2026 年 11 月 01 日

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：赵中平（执业 S1130524050003） zhaozhongping@gjzq.com.cn
分析师：杨欣（执业 S1130522080010） yangxin1@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

纺服&美护三季报总结：纺服结构分化，高端美护&医美韧性凸显

零售环境回顾

纺服内需总量偏弱，出口环比修复，持续关注关税政策影响。2026 年 1-6 月限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 6.7%，表现好于社零大盘；Q3 走弱，7-9 月分别同比下降 1.0%、下降 0.6%、增长 1.2%。出口端逐步改善，截至 9 月服装及衣着附件、纺织纱线织物出口额累计分别同比增长 4.8%、5.4%，服装出口自 7 月起转正并持续回暖。

美护持续跑赢大盘，Q3 淡季表现平稳，静待双十一催化。2026 年 1-9 月化妆品社零累计同比增长 6.1%，高于大盘的 1.1%；7—9 月分别同比增长 6.8%、4.9%、5.4%，大促后仍保持较好韧性。行业内部延续分化，新品、新品牌及并购整合成为企业增长的主要驱动力，香氛、洗护等细分品类仍具结构性机会。Q4 双十一对需求的集中释放效应依然显著，建议关注品牌矩阵完善、新品兑现能力较强及盈利质量改善的龙头企业。

子版块 26 三季报复盘

细分行业景气指标：运动户外（承压筑底）、男装（整体稳健）、女装（分化企稳）、家纺个护（增速放缓）、中游代工（筑底改善）、纺织原材料及户外制造（稳健增长）、美护（结构分化）、医美（上游承压、下游向好）。

纺织服饰板块

1）运动：2026Q3 终端消费偏弱、行业竞争加剧，主要品牌流水及折扣环比承压，但月度表现逐步改善。安踏主品牌、FILA 分别录得中单位数和低单位数下降，其他品牌仍增长 25%-30%；李宁和特步主品牌均小幅承压，361 度主品牌保持中单位数增长。多品牌矩阵、户外及专业跑步等细分品类仍具韧性。

2）男装：2026Q3 男装龙头经营整体平稳，海澜之家、比音勒芬、报喜鸟、九牧王收入分别同比增长 6.70%、34.44%、下降 1.02%、增长 4.77%。比音勒芬在产品创新及多品牌布局推动下增长显著提速。

3）家纺个护：2026Q3 板块增速有所放缓，稳健医疗、罗莱生活、水星家纺、富安娜收入分别同比增长 4.2%、增长 5.2%、下降 0.6%、下降 10.6%。

4） 纺织制造：关税及客户库存调整影响订单节奏，华利集团前三季度收入同比下降 12.6%，Q3 收入同比下降 8.3%，鞋履销量降幅环比收窄。随新工厂爬坡及产能利用率改善，Q3 净利率环比回升至 22.6%，盈利能力呈现边际修复。

美护医美板块

高端品牌韧性更强，医美上下游盈利继续分化。2026Q3 美护企业增长主要由高端品牌、新品牌及新品放量驱动，若羽臣实现收入 12.34 亿元（同比+50.56%），水羊股份实现收入 11.58 亿元（同比+27.34%），毛戈平收入同比增长 22%-24%，高端化及高毛利自有品牌展现出较强韧性。医美方面，上游受供给扩容、终端价格下降影响，收入及盈利普遍承压；下游机构则受益于采购议价权提升、运营提效及行业份额向头部集中，朗姿股份前三季度医美净利润同比增长 145.4%，产业链利润进一步向下游机构倾斜。

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，建议关注上游头部连锁化机构、需求扩容下具备强渠道能力的上游平台化标的；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；③重视品牌资产建设，穿越流量周期的高端定位标的。推荐高端国货标的毛戈平等，品牌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、年内降息预期再提利好出口链，建议持续观察关税政策对出口的影响 4
1.1、纺服：内需总量偏弱，2026Q3 服装社零弱于大盘 4
1.2、美护：2026Q3 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，家纺个护板块表现较好 5
2.1、运动服饰板块 Q3 流水折扣环比承压，但显示出逐月改善趋势 5
2.2、男装板块 26Q3 经营情况稳健 7
2.3、女装行业 26Q3 经营略有波动，期待后续进一步回暖 8
2.4、家纺个护 26Q3 增速放缓，盈利有所分化 9
2.5、运动制造：Q3 华利集团盈利环比改善，期待后续持续恢复 11
2.6、上游&户外制造：26Q3 营收稳健增长，部分公司盈利仍受到原材料影响 12
三、美护医美：高端品牌韧性更强，医美下游盈利强势 14
3.1、美护高端品牌韧性更强，医美下游盈利强势 14
四、投资建议 18
五、风险提示 18

图表目录

图表 1： 内需总量偏弱，2026Q3 服装社零弱于大盘 4
图表 2： 服装出口环比改善，纱线织物韧性依旧，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 5： 2026Q3 运动龙头公司增速环比承压 6
图表 6： 2026 年运动龙头预计维持稳健表现 6
图表 7： 男装板块 Q3 营收稳健增长（单位：亿元） 7
图表 8： 26Q3 男装板块盈利水平略有承压 7
图表 9： 2026Q3 男装板块费用率稳健 8
图表 10： 男装存货周转天数普遍有所下降（单位：天） 8
图表 11： 女装板块 26Q3 营收表现略有波动（单位：亿元） 8
图表 12： 2026 年前三季度女装板块毛利率有所承压 9
图表 13： 2026Q1-Q3 女装公司费用率稳健 9
图表 14： 存货周转天数（单位：天） 9
图表 15： 家纺个护板块环比走弱（单位：亿元） 10
图表 16： 家纺龙头盈利水平出现分化 10
图表 17： 家纺个护各大公司费用管控整体稳健 11

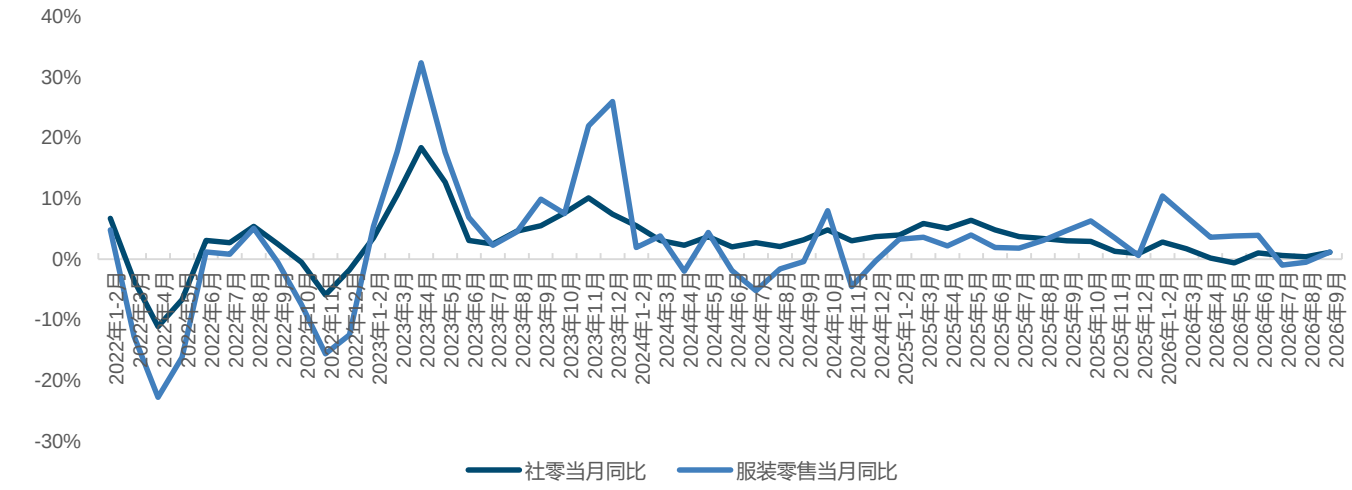
图表 18： 家纺个护公司存货周转天数（单位：天） 11
图表 19： 华利集团订单受关税影响（单位：裕元集团为亿美元，其余为亿元） 11
图表 20： 2025Q3 中游制造整体盈利有所波动 11
图表 21： 管理费用率受绩效奖提升影响提升 11
图表 22： 26Q3 上游&户外制造板块营收整体增长（单位：亿元） 12
图表 23： 2026 年上游&户外制造整体盈利有所分化 12
图表 24： 2026 年上游&户外制造控费稳健 13
图表 25： Q3 美护增长仍多由新爆品驱动，老品类则普遍承压（单位：亿元/%） 15
图表 26： 26Q3 美护板块整体盈利能力提升，利润端仍受高销售费用压制；医美上下游盈利表现分化（单位：%）
..... 16
图表 27： 流量费用持续高企，精细化管控缓解销售费用压力（单位：%） 17
图表 28： 公司库存周转天数（单位：天） 17

一、年内降息预期再提利好出口链，建议持续观察关税政策对出口的影响

1.1、纺服：内需总量偏弱，2026Q3 服装社零弱于大盘

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%。进入 Q3 后纺服板块有所走弱，7–9 月纺服社零分别同比−1.0%/−0.6%/+1.2%，略弱于大盘走势。

