

轻工行业2025年中期投资策略

布局个护等新消费成长股及优质出口链标的

西南证券研究院
轻工研究团队
2025年7月

核心观点

- **2025H1板块复盘**：回顾2025H1，在业绩表现相对平淡的背景下，轻工板块中传统顺周期和传统制造公司的估值依然受到压制；而国产个护等新消费品牌受益于产品结构优化和渠道扩张，持续抢占外资品牌份额，中长期逻辑持续兑现，呈现出较大涨幅。出口标的在关税政策变动下出现一定程度分化，部分标的或在Q2出现抢出口的情况，其中多产能布局均衡、需求韧性强、受关税影响小的标的表现出超额收益。
- **2025H2选股思路**：一方面需要不断平衡新消费板块估值与成长性的匹配度，优选成长匹配度高或相对低估标的；另一方面关注低估值资产可能存在估值修复带来的防御价值。**推荐四条主线**：**1) 国货个护优质品牌景气度向上，产品结构优化，大单品价格带持续提升**。以卫生巾、牙膏、婴童护肤等为代表的消费品从外资主导的竞争格局中突围，国货产品迭代速度快、性价比高、渠道投放灵活，市场份额持续提升，成长空间广阔，预计成长性逻辑将继续演绎。**2) 需求韧性强、制造能力突出、受关税影响小的出口标的配置价值仍较高**。短期看Q2出口企业存在一定抢出口的情况，弥补了部分4月出货节奏的压力；中长期看，出口标的中需求韧性强、所处细分品类成长性良好、全球多地产能布局、受关税影响小的标的有穿越周期的能力，在关税波动中稳定性更高，配置价值突出，同时板块分化会出现加大的可能性。**3) 逐步重视低估值的顺周期标的**。家居、造纸等顺周期板块，由于整体需求仍存一定压力，业绩表现相对平淡，整体估值处于历史较低分位水平，风险出清相对彻底。考虑到新一期的“以旧换新”政策逐步落地，家居需求稳定性有望得到延续，龙头个股在行业出清背景下受益。造纸板块在消费复苏预期下静待终端需求回暖带动纸价上行，板块整体有望迎来盈利修复，呈现底部反转的机会。**4) AI眼镜、新型烟草、宠物用品、潮玩等新消费延续热度趋势**。悦己消费时代下，情绪消费的价值大幅提升，带动了新科技消费、宠物、潮玩等品类的景气度上行，成为消费板块的重要增量。新消费细分赛道快速扩容，相关企业及产业链上下游标的有望获益。
- **推荐标的**：百亚股份(003006)、润本股份(603193)、稳健医疗(300888)、豪悦护理(605009)、倍加洁(603059)、太阳纸业(002078)、匠心家居(301061)、嘉益股份(301004)。
- **风险提示**：地产竣工不及预期的风险；终端需求疲弱的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

目 录

 **板块数据回顾**

 **个护：布局优质成长个股**

 **出海：优选制造能力强与关税影响小的标的**

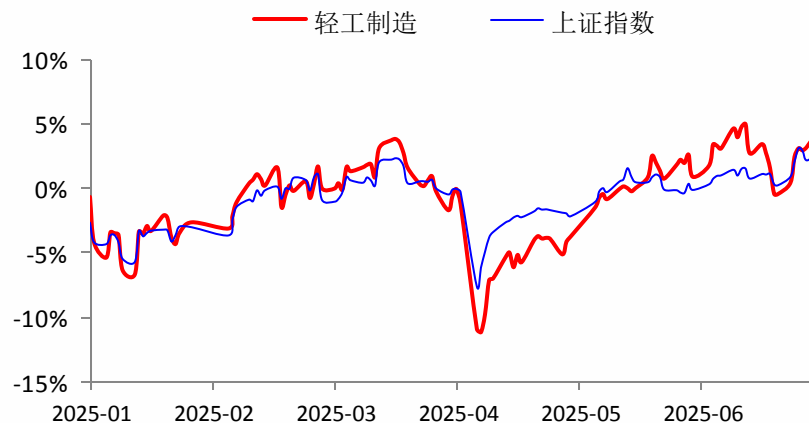
 **新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜板块**

 **2025年中期推荐标的与估值**

板块及个股涨跌幅复盘

- 2025年1-6月SW轻工制造板块整体涨幅+4.6%，跑赢上证指数1.9pp。其中，包装印刷和文娱板块表现好于轻工板块整体，板块涨幅分别为+11.4%和+14.2%，家居和造纸板块涨幅分别为+2.5%和-5.5%。
- 分子板块来看，**家居板块**受益于“以旧换新”政策拉动家居消费，带动企业基本面改善。**造纸板块**主要受大宗纸品类供需压力及竞争加剧影响，企业盈利能力承压。**文娱板块**主要受益于IP潮玩消费热潮拉动，板块整体涨幅亮眼。**包装板块**受益于部分转型标的及金属包装行业格局改善等因素利好，走势表现较强。

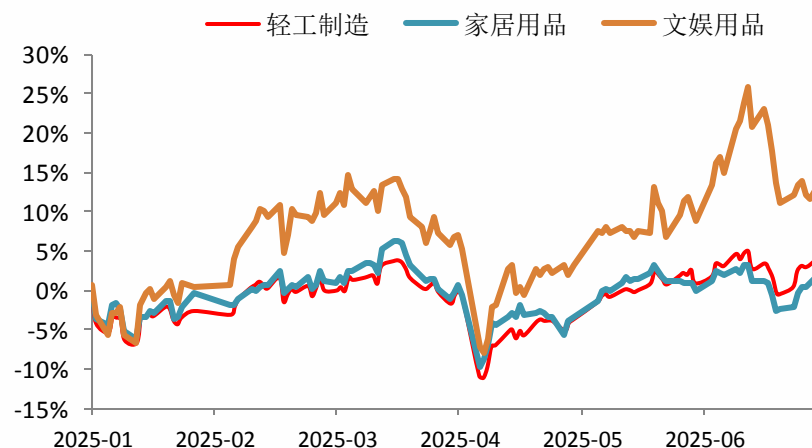
25年初以来轻工制造VS上证指数累计收益率



25年初以来轻工制造各子板块累计收益率



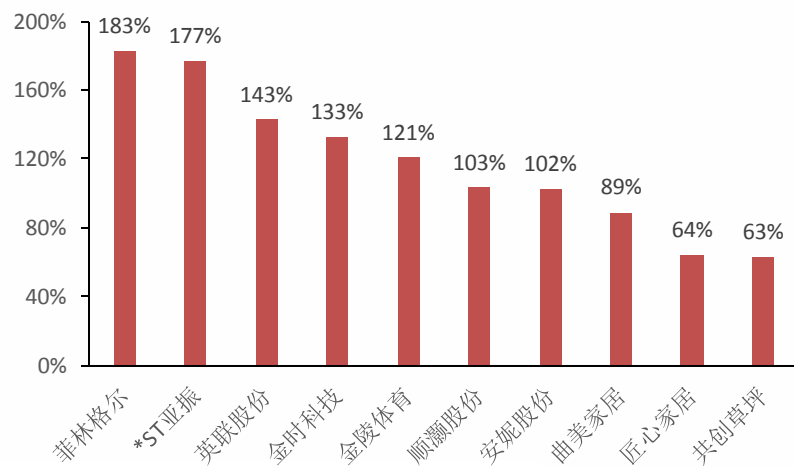
25年初以来轻工制造各子板块累计收益率



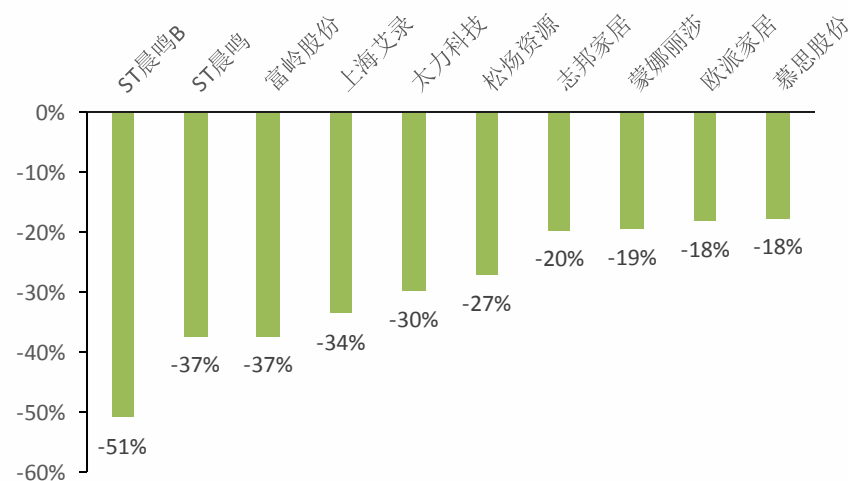
板块及个股涨跌幅复盘

□ 个股层面来看，2025年上半年个股涨幅与重组预期、新消费热潮及热点事件相关度较高。2025年1-6月涨幅居前个股主要为菲林格尔、*ST亚振、英联股份、金时科技、金陵体育、顺灏股份、安妮股份、曲美家居、匠心家居、共创草坪等，主要集中在家具家居、包装材料及体育器材板块。2025年1-6月跌幅前十个股中主要受行业竞争加剧、板块处于需求低迷期等多重因素叠加影响。

