

证券研究报告



消费端把握个护成长，制造端重视韧性标的 轻工&纺服行业 2026 年度中期投资策略

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

姓名 郭彬（分析师）

证书编号：S0790525090002

邮箱：guobin@kysec.cn

2026 年 5 月 20 日

1. 出口：外部环境边际向好，制造订单企稳修复，关注板块估值弹性

中美关税环境出现积极信号，海外主要经济体库存去化已接近尾声。受前期外部扰动及海外去库存周期影响，2025 年 4-12 月轻工出口品类整体增速阶段性承压。进入 2026 年，出口节奏随春节效应呈现平稳修复态势：1 月订单延续前期偏弱表现，2 月受节后集中交付及海外补库需求支撑，各品类出口增速普遍实现显著改善；3 月受高基数效应影响，增速阶段性回调。2025Q2-2026Q1 纺织制造企业经营表现呈现差异，内需相关企业表现稳健，部分出口依赖度较高的企业受海外需求波动影响业绩承压。整体来看，预计 2026 年二季度起行业订单将逐步企稳回升，出口制造企业业绩有望进入修复通道，板块估值具备提升空间。受益标的：匠心家居、依依股份、永艺股份、天振股份、共创草坪。

2. 内需-个护：品牌端国货崛起趋势明显，婴童端受益于供应链转移

1) 牙膏：赛道功效属性突出，消费升级驱动价格持续提升，国产品牌份额稳步扩张。2025 年中国牙膏市场零售规模 316.18 亿元，同比增长 2.6%；2025 年品牌 CR10 为 80.3%，外资品牌（好来、佳洁士等）份额持续下滑，冷酸灵、舒客等国产品牌份额趋势提升。推荐登康口腔（抗敏感牙膏绝对龙头，产品结构高端化升级顺利，电商渠道高速增长，线下渠道壁垒深厚）。

2) 卫生巾：市场规模稳健增长，头部品牌格局松动，国产二线品牌凭借电商红利与差异化新品快速崛起。2025 年中国女性卫生用品市场规模 1073.35 亿元，同比增长 2.2%；2025 年品牌 CR10 为 33.0%，外资及国产一线品牌份额下滑，自由点等品牌异军突起。推荐稳健医疗（旗下奈丝公主品牌电商增长迅速）、乐舒适（渠道拓展顺畅，产品结构持续优化，成长动能充足）。受益标的百亚股份（益生菌大单品持续放量，全国化扩张加速且外围市场已实现盈利，电商渠道有望全面修复）、

3) 湿巾：全球市场稳步增长，受益于宝洁、金佰利等国际客户供应链向中国转移，制造端企业在手订单充沛，业绩迎来拐点。2025 年全球湿巾零售市场规模 191.25 亿美元，同比增长 4.1%；中国市场规模 131.96 亿元，同比增长 2.2%。

3. 内需-纺织服装：品牌端国货崛起趋势明确，内外需共振驱动板块盈利边际改善

板块整体业绩企稳回升，2025 年 A 股纺织服装板块实现总营业收入 4887.71 亿元，同比增长 4.9%，扭转 2024 年同比下滑 3.2% 的趋势；实现归母净利润 182.71 亿元，同比微降 0.7%，经营基本面保持稳定。细分赛道表现分化，户外高景气领跑，男装表现稳健，女装、家纺边际改善；运动服饰为长逻辑确定性最强赛道，2020-2025 年行业复合增速达 7.0%，显著高于其他服饰品类，欧睿数据预计 2026E-2030E 仍将保持 5.2% 的复合增速，在消费弱复苏背景下具备相对优势。行业集中度持续提升，2025 年运动服饰行业 CR5 达 66.8%、CR10 超 78%，国产品牌份额稳步扩张，国际品牌持续下滑，国货替代空间广阔。

4. 风险提示：行业原材料价格大幅波动、国内外消费需求复苏不及预期、国际贸易政策不确定性风险

目 录

CONTENTS

1

出口：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性

2

内需：品牌端国货崛起趋势明确，消费复苏与供应链转移双轮驱动

- 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移

- 纺织服装：品牌端国货崛起趋势明确，内外需共振驱动板块盈利边际改善

3

风险提示

1.1 出口：外部环境边际向好，订单逐步改善，关注板块估值修复弹性

行业：关税环境边际向好，海外库存去化接近尾声，订单逐步改善，板块估值有望迎来催化

外部环境边际改善。中美关税环境出现积极信号，叠加美国消费市场刚需韧性较强，高性价比产品需求持续旺盛，为出口制造业带来基本面修复机会。

受前期外部扰动及海外去库存周期影响，2025 年 4-12 月轻工出口品类整体增速阶段性承压。进入 2026 年，出口节奏随春节效应呈现平稳修复态势：1 月订单延续前期偏弱表现，2 月受节后集中交付及海外补库需求支撑，各品类出口增速普遍实现显著改善；3 月受高基数效应影响，增速阶段性回调。展望后续，随着海外库存去化进入尾声、外部环境持续改善，预计 2026 年二季度起订单将逐步企稳回升，行业业绩有望进入稳步修复通道。

受益标的：匠心家居（业绩亮眼，电动沙发新客户、新系列放量，自主品牌打开空间）、依依股份（宠物尿垫代工主业稳健、收购品牌提升估值）、永艺股份（办公椅代工，低估值、利润修复弹性）、天振股份（PVC地板出口，订单持续修复）、共创草坪（人造草坪出口，行业供需改善，盈利修复）

表：2026年3月保温器皿、办公椅、功能沙发等产品出口同比跌幅居前

税则号	主要产品	涉及标的	2025年同比增速									2026年同比增速		
			4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
420100	宠物鞍具及挽具	源飞宠物	-12%	-4%	-12%	-9%	-20%	-11%	-17%	-17%	-15%	-8%	87%	-23%
44219990	猫爬架	天元宠物	-5%	-11%	-2%	0%	-7%	-7%	-13%	-16%	-10%	4%	61%	-22%
481890	宠物护理用品	依依股份	-26%	-11%	-12%	-16%	-24%	-7%	-22%	-3%	-18%	-13%	11%	-21%
570339	人工草坪	共创草坪	-16%	-17%	-18%	-10%	-13%	-14%	-24%	-3%	-8%	-3%	53%	-30%
961700	不锈钢真空保温器皿	嘉益股份、哈尔斯	8%	-7%	-5%	-5%	-16%	0%	-16%	-10%	-15%	-13%	78%	-44%
391810	PVC地板	海象新材、天振股份、爱丽家居	-11%	-15%	-21%	-12%	-16%	-8%	-24%	-9%	-27%	-18%	28%	-39%
848180	阀门、龙头、旋塞等	海鸥住工、建霖家居、松霖科技	18%	8%	7%	8%	4%	10%	-12%	3%	-1%	-6%	77%	-22%
940139	办公椅	恒林股份、永艺股份	0%	-11%	-7%	-4%	-9%	1%	-17%	-15%	-16%	-1%	71%	-42%
940161	功能沙发	匠心家居、顾家家居、永艺股份、敏华控股	-21%	-23%	-16%	-12%	-15%	-13%	-19%	-16%	-22%	-12%	39%	-43%
940310	智能升降桌等人体工学物品	乐歌股份	1%	-8%	4%	20%	5%	-1%	-9%	2%	-12%	-3%	87%	-32%
940320	智能电动床架及零部件	匠心家居、麒盛科技	-11%	-4%	3%	6%	0%	8%	-5%	0%	3%	11%	81%	-29%
940410/21/29	床垫	顾家家居、梦百合	6%	5%	14%	13%	7%	9%	6%	0%	6%	11%	64%	-25%
940490	枕头	梦百合	-5%	-9%	-6%	-6%	-11%	-7%	-15%	-11%	-14%	-8%	51%	-29%