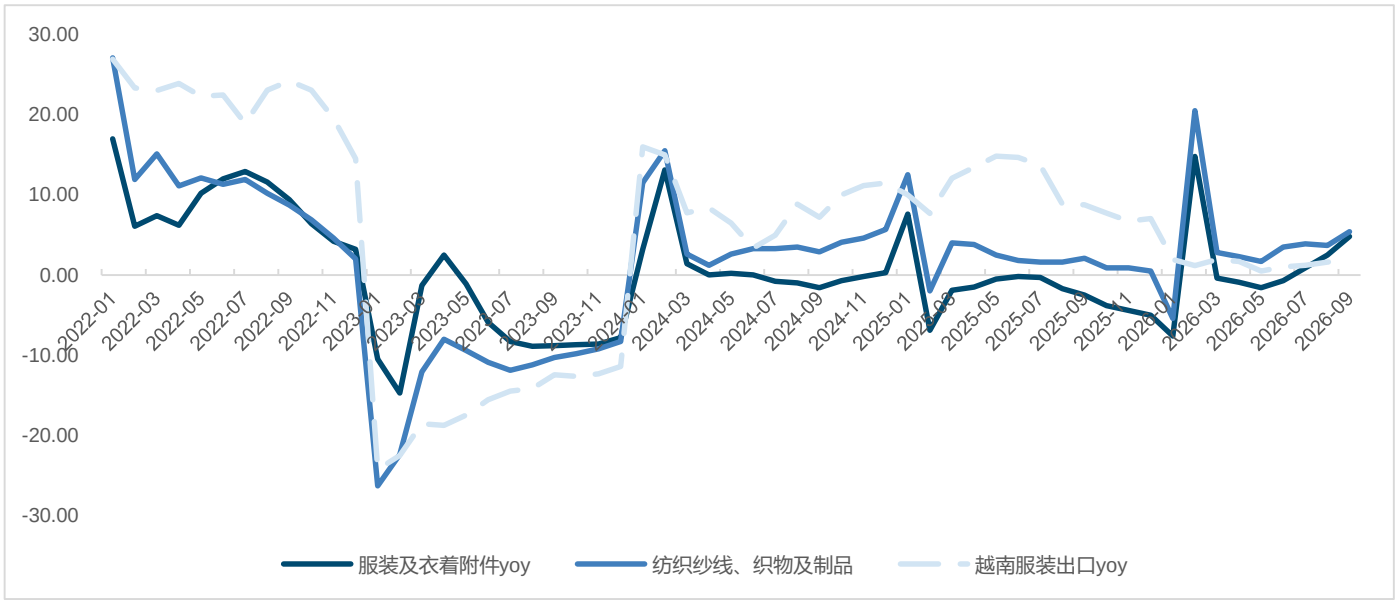
图表1：内需总量偏弱，2026Q3 服装社零弱于大盘



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

服装出口环比改善，纱线织物韧性依旧，越南波动大。截至 2026 年 9 月，中国服装及衣着附件出口金额累计同比+4.8%，纺织纱线出口金额累计同比+5.4%，自 5 月触底后持续反弹；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%），7 月起转正并持续回暖。越南服装出口累计同比 1 月冲高后 2–5 月偏弱，Q3 较为稳定。

图表2：服装出口环比改善，纱线织物韧性依旧，越南波动大



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

1.2、美护：2026Q3 延续跑赢大盘，线上 Q2 弹性突出

化妆品社零持续好于大盘，Q3 淡季表现平稳静待 Q4 双十一催化。2026 年 1–9 月化妆品累计同比+6.1%，继续大幅好于社零+1.1%；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

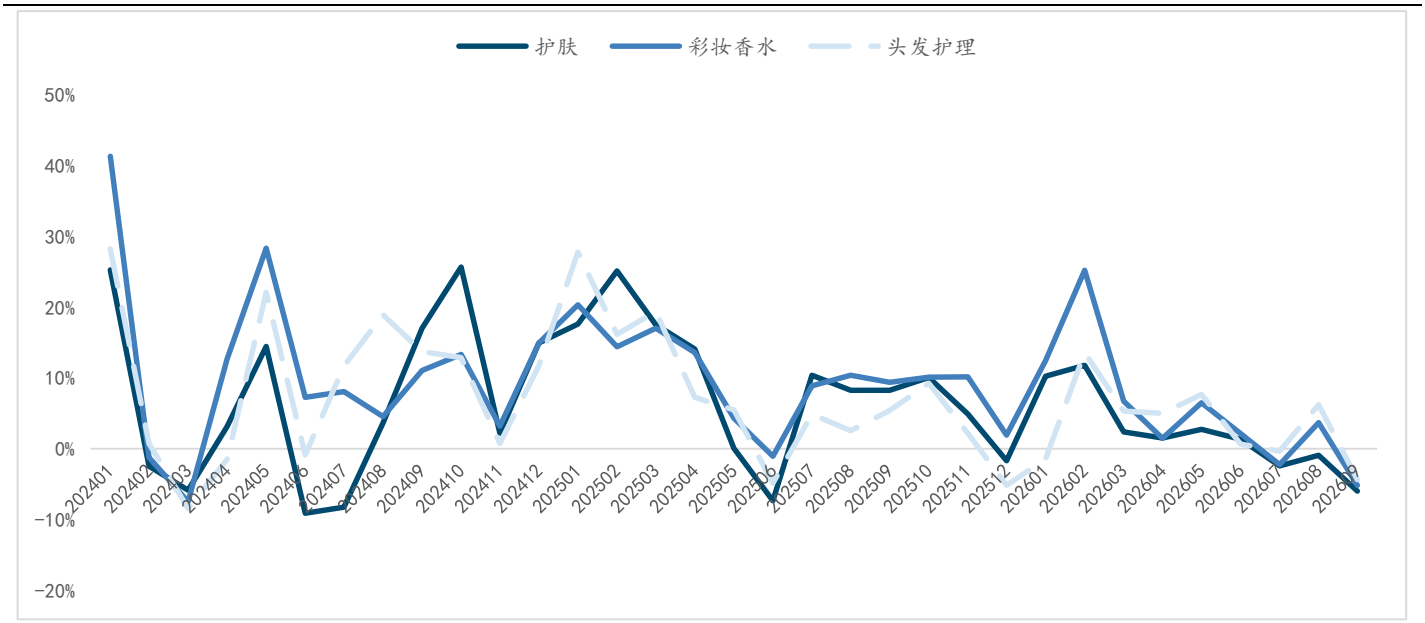
体现，Q3 虽进入淡季但社零增速不减，7-9 月当月社零分别同比+6.8%/4.9%/5.4%。但总量修复与渠道、品类层并不同步，线上美容护肤大盘 2026Q3 呈现大类承压、细分突围，香氛、洗护等新细分赛道仍存在重点结构性机会。

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，家纺个护板块表现较好

2.1、运动服饰板块 Q3 流水折扣环比承压，但显示出逐月改善趋势

2026 年 Q3 由于终端消费疲弱以及行业竞争加剧，主要运动公司经营面临压力。各大公司在当前形势下依然聚焦专业运动，同时不断迭代爆款产品夯实自身竞争力，费用方面管控严格，但在品牌心智建设方面仍坚定投入，我们持续看好运动服饰龙头的成长性。

1）**安踏体育**继续发挥多品牌矩阵的优势。Q3 安踏主品牌增速环比放缓主要受终端零售疲软、极端天气及客流下降影响，其中安踏大货线下高单位数下降，儿童线下低单位数下降；线上业务同比基本持平，渠道调整成效延续。9 月受中秋节连休拉动环比改善，国庆期间全渠道流水实现高单位数正增长。Q3 末库销比维持在 5 个月左右的健康水平，同比持平，折扣较为稳定。线下渠道方面，Q3 传统街铺、商场百货门店面料压力，购物中心、奥莱等新形象门店表现健康，未来将提升全国购物中心渗透率、优化奥莱运营，传统街铺以质换量推进灯塔店计划。FILA 多品类矩阵驱动，潮牌表现突出。Q3 FILA 线下中单位数下降，FILA KIDS 线下低单位数下降，潮牌中单位数增长，线上业务低单位数正

增长，受潮牌、中网产品活动拉动。潮牌 2025 年 Q3 处于调整期录得低双位数负增长，2026 年受低基数、产品调整到位驱动表现较好。Q3 末库销比在 6 个月以上，同比改善 0.3 个月；线下折扣 7.2 折，同比加深 2pct；线上折扣接近 6 折，同比持平。渠道建设方面，全国第二家 TOPIA 新一号店在沈阳中街开幕。新品牌矩阵延续快速增长，迪桑特、可隆、MAIA 多点开花。Q3 其他品牌同比增长 25%-30%，前三季度维持 30%以上增长，继续领跑集团。其中迪桑特 Q3 同比增长 15%-20%，前三季度增长接近 25%；可隆 Q3 零售流水同比接近 30%增长，同店增长 15%。年活跃会员规模突破约 200 万，高卡会员人数增速接近 51%，老客留存率稳定在 20%以上，处于行业领先水平。MAIA ACTIVE Q3 同比增长 30%以上，前三季度增长接近 30%，Q3 在东北沈阳、哈尔滨、长春开出三家三代零售店，月店效均超 100 万元，为品牌平均店效一倍以上。

