

轻工行业2026年中报业绩综述

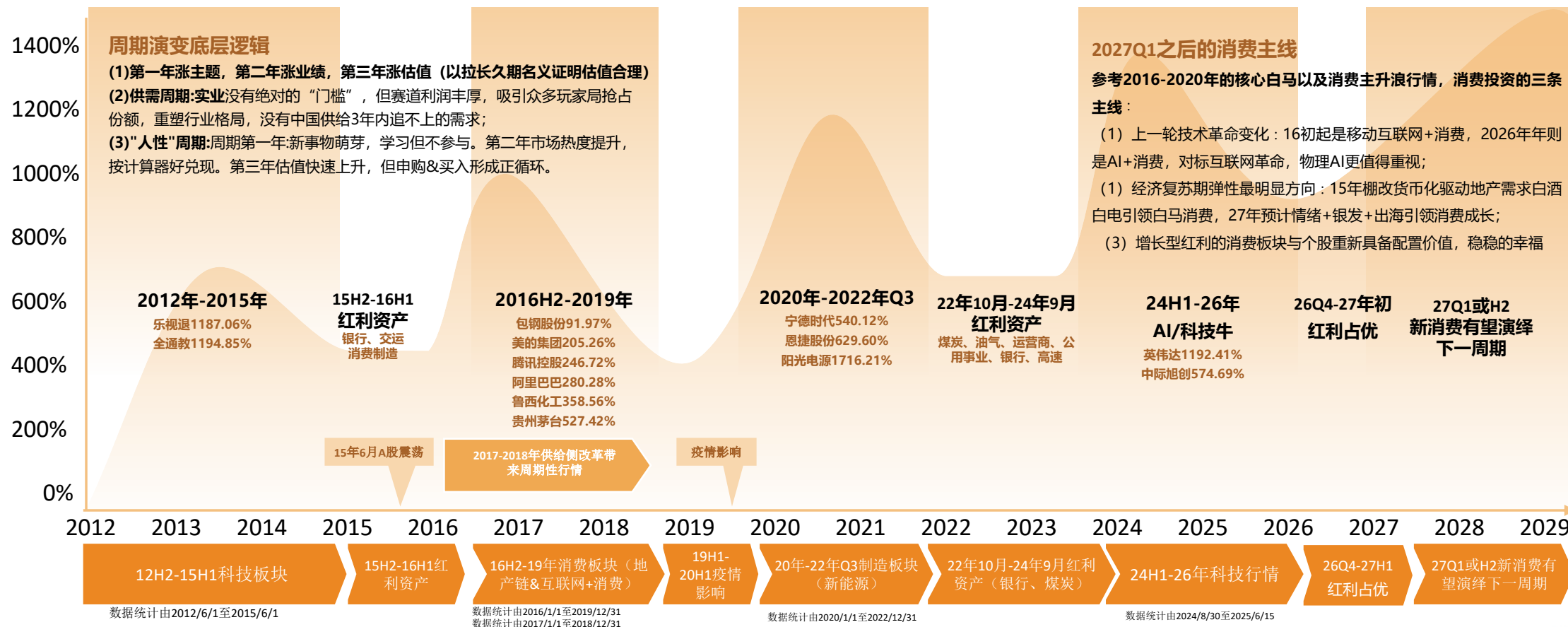
表现分化，聚焦出口、AI消费、低估白马

分析师：赵中平 执业编号：S1130524050003
分析师：毕先磊 执业编号：S1130526040001
分析师：储天舒 执业编号：S1130526080005
联系人：谢俪丹 xielidan@gjzq.com.cn
联系人：叶秋含 yeqiuhan@gjzq.com.cn

2026年9月1日

对标2016年移动互联网+消费行情，26年AI+消费即将启幕

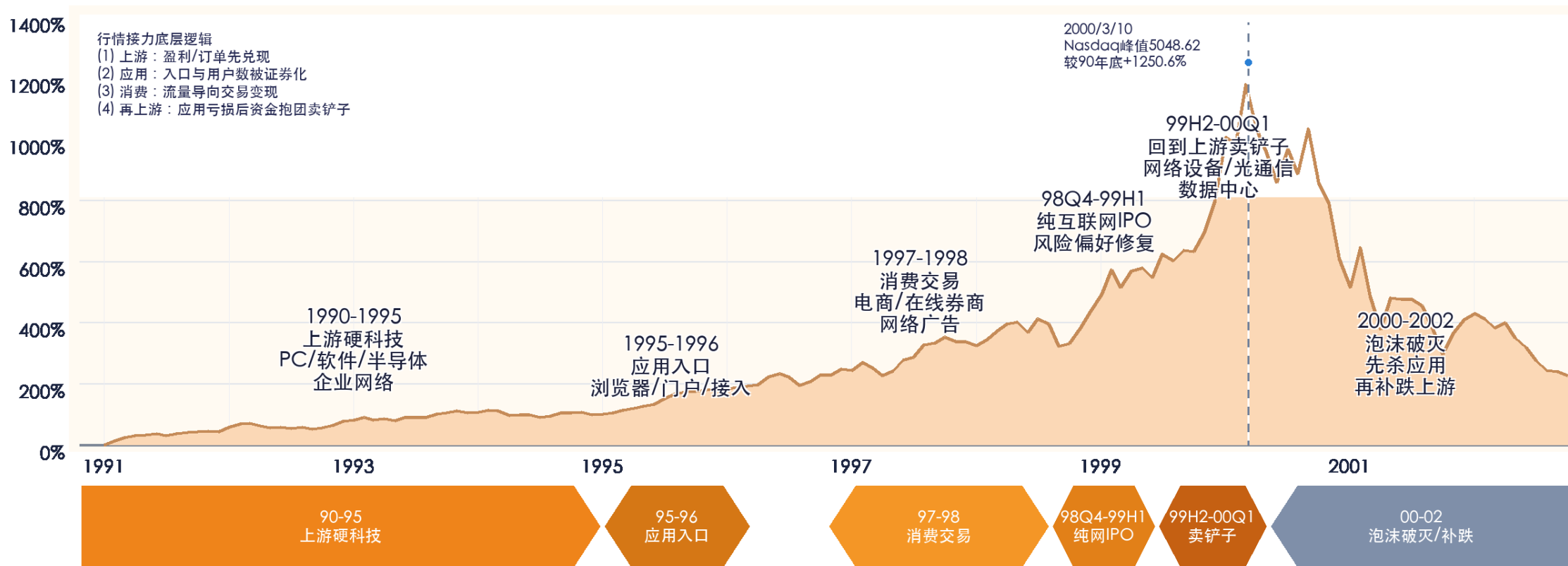
- 若无互联网级别产业创新周期，A股是非常典型的3-4年轮动主线行情+1-2年红利行情交织的市场。若把本轮24-26年AI上游行情类比2012-2015年H1移动互联网行情，则26H2AI+消费有望对标当时移动互联网+消费龙头（腾讯、阿里，美团，百度等）在26H2进入主升浪；若科技板块后续进入调整且地产企稳，红利消费白马龙头预计26Q4-27Q1具备配置性价比，27年情绪价值+消费出海+银发经济等新消费有望引领新消费成长。



对标互联网：上游极致演绎后向下游应用传导，末期回上游

• 若本轮AI行情堪比互联网级别是演绎超过5年，历史复盘显示：1990-2000年互联网革命不是1995年后纯互联网公司一路线性上涨，而是沿“上游硬科技盈利牛市→应用入口证券化→消费/交易变现→纯互联网IPO泡沫→网络设备/光通信/数据中心卖铲子→B2B/无线最后冲顶”的多轮接力。对应用户口径可简化为：90-95年上游，95-96年应用，97-98年消费，1999年后在B2C亏损暴露中重新回到上游。当下赔率角度仍应开始重视AI应用，AI+消费等下游产业链机会

图：1990-2002年互联网行情按“上游-应用-消费-再上游”节奏轮动（Nasdaq累计涨幅作背景）



注：曲线为Nasdaq Composite相对1990年底累计涨幅，分段为本地复盘归纳的板块主线示意。

来源：NASDAQ Composite日度数据，Wind，国金证券研究所

- **内销家居：**短期有所承压，内销布局消费力改善+地产企稳。内销方面，上半年尤其是Q2家居国补基数压力叠加地产进一步走弱压力凸显，全行业与相关公司增速同环比均有所下滑，Q3核心关注在25Q2国补压力消退背景下订单增速增速的回暖8月出厂订单增速。828地产新政有利于重塑新房销售供需双方的信任度，金九银十中预计资质较好的地产新房成交有望率先回暖。关注内销顾家家居，慕思股份，欧派家居等。
- **造纸包装板块：**造纸板块箱板瓦楞预计表现更优，包装板块关注高分红、格局优化等方向。造纸：浆价整体预计平稳运行，废纸价格稳中有涨，建议关注终端景气度较高的箱板瓦楞纸品类，标的方面，26年浆纸一体化龙头的领先优势有望进一步扩大，建议关注林浆纸一体化优势的太阳纸业、仙鹤股份等，同时关注华旺科技等。包装方面，需求整体稳健、原材料成本压力趋缓，建议关注三条主线：一是行业地位稳固、分红回报较高的永新股份等；二是并购整合推动金属包装格局优化及盈利改善，关注奥瑞金等；三是传统包装企业向AI硬件、精密制造及液冷散热延伸，重点关注推进“1+N+T”战略、加快布局AI硬件与精密制造的裕同科技等。
- **轻工个护：**关注价值低估消费白马。行业线上红利理性归位，竞争趋于稳态；线下新业态、新区域逐步兑现增长潜力；公司估值性价比较高，品牌势能与业绩成长高度确定，长期配置价值清晰，从行业链条的利润稳定性，牙膏>卫生巾。关注百亚股份、登康口腔。
- **潮玩板块：**潮玩公司目前所处成长周期阶段不同，当前行业已从上一轮单点爆款驱动，转向由新品牌（新IP/新授权IP）、新产品（新形态如搪胶、积木车等）和新渠道（尤其海外与新零售终端）共同驱动的新成长周期。我们认为下一轮成长曲线取决于“三新”框架下开启新成长机会的条件。
- **宠物经济：**宠物食品行业步入需求放缓、供给扩张的内卷阶段，未来 2-3 年板块修复取决于供给出清格局改善、销售费用率回落，同时关注处方 / 功能等高附加值产品、线下专业渠道带来的结构性成长机会。
- **消费出海：**26年以来出口景气持续修复，多数品类降幅收窄并转正，越南对美出口高增验证产能转移；人民币升值导致业绩分化，更多为汇兑拖累，汇率趋稳后有望修复。关税风险边际缓和但仍存反复，中期美国降息有望提振地产链需求。代工出口优选海外产能领先、自身α及边际改善标的，关注英科医疗；品牌出海关注渠道扩张、产品升级与本地化兑现，关注致欧科技。
- **AI+消费：**AI+ToC龙头小米集团看好AI+人车家生态闭环唯一性，手机高端化持续深化，IoT下半年高基数压力消退，汽车交付大幅上涨。AI眼镜：后续持续关注Google&三星项目进展情况，以及苹果入局带动行业销量天花板提升的催化。建议关注绑定头部大厂的优质制造商，如康耐特光学等。出口高增验证全球需求景气，中报利空出尽，关注创想三维下半年新品发布；家联科技3D打印持续扩产，利润加速释放。。
- **新型烟草：**海外烟草巨头继续加码新型烟草，26H2重点关注美国合规化与巨头新品放量。国内《加热卷烟》强制性国家标准加快推进。关注中烟香港、华宝国际、思摩尔国际。
- **短交通：**25年量利创新高，26Q1受高基数及新国标切换影响短期承压。展望H2，新国标磨合结束、以旧换新延续，叠加新品迭代与均价提升，行业有望进入换购修复期；中长期油改电与出海打开增量空间。当前基本面压力最大的阶段已过、估值处于底部，优选传统龙头与智能化新势力，四轮非汽车关注低速电动车出海α标的，关注涛涛车业、春风动力。



目录

01

内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

02

造纸包装：造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压；包装：高分红，两片罐盈利修复，科技转型3条主线

03

个护潮玩：个护关注价值低估消费白马，潮玩新品牌&产品&渠道驱动成长

04

宠物经济：压力客观存在

05

消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

06

AI+消费：小米人车加生态闭环，AI眼镜商业化放量在即，3D打印加速渗透

07

新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

08

短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

09

风险提示

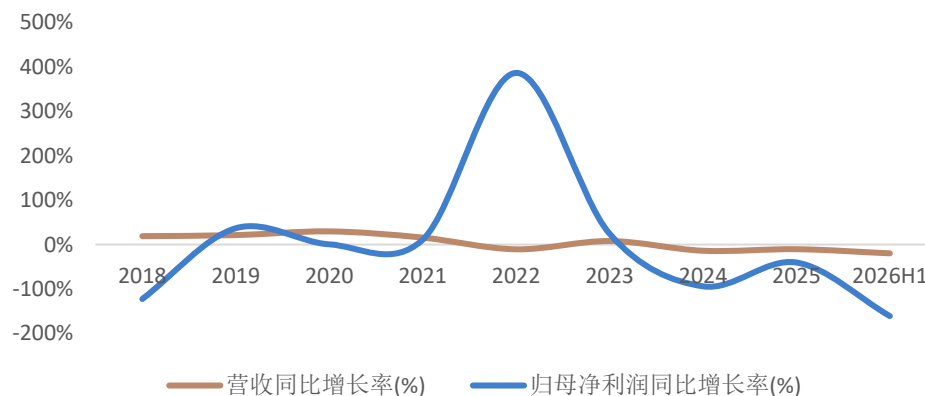
01 内销家居：国补高基数压力Q2集中显现，关注Q3订单回暖

1 内销家居：国补高基数下普遍承压，关注Q3订单回暖

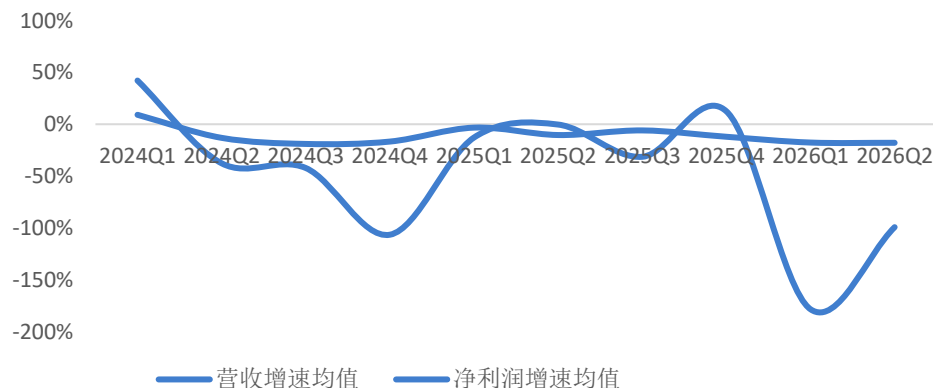
- 内销方面，26H1/26Q2内销家居板块营收同比分别-19.39%/-17.92%，归母净利同比-160.68%/-107.19%。上半年家居行业共性承压，主要系家具行业有效需求不足，及25H1国补高基数压力。8月28日，住建部、央行、金融监管总局、证监会联合发布房地产信贷管理改革意见，核心在于建立项目主办银行制度、实行资金全流程封闭管理，并强化现房销售导向，从制度层面重构房地产信贷与交付信任体系。828新政有利于重塑新房销售供需双方的信任度，"金九银十"中预计资质较好的地产新房成交有望率先回暖；更为关键的是，新政背景下购房者对期房交付风险的担忧将显著缓解，家具家电消费与地产销售的时滞有望从过往的2年缩短至半年左右，因此家居Q4旺季的前端客流与订单转化值得期待。

来源：iFind，国金证券研究所

图表1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率



图表2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



1 内销家居：国补高基数下普遍承压，关注Q3订单回暖

图表5：内销家居上市企业26年H1/26年Q2业绩统览

单位：亿元	26年H1营收	26年H1营收 同比	26年H1归母 净利润	26年H1归母 净利润同比	26年H1扣非 净利	26年H1扣非 净利同比	26年Q2营收	26年Q2营收 同比	26年Q2归母 净利润	26年Q2归母 净利润同比	26年Q2扣非 净利	26年Q2扣非 净利同比
定制家居												
欧派家居	59.50	-31.22%	4.92	-59.6%	3.61	-62.7%	32.97	-36.65%	2.87	-59.77%	2.52	-67.26%
索菲亚	33.77	-25.8%	0.62	-80.61%	1.22	-71.51%	18.57	26.08%	1.00	-58.52%	1.15	-26.08%
尚品宅配	11.77	-24.16%	-2.33	-188.41%	-2.38	-169.53%	5.79	-28.52%	-1.36	-4599.67%	-1.35	-238.72%
志邦家居	14.65	-22.88%	-1.57	-214.09%	-1.71	-296.55%	8.9	17.78%	-0.63	-238.72%	-0.71	-165.8%
金牌厨柜	11.84	-19.41%	-1.27	-299.88%	-1.43	-518.56%	6.68	-24.24%	-1.13	-667.59%	-1.13	-493.11%
软体家居												
顾家家居	98.75	0.75%	9.26	-9.31%	7.69	-14.59%	48.42	-0.92%	4.3	-14.17%	3.59	-18.69%
喜临门	38.12	-5.18%	-0.36	-113.58%	-0.4	-115.24%	21.3	-7%	-0.0033	-100.56%	-0.011	-100.17%
慕思股份	24.91	0.56%	1.86	-48.13%	1.81	-36.4%	13.04	-3.82%	0.97	-35.85%	1.07	-59.46%

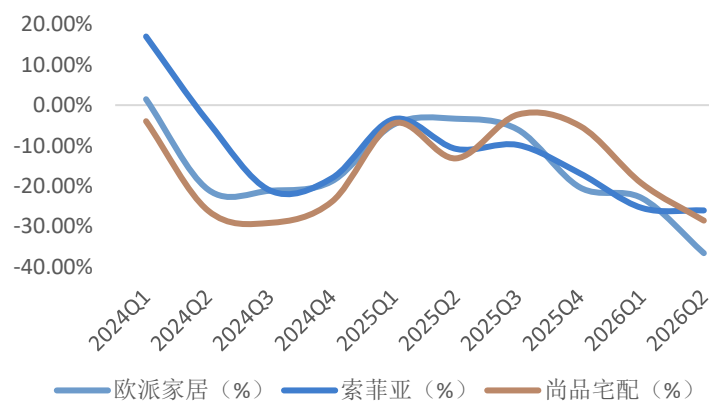
来源：公司公告，国金证券研究所

1.1 定制家居：国补高基数压力Q2集中显现，关注Q3订单回暖

1.1.1收入端：前期国补高基数压力下H1收入承压

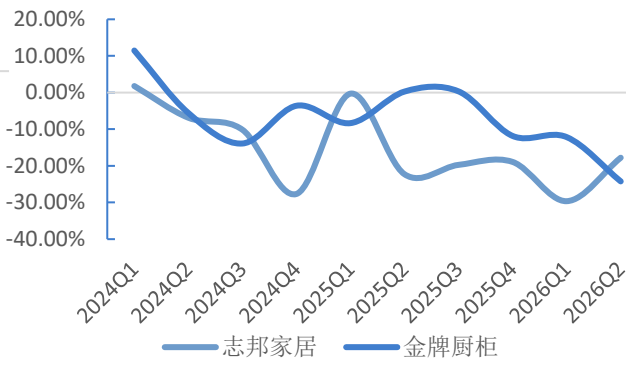
- 从收入端来看，受地产下行及终端消费力相对较弱等影响，各定制企业收入增长均承压，欧派/索菲亚/尚品宅配/志邦/金牌26年H1收入分别同比-31.22%/-25.8%/-24.16%/-22.88%/-19.41%，其中26Q2收入分别-36.65%/26.08%/-28.52%/17.78%/-24.24%。26H1受新房有效需求依然不足影响，中期来看，房地产政策逐步松绑，终端需求有望回暖，优质家居企业有机会实现稳步增长。
- 分渠道来看，在整体景气度承压的背景下，各渠道经营均现压力，相对而言，大宗渠道承压更为明显。零售渠道方面，可发现各公司经营情况有所分化，部分企业依托品牌、渠道运营领先叠加充分把握原点市场国补机遇的企业，零售渠道表现相对优于行业，行业内部分化已显现。

图表6：一线品牌单季度营收增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：二线品牌单季度营收增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：大宗渠道收入承压

		收入总增量(亿元)	零售增速 (%)	大宗增速 (%)
欧派家居	2023	3.02	1.17%	2.61%
	2024	-38.57	-18.26%	-15.08%
	2025	-16.93	-9.27%	-13.98%
	2026H1	-23.46	-26.33%	-50.74%
索菲亚	2023	4.43	5.33%	-4.86%
	2024	-11.72	-10.20%	-8.94%
	2025	-11.27	-13.60%	-6.32%
	2026H1	-11.74	-28.90%	-33.53%
志邦家居	2023	7.27	10.08%	21.22%
	2024	-8.58	-12.99%	-16.18%
	2025	-9.01	-12.42%	-37.38%
	2026H1	-4.35	-26.26%	-24.93%
金牌家居	2023	0.92	3.18%	-0.29%
	2024	-1.70	-5.77%	-2.64%
	2025	-1.74	4.38%	-18.60%
	2026H1	-2.85	-27.66%	-22.95%

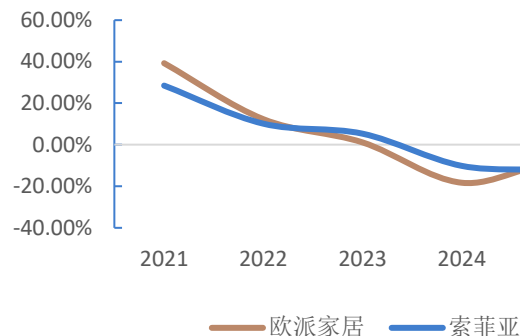
1.1 定制家居：国补高基数压力Q2集中显现，关注Q3订单回暖

1.1.1收入端：零售渠道有所分化，大宗渠道全面承压

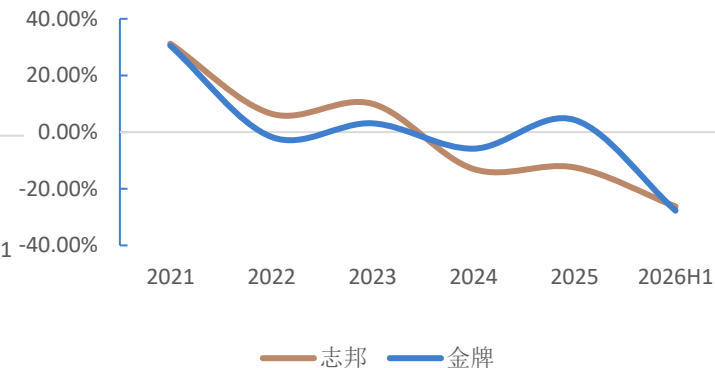
➤ 零售渠道两大特点依然明显：1) 零售渠道由门店扩张驱动转为同店增长驱动的趋势越发明显，此外整装渠道越发重要。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局已较为充分，逐步进入存量门店优化调整、单品类门店向全品类门店进化的阶段，门店数量短期已出现净减少状态。二线品牌企业虽然渠道理论上仍有扩张空间，但由于行业需求走弱、经销商投入缩减以及单品类门店优化，整体门店数量边际也呈现下降状态。综合来看，行业整体的增长驱动力已明显开始从渠道门店扩张转为多品类连带+流量转化率提升带动同店增长。并且前置整装渠道布局也越发关键，逐渐成为重要增长驱动力。

➤ 2) 大家居发展领先并且渠道架构顺应发展模式的企业在行业承压阶段，零售渠道相对下滑幅度可控，体现出自身增长韧性。在这一背景下，对于品牌商渠道管理赋能以及经销商团队的能力要求明显提升，各品牌间该能力差异使得整体业绩表现逐渐分化，行业集中度有望迎来加速提升。

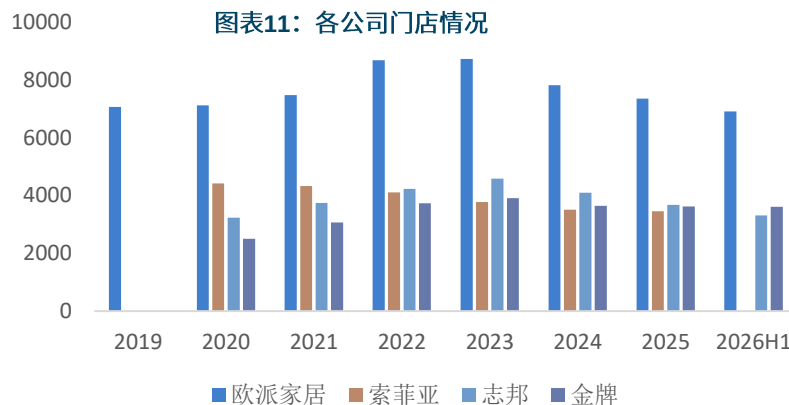
图表9：一线品牌零售渠道历年增长率（%）



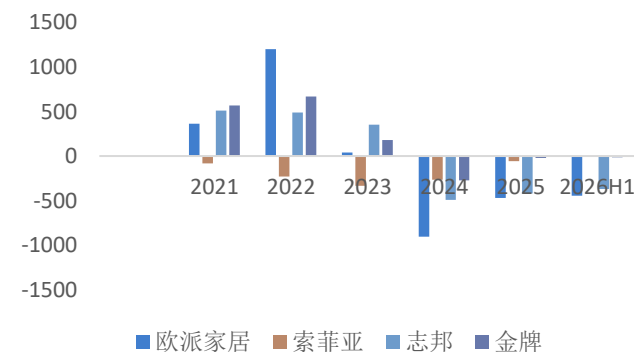
图表10：二线品牌零售渠道历年增长率（%）



图表11：各公司门店情况



图表12：各公司门店净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

1.1 定制家居：国补高基数压力Q2集中显现，关注Q3订单回暖

1.1.2盈利端：利润端承压大于收入端，规模不经济



- 内销定制家具利润端压力大于收入端，核心在于收入下滑后生产端规模不经济效应显现。26H1在需求偏弱、价格战持续及费用刚性三重挤压下，行业整体利润率仍处下行通道，且净利率降幅普遍大于毛利率降幅。26Q2国补高基数影响仍在，但利润端降幅环比有所放缓，少数经营稳健的一线品牌实现净利率转正。值得注意的是，部分企业在转型期加大渠道扩张、产品研发及智能化投入，费用端上行进一步压制当期盈利，行业盈利分化进一步加剧。展望下半年，随着高基数效应逐步消退，利润端同比压力有望边际缓解，但在收入端尚未企稳的背景下，产能利用率偏低与费用刚性仍是制约利润修复的核心矛盾。。