25年上半年申万轻工板块涨跌幅TOP10



25年上半年申万轻工板块跌幅TOP10



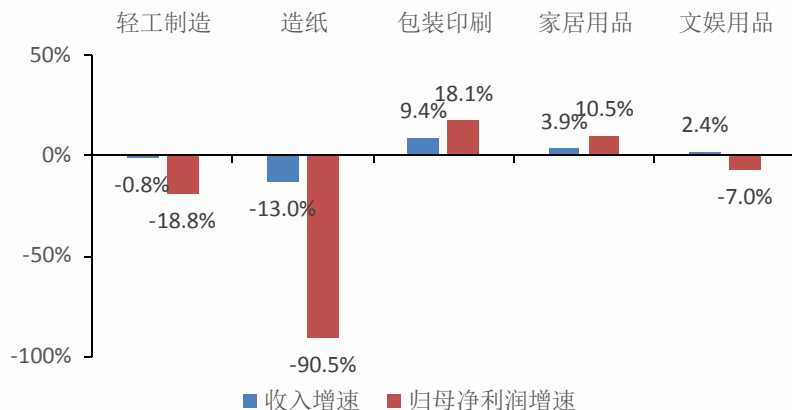
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理，截至2025/6/30，剔除北交所标的和年内新上市标的

数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理，截至2025/6/30

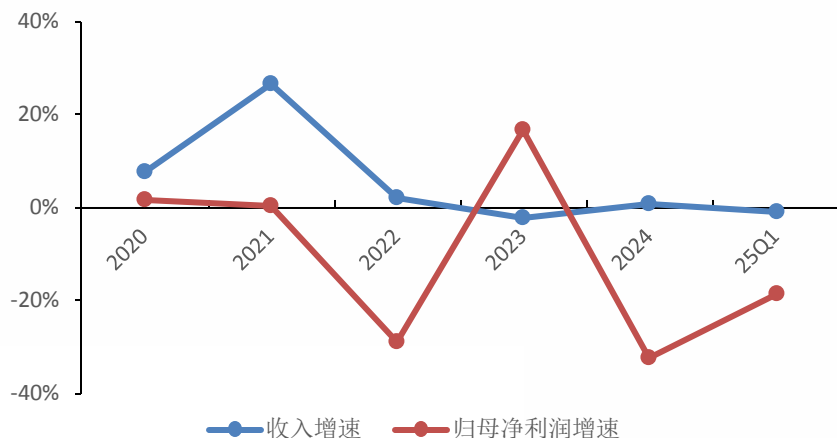
板块数据回顾

□ 轻工板块2025年Q1整体收入同比略微下滑，净利润承压，其中造纸板块供需压力加大、竞争加剧影响板块利润增长。2025Q1申万轻工板块实现收入1377.6亿元（同比-0.8%），实现净利润64.6亿元（同比-18.8%）。分子板块来看，25Q1造纸/包装/家居/文娱板块收入增速分别为-13.0%/+9.4%/+3.9%/+2.4%，净利润增速分别为-90.5%/+18.1%/+10.5%/-7.0%。其中包装板块业绩表现最好，家居板块利润提升快于收入提升。

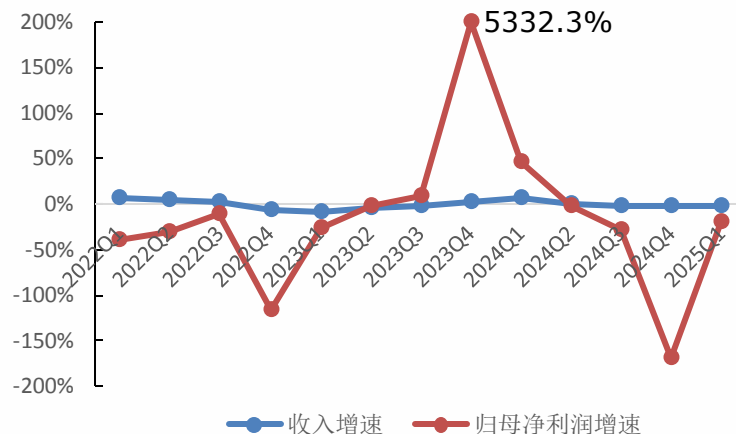
2025Q1各子板块收入/净利润增速



20-25Q1申万轻工板块收入/利润增速



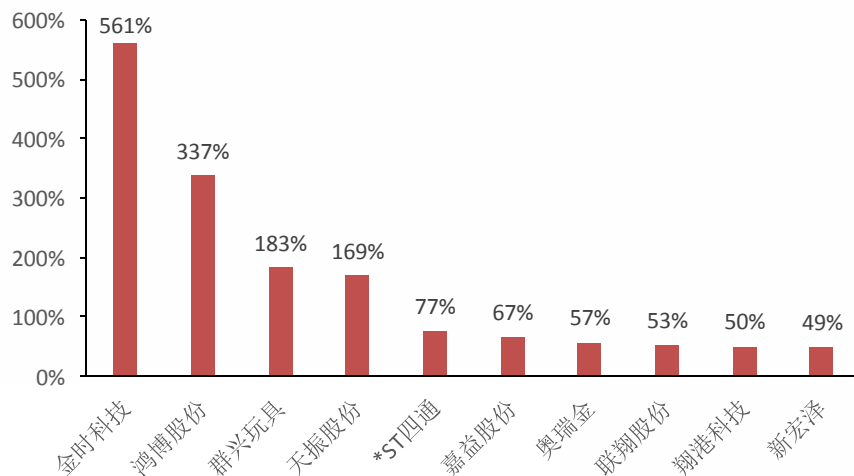
单季度申万轻工板块收入/净利润增速



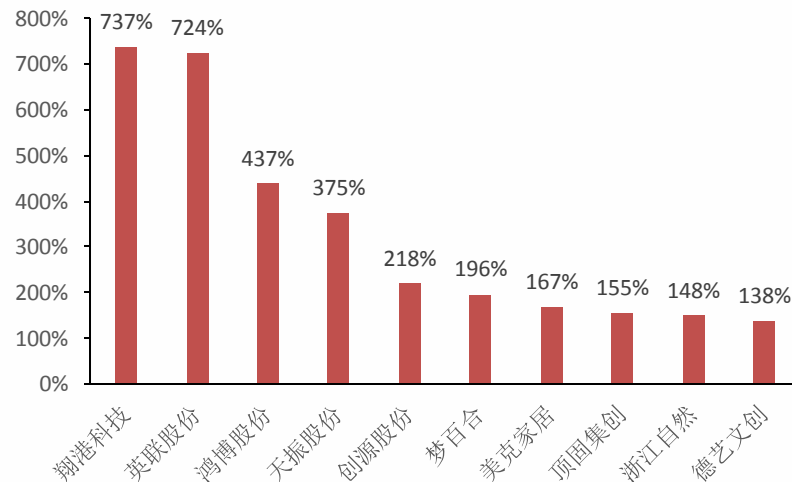
板块数据回顾

- 从个股基本面来看，25Q1轻工板块收入增速TOP5为金时科技、鸿博股份、群兴玩具、天振股份、*ST四通。净利润增速TOP5为翔港科技、英联股份、鸿博股份、天振股份、创源股份。
- 收入涨幅居前的主要为包装和出口标的，主要受益于下游需求稳健，如国内新消费产品等需求增长以及海外市场的拓展，部分企业通过业务转型提升收入。
- 净利润增速居前的企业同样主要集中在包装和出口标的，主要得益于行业整合与规模效应显现，产品结构优化、海外产能爬坡等。