2）李宁 Q3 流水受行业竞争加剧影响小幅承压。线下渠道方面直营表现优于批发主要因为直营渠道奥莱占比高且表现好于正价店，26Q3 末大货门店 6099 个，较上年末净增 8 个，其中直营净减 61 个、批发净增 69 个；李宁 YOUNG 门店 1491 个，较上年末净减 27 个。Q3 童装延续双位数增长，含童装全渠道流水同比持平。分品类看，跑步、篮球延续下滑，运动生活进一步转弱；综训为全品类最佳，女子优于男子；户外、健身低基数下强劲增长，户外流水占比中单位数；羽毛球发货端延续下滑。26Q3 线下折扣同比加深低单位数，环比 Q2 进一步下探至 6 折低段；线上折扣同比略有加深但幅度小于线下，环比 Q2 相对平稳；7-9 月折扣加深幅度逐月收窄，9 月同比已有改善。26Q3 末库销比 5-6 个月，同比稳定，库存水平及结构健康可控。

3）特步国际继续深耕跑步领域，加强专业跑步品牌心智。Q3 主品牌整体流水中单位数下跌；8-9 月表现较 7 月改善。分渠道看，电商、儿童业务增长相对稳定；线下受渠道结构性问题影响。线下渠道以街边店为主，受客流影响明显；购物中心、奥莱店铺表现相对稳定，优化渠道折扣、提升购物中心与奥莱占比为 2026 年重点工作。终端折扣管控良好，三季度维持 7-7.5 折水平；渠道库存周转健康，约 4.5-5 个月。品牌持续聚焦跑步、以专业影响大众，保持顶级赛事全局穿着率第一的领先地位。2025 年底至今已落地约 200 家 DTC 门店，流水表现优于经销商运营门店；四季度计划再回收约 400 家门店，整体 DTC 计划覆盖约 600 家门店。

4）361 度流水仍然展现出韧性。Q3 主品牌流水中单位数增长，三季度末库销比稳定在 4.5 倍至 5 倍区间，7 月起天气因素对行业终端流水有一定影响，但公司库销比未出现大幅波动。售罄率、连带率基本正常，延续二季度趋势；终端折扣环比二季度的约 7.1 折小幅回落至 7 折，属于行业普遍现象。Q3 国内超品店新增 21 家，国内总数达到 208 家，提前完成 2026 年全年超品店开店指引。超品店纳新比例从此前约 65%稳步提升至约 75%，分销商认可其产品布局与沉浸式体验对店销的明显带动；门店整体折扣、连带率延续此前稳定趋势。电商渠道 Q3 线上全渠道流水保持中高单位数增长，走势坚挺，折扣保持 4-4.5 折较为稳定；2026 年上半年电商对集团营收的贡献接近 33%。

图表5：2026Q3 运动龙头公司增速环比承压

公司	品牌	25Q3	26Q1	26Q2	26Q3
安踏体育	安踏主品牌	低单位数正增长	高单位数正增长	低单位数增长	中单位数下降
	FILA	低单位数正增长	10%-20%低段正增长	中单位数增长	低单位数下降
	其他品牌	45%-50%正增长	45%-50%正增长	50%-55%增长	25%-30%增长
李宁	李宁	中单位数下降	中单位数正增长	低单位数增长	低单位数下降
特步国际	特步主品牌	低单位数同比增长	低单位数增长	低单位数增长	中单位数下降
	索康尼	超过 20%同比增长	超过 20%增长	超过 20%增长	中单位数增长
361 度	361 度主品牌	约 10%正增长	约 10%增长。	10%增长	中单位数增长

来源：ifind，国金证券研究所

总体来看，26Q3 运动服饰龙头企业在需求波动中展现强大运营能力，各大公司以跑鞋等产品为基础，发挥差异性特点，未来在产品、渠道、营销多维度继续发力，有望进一步巩固竞争优势，提升市占率。展望 2026 年 Q4，我们预计运动龙头仍将保持稳健发展，26 全年来看安踏主品牌营收预计维持低单位数增长，FILA 营收预计维持中单位数增长，其他品牌（迪桑特/可隆）预计实现超 20%增长，李宁营收预计实现低单位数增长，特步国际集团营收预计低单位数下跌，361 度营收预计维持 8-10%增长。

图表6：2026 年运动龙头预计维持稳健表现

公司	品牌	2026 年营收预测
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	同比增长超 20%
李宁	**李宁**	低单位数增长
特步国际	**集团**	低单位数下跌
361 度	361 度	8-10%增长

来源：国金证券研究所

2.2、男装板块 26Q3 经营情况稳健

26Q1-Q3 海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王营收分别+7.20%/+27.36%/+6.52%/+4.17%至 167.23/40.77/37.07/22.19 亿元。2026Q3 受消费环境弱复苏及天气影响，各公司表现有所分化，海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王营收分别+6.70%/+34.44%/-1.02%/+4.77%至 43.04/14.76/10.78/6.63 亿元，男装龙头经营整体平稳。

1）单 Q3 海澜之家系列实现营收 27.85 亿元，同比增长 13.45%。其中直营渠道收入增长 28.07%，显著高于加盟渠道的 2.52%。门店方面，海澜之家系列直营店较年初净开 193 家至 1822 家，加盟店及其他净关 8 家至 3988 家，直营占比持续提升带动渠道结构优化。Q3 线上销售实现营收 9.84 亿元，同比增长 25.45%，线上费用投入较多带动营收增长。Q3 海澜团购定制系列实现营收 4.94 亿元，同比下降 8.47%，降幅较上半年明显收窄。Q3 其他品牌营收 9.27 亿元，同比增长 1.56%。其中阿迪达斯 FCC 业务 Q3 收入增速为两位数，Q3 新开几十家门店，Q4 预计新开一百家以上门店，预计 26-28 年每年新开 200-300 家门店。京东奥莱目前仍处亏损状态，Q3 恢复新开 2-3 家门店。截至 Q3 海外门店数量已达 200 家，单 Q3 海外门店同比增长 40%。未来将持续开设海外门店。

2）比音勒芬 26Q1-Q3 营收同比上升 27.36%至 40.77 亿元，26Q3 营收同比大幅增加 34.44%至 14.76 亿元，增长显著提速。26Q3，比音勒芬延续产品创新策略，持续上新核心系列产品，品牌势能持续释放，在经济弱复苏背景下实现逆势高增长。上半年公司首届"5·16T 恤节"实现 T 恤/POLO 品类单日销售突破 1 亿元；同时与 Snow Peak 达成战略合作，主导其中国区经营；KENT&CURWEN 在伦敦举办百年庆典大秀；OOFOS 恢复跑社群活动落地深圳。10 月 18 日公司举行会员日活动，品牌代言人丁禹兮在新疆穿着比音勒芬户外服饰展现防风、防水、保暖属性，并开展多场活动展现东方文化，同时在全国各地门店举行满赠促销，预计将带动 Q4 流水增长。看好多品牌带动下公司未来保持快速增长。

3）报喜鸟 26Q1-Q3 营收同比上升 6.52%至 37.07 亿元，26Q3 营收同比下降 1.02%至 10.78 亿元，前三季度整体保持正增长。报告期内公司持续加大品牌推广及战略性运营投入，品牌旗舰店和品牌战略店建设稳步推进，Woolrich 品牌知识产权收购后整合效应逐步显现。

4）九牧王 26Q1-Q3 营收同比上升 4.17%至 22.19 亿元，26Q3 营收同比上升 4.77%至 6.63 亿元，实现由降转增。公司持续推进渠道结构优化升级和直面消费者业务，直营渠道占比持续提升，渠道调整成效逐步显现，加盟转直营策略带动整体营收恢复增长。

图表7：男装板块 Q3 营收稳健增长（单位：亿元）

公司	营收	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
海澜之家	营业收入	152.59	155.99	167.23	40.33	43.04
	yoy	-1.99%	2.23%	7.20%	3.71%	6.70%
比音勒芬	营业收入	30.00	32.01	40.77	10.98	14.76
	yoy	7.30%	6.71%	27.36%	3.23%	34.44%
报喜鸟	营业收入	35.36	34.80	37.07	10.89	10.78
	yoy	-3.57%	-1.58%	6.52%	3.13%	-1.02%
九牧王	营业收入	22.67	21.30	22.19	6.33	6.63
	yoy	6.08%	-6.04%	4.17%	-8.39%	4.77%

来源：ifind，国金证券研究所

26Q3 男装板块盈利水平略有承压。26Q3 海澜之家毛利率同比上升 2.34pct 至 44.11%，净利率同比下降 1.25pct 至 5.10%。比音勒芬毛利率同比下降 1.56pct 至 73.52%，净利率同比下降 1.35pct 至 17.35%。报喜鸟毛利率同比下降 0.53pct 至 61.77%，净利率同比下降 2.26pct 至 1.64%。九牧王毛利率同比下降 0.97pct 至 64.37%，净利率同比下降 32.66pct 至-11.82%。整体来看，前三季度男装各大品牌依然受到终端消费力弱和渠道调整的影响，期待后续盈利情况回暖。