图表13：定制家居企业分季度利润同比情况

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
一线品牌										
欧派家居	43.00%	-21.26%	-11.56%	-21.71%	41.29%	-7.96%	-21.79%	-71.09%	-49.73%	-59.77%
索菲亚	58.59%	0.97%	-21.16%	45.49%	-92.69%	-23.01%	1.44%	-51.09%	-417.58%	-58.52%
尚品宅配	9.22%	-159.94%	-112.31%	-266.53%	55.09%	-115.77%	114.39%	-66.91%	-149.75%	-46.00%
二线品牌										
志邦家居	-8.38%	-20.54%	-30.93%	-51.48%	-10.90%	-5.49%	-70.09%	-73.54%	-324.22%	-238.71%
金牌家居	11.16%	-24.35%	-44.22%	-36.61%	-4.16%	-13.01%	-97.88%	-153.72%	-140.61%	-667.59%

图表14：定制家居单季度毛利率

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
一线品牌										
欧派家居	29.98%	34.46%	40.36%	36.93%	34.29%	37.64%	38.77%	33.08%	35.07%	36.52%
索菲亚	32.62%	38.11%	35.86%	34.45%	32.61%	35.82%	36.83%	37.05%	29.85%	33.5%
尚品宅配	27.81%	32.88%	34.18%	35.98%	35.23%	33.30%	32.55%	22.25%	24.22%	23.74%
二线品牌										
志邦家居	37.22%	36.37%	37.04%	34.97%	32.16%	38.84%	31.46%	30.76%	25.86%	27.31%
金牌家居	28.01%	25.74%	28.33%	31.81%	29.96%	26.46%	24.38%	24.33%	25.98%	13.54%

图表15：定制家居单季度净利率

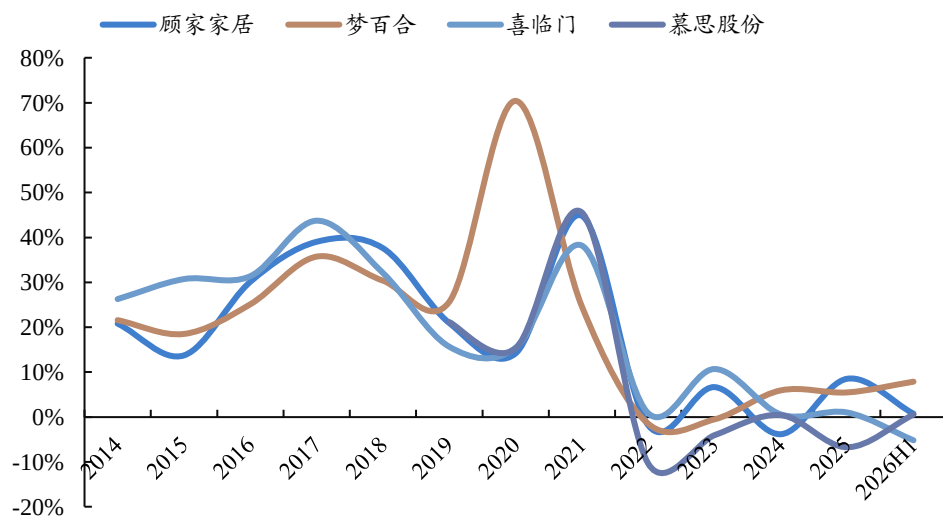
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
一线品牌										
欧派家居	6.03%	15.61%	19.68%	11.26%	8.97%	14.85%	16.36%	4.11%	5.87%	8.7%
索菲亚	8.24%	14.91%	13.78%	16.31%	0.89%	12.54%	15.32%	9.78%	-2.62%	5.4%
尚品宅配	-11.11%	-2.10%	-0.81%	-9.54%	-5.23%	-5.17%	0.12%	-16.88%	-16.23%	-23.42%
二线品牌										
志邦家居	5.76%	7.29%	8.03%	7.53%	5.15%	8.87%	2.99%	2.46%	-16.40%	-7.1%
金牌家居	5.44%	3.57%	5.41%	7.36%	5.44%	3.02%	0.12%	-4.20%	-3.00%	-16.92%

1.2 软体家居：行业承压分化，龙头韧性各异

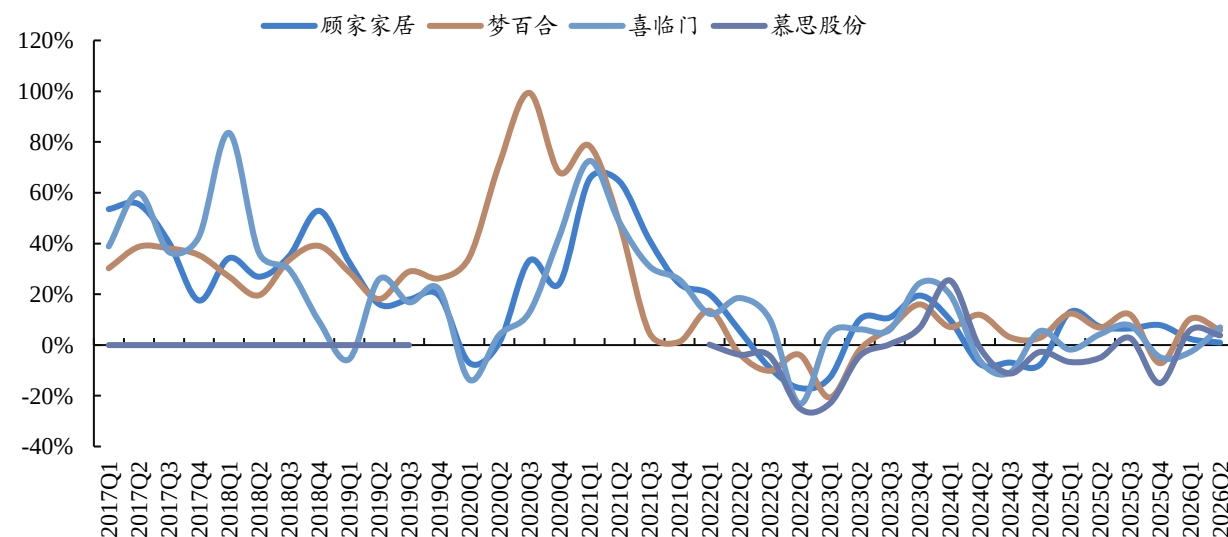
1.2.1 收入端：行业景气度承压，内部仍现分化

- 2026H1 软体家居行业景气度承压，龙头分化更多体现在业务结构与边际趋势层面。顾家家居推进品类融合与零售变革抢占存量流量，海外产能布局具备长期优势，但受上半年汇兑损益扰动。顾家与慕思 2026H1 整体报表营收增速接近，但内部经营结构有所不同：慕思高端及 AI 床垫新品表现亮眼，传统床垫业务承压，同时 Q2 收入转负，增长持续性仍待观察。喜临门受线下渠道优化、行业竞争加剧、大宗业务偏弱等多重因素影响，收入增速持续回落，表现弱于行业其他龙头。

图表19：软体家居企业历年收入增速（%）



图表20：软体家居企业各季度收入增速（%）

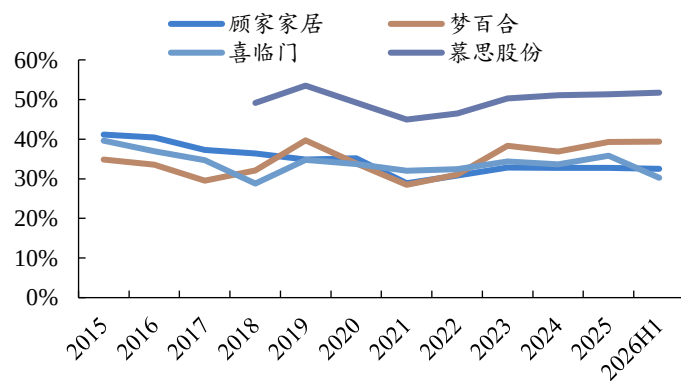


1.2软体家居：行业承压分化，龙头韧性各异

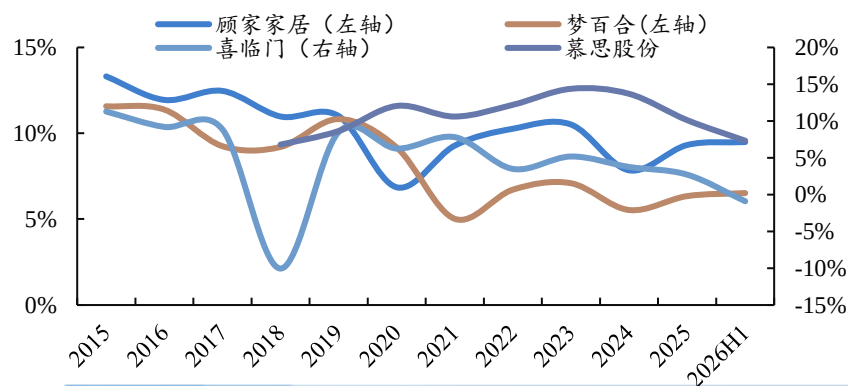
1.2.2盈利端：毛利率分化承压，净利率内部分化

- 毛利率方面，前期原材料下行带来的红利逐步消退，规模效应有所缩窄，企业间毛利率表现分化。2026H1 顾家家居 / 梦百合 / 喜临门 / 慕思股份 毛利率分别为 32.49%/39.40%/30.26%/51.76%，Q2 单季分别为 31.35%/40.14%/31.78%/52.20%。其中慕思依托高端产品结构优化毛利率维持高位，顾家、梦百合受业务结构、海外经营扰动毛利率同比有所承压，喜临门基本持平。净利率方面，主因各企业打法策略差异，费用投放有所区别，净利率表现分化，2026H1 顾家家居 / 慕思股份 / 喜临门 / 梦百合净利率分别为 9.48%/7.30%/-0.92%/0.18%，Q2 单季分别为 8.92%/7.27%/0.03%/1.95%。

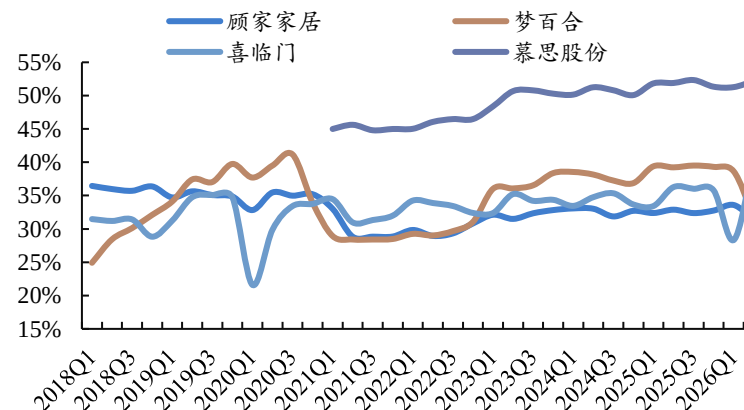
图表21：软体家居历年毛利率



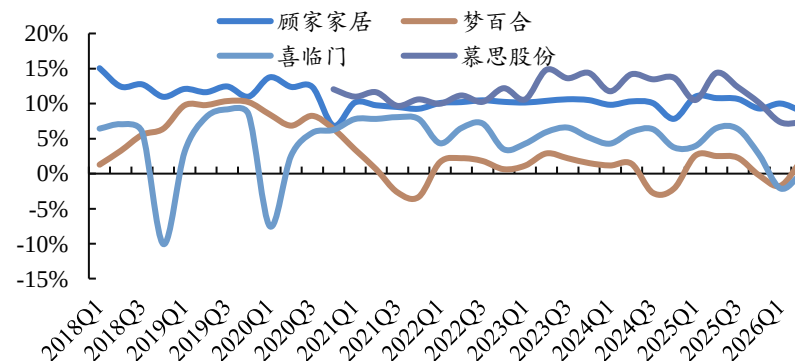
图表23：软体家居历年净利率



图表22：软体家居历年单季度毛利率



图表24：软体家居历年单季度净利率

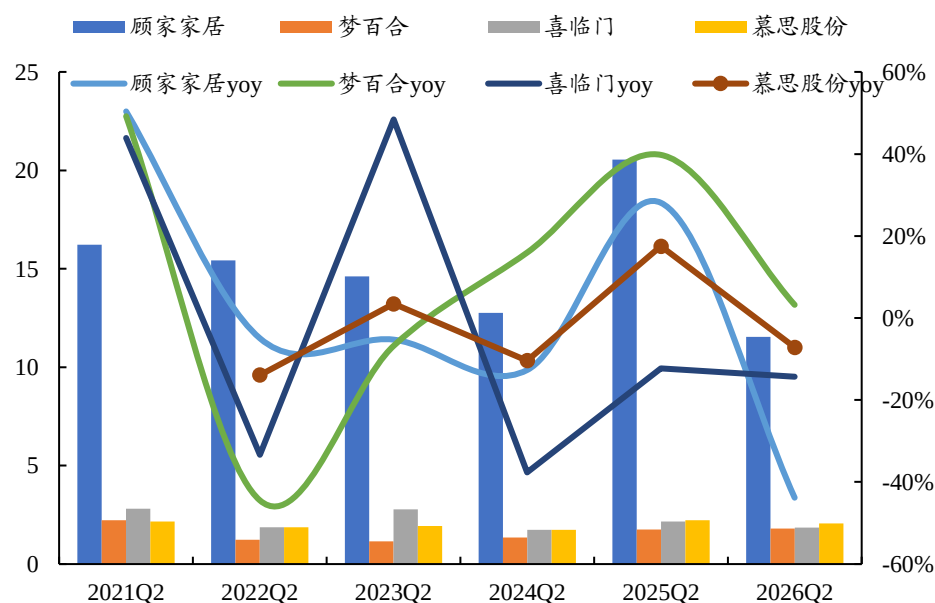


1.2 软体家居：行业承压分化，龙头韧性各异

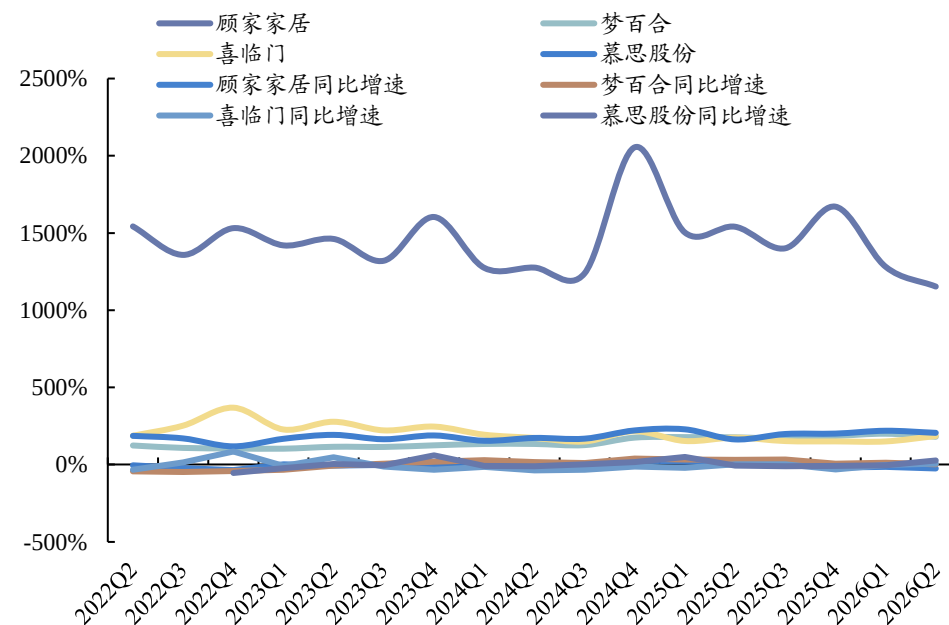
1.2.3 预收款：走势延续分化，行业未现全面修复

- 预收款方面，各企业预收款整体承压、走势分化，板块未出现全面修复态势。26Q2 顾家家居 / 梦百合 / 喜临门 / 慕思股份预收款分别为 11.54/1.80/1.85/2.06 亿元，环比 26Q1 分别变动-10.0%/-9.7%/+23.4%/-6.3%。喜临门预收款环比抬升主要源于 Q1 基数较低，同比仍承压；梦百合为行业内唯一预收款同比维持正增长标的，相对表现最优，但 Q2 环比亦有所回落，依托海内外渠道协同布局、海外产能释放叠加国内终端渠道精细化运营，经销商备货意愿及资金周转韧性相对更强，在行业整体偏弱环境下凸显自身 α ；顾家、慕思 Q2 预收款环比仍有压力。

图表25：软体家居历年Q2预收款同比增长（亿元，%）



图表26：软体家居预收款（分季度）同比增长（%）



1.2 软体家居：行业承压分化，龙头韧性各异

1.2.4 布局 AI 智能睡眠，龙头竞逐第二增长曲线

- 慕思：聚焦中高端健康睡眠与 AI 智能，AI 产品高速增长
 - 1) 产品布局：公司构建以智能床垫为核心的智能睡眠产品矩阵，发布第一代至第八代健康睡眠系统，推出 AI 智能床垫、智能电动床、智眠枕等产品；独创潮汐科技，实现传感、算法、模型、数据全栈自研，压电陶瓷传感器获二类医疗器械认证；深度融合华为鸿蒙生态及星闪技术构建 "1+N" 全屋智能联动体系，2026 年 3 月发布慕思智能床 Pro H-DESIGN，T11 + 智能床入驻阿根廷国家队。
 - 2) 销售端：2026 年上半年 AI 产品收入 2.36 亿元、同比增长 95.69%；新增授权专利 218 项、累计有效自主知识产权 4,308 项；线下门店 5,200 余家，含智慧睡眠直营门店 42 家，鸿蒙智选慕思智能床系列获 AWE2026 艾普兰创新奖。
- 顾家家居：全品牌全品类矩阵，以智能产品为第二增长曲线
 - 1) 产品布局：公司以智能睡眠与功能沙发为第二增长曲线，依托自研功能铁架与电机电控构建全链条垂直整合体系，实现功能铁架、智能床等核心产品市场突破。2026 年旗舰新品推出月影 M8 智能床垫、星曜旗舰按摩软床：月影 M8 行业首创硅胶气囊波浪式舒压技术，搭载 12+12 个舒压气囊，具备自适应动态调节、智能减鼾、左右分区独立唤醒功能；星曜软床获沙利文全球气囊按摩软床开创者认证；LAZBOY 星际巡航搭载自研 IMAS 智慧大师平台实现千人千面自适应零重力，沙利文认定顾家家居智能沙发全国销量第一。
 - 2) 销售端：2026 年上半年研发投入 2.37 亿元、费用率 2.40%，新增专利 400 余项；高端睡眠双旗舰带动卧室高端品类销售规模同比增长 9.3%；无忧焕新 2.0 带动睡眠配套销售突破 1 亿元、同比增长 49.3%。
- 喜临门：定位智慧睡眠解决方案提供商，聚焦 AI 智能睡眠升级
 - 1) 产品布局：公司 2025 年开启 AI 元年，确立 "AI 喜临门让今夜无人失眠" 使命；首次成立独立智能产品部，构建 aise 宝禄高端智能系列与呼呼系列双线矩阵，涵盖云享、智享、尊享、奢享四大系列，呼呼 H100、H300 于 3 月末首发放量，实现智能产品规模化渗透与高端占位双向突破。
 - 2) 销售端：2026 年上半年研发费用 8,332.80 万元；依托智能产品技术优势推动线上线下联动，线上业务多平台稳居床垫类目头部，推进 AI 智慧门店全覆盖；半年报未单独披露智能产品收入。

02

造纸包装：造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压；包装：高分红，两片罐盈利修复，科技转型3条主线

2.1 造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压

2.1.1 行业回顾:26H1收入稳增，盈利转正，箱板纸景气底部向上

➤ 回顾26H1造纸板块表现，纸种表现分化。

(1) 浆纸系：下游需求复苏，但需求恢复斜率相对温和，供给端新增产能放缓，行业几乎无大额资本开支。成本端的上涨是拉动箱板纸价格上行的核心因素，箱板瓦楞纸价格从4月底以来持续上涨。

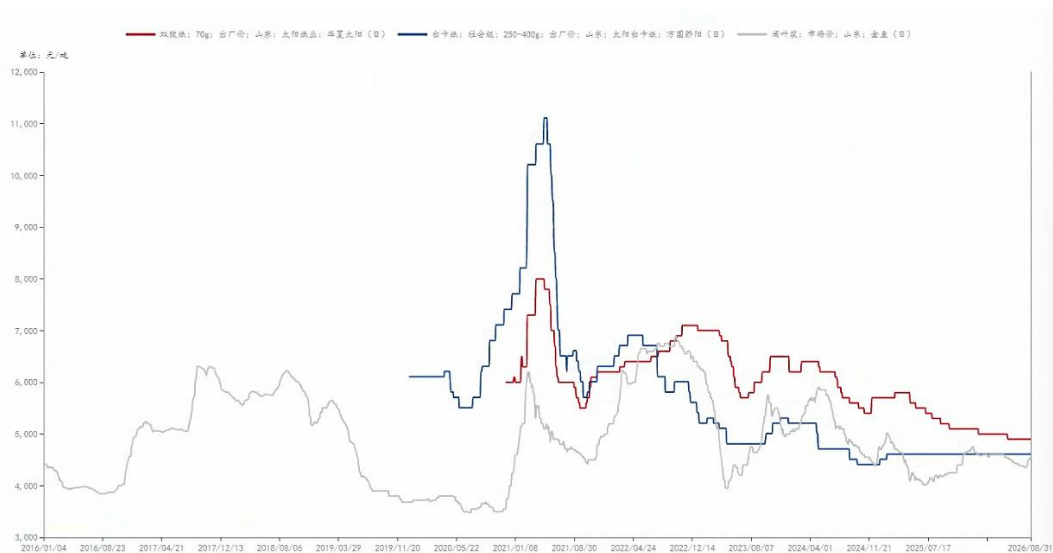
(2) 浆纸系：成本端纸浆价格缓慢下行，对纸价难形成支撑，但价格承压的核心原因还在于供需错配，供给端前期新增产能陆续释放，需求端仍难见起色，供需矛盾仍未缓和。

➤ 展望后续：

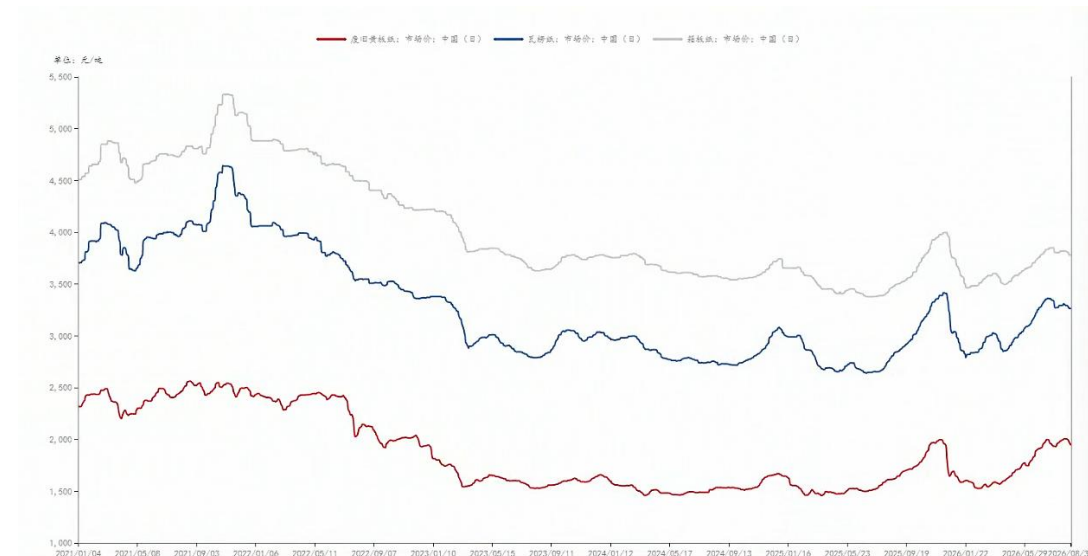
(1) 废纸系：下半年是传统旺季，预计箱板纸仍然会维持较高景气度。

(2) 浆纸系：考虑到行业资本开支节奏放缓、龙头企业主动控产，供需矛盾有望稍缓和，预计中期纸价呈温和修复趋势。

图表：浆纸系纸价及木浆价格复盘



图表：废纸系纸价及废纸成本价格复盘

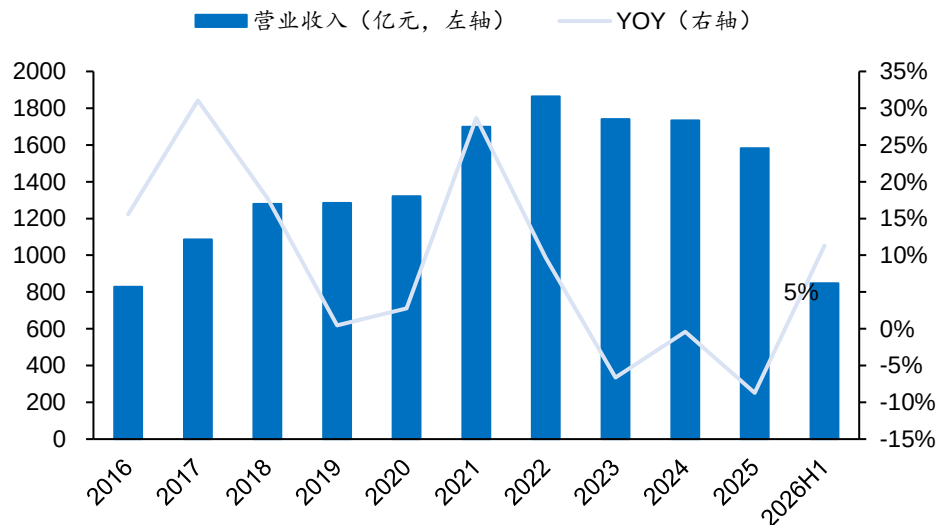


2.1 造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压

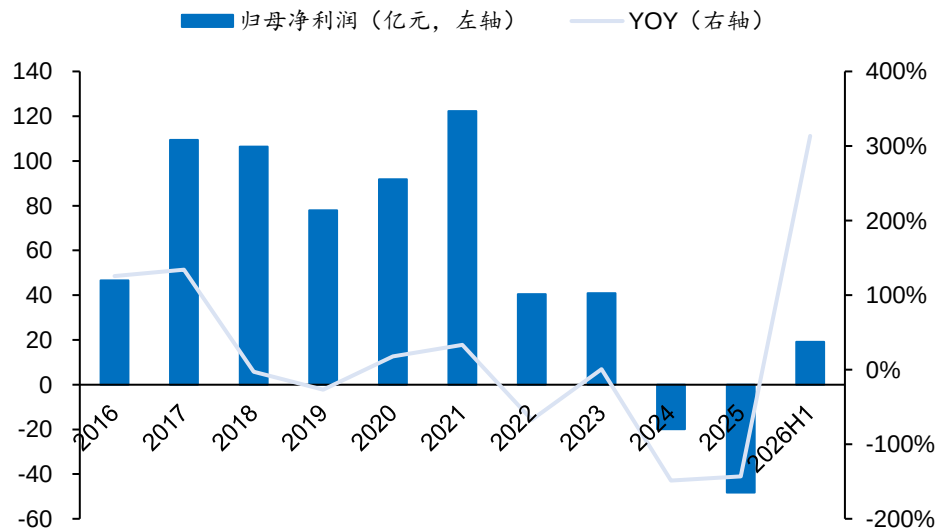
2.1.1 行业回顾:26H1收入稳增，盈利转正，箱板纸景气底部向上

- 根据我们跟踪的13家重点造纸公司业绩表现，26H1营收增速同比+11.3%至847.5亿元，归母净利润同比+313.64%至19.10亿元，板块整体业绩明显修复。其中废纸系/浆纸系/特种纸归母净利润同比分别-517.49%/+170.3%/+57.7%，废纸利润大幅下滑主要系山鹰大幅亏损，浆纸利润修复主要系晨鸣大幅减亏。