数据来源：海关数据、开源证券研究所

- 2025Q2 以来，纺织制造企业业绩呈现分化走势。2025Q2-2025Q3，多数企业收入增速有所波动，部分出口型企业增速阶段性承压；2025Q3 受基数效应及补库边际效应减弱影响，增速有所放缓；2025Q4 至 2026Q1 企业业绩走势有所不同，内需相关企业表现稳健，部分出口依赖度较高的企业受海外需求波动影响业绩承压。

图：2026Q1 A股纺织制造企业经营表现呈现差异，南山智尚、富春染织收入增速亮眼

证券代码	证券名称	2026/5/20		年初至今	收入同比增速					归母净利润同比增速					扣非归母净利润同比增速				
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)		25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	趋势	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	趋势	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	趋势
300979.SZ	华利集团	434	37.2	-26.0%	9.0%	-0.3%	-3.0%	-19.4%		-16.7%	-20.7%	-22.7%	-49.6%		-12.7%	-14.8%	-22.6%	-51.8%	
002003.SZ	伟星股份	113	9.5	-16.2%	-9.2%	0.9%	6.7%	6.2%		-20.4%	3.0%	-20.2%	-7.2%		-18.8%	1.1%	-29.2%	-9.4%	
603055.SH	台华新材	76	8.5	-9.5%	-15.4%	-10.7%	-11.9%	-2.9%		-40.9%	-51.9%	5.0%	-19.3%		-57.3%	-75.9%	30.7%	6.5%	
601339.SH	百隆东方	121	8.1	39.2%	-13.7%	2.3%	14.4%	14.8%		42.0%	-11.2%	4369.9%	39.8%		85.9%	0.4%	392.2%	46.3%	
600987.SH	航民股份	71	7.0	1.0%	0.9%	-12.5%	-7.3%	-30.6%		5.0%	-5.0%	3.1%	2.1%		5.3%	-0.7%	9.2%	2.2%	
300577.SZ	开润股份	47	19.5	-8.8%	29.5%	8.2%	-3.5%	1.9%		-42.8%	25.6%	-11.6%	15.7%		21.1%	13.4%	-38.4%	31.6%	
300840.SZ	酷特智能	60	25.1	22.5%	-2.1%	-8.5%	-12.2%	4.3%		133.8%	-77.5%	93.9%	-19.4%		-17.4%	-54.3%	82.4%	-62.8%	
603889.SH	新澳股份	57	7.9	-1.0%	-0.4%	1.9%	19.4%	16.5%		-0.4%	2.8%	76.4%	18.6%		0.5%	11.1%	72.3%	15.2%	
000726.SZ	鲁泰A	45	6.1	-14.3%	-5.1%	-6.2%	-5.0%	-6.7%		109.1%	20.4%	-25.8%	-36.9%		-3.0%	10.7%	-49.7%	-20.4%	
002083.SZ	孚日股份	100	10.5	-11.4%	-9.5%	-7.2%	3.2%	3.3%		-9.8%	-56.3%	1068.5%	41.5%		-12.0%	-57.3%	1590.9%	33.4%	
300918.SZ	南山智尚	74	14.5	-21.8%	-11.4%	27.9%	25.3%	57.1%		-16.4%	-0.3%	-83.8%	-17.5%		-14.0%	-4.2%	-89.5%	-17.0%	
002404.SZ	嘉欣丝绸	37	6.7	-0.4%	0.3%	0.1%	16.4%	7.9%		-0.7%	-0.6%	215.2%	11.0%		-10.4%	8.9%	819.8%	29.5%	
603558.SH	健盛集团	42	12.2	11.8%	-1.5%	-5.2%	8.1%	2.8%		-2.2%	71.2%	56.0%	51.9%		-8.4%	7.3%	50.7%	30.0%	
300952.SZ	恒辉安防	60	34.9	-14.7%	12.8%	-19.8%	-12.7%	-4.1%		3.8%	-39.9%	-11.4%	-75.9%		-3.0%	-21.0%	-27.1%	-92.2%	
300993.SZ	玉马遮阳	36	11.8	-20.0%	5.4%	-0.3%	-12.2%	22.8%		-11.6%	-12.8%	-33.5%	-7.7%		-7.8%	-18.0%	-35.5%	-14.9%	
605080.SH	浙江自然	37	26.2	13.7%	0.7%	-30.4%	-3.0%	5.7%		-20.1%	-40.6%	-59.8%	-25.3%		-30.9%	-68.2%	-90.9%	-26.6%	
002674.SZ	兴业科技	43	14.5	-2.9%	7.2%	-10.3%	3.7%	-6.0%		-45.3%	-84.0%	93.5%	19.3%		-54.9%	-86.4%	106.6%	29.9%	
603307.SH	扬州金泉	30	43.6	11.0%	18.0%	-8.0%	-12.4%	12.3%		-30.4%	20.7%	-33.0%	8.2%		-35.8%	9.0%	-21.6%	16.7%	
605189.SH	富春染织	34	17.7	13.1%	-1.7%	11.6%	17.0%	30.3%		-84.1%	-50.9%	138.5%	1415.9%		-79.9%	-109.3%	431.3%	156.8%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1