图表8：26Q3 男装板块盈利水平略有承压

公司	盈利指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
海澜之家	毛利率	44.59%	45.17%	45.50%	41.77%	44.11%
	净利率	12.87%	11.82%	10.13%	6.35%	5.10%
比音勒芬	毛利率	76.42%	75.63%	75.03%	75.08%	73.52%
	净利率	25.40%	19.35%	18.31%	18.70%	17.35%
报喜鸟	毛利率	65.76%	65.57%	63.98%	62.30%	61.77%
	净利率	12.23%	7.02%	8.38%	3.90%	1.64%
九牧王	毛利率	65.54%	65.61%	66.07%	65.34%	64.37%
	净利率	5.83%	14.39%	-1.68%	20.84%	-11.82%

来源：ifind，国金证券研究所

男装各大公司费用率整体稳健。26Q3 海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王销售费用率+2.45/-1.97/-0.72/-1.20pct 至 28.53%/40.76%/45.32%/45.47%，管理费用率-0.47/-0.23/+0.27/-1.78pct 至 5.74%/6.69%/11.54%/6.86%。综合来看各大公司费用管控整体稳健，比音勒芬/九牧王费用率优化明显。

图表9：2026Q3 男装板块费用率稳健

公司	费用指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
海澜之家	销售费用率	21.97%	22.59%	25.46%	26.08%	28.53%
	管理费用率	4.80%	4.76%	4.61%	6.21%	5.74%
比音勒芬	销售费用率	34.95%	41.87%	41.34%	42.73%	40.76%
	管理费用率	8.92%	7.59%	6.86%	6.92%	6.69%
报喜鸟	销售费用率	41.03%	44.74%	43.37%	46.04%	45.32%
	管理费用率	7.64%	10.01%	9.72%	11.27%	11.54%
九牧王	销售费用率	43.83%	44.52%	41.22%	46.67%	45.47%
	管理费用率	6.64%	6.71%	6.29%	8.64%	6.86%

来源：ifind，国金证券研究所

板块库存有所优化。26Q3 海澜之家/比音勒芬/报喜鸟/九牧王库存周转天数分别为 314/356/268/298 天，同比减少 57/4/27/70 天，库存管理成效显著，期待后续库存水平持续改善

图表10：男装存货周转天数普遍有所下降（单位：天）

公司	2024Q3	2025Q3	2026Q3
海澜之家	346.07	370.98	314.36
比音勒芬	304.47	359.71	356.15
报喜鸟	273.86	294.63	268.10
九牧王	337.80	368.00	297.78

来源：ifind，国金证券研究所

2.3、女装行业 26Q3 经营略有波动，期待后续进一步回暖

26Q3 女装行业仍受消费波动以及行业竞争加剧影响，整体在上半年小幅回暖后再次呈现波动趋势。26Q1-Q3 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份营收分别+2.25%/+9.46%/-3.97%/+2.23%至 20.2/16.9/27.2/10.8 亿元。26Q3 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份营收分别-4.09%/+22.43%/-5.39%/-8.91%至 6.2/5.9/8.0/3.2 亿元。

1）26Q3 歌力思国际品牌表现突出，虽然面临高基数的压力且去年下半年财富效应明显放大公司的增长趋势，今年 Q3 整体收入同比-4.1%，但国内主营收入仍同比+0.8%，前三季度国内主营同比+6.4%，在高端消费走弱背景下体现韧性。主品牌 ELLASSAY 前三季度收入 7.62 亿元，同比-4.0%，但毛利率 73.20%、同比+7.78pct，主动收紧折扣虽牺牲部分收入，但显著改善盈利质量。渠道端继续优化，截至 9 月末门店总数 532 家，较 2025 年末净减少 26 家，直营收入同比+4.12%、分销收入同比-11.51%，资源进一步向高质量直营和核心商场集中。国际品牌仍是增长引擎，但海外批发流失使 IRO 减亏不及预期。，前三季度 Laurel 收入 3.69 亿元，同比+18.5%，self-portrait 收入 4.61 亿元，同比+8.6%，IRO 中国区收入同比+21.7%；单 Q3 IRO 中国区、Laurel 分别+23.2%、+10.6%，国际品牌在国内核心渠道的同店和线上增长仍在延续。

2）地素时尚 26Q3 业绩拐点确立，经销恢复净开全渠道向好。2026Q1-3 公司实现营业收入 16.91 亿元，同比增长 9.46%。DA 及 DM 前三季度营收 10.04 亿元，同比增长 12.66%；Q3 单季营收 3.63 亿元，同比增长 24.92%。毛利率提升 0.3 个百分点至 77.1%，品牌基本盘韧性突出。DZ 品牌前三季度营收 6.68 亿元，同比增长 6.25%；Q3 单季营收 2.09 亿元，同比增长 14.71%。毛利率提升 0.9 个百分点至 74.8%。其他品牌受战略收缩影响收入 1967 万元，同比下降 23.13%。Q3 渠道结构优化，扩张节奏加快，线上渠道前三季度收入 4.0 亿元，同比增长 20%，内容电商与抖音渠道持续放量。线下渠道前三季度收入 12.8 亿元，同比增长 7%；Q3 直营收入同比+3%至 2.09 亿元，毛利率提升 2 个百分点至 81.5%；经销业务恢复显著，Q3 经销收入同比+37.98%至 2.46 亿元。Q3 为开店高峰期，直营/经销门店增至 250/588 家，经销渠道净增 24 家，直营净增 21 家，经销渠道扩张和直营单店效率提升协同。

图表11：女装板块 26Q3 营收表现略有波动（单位：亿元）

公司	营收	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
歌力思	营业收入	21.52	20.19	20.64	6.47	6.21
	yoy	4.20%	-6.22%	2.25%	-8.14%	-4.09%
地素时尚	营业收入	16.13	15.45	16.91	4.79	5.86
	yoy	-12.59%	-4.23%	9.46%	-1.15%	22.43%

公司	营收	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
锦泓集团	营业收入	29.23	28.34	27.21	8.40	7.95
	yoy	-5.61%	-3.03%	-3.97%	-0.55%	-5.39%
欣贺股份	营业收入	10.18	10.55	10.79	3.48	3.17
	yoy	-21.52%	3.65%	2.23%	10.01%	-8.91%

来源：ifind，国金证券研究所

26Q1-Q3 女装板块毛利率明显回升。26Q1-Q3 歌力思/地素时尚/欣贺股份毛利率同比+5.32pct/+0.51pct/+6.41pct，锦泓集团毛利率同比降低 0.92pct，歌力思主因成本降幅快于收入，折扣管控与供应链效率贡献明显。26Q3 歌力思/地素时尚/欣贺股份毛利率同增 7.71pct/0.45pct/3.58pct，毛利率呈现稳中向好趋势。

图表12：2026 年前三季度女装板块毛利率有所承压

公司	盈利指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	Q1-Q32026	2025Q3	2026Q3
歌力思	毛利率	68.20%	65.42%	70.74%	62.66%	70.36%
	净利率	1.00%	5.62%	5.53%	4.40%	2.19%
地素时尚	毛利率	74.82%	75.54%	76.04%	73.98%	74.43%
	净利率	17.29%	15.27%	16.71%	13.76%	12.47%
锦泓集团	毛利率	69.26%	68.62%	67.70%	67.81%	65.31%
	净利率	5.53%	4.03%	5.24%	0.05%	-0.42%
欣贺股份	毛利率	67.53%	66.87%	73.28%	25.19%	28.77%
	净利率	-1.00%	0.37%	1.60%	-0.51%	-0.01%

来源：ifind，国金证券研究所

Q3 女装板块费用率稳健。Q3 歌力思/欣贺销售费用率同增 3.37pct/1.88pct。地素时尚 26Q1-Q3 销售费用率同比下降 2.86pct 至 42.78%，电商费用率稳健。26Q1-Q3 和 26Q3 板块内各公司管理费用率稳健，26Q1-Q3 歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份管理费用率同比变化-0.21/-1.69/+0.6/+0.9pct，各大公司精细化运营持续推进。

图表13：2026Q1-Q3 女装公司费用率稳健

公司	费用指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
歌力思	销售费用率	50.80%	48.25%	48.74%	48.45%	51.82%
	管理费用率	11.25%	9.63%	9.41%	6.11%	6.69%
地素时尚	销售费用率	39.96%	45.64%	42.78%	43.99%	41.05%
	管理费用率	12.43%	12.11%	10.41%	16.43%	7.01%
锦泓集团	销售费用率	52.05%	52.61%	52.09%	55.96%	55.29%
	管理费用率	8.38%	8.40%	9.01%	6.01%	6.01%
欣贺股份	销售费用率	53.39%	49.81%	52.23%	20.71%	22.60%
	管理费用率	10.91%	9.63%	10.53%	2.40%	2.74%