图表：重点造纸企业营收及同比增速



图表：重点纸企净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

2.1 造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压

2.1.1 行业回顾:26H1收入稳增，盈利转正，箱板纸景气底部向上

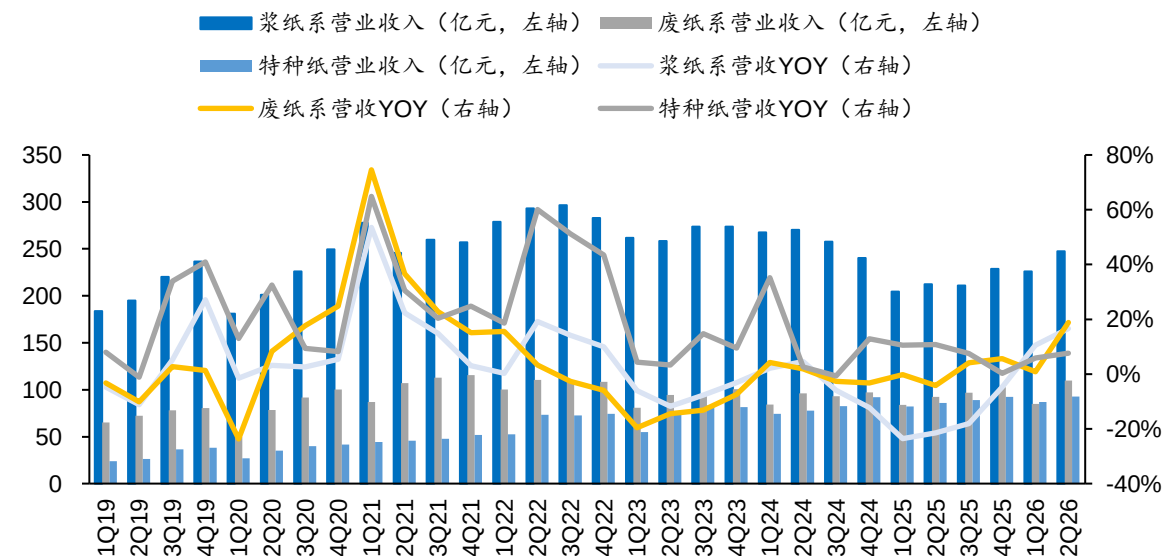
- 浆纸系：整体盈利能力仍处于筑底期，纸企业绩表现分化较明显，具备强成本优势的浆纸一体化龙头具备韧性。1)文化纸支撑偏弱，价格下探：新增产能投放节奏整体趋稳，市场供应存在一定增量，但下游消费未有实质性改善，需求侧对纸价的支撑作用有限。基于改善盈利考虑，多家纸企发布涨价函，但文化纸报价在供需博弈下仍处震荡期，关注后续涨价函落地节奏效果。2)白卡纸新增产能集中投放，下游需求支撑乏力下纸厂接单减少、出货压力较大。中长期来看行业资本开支节奏放缓，市场供需矛盾有一定的缓解空间，白卡纸价格有向上修复的可能，看好头部纸企凭借优异的成本管控与较强的议价能力实现盈利底部修复。

图表：各重点纸企当季购买商品支付现金占营业成本的比重

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
太阳纸业	1.02	1.18	1.16	1.18	0.92	0.91	0.98	1.25	1.04	1.06	1.00	1.00	1.04	1.11	0.96	1.13	1.10	1.00
ST晨鸣	1.03	1.11	1.04	0.87	0.96	0.78	0.65	1.08	0.95	0.79	0.90	0.57	0.34	0.36	0.78	0.79	0.86	0.85
博汇纸业	0.72	0.69	0.65	1.53	0.75	1.17	0.66	0.61	0.85	0.82	0.71	0.93	0.38	1.10	0.71	0.77	0.64	0.77
岳阳林纸	1.08	0.82	0.97	0.67	0.92	0.84	1.01	0.86	0.66	0.77	0.80	1.43	1.12	0.91	1.02	1.59	1.12	0.82
华泰股份	1.08	1.13	1.21	1.08	1.11	1.23	1.07	0.95	1.05	1.25	1.20	0.69	1.10	1.45	0.73	0.82	1.06	1.08
荣晟环保	0.87	0.89	0.91	0.60	0.94	0.79	0.92	0.82	0.76	0.30	0.91	1.01	1.04	0.84	0.89	1.23	0.92	0.88
森林包装	0.54	1.10	0.97	0.64	0.84	0.86	0.98	0.75	1.14	1.04	0.78	0.74	1.25	1.04	0.91	0.48	0.81	0.96
山鹰国际	0.88	0.90	0.82	0.83	0.77	0.75	0.79	0.79	0.82	0.61	0.84	0.83	0.73	0.75	0.76	0.77	0.78	0.77
景兴纸业	0.82	0.89	0.85	0.91	0.78	0.90	0.95	1.06	1.00	0.80	0.89	0.95	1.21	0.00	0.73	0.74	0.87	0.74
仙鹤股份	0.77	0.62	0.89	0.99	1.44	0.95	0.90	0.82	1.09	1.07	0.73	0.68	0.89	0.72	1.11	0.33	0.74	0.88
民丰特纸	0.83	1.06	0.76	0.15	0.73	1.26	1.09	0.39	0.66	1.17	1.25	(0.72)	0.85	1.11	1.08	0.58	1.05	0.97
齐峰新材	0.90	0.77	0.76	2.62	0.46	0.41	0.60	1.40	0.74	0.63	0.81	0.77	0.83	0.74	0.62	1.02	0.50	0.76
五洲特纸	0.83	0.74	0.94	0.76	0.99	0.98	0.79	0.73	0.91	0.89	0.66	1.43	1.05	1.04	0.98	0.94	0.97	1.02
冠豪高新	1.80	0.80	1.04	0.69	2.86	0.59	0.62	0.79	1.10	0.80	0.77	0.94	1.42	1.00	0.69	0.76	0.95	1.03
恒丰纸业	0.61	0.70	1.14	1.14	0.91	1.05	0.82	1.13	0.92	0.81	0.68	1.29	0.95	1.08	0.94	1.12	0.68	0.96
凯恩股份	0.73	0.72	0.64	1.05	1.54	(0.53)	1.27	1.47	0.97	0.66	0.77	0.54	0.44	1.18	0.83	0.83	1.25	1.02
华旺科技	1.15	1.17	1.08	1.56	1.21	1.19	1.02	1.37	1.45	1.29	0.87	1.21	1.29	1.19	1.11	0.86	1.18	1.14

图表：分纸种季度收入及同比增速

- 特种纸：26H1特纸系延续造纸板块中相对较高的景气度，下游需求较大宗纸更为分散，食品包装、日用消费、电气工业、新能源及出口等细分应用保持较强韧性，叠加部分特种纸企业年初以来提价逐步落地，行业整体实现量价稳步修复。
- 废纸系：26H1废纸系景气改善明显，Q1承压、Q2反转，包装纸进入量价修复阶段，年初箱板瓦楞纸价格仍受需求偏弱及行业库存压力影响维持低位，4月中下旬起伴随国废供应偏紧、进口纸减少及行业新增产能增速放缓，箱板瓦楞纸价格开启反季节性上涨；同时国废价格同步上涨，对纸价形成较强成本支撑，产业链转向补库及顺价阶段。业绩角度，二季度环比趋势明显。

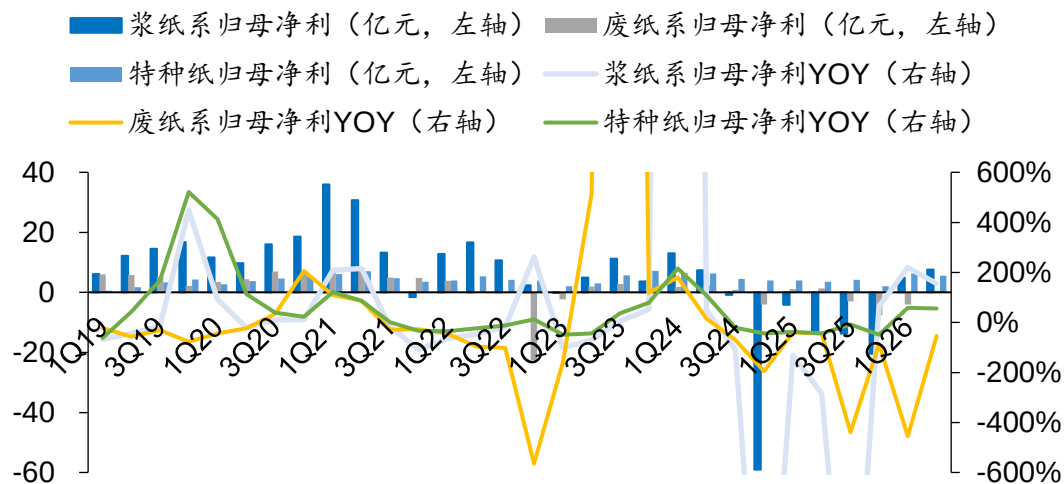


来源：Wind，国金证券研究所

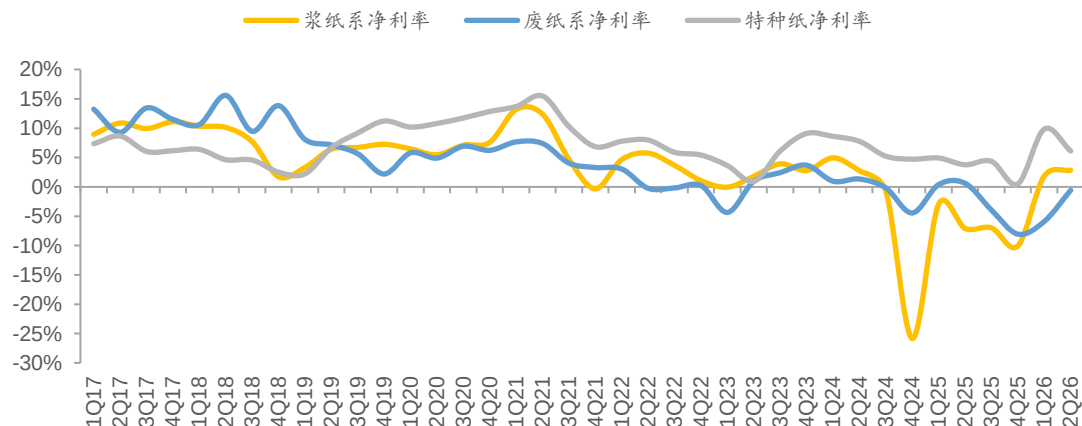
2.1 造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压

2.1.1 行业回顾:26H1收入稳增，盈利转正，箱板纸景气底部向上

图表：分纸种季度净利润及同比增速



图表：分纸种季度净利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表：重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
浆纸系	太阳纸业	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%	16.13%	16.74%	17.12%	17.99%	17.16%	13.96%	14.93%	15.78%	17.26%	14.07%	15.34%	14.77%	16.50%
	ST晨鸣	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%	6.57%	4.38%	11.34%	12.37%	12.11%	0.82%	-40.04%	-131.92%	-43.45%	-37.40%	-11.66%	-8.62%	-6.10%
	博汇纸业	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%	12.58%	15.81%	17.09%	13.30%	9.30%	9.79%	6.39%	9.60%	8.60%	9.25%	10.91%	9.22%	9.89%
	岳阳林纸	18.70%	17.20%	15.47%	12.55%	11.81%	8.64%	5.02%	7.64%	7.05%	8.63%	4.95%	23.85%	9.22%	11.97%	9.24%	11.32%	7.71%	9.65%
	华泰股份	11.91%	10.73%	9.39%	7.82%	11.92%	11.30%	7.63%	-2.12%	9.89%	9.16%	5.97%	-0.44%	11.29%	8.16%	6.70%	1.39%	7.70%	7.69%
废纸系	荣晟环保	10.05%	5.60%	5.53%	11.28%	13.20%	14.11%	15.34%	14.05%	15.90%	17.88%	16.97%	9.25%	13.50%	12.60%	11.49%	10.94%	13.02%	13.10%
	森林包装	7.93%	8.91%	10.49%	10.03%	11.85%	9.84%	12.00%	14.76%	13.82%	14.05%	13.39%	14.36%	14.79%	3.44%	1.15%	8.79%	6.30%	5.27%
	山鹰国际	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%	9.49%	10.15%	11.66%	9.88%	7.82%	5.73%	6.23%	9.88%	9.15%	4.88%	1.23%	2.46%	6.17%
	景兴纸业	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%	4.95%	5.86%	9.32%	6.91%	18.38%		4.78%	8.08%	7.77%	10.30%	2.89%	5.63%	9.94%
	仙鹤股份	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%	8.25%	9.32%	18.05%	7.39%	18.01%		14.58%	12.83%	14.60%	12.82%	14.59%	12.87%	14.84%
特种纸	民丰特纸	13.69%	12.96%	7.81%	14.15%	10.01%	14.87%	16.19%	13.76%	14.87%	15.61%	15.50%	21.14%	16.20%	17.57%	15.99%	11.91%	10.67%	18.02%
	齐峰新材	9.55%	9.31%	4.99%	7.38%	6.01%	13.20%	19.68%	15.47%	13.51%	13.44%	6.43%	7.02%	9.75%	13.01%	12.51%	12.72%	12.69%	11.96%
	五洲特纸	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%	6.75%	10.72%	15.11%	12.96%	11.24%	10.68%	5.62%	8.76%	7.67%	7.63%	7.62%	9.39%	10.88%
	冠豪高新	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%	2.66%	6.08%	7.04%	14.03%	9.33%	8.66%	6.73%	9.15%	4.45%	6.22%	0.67%	6.43%	13.31%
	恒丰纸业	16.36%	15.86%	19.32%	17.87%	14.42%	15.05%	14.39%	23.63%	16.02%	15.21%	17.42%	21.30%	15.68%	18.60%	17.74%	25.04%	19.52%	20.06%
	凯恩股份	22.38%	21.66%	14.63%	27.38%	12.77%	8.86%	18.83%	32.93%	18.94%	13.72%	20.77%	20.00%	17.87%	18.45%	16.27%	17.25%	17.66%	17.62%
	华旺科技	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%	18.80%	20.61%	22.11%	20.16%	17.19%	14.14%	11.24%	13.67%	12.24%	11.52%	15.59%	17.76%	13.38%
	太阳纸业	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%	7.79%	6.74%	6.59%	8.97%	9.72%	7.35%	7.24%	9.03%	9.72%
	ST晨鸣	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%	-240.42%	-206.92%	-193.61%	-181.42%	-89.00%	-19.48%	-8.71%

图表：重点纸企单季度净利率变化

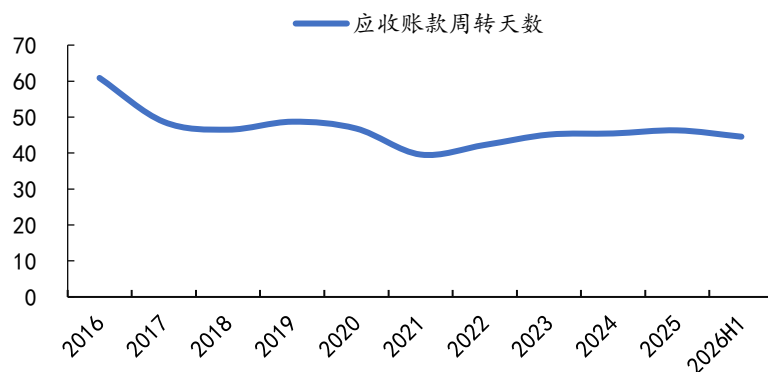
单季度净利率		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
浆纸系	太阳纸业	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%	7.79%	6.74%	6.59%	8.97%	9.72%	7.35%	7.24%	9.03%	9.72%
	ST晨鸣	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%	-240.42%	-206.92%	-193.61%	-181.42%	-89.00%	-19.48%	-8.71%
	博汇纸业	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%	3.35%	5.05%	5.48%	2.29%	0.63%	0.39%	0.54%	1.17%	0.73%	0.64%	0.72%	1.24%	0.43%
	岳阳林纸	7.50%	8.06%	6.87%	4.27%	3.49%	0.77%	0.75%	0.00%	4.16%	-8.00%	-2.94%	8.78%	2.27%	3.96%	1.03%	-18.94%	0.66%	-1.13%
	华泰股份	4.80%	3.17%	2.55%	-0.56%	2.68%	1.15%	1.21%	1.35%	3.29%	2.44%	-0.60%	-4.42%	1.81%	0.21%	0.12%	-5.14%	0.72%	-0.11%
废纸系	荣晟环保	13.14%	3.96%	4.37%	5.25%	15.07%	13.00%	11.67%	7.94%	16.66%	14.68%	13.55%	6.55%	13.23%	8.42%	10.21%	8.20%	13.50%	18.49%
	森林包装	5.64%	5.04%	6.04%	4.19%	3.45%	4.87%	7.98%	9.77%	7.36%	6.96%	9.60%	8.64%	7.05%	-3.06%	-2.19%	3.10%	-0.90%	0.60%
	山鹰国际	2.37%	-1.19%	-0.64%	0.00%	-5.92%	0.57%	2.21%	3.35%	0.41%	0.81%	-0.99%	-6.68%	0.36%	0.01%	-4.78%	-11.33%	-8.24%	-2.34%
	景兴纸业	5.76%	2.55%	-0.03%	-0.05%	0.81%	1.51%	1.32%	2.97%	1.63%	1.85%	0.16%	1.50%	-1.82%	5.48%	-0.87%	0.87%	1.54%	6.96%
	仙鹤股份	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%	3.07%	8.28%	12.08%	12.25%	11.84%	10.11%	6.31%	7.94%	8.00%	9.94%	7.20%	7.95%	9.33%
特种纸	民丰特纸	4.09%	1.16%	-0.84%	-0.18%	0.88%	3.00%	2.94%	4.52%	8.58%	3.95%	3.30%	3.73%	1.70%	3.31%	1.24%	-0.75%	-0.37%	2.92%
	齐峰新材	2.48%	-0.55%	-1.49%	0.75%	-0.20%	5.41%	11.08%	8.40%	5.98%	6.46%	-0.28%	0.76%	2.20%	5.44%	4.69%	6.39%	5.06%	4.65%
	五洲特纸	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%	1.12%	6.57%	9.01%	7.82%	5.84%	4.61%	1.56%	3.36%	2.61%	2.60%	2.67%	4.40%	5.01%
	冠豪高新	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	-8.40%	-4.32%	2.16%	2.16%	0.31%	-1.81%	6.41%	0.06%	-4.97%	-3.80%	-19.36%	23.18%	1.91%
	恒丰纸业	4.27%	4.88%	8.18%	4.86%	4.05%	5.77%	5.63%	6.77%	4.59%	5.52%	7.88%	1.67%	4.21%	8.13%	7.00%	8.95%	7.48%	
	凯恩股份	5.26%	9.87%	6.75%	-1.15%	17.24%	4.83%	3.48%	-7.63%	7.83%	7.89%	5.77%	-5.23%	5.94%	7.32%	8.46%	11.17%	5.91%	7.55%
	华旺科技	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%	13.53%	14.30%	17.06%	15.42%	15.61%	11.74%	6.58%	9.51%	9.63%	6.36%	8.30%	8.96%	9.06%
	太阳纸业	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%	7.79%	6.74%	6.59%	8.97%	9.72%	7.35%	7.24%	9.03%	9.72%
	ST晨鸣	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%	-240.42%	-206.92%	-193.61%	-181.42%	-89.00%	-19.48%	-8.71%

2.1 造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压

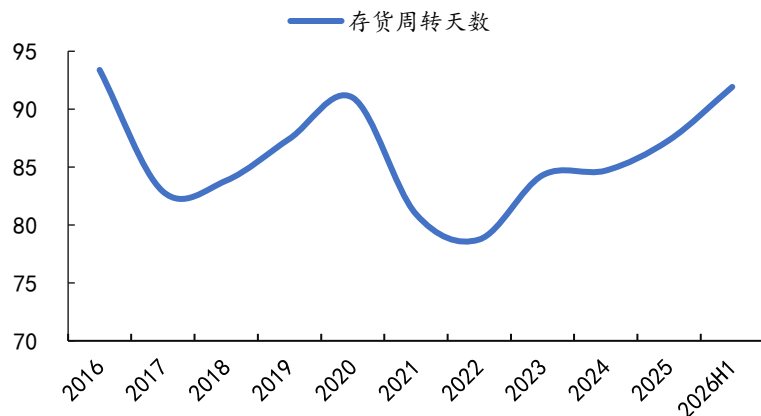
2.1.1 行业回顾:26H1收入稳增，盈利转正，箱板纸景气底部向上

- 存货压力边际缓解，资本开支延续放缓、企业间分化加剧。26H1终端采购维持谨慎，纸企存货仍处于相对高位。资本开支方面，行业整体扩张意愿继续趋弱，经历前期集中产能投放后，多数纸企逐步由规模扩张转向提升现有产能利用率及优化资产负债表，资本开支整体延续收缩趋势，但头部企业之间仍存在一定分化。浆系龙头太阳纸业继续推进林浆纸一体化布局，资本开支绝对规模仍处行业较高水平，但新增项目投放节奏较前期趋于平稳。

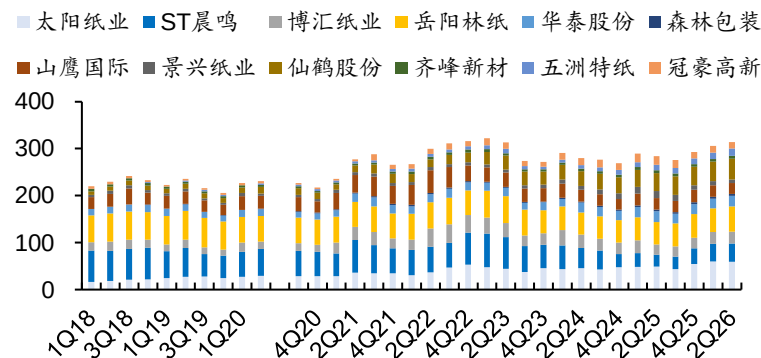
图表：重点纸企应收账款周转天数



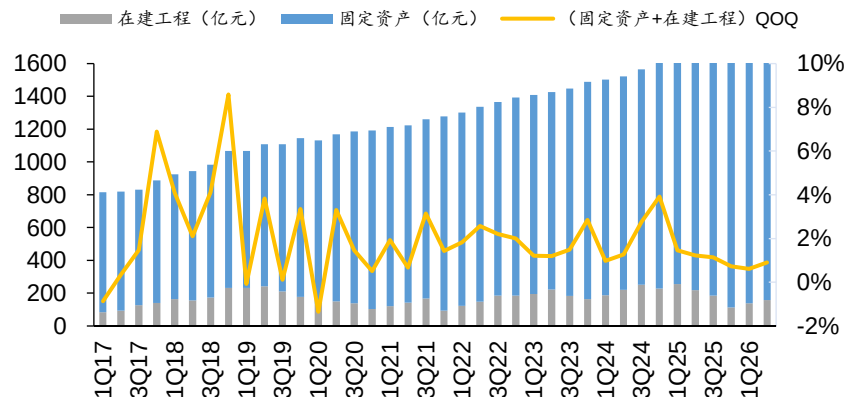
图表：重点纸企存货周转天数



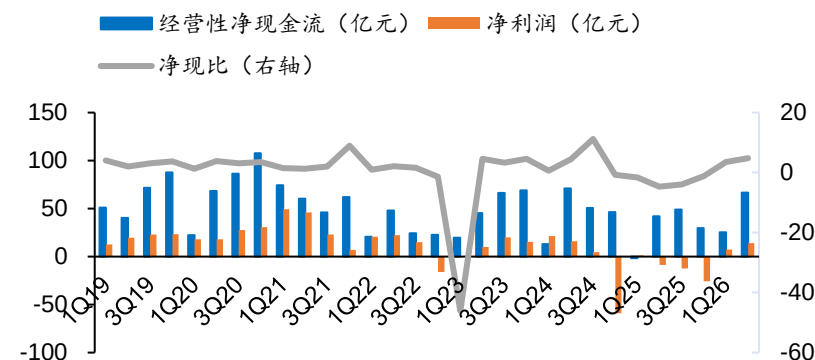
图表：重点纸企2Q账面存货（亿元）环比下行



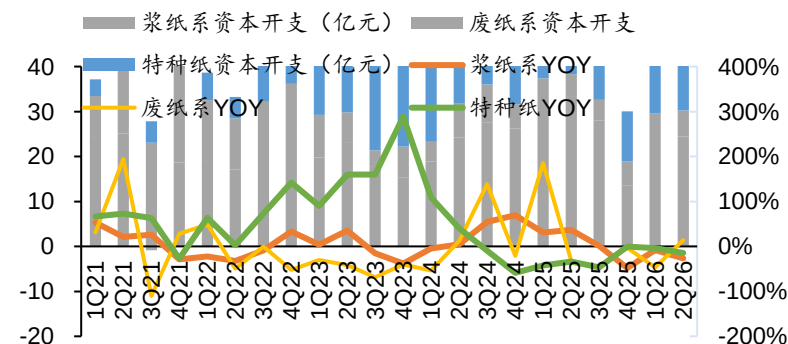
图表：重点纸企固定资产增速放缓



图表：重点纸企经营性现金流与净利润



图表：重点纸企分季度资本开支及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

2.1造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压

2.1.2 行业展望：各纸种表现分化，废纸系修复，浆纸系承压

图表：2025-2027年国内外新增浆线统计（为不完全统计）

地区	公司名称	浆种	投产/预计投产时间	产能（万吨）
国内	OKI	阔叶浆	2026年底	280
	Paracel	阔叶浆	2027年	180
	Arauco	阔叶浆	2027Q4	350
	玖龙纸业	化学浆	2025年6月	65
	华泰股份	化学浆	2025年上半年	70
	玖龙纸业	化机浆	2025年8月	70
	太阳纸业	漂白化学木浆+机械木浆	2025年9月	35+15
	玖龙纸业	化学浆	2026Q4	120
	太阳纸业	漂白化学浆	2026年	60
	五洲特纸	化学浆	2027年上半年	60
国外	玖龙纸业	化学浆	2027Q2	80
	玖龙纸业	化学浆	2027Q3	50
	仙鹤股份	漂白阔叶木浆+化机浆	2026-2027年	40+20