25Q1年申万轻工板块收入增速TOP10



25Q1申万轻工板块净利润增速TOP10



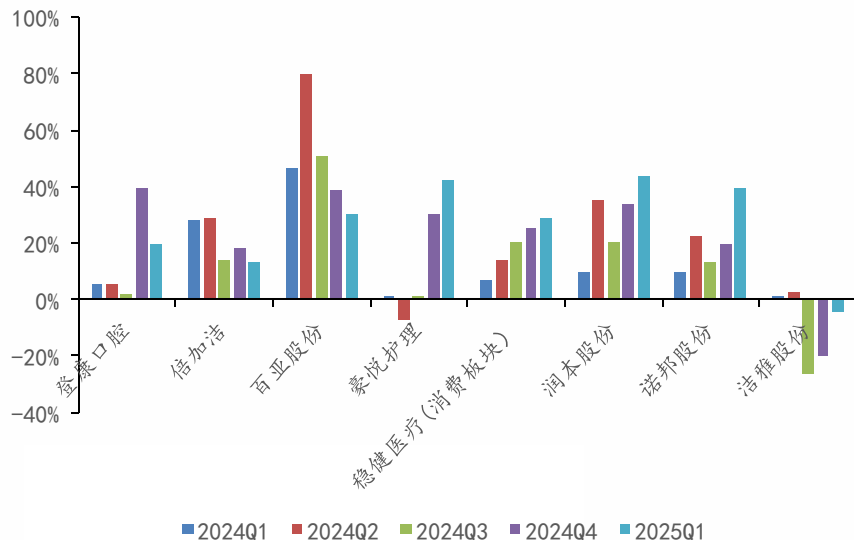
目 录

- ◆ 板块数据回顾
- ◆ 个护：布局优质成长个股
- ◆ 出海：优选制造能力强与关税影响小的标的
- ◆ 新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜板块
- ◆ 2025年中期推荐标的与估值

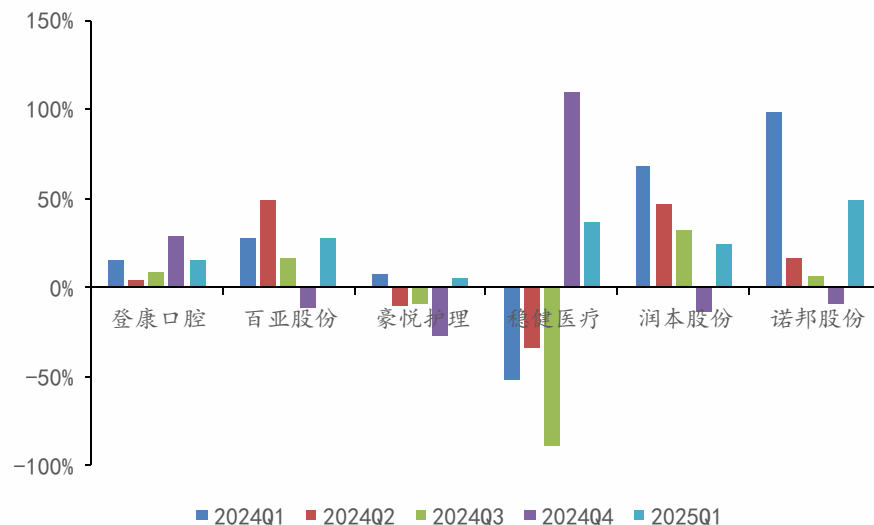
个护：关注高景气细分品类下的成长标的

- 个护品类需求韧性较强，其中**口腔护理、女性护理、婴童护肤、湿巾、棉柔巾**等产品为消费升级受益品种，具有刚需且单次消费金额不高等特点，在**国货品牌崛起、悦己消费、产品创新、内容电商兴起**等多重因素驱动下，**展现出较高的景气度**。部分优质公司把握住先发优势，通过自有品牌或代工实现较快收入增长，例如登康口腔/倍加洁/百亚股份/豪悦护理/稳健医疗（消费板块）/润本股份/诺邦股份2025年Q1收入分别同比增长19.4%/13.3%/30.1%/42.4%/28.8%/44.0%/39.1%。同时，我们认为国货产品迭代速度快、渠道投放灵活，市场份额持续提升，成长性逻辑将继续演绎。

部分个护公司2024Q1-2025Q1单季度收入增速



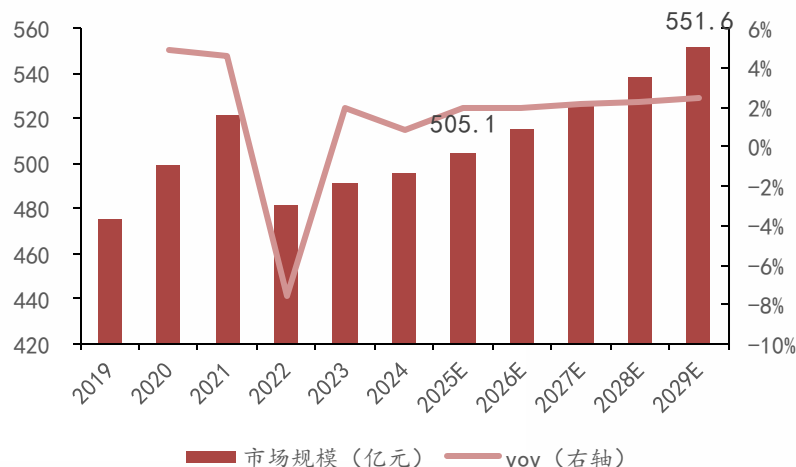
部分个护公司2024Q1-2025Q1单季度净利润增速



个护：口腔护理产品升级，线上份额逐步提升

□ **牙膏等口腔护理产品，兼具必需品需求的稳健性和产品升级的成长性。**根据欧睿预测，2025年中国口腔护理市场规模为505.1亿元，同比+1.9%，预计2029年达到551.6亿元，2025-2029年复合增长率为2.2%，增速相对稳定。就口腔清洁护理细分品类而言，牙膏、牙刷作为刚需品类占据主导地位，2024年牙膏及牙刷所占市场份额分别为62.4%/32.6%。近年来，随着国民对口腔健康意识提升和差异化需求不断增强，推动口腔行业消费升级与多元化、专业化的发展，国货品牌不断推出定价偏中高端的大单品产品如酵素美白牙膏、抗敏牙膏等功效产品，并在包装上创新，推动牙膏品类量价齐升。