来源：ifind，国金证券研究所

26Q3 女装板块存货情况呈现分化。歌力思/地素时尚/锦泓集团/欣贺股份库存周转天数同比变动+13/-30/+31/+11 天，地素时尚库存明显优化，锦泓集团库存压力提升，整体来看板块库存处于偏高位置，期待后续优化。

图表14：存货周转天数（单位：天）

公司	2024Q3	2025Q3	2026Q3
歌力思	306.24	307.88	320.55
地素时尚	248.41	298.23	268.41
锦泓集团	312.91	354.17	385.19
欣贺股份	530.92	461.95	472.60

来源：ifind，国金证券研究所

2.4、家纺个护 26Q3 增速放缓，盈利有所分化

26Q1-Q3 家纺个护板块延续分化，头部公司依靠品牌营销投入与大单品打造实现稳健增长，部分企业仍处调整期。26Q1-

Q3 稳健医疗/罗莱生活/水星家纺/富安娜营收分别+3.8%/+5.4%/+1.6%/-1.9%至 82.0/35.7/30.2/16.6 亿元；其中 26Q3 营收分别+4.2%/+5.2%/-0.6%/-10.6%至 27.1/12.7/10.5/4.8 亿元。整体看，家纺个护板块受益于大单品迭代与渠道精细化运营，头部品牌表现亮眼。

1）稳健医疗：消费+医疗双轮驱动，个护大单品保持增长。26Q1-Q3 营收 82.0 亿元，26Q3 营收 27.1 亿元，同比+4.2%。业务结构上，医疗与消费板块并行，奈丝公主卫生巾、干湿棉柔巾、成人服饰等核心个护品类延续增长动能；渠道方面，电商及兴趣电商保持良性发展，商超渠道继续拓展。公司聚焦战略品类，持续强化消费者沟通，毛利率与营业利润率保持稳健。

2）罗莱生活：大单品+渠道优化，盈利改善超预期。26Q1-Q3 营收 35.7 亿元（同比+5.4%），归母净利 4.35 亿元（同比+27.9%）；26Q3 营收 12.7 亿元（同比+5.2%），归母净利 1.86 亿元（同比+20.0%）。增长主要来自床笠、枕头、被芯等大单品放量。Q3 电商整体增速在 10%以上；其中京东增速最高，达 30%以上，阿里接近高双位数增长，抖音增速有所回落。

3）水星家纺：大单品矩阵升级，利润短期承压。26Q1-Q3 营收 30.2 亿元（同比+1.6%），26Q3 营收 10.5 亿元（同比-0.6%）。公司围绕“雪糕被”“人体工学枕”“蚕丝被”等战略大单品集中资源，但受政府补助减少、所得税扰动影响，26Q3 归母净利 0.71 亿元（同比-21.8%）。线上深耕天猫+抖音，线下推进门店形象更新与低效店优化。

4）富安娜：主动去库存，业绩阶段性承压。26Q1-Q3 营收 16.6 亿元（同比+1.9%），26Q3 营收 4.8 亿元（同比-10.6%）；26Q3 归母净利 0.19 亿元（同比-64.6%）。公司处于渠道调整与去库存阶段，加盟渠道影响公司营收与业绩。Q3 单季分渠道：加盟渠道收入同比下滑约 31%，为营收下滑核心影响因素。直营渠道受净关店影响，收入同比下滑约 15%。电商渠道逆势增长近 8%。

图表 15：家纺个护板块环比走弱（单位：亿元）

公司	营收	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
稳健医疗	营业收入	60.7	79.0	82.0	26.0	27.1
	yoy	1.0%	30.1%	3.8%	27.7%	4.2%
罗莱生活	营业收入	32.0	33.9	35.7	12.0	12.7
	yoy	-14.7%	5.8%	5.4%	9.9%	5.2%
富安娜	营业收入	18.9	16.3	16.58	5.4	4.79
	yoy	-2.0%	-13.8%	1.93%	-7.6%	-10.6%
水星家纺	营业收入	26.8	29.8	30.2	10.5	10.5
	yoy	-2.6%	10.9%	1.6%	20.2%	-0.6%

来源：ifind，国金证券研究所

盈利表现分化。26Q1-Q3 稳健医疗/罗莱生活/水星家纺毛利率同比变动-0.2/+2.0/+1.6pct 至 48.1%/49.9%/45.8%，富安娜毛利率同比-2.0pct 至 51.6%；26Q3 稳健医疗/罗莱生活/水星家纺/富安娜净利率分别约 8.8%/14.6%/6.8%/4.0%。罗莱盈利弹性最突出，水星毛利改善但净利受非经扰动，富安娜仍处利润筑底期。

图表 16：家纺龙头盈利水平出现分化

公司	盈利指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
稳健医疗	毛利率	48.1%	48.3%	1% 48.	48.3%	46.2%
	净利率	9.7%	9.8%	9.6%	9.9%	8.8%
罗莱生活	毛利率	45.9%	47.9%	49.9%	48.1%	49.8%
	净利率	8.2%	10.1%	12.2%	12.8%	14.6%
富安娜	毛利率	55.2%	53.5%	51.6%	53.4%	50.8%
	净利率	15.5%	9.8%	8.2%	10.0%	4.0%
水星家纺	毛利率	41.4%	44.2%	45.8%	44.7%	44.9%
	净利率	7.8%	7.8%	7.3%	8.6%	6.8%

来源：ifind，国金证券研究所

各大家纺公司费用投放稳健。26Q3 罗莱销售/管理费用率约 26.0%/4.5%，管理费用率优化明显；水星销售费用率约 26.3%，同比略升，延续爆品投流；稳健医疗销售费用率约 23.4%，规模效应下保持平稳。整体看家纺个护公司控费与渠道效率继续提升。

图表17：家纺个护各大公司费用管控整体稳健

公司	费用指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
稳健医疗	销售费用率	26.0%	23.7%	23.8%	23.7%	23.4%
	管理费用率	7.7%	8.3%	7.8%	8.4%	7.6%
罗莱生活	销售费用率	25.3%	26.1%	27.1%	25.9%	26.0%
	管理费用率	6.3%	7.1%	7.7%	5.6%	4.5%
富安娜	销售费用率	29.8%	35.1%	36.2%	33.0%	38.4%
	管理费用率	4.3%	4.0%	3.6%	3.5%	4.3%
水星家纺	销售费用率	25.0%	28.4%	29.2%	26.6%	26.3%
	管理费用率	5.4%	4.9%	6.9%	4.6%	4.7%

来源：ifind，国金证券研究所

存货周转整体稳健。26Q3 稳健医疗/罗莱生活/水星家纺/富安娜存货周转天数分别约 139/162/180/246 天，罗莱、稳健库存健康，富安娜去库见效，水星基本平稳。期待四季度双十一旺季带动终端动销与库存进一步优化。

图表18：家纺个护公司存货周转天数（单位：天）

公司	2024Q3	2025Q3	2026Q3
稳健医疗	147	136	139
罗莱生活	198	162	162
富安娜	253	285	246
水星家纺	186	175	180

来源：ifind，国金证券研究所

2.5、运动制造：Q3 华利集团盈利环比改善，期待后续持续恢复

Q3 华利集团盈利环比改善。华利集团 26Q1-Q3 营收同比下降 12.0%至 164.43 亿元，其中 26Q3 营收同比下降 8.33%至 55.2 亿元。26Q1-Q3 公司销售运动鞋 1.56 亿双，同比下降 7.22%，ASP 同比下降个位数，部分客户受地缘政治、关税政策不确定影响延迟下单或要求延迟发货，叠加品牌客户去库存周期，订单能见度阶段性走弱。其中单 Q3 销售运动鞋 0.52 亿双，同比下降 3%，降幅环比收窄。产能方面，新投建工厂仍处于爬坡过程中，在建工程较年初增长 36.42%至 11.11 亿元，公司持续加大新工厂建设投入。公司与 Adidas 自 24Q4 开始合作后持续放量，产能方面为匹配快速增长的订单需求，公司在越南、印尼、中国等地的新工厂加速建设和投产节奏。

图表19：华利集团订单受关税影响（单位：裕元集团为亿美元，其余为亿元）

公司	营收	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
华利集团	营业收入	175.1	186.8	164.43	60.2	55.2
	yoy	22.4%	6.7%	-12.0%	-0.3%	-8.33%

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

华利集团 26Q3 毛利率环比大幅改善。华利集团 26Q1-Q3 毛利率同比下降 2.6pct 至 19.4%，净利率同比下降 3.5pct 至 9.6%，主要由于较多新工厂仍处于爬坡阶段、劳动力成本上升、各个制造厂区产能负载不均以及部分产线生产效率未达设定标准等。26Q3 毛利率环比有所改善至 22.6%，净利率为 11.3%，环比 Q2 改善明显，显示新工厂爬坡推进下盈利边际向好。

图表20：2025Q3 中游制造整体盈利有所波动

公司	盈利指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
华利集团	毛利率	27.8%	22.0%	19.4%	22.2%	22.6
	净利率	16.2%	13.1%	9.6%	12.7%	11.3%