图表：2025年及以后文化纸新产能梳理（为不完全统计）

公司	地区	纸种	产能（万吨）	（计划）投产时间
玖龙纸业	湖北荆州	文化纸	60	2025H1
	广西北海	文化纸	70	2025H2
太阳纸业	广西南宁	特种纸/文化纸	40	2025年9月
五洲特纸	江西湖口	文化纸	30	2026Q1末
联盛纸业	福建漳州	文化纸	120	-

图表：2023年及以后白卡纸新产能梳理（为不完全统计）

公司	地区	纸种	产能（万吨）	（计划）投产时间
仙鹤股份	浙江衢州	食品卡纸	30	2023年4月
联盛纸业	福建漳州	白卡纸	120	2023年5月
亚太森博	江苏如皋	白卡纸	100	2023年10月
冠豪高新	广东湛江	高档涂布白卡纸	30	2024年4月
玖龙纸业	广西北海	白卡纸	120	2024年9月
联盛纸业	福建漳州	白卡纸	120	2025年7月
玖龙纸业	湖北荆州	白卡纸	120	2025年8月
方盛纸业	河南新乡	白卡纸	30	进度不详
金天和纸业	山东泰安	食品卡纸	50	进度不详
博汇纸业	江苏盐城	零塑纸杯纸、高端社卡、烟卡	80	进度不详
金桂纸业	广西	白卡纸	110	建设周期18个月

- 废纸系：看好2026-2027年供需格局继续改善，价格修复。（1）需求端：箱板瓦楞纸需求与经济周期强相关，内需回暖，顺周期需求释放（2）供给端：新增供给压力减弱。行业资本开支放缓；进口纸的冲击有所放缓。纸价承压的大背景下，头部企业凭借高端纸以及自供浆的壁垒优势实现市占率的持续提升，而小厂难以生存逐渐退出市场。（3）成本端：国废价格提升是近两轮2箱板瓦楞纸价格上涨的核心因素，对箱板瓦楞纸价格形成有利支撑。
- 浆：短期阔叶浆价预计相对稳定，2027年预计会面临较大压力。短期看，浆厂主动收缩供给，浆价有望维稳；2027年的压力则主要来源于国内外产能的陆续释放。
- 文化纸：需求偏弱+供给增量压制纸价。过去十年（2014-2023年）文化纸需求偏刚性，但进入2024年后，受出生人口数量减少+图书无纸化等因素影响，需求疲软；同时，随新增产能逐步释放+晨鸣纸业复产，供给端的压力加大，供需双弱驱使价格快速下滑，行业利润承压。我们认为，文化纸行业本轮产能扩张开始较晚，需求短期内较难看到明显起色，供需恢复平衡可能需要较长时间。
- 白卡纸：需求前景好于文化纸，关键在于产能消化节奏。本轮无序扩张步入尾声，若消费环境持续回暖，新增产能逐步消化，供需格局优化下行业或迎来拐点。

来源：曼谈纸业公众号，Fastmarkets，Arauco，各公司公告，湖口县人民政府官网，漳州市人民政府官网，卓创，泰安市生态环境局，纸业网，国金证券研究所

2.1造纸：各纸种景气度分化，废纸系景气向上，浆纸系仍承压

2.1.3 投资建议：原料+涨价两条主线，推荐纸浆一体化，高股息并存的头部纸企

- **投资逻辑：**当前造纸行业正处于供需格局筑底阶段，短期盈利修复依赖纸价上涨兑现，中长期竞争优势则取决于企业对上游资源的掌控能力。投资方向上，一方面关注具备浆纸一体化优势、成本壁垒突出的浆系龙头；另一方面关注供需改善弹性较大的包装纸企业及具备成长属性、盈利稳定性更强的特种纸企业。
- **太阳纸业：**新增产能密集投产，有望充分受益浆纸价格回升，成长节奏明确可兑现。8月公司山东颜店基地70万吨箱板纸以及配套浆线已经投产/试产，27年还在南宁基地规划有60万吨特种产能及将浆线。公司核心投资逻辑在于较强的成本控制能力和多元化产品结构，一方面持续深化山东、广西及老挝等基地的林浆纸一体化布局，自制浆及木材资源保障能力较强，在商品浆价格波动过程中能够有效平滑原料成本，并通过不同浆种及纸种之间的灵活调配强化成本优势。
- **玖龙纸业：**包装纸涨价弹性最突出，浆纸一体化完成成本体系重构，盈利进入高弹性修复阶段。公司投资逻辑首先来自箱板瓦楞纸行业供需改善带来的价格弹性，作为国内包装纸龙头，公司产销量规模大，产品结构高端，具备较强的议价能力，因此行业纸价上涨能够较快传导至吨盈利；其次，公司近年来大规模向上游延伸，浆纸一体化布局逐步进入收获期，已有约540万吨木浆设计产能投产，未来全部项目投产后纤维原料设计产能预计达到约1070万吨，其中木浆约790万吨，对外购木浆及其他纤维原料的依赖度进一步下降。
- **仙鹤股份：**抢先布局竹浆产业链，林浆纸一体化布局卓有成效。公司积极实施林浆纸一体化布局，湖北和广西的自制浆已完全达到进口木浆水准。且公司计划发展30万亩自有林地，另有100万亩国有林地提供稳定原料供应，持续强化原材料管控能力。国内外浆厂供给过剩对浆价的冲击已充分显现，浆价已逐渐筑底企稳，25H2在需求回暖的刺激下有望迎来温和修复。公司在低浆价时储备有较多纸浆库存，纸浆价修复完成后低价浆库存对边际成本改善作用明显，吨盈利修复可期。

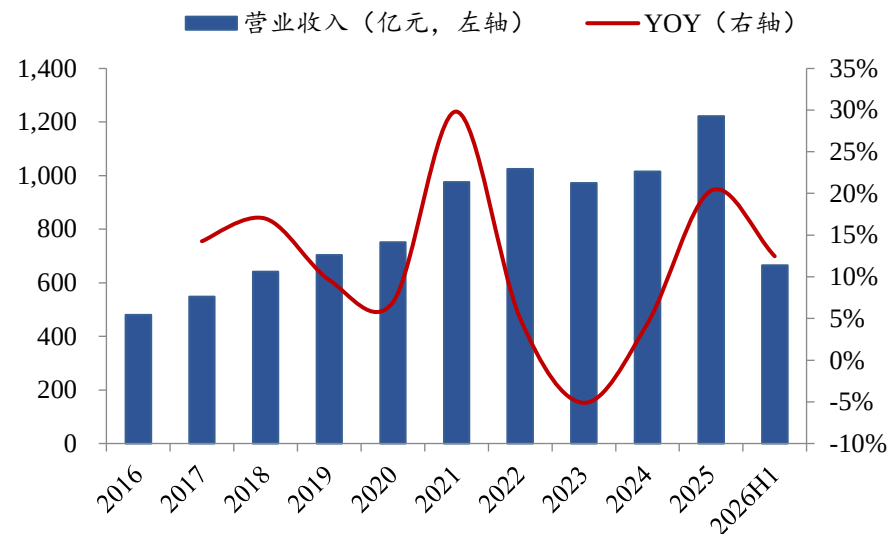
2.2 包装：高分红，两片罐盈利修复，科技转型3条主线

2.2.1 行业回顾：收入稳健增长，利润受边际扰动

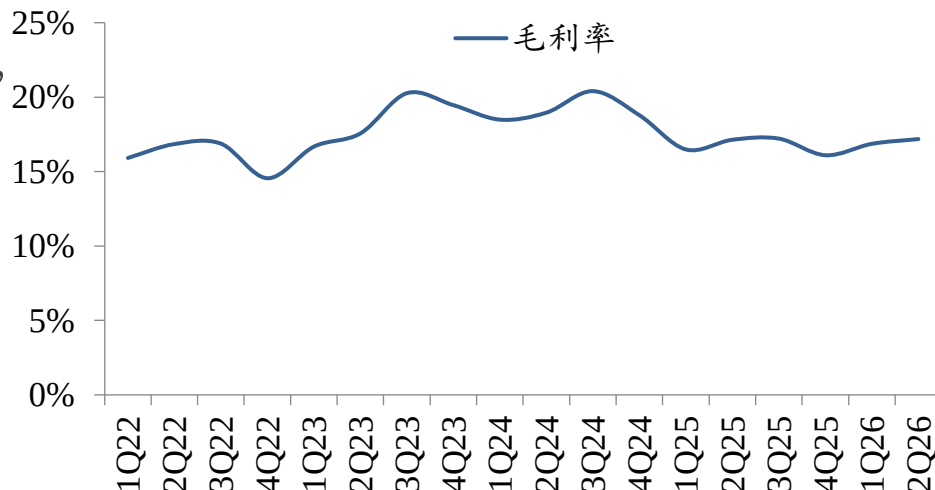
➤ 根据我们跟踪的17家重点包装公司业绩表现，26H1营收增速同比+12.5%至665.8亿元，归母净利润同比+2.5%至39.6亿元，收入增速明显快于利润增速，反映行业需求整体有所恢复，但盈利能力仍受到原材料成本波动、终端客户降本诉求以及行业价格竞争等因素制约。从需求端看，出口链及部分消费包装需求表现相对较好，带动头部包装企业订单及收入增长；从盈利端看，纸价及塑料、铝材等原材料价格波动叠加人工、折旧等刚性成本，对毛利率形成一定扰动，同时行业新增产能及同质化竞争仍较明显，导致板块利润增长弱于收入增长。

来源：Wind，国金证券研究所

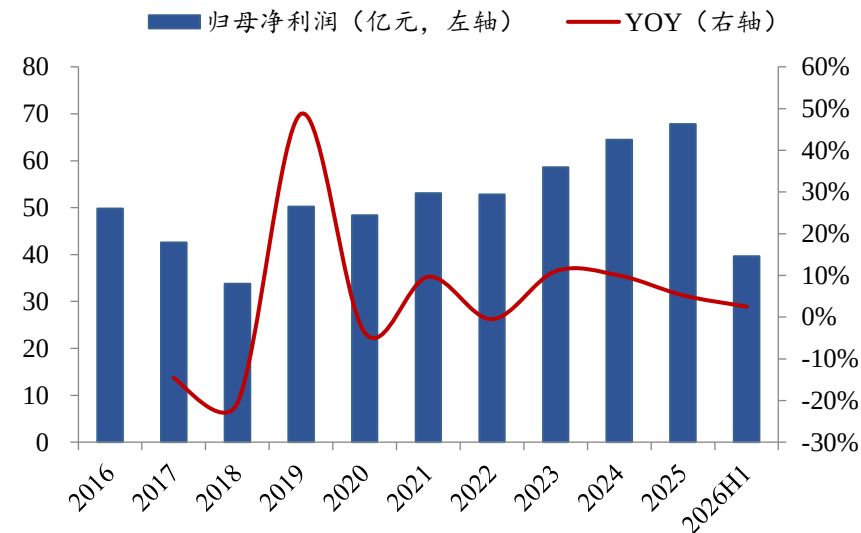
图表：重点包装企业营收及同比增速



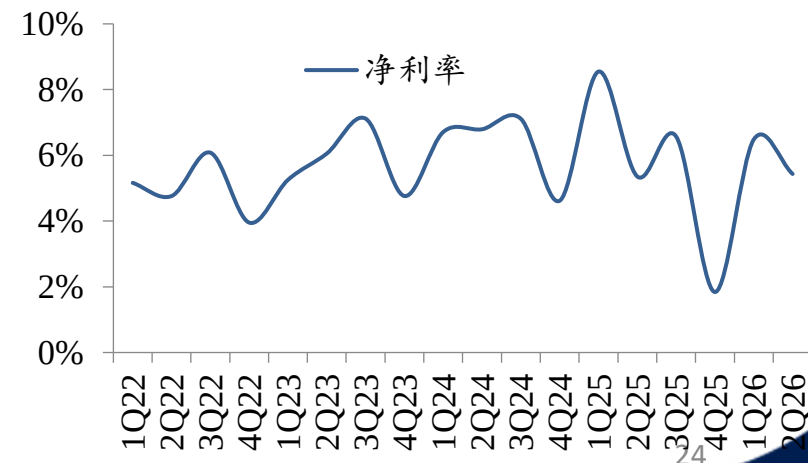
图表：重点包装企业营收及同比增速



图表：重点包装企业归母净利润及同比增速



图表：重点包装企业归母净利润及同比增速



2.2包装：高分红，两片罐盈利修复，科技转型3条主线

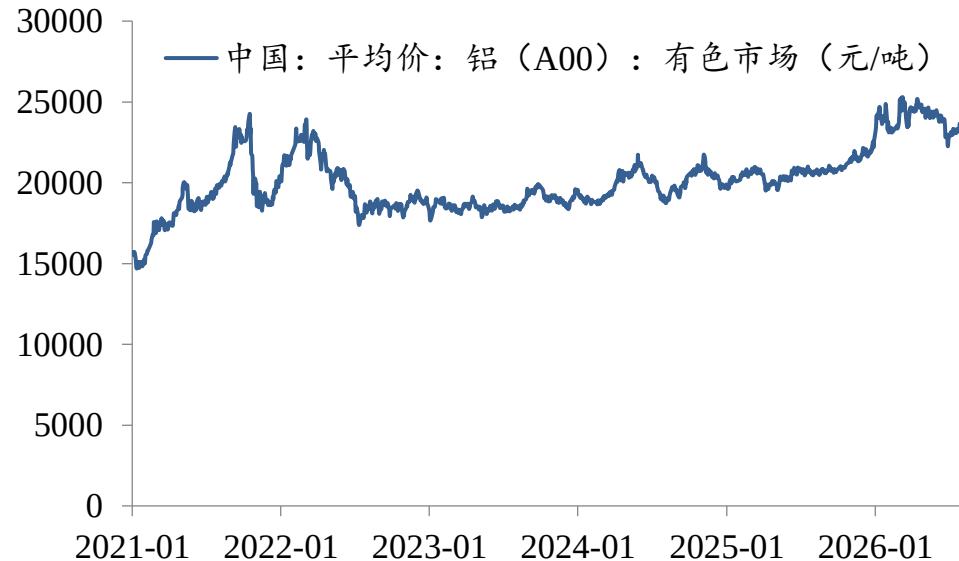
2.2.1 行业回顾：收入稳健增长，利润受边际扰动

- 两片罐：需求保持韧性，行业整合持续推进，竞争格局改善有望带动盈利中枢修复。26H1两片罐行业下游需求整体保持相对稳健，供给端过去几年行业产能扩张较快、价格竞争激烈，但随着奥瑞金完成对中粮包装的收购，行业头部集中度进一步提升，叠加主要企业资本开支趋于理性，竞争格局逐步由“以价换量”向追求盈利质量转变，龙头企业在客户、区域产能布局及供应链协同方面的优势进一步强化。两片罐成本中铝材占比较高，26H1铝价整体高位波动，对行业毛利率形成一定压制，同时下游啤酒、饮料客户集中度较高，包装企业成本传导仍存在一定时滞，因此行业盈利改善幅度弱于收入及销量增长。

图表：两片罐单价底部上涨



图表：废纸系纸价及废纸成本价格复盘

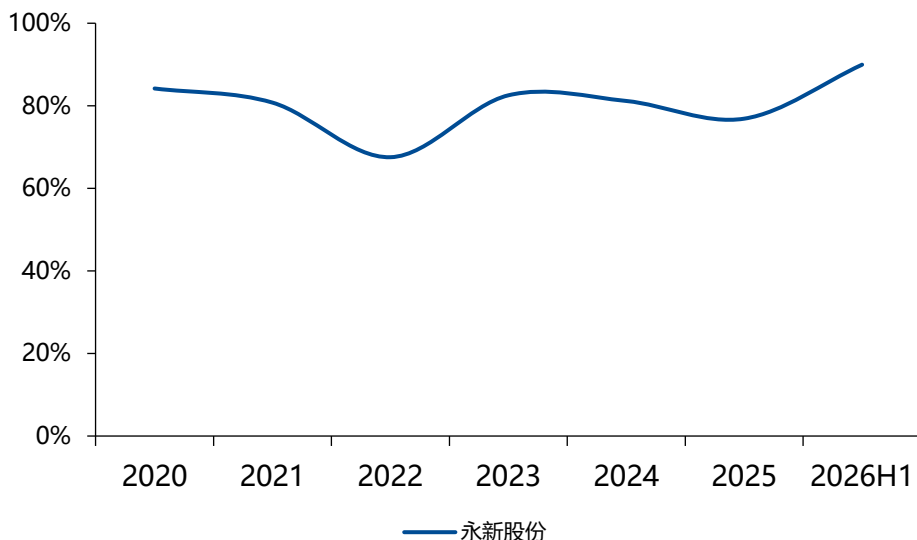


2.2包装：高分红，两片罐盈利修复，科技转型3条主线

2.2.1 行业回顾：收入稳健增长，利润受边际扰动

- 塑料包装：需求整体稳健，原料价格波动趋缓，龙头凭借客户资源与产品升级维持较强盈利韧性。26H1塑料包装下游食品饮料、日化、医药及消费电子等需求整体保持平稳，终端客户对于轻量化、功能化及绿色可循环包装的需求持续提升。行业原材料主要包括PET、PE、PP等石化产品，上半年受地缘扰动及原油价格波动影响，价格一度明显上涨，但二季度后逐步回落，原料成本压力较前期有所缓解；与此同时，下游品牌客户议价能力仍然较强，包装企业成本传导存在一定时滞，行业盈利改善更多依赖产品结构优化及运营效率提升，具备大客户资源、全国化产能布局以及研发设计能力的头部企业，盈利稳定性明显优于中小企业。
- 科技转型标的：26H1部分传统包装企业加速向高附加值制造领域延伸，转型方向逐步由单纯包装业务拓展至AI硬件、精密制造、液冷散热等高景气赛道。其中，裕同科技持续推进“1+N+T”战略；金富科技于26年4月完成对卓晖金属、联益热能各51%股权收购，正式切入服务器液冷散热领域，其中二季度并表的液冷散热业务实现收入2.76亿元、贡献净利润超过0.4亿元，已成为业绩增长的重要驱动力。

图表：永新股份等高分红标的的分红率稳步提升



图表：Q1-Q2油价上涨对盈利端产生扰动



2.2 包装：高分红，两片罐盈利修复，科技转型3条主线

2.2.2 行业展望：板块盈利改善，新业务转型进入放量期

- **包装板块展望：**需求温和修复，成本压力趋缓，龙头集中度提升与转型成长共同驱动板块盈利改善。展望26H2，包装行业下游需求有望延续温和修复，其中食品饮料、消费电子、家电及日化等领域在传统旺季、新品周期及出口需求支撑下预计保持较好韧性，带动包装企业订单及产能利用率进一步改善。成本端，纸张、铝材及塑料等主要原材料价格若维持相对稳定，叠加企业降本增效持续推进，行业毛利率具备边际修复空间。分赛道看，两片罐受益于行业整合，竞争格局持续优化，罐价及吨盈利有望逐步修复；塑料包装需求整体稳健，高端化、轻量化及可回收材料应用持续推进，龙头企业有望凭借客户和规模优势提升份额；纸包装行业在消费电子及精品包装需求回暖背景下，头部企业订单和盈利能力有望改善。与此同时，裕同科技、金富科技等企业积极向精密制造、液冷散热等高景气领域延伸，新业务逐步贡献收入和利润增量，为传统包装企业打开第二成长曲线。整体来看，26H2包装板块投资机会将更多聚焦于传统主业盈利修复、行业集中度提升以及新业务转型放量三条主线，具备客户资源、成本控制能力、全球化布局及新兴业务拓展能力的龙头企业有望实现更优的业绩表现。

2.2 包装：高分红，两片罐盈利修复，科技转型3条主线

2.2.3 投资建议：原料+涨价两条主线，推荐纸浆一体化，高股息并存的头部纸企

- **投资逻辑：**板块层面建议重点关注行业格局改善、原材料成本趋稳，海外产能放量带来的盈利修复型龙头，以及传统主业提供安全垫、新业务进入加速放量期的转型型企业。
- **裕同科技：**包装龙头基本盘稳固，N业务加速成长。传统包装业务方面，公司深度绑定全球消费电子及科技龙头客户，并持续推进海外产能布局，为业绩提供较为稳健的基本盘。华研科技产品已经覆盖消费电子精密转轴、散热材料以及服务器液冷相关金属零组件与模组，华宝利则持续向AI智能硬件、机器人制造方向延伸。公司多年积累的全球头部科技客户资源、自动化生产能力及全球交付体系有望向新业务复用，推动业务属性由传统包装逐步向“包装+精密制造”升级。后续重点关注华研科技等“N业务”客户拓展及收入利润放量、AI硬件和液冷业务进展以及海外产能利用率提升，若第二成长曲线逐步兑现，公司成长性及估值体系均存在重塑空间。
- **金富科技：**包装主业提供稳定现金流，液冷业务进入快速放量期，业绩弹性突出。26年公司完成卓晖金属、联益热能各51%股权收购，自4月起纳入合并报表，液冷业务快速增长，卓晖、联益在液冷领域已形成铜管、波纹管、液冷板、分集水器等较完整产品布局，并进入液冷领域头部客户供应体系，公司同时推进华南液冷板生产基地及液冷组件扩产，拟募资不超过3亿元进一步解决产能瓶颈，并向上游精密加工环节延伸以提高自制率和盈利能力。公司后续业绩弹性主要来自液冷行业高景气、现有客户订单增长、产能快速释放以及产品品类扩展，是包装板块中转型逻辑最直接、短期业绩弹性较高的标的之一。
- **永新股份：**兼具成长与防御属性。26H1公司主业收入稳定增长，体现公司在需求相对平稳环境下仍具备较强的订单获取及市场拓展能力。随2.2万吨新型功能膜及4万吨彩印复合软包装智能工厂陆续贡献产能，有望支撑销量及产品结构进一步升级。公司保持较强股东回报，上半年分红率约90%。
- **奥瑞金：**完成原中粮包装收购后，公司在两片罐领域的产能、客户及区域覆盖进一步完善，行业集中度提升有望，减少无序价格竞争，并强化龙头议价能力。公司正加快拓展东南亚、中东、中亚等海外市场，通过本地产能及出口业务寻找新的增量空间。伴随中粮包装整合协同进一步释放、产能利用率提升及行业竞争趋于理性，二片罐吨罐盈利存在继续修复空间；若铝价等原材料成本保持相对稳定，同时海外业务放量，公司盈利中枢有望进一步上移。

03 个护关注价值低估消费白马， 潮玩新品牌&产品&渠道驱动成长

3.1 个护：线下新渠道&区域突破成亮点，关注价值低估消费白马

3.1.1收入端：边际走弱，产品升级&渠道调整打开新增长点

收入端：重点公司26Q2/26H1收入同比+0.3%/+0.9%，边际走弱。增长驱动转向渠道迁移、产品升级与份额再分配；生活用纸与部分代工链条则表现为收入平稳、利润弹性更大；上游材料整体仍维持景气。

➤ 卫生巾板块中，百亚股份26H1收入+6.0%、豪悦护理+11.4%，乐舒适26H1收入3.33亿美元、同比约+30.7%，而恒安国际则同比-6.1%；

长期增长逻辑转向单价提升、功能细分、渠道迁移，线上渠道、内容电商、即时零售正在重塑格局。乐舒适高增表明海外尤其非洲市场仍存在渗透率提升和渠道扩张的明显红利。

➤ 牙膏板块中，登康口腔+14.2%，云南白药+2.9%，两面针-9.2%。牙膏行业转向以功效与品牌力驱动的量价齐升。分品牌看。登康口腔成人牙膏基本盘稳健增长，电动牙刷等第二曲线开始放量。

图表：个护重点公司营业收入变化情况

收入(亿元) 注：乐舒适为亿美元													收入同比								
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1	26Q2	26H1
卫生巾	1044. HK	恒安国际	-	-	118.08	-	-	112.61	230.69	-	-	110.91	-	-	-0.2%	-	-	3.9%	-	-	-6.1%
	2698. HK	乐舒适	-	-	2.55	-	-	3.13	5.67	-	-	3.33	-	-	-	-	-	-	-	-	0.31
	003006. SZ	百亚股份	9.95	7.68	17.64	8.59	8.70	17.29	34.92	10.55	8.15	18.70	30.1%	0.2%	15.1%	8.3%	-6.4%	0.4%	6.0%	6.1%	6.0%
	605009. SH	豪悦护理	9.11	8.49	17.60	9.58	10.37	19.96	37.56	9.75	9.86	19.61	42.4%	26.1%	34.0%	31.6%	16.8%	23.5%	7.0%	16.2%	11.4%
	301009. SZ	可靠股份	2.80	2.69	5.49	2.81	3.21	6.01	11.50	2.91	2.92	5.83	-1.0%	13.0%	5.4%	4.6%	10.8%	7.8%	4.0%	8.7%	6.3%
	002511. SZ	中顺洁柔	20.68	22.62	43.30	21.49	23.02	44.50	87.80	21.98	22.12	44.10	12.1%	3.9%	7.7%	11.1%	4.8%	7.8%	6.3%	-2.2%	1.8%
牙膏	001328. SZ	登康口腔	4.30	4.11	8.42	3.86	4.88	8.74	17.16	4.95	4.66	9.61	19.4%	20.1%	19.7%	10.5%	-3.9%	2.0%	15.1%	13.2%	14.2%
	600249. SH	两面针	2.40	2.82	5.22	2.93	2.47	5.40	10.63	2.19	2.55	4.74	15.5%	-8.7%	1.0%	6.8%	-5.5%	0.8%	-8.9%	-9.5%	-9.2%
	000538. SZ	云南白药	108.41	104.16	212.57	93.97	105.33	199.30	411.87	116.03	102.81	218.84	0.6%	7.6%	3.9%	-0.7%	4.1%	1.8%	7.0%	-1.3%	2.9%
上下游：	603238. SH	诺邦股份	6.08	7.32	13.40	6.82	8.52	15.34	28.74	7.07	8.47	15.54	39.1%	28.9%	33.3%	23.2%	25.6%	24.5%	16.2%	15.7%	15.9%
	300658. SZ	延江股份	4.36	4.07	8.43	4.52	4.48	8.99	17.43	4.76	4.16	8.92	38.6%	16.1%	26.7%	16.6%	3.7%	9.8%	9.1%	2.2%	5.8%
	301059. SZ	金三江	1.09	0.91	2.00	1.22	1.26	2.48	4.48	1.32	1.44	2.76	34.8%	4.4%	19.0%	18.4%	10.2%	14.1%	21.0%	57.9%	37.8%
个护合计（不包含上下游和乐舒适）			157.66	152.58	428.32	143.23	157.97	413.81	842.13	168.36	153.08	432.35	6.0%	7.5%	4.7%	3.7%	4.0%	3.9%	6.8%	0.3%	0.9%