出口：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性

2

内需：品牌端国货崛起趋势明确，消费复苏与供应链转移双轮驱动

- 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移

- 纺织服装：品牌端国货崛起趋势明确，内外需共振驱动板块盈利边际改善

3

风险提示

2.1 牙膏：消费升级趋势明显，国产品牌份额持续提升

仅供内部参考，请勿外传！

行业：牙膏赛道功效属性明显，国货积极推动产品结构升级、发力电商，快速崛起

行业规模基本趋稳。2025 年中国牙膏市场零售规模 316.18 亿元，同比增长 2.6%

消费升级驱动价格提升。2024 年牙膏（120g）价格为 11.69 元，同比增长 0.4%，2014-2024 年 CAGR 为 3.6%

国产品牌份额提升。2025 年品牌 CR10 为 80.3%，外资品牌（好来、佳洁士等）份额有所下滑，而国产品牌（冷酸灵、舒客）份额趋势提升

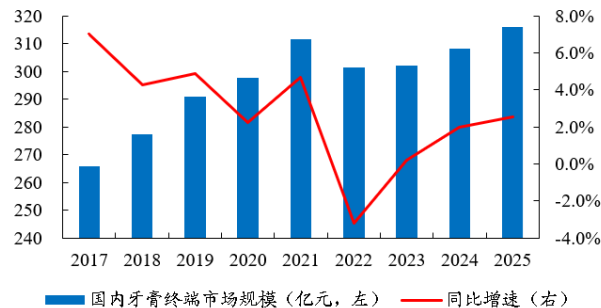
推荐标的：登康口腔（冷酸灵）产品结构升级明显、积极发力电商打造爆品，线下渠道壁垒深厚，中长期业绩成长动能充沛

表：2025 年中国牙膏市场品牌 CR10 达 80.3%

排名	品牌名称	企业名称	所属国家	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	云南白药	云南白药	中国	19.9%	21.0%	21.6%	21.4%	21.0%	20.8%
2	好来（原黑人）	好来化工	合资	17.2%	16.8%	17.0%	15.5%	14.4%	13.3%
3	高露洁	高露洁	美国	9.8%	9.6%	9.6%	9.4%	9.4%	9.5%
4	佳洁士	宝洁	美国	12.5%	11.8%	11.6%	11.2%	10.0%	9.1%
5	舒客	薇美姿	中国	7.8%	7.8%	7.3%	6.9%	7.5%	8.0%
6	冷酸灵	登康口腔	中国	5.7%	6.2%	7.1%	7.3%	7.8%	8.3%
7	舒适达	葛兰素史克	英国	-	-	3.7%	3.9%	4.1%	4.2%
8	狮王	狮王	日本	1.9%	2.1%	2.3%	3.0%	2.5%	2.4%
9	中华	联合利华	美国	3.7%	3.2%	2.9%	2.7%	2.3%	2.5%
10	纳爱斯	纳爱斯	中国	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.4%	2.2%
CR10				81.4%	81.3%	85.8%	83.9%	81.4%	80.3%

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图：2025 年中国牙膏市场规模为 316.18 亿元



国内牙膏终端市场规模（亿元，左） 同比增长率（右）

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图：中国牙膏市场价格趋势提升



数据来源：同花顺、开源证券研究所

登康口腔：抗敏品牌标签突出，积极发力电商打造爆品，产品结构升级顺利，线下渠道壁垒深厚，成长逻辑持续的消费品公司

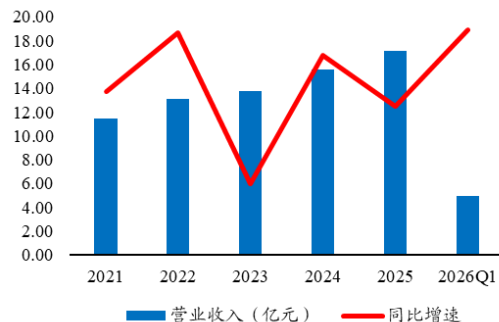
公司成功打造“冷酸灵”品牌资产，尤其在抗敏领域占据绝对优势；实际控制人为重庆国资委；业绩持续稳健增长，2025 年实现营业收入 17.16 亿元，同比增长 10.0%；归母净利润 1.81 亿元，同比增长 12.3%。2026Q1 经营延续向好态势，实现营收 4.95 亿元、同比增长 15.1%，归母净利润 0.52 亿元、同比增长 20.0%，增速环比显著提升。

产品结构持续高端化升级，带动盈利水平稳步改善。公司重点推广高毛利医研、专研系列产品修护、重组角蛋白等高端单品相继成为标杆爆款，产品结构优化逻辑清晰。2025 年公司毛利率提升至 52.2%，同比提升 2.8 pct；2026Q1 毛利率上升至 52.6%，净利率稳定在 10.5%，高端大单品放量持续拉动盈利中枢抬升。

公司积极加码全平台电商布局，天猫、抖音、京东多渠道协同发展，已跑通线上投流孵化爆品、线下承接全域放量的成熟迭代路径。2021-2025 年电商收入复合年增长率达 40.7%，2025 年实现电商收入 5.88 亿元，同比增长 22.3%，收入占比达 34.3%；

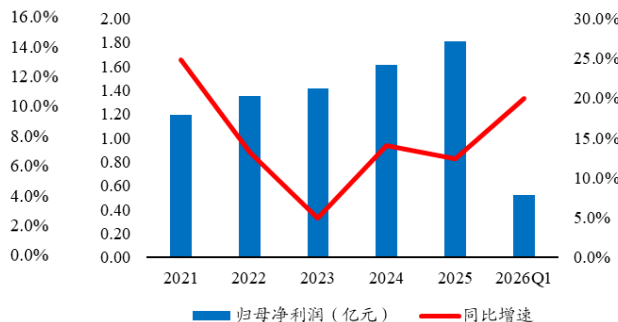
线下渠道壁垒深厚。公司搭建层次分明、全面覆盖的经/分销销售网络体系，通过在全国 31 个省、自治区、直辖市以及 2,000 余个区/县的经分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖其中特别是针对最广阔的县域乡镇市场

图：2026Q1 公司收入同比增长 15.1%



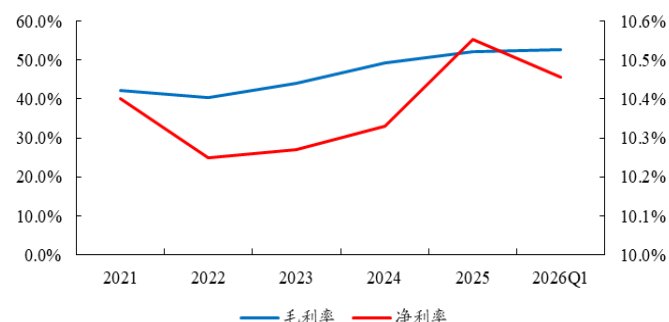
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q1 归母净利润同比增长 20.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q1 公司净利率稳定在 10.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业：头部品牌份额下滑，国货把握电商红利、积极推新品，份额快速提升

市场规模稳健增长。2025 年中国女性卫生用品市场规模为 1073.35 亿元，同比增长 2.2%，市场整体呈稳健增长

消费升级推动片单价提升。2025 年我国卫生巾片单价为 0.95 元/片，同比增长 2.0%

头部份额下滑，国产二线崛起。2025 年品牌 CR10 为 33.0%，外资品牌（苏菲、护舒宝、高洁丝等）及国产一线品牌（七度空间）份额有所下滑，而国产二线品牌（自由点）份额快速崛起