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）

费用管控稳健。华利集团 26Q1-Q3 销售费用率维持 0.3%的低位水平，26Q3 管理费用率同比上升 2.4pct 至 5.1%，主要因为公司本期增加任务完成奖、效率提升奖等奖金，并计提年度奖金，以激励员工提升生产效率，属于临时性费用，整体来看华利控费情况良好。

图表21：管理费用率受绩效奖提升影响提升

公司	盈利指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
华利集团	销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%

公司	盈利指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
	管理费用率	5.3%	2.8%	5.8%	2.7%	5.1%

来源：ifind，国金证券研究所（注：裕元集团为制造端数据）

2.6、上游&户外制造：26Q3 营收稳健增长，部分公司盈利仍受到原材料影响

26Q3 上游&户外制造板块营收整体稳健、盈利现分化。开润股份/新澳股份/浙江自然/扬州金泉 26Q3 营收分别-3.13%/+17.64%/+63.46%/+12.15%至 12.51/15.76/2.17/1.99 亿元，26Q1-Q3 同比增长 2.19%/19.74%/14.92%/9.15%至 38.00/46.63/9.40/7.35 亿元。Q3 仍受美国关税扰动、海外大客户下单谨慎，但头部公司凭借客户结构改善、技术壁垒与全球化产能释放，整体经营韧性增强。

1）开润股份：26Q3 营收 12.51 亿元（同比-3.13%），归母净利约 1.02 亿元（同比+11.9%）。公司依托中国、印尼、印度三地制造基地协同，绑定 Nike、adidas、优衣库等核心客户，包袋+服装+箱包多品类发力，全球化产能平滑关税冲击，盈利质量优于收入端。

2）新澳股份：26Q3 营收 15.76 亿元（同比+17.64%），归母净利 1.45 亿元（同比+36.0%），表现超预期。主因羊毛涨价周期下产品顺价到位、前期低价库存结转利好毛利率，叠加越南、银川新基地产能利用率提升摊薄成本；Q3 毛利率 18.87%（+1.23pct），费用率优化，规模效应显现。

3）浙江自然：26Q3 营收 2.17 亿元（同比+63.46%），但归母净利 0.19 亿元（同比-48.6%），扣非净利润显著增长。海外户外订单回暖带动充气床垫、保温箱、水上运动品类放量。保温事业部增长可观，软包、硬包两大产品线的老客户新品拓展及新客户开发均顺利，是公司当前增速最快的业务板块；帐篷事业部已投产，主要布局高端高海拔帐篷生产，将在 2026H2 及 2027 年上半年成为新的增长点。

4）扬州金泉：26Q3 营收 1.99 亿元（同比+12.15%），归母净利 0.17 亿元（同比-19.05%）。户外用品代工订单平稳，但成本端与费用端承压，Q3 毛利率 21.49%（-1.02pct），净利率 9.02%（-3.43pct），控费与产能效率仍待改善。

图表22：26Q3 上游&户外制造板块营收整体增长（单位：亿元）

公司	营收	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
开润股份	营业收入	30.25	37.19	38.00	12.91	12.51
	yoy	32.48%	22.95%	2.19%	8.23%	-3.13%
新澳股份	营业收入	38.71	38.94	46.63	13.40	15.76
	yoy	10.28%	0.60%	19.74%	1.90%	17.64%
浙江自然	营业收入	7.91	8.18	9.40	1.33	2.17
	yoy	17.74%	3.48%	14.92%	-30.38%	63.46%
扬州金泉	营业收入	6.30	6.74	7.35	1.78	1.99
	yoy	-5.57%	6.86%	9.15%	-7.98%	12.15%

来源：ifind，国金证券研究所

盈利水平分化。26Q3 开润股份/新澳股份/浙江自然/扬州金泉毛利率分别约 23.94%/18.87%/26.06%/21.49%，新澳受益羊毛顺价改善明显，浙江自然、扬州金泉受成本与汇率拖累；净利率分别约 8.90%/9.21%/8.48%/9.02%，板块整体维持正盈利。

图表23：2026 年上游&户外制造整体盈利有所分化

公司	盈利指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
开润股份	毛利率	23.16%	24.36%	23.82%	23.80%	23.94%
	净利率	10.61%	7.48%	8.92%	8.97%	8.90%
新澳股份	毛利率	19.38%	20.24%	20.40%	17.64%	18.87%
	净利率	10.11%	10.43%	10.70%	8.92%	9.92%
浙江自然	毛利率	35.30%	34.00%	30.24%	28.23%	26.06%
	净利率	20.83%	22.25%	14.84%	27.73%	8.48%
扬州金泉	毛利率	27.07%	23.79%	23.72%	22.51%	21.49%
	净利率	18.89%	14.03%	11.56%	12.45%	9.02%

来源：ifind，国金证券研究所

费用率总体保持稳健。26Q3 开润股份期间费用率同比改善（销售/管理费用下降）；新澳销售/管理费用率同比优化，汇兑损失收窄；浙江自然财务费用率受汇兑影响抬升、管理费用率上行；扬州金泉期间费用率小幅上升。整体看，制造企业通过精益管理对冲外部扰动，控费能力尚可。

图表24：2026年上游&户外制造控费稳健

公司	费用指标	2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
开润股份	销售费用率	5.18%	3.89%	3.62%	3.98%	4.01%
	管理费用率	6.00%	6.03%	5.68%	6.55%	6.20%
新澳股份	销售费用率	1.81%	1.92%	1.69%	1.91%	1.64%
	管理费用率	2.79%	3.09%	2.58%	3.11%	2.55%
浙江自然	销售费用率	2.13%	2.40%	2.07%	5.02%	3.01%
	管理费用率	6.31%	6.95%	7.00%	13.78%	10.48%
扬州金泉	销售费用率	1.87%	2.58%	2.35%	2.23%	2.30%
	管理费用率	5.78%	6.12%	5.29%	7.27%	6.11%

来源：ifind，国金证券研究所

三、美护医美：高端品牌韧性更强，医美下游盈利强势

3.1、美护高端品牌韧性更强，医美下游盈利强势

美护行业分化加剧，新大单品表现亮眼逆势增长。26Q3 营收增速前五公司为若羽臣/敷尔佳/珀莱雅/水羊股份/拉芳家化，单季度营收同比分别增长 50.56%/41.37%/29.76%/27.34%/17.13%至 12.34/6.14/22.53/11.58/2.54 亿元，其中若羽臣绽家持续放量、敷尔佳低基数下新品驱动显著修复，珀莱雅亦在去年低基数上重回较快增长。Q3 营收降幅前五的公司为丸美生物/贝泰妮/润本股份，单季度营收同比分别下降 16.61%/4.28%/2.89%至 5.72/10.46/3.52 亿元，其中丸美生物降幅居前，老品牌增长动能有所减弱；润本股份增速明显放缓，贝泰妮延续小幅下滑。在行业竞争加剧、消费整体疲软、外源性增长动力不足的背景下，近三年前三季度行业增速呈持续放缓趋势，企业实现逆势增长主要依赖新爆品放量等内生动力。

• 若羽臣 26Q3 斐萃超预期恢复，绽家、品牌管理持续高增长。公司 2026Q3 实现营收 12.34 亿元（同比+50.56%），归母净利润 0.64 亿元（同比+96.90%）。前三季度累计营收 35.19 亿元（同比+64.58%），归母净利润 2.31 亿元（同比+120.92%）。Q3 收入增速环比放缓主要系斐萃去年同期高基数，但绽家、品牌管理加速增长，且代运营持续收缩，利润端在毛利率提升与费用优化下延续翻倍增长。斐萃高基数下超预期增长，Q3 单季度在去年同期麦角硫因爆发式放量形成高基数下仍实现正增长，雌马酚销售占比快速提升，基于明确的人群需求聚焦、强产品体验感及科普内容推动，实现稳定且健康的放量，未来将成为重要销量支柱。奥伦纳素目前处于整合期，收购后亏损持续收窄，毛销差、营业利润持续提升，整合效果开始显现。

• 毛戈平 26Q3 集团营业收入同比增长 22%–24%，净利润较上年同期增长 22%–24%，环比略有提速。26Q1-3 累计收入同比增长 24%–26%，净利润较上年同期增长 20%–22%，整体毛利率和净利率水平保持稳定。双十一底妆大单品持续放量，Q3 已上新芍妍金曜系列，Q4 及 27 年收入提升动力仍充分。

• 珀莱雅 26Q3 花知晓并表推动收入提速，双十一开门红表现良好。公司 26Q3 实现营收 22.53 亿元（同比+29.76%），归母净利润 0.88 亿元（同比-61.18%），扣非净利润 0.79 亿元（同比-65.20%）；前三季度累计营收 76.27 亿元（同比+7.46%），归母净利润 12.56 亿元（同比+22.46%），扣非净利润 7.43 亿元（同比-25.50%）。Q3 美容彩妆收入同比增长 248.52%，主要受花知晓并表及原色波塔放量带动；但花知晓毛利率相对较低，叠加成长品牌培育、主品牌新品推广及线上投流增加，Q3 毛利率同比下降 4.90pct 至 69.78%，销售费用率同比提升 3.53pct 至 53.44%，扣非净利率下降 9.5pct 至 3.51%。展望 Q4，红宝石面霜 4.0 升级、花知晓旗舰店开业及 OR 联名活动有望强化线上线下营销协同；双十一首日珀莱雅维持天猫美妆第一，OR 升至个护第二，看好大促全周期表现及花知晓并表继续带动收入增长。