来源：iFind，国金证券研究所

3.1个护：线下新渠道&区域突破成亮点，关注价值低估消费白马

3.1.1盈利端：修复斜率低于收入端

盈利端：重点公司26Q2/26H1利润同比+0.4%/+0%，利润端Q1修复后，Q2边际再度转弱，盈利修复的斜率低于收入端。拆分来看：

收入稳、利润强：代表为登康口腔，产品升级、渠道优化或成本控制逐步兑现到利润端；

收入稳、利润较弱，代表为百亚股份、豪悦护理，其在于成本、费用或汇率扰动压制了利润弹性。

后续来看，板块整体看利润质量、韧性和改善持续性，三条路径：1) 具备高毛利产品升级能力，2) 具备费用优化和精益经营能力，3) 具备较强的定价与渠道掌控能力。

图表：个护重点公司归母净利变化情况

归母净利润（亿元） 注：乐舒适为亿美元												归母净利润同比									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1	26Q2	26H1
卫生巾	1044. HK	恒安国际	-	-	13.73	-	-	11.62	25.35	-	-	12.54	-	-	-2.6%	-	-	30.6%	-	-	-8.7%
	2698. HK	乐舒适	-	-	0.52	-	-	0.69	1.21	-	-	0.76	-	-	-	-	-	-	-	-	46%
	003006. SZ	百亚股份	1.31	0.57	1.88	0.57	-0.37	0.20	2.08	1.44	0.35	1.79	27.3%	-25.5%	4.6%	-3.9%	-174.4%	-81.5%	10.0%	-38.6%	-4.8%
	605009. SH	豪悦护理	0.91	0.58	1.48	0.55	0.29	0.83	2.32	0.84	0.70	1.54	5.7%	-46.5%	-23.5%	-45.4%	-69.2%	-56.8%	-7.8%	21.5%	3.6%
	301009. SZ	可靠股份	0.19	0.10	0.28	0.00	0.08	0.08	0.36	0.02	-0.10	-0.08	1.4%	98.4%	21.8%	74.3%	-10.6%	-1.5%	-89.9%	-201.0%	-128.0%
	001206. SZ	依依股份	0.54	0.48	1.02	0.54	0.26	0.81	1.83	0.28	0.27	0.55	28.0%	-9.1%	7.4%	-2.2%	-59.0%	-32.6%	-48.8%	-43.0%	-46.1%
牙膏																					
	001328. SZ	登康口腔	0.43	0.42	0.85	0.51	0.45	0.96	1.81	0.52	0.50	1.01	15.6%	19.7%	17.6%	11.4%	4.5%	8.1%	20.0%	18.1%	19.1%
	600249. SH	两面针	-0.14	0.09	-0.05	0.29	-0.14	0.15	0.10	-0.38	0.34	-0.05	1011.7%	-514.3%	46.6%	-67.3%	367.5%	-82.3%	170.1%	269.8%	-7.9%
	000538. SZ	云南白药	19.35	16.98	36.33	11.44	3.76	15.21	51.53	20.37	16.64	37.01	13.7%	14.2%	13.9%	0.6%	-11.0%	-2.6%	5.3%	-2.0%	1.9%
上下游：																					
	603238. SH	诺邦股份	0.30	0.35	0.65	0.31	0.21	0.52	1.17	0.31	0.22	0.53	48.6%	48.1%	48.3%	20.9%	-17.4%	1.6%	2.0%	-37.4%	-19.1%
	300658. SZ	延江股份	0.11	0.15	0.26	0.17	-0.02	0.15	0.41	0.31	0.14	0.45	20.7%	-20.9%	-7.1%	209.1%	-66.6%	-2807%	182.9%	-5.3%	75.6%
	301059. SZ	金三江	0.15	0.15	0.31	0.22	0.23	0.46	0.76	0.23	0.22	0.44	9.1%	65.3%	31.4%	57.8%	47.3%	52.3%	47.1%	41.1%	44.1%
个护合计（不包含上下游和乐舒适）			22.70	19.58	56.01	14.15	4.97	30.73	86.74	23.83	19.66	56.02	11.3%	15.0%	8.7%	1.4%	-22.2%	5.2%	5.0%	0.4%	0.0%

来源：iFind，国金证券研究所



3.1个护：线下新渠道&区域突破成亮点，关注价值低估消费白马

3.1.1盈利结构：毛利结构改善&费用压力仍大，关注修复弹性



从行业链条的利润稳定性，牙膏>卫生巾。

Q2毛利验证产品升级主线，公司层面普遍同比改善。费用率仍偏高、延续25Q3/Q4以来的高投放/高费用格局。

分品牌看，登康口腔、云南白药等盈利模型清晰、可持续；百亚股份、豪悦护理关注阶段性修复与改善弹性。

图表：个护重点公司毛销差变化情况

			毛销差										
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1	
卫生巾													
个护	1044. HK	恒安国际	-	-	16.4%	-	-	17.6%	17.0%	-	-	17.8%	
	2698. HK	乐舒连	-	-	30.8%	-	-	33.6%	32.3%	-	-	31.9%	
	003006. SZ	百亚股份	19.3%	13.6%	16.8%	13.1%	3.3%	8.2%	12.6%	21.2%	11.1%	16.8%	
	605009. SH	豪悦护理	19.8%	14.4%	17.2%	12.3%	10.8%	11.5%	14.2%	16.9%	14.2%	15.5%	
	301009. SZ	可靠股份	15.4%	10.0%	12.8%	9.1%	12.5%	10.9%	11.8%	12.3%	9.4%	10.8%	
	002511. SZ	中顺洁柔	10.5%	12.2%	11.4%	13.0%	14.4%	13.7%	12.5%	13.0%	14.8%	13.9%	
牙膏													
	001328. SZ	登康口腔	16.9%	15.2%	16.1%	20.4%	18.2%	19.2%	17.7%	16.8%	19.1%	17.9%	
	600249. SH	两面针	8.8%	8.4%	8.6%	4.9%	4.6%	4.8%	6.6%	6.1%	5.3%	5.7%	
	000538. SZ	云南白药	21.7%	16.2%	19.0%	15.5%	9.8%	12.5%	15.9%	20.7%	16.8%	18.9%	
上下游:													
	603238. SH	诺邦股份	13.5%	13.3%	13.4%	13.3%	10.5%	11.7%	12.5%	13.9%	10.7%	12.1%	
	300658. SZ	延江股份	12.2%	16.0%	14.0%	17.5%	15.7%	16.6%	15.4%	18.3%	16.2%	17.3%	
	301059. SZ	金三江	34.4%	35.6%	35.0%	39.3%	38.9%	39.1%	37.3%	36.3%	35.5%	35.9%	

来源：iFind，国金证券研究所

图表：个护重点公司毛利率变化情况

			毛利率									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
卫生巾												
	1044.HK	恒安国际	-	-	32.3%	-	-	35.5%	33.8%	-	-	35.3%
	2698.HK	乐舒适	-	-	34.2%	-	-	37.2%	35.9%	-	-	35.8%
	003006.SZ	百亚股份	53.3%	53.1%	53.2%	55.6%	55.2%	55.4%	54.3%	58.5%	56.3%	57.5%
	605009.SH	豪悦护理	34.7%	31.4%	33.1%	29.2%	31.0%	30.1%	31.5%	33.2%	26.8%	30.0%
	301009.SZ	可靠股份	24.3%	23.6%	24.0%	22.6%	25.3%	24.0%	24.0%	23.9%	22.9%	23.4%
	002511.SZ	中顺洁柔	30.8%	34.2%	32.6%	36.7%	34.1%	35.3%	34.0%	34.4%	35.0%	34.7%
牙膏												
	001328.SZ	登康口腔	55.5%	49.6%	52.6%	45.9%	56.6%	51.9%	52.2%	52.6%	52.8%	52.7%
	600249.SH	两面针	17.5%	18.1%	17.8%	14.4%	17.7%	15.9%	16.8%	16.9%	15.7%	16.2%
	000538.SZ	云南白药	31.6%	30.1%	30.9%	28.3%	27.9%	28.1%	29.5%	30.6%	29.4%	30.1%
上下游：												
	603238.SH	诺邦股份	15.7%	15.7%	15.7%	15.2%	12.6%	13.8%	14.7%	15.7%	13.1%	14.3%
	300658.SZ	延江股份	14.2%	16.5%	15.3%	18.7%	18.3%	18.5%	17.0%	19.5%	17.8%	18.7%
	301059.SZ	金三江	37.0%	39.4%	38.1%	41.9%	41.0%	41.5%	40.0%	38.5%	37.9%	38.2%
个护合计			19.3%	21.4%	14.7%	22.1%	21.0%	15.7%	15.2%	19.6%	22.8%	15.7%

图表：个护重点公司销售费用率变化情况

			销售费用率									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
卫生巾		卫生巾：										
个护	1044. HK	恒安国际	-	-	15. 9%	-	-	17. 9%	16. 9%	-	-	17. 5%
	2698. HK	乐舒适	-	-	3. 5%	-	-	3. 6%	3. 5%	-	-	3. 9%
	003006. SZ	百亚股份	34. 0%	39. 5%	36. 4%	42. 4%	51. 9%	47. 2%	41. 8%	37. 3%	45. 1%	40. 7%
	605009. SH	豪悦护理	14. 8%	16. 9%	15. 8%	16. 9%	20. 2%	18. 6%	17. 3%	16. 3%	12. 6%	14. 5%
	301009. SZ	可靠股份	8. 9%	13. 6%	11. 2%	13. 4%	12. 8%	13. 1%	12. 2%	11. 6%	13. 5%	12. 6%
	002511. SZ	中顺洁柔	20. 4%	22. 0%	21. 3%	23. 7%	19. 7%	21. 6%	21. 4%	21. 4%	20. 2%	20. 8%
	001328. SZ	登康口腔	38. 6%	34. 3%	36. 5%	25. 5%	38. 3%	32. 7%	34. 5%	35. 8%	33. 7%	34. 8%
	600249. SH	两面针	8. 7%	9. 7%	9. 2%	9. 4%	13. 0%	11. 1%	10. 2%	10. 7%	10. 4%	10. 6%
	000538. SZ	云南白药	9. 9%	13. 9%	11. 8%	12. 8%	18. 1%	15. 6%	13. 6%	9. 9%	12. 7%	11. 2%
上下游：												
	603238. SH	诺邦股份	2. 2%	2. 4%	2. 3%	2. 0%	2. 2%	2. 1%	2. 2%	1. 9%	2. 4%	2. 2%
	300658. SZ	延江股份	2. 1%	0. 5%	1. 3%	1. 2%	2. 6%	1. 9%	1. 6%	1. 2%	1. 6%	1. 4%
	301059. SZ	金三江	2. 6%	3. 8%	3. 1%	2. 6%	2. 2%	2. 4%	2. 7%	2. 2%	2. 4%	2. 3%
个护合计			10. 1%	12. 2%	8. 0%	12. 6%	12. 9%	9. 3%	8. 7%	10. 5%	12. 8%	8. 6%

3.2 个护：行业展望&投资建议

个护龙头线上红利理性归位，竞争趋于稳态；线下新业态、新区域逐步兑现增长潜力；公司估值性价比较高，品牌势能与业绩成长高度确定，长期配置价值清晰，从行业链条的利润稳定性，牙膏>卫生巾。

- 板块线上竞争格局持续加剧，抖音、天猫、京东等主流电商平台业务高频扩展，流量红利消退、ROI优化与平台型电商、内容电商共存并进，推动线上渠道趋于成熟理性。头部企业具备更强的规模化运营、数据精细化管理和全域流量协同能力，线上竞争虽激烈但龙头份额和基本盘反而稳中有升。
- 线下渠道的结构调整和新型业态拓展已成为龙头公司业绩突破的核心增长极。一方面，个护龙头在传统KA、大卖场渠道基础上，通过全国化、下沉市场、专卖/百货/社区/新零售等多业态全面铺开，形成深度分销+区域聚焦+自营零售多极驱动。如上海家化、百亚股份等典型公司，线下新渠道以及新区域表现突出。龙头公司线下渠道快速拓展成为后续2-3年确定性成长看点。

价值低估白马配置性价比凸显，龙头长期配置优势明显。结构升级与国货品牌崛起持续带动细分龙头穿越周期。产品创新（大单品、科技功效）、渠道创新、新需求拓展（情绪价值、健康化、家庭化、体验化）等多重红利下，龙头经营质量强、毛利率弹性和利润表现均优。

- 1) 登康口腔：2Q高质量增长延续，线下展现韧性。从产品看，成人增长稳健，电动牙刷等第二曲线快速成长。分渠道看，电商渠道保持较快增长，线下渠道展现韧性，其中东部地区和北部地区表现亮眼，收入分别为1.35亿元/1.29亿元，分别同比+17.00%/+18.06%。海外业务迈出坚实一步，报告期内正式进军越南市场。
- 2) 百亚股份：核心五省渠道调整阶段，去化渠道库存等影响短期承压。大健康系列为核心驱动，结构持续优化。26H1公司聚焦卫生巾核心品类，实现收入18.18亿元（同比+7.71%），线上增长质量改善，外围省份持续扩张。

3.2 潮玩：情绪价值主线仍在，新品牌&产品&渠道驱动成长

3.2.1 收入端：头部企业处于不同成长阶段

- 潮玩：在高基数与流量常态化背景下，行业从爆发式增长切换到结构性增长，龙头平台、强产品公司与渠道转型公司开始明显分化，处在不同成长周期阶段。
- 企业正由新品牌（新IP/新授权IP）、新产品（搪胶、积木车等新形态）或新渠道（海外扩张）驱动，进入新一轮增长阶段。

图表：潮玩重点公司营业收入变化情况

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)								26Q2	26H1
			25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1		
潮玩	9992. HK	泡泡玛特	-	-	138.7628	-	-	232.4378	371.2005	-	-	171.7292
	0325. HK	布鲁可	-	-	13.3801	-	-	15.7533	29.1334	-	-	17.7570
	9896. HK	名创优品	44.27	49.66	93.93	57.97	62.54	120.51	214.44	56.88	58.11	114.99
	603899. SH	晨光股份	52.45	55.64	108.09	65.19	77.36	142.55	250.64	55.30	57.89	113.20
	300703. SZ	创源股份	4.55	5.42	9.96	6.05	5.43	11.48	21.44	4.97	5.85	10.82
	002103. SZ	广博股份	4.84	6.87	11.71	6.67	9.07	15.74	27.46	5.55	7.83	13.38

分品牌看，泡泡玛特26H1增速有所放缓，国内增长相对稳健、海外高基数回落、IP结构更健康；
布鲁可拼搭角色类玩具成长股，26H1的关键是海外和新品类加速兑现；
名创优品/TOP TOY代表渠道型IP零售平台，收入韧性强；
晨光、创源、广博等传统文创/文具公司向IP文创、潮玩零售或情绪消费外延转型，收入增速低于纯潮玩龙头，但各自都在验证IP化、零售化、内容化路径。

图表：潮玩重点公司营业收入yoy情况

行业分类	代码	公司名称	收入YOY								26Q2	26H1
			25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1		
潮玩	9992. HK	泡泡玛特	-	-	204.4%	-	-	174.1%	184.7%	-	-	23.8%
	0325. HK	布鲁可	-	-	27.9%	-	-	31.9%	30.0%	-	-	32.7%
	9896. HK	名创优品	18.9%	23.1%	21.1%	28.2%	32.7%	30.5%	26.2%	28.5%	17.0%	22.4%
	603899. SH	晨光股份	-4.4%	0.0%	-2.2%	7.5%	8.7%	8.2%	3.4%	5.4%	4.1%	4.7%
	300703. SZ	创源股份	40.0%	6.9%	19.8%	9.3%	-2.1%	3.6%	10.6%	9.3%	8.0%	8.6%
	002103. SZ	广博股份	10.1%	-2.5%	2.4%	8.7%	-11.1%	-3.7%	-1.2%	14.6%	14.0%	14.2%

来源：iFind，国金证券研究所

3.2潮玩：情绪价值主线仍在，新品牌&产品&渠道驱动成长

3.2.1 盈利端：高景气扩张逐步转向看盈利结构质量阶段

图表：潮玩公司盈利端拆解

- 潮玩26H1逐步切换到看盈利结构质量阶段。泡泡玛特、布鲁可，属于高毛利/高费用/高净利的IP驱动型潮玩公司；名创优品为中高毛利/高费用/中等净利的渠道型IP零售平台；晨光、广博、创源：传统文创/文具公司向潮玩/IP衍生延展，整体毛利率、净利率显著低于纯潮玩公司，盈利质量更多取决于产品结构优化。

- 进一步看趋势，泡泡玛特与布鲁可都出现了毛利率回落但净利率仍处高位的特征，本质上是高景气扩张进入质量再平衡阶段；名创优品则是毛利率稳定但销售费用率抬升，净利率承压，反映其仍处大店化、自有IP化与海外直营化投入期；晨光、广博、创源则更多体现转型资产特征，利润弹性看新品类、IP化与渠道效率。

			毛利率									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
潮玩	9992. HK	泡泡玛特	-	-	70.3%	-	-	73.2%	72.1%	-	-	69.7%
	0325. HK	布鲁可	-	-	48.4%	-	-	45.5%	46.8%	-	-	44.3%
	9896. HK	名创优品	44.2%	44.3%	44.3%	44.7%	46.4%	45.6%	45.0%	43.3%	45.3%	44.3%
	603899. SH	晨光股份	20.7%	18.3%	19.4%	19.9%	15.5%	17.5%	18.4%	20.3%	18.9%	19.6%
	300703. SZ	创源股份	35.4%	34.8%	35.1%	32.6%	34.5%	33.5%	34.2%	34.1%	36.4%	35.3%
	002103. SZ	广博股份	20.5%	16.7%	18.3%	18.5%	13.6%	15.7%	16.8%	18.9%	16.5%	17.5%

			销售费用率									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
潮玩	9992. HK	泡泡玛特	-	-	23.0%	-	-	21.0%	21.8%	-	-	22.9%
	0325. HK	布鲁可	-	-	13.2%	-	-	13.3%	13.3%	-	-	12.0%
	9896. HK	名创优品	23.1%	23.4%	23.2%	24.7%	26.5%	25.6%	24.6%	25.9%	27.1%	26.5%
	603899. SH	晨光股份	8.2%	8.2%	8.2%	8.1%	5.8%	6.8%	7.4%	8.7%	8.5%	8.6%
	300703. SZ	创源股份	15.0%	12.2%	13.5%	12.5%	17.0%	14.6%	14.1%	16.7%	14.5%	15.5%
	002103. SZ	广博股份	8.3%	5.9%	6.9%	6.9%	5.6%	6.1%	6.5%	7.9%	6.6%	7.2%

			毛销差									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
潮玩	9992. HK	泡泡玛特	-	-	47.3%	-	-	52.1%	50.3%	-	-	46.8%
	0325. HK	布鲁可	-	-	35.2%	-	-	32.2%	33.5%	-	-	32.2%
	9896. HK	名创优品	21.2%	20.9%	21.0%	20.0%	19.9%	20.0%	20.4%	17.5%	18.2%	17.8%
	603899. SH	晨光股份	12.5%	10.1%	11.3%	11.8%	9.7%	10.7%	10.9%	11.5%	10.4%	11.0%
	300703. SZ	创源股份	20.5%	22.6%	21.6%	20.1%	17.5%	18.9%	20.2%	17.4%	21.9%	19.9%
	002103. SZ	广博股份	12.1%	10.8%	11.3%	11.6%	8.0%	9.5%	10.3%	11.0%	9.9%	10.4%

			归母净利率									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
潮玩	9992. HK	泡泡玛特	-	-	33.0%	-	-	35.3%	34.4%	-	-	29.3%
	0325. HK	布鲁可	-	-	22.2%	-	-	21.4%	21.8%	-	-	21.8%
	9896. HK	名创优品	9.4%	9.9%	9.6%	7.6%	-2.3%	2.5%	5.6%	22.0%	-5.0%	8.4%
	603899. SH	晨光股份	6.1%	4.3%	5.2%	6.0%	4.7%	5.3%	5.2%	6.1%	4.3%	5.2%
	300703. SZ	创源股份	4.5%	5.4%	5.0%	4.9%	-3.5%	1.0%	2.8%	-3.9%	1.5%	-1.0%
	002103. SZ	广博股份	6.2%	6.7%	6.5%	7.4%	4.3%	5.6%	6.0%	3.7%	3.8%	3.7%

来源：iFind，国金证券研究所

3.2 潮玩：行业展望&投资建议

潮玩公司目前所处成长周期阶段不同，当前行业已从上一轮单点爆款驱动，转向由新品牌（新IP/新授权IP）、新产品（新形态如搪胶、积木车等）和新渠道（尤其海外与新零售终端）共同驱动的新成长周期。我们认为下一轮成长曲线取决于“三新”框架下开启新成长机会的条件。

- 布鲁可：26H1积木车&成人向放量，结构优化明显，出海高增超预期，仍在成长拓展阶段。国内成人向与海外新渠道的运营空间，成长路径仍在上升期，加速渠道升级并打开新成长阶段。后续重点在于成人向渗透率提升、海外渠道单店模型验证以及积木车等新品类盈利能力爬坡，决定其是否具备持续的估值抬升空间。
- 泡泡玛特：目前为新IP（LABUBU）+新渠道（高速开店）+新产品（搪胶毛绒）红利集中兑现后的主动调整年。我们认为后续核心不在于再度外推爆款逻辑，而在于观察国内外单店动销是否出现非季节性环比改善，以及二手平台价格价差是否止跌回暖。
- 名创优品：26H1处于海外调整蓄势阶段，利润率承压；同时国内大店&IP业务成效显现，我们认为关键预期差在于2026H2是否成为利润率真正触底验证的半年度。国内业务已通过大店战略、会员运营与自有IP放量验证核心资产改良趋势，后续重点在于YOYO是否具备多IP复制能力、从单点爆款走向新品牌逻辑；海外尤其北美，则需观察在门店模型和组织能力打磨后是否有望开启新成长周期。
- 晨光股份：零售业务的核心看点不在九木杂物社自身增速，而在于其能否形成新品测试—校边/年轻人场景验证—联盟老渠道放量的成长闭环。九木作为传统核心业务产品升级和渠道升级的桥头堡，当前已围绕潮玩阵地打造、IP产品拓展、快闪营销和会员运营持续发力，后续关键在于新品类能否在校边店等新终端中跑通，并进一步在联盟改革后的老渠道中实现规模放量，从而带动传统业务进入第二成长曲线。

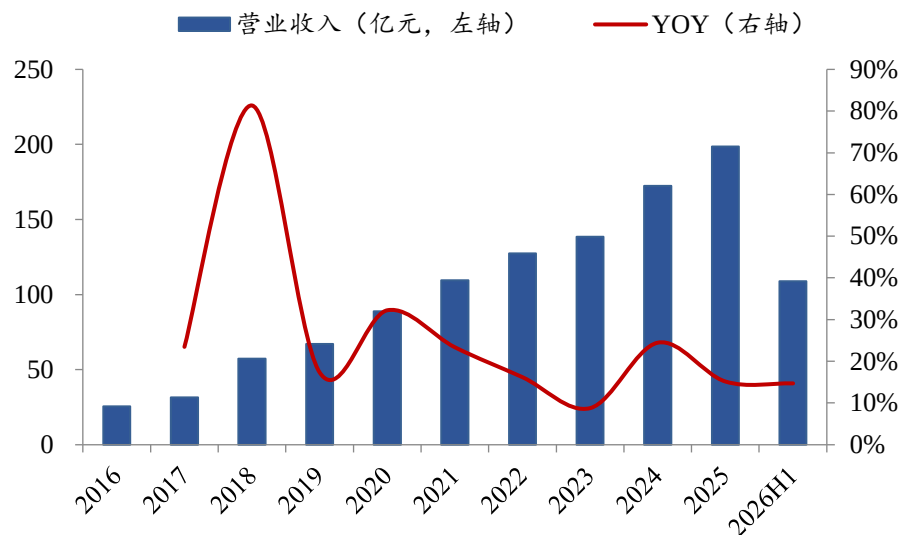
04 宠物经济：压力客观存在

4.1 行业回顾：收入内外销均稳健增长，利润承压明显

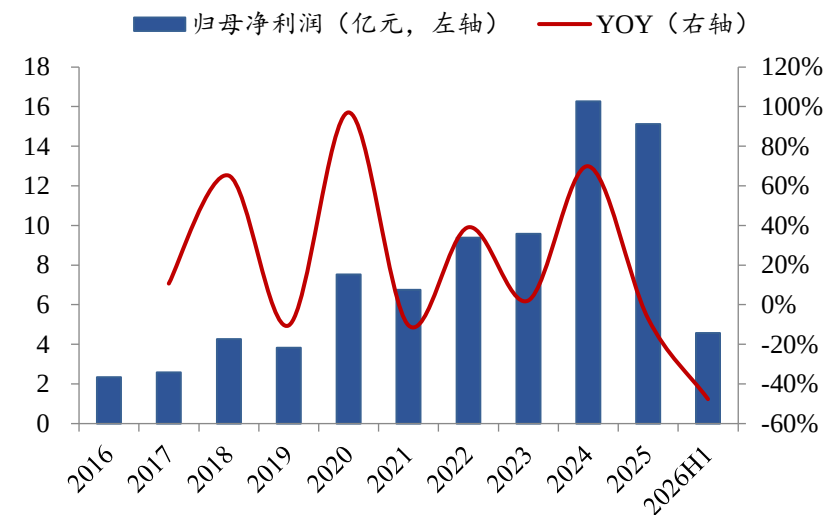
➤ 根据我们跟踪的6家宠物公司的业绩表现，26H1营收增速同比+14.7%至108.9亿元，归母净利润同比-47.7%至4.6亿元。26H1国内宠物消费市场延续扩容趋势，宠物食品主粮化、高端化及国产品牌份额提升的趋势未变，上市宠企整体收入仍保持较快增长。从需求结构看，自主品牌及主粮仍是国内业务增长的主要驱动力，乖宝宠物26H1主粮收入同比+23.9%，中宠股份境内收入同比+33.2%，国产宠物品牌持续通过产品升级及渠道扩张提升市场份额；与此同时海外订单亦保持较好景气，中宠股份境外收入同比+35.8%，源飞宠物境外收入同比+18.2%，内外销整体需求仍具韧性。但利润受制于原材料成本上涨，行业竞争加剧，汇兑损益等因素，阶段性承压。

