份虽毛利率提升，但净利率同比下降 5.5pct 至 5.1%，或受新机构扩张、费用投放加大等因素影响，利润释放仍需观察。整体来看，下游机构成本端红利开始显现，但费用管控能力将成为净利率修复的关键。

图表32：2026H1 医美板块盈利端整体承压，但上下游分化显著（%）

	盈利指标	2024H1	2025H1	2026H1	2025Q2	2026Q2
锦波生物	毛利率	91.6	90.7	84.7	91.1	84.6
	净利率	51.3	45.5	36.6	45.2	35.7
乐普医疗	毛利率	64.3	64.3	60.9	64.5	59.6
	净利率	20.4	20.8	14.2	19.7	15.1
华熙生物	毛利率	74.5	71.0	67.9	69.9	68.0
	净利率	12.1	9.8	8.7	10.1	9.5
爱美客	毛利率	94.9	93.4	92.5	93.0	92.5
	净利率	67.7	60.9	49.4	54.6	51.4
朗姿股份	毛利率	59.8	59.7	62.2	59.6	63.6
	净利率	6.2	10.6	5.1	14.0	6.5
雍禾医疗	毛利率	58.8	63.9	69.0	-	-
	净利率	-15.4	3.2	7.7	-	-
四环医药	毛利率	64.1	66.1	58.7	-	-
	净利率	-7.2	5.8	18.3	-	-
美丽田园医疗健康	毛利率	47.0	49.3	51.4	-	-
	净利率	11.1	11.7	12.7	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

图表33：医美板块费用率

公司	营收	2023	2024	2025	2025Q1	2026Q1
锦波生物	销售费用率	17.9	21.1	23.6	20.8	23.7
	管理费用率	9.2	8.0	10.8	7.8	10.5
乐普医疗	销售费用率	19.2	16.3	15.3	15.3	16.0
	管理费用率	9.3	9.3	9.5	10.6	11.3
华熙生物	销售费用率	41.9	35.7	34.1	35.0	36.2
	管理费用率	8.8	12.2	12.9	11.8	11.8
爱美客	销售费用率	8.5	11.1	19.3	0.0	0.0
	管理费用率	4.1	5.3	7.8	0.0	0.0
朗姿股份	销售费用率	40.3	40.0	40.1	40.4	39.8



	管理费用率	8.1	8.1	8.3	8.3	8.3
雍禾医疗	销售费用率	51.3	44.3	45.2	-	-
	管理费用率	15.6	13.0	12.0	-	-
四环医药	销售费用率	22.5	20.2	18.7	-	-
	管理费用率	25.3	18.5	17.8	-	-
美丽田园医疗健康	销售费用率	16.7	17.2	17.6	-	-
	管理费用率	15.9	16.2	15.8	-	-

来源：ifind，国金证券研究所

整体运营指标出现小幅优化迹象，但动销压力尚未完全消除。华熙生物/锦波生物/乐普医疗存货周转天数分别降至298/255/284天，较2025H1下降34/26/19天，库存去化取得成效；雍禾医疗/美丽田园医疗健康亦同降10天至8/27天，周转效率提升。与之相对，爱美客/四环医药存货周转天数升至194/221天，较2025H1增加30/15天，其中爱美客上游注射类产品库存压力有所加大，需关注后续去化节奏。

图表34：营运指标优化（单位：天）

存货周转天数	2024H1	2025H1	2026H1
锦波生物	243	281	255
乐普医疗	339	303	284
华熙生物	293	332	298
爱美客	115	164	194
雍禾医疗	34	18	8
四环医药	272	206	221
美丽田园医疗健康	55	37	27

来源：ifind，国金证券研究所

四、投资建议

- 弹性方向：**李宁26年目标低单增长，新系列荣耀金标以及户外开店空间较大有望带动公司整体品牌力以及增长向上，同时李宁本人持续增持彰显信心；推荐主品牌流水业绩恢复，新品牌有望拓展第二成长曲线的——比音勒芬；推荐大单品战略带动品牌破圈，线上高增带动品牌成长的家纺板块；推荐顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位的海澜之家。
- 确定性方向：**基本面角度来看，纺织原材料板块景气度延续，业绩韧性突出，纺织原材料龙头产能在东南亚有充分布局，产业链成熟。推荐制造龙头——新澳股份，关注百隆东方、富春染织等。
- 美护医美板块：**①医美板块：下游连锁景气回暖，上游平台化逻辑兑现。推荐开店与店效同步向上的美丽田园、朗姿股份；同时关注需求扩容下具备强渠道能力的上游平台化标的，推荐爱美客、华熙生物、四环医药等；②细分赛道布局：洗护、婴童、香氛等需求已验证、格局较优的赛道。若羽臣自有品牌持续放量，收购奥伦纳素切入高端护肤；润本股份国民大众婴童心智夯实，Q3旺季切换至护肤新品放量；③品牌资产建设：穿越流量周期的高端定位标的。推荐毛戈平、林清轩，两者坚持高端定位与线下体验路径，品牌心智积累有望在流量波动中提供更强韧性。

五、风险提示

- 内需恢复不及预期：**当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。
- 汇率波动风险：**川普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。
- 关税风险：**若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究