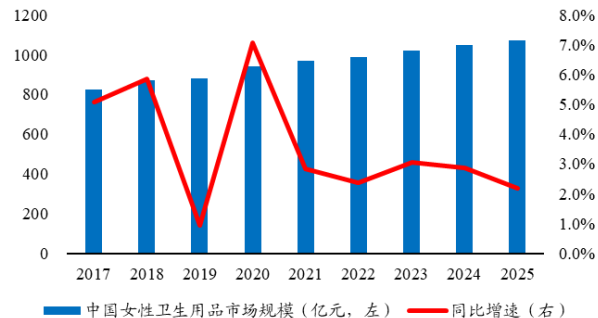
受益标的：看好国货把握电商、新品红利，持续提升份额，中长期成长性较强，受益标的百亚股份、稳健医疗、乐舒适

表：2025 年中国女性卫生用品市场品牌 CR10 达 33.0%

排名	品牌名	企业名	国家	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	苏菲	尤妮佳	日本	12.4%	12.0%	10.5%	9.7%	8.9%	7.5%
2	七度空间	恒安集团	中国	10.2%	9.1%	9.0%	8.8%	8.3%	7.2%
3	护舒宝	宝洁	美国	5.7%	5.6%	5.2%	4.7%	4.2%	4.0%
4	高洁丝	金佰利	美国	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%	3.6%
5	自由点	百亚股份	中国	1.3%	1.5%	1.7%	2.1%	2.8%	3.3%
6	ABC	广东荣兴	中国	3.2%	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%	2.0%
7	乐而雅	花王	日本	2.3%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.9%
8	洁婷	豪悦护理	中国	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%
9	薇尔	Essity AB	瑞典	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	1.1%
10	Free	广东荣兴	中国	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%
CR10				40.7%	39.7%	37.9%	36.6%	35.2%	33.0%

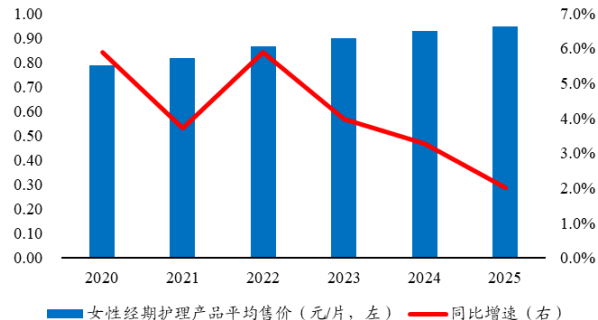
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图：2025 年中国女性卫生用品市场规模为 1073.35 亿元



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图：中国女性卫生用品平均售价趋势提升



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

百亚股份：益生菌大单品持续放量，全国化加速且外围已盈利，电商有望修复，利润率拐点已现，成长性消费个股

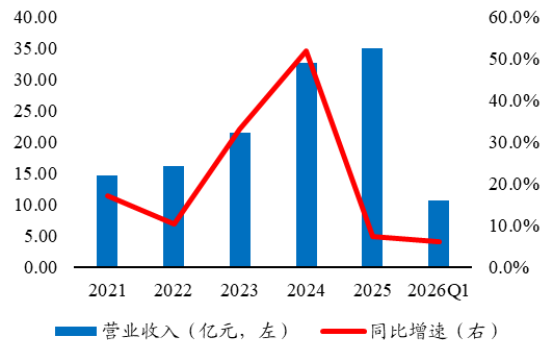
2023 年公司推出益生菌系列爆品，大单品破圈拉新效果显著。2025 年自由点产品收入 33.41 亿元同比 + 10.0%，其中大健康系列收入同比 + 36.3%；2026Q1 自由点收入 10.26 亿元同比 + 7.8%。产品结构优化推动毛利率提升，2025 年综合毛利率 54.3%、自由点毛利率 56.2%，2026Q1 分别升至 58.5%、59.7%。自由点品牌 2025 年市占率全国第三、本土第二。

线下深耕核心五省，全国化扩张加速推进。公司深耕川渝云贵陕五省，在川渝位列第一、云贵陕位列第二，核心五省稳健增长；外围市场锁定“广东、湖南、湖北、江苏、河北”等省份作为重点区域，积极进行全国化扩张，外围市场快速放量，成为中长期成长动力的主要来源。2025 年线下收入 20.62 亿元同比 + 27.6%。其中核心五省收入 12.29 亿元同比 + 3.91%，占比 35.2%；外围市场聚焦九大重点省份，收入 8.34 亿元同比 + 92.3%，占比 23.9% 且 2025 年整体实现盈利。

电商有望逐步修复。2023-2024 年公司电商收入连续翻倍增长。2025 年受“3·15”舆情、平台策略调整及费用效率影响，电商收入 13.43 亿元同比 - 11.9%。公司随即优化渠道结构与费用投放，2026Q1 电商收入 3.12 亿元，同比降幅大幅收窄且基本实现盈亏平衡，预计 2026 年电商渠道将全面修复。

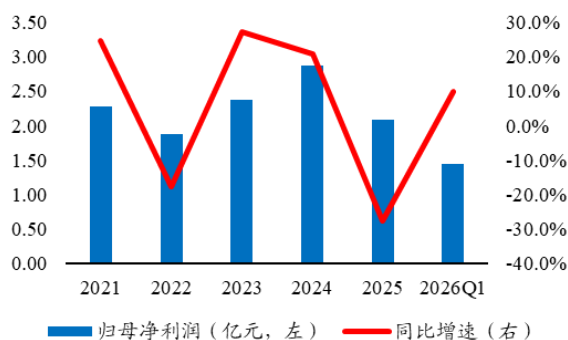
利润率拐点已现，从收入驱动向利润驱动切换。线下外围市场已实现整体盈利，电商渠道基本跨过盈亏平衡点，盈利能力改善。

图：2026Q1 收入同比增长 6.0%



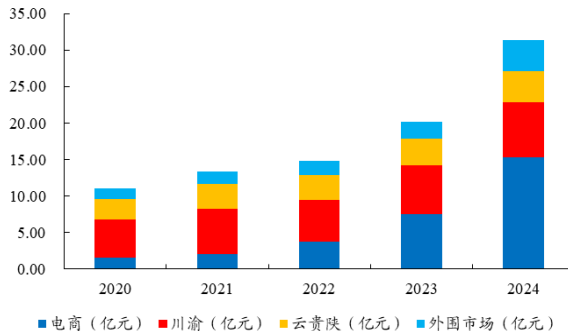
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q1 归母净利润同比增长 10.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2024 年公司电商收入 15.25 亿元