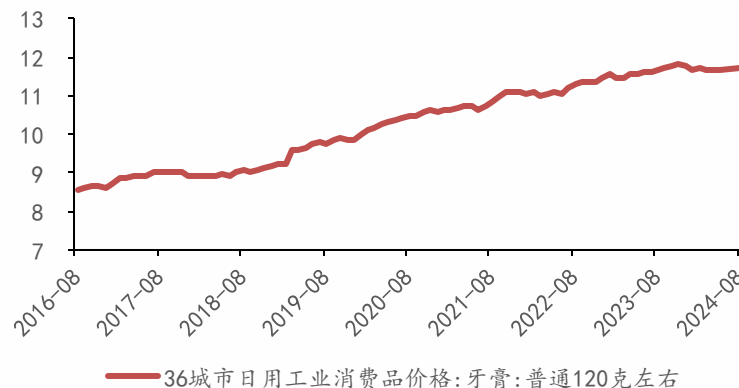
2019-2029E口腔护理行业市场规模及增速



www.swsc.com.cn

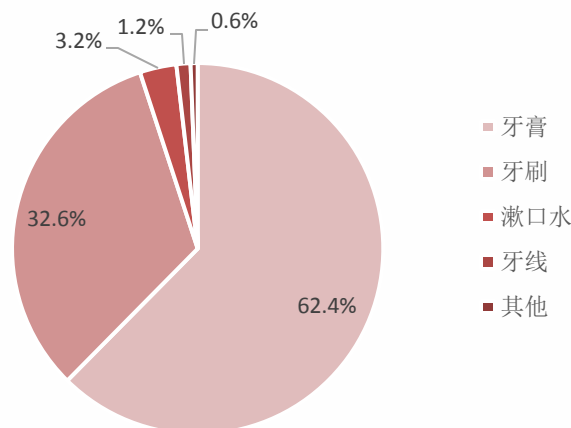
数据来源：欧睿，西南证券整理

牙膏平均价格走势



数据来源：IFind，西南证券整理

2024年口腔清洁护理行业各品类规模占比



数据来源：欧睿，西南证券整理

个护：口腔护理产品升级，线上份额逐步提升

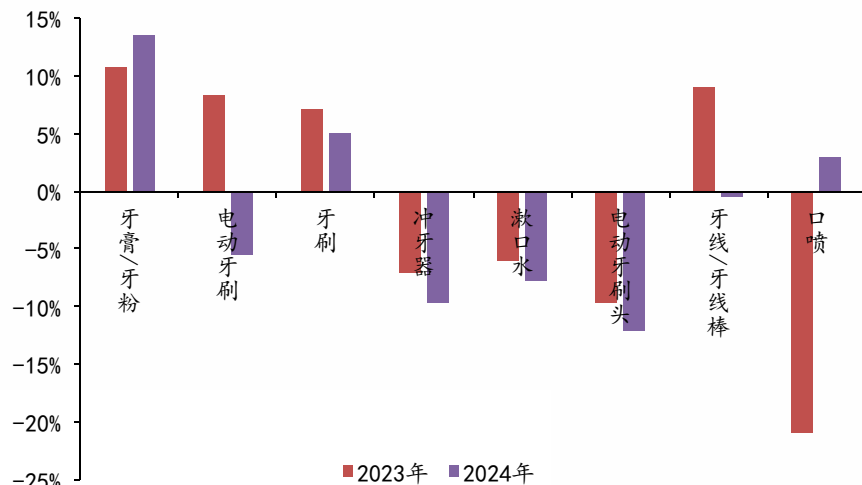
□ **电商渠道多元化且内容电商崛起，推动行业竞争格局变化。**根据中国口腔用品协会数据，2023年和2024年牙膏/牙粉品类线上零售额增速分别为11%/13.5%，线上增速加快，线上份额逐步提升。分平台来看，抖音渠道增速最快，口腔护理产品整体2023/2024年抖音渠道零售额同比增速分别达到59.6%/37.9%，2024年天猫/抖音/其他渠道在线上的份额分别占比33.5%/28.3%/38.2%，抖音目前成为口腔护理线上第二大渠道。国产品牌通过不断升级产品结构、持续精耕销售渠道、快速响应市场变化等策略，持续提升市场份额。冷酸灵品牌深耕线下稳耕线上，24年H1线下市占率提升至第3名（23年为第4），24H1线上市占率提升至第7名（23年为第8）。部分新品牌通过高费用投放，份额进入前十，如ORALSHARK、参半等，但考虑到线上品牌竞争激烈，新品牌成长持续性有待验证。但新品牌牙膏的销量增长有望为代工工厂带来可观的营收与利润增长，以倍加洁为例，其作为代工企业有望充分受益于这一趋势。

□ **相关标的：登康口腔、倍加洁**

表：牙膏线上零售前十大品牌排名及份额

排名	2023年		2024H1	
	品牌	市占率	品牌	市占率
1	云南白药	10.9%	云南白药	9.4%
2	好来	7.6%	好来	7.0%
3	佳洁士	6.0%	高露洁	5.4%
4	高露洁	5.4%	舒客	4.9%
5	舒客	4.9%	舒适达	4.6%
6	舒适达		佳洁士	排名下滑
7	ORALSHARK		冷酸灵	排名上升
8	冷酸灵		白云山	新进入
9	敬修堂		ORALSHARK	排名下滑
10	狮王		参半	新进入

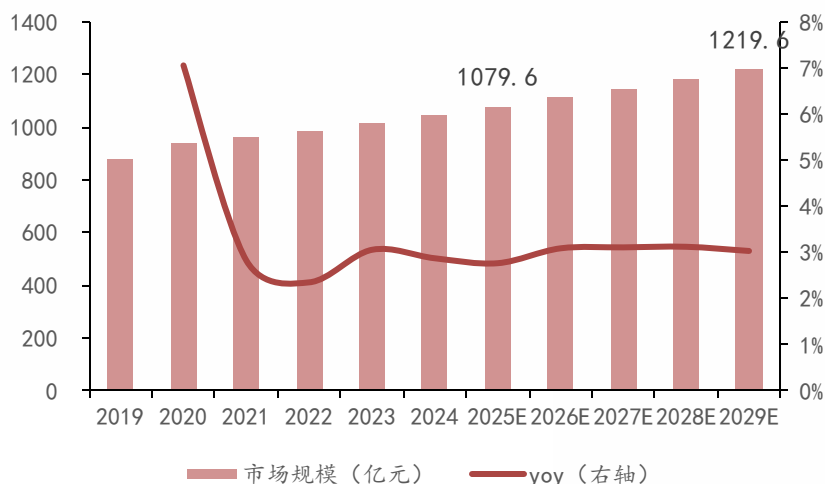
2023/2024年口腔护理各品类线上零售规模增速



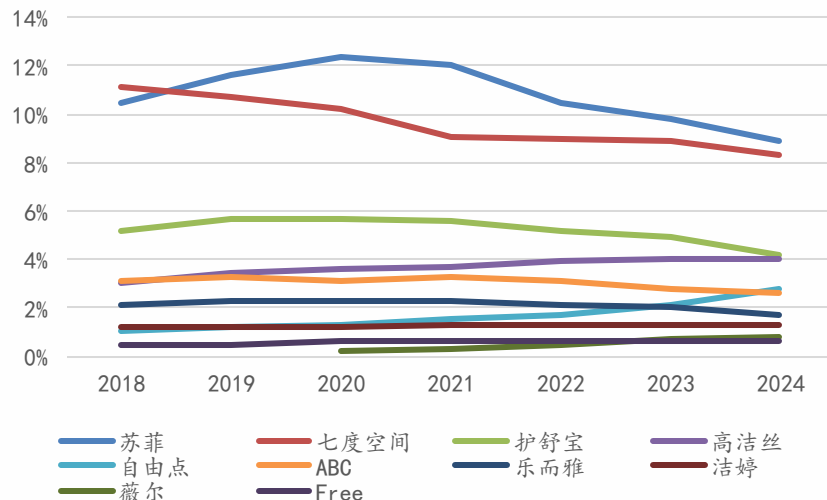
个护：卫生巾品牌群雄并起，产品安全成核心竞争力

□ **卫生巾品牌群雄并起，国货品牌持续突围。**根据欧睿预测，2025年中国女性卫生用品零售市场将达到1079.6亿元，同比+2.8%，2025-2029年CAGR为3.0%，市场稳健增长。市场竞争格局方面，2024年中国女性卫生用品市场CR5/CR10分别为28.2%/35.2%，外资品牌仍占主导地位，国产/线上品牌（自由点、洁婷、奈丝公主、她研社、淘淘氧棉）借助抖音精细化运营提升品牌力，实现弯道超车。例如**自由点品牌**2018-2024年市占率不断提升，通过开发“益生菌”品类、打造社媒运营等，不断扩大品牌影响力，已在本土卫生巾品牌中排名上升至第二位。**洁婷品牌**在2025年1月被豪悦护理收购，豪悦公司有望助力其在产能、供应链、新材料、市场推广等方面充分发挥协同效应，实现生产规模、产品品类、技术实力、品牌影响力及管理运营的全方位提升。**奈丝公主**作为稳健医疗旗下品牌将发挥医疗背景优势，创新“五超”体感科技，2025年5月与央视网合作举办“奈丝公主、美好予她”主题发布会，品牌声量创新高。