• 上海家化业绩稳健，中体量美妆品牌快速成长。公司 26Q3 实现营收 15.70 亿元（同比+5.87%）、归母净利润 4.25 亿元（同比+204.80%）、扣非净利润 0.25 亿元（同比+157.32%）；前三季度累计营收 53.61 亿元（同比+8.06%）、归母净利润 8.06 亿元（同比+98.95%）。归母净利润高增主要包含出售丝芙兰股权的一次性收益，扣非利润增速显著快于收入，主业经营持续改善。Q3 美妆收入同比增长 37.3%，占比提升 7.1pct 至 31.0%，六神、佰草集、玉泽等中体量品牌在核心爆品放量、潜力单品培育及线上运营强化下延续较快增长；产品结构升级、采购优化及降本增效推动毛利率与经营效率改善，看好中体量美妆品牌接续成长支撑后续业绩。

医美仍处于整体高速增长但板块整体表现分化，注射类产品管线密集获批，上游表现普遍承压，下游受益于上游供给丰富，同时合规监管下行业份额向头部集中呈现龙头受益。上游多家头部企业收入承压，但新品上市和多元品牌协同带来结构性修复动力，锦波生物/华熙生物/爱美客/乐普医疗26Q1-3收入分别下滑17.80%/17.94%/6.48%/6.32%至10.65/25.96/17.44/46.27亿元，其中26Q3收入分别下滑31.70%/6.96%/6.62%/9.99%至2.94/8.40/5.28/14.13亿元；下游朗姿股份Q1-3收入同比增加8.81%至47.09亿元，单Q3同比提升2.46%至15.01亿元。

• 爱美客2026Q1-Q3实现营收17.44亿元，同比下降6.5%，其中Q3单季营收5.28亿元，同比下降6.6%；归母净利润1.98亿元，同比下降34.9%。老产品收入下滑幅度趋于可控，新品臻爱塑菲、臻爱灵塑陆续出货，肉毒素与能量源产品密集上市，有望驱动业绩逐步修复，注射领域龙头优势稳固。

• 华东医药医美板块收入仍承压，前三季度医美收入9.06亿元，同比下降42.2%。国内医美业务收入4.56亿元，同比下降54.2%，海外业务4.92亿元，同比下降31.6%。新品芮妥欣（重组A型肉毒毒素）6月上市覆盖全国超3000家机构，销售近亿元，商业化表现亮眼；其他产品持续丰富管线。

• 乐普医疗三季度医美收入约5000万元，核心聚乳酸面部填充剂与射频皮肤治疗仪贡献突出，分别贡献约40%、60%。品类渠道库存消化完毕后，机构复购、经销商复购恢复，行业竞争格局更加内卷，价格由市场主导。

• 朗姿股份医美淡季收入短期承压，议价权提升推动利润持续增厚。公司前三季度实现营收47.09亿元（同比+8.81%）、归母净利润2.03亿元（同比-79.45%）、扣非净利润2.61亿元（同比+51.72%）；单Q3实现营收15.01亿元（同比+2.46%）、归母净利润0.92亿元（同比-87.08%）、扣非净利润0.77亿元（同比+113.73%），归母利润下滑主要受上年同期处置若羽臣股权产生大额投资收益影响。Q1-Q3医美收入24.42亿元（同比+8.7%），Q3受传统淡季影响短期承压，但前三季度医美净利润贡献1.89亿元（同比+145.4%），集中采购与运营提效持续增厚利润；女装收入15.85亿元（同比+12.6%），净利润贡献1.41亿元（同比+42.8%），经营稳步改善。

图表25：Q3美护增长仍多由新爆品驱动，老品类则普遍承压（单位：亿元/%）

美护端		2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
丸美生物	营收	19.52	24.50	22.35	6.86	5.72
	yoy	28.50%	26.52%	-8.79%	17.48%	-16.61%
水羊股份	营收	30.45	34.09	36.68	9.09	11.58
	yoy	-9.84%	11.96%	7.58%	20.92%	27.34%
珀莱雅	营收	69.66	70.98	76.27	17.36	22.53
	yoy	32.95%	1.79%	7.46%	-14.24%	29.76%
贝泰妮	营收	40.18	34.64	36.37	10.92	10.46
	yoy	17.09%	-13.78%	4.99%	-9.95%	-4.28%
敷尔佳	营收	14.66	12.97	17.70	4.34	6.14
	yoy	9.47%	-11.54%	36.43%	-17.58%	41.37%
福瑞达	营收	28.03	25.97	27.74	8.07	8.65
	yoy	-17.45%	-7.34%	6.84%	-7.97%	7.17%
若羽臣	营收	11.54	21.38	35.19	8.19	12.34
	yoy	39.16%	85.52%	64.58%	123.43%	50.56%
润本股份	营收	10.38	12.38	14.06	3.42	3.52
	yoy	27.18%	19.28%	13.63%	16.67%	2.89%
上海家化	营收	44.77	49.61	53.61	14.83	15.70
	yoy	-12.07%	10.83%	8.06%	28.29%	5.87%
拉芳家化	营收	6.70	6.27	6.94	2.17	2.54
	yoy	8.65%	-6.37%	10.65%	-10.08%	17.13%
医美端		**2024Q1-Q3**	**2025Q1-Q3**	**2026Q1-Q3**	**2025Q3**	**2026Q3**
锦波生物	营收	9.88	12.96	10.65	4.37	2.94
	yoy	91.99%	29.83%	-17.80%	11.93%	-31.70%
华熙生物	营收	38.75	31.63	25.96	9.03	8.40
	yoy	-8.21%	-18.36%	-17.94%	-15.16%	-6.96%
爱美客	营收	23.76	18.65	17.44	5.66	5.28
	yoy	9.33%	-21.99%	-6.48%	-21.81%	-6.62%
乐普医疗	营收	47.85	49.39	46.27	15.69	14.13
	yoy	-23.55%	3.20%	-6.32%	11.97%	-9.99%
朗姿股份	营收	41.78	43.28	47.09	15.39	15.01
	yoy	1.45%	0.89%	8.81%	11.89%	2.46%

来源：ifind，国金证券研究所

美护板块高端/高价策略提价，产品结构优化提升盈利。26Q3毛利率TOP5分别为敷尔佳/贝泰妮/丸美生物/水羊股份/珀莱雅，Q3单季度毛利率分别为76.83%/74.71%/72.34%/70.32%/69.78%。近三年行业内多家公司向高端化、高毛利产品转型，但整体毛利率呈现分化，消费端部分公司通过产品结构升级实现毛利率提升。前三季度累计毛利率增幅TOP5分别为若羽臣/水羊股份/润本股份/福瑞达/贝泰妮，同比提升7.66/4.32/2.63/1.94/0.38pct至66.15%/70.32%/60.96%/53.41%/74.71%，其中消费端普遍通过推出高价新品或聚焦高端品牌来实现结构性提价。上海家化聚焦高毛利美妆品类与打造亿元级大单品，推动产品结构高端化，前三季度累计毛利率同比微增0.01pct至62.82%；水羊股份高奢品牌强劲驱动，高端化战略直接带动整体毛利率持续提升；若羽臣受益于高毛利自有品牌放量，毛利率提升幅度居前。与此同时，敷尔佳/珀莱雅/丸美生物前三季度累计毛利率分别同比下降4.28/3.91/2.57pct至76.83%/69.78%/72.34%，产品结构调整及终端价格竞争对毛利率形成一定压制。从利润端来看，新品推广周期叠加双十一营销费用前置，挤压Q3利润空间。26Q3单季度净利率TOP5分别为上海家化/润本股份/敷尔佳/若羽臣/拉芳家化，Q3单季度净利率分别为27.10%/21.29%/17.27%/5.19%/4.71%，其中上海家化产品结构成功向美妆调整后，叠加其优秀控费能力，净利率逆势同比大幅提升17.69pct；润本股份/敷尔佳同比分别-1.64/-4.71pct，整体保持相对稳

健；若羽臣/拉芳家化同比分别+1.22/+1.83pct，盈利小幅改善。整体来看，新品推广及大促营销费用前置对Q3利润形成阶段性挤压，费用端短期承压仍是板块盈利修复的主要制约。

医美上下游盈利明显分化，供给扩容终端价格持续下滑，上游医美板块毛利率下降明显，净利率同步承压，但下游板块得以于议价权增强，盈利情况持续好转。上游锦波生物/华熙生物/爱美客/乐普医疗26Q1-3毛利率分别下滑9.69/7.20/1.77/6.27pct至81.11%/63.48%/91.59%/57.94%，净利率分别下滑11.22/0.81/14.19/7.17pct至33.09%/7.17%/45.94%/13.00%，利润端持续承压；而下游朗姿股份Q1-3毛利率同比提升1.84pct至61.19%。