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

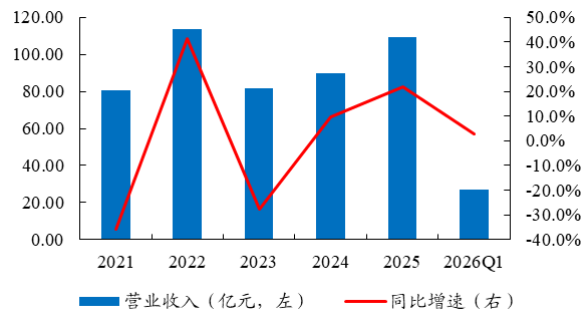
稳健医疗：医疗 + 消费双轮驱动，奈丝公主高增 + 医疗业务提速，盈利稳步改善，成长确定性强

2025 年业绩高增，2026Q1 延续稳健态势。2025 年公司实现营收 109.49 亿元，同比增长 22.0%；归母净利润 7.68 亿元，同比增长 10.4%。2026Q1 实现营收 26.79 亿元，同比增长 2.8%；归母净利润 2.51 亿元，同比增长 1.2%。消费端全棉时代 2025 年营收 57.5 亿元，同比增长 15.2%；其中奈丝公主卫生巾收入 10.2 亿元，同比大增 45.5%，跃升为第二大单品；棉柔巾作为核心大单品，收入 17.6 亿元，同比增长 13.0%。医疗端 2025 年营收 51.1 亿元，同比增长 31.0%，手术室耗材收入 15.2 亿元，同比大增 83.4%，增长动能强劲。2025 年公司整体毛利率 47.6%，消费板块毛利率 57.3%，同比提升 1.4 个百分点，产品结构优化持续推高盈利水平。

渠道多元突破，新渠道增长亮眼。消费端线上抖音等兴趣电商 2025 年收入同比增速超 60%，线下山姆、胖东来等优质商超渠道收入同比增速超 40%，渠道结构持续优化。医疗端全球化布局深化，2025 年海外收入 28.5 亿元，美国、越南等海外产能逐步落地，有效支撑海外订单拓展。

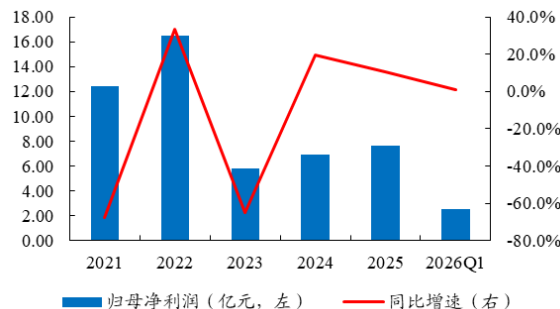
双主业协同发力，盈利修复动能充足。消费端奈丝公主卫生巾持续放量、渠道效率提升，医疗端高端敷料与手术室耗材加速渗透，叠加并购整合逐步落地、费用率优化，2026 年起利润端有望持续修复，成长逻辑清晰。

图：2026Q1 收入同比增长 2.8%



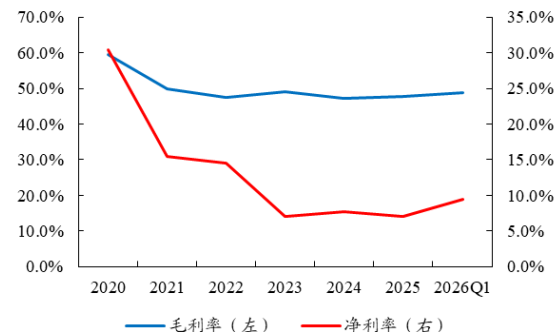
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q1 归母净利润同比增长 1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q1 毛利率/净利率分别为 48.9%/9.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

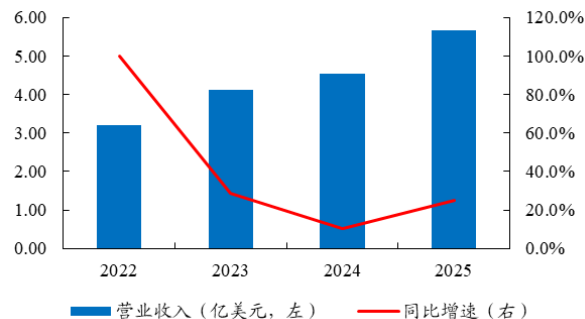
乐舒适：非洲卫生用品龙头，卫生巾第二曲线高增，本地制造+全球渠道双轮驱动，利润率稳步上行，出海成长标杆

2025 年公司量价齐升，业绩高速增长。全年实现营收 5.67 亿美元，同比增长 24.9%；归母净利润 1.21 亿美元，同比增长 27.4%。卫生巾作为第二增长曲线，2025 年收入 0.99 亿美元，同比增长 27.9%，增速高于整体，收入占比提升至 17.5%；纸尿裤主业稳健，收入 4.46 亿美元，同比增长 23.1%。产品结构优化带动毛利率提升，2025 年综合毛利率 35.9%，同比提升 0.6 个百分点。非洲市场份额领先，按销量计算，2024 年乐舒适纸尿裤、卫生巾市占率分别达 20.3%、15.6%，均位居非洲第一。

本地制造深耕非洲，新兴市场（拉美）加速拓展。公司采取“工厂+渠道”双下沉策略，在非洲布局 9 座工厂、66 条生产线，本地生产降本增效。2025 年非洲核心市场稳健增长，东非、西非收入分别同比增长 23.9%、18.4%；拉美市场成为新增长极，收入同比增长 134.3%，秘鲁等重点区域快速放量。渠道覆盖 30 余国，2025 年经销商渠道收入 1.98 亿美元，同比增长 36.0%，增速显著领先。

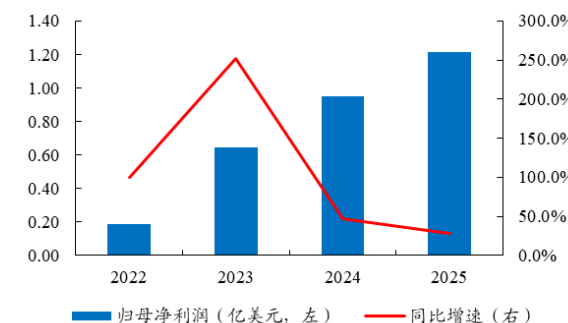
新兴市场红利持续释放，盈利修复动能充足。非洲、拉美卫生用品渗透率偏低，弗若斯特沙利文预测 2025-2029 年行业复合增速为 7.9%、3.0%，成长空间广阔。公司本地化模式可复制，产能持续扩张（2025 年新增 1 座工厂），叠加规模效应与费用优化，2025 年净利率 21.4%，同比提升 0.4 个百分点，盈利水平稳步抬升，成长逻辑清晰。