2019-2029E年中国女性卫生用品市场规模



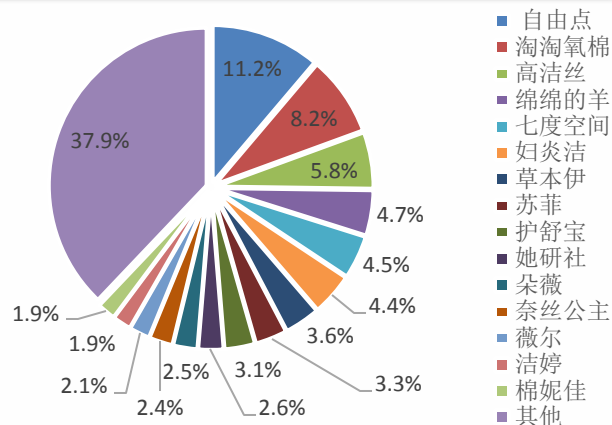
2018-2024年女性卫生巾品牌市占率



个护：卫生巾品牌群雄并起，产品安全成核心竞争力

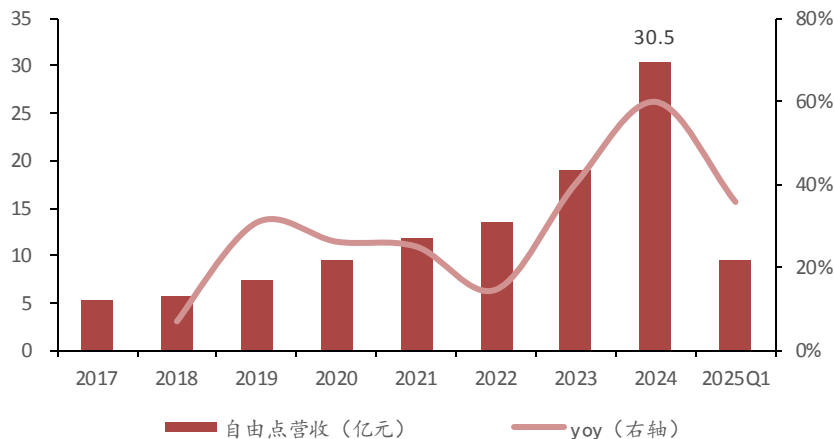
□ 相较于TOP3品牌：苏菲（8.9%）、七度空间（8.3%）、护舒宝（4.2%）的市场份额，成长品牌仍有发展空间。2025Q1自由点/奈丝公主营业收入同比+35.8%/+73.5%。根据蝉魔方数据，2025年上半年，抖音渠道自由点维持第一的份额，奈丝公主/洁婷分别占据2.4%/1.9%市场份额，排名分别为12/14，上升速度较快。我们认为产品迭代速度快、渠道投放灵活、主动开拓线下外围等新市场的成长品牌市场份额仍将持续提升。

2025H1抖音卫生巾销售额占比

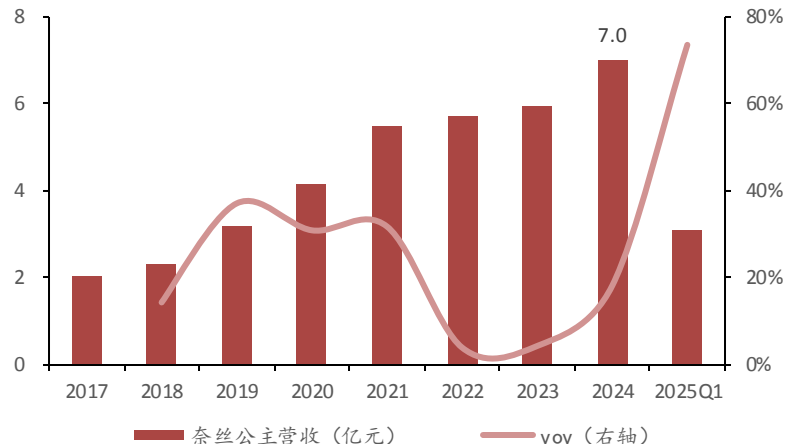


数据来源：蝉魔方，西南证券整理

2017-2025Q1自由点品牌收入及增速



2017-2025Q1奈丝公主品牌收入及增速

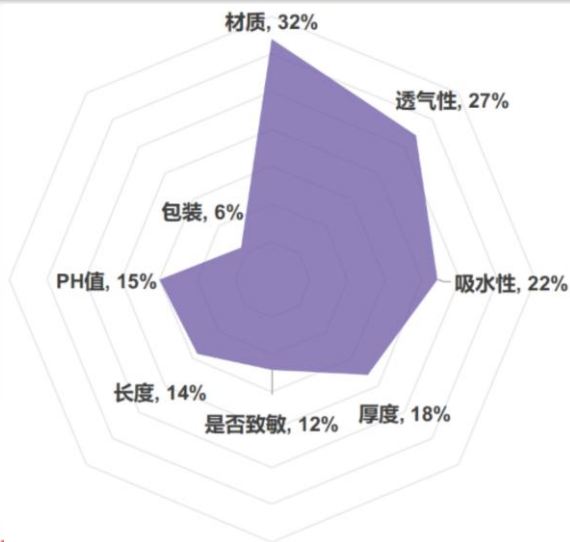


个护：卫生巾品牌群雄并起，产品安全成核心竞争力

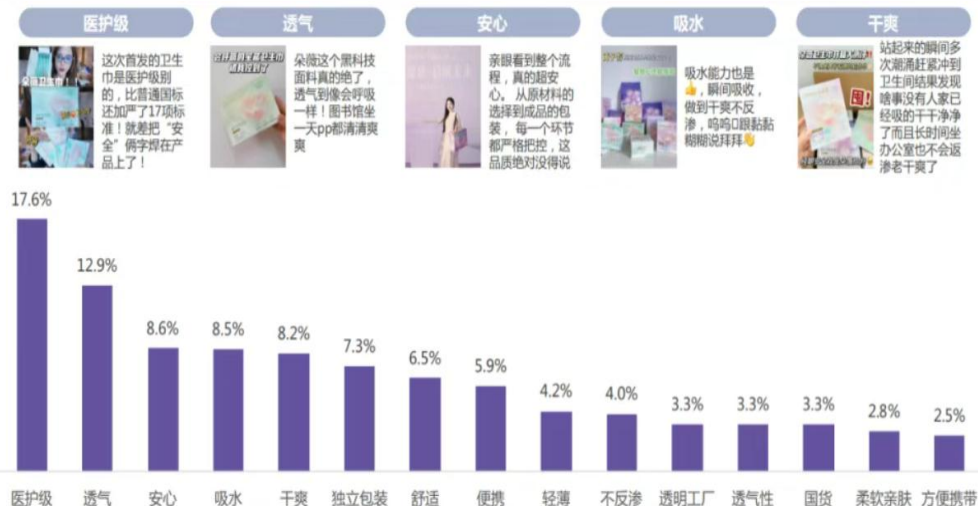
□ **产品安全与品质成核心竞争力，新国标加速行业洗牌。**中国女性卫生用品市场正朝着个性化、多样化、高端化的方向发展。历经卫生巾舆情事件后，消费者越来越重视产品的品质、功能、用户体验以及安全性与健康性。2025年7月1日，由国家市场监督管理总局发布的强制性国家标准《一次性使用卫生用品卫生要求》（GB 15979—2024）正式实施，代替《一次性使用卫生用品卫生标准》（GB 15979—2002）。被称作“史上最严标准”的新国标主要修订了五方面内容：1）调整了标准适用范围、2）细化了原材料卫生要求、3）优化了生产过程卫生要求、4）强化了产品卫生要求，5）更新和补充了相关检测方法。**新国标对原材料、生产过程和产品卫生标准提出了更高要求，这将促使行业洗牌，淘汰不合规的小作坊和劣质品牌。**成熟的头部企业，通常具备更优的生产能力和质量控制体系，有望占据更大市场份额。

□ **建议关注：百亚股份、豪悦护理、稳健医疗**

近期消费者主要关注的卫生巾指标



2025年3月-2025年5月主要营销卖点



WWW.SWSC.COM.CN

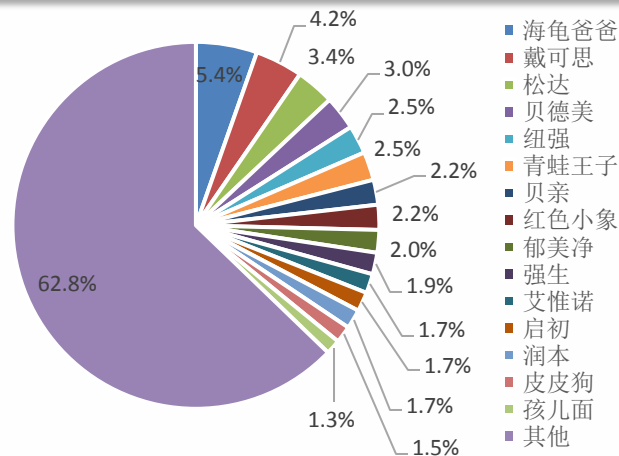
数据来源：艺恩营销智库，数据统计周期：2024年10月-2025年5月（抖音、小红书等社媒渠道），西南证券整理