来源：Wind，国金证券研究所

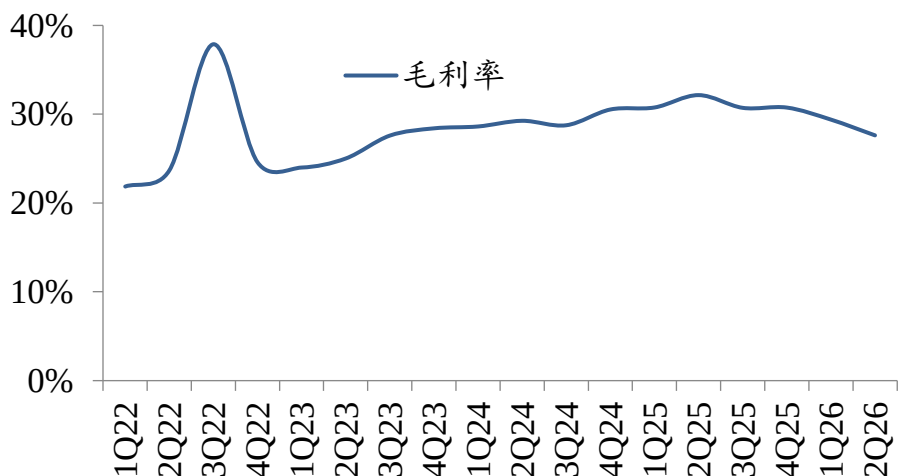
图表：重点宠物企业营收及同比增速



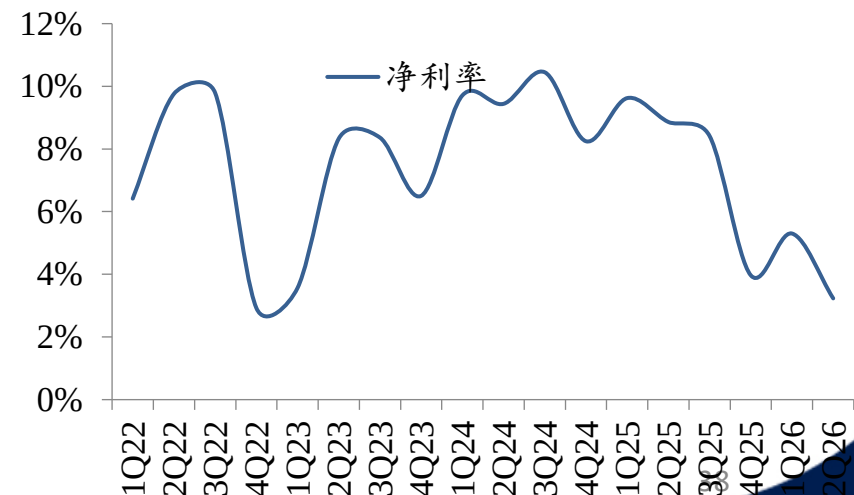
图表：重点宠物企业归母净利润及同比增速



图表：重点宠物企业营收及同比增速

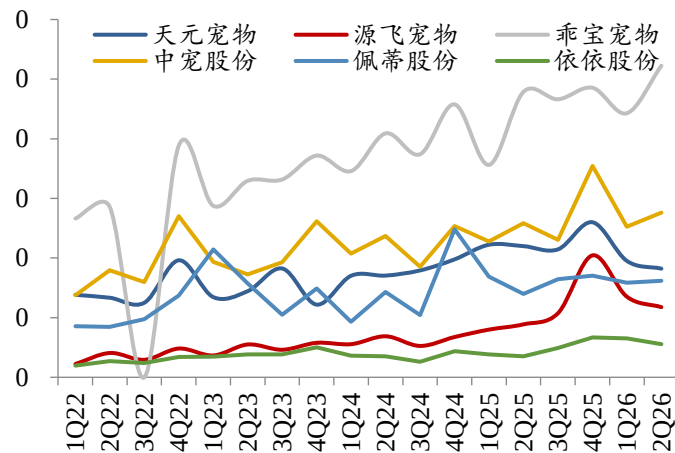


图表：重点宠物企业归母净利润及同比增速

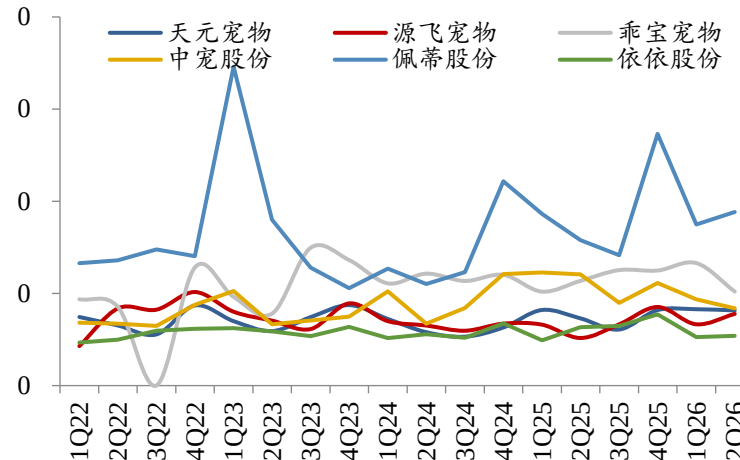


4.1 行业回顾：收入内外销均稳健增长，利润承压明显

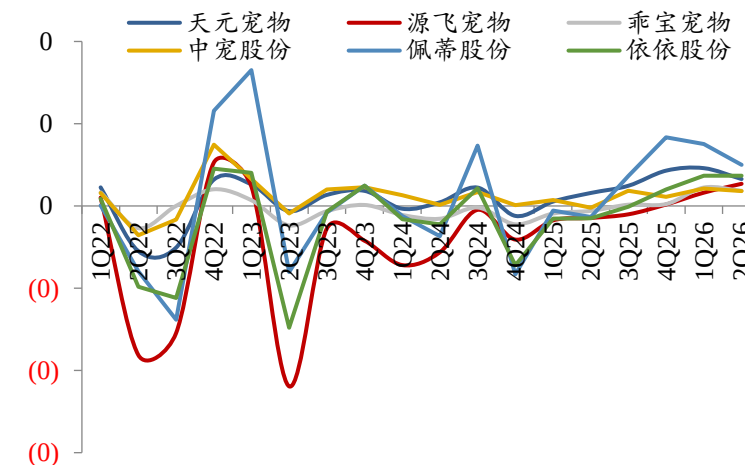
图表：重点宠物企业销售费用率



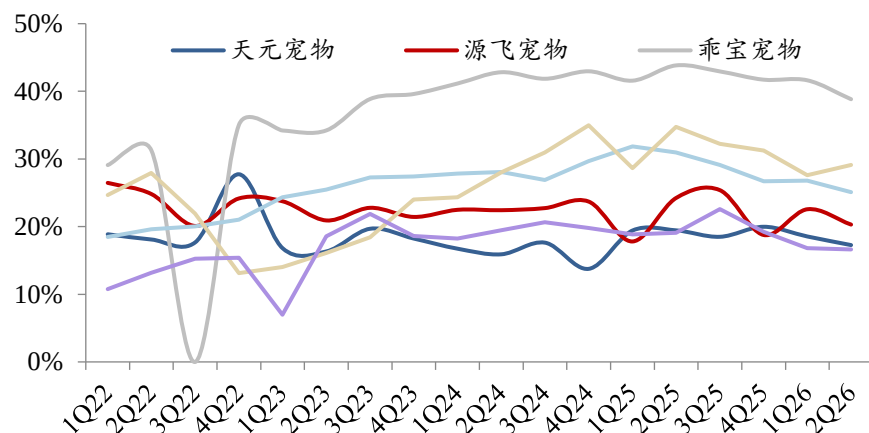
图表：重点宠物企业管理费用率



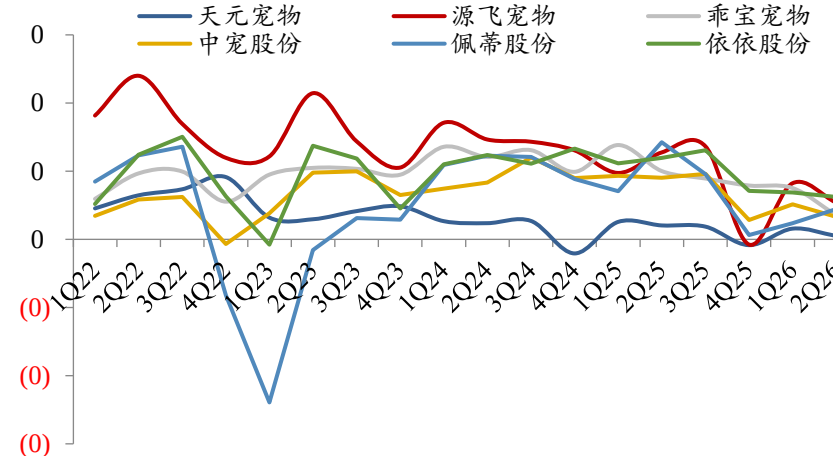
图表：重点宠物企业研发费用率



图表：重点宠物企业毛利率



图表：重点宠物企业净利率



来源：Wind，国金证券研究所

4.2 展望及投资观点：宠物食品进入供给出清期，宠物用品全球扩张，低估值下关注利润修复。

- 宠物食品：
- 宠物行业正在由过去需求高速增长、品牌快速渗透的高景气阶段，逐步进入“需求增速放缓、供给快速扩张、竞争显著加剧”的新阶段。一方面，国内宠物食品消费仍保持增长，但行业需求增速已较前期明显放缓；另一方面，在此前行业高景气和资本关注度提升的推动下，新品牌、新产能及渠道投入持续增加，供给端扩张速度明显快于需求增长。同时，当前头部品牌在产品、渠道及品牌层面的实质性创新尚不足以形成显著差异化优势，行业竞争更多体现为流量、营销、价格及渠道资源的投入，导致行业逐渐进入低质量内卷阶段。参考白电、家居等消费行业历史演变规律，该阶段通常需要经历较长时间的竞争和供给出清，若龙头企业能够依靠规模、品牌和效率优势加速淘汰低效供给，同时通过真正的产品创新打开新增需求，行业有望在未来2-3年重新回归更加健康的成长阶段。
- 后续行业核心观察点首先在于供给侧竞争格局是否出现实质改善。若头部品牌份额能够持续提升，同时尾部品牌逐步退出，则意味着行业开始由增量竞争转向存量出清，供给侧改善将成为板块估值修复的重要前提。第二个关键变量是行业内卷程度是否下降，当前品牌竞争很大程度依赖线上流量采购及营销投放，若头部企业销售费用率能够企稳甚至下降，同时收入仍保持相对稳健增长，则意味着品牌自然流量、复购及消费者心智逐步形成，竞争格局正在从“买流量”转向“赚品牌”。
- 需求侧则应重点寻找能够重新打开行业成长空间的产品创新与渠道创新。产品端，传统主粮竞争已经较为充分，未来处方粮、功能粮、保健粮、冻干及鲜食等高附加值产品有望成为结构性增长方向，其本质是通过宠物健康管理和精细化养宠提升单宠消费金额，同时增强品牌差异化和用户黏性；若头部品牌能够在相关领域形成明确的产品壁垒，有望率先摆脱同质化竞争。渠道端，目前国内宠物食品销售仍高度集中于线上，未来宠物医院、专业宠物门店及线下连锁渠道的发展值得重点关注。渠道创新有望成为下一阶段品牌增长的重要突破口。

4.2 展望及投资观点：宠物食品进入供给出清期，宠物用品全球扩张，低估值下关注利润修复。

➤ 宠物用品：

- 根据依依股份、源飞宠物等企业的收入表现，反映欧美等成熟宠物市场虽然消费增速有所放缓，但宠物用品作为高频、刚需属性较强的消费品类，整体需求韧性仍然较强。同时，海外零售商经历前期库存调整后，采购逐渐回归正常节奏，国内头部宠物用品企业凭借产品开发能力、规模化生产效率及稳定交付能力，东南亚等海外产能的成本优势和关税优势逐步体现，有望持续承接海外客户订单和供应链份额，全球化产能布局成为企业扩大份额的重要竞争力。因此，用品板块中期成长逻辑相对清晰。
- 盈利端来看，最值得关注的是原材料、汇率及海外产能利用率三重变量共振带来的利润修复周期。出口订单价格调整相对滞后，在成本快速上涨阶段企业利润容易受到挤压，而当原材料价格进入下行或稳定周期后，前期产品价格调整叠加成本回落能够形成较明显的剪刀差，推动毛利率快速修复。因此，与品牌宠物食品更应观察销售费用率和竞争格局不同，宠物用品企业利润判断应更加关注成本端走势。海外基地自身的利润释放则可能成为下一阶段重要增量，随着订单逐步导入、生产效率提升和产能利用率上升，海外基地往往具有较强经营杠杆。若海外产能从“战略投入期”逐步进入“利润贡献期”，宠物用品企业的利润增长有望明显快于收入增长。
- 从估值角度看，宠物用品板块当前更具有价值成长属性。相较于国内宠物食品品牌仍面临高营销投入、竞争加剧及估值消化压力，宠物用品出口企业商业模式相对成熟，现金流和订单可见度较高，而市场往往由于汇率、关税以及海外需求担忧给予较低估值。当市场对出口链增长预期较低，而企业实际订单仍保持增长时，一旦出现原材料成本回落、海外工厂盈利改善或汇兑损失减少，利润端容易产生较明显的向上弹性。因此，对于宠物用品板块公司，投资机会更多来自“低预期+低估值”背景下基本面持续兑现所推动的估值修复。

05 消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

5.消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

5.1 板块回顾：家具出口延续修复，细分品类景气普遍回暖

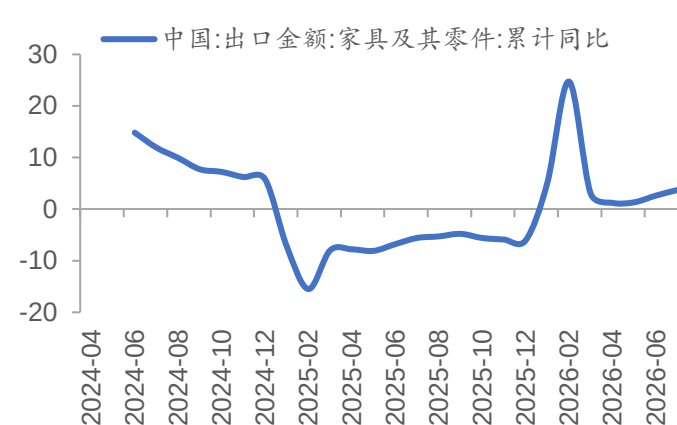
►现状：2026年7月中国家具及零件出口金额同比+11.2%，较6月（+9.0%）进一步提速，5-7月连续正增长；1-7月累计同比+3.7%，较1-4月（+1.2%）持续改善。前期关税扰动及人民币升值影响逐步缓解，4月以来出口修复趋势明确。

►分品类看，6月多数品类转正或进一步改善：木制/非木制办公椅同比+32.6%/+10.7%，金属框架沙发、泡沫床垫分别+12.2%/+10.0%；宠物食品、人造草坪分别+35.3%/+24.1%。整体景气持续回暖，优质企业α依然突出

图表：26年7月中国家具及零件出口金额当月同比+11.2%



图表：26年7月中国家具及零件累计出口金额同比+3.7%



图表：25年6月-26年6月中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

		2026年6月	2026年5月	2026年4月	2026年3月	2026年2月	2026年1月	2025年12月	2025年11月	2025年10月	2025年9月	2025年8月	2025年7月	2025年6月	2025年5月
家具产品															
办公椅	木制的可调高度的转动坐具	32.63%	9.16%	-16.71%	-18.84%	63.93%	-15.96%	-5.23%	-14.89%	-3.93%	-22.03%	-31.56%	15.56%	30.50%	13.44%
	非木制可调高度的转动坐具	10.74%	-3.52%	-7.73%	-39.63%	75.25%	0.93%	-15.33%	-14.20%	-17.17%	1.15%	-8.87%	-4.96%	-7.84%	-12.05%
沙发	带软垫的木框架坐具	-0.74%	-4.21%	-10.61%	-40.91%	42.39%	-9.95%	-20.54%	-15.53%	-18.82%	-12.85%	-15.03%	-13.00%	-16.75%	-23.87%
	带软垫的金属框架坐具	12.16%	5.88%	0.45%	-31.74%	79.24%	3.11%	-11.39%	-8.38%	-15.59%	-3.47%	-4.95%	2.04%	-2.92%	-15.00%
床垫	弹簧床垫	-0.44%	-4.04%	2.82%	-27.80%	72.52%	21.39%	-2.70%	3.32%	9.22%	8.69%	16.31%	28.51%	27.02%	10.06%
PVC地板	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面	9.97%	7.70%	7.40%	-22.28%	57.33%	-2.43%	-14.14%	-11.30%	-5.81%	-0.75%	-8.18%	-12.15%	-13.46%	-14.06%
	氯乙烯聚合物制铺地制品	7.51%	5.23%	-3.71%	-38.19%	29.68%	-17.56%	-28.45%	-10.09%	-25.06%	-9.01%	-17.60%	-14.25%	-24.13%	-17.85%
其他轻工产品															
保温瓶	保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外	10.12%	0.27%	-5.96%	-42.22%	82.16%	-11.55%	-14.38%	-10.22%	-16.54%	-0.09%	-15.86%	-6.05%	-6.10%	-8.68%
塑料餐饮具	塑料制餐具及厨房用具	6.89%	4.53%	-2.56%	-34.82%	64.49%	-3.62%	-9.03%	-9.69%	-15.74%	-6.14%	-10.51%	-3.37%	-3.04%	-11.97%
宠物牵引绳	各种材料制成的鞍具及挽具.适合各种动物用	11.41%	9.17%	3.12%	-17.21%	91.85%	-6.26%	-14.00%	-16.47%	-16.91%	-10.98%	-19.94%	-10.08%	-13.24%	-5.87%
宠物食品	零售包装的狗食或猫食饲料	35.25%	11.94%	21.71%	-12.71%	53.61%	-3.10%	-1.68%	-3.59%	-15.89%	-7.00%	-15.85%	-3.85%	-21.16%	-0.39%
人造草坪															
人造草坪	其他化学纤维制簇绒人造草皮	24.09%	7.46%	-6.44%	-24.92%	57.20%	-5.62%	-12.68%	6.77%	-7.63%	1.17%	9.33%	7.07%	-8.62%	-11.57%
	其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	10.48%	9.02%	-8.75%	-28.06%	57.09%	-1.25%	-6.47%	-2.28%	-20.14%	-14.35%	-13.07%	-10.90%	-19.32%	-18.34%

5.消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

5.1 板块回顾：Q2外销收入修复，盈利分化凸显企业α

- 具体公司看，26Q2板块收入端较Q1多数改善，海外订单修复及电商渗透率提升带动中源、松霖、致欧营收同比+42.4%/+42.3%/+28.6%。利润端仍受汇兑损失、关税及费用扰动，仅中源、松霖、致欧归母净利实现正增长。4月以来汇率趋稳，汇兑拖累有望弱化，优质企业盈利弹性有望释放。

图表：外销家居上市企业25A&26Q1&26Q2业绩统览（亿元）

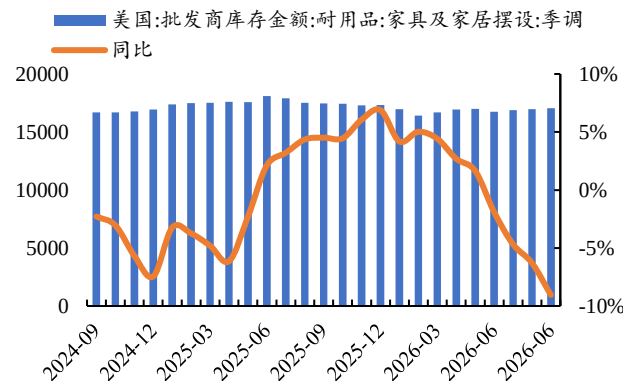
	25年营收同比	25年归母净利同比	25年扣非归母净利同比	26Q2营收同比	26Q2归母净利同比	26Q2扣非归母净利同比	26Q1营收同比	26Q1归母净利同比	26Q1扣非归母净利同比
梦百合	5.5%	93.5%	85.9%	5.8%	-22.3%	-27.5%	10.2%	-164.9%	-162.7%
中源家居	1.3%	32.3%	11.8%	42.4%	111.1%	80.4%	36.8%	-12.1%	-217.9%
麒盛科技	2.4%	-32.7%	-41.2%	27.4%	-107.7%	-140.9%	10.4%	-24.2%	-20.4%
浙江正特	35.6%	359.1%	568.4%	26.5%	-59.6%	-58.5%	24.7%	4.9%	8.9%
匠心家居	32.6%	25.6%	32.6%	-9.8%	-40.7%	-61.5%	-3.6%	-14.3%	-29.0%
浙江自然	2.1%	3.4%	-16.5%	5.3%	-3.4%	-35.1%	5.7%	-25.3%	-26.6%
恒林股份	5.9%	-37.7%	-40.7%	28.1%	-51.8%	-51.1%	21.3%	13.7%	6.8%
永艺股份	2.8%	-21.4%	-26.8%	18.5%	-13.6%	-13.5%	13.0%	25.2%	28.8%
松霖科技	-13.1%	-54.0%	-57.0%	42.3%	24.5%	48.2%	45.7%	109.9%	143.4%
建霖家居	2.2%	-8.6%	-14.3%	22.9%	-2.8%	9.9%	14.0%	-23.6%	-20.4%
玉马科技	-3.1%	-19.8%	-21.3%	5.8%	-41.3%	-43.1%	22.8%	-7.7%	-14.9%
西大门	8.0%	-8.7%	-12.5%	6.9%	-18.3%	-24.8%	4.4%	-12.9%	-15.9%
天振股份	73.5%	326.2%	221.7%	0.2%	-3.5%	-2.2%	-14.4%	40.7%	34.5%
海象新材	-11.8%	98.5%	87.4%	-9.4%	-35.4%	-35.7%	-0.6%	-54.1%	-57.6%
嘉益股份	-17.0%	-40.4%	-42.8%	-10.3%	-28.8%	-31.1%	-41.0%	-59.5%	-60.7%
哈尔斯	-2.8%	-75.5%	-75.0%	13.1%	-4.5%	-4.5%	12.5%	-97.1%	-99.4%
乐歌股份	18.4%	-22.8%	-1.5%	5.2%	-73.4%	-74.6%	-3.1%	-98.4%	-140.3%
致欧科技	7.1%	0.7%	3.4%	28.6%	114.7%	33.1%	10.7%	-32.2%	-52.0%

5.消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

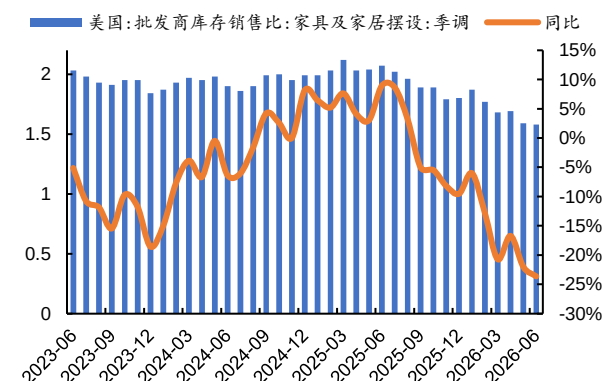
5.2 板块展望：出口与补库边际改善，需求修复仍待降息催化

- 26年6月美国家具及家居摆设批发商库存金额同比-2.3%，库销比同比约-24%（降至1.58、近年低位）。3月库存触底后连续三个月环比小幅回升，批发端已出现温和补库迹象；库销比则持续下行，表明渠道去库较为充分、库存压力可控，后续补库弹性仍待终端需求验证。
- 26年7月美国成屋销售406万套（折年数）、同比+0.7%，连续四个月正增长、低位企稳；6月新屋销售62.8万套、同比-5.6%，但环比+1.6%。同期7月家具和家用装饰店销售额同比约-1.2%，终端需求仍然偏弱。高利率继续制约地产成交，家具需求的显著回升仍待降息传导。

图表：美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速
(百万美元，%)

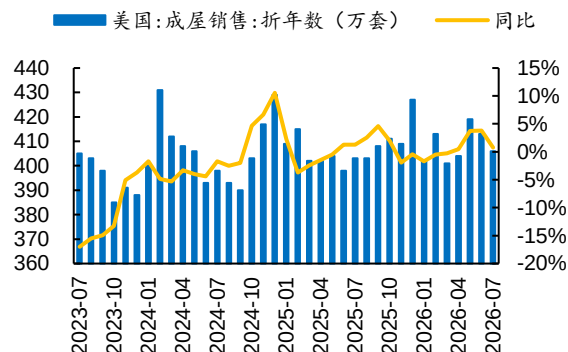


图表：美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速

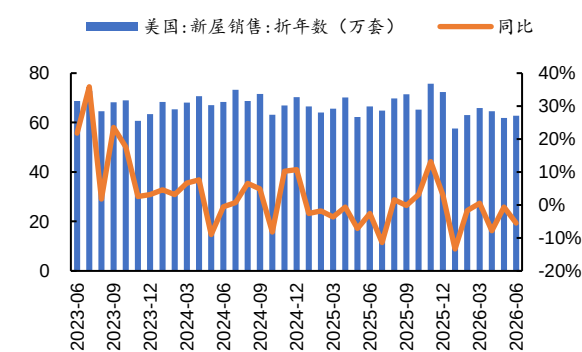


图表：美国家居零售商&批发商库存历史复盘

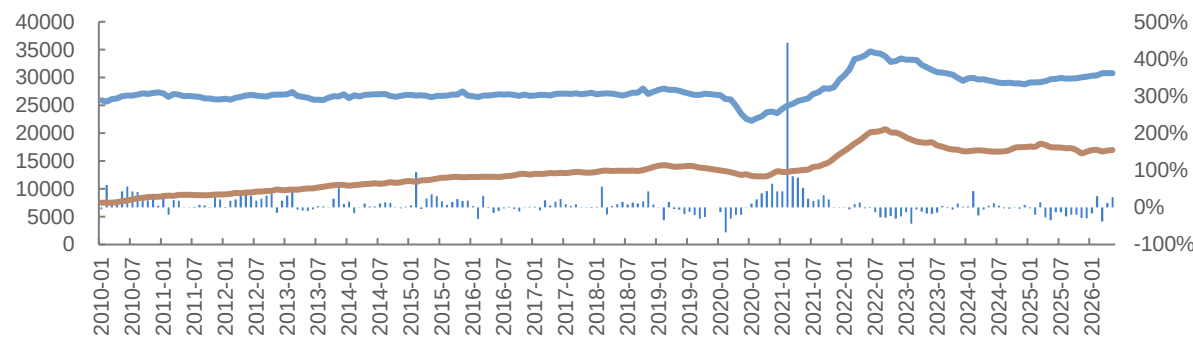
图表：美国6月成屋销售套数（折年数）同比+0.74%(万套)