图：2025 年收入同比增长 24.9%



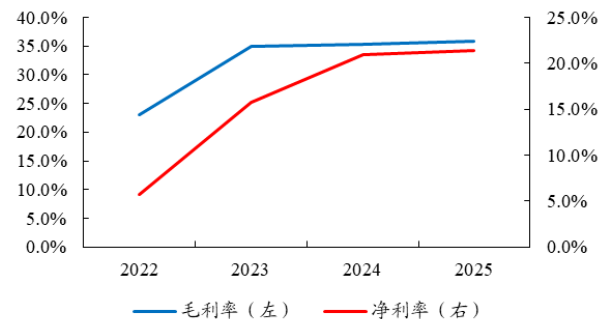
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2025 年归母净利润同比增长 27.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2025 年毛利率/净利率分别为 35.9%/ 21.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业：受益下游金佰利、宝洁等国际客户供应链转移，制造公司订单充沛，迎来拐点

全球市场稳步增长。2025 年全球湿巾零售市场规模 191.25 亿美元，同比增长 4.1%

宝洁、金佰利位列全球第一、第二。2025 年全球湿巾公司 CR10 为 39.9%，其中宝洁、金佰利湿巾份额分别为 13.3%、10.5%

中国市场较为分散，代工企业迎来大客户订单。2025 年中国湿巾零售市场规模 131.96 亿元，同比增长 2.2%，品牌 CR10 为 50.7%；制造端，洁雅股份、诺邦股份为主要湿巾代工企业

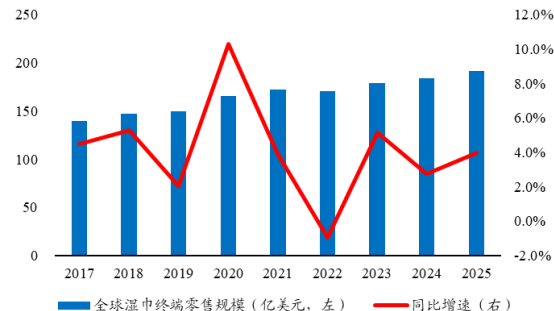
受益标的：洁雅股份（受益于国际品牌客户由自产切换为代工，在手订单充沛催化业绩拐点）；诺邦股份（无纺布、湿巾制造端修复，口含烟打开空间）；延江股份（大客户订单催化，无纺布业务迎来爆发）

表：2025 年全球湿巾市场品牌 CR10 达 39.9%

排名	公司	所属国家	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	宝洁Procter & Gamble Co, The	美国	13.9%	13.9%	14.1%	14.0%	13.9%	13.3%
2	金佰利Kimberly-Clark Corp	美国	10.6%	10.8%	11.4%	11.3%	11.3%	10.5%
3	高乐氏Clorox	美国	4.4%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%	3.4%
4	科赴Kenvue（隶属强生）	美国	-	-	-	3.1%	3.0%	3.0%
5	利洁时集团Reckitt	英国	2.6%	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%	1.9%
6	恒安国际	中国	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
7	花王Kao Corp	日本	2.9%	2.5%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%
8	Essity AB	瑞典	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	1.5%	1.6%
9	Dude Products Inc	美国	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%	1.5%
10	拜尔斯道夫Beiersdorf AG	德国	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
CR10			39.6%	39.4%	39.5%	42.0%	41.3%	39.9%

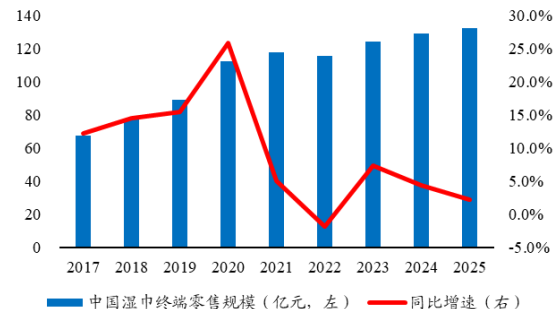
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图：2025年全球湿巾终端零售规模为191.25亿美元



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图：2025年中国湿巾市场终端零售规模为131.96亿元



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1

出口：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性

2

内需：品牌端国货崛起趋势明确，消费复苏与供应链转移双轮驱动

- 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移

- 纺织服装：品牌端国货崛起趋势明确，内外需共振驱动板块盈利边际改善

3

风险提示

2.4 板块表现：收入端先于利润端修复，盈利边际改善

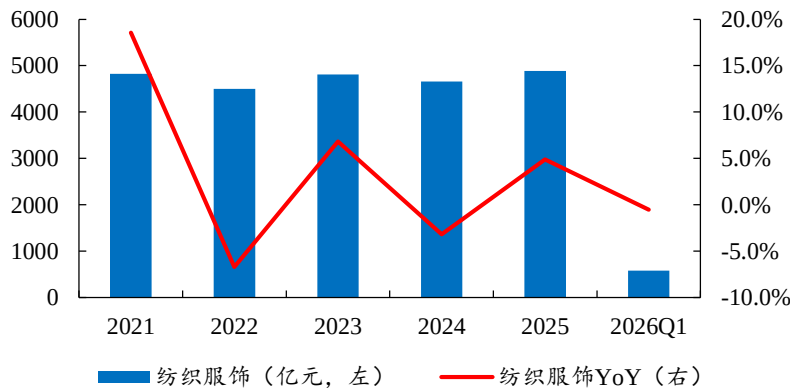
仅供内部参考，请勿外传！

纺织服装：2025 年营收恢复增长，2026Q1 业绩企稳，内外需共振驱动估值修复

行业外部环境持续向好。国内促消费政策持续发力，居民消费信心逐步回升，纺织服装作为刚需消费品需求韧性较强；同时中美关税环境出现积极信号，海外库存去化接近尾声，出口订单有望逐步回暖，内外需共振为行业基本面修复提供有力支撑。

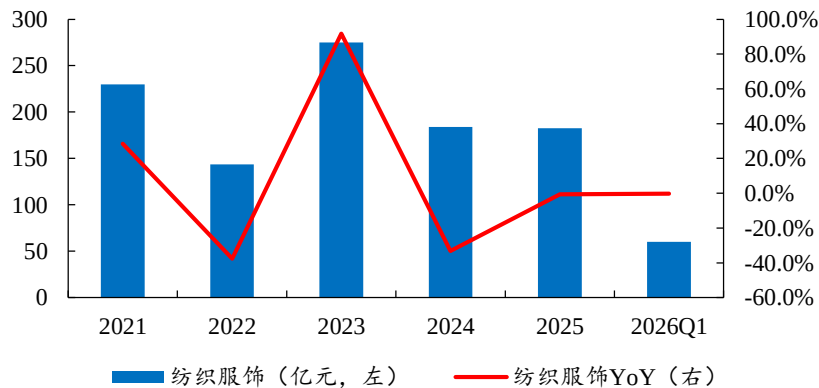
板块业绩呈现企稳回升态势。2025 年 A 股纺织服装板块实现总营业收入 4887.71 亿元，同比增长 4.9%，成功扭转 2024 年同比下滑 3.2% 的趋势；实现归母净利润 182.71 亿元，同比微降 0.7%，整体经营基本面保持稳定。2026 年第一季度，板块实现总营业收入 583.81 亿元，同比微降 0.5%；实现归母净利润 60.26 亿元，同比微降 0.2%，利润降幅显著小于营收降幅，显示板块整体盈利能力正在边际改善。