数据来源：艺恩营销智库，数据统计事件：2025年3月-2025年5月（抖音、小红书等社媒渠道），西南证券整理

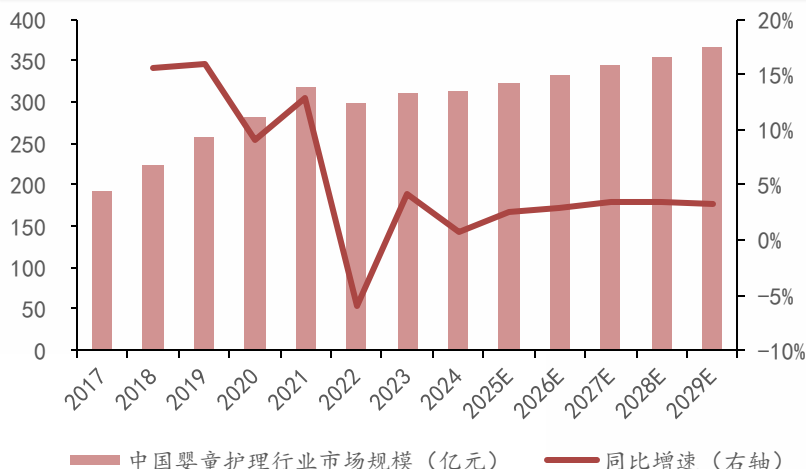
个护：婴童护理向精细化发展，单童消费增长对冲出生率下降影响

□ 婴童护理产品市场规模逆势增长，预计2025-2029年CAGR为3.1%。根据欧睿数据，2024年国内婴童护理市场规模约314.3亿元，在新生儿出生率下降情况下逆势同比+0.8%，预计2025年国内市场规模为322.4元，同比+2.6%，预计2025-2029年CAGR为3.1%。婴童防晒/护肤/护发细分品类增速高于整体，2020-2024年婴童护发/护肤/防晒/卫生用品/湿巾CAGR分别为5.5%/5.8%/33.9%/3.7%/-4.6%。竞争格局来看，婴童护理行业市场格局高度分散，2024年品牌CR5为18.5%，CR10为29.3%。其中润本2022-2024年市占率分别为1%、1.3%和1.7%，保持市占率稳步提升态势。

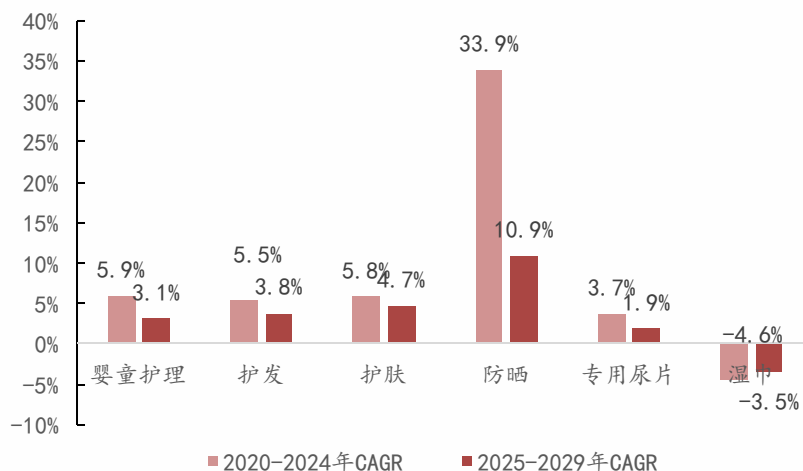
2024年婴童护理TOP15市占率品牌



2017-2029E国内婴童护理行业市场规模及增速



婴童护理各品类2020-2024年/2025-2029年增速



个护：婴童护理向精细化发展，单童消费增长对冲出生率下降影响

□ **单童消费较快提升，对冲出生率下降影响。** 2017-2024年随着出生率下降，12岁以下儿童数量有所下滑，2024年约为1.8亿人左右。近年适合不同年龄层的儿童保湿、防晒、舒缓功能润肤产品、儿童专用洁面/洗发/沐浴洗护等新功效、新成分产品涌现，婴童护理产品消费精细化、专业化成为供需双方的共同诉求。从消费端来看，少子化使得家长对婴童养护更加精细，对产品安全性更加关注；供给端来看，激烈竞争下品牌需要通过新品彰显品牌专业性和差异化，增加用户粘性，行业中期趋势为消费人群总量减少但客单价提升。根据我们测算，**2017-2024年中国单童护理产品消费从90.4元上涨至172.8左右，实现较快提升，单童护理消费增加平滑了出生率下降的影响。**展望后续来看，单童护理投入仍有较大提升空间。以40-50元/件的婴童护理产品单价来计算，170元/年的单童消费仅对应3-4件产品。随着婴童护理产品功能丰富，以及婴童护肤专业化的普及，婴童护理产品客单价仍有较大提升空间。

□ **建议关注：润本股份**

表：国内12岁以下婴童人数和单童个护消费

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国婴童护理行业市场规模（亿元）	193.0	223.1	258.5	282.2	318.3	299.5	311.9	314.3
同比增速		15.6%	15.9%	9.1%	12.8%	-5.9%	4.2%	0.8%
12岁以内婴童人数（亿人）	2.13	2.13	2.11	2.07	2.02	1.95	1.88	1.82
同比增速		-0.4%	-0.6%	-1.9%	-2.6%	-3.3%	-3.6%	-3.4%
单童个护消费（元/人/年）	90.4	105.0	122.3	136.1	157.6	153.3	165.6	172.8
同比增速		16.1%	16.6%	11.2%	15.8%	-2.7%	8.0%	4.4%