图表26：26Q3美护板块整体盈利能力提升，利润端仍受高销售费用压制；医美上下游盈利表现分化（单位：%）

美护端		2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
丸美生物	毛利率	74.63%	74.91%	72.34%	75.72%	72.34%
	净利率	12.28%	10.07%	6.50%	10.49%	-2.03%
水羊股份	毛利率	63.09%	66.00%	70.32%	69.82%	70.32%
	净利率	3.22%	3.99%	2.79%	1.38%	1.28%
珀莱雅	毛利率	70.07%	73.69%	69.78%	74.68%	69.78%
	净利率	14.79%	14.99%	17.18%	13.19%	5.17%
贝泰妮	毛利率	73.73%	74.33%	74.71%	70.68%	74.71%
	净利率	10.07%	7.97%	8.26%	2.52%	1.32%
敷尔佳	毛利率	81.65%	81.11%	76.83%	80.39%	76.83%
	净利率	35.03%	25.06%	20.45%	21.98%	17.27%
福瑞达	毛利率	51.85%	51.47%	53.41%	49.51%	53.41%
	净利率	7.48%	6.87%	5.15%	5.46%	4.73%
若羽臣	毛利率	46.50%	58.49%	66.15%	61.02%	66.15%
	净利率	5.02%	4.91%	6.58%	3.97%	5.19%
润本股份	毛利率	58.33%	58.27%	60.96%	58.96%	60.96%
	净利率	25.15%	21.50%	21.34%	22.93%	21.29%
上海家化	毛利率	59.41%	62.81%	62.82%	61.48%	62.82%
	净利率	3.63%	8.17%	15.04%	9.41%	27.10%
拉芳家化	毛利率	47.39%	48.49%	49.11%	47.03%	49.11%
	净利率	8.12%	2.03%	7.10%	2.88%	4.71%
医美端		**2024Q1-Q3**	**2025Q1-Q3**	**2026Q1-Q3**	**2025Q3**	**2026Q3**
锦波生物	毛利率	92.37%	90.80%	81.11%	91.05%	81.11%
	净利率	52.97%	44.31%	33.09%	.80%	23.89%
华熙生物	毛利率	73.93%	70.68%	63.48%	69.91%	63.48%
	净利率	9.27%	7.98%	7.17%	3.49%	3.94%
爱美客	毛利率	94.80%	93.36%	91.59%	93.19%	91.59%
	净利率	67.14%	60.13%	45.94%	55.88%	38.05%
乐普医疗	毛利率	62.80%	64.21%	57.94%	64.09%	57.94%
	净利率	16.37%	20.17%	13.00%	18.90%	10.27%
朗姿股份	毛利率	58.92%	59.35%	61.19%	58.75%	61.19%
	净利率	5.56%	23.54%	5.45%	46.98%	6.28%

来源：ifind，国金证券研究所

流量费用持续高企，精细化管控缓解销售费用压力。26Q3销售费用率top5分别为丸美生物/贝泰妮/水羊股份/珀莱雅/若羽臣，分别为70.09%/61.10%/57.38%/53.44%/51.84%，同比分别+9.52/+10.45/+2.71/+3.53/-2.68pct，除若羽臣外普遍继续上行，行业流量成本压力尚未缓解；若羽臣销售费用率同比下降，主要因收入确认节奏及双十一营销费用前置影响减弱。对比近三年前三季度累计销售费用率，丸美生物/水羊股份/珀莱雅/贝泰妮分别由54.85%/49.46%/46.39%/50.03%升至61.58%/54.32%/53.22%/53.57%，上升趋势仍未扭转，但部分公司控制达播端投放、持续降本增效，单季度费用率已出现边际改善，控费效果初步显现，华熙生物护肤业务持续优化达播侧转向自营，销售费用率Q3同比降低2.47pct。

医美端 26Q3 销售费用率分化，但医美业务普遍因行业竞争加剧下新品推广、机构客户维护拓展需求增加等呈现销售费用率持续上升，其中锦波生物/爱美客同比分别+8.26/+4.74pct 至 24.86%/20.11%，费用投放明显加大；华熙生物/乐普医疗/朗姿股份同比分别-2.47/-1.80/-2.06pct 至 31.79%/15.55%/40.04%，费用管控相对较好。

图表27：流量费用持续高企，精细化管控缓解销售费用压力（单位：%）

美护端		2024Q1-Q3	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	2025Q3	2026Q3
丸美生物	销售费用率	54.85%	57.73%	61.58%	60.57%	70.09%
	管理费用率	3.65%	3.65%	4.13%	5.89%	5.96%
水羊股份	销售费用率	49.46%	50.47%	54.32%	54.67%	57.38%
	管理费用率	4.83%	4.83%	5.65%	6.82%	5.86%
珀莱雅	销售费用率	46.39%	49.67%	53.22%	49.91%	53.44%
	管理费用率	3.91%	3.91%	4.09%	6.49%	6.47%
贝泰妮	销售费用率	50.03%	53.06%	53.57%	50.65%	61.10%
	管理费用率	8.45%	8.45%	9.44%	12.34%	8.94%
敷尔佳	销售费用率	33.56%	47.88%	50.16%	46.31%	50.55%
	管理费用率	4.30%	4.30%	5.44%	5.39%	4.04%
福瑞达	销售费用率	36.47%	36.39%	42.17%	37.25%	40.26%
	管理费用率	4.25%	4.25%	4.88%	4.99%	4.71%
若羽臣	销售费用率	34.49%	48.90%	51.53%	54.52%	51.84%
	管理费用率	5.62%	5.62%	3.42%	3.37%	4.11%
润本股份	销售费用率	27.27%	29.93%	32.06%	29.09%	31.32%
	管理费用率	2.07%	2.07%	1.98%	2.40%	2.61%
上海家化	销售费用率	45.12%	45.66%	48.34%	49.89%	51.06%
	管理费用率	8.55%	8.55%	8.75%	10.38%	7.64%
拉芳家化	销售费用率	29.59%	35.98%	31.86%	35.33%	33.12%
	管理费用率	6.18%	6.18%	6.12%	4.83%	6.07%
医美端		**2024Q1-Q3**	**2025Q1-Q3**	**2026Q1-Q3**	**2025Q3**	**2026Q3**
锦波生物	销售费用率	17.38%	22.34%	26.10%	16.60%	24.86%
	管理费用率	11.48%	8.42%	10.88%	7.12%	10.18%
华熙生物	销售费用率	42.09%	35.32%	33.37%	34.26%	31.79%
	管理费用率	10.92%	10.92%	13.25%	15.94%	13.18%
爱美客	销售费用率	8.66%	12.39%	19.56%	15.37%	20.11%
	管理费用率	3.85%	3.85%	6.40%	8.82%	9.61%
乐普医疗	销售费用率	20.35%	16.62%	15.40%	17.35%	15.55%
	管理费用率	9.95%	9.95%	9.58%	10.29%	11.01%
朗姿股份	销售费用率	39.83%	40.77%	40.05%	42.10%	40.04%
	管理费用率	8.65%	8.65%	8.38%	8.66%	9.38%

来源：ifind，国金证券研究所

库存管理不断优化，部分双十一提前备货致库存短期增加。26Q3 存货周转天数同降幅度居前的公司为华熙生物/乐普医疗/锦波生物/水羊股份/拉芳家化，分别同降 60/21/22/18/12 天至 286/292/271/181/76 天，库存管理效率显著提升；上海家化/福瑞达/贝泰妮/敷尔佳亦分别同降 7/15/22/33 天至 87/97/188/164 天，周转效率持续改善。部分公司受双十一提前备货等因素影响，存货周转天数短期上升：爱美客/若羽臣/朗姿股份/珀莱雅分别同增 32/15/8/0.1 天至 217/106/195/119 天，其中爱美客在需求承压下库存消化放缓，若羽臣则因大促备货、跨境保健品销售增长小幅抬升。丸美生物同降 10 天至 100 天，整体保持平稳。随着各公司持续推进供应链优化，且双十一大促后备货逐步消化，库存管理效率有望进一步提升。

图表28：公司库存周转天数（单位：天）

美护端	24Q3	25Q3	26Q3
丸美生物	98.94	110.03	100.07

美护端	24Q3	25Q3	26Q3
水羊股份	206.09	199.39	181.39
珀莱雅	128.58	118.41	118.55
贝泰妮	231.70	210.66	188.32
敷尔佳	134.08	196.68	163.58
福瑞达	113.20	111.60	96.64
若羽臣	134.31	91.44	106.31
润本股份	67.56	66.29	63.41
上海家化	113.84	94.46	87.20
拉芳家化	110.44	88.18	76.01
医美端	**24Q3**	**25Q3**	**26Q3**
锦波生物	273.45	293.41	271.14
华熙生物	327.39	345.18	285.56
爱美客	128.90	184.60	216.88
乐普医疗	341.69	313.44	292.37
朗姿股份	183.76	186.95	195.02

来源：ifind，国金证券研究所

四、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，建议关注上游头部连锁化机构、需求扩容下具备强渠道能力的上游平台化标的；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；③重视品牌资产建设，穿越流量周期的高端定位标的。推荐高端国货标的毛戈平等，品牌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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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