图：2026Q1 A股纺织服装板块实现营业总收入 583.81 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026Q1 A股纺织服装板块实现归母净利润 60.26 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

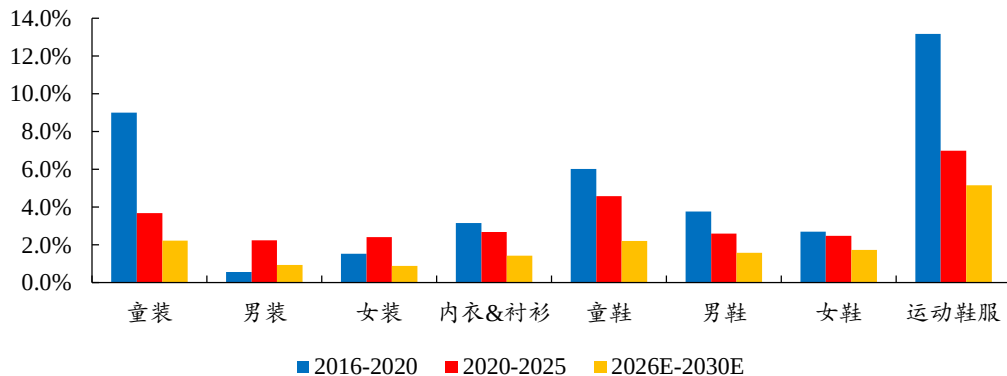
图：2026Q1 服饰家纺企业内外销需求回暖，日播时尚、三夫户外等企业收入利润改善明显

分类	证券代码	证券名称	2026/5/20	2026/5/20	年初至今	收入同比增速					归母净利润同比增速					扣非归母净利润同比增速						
			总市值 (亿元)	收盘价 (元)		涨幅	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	趋势	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	趋势	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
男装	600398.SH	海澜之家	291	6.1	6.6%	3.6%	3.7%	5.8%	7.7%		-13.9%	3.9%	21.0%	1.5%		-45%	5.5%	1%	4%	15%	2.1%	
	601566.SH	九牧王	69	12.0	-8.6%	-5.4%	-8.3%	-7.6%	5.7%		70.0%	59.7%	-138.3%	-63.8%		2%	-24.4%	41%	6%	-51%	10.1%	
	002832.SZ	比音勒芬	114	20.1	34.0%	22.3%	3.2%	10.8%	18.4%		-29.3%	-27.4%	-471.8%	16.5%		-93%	-8.7%	-35%	-32%	-929%	17.9%	
	002154.SZ	报喜鸟	64	4.4	14.0%	-3.5%	3.1%	4.5%	10.5%		-71.4%	-45.7%	32.7%	39.0%		-37%	-30.4%	-102%	-68%	24%	5.7%	
	002029.SZ	七匹狼	72	10.2	-7.3%	-6.6%	-11.2%	3.4%	4.9%		-86.3%	392.8%	-243.4%	-66.7%		-24%	-36.4%	-165%	66%	-102%	302.6%	
	600177.SH	雅戈尔	346	7.5	-0.6%	-3.5%	-38.0%	-17.0%	3.1%		-2.8%	-2.0%	-61.6%	14.7%		-61%	-12.9%	-3%	-11%	-70%	9.4%	
女装	003016.SZ	欣贺股份	33	7.9	18.1%	6.8%	10.0%	9.8%	7.1%		977.1%	87.3%	119.8%	191.5%		-61%	-32.1%	156%	84%	95%	303.7%	
	301088.SZ	戎美股份	38	16.8	-2.0%	-10.3%	-0.6%	-23.7%	-24.6%		-15.3%	-67.5%	-15.0%	-32.2%		61%	-25.0%	70%	-123%	-42%	-77.1%	
	603196.SH	日播时尚	116	27.8	9.0%	-11.6%	-6.0%	-2.1%	95.8%		257.3%	138.8%	78.5%	214.9%		-2704%	152.0%	74%	112%	76%	252.4%	
	603518.SH	锦泓集团	32	9.4	-3.6%	-4.6%	-0.6%	-7.1%	-3.3%		-21.8%	-97.2%	-22.4%	24.5%		29%	-23.0%	-16%	-283%	-25%	21.3%	
	603587.SH	地素时尚	62	13.1	-1.8%	-0.7%	-1.1%	-2.4%	6.2%		-22.1%	16.6%	-0.4%	21.8%		-89%	-14.5%	-37%	8%	232%	22.9%	
	603808.SH	歌力思	35	9.7	13.6%	-2.6%	-8.1%	-5.1%	7.8%		50.3%	176.9%	115.5%	0.1%		-597%	1.4%	39%	123%	110%	110.6%	
休闲	603839.SH	安正时尚	31	7.9	-3.2%	11.9%	10.2%	24.6%	11.3%		-160.2%	-72.6%	-91.6%	31.9%		-282%	206.4%	-1748%	-100%	-77%	23.9%	
	002269.SZ	美邦服饰	40	1.6	15.9%	-38.0%	-7.7%	-22.2%	-4.7%		-59.2%	-216.2%	27.0%	-75.7%		32%	-72.7%	-1103%	-14%	30%	-21.9%	
	002563.SZ	森马服饰	155	5.8	8.8%	9.0%	7.3%	0.4%	12.0%		-46.3%	4.5%	-7.0%	45.2%		42%	-42.7%	-49%	13%	-6%	54.1%	
家纺	603877.SH	太平鸟	64	13.6	-6.4%	-8.2%	-5.5%	-6.3%	-0.7%		-471.5%	22.0%	-3.1%	10.3%		-13%	-20.7%	-67%	8%	-9%	33.5%	
	002293.SZ	罗莱生活	91	10.9	6.5%	6.8%	9.9%	7.0%	5.9%		4.9%	50.1%	4.9%	30.5%		28%	22.1%	-10%	42%	1%	29.3%	
	002327.SZ	富安娜	59	7.1	5.5%	-15.3%	-7.6%	-14.8%	14.3%		-47.7%	-28.7%	-29.0%	15.1%		13%	-53.4%	-50%	-23%	-37%	24.2%	
	002397.SZ	梦洁股份	41	5.5	35.5%	-10.9%	9.8%	12.0%	7.9%		35.9%	-97.3%	1126.3%	108.4%		108%	70.0%	45%	94%	763%	54.0%	
	603365.SH	水星家纺	51	19.6	-6.0%	11.7%	20.2%	2.8%	5.7%		-2.6%	43.2%	11.2%	17.1%		31%	-9.8%	-43%	54%	14%	16.4%	
户外	002780.SZ	三夫户外	26	15.7	9.6%	15.7%	20.7%	23.4%	36.0%		-46.4%	1034.0%	206.9%	141.9%		-233%	3337.5%	-3%	2935%	188%	150.0%	
	603908.SH	牧高笛	21	23.0	-1.4%	-43.4%	-13.2%	-13.7%	-19.8%		-65.3%	-179.5%	-717.6%	-33.3%		-220%	-14.4%	-68%	-83%	-570%	-22.8%	
	300005.SZ	探路者	149	16.8	55.2%	-8.7%	-24.9%	-11.6%	39.4%		-304.0%	-20.3%	842.2%	14.4%		92%	-27.8%	-326%	13%	-329%	32.4%	
童装	002875.SZ	安奈儿	49	23.0	38.6%	-18.3%	-2.4%	-6.8%	12.5%		51.7%	28.6%	-4.6%	280.2%		-64%	-191.9%	48%	28%	-10%	259.1%	
	301276.SZ	嘉曼服饰	34	25.9	13.7%	4.7%	2.1%	-0.5%	16.6%		-50.4%	-69.8%	-43.6%	12.7%		23%	-15.4%	-64%	-132%	-45%	18.3%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