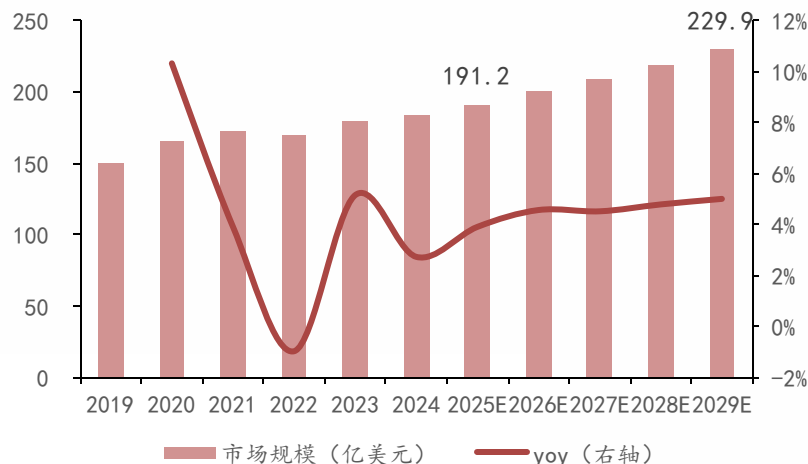
数据来源：Wind，欧睿，西南证券整理

个护：消费习惯变革催动湿巾消费增长

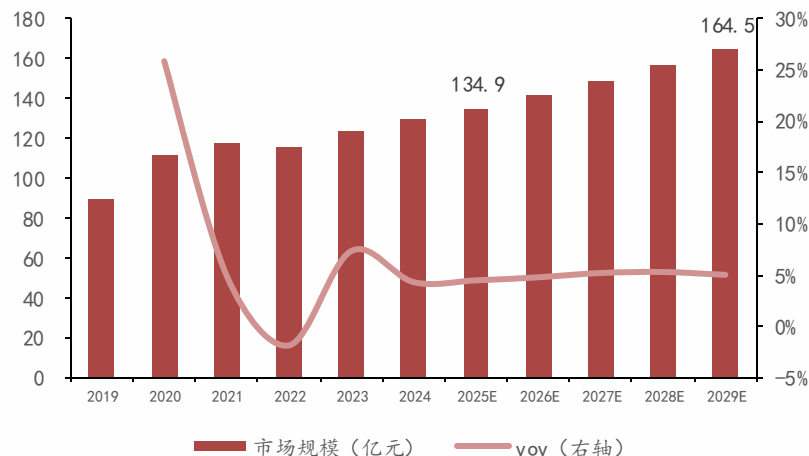
□ **受消费习惯变化影响，湿巾品类市场增速较快，国内外渗透率逐步提升。**近年来，随着人们生活水平持续提高，卫生意识不断增强，湿巾产品的使用范围日趋扩大，病患护理、婴幼儿护理、女士卸妆、宠物清洁、家居清洁等新品种不断出现，湿巾行业呈现产品细分、少添加、天然环保等趋势。根据欧睿预测，2025年全球湿巾市场规模为191.2亿美元，同比+3.9%，预计2029年为229.9亿美元，2025-2029年复合增长率为4.6%。分地区来看，2024年欧美地区市场规模占比达到64.5%，是全球湿巾消费的主要市场。国内市场来看，2025年中国湿巾市场规模将达到134.9亿元，同比+4.5%，预计2025-2029年复合增长率为5.0%。从细分品类来看，2024年市场规模占比最大的为通用湿巾（35%），其次为婴儿湿巾（30.9%）和湿厕纸（28.1%）。后疫情时代，随着新一代父母育儿观念改变，卫生意识不断提高，婴儿湿巾的配方、柔软触感以及便利性等因素将逐步提高婴儿湿巾的渗透率，同时，受益于消费者卫生意识提升，以及社交媒体、电商平台加大对湿厕纸的宣传力度，湿厕纸市场渗透率有望持续提高。

□ **相关标的：诺邦股份、豪悦护理、洁雅股份**

2019-2029E全球湿巾市场规模及增速



2019-2029E中国湿巾市场规模及增速



目 录

- ◆ 板块数据回顾
- ◆ 个护：布局优质成长个股
- ◆ 出海：优选制造能力强与关税影响小的标的
- ◆ 新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜板块
- ◆ 2025年中期推荐标的与估值

出海：关税为主要影响因素，短期出现抢出口效应

□ **美国对所有贸易国加征关税，大部分出口企业收入及利润水平可能暂受影响。**2025年2月-4月以来中国对美出口关税经历了从10%至145%的关税加征历程，并于5月中旬达成日内瓦协议。根据日内瓦协议，对等关税税率将从125%降至10%，但美国过去实施的其他措施，如2018年以来的额外关税措施以及美国今年早些时候针对芬太尼问题加征的20%关税仍然存在。**轻工板块的出口公司在原有关税基础上，2025年从5月中旬起90天内中国对美出口统一加征关税比率为30%，7月后关税具有不确定性。**大部分出口企业收入及利润水平可能受影响：一方面美国加征关税导致中国出口商品终端需求受到抑制；另一方面，关税增加可能间接导致出口成本上升，尤其是对于产业链地位较低、制造壁垒不足且海外产能布局不完善的企业，可能需要与客户共同承担关税成本，压缩企业利润空间。**从地区分布来看，中国直销美国的产品在关税下调后恢复出货，预计2季度到3季度迎来一波抢出口高峰。东南亚地区对美出口产品在90天豁免期内暂适用10%的额外关税，为规避未来潜在的不确定性，部分产能继续向东南亚转移。**墨西哥目前尚未被列入对等关税国家名单。

表：美国2025年以来对中国加征关税历程

日期	美国施加的关税	日期	中国反制
2月1日	美国宣布对进口自中国的商品加征10%关税，并取消T86清关政策。	2月4日	中国宣布自2月10日起，对美煤炭、液化天然气加征15%关税；对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。
3月3日	美国以“芬太尼问题”为由，将中国输美商品关税从10%上调至20%。	3月4日	中国宣布自3月10日起，对美鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税；对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜乳制品加征10%关税。
4月2日	美国宣布对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，对中国实施34%的对等关税，叠加后对华关税达54%。	4月4日	中国宣布自4月10日12时01分起，对美进口商品加征34%关税。
4月8日	美国将中国输美商品的对等关税税率从34%提高至84%，累计关税税率升至104%。	4月9日	中国宣布自4月10日12时01分起，将对美进口商品关税从34%提高至84%。
4月9日	特朗普宣布对中国商品加征关税至125%（仅指“对等关税”），即日生效，累计关税税率升至145%。	4月11日	中国宣布自4月12日起，将对美进口商品关税从84%提高至125%，并表示美方如果继续关税数字游戏，中方将不予理会
5月12日	根据《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美国将4月2日加征的34%关税中24%暂停90天，保留10%，取消4月8日和4月9日加征的关税。		

出海：关税为主要影响因素，短期出现抢出口效应

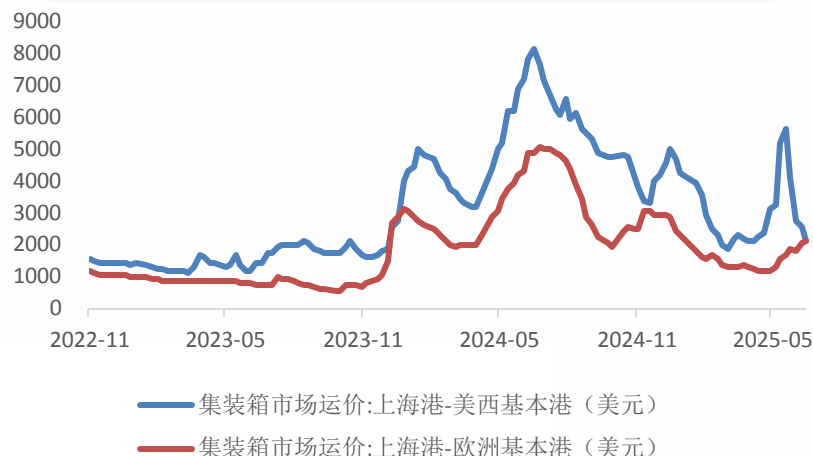
□ 海运费、汇率、原材料等因素影响相对较小。

2025年5月下旬海运费方面，中国出口至美国航线运费出现明显环比上涨，主要系出口企业抢出口航运较紧张，但已于6月底恢复。汇率方面，美元兑人民币的中间价报在7.1-7.2元之间，整体温和震荡，汇兑平稳有利于出口企业。原材料方面，部分主要原材料价格较2024年年底呈现不同程度下滑趋势，原材料价格下行有助于盈利能力回升。

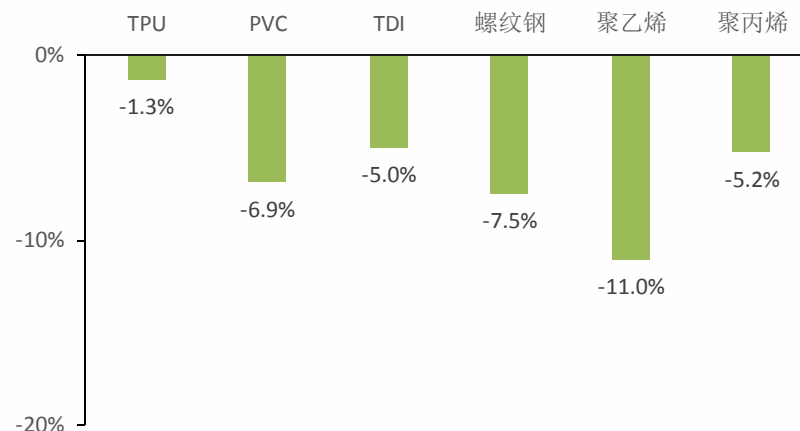
汇率：中间价美元兑人民币



中国出口至美西/欧洲集装箱运价



2025年年初以来部分原材料价格波动



出海：月度数据回顾，部分出口品类具有韧性

□ 宠物食品和用品相关品类、无纺布（湿巾主要原材料）、家居小件等出口品类具有韧性。从中国出口月度数据表来看，2025年5月在美国关税扰动叠加2024年同期高基数影响下，下游高景气度的宠物食品和用品、无纺布（湿巾主要原材料）等品类展现出较强增长韧性；弹簧床垫、卫浴陶瓷、升降桌等品类出口金额同比增加，主要系海外批发商补库周期启动，需求阶段性回暖，同时以Shein、Temu、亚马逊、沃尔玛自营等平台为代表的跨境电商渠道带动家居小件销量快速增长。