图表：美国6月新屋销售套数（折年数）同比-5.56%(万套)



——中国出口美国家具yoy(%) ——美国家居批发商库存(百万美元) ——美国家居零售库存金额(百万美元)



5.消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

5.2 板块展望：H1海外收入占比高，区域弹性与地产链相关度分化

- 匠心家居、浙江永强、天振股份美国收入敞口突出，海外营收高度绑定美国市场，同时配套越南、泰国等海外产能，若美国地产链回暖，订单端业绩修复弹性最为可观。
- 致欧科技、浙江永强欧洲业务占比显著，欧洲地产需求改善将直接带动其海外收入释放，其中浙江永强同时受益美欧两大市场修复。
- 恒林股份、永艺股份、梦百合、建霖家居、松霖科技美欧区域均具备可观收入敞口，属于欧美混合敞口标的，业绩将同时受益于美国、欧洲地产链的边际改善。

图表：海外地产链重点公司2026H1收入、区域敞口及海外产能

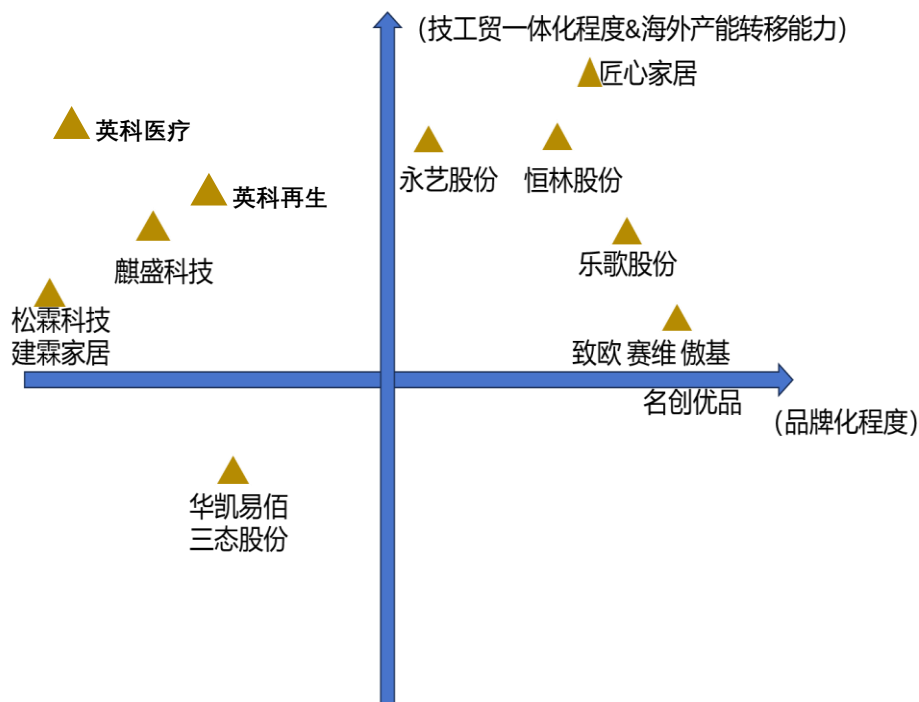
公司	品类	26H1营收 (亿元/YoY)	海外收入 (亿元)	海外占比	美国/北美敞口	欧洲敞口	海外产能	地产链受益判断
匠心家居	功能沙发	15.65 (-6.9%)	15.61	99.80%	约94.3%	-	越南覆盖对美出口； 柬埔寨基地在建	美国修复 高弹性
致欧科技	跨境家居	48.26 (+19.3%)	47.96	99.38%	美加26.92%	67.12%	东南亚可承接约80% 美国出货需求(25A)	欧洲修复 高弹性
浙江永强	户外家具	33.29 (+8.1%)	32.05	96.26%	北美54.81%	38.35%	越南已投产扩产； 印尼基地在建	美欧修复 高弹性
嘉益股份	保温杯	10.34 (-26.1%)	9.49	91.73%	-	-	越南工厂稳定运行	邻近消费出海
共创草坪	人造草坪	18.22 (+8.3%)	17.29	94.89%	美洲主要市场	H1增长来源	越南+印尼 多基地布局	欧洲/景观需求 弹性
建霖家居	厨卫净水	28.28 (+18.5%)	22.41	79.30%	北美为主，其他市场开 拓	持续拓展	泰国三期+墨西哥； 覆盖北美订单	北美装修链 受益
松霖科技	厨卫健康	16.41 (+44.0%)	H1未单列	79.4% (25A)	主要市场	主要市场	越南一期投产； 二期在建	美欧厨卫链 受益
恒林股份	办公/软体	66.68 (+24.7%)	62.12	93.15%	美国核心	覆盖欧洲	越南覆盖对美出口； 瑞士协同	美国办公/家居 受益
永艺股份	办公椅	25.39 (+16.0%)	19.82	78.09%	第一大市场，约占三分 之一	第二大市场，约占三分 之一	越南覆盖对美订单； 罗马尼亚拓展欧洲	美国办公/家居 受益
天振股份	新型地板	7.37 (-7.4%)	7.25	98.34%	美国核心	持续拓展	中国+越南+泰国+美国 多地协同	美国地产链 高弹性
梦百合	记忆绵床垫	46.55 (+7.9%)	37.97	81.56%	北美为主	核心市场	中/塞/美/泰/西班牙 本土化供应	美国床垫链 受益

5.消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

5.3 投资建议：优选海外产能领先、技工贸一体化能力突出的龙头

- 投资建议：美国渠道去库较充分、中国对美家具出口边际修复，代工企业订单改善基础逐步夯实。关税与汇率仍存扰动，海外产能布局决定交付韧性，研发设计、供应链整合与客户协同能力决定份额及盈利质量。具备东南亚产能与本地化运营基础，并持续由OEM向ODM/OBM升级的技工贸一体化龙头，有望率先承接订单转移、实现业绩与估值修复。建议关注匠心家居、恒林股份、永艺股份、麒盛科技、松霖科技、建霖家居、英科再生、英科医疗等。

图表：筛选出海投资标的四象限



图表：各象限公司营收同比增速与估值

	公司名称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
第一象限	300729.SZ 乐歌股份	37.69%	22.57%	9.93%	10.21%	-3.12%	5.18%
	603661.SH 恒林股份	12.74%	9.92%	4.44%	-0.88%	21.27%	28.08%
	301061.SZ 匠心家居	38.16%	40.26%	29.25%	24.12%	-3.58%	-9.80%
	603600.SH 永艺股份	17.93%	-1.42%	-3.26%	2.92%	13.01%	18.53%
	301376.SZ 致欧科技	13.56%	3.91%	1.53%	9.32%	10.66%	28.61%
	301381.SZ 赛维时代	36.65%	21.39%	8.33%	4.44%	10.65%	20.57%
	2519.HK 傲基股份	-	29.35%	-	27.91%	-	-
第二象限	603992.SH 松霖科技	-17.50%	-24.55%	-4.33%	-6.73%	45.71%	42.25%
	603408.SH 建霖家居	3.37%	-7.33%	0.19%	13.46%	14.02%	22.94%
	603610.SH 麒盛科技	4.06%	-4.22%	0.10%	9.49%	10.37%	27.40%
	603313.SH 梦百合	12.31%	6.83%	11.98%	-7.20%	10.18%	5.79%
第三象限	300592.SZ 华凯易佰	35.08%	23.28%	-15.21%	-17.66%	-16.05%	-8.64%
	301558.SZ 三态股份	3.48%	3.07%	-5.41%	-12.22%	-4.63%	-6.87%
	300677.SZ 英科医疗	13.20%	4.79%	-2.90%	3.14%	15.76%	66.23%
	688087.SH 英科再生	25.19%	8.98%	15.08%	39.12%	28.69%	28.96%

5.消费出海：外需边际回暖，代工出口与品牌出海双线并进

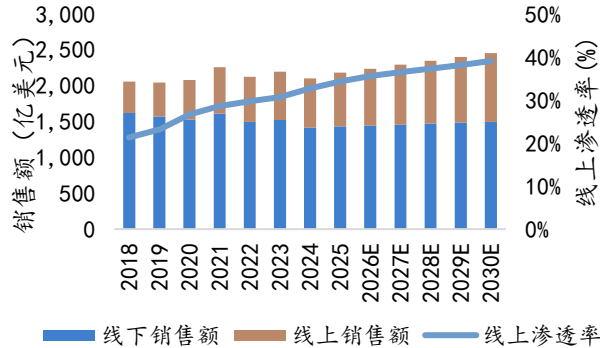
5.3 投资建议：性价比渠道加速渗透，合规出清利好头部品牌

- 高油价加剧全球可选消费压力，消费者更加关注质价比，推动电商等性价比渠道渗透率提升；平台税务、产品认证及知识产权等合规要求强化，尾部供给加快出清。品牌出海端，头部企业依托品牌、供应链及本地化运营优势，扩品类、扩国别逻辑持续兑现；代工出口端，海外产能布局完善、研发设计及客户协同能力突出的企业有望承接订单转移、持续提升份额。

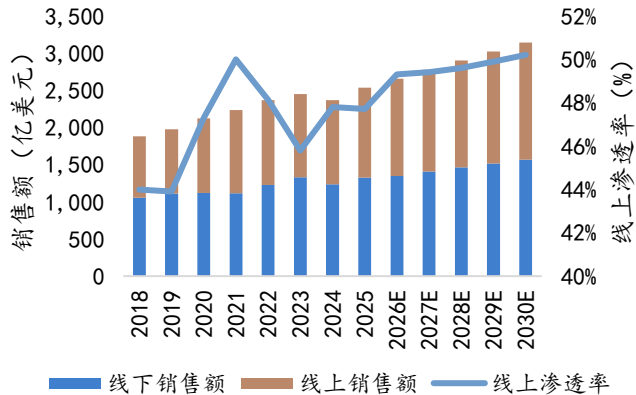
图表：中美欧跨境电商政策梳理

地区	时间	政策	核心内容	对竞争格局的影响
美国	2018. 09	Section 301关税清单 (List 3)	对约2000亿美元中国商品加征25%关税，涵盖家具、家居品类。	中国家具出口美国成本大幅上升，头部卖家转向东南亚布局产能，中小卖家提价或退出。
	2022. 06	《维吾尔强迫劳动预防法》(UFLPA)	进口商须证明供应链不含新疆产原材料，海关可扣押未自证货物。	家居纺织品（收纳布艺、宠物垫等）合规成本上升，中小卖家难以建立全链条溯源。
	2023-2025	CBP海关AI智能比对系统	海关引入AI算法自动比对申报货值、HS编码与市场价格，异常申报自动标记查验。	依赖低报货值的中小卖家大量被查扣，低价逃税模式受冲击。
	2025. 04	“对等关税”行政令	对华加征新一轮关税，输美商品综合税率大幅抬升。	纯国内产能卖家被挤出，加速“中国+N”供应链布局；致欧东南亚产能可承接对美出货。
	2025-2026	De Minimis规则收紧讨论	800美元以下小额包裹免税政策面临取消或中国除外。	若取消，B2C小包直邮成本剧增，海外仓备货模式相对受益，Temu/SHEIN等小包直邮模式承压。
欧洲	2021. 07	欧盟增值税电商改革 (VAT IOSS)	取消22欧元以下进口增值税豁免，所有进口商品须缴纳VAT。	消除小包免税套利，合规卖家相对受益。
	2024. 12	《通用产品安全法规》(GPSR)	非食品消费品须指定欧盟境内“责任人”并承担产品安全法律责任，违者下架。	卖家须在欧盟有实体或签约责任人，跨境门槛提高，亚马逊已开始清理不合规Listing。
	2025. 06	《欧盟零毁林法案》(EUDR)	含木材产品须证明来源不涉及毁林，提交尽职调查声明，否则禁止进入欧盟。	铁木家具须追溯木材来源，合规成本增加，大卖家供应商审核体系优势体现。
中国	2018	跨境电商出口海关监管代码 (9610/9710/9810)	规范跨境电商B2C/B2B出口申报，要求“清单核放、汇总申报”。	灰色清关卖家逐步清出，正规化方向确立。
	2023-2025	跨境电商综试区扩容	全国跨境电商综合试验区扩至165个以上，配套通关、结汇便利化。	合规卖家经营成本下降，但政策普惠性强，差异化仍取决于海外运营能力。

图表：欧洲家具家居行业发展趋势 (单位:亿美元)



图表：美国家具家居行业发展趋势 (单位:亿美元)

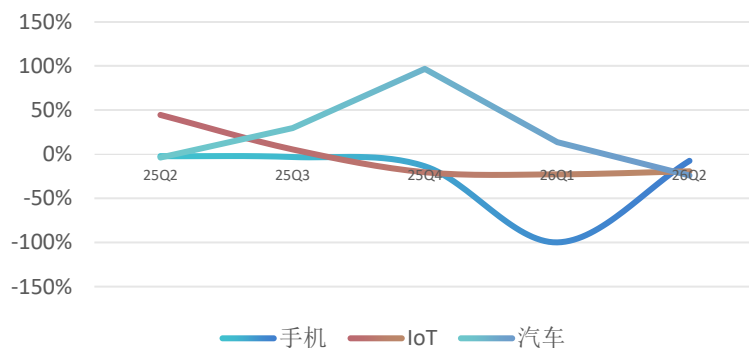


06 AI+消费：小米人车加生态闭环，AI眼镜商业化放量在即，3D打印加速渗透

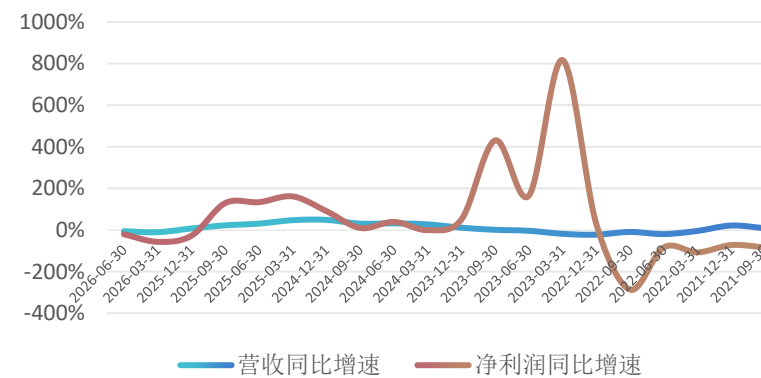
6.1 AI+ToC小米集团：看好AI+人车家闭环唯一性

- 小米处于AI赋能人车家的关键阶段，26年Q2研发投入达92亿元，发布基座模型 Xiaomi MiMo V2.5。手机领域高端化战略持续推进，成本上行背景下毛利率维稳。IoT领域受国补高技术影响大陆地区业绩承压，但境外业务表现亮眼。互联网领域用户资产稳健增长，广告业务逆势增长，海外变现能力增强。智能电车交付提速，9月将推出增程SUV澎湃N70/N90 Max，扩充产品矩阵。
- 手机业务：**上半年存储成本上涨背景下，手机业务分部毛利率为8.5%，较去年同期下滑三个百分点，预计毛利率压力在下半年仍将持续。同时持续优化产品结构，ASP达到历史新高，全球出货量依然保持全球前三，三千元机销量占比提升显著，高端化战略持续推进。
- IoT业务：**IoT26Q2分部营收313亿元，同比-19.2%，系国内国补退坡和618促销导致的高基数所致，基数效应在下半年有望缓解。
- 汽车业务：**Q2在大盘销量下滑的背景下小米实现交付量大幅上涨，Xiaomi SU7系列销量、保值率均表现亮眼。同时产品矩阵进一步丰富，首款增程SUV澎湃N70/N90 Max预计9月上市。零部件价格上涨背景下毛利率承压。

各业务营收增速



小米净利润与营收增速



来源：iFind，国金证券研究所

6.2 AI眼镜：XR由点到面进入放量前夜

- AI眼镜镜片行业基本面拐点，26H2逐步放量与高折产品占比提升是业绩的核心增量。
- 康耐特光学在原材料扰动缓解后收入提速、盈利质量显著提升，剔除汇兑后的核心利润同比+27.6%，验证XR业务由0到1向量产交付过渡的拐点信号；
- 明月镜片保持高折+功能化+医疗渠道驱动，26H1营收/净利分别同比+14.4%/+16.3%、净利率维持24%+；
- 博士眼镜在渠道、功能镜片与智能眼镜最后一公里服务的拉动下，26H1营收/净利分别同比+8.8%/+48.2%，利润端弹性突出。
- 行业展望&投资建议：整体上看产业链下游风格持续扩散，metaconnect大会9月23-24日召开，行业关注度提高催化显著；此前Meta、依视路等头部企业上半年销量同比翻倍，产业需求高增与渗透率提升。后续持续关注Google&三星项目进展情况，以及苹果入局带动行业销量天花板提升的催化。建议关注绑定头部大厂的优质制造商，如康耐特光学等。

图表：AI眼镜重点公司营业收入变化情况

			收入(亿元)									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
AI眼镜	2276. HK	康耐特光学	-	-	10.84	-	-	11.02	21.86	-	-	11.67
	301101. SZ	明月镜片	1.97	2.02	3.99	2.27	2.01	4.28	8.28	2.33	2.23	4.57
	300622. SZ	博士眼镜	3.26	3.60	6.86	3.94	2.80	6.74	13.60	3.53	3.94	7.47
			收入YOY									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
AI眼镜	2276. HK	康耐特光学	-	-	11.0%	-	-	1.6%	6.1%	-	-	7.6%
	301101. SZ	明月镜片	2.6%	4.7%	3.7%	14.6%	7.5%	11.2%	7.4%	18.3%	10.5%	14.4%
	300622. SZ	博士眼镜	10.2%	18.1%	14.2%	25.4%	-2.7%	12.0%	13.1%	8.3%	9.3%	8.8%

图表：AI眼镜重点公司归母净利润变化情况

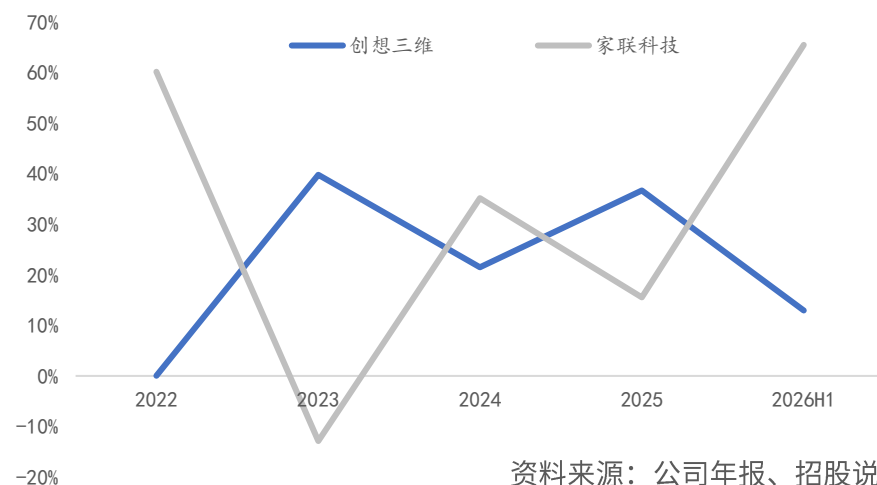
			归母净利润(亿元)									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
AI眼镜	2276. HK	康耐特光学	-	-	2.73	-	-	2.85	5.58	-	-	3.01
	301101. SZ	明月镜片	0.47	0.48	0.96	0.54	0.44	0.97	1.93	0.56	0.55	1.11
	300622. SZ	博士眼镜	0.30	0.26	0.56	0.32	0.61	0.93	1.49	0.40	0.43	0.83
			归母净利润YOY									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
AI眼镜	2276. HK	康耐特光学	-	-	30.7%	-	-	29.7%	30.2%	-	-	10.4%
	301101. SZ	明月镜片	11.7%	3.4%	7.4%	11.6%	10.2%	10.9%	9.1%	19.1%	13.6%	16.3%
	300622. SZ	博士眼镜	20.5%	-5.5%	7.0%	2.2%	201.7%	80.7%	43.4%	32.2%	66.8%	48.2%
			归母净利率									
行业分类	代码	公司名称	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	2025	26Q1	26Q2	26H1
AI眼镜	2276. HK	康耐特光学	-	-	25.2%	-	-	25.9%	25.5%	-	-	25.8%
	301101. SZ	明月镜片	23.9%	23.9%	23.9%	23.6%	21.8%	22.7%	23.3%	24.1%	24.6%	24.3%
	300622. SZ	博士眼镜	9.3%	7.2%	8.2%	8.1%	21.7%	13.7%	10.9%	11.3%	11.0%	11.1%

来源：iFind，国金证券研究所

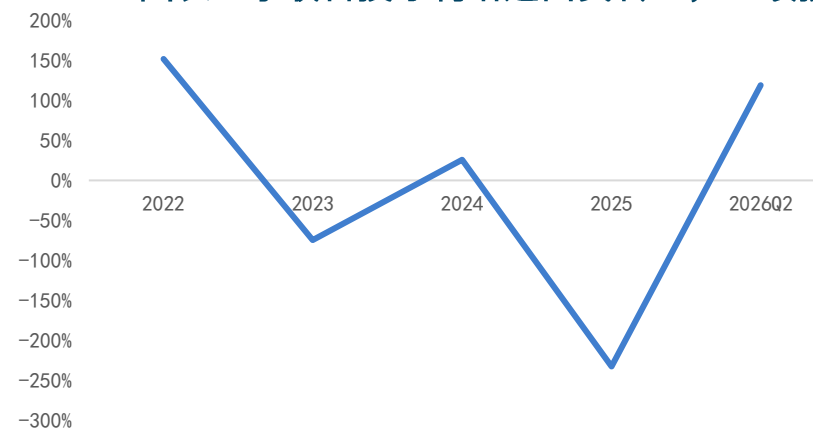
6.3 AI+3D打印：行业迎来“iPhone时刻”

- 2026 年消费级3D打印迎来“iPhone时刻”，正由小众极客玩具转向全民造物工具。今年投资核心聚焦设备端多色打印技术迭代，率先完成技术迭代、落地高性价比商业化方案的厂商有望实现弯道超车。2026年上半年我国3D打印机出口361.6万台，同比增长90.1%；出口总额108.42亿元，国内消费级3D打印全球市占率超90%。主要标的中，设备龙头创想三维已登陆港股上市，家联科技于今年正式布局3D打印耗材赛道，两家公司均处于高速成长阶段。
- 创想三维：2026H1整体营收小幅增长12.9%，归母净利润-0.59亿元，同比-155.0%，经调净利润-0.16亿元。3D打印设备业务收入近乎持平，主要受上半年无新品拖累，重点关注下半年K3系列、i8机型落地。耗材收入同比+48.3%高速增长；扫描仪及雕刻机收入同比+16.7%，下半年PIKA 3D扫描仪、A1C雕刻机也将陆续推出。平台生态用户与AI工具数据同步向好，创想云新增注册用户超100万，会员收入均实现60%以上增长，生态价值持续释放。
- 家联科技：2026H1公司实现营收18.58亿元，同比增长65.5%；归母净利润-0.91亿元，主要受0.72亿元汇兑损失影响。Q2单季营收11.05亿元，同比增长79.0%，归母净利润0.07亿元。公司深度绑定全球消费级3D打印龙头拓竹科技，依靠PLA材料改性技术持续开发差异化线材产品，并拟定增募资3亿元用于产能扩张，公司利润拐点初步显现，期待规模释放带动盈利持续改善。
- 思看科技：26H1公司实现营收1.85亿元，同比+4.67%，其中Q2实现营收0.98亿元，同比+9.05%。工业级设备ODM大客户订单有所下滑。26年1月，公司公告与拓竹签署5年合作协议，双方共同设计及开发消费级3D扫描仪，由公司生产并销售至拓竹，下半年公司消费级产品推出放量后，看好后续营收端持续兑现。

图表：3D打印营收增速持续向好，企业展现增长韧性



图表：家联科技净利增速由负转正，业绩拐点初步显现

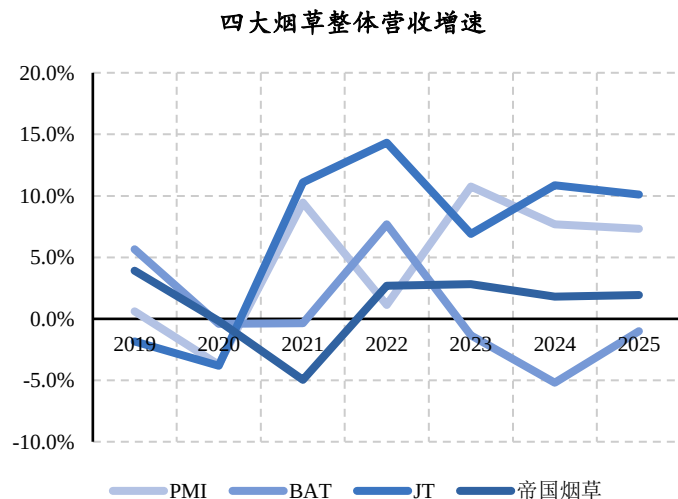


07 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟 放开期权

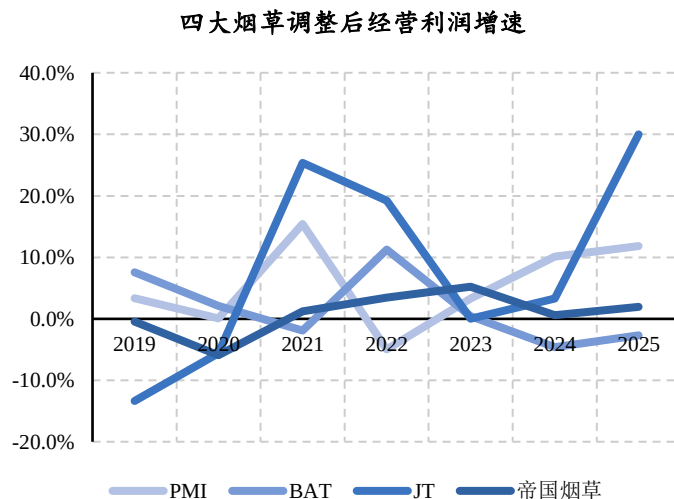
7.1 新型烟草：增长动能延续，全球巨头持续加码投入

- 海外烟草巨头继续加码新型烟草，增长重心向HNB及口含烟集中。26H1 PMI国际无烟收入有机增长+13.7%，IQOS稳居HNB龙头、ZYN持续放量，预计2026资本开支14-16亿美元主要投向无烟产品；BAT新型类别收入+18.0%，现代口含烟+65.9%，glo Hilo于25H1在塞尔维亚先行测试、H2陆续进入日本、波兰及意大利，当前处于加速爬坡期；JT RRP收入+40.7%，26-28年拟投入约8,000亿日元，重点扩张Ploom AURA和EVO；帝国烟草NGP收入+7.5%，多品类布局持续完善。
- 26H2重点关注美国合规化与巨头新品放量。BAT计划推出更多成人导向Vuse口味，若Vuse新口味上市后销量增长，BAT将增加烟弹和雾化芯采购，有望直接拉动思摩尔代工收入。PMI已完成IQOS及HEETS的MRTP续期，并在美国部分地区恢复销售，后续若扩大销售区域，将带动烟具铺货及换新需求。盈趣科技主要供应IQOS精密塑胶件及部分核心部件，有望受益。JT持续推广Ploom AURA及高端EVO烟弹，区域烟草公司也在增加HNB烟弹自产能力，烟弹扩产将增加对薄片、香精及爆珠材料的采购需求。华宝国际已形成相关产品布局，印尼RTL也已实现批量交付，目前公司正推进多个国际客户验证，后续订单落地有望带动烟草原料和烟用香精业务增长。