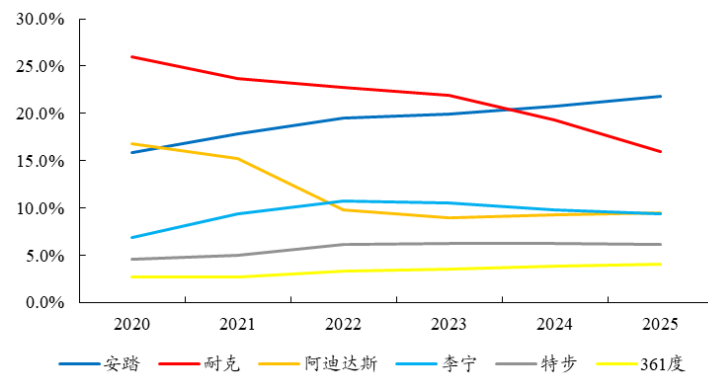
- **运动服饰仍是长逻辑确定性最强的服饰细分赛道。**根据欧睿数据，2020-2025 年中国运动鞋服行业复合增速达 7.0%，显著高于其他服饰品类；预计 2026E-2030E 行业仍将保持 5.2% 的复合增速，在消费整体弱复苏背景下具备相对优势。增长核心动力来自于全民体育运动参与度提升、细分户外健身项目渗透率提高以及国家体育产业政策持续推动。
- **行业集中度持续提升，龙头壁垒深厚。**运动鞋服行业集中度显著高于其他服饰领域，2025 年行业 CR5 达 66.8%，CR10 超 78%。2020-2025 年市场格局呈现明显的“国进外退”趋势：国际品牌市占率持续下滑，耐克从 2020 年的 26.0% 降至 2025 年的 16.0%，阿迪达斯从 16.8% 降至 9.5%；国产品牌稳步扩张，安踏市占率从 15.9% 升至 21.8%，361 度从 2.7% 升至 4.0%，实现连续五年增长。
- **国货崛起趋势明确，替代空间广阔。**国潮已形成长期消费趋势，90 后、95 后及 00 后消费者对国产品牌的好感度和接受度持续提升。随着国产品牌在产品研发、品牌营销和渠道建设方面的不断投入，产品力与国际品牌的差距逐步缩小。2025 年，耐克、阿迪达斯合计市占率仍达 25.5%，未来仍有较大的市场份额可被国产品牌替代，头部国货企业增长动力充足。

图：运动鞋服 2026-2030E 终端零售额的复合增速仍领先于其他细分赛道



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图：2020-2025 年安踏市占率从 15.9% 升至 21.8%



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

- **登康口腔 (001328.SZ):** 抗敏品牌标签鲜明，品牌资产积淀深厚，重庆国资背景加持经营稳健。产品结构持续高端化升级，高端医研系列单品表现亮眼，带动盈利水平稳步改善。全平台电商布局成熟，已跑通线上爆品孵化 + 线下全域承接的增长路径，线下渠道网络覆盖广泛，县域乡镇市场渗透持续深化。
- **稳健医疗 (300888.SZ):** 医疗与消费双主业协同发展，成长动能充足。消费端奈丝公主系列快速增长，兴趣电商与优质商超等新渠道表现突出，产品矩阵不断丰富。医疗端业务增长强劲，高端敷料与手术室耗材加速渗透，全球化布局持续深化，叠加费用率优化，盈利修复空间广阔。
- **乐舒适 (2698.HK):** 本地制造与全球渠道双轮驱动，盈利能力稳步提升。非洲核心市场深耕细作，"工厂 + 渠道" 双下沉策略成效显著。拉美市场成为全新增长极，重点区域快速放量。本地化经营模式可复制性强，产能持续扩张，新兴市场红利有望持续释放。

表：推荐标的盈利预测汇总表

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS		PE		
			2026/5/20	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
001328.SZ	登康口腔	买入	30.28	1.3	1.5	1.8	23.8	19.9	16.7
300888.SZ	稳健医疗	买入	30.04	1.7	2.0	2.2	17.4	14.9	13.8
2698.HK	乐舒适	买入	22.80	1.6	1.8	2.2	14.6	12.4	10.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：所有盈利预测数据均来自 Wind 一致预测）

目录

CONTENTS

1

出口：外部环境边际向好，关注板块估值修复弹性

2

内需：品牌端国货崛起趋势明确，消费复苏与供应链转移双轮驱动

- 个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移

- 纺织服装：品牌端国货崛起趋势明确，内外需共振驱动板块盈利边际改善

3

风险提示

■ 行业原材料价格大幅波动风险

轻工纺织行业上游依赖大宗商品，棉花、化纤、纸浆、塑料、钢材等核心原材料价格受地缘政治、气候条件及全球供需关系影响波动剧烈。若原材料价格持续上涨，而企业无法及时向下游传导成本压力，将直接挤压家居、个护、纺织制造等多个细分领域的盈利空间。

■ 国内外消费需求复苏不及预期风险

国内居民消费信心恢复仍需时间，可选消费需求存在波动；海外主要经济体经济增长放缓，消费者购买力下降。这将同时影响纺织服装、家居装饰、文具玩具等轻工纺织全品类的终端需求，导致品牌商去库存周期延长、补库意愿减弱，进而影响行业整体订单量和业绩表现。

■ 国际贸易政策不确定性风险

尽管中美关税环境出现边际改善，但全球贸易保护主义仍在抬头。欧盟将于 2026 年 7 月实施纺织品禁毁令及数字产品护照制度，将增加出口企业的合规成本和供应链复杂度；同时其他国家可能出台新的贸易限制措施，对行业出口造成不利影响。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券