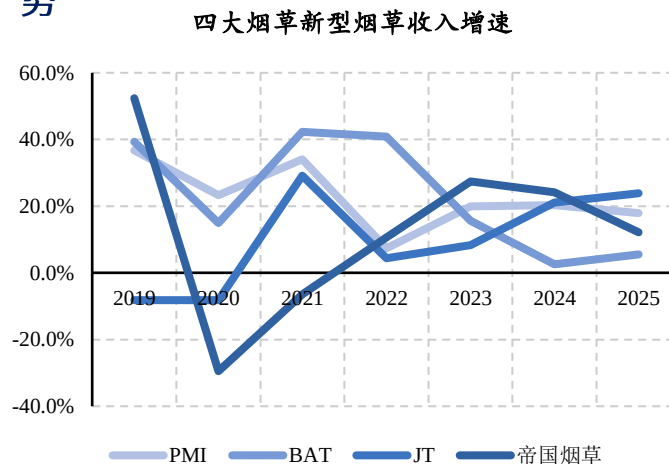
图表：日烟收入增长领先，PMI保持稳健



图表：日烟利润弹性突出，PMI盈利持续改善



图表：新型烟草增速分化，日烟呈现后发优势

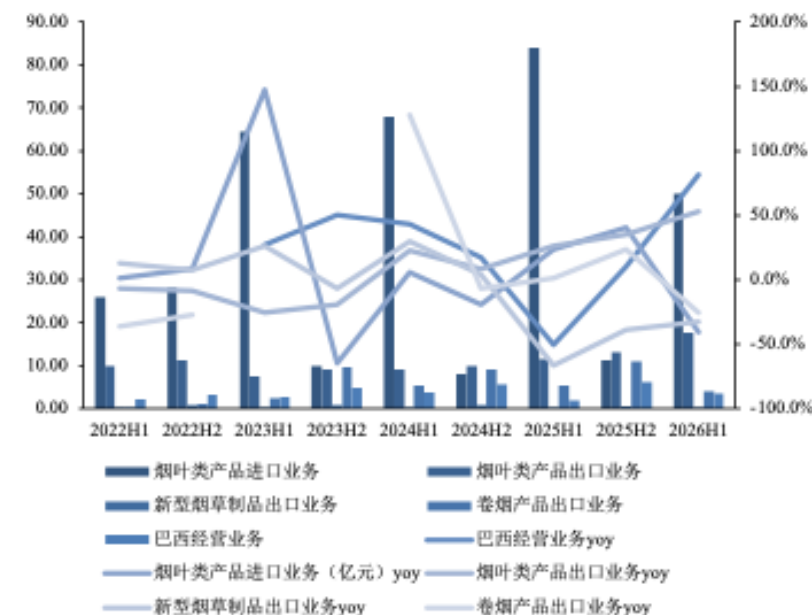


资料来源：PMI、BAT、JT、帝国烟草官网；国金证券研究所

7.2 新型烟草：国内HNB推进，中烟香港有望承接更多海外业务

- **国内《加热卷烟》强制性国家标准加快推进。**2026年4月，《加热卷烟》强制性国家标准制订计划公开征求意见，6月正式立项；7月，《加热卷烟（征求意见稿）》面向国内征求意见；8月，该标准草案完成WTO/TBT通报，国内和国际意见分别于9月26日、10月18日截止。后续将进入意见处理与审查报批，草案拟于发布6个月后实施。从计划公开征求意见到完成WTO通报仅约4个月，整体推进节奏较快，国内HNB产品导入的制度基础正在加快形成。
- **中烟香港卷烟及新型烟草出口处于开放前的调整期。**26H1卷烟及新型烟草出口收入分别为4.12/0.10亿港元，同比-25.3%/-32.8%。其中，卷烟出口受境内免税业务流程调整影响，部分发运延后；新型烟草出口受地缘政治及市场供需波动影响。尽管卷烟出口收入下降，其毛利仍同比增长4.9%，主要受益于产品结构优化。随着国内HNB制度逐步完善，以及中国烟草产品加快出海，作为中烟体系唯一上市国际化平台，中烟香港有望承接更多海外业务。
- **组织与人事变化构成潜在催化。**26年3-4月姚来英接任国家烟草专卖局局长，将参与推动“十五五”时期中国烟草国际化布局；7月2日，邵岩因退休辞任中烟香港主席，代佳辉暂代。局级与上市公司管理层同步调整，有望加快中烟香港的平台定位调整和境外资产整合。

图表：烟叶出口与巴西业务成为增长亮点



图表：HNB国标推进提速



08 短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车 出海高景气

8. 短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

8.1 板块回顾：外销延续高景气，电动两轮车进入筑底修复期

- 回顾25年，两轮车板块受益于以旧换新及新国标切换前抢装效应，量利实现较快增长。进入26H1，新国标供需磨合、高基数及原材料成本等因素压制行业表现，行业销量同比-7.3%；但月度降幅逐步收窄、环比改善，基本面压力最大的阶段已经过去。
- 我们统计的6家电动两轮车重点上市公司，25H1/25H2收入分别同比+37.0%/+20.7%，26H1合计收入508.4亿元，同比-0.7%；其中26Q1/26Q2分别同比-9.1%/+0.5%。雅迪/九号/爱玛26H1收入分别同比-5.0%/+22.3%/-12.2%。盈利端，6家公司26H1合计归母净利润17.1亿元，同比-59.8%，其中26Q1/26Q2分别同比-59.6%/-14.8%，Q2降幅明显收窄。
- 当前电动两轮车板块估值已处底部区间。随着新国标切换、国补节奏及原材料成本等扰动趋弱，需求、产品结构及盈利能力有望逐步修复，板块基本面与估值有望共振向上。同时，东南亚电动化加速，龙头企业本地渠道和产能逐步落地，海外第二增长曲线逐渐确立。
- 外销板块延续高景气，26H1春风动力、涛涛车业收入分别同比+35.8%/+60.6%，归母净利润分别同比+6.3%/+57.9%，全球渠道扩张、海外产能布局及产品升级继续驱动增长。

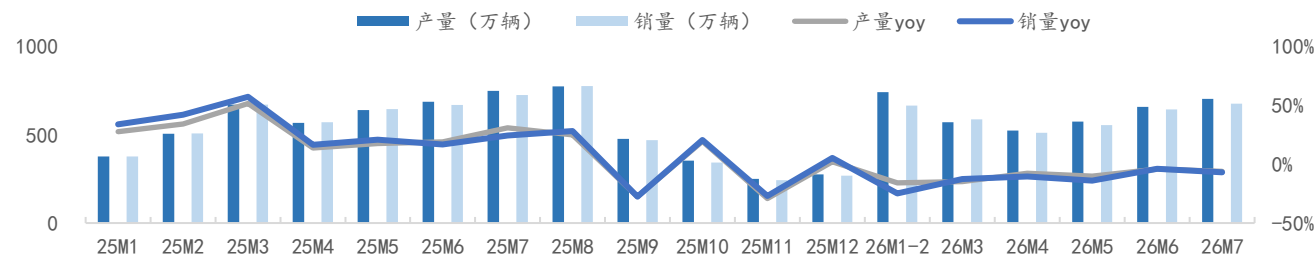
图表：收入体量及增速季度对比

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)											
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	62.3	68.0	80.6	40.0	50.8	63.6	25.8%	20.6%	17.3%	-3.4%	-18.5%	-6.5%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	689009.SH	九号公司	51.1	66.3	66.5	28.9	58.7	84.9	99.5%	61.5%	56.8%	-12.2%	14.8%	28.0%
	603787.SH	新日股份	10.5	11.3	13.9	5.4	9.4	10.6	39.5%	18.4%	24.0%	-20.8%	-10.8%	-6.6%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	NIU.O	小牛电动	6.8	12.6	16.94	6.76	-	-	-30.7%	-13.1%	-31.4%	-63.3%	-	-
6家重点公司合计			130.8	158.2	177.9	81.0	118.9	159.0	49.0%	35.9%	34.2%	-9.3%	-9.1%	0.5%
四轮	301345.SZ	涛涛车业	6.4	10.7	10.6	11.7	10.6	16.9	23.0%	23.3%	27.7%	54.5%	65.7%	57.5%
	603129.SH	春风动力	42.5	56.0	50.4	48.5	53.6	80.3	38.9%	25.5%	28.6%	35.2%	26.1%	43.2%

图表：归母净利润体量及增速季度对比

行业分类	代码	公司名称	归母净利润(亿元)											
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	6.0	6.1	6.9	1.3	2.0	4.7	25.1%	0.8%	60.0%	-87.7%	-67.6%	-22.9%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	689009.SH	九号公司	4.6	7.9	5.5	-0.3	2.0	8.0	236.2%	110.0%	376.6%	-105.9%	-55.4%	2.5%
	603787.SH	新日股份	0.3	0.3	0.5	-0.7	0.3	0.1	19.1%	-6.5%	-195.8%	-167.9%	-15.9%	-73.5%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	NIU.O	小牛电动	-0.4	0.8	0.8	-0.9	-	-	-	295.1%	213.9%	22.1%	-	-
6家重点公司合计			10.5	15.0	13.8	-0.6	4.2	12.8	78.5%	55.2%	228.4%	-103.3%	-59.6%	-14.8%
四轮	301345.SZ	涛涛车业	0.9	2.6	2.6	2.1	1.8	3.6	69.5%	114.5%	103.5%	-15.8%	104.5%	42.3%
	603129.SH	春风动力	4.2	5.9	4.1	2.6	4.2	6.4	49.6%	57.5%	5.9%	-65.9%	1.8%	9.4%

图表91：国内两轮电动车月度产销量及同比增速



8.短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

8.2板块展望：油改电出海：东南亚——全球最大两轮车待开发蓝海

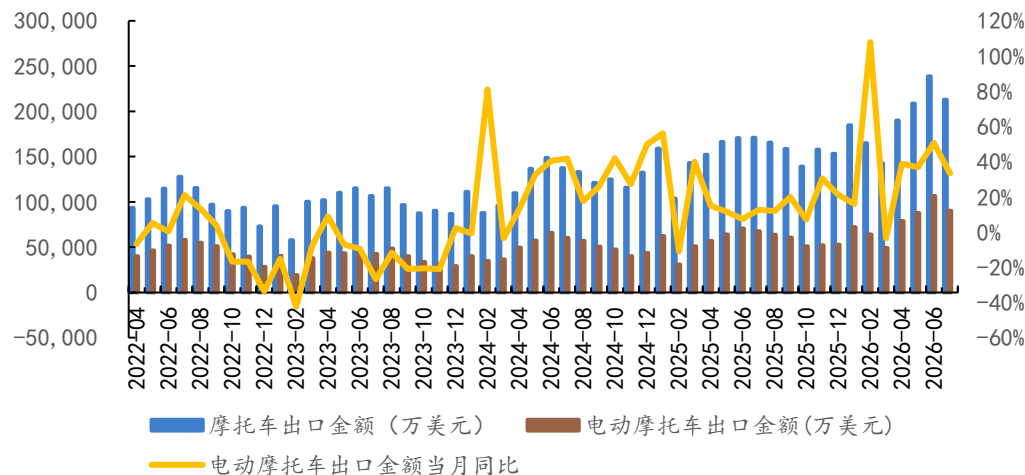
► 东南亚油摩市场体量庞大，替代空间深厚：

东南亚油摩市场体量庞大，替代空间深厚：东南亚五国摩托车保有量远超中国、家庭渗透率居全球前列，但电动化渗透率整体仍处极低水平、明显落后于中国；随着渗透率中长期持续提升，叠加庞大存量的自然替换周期，新增与替换需求可观，油改电长期天花板极高。出口端印证：中国电摩出海加速兑现：中国摩托车月度出口量维持高位（2026年6月约571万辆、同比+34%）；电摩出口延续高增，印证油改电出海需求正快速落地，东南亚为核心增量市场。

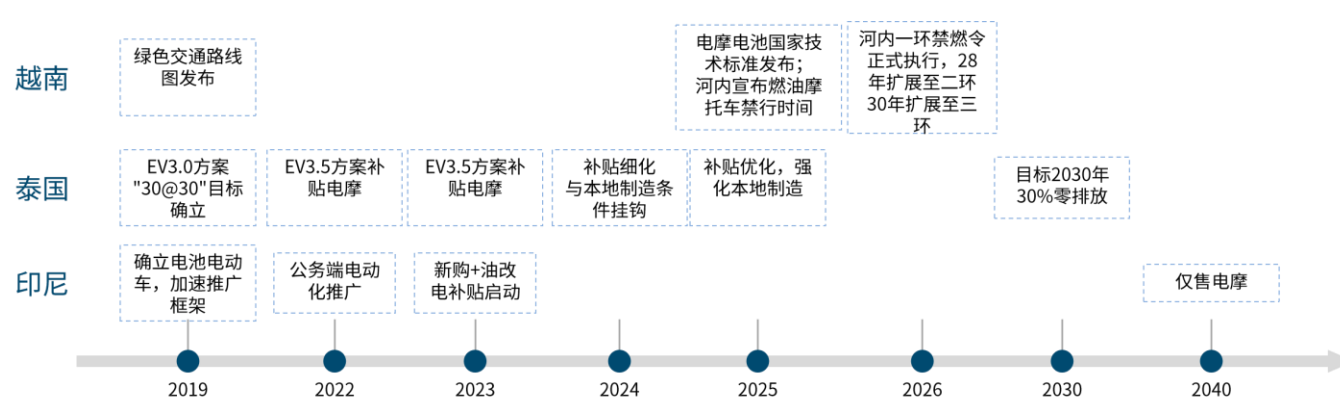
► 政策催化时间轴密集：

越南河内2026年7月一环禁摩、2028年扩至二环、2030年覆盖三环；泰国EV3.5补贴政策覆盖至2027年、30@30目标（2030年新车销售30%为电动）。政策触发密度在2026-2028年达到峰值，形成持续催化。

图表：中国摩托车月度出口数量及同比增速



图表：东南亚油改电政策催化时间轴



8. 短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

8.2 板块展望：三轮车需求爆发，龙头产能提升

► 行业特征

1) 毛利率显著高于两轮车，竞争烈度相对较低；2) 竞争格局分散：仍以杂牌为主，头部品牌尚未主导。3) 市场集中度：CR3（前三名市占率）仅38.2%，远低于电动两轮车的CR3（约60%），市场竞争格局分散，新进入者众多。4) 赛道分化明确：市场分为传统货运三轮与休闲三轮，（雅迪、爱玛先发布局，聚焦C端消费场景），凭借品牌、渠道优势快速抢占休闲赛道。

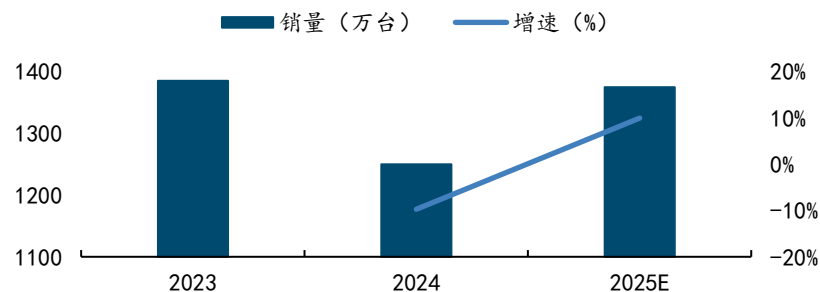
► 核心需求来源

1) 下沉市场中老年：河北、河南、山东、山西等中部省份；2) 外卖/快递骑手（to B）：稳定大单，需求持续爆发；3) 农村最后一公里出行与运输需求持续释放；4) 覆盖家庭买菜、接送孩子、近郊休闲等场景，旺季集中Q3~Q4（带篷三轮需求天冷时最旺盛）。

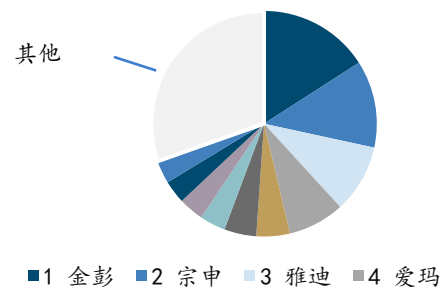
► 投资逻辑

1) 两轮龙头在三轮赛道先发布局，品牌+渠道可快速复制；2) 三轮车高毛利+低竞争，是提升盈利质量的重要抓手。

图表92：2023-2025我国电动三轮车销量及增速



图表93：2025年电动三轮车内销份额占比



8. 短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

8.2板块展望：四轮车&摩托车：产品迭代驱动份额提升，质价比优势加速日系替代

- 短交通需求保持韧性，中国品牌凭借更快的产品迭代、更丰富的配置及质价比优势持续抢占海外份额。春风以U10 PRO、Z10等新品补齐高端产品矩阵，涛涛通过DENAGO扩品与TEKO第二品牌拓展高尔夫球车市场，九号依托智能化、混动技术完善全地形车及高端电摩布局。随着新品集中放量、渠道与品牌认知深化，头部企业海外市占率有望持续提升，并加速对日系品牌的替代。

公司	类型	图例	品牌/平台	重点产品	产品定位	新品/上市节奏
春风动力	ATV		CFORCE	CFORCE 1000 TOURING	大排量高端ATV，覆盖休闲、农牧及户外作业	2024年完成换代
春风动力	UTV		UFORCE	U10 PRO、U10 XL PRO	高端工具型UTV，强化动力、舒适性及载人能力	U10 PRO于2024年发布；XL PRO为2025款
春风动力	SSV		ZFORCE	Z10、Z10-4	高性能运动型SSV，补齐高价格带	2024年8月首发；北美上市延至2026年
春风动力	公路摩托车		SR、NK、MT、CL-X	675SR-R、800MT-X等	中大排量运动、公路及旅行车，以质价比替代日系品牌	675SR-R于24H2上市；800MT-X于2025年上市
涛涛车业	球车/LSV		DENAGO EV	Rover XL、XL6、XXL	中高端电动高尔夫球车及低速车，持续扩充价格带	2025款主力产品矩阵
涛涛车业	球车/LSV		TEKO EV	TurboLite、Turbo、Trophy、Trophy Plus、Triumph	智能、科技、时尚的第二品牌，拓展差异化渠道	品牌于25M9推出；TurboLite为2026年新增
涛涛车业	ATV/越野摩托/卡丁车		TAO MOTOR	TITAN 300、E-ATV、DB系列	大众休闲动力产品，构成传统业务基本盘	主要产品于2023年起陆续上市
九号公司	ATV		Segway Powersports	AT5 L、AT6 L、AT10、AT10 W	智能化大排量ATV，覆盖休闲及户外作业	AT10于2024年6月发布
九号公司	UTV		Segway Powersports	UT6、UT10、UT10 Crew	工具型及多人座UTV，突出智能互联能力	UT6于2024年6月发布
九号公司	SSV		Segway Powersports	Villain SX10 W、Super Villain SX20T/Hybrid	高性能运动型SSV，以混动技术切入高端市场	Super Villain于2023年首发
九号公司	电动摩托车		Ninebot M/E系列	M5 100、M5 125、E300P MK2	中高性能智能电摩，覆盖城市通勤及年轻用户	E300P MK2于24M8发布；M5于25M8发布

来源：各公司官网，公司公告，国金证券研究所

8. 短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

8.3 重点标的梳理

- 短期看，26H1行业受新国标切换、前期高基数及原材料成本等因素影响，终端需求仍有压力。根据奥维云网数据，26H1行业销量同比-7.3%，但月度降幅较年初逐步收窄、环比改善。随着新国标产品供给完善、国补政策延续及成本扰动趋弱，板块销量有望于H2进入修复通道；同时电摩、电轻摩占比提升带动ASP中枢上移，量价与盈利能力有望同步改善。当前板块估值处于底部区间，基本面与估值有望迎来共振修复。
- 中长期看，行业竞争正由产能、渠道扩张转向产品力、供应链效率和渠道质量。新国标3C及合规要求提升将加速中小品牌出清，三电、智能化和电摩升级推动龙头份额提升；东南亚市场逐步起量，叠加后装业务拓展，有望形成新的增长曲线。
- 标的方面，关注具备渠道、供应链优势和盈利修复弹性的雅迪控股、爱玛科技，以及依托智能化和中高端产品持续扩张的九号公司。四轮非汽车板块建议关注受益于品牌渠道扩张的涛涛车业，以及全地形车、摩托车外销增长的春风动力。
- **1) 雅迪控股：内销产品结构优化市占率持续提升，出海&后装成长空间可期。**
 - 内销：龙头地位夯实，产品力/渠道/供应链综合竞争优势领先，新国标催化份额加速提升；三电技术储备领先（先后收购华宇电池、凌博电控夯实上游供应链布局、赋能产品研发），加快布局中高端价格带车型强化市场地位。
 - 出海：海外布局前瞻，产品力打磨、渠道加速铺设，中长期第二成长曲线打开。25年海外销量31万台（同比+40%），定位中高端、在越南/印尼配套产能建设。
 - 后装：聚焦差异化产品，短期加速拓渠道，中期小型动力解决方案赋能产品力，石墨烯电池链后续渠道发力有望形成增量。

8. 短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

8.3 重点标的梳理

2) 爱玛科技：国内两轮车行业领军品牌，新国标+产品升级趋势下**ASP**有望提升，渠道开拓仍具备空间。

- 国内产能+渠道提质仍有发展空间。积极募资建设台州、丽水、重庆生产基地有望陆续投产；渠道从扩量转向提质：推进"万店千台"计划，26年目标将年销超1,000台的优质门店从2,600+家提升至1万家。
- 产品输出+供应链组织效率持续提升、降本增效：①升级优化IPD集成产品开发流程，洞察消费趋势输出精确契合市场需求的战略大单品；②打造共享模块，提升零部件通用化率和模块化率，强化成本精益/效率提升，构建关键零部件的自研自产能力。
- 中远期出海构建第二成长曲线：印尼基地投产，仍在初期阶段，目前重点开发渠道和产品，未来有望建立本地化研产销系统。

3) 九号公司：优质创新产品开发型公司，新产品线逐步进入收获期，关注中长期盈利弹性释放。

- 两轮车：产品智能化创新引领带动新客群&高客单，伴随产品&渠道端规模效应释放、看好后续盈利能力超预期兑现。25年电动两轮车收入118.59亿（+64.45%）、销量409.03万台（+57.39%）、毛利率23.76%（+2.65pct），规模效应逐步释放；26Q1销量122.76万台（+22.30%）、收入33.82亿（+18.17%）保持双位数增长，截至25年末电动两轮车专卖店已突破1万家、销售网络持续扩张。
- 多元高成长品类：新品/新市场/渠道复用，奠定持续高成长动力，进入盈利收获期。①割草机器人：25年收入20.02亿（+104.26%）、销量33.89万台（+105.63%）、毛利率52.35%为各业务线之首，欧美渗透率提升带动行业景气度上行、智能化产品推出加快推进；②全地形车：25年收入11.38亿（+16.63%），产品力领先行业，Segway高端机型持续推出；③E-Bike：26年起加速布局海外市场，渠道反馈积极。

8.短交通：电动两轮车筑底修复，四轮车&摩托车出海高景气

8.3重点标的梳理

4) 涛涛车业：低速电动车出海α标的

- 业绩高增、结构优化：2026H1电动出行产品实现收入21.09亿元，同比增长83.08%，占营业收入76.66%，其中北美电动低速车需求、渠道扩张和本土交付共同拉动增长；分地区看，美洲收入25.24亿元，同比增长71.98%，是主要增长来源。。
- 渠道从扩量转向提质，北美制造稳定投产。报告期末公司经销商总数超过870家，其中电动低速车、电动自行车、全地形车及越野摩托车经销商分别超过400家、180家和280家。得州工厂已有三条电动低速车生产线稳定投产，月产能已可满足当前月销售需求，第四条生产线按需求筹备。本土生产、售后服务与经销商网络协同，有助于缩短交付周期并增强渠道黏性。

5) 春风动力：全地形车量价齐升，极核电摩规模效应显现

- 全地形车：高端车型驱动量价齐升，核心业务延续高增长。26H1全地形车销量13.11万台，同比+28.8%；实现收入71.46亿元，同比+51.05%，ASP约5.45万元，同比+17.3%。高端旗舰Z10实现批量交付并切入北美高端价格带，U10PRO等车型保持良好表现；公司全地形车出口额占全国出口额的72.47%，龙头地位稳固。
- 燃油摩托车：海外市场加速拓展，国内龙头优势稳固。26H1燃油摩托车销量19.64万台，同比+30.62%，实现收入约40.00亿元，同比+19.5%。其中，海外销量9.80万台，同比+37%，实现收入23.15亿元，同比+40.41%，欧洲、拉美及亚洲市场渠道扩张贡献主要增量；国内销量9.84万台，同比+24%，实现收入16.85亿元，200cc以上跨骑车型国内市占率达24.34%，位居行业首位。
- 电动两轮车：极核保持较快增长，产品及渠道布局持续完善。26H1极核销量33.80万台，同比+35%，实现收入11.62亿元，同比+33.15%。公司持续推出EZ、AE系列新品，覆盖电动自行车及电动摩托车多个价格带；上半年极核门店总量突破2600家，渠道下沉及产品矩阵扩充有望支撑业务规模持续提升

- 地产竣工改善速度与进度不及预期的风险：若地产竣工改善速度较慢或进度低于预期，将直接影响家居行业的终端需求。
- 原料价格大幅上涨的风险：若原料价格大幅上涨，将对下游家居企业的利润带来不利影响
- 下游需求不及预期导致提价不及预期的风险：若下游需求持续疲弱，则影响了大宗造纸下游消费需求，提价有望无法推进，导致企业盈利持续承压。
- 代工商大客户流失的风险：若出口企业出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。
- 关税大幅波动：目前美国对中国加征高额关税，对其他国家加征的关税尚处于暂缓期，未来关税走势仍不明确，对企业经营产生较大的不确定性。

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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题