表：部分轻工品类月度出口同比数据

品类	2025年					2024年											
	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
保温杯	-9%	7%	30%	-27%	21%	17%	12%	21%	-1%	23%	13%	32%	36%	1%	-16%	91%	26%
沙发	-15%	-15%	3%	-33%	-11%	5%	-7%	-4%	-16%	-12%	-15%	9%	25%	21%	-2%	59%	23%
功能椅	-12%	-1%	11%	-29%	-10%	-1%	-6%	4%	-17%	-2%	-4%	10%	26%	15%	-8%	43%	43%
弹簧床垫	11%	17%	35%	0%	3%	16%	13%	11%	14%	11%	24%	25%	44%	32%	19%	56%	70%
橡胶床垫	-14%	-6%	5%	-22%	5%	3%	7%	16%	2%	21%	20%	14%	15%	3%	4%	31%	18%
升降桌	3%	5%	16%	-35%	-12%	-5%	-7%	3%	-9%	-2%	-6%	-6%	-9%	-13%	-19%	69%	19%
户外家居	-24%	-20%	0%	-19%	18%	26%	7%	30%	13%	10%	7%	33%	29%	20%	11%	44%	4%
PVC地板	-17%	-12%	1%	-26%	-6%	1%	-15%	-1%	-17%	-5%	-1%	0%	-5%	-3%	-14%	53%	18%
牙刷齿板刷	-4%	-3%	2%	-27%	5%	9%	-2%	19%	-3%	12%	1%	10%	4%	-7%	-16%	15%	15%
湿巾	20%	-6%	-12%	-28%	-13%	-5%	5%	19%	-14%	-10%	-27%	-35%	-28%	-25%	-31%	-9%	-13%
清洁用无纺布	12%	12%	16%	7%	26%	24%	30%	19%	-6%	9%	4%	16%	11%	-5%	-7%	0%	5%
电子烟	2%	-1%	8%	-10%	5%	-7%	-18%	14%	-7%	-10%	17%	24%	-6%	-11%	-24%	-14%	-8%
聚光灯	-7%	-2%	24%	-41%	-9%	4%	-3%	5%	-11%	-7%	-6%	0%	2%	-5%	-25%	85%	7%
卫浴陶瓷	6%	3%	4%	-52%	-35%	-8%	-23%	-24%	-33%	-39%	-36%	-37%	-12%	-6%	-18%	108%	38%
塑料餐具	-12%	-9%	11%	-28%	0%	2%	1%	9%	-2%	0%	0%	12%	10%	-1%	-13%	45%	22%
装饰原纸	-7%	-10%	-14%	-20%	-6%	-4%	-5%	23%	0%	6%	2%	-6%	-4%	-11%	-8%	12%	6%
充气床垫	-30%	-12%	9%	-15%	14%	21%	42%	12%	3%	22%	21%	19%	38%	1%	-1%	35%	-5%
人造草坪	-15%	10%	25%	-33%	17%	-3%	1%	18%	31%	12%	20%	5%	57%	-8%	-22%	103%	-24%
遮阳蓬	-27%	43%	-10%	-50%	-41%	27%	-1%	11%	-19%	18%	-12%	23%	-4%	1%	15%	-28%	107%
帐篷	-17%	-4%	12%	-26%	5%	9%	0%	10%	-1%	12%	-4%	8%	0%	-11%	-22%	7%	-1%
宠物尿垫	15%	18%	20%	2%	13%	19%	20%	24%	9%	14%	6%	0%	9%	-11%	-13%	10%	18%
宠物食品	-17%	58%	96%	84%	36%	50%	42%	42%	30%	105%	14%	127%	85%	11%	-2%	-11%	40%
宠物塑料玩具类	-2%	1%	14%	-21%	2%	8%	6%	10%	-5%	4%	3%	12%	13%	2%	-13%	24%	11%
宠物咬胶	1%	-4%	19%	-15%	-13%	-28%	-22%	3%	-4%	-13%	-13%	4%	-3%	-14%	-17%	-12%	23%
宠物牵引绳	-6%	-12%	-15%	-41%	1%	-10%	-7%	5%	-13%	-1%	-4%	-5%	-12%	-8%	-15%	29%	-10%
纸浆模塑托盘	-17%	-11%	2%	-29%	-9%	-2%	-7%	2%	-15%	-7%	-5%	1%	7%	-7%	-17%	40%	18%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，海关统计数据，西南证券整理

出海：优选制造能力突出、关税影响小、细分赛道具有成长潜力的标的

□ 制造能力突出、关税影响小、细分赛道具有成长潜力的出口标的配置价值仍较高。分季度来看，受原材料价格下行、汇兑收益、下游景气以及新品放量等因素影响，大部分出口链公司收入及利润逐季上行。25Q1部分公司保持高增长态势，如嘉益股份、匠心家居、浙江自然、久祺股份等。短期看，Q2出口企业存在一定程度抢出口的情况，弥补了部分4月出货的压力；中长期看，出口标的中：1) 制造能力突出、需求韧性强；2) 全球多地产能布局、受关税影响小；3) 所处细分品类成长性良好的标的有穿越周期的能力，在关税波动中稳定性更高，配置价值突出。

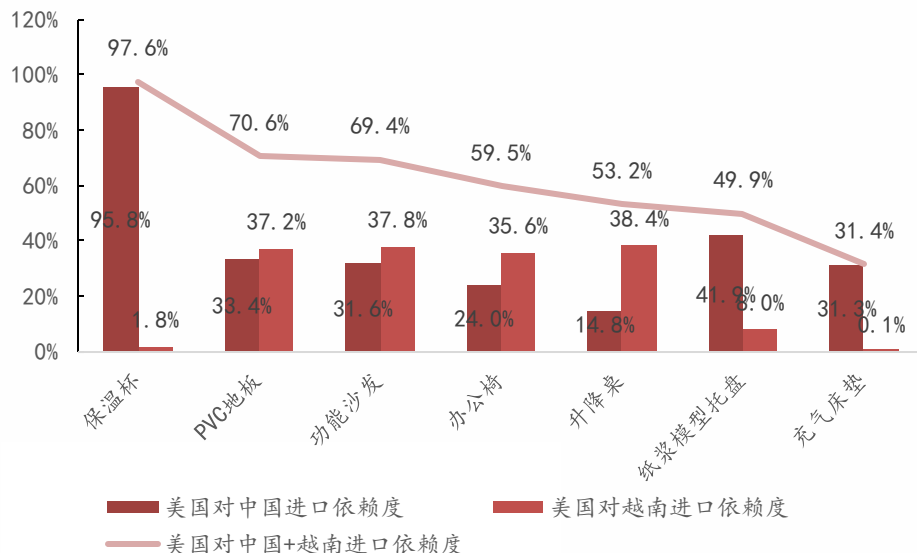
表：出海企业季度收入/净利润增速

公司名称	市值	主要品类	24年海外营收占比	收入增速					净利润增速				
				24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
匠心家居	189	功能沙发	99%	31%	25%	26%	50%	38%	58%	32%	20%	197%	60%
嘉益股份	105	保温杯	95%	78%	78%	43%	56%	67%	102%	91%	42%	28%	41%
玉马科技	46	遮阳材料	0%	22%	16%	10%	18%	-5%	36%	8%	-11%	27%	-18%
众鑫股份	65	纸浆模塑产品	86%	0%	0%	23%	9%	10%	0%	0%	66%	20%	14%
浙江自然	38	户外用品	80%	14%	13%	35%	39%	30%	-42%	16%	372%	850%	148%
共创草坪	137	人造草坪	89%	23%	15%	16%	27%	15%	29%	22%	-12%	49%	29%
松霖科技	89	智能卫浴	75%	13%	-3%	-7%	4%	-17%	155%	43%	-46%	159%	-59%
涛涛车业	156	摩托车	99%	49%	100%	48%	-5%	23%	46%	32%	71%	71%	69%
依依股份	39	宠物卫生用品	94%	35%	24%	41%	37%	27%	1975%	12%	31%	304%	28%
建霖家居	50	厨卫五金	77%	43%	20%	10%	-1%	3%	170%	20%	5%	-37%	0%
浙江永强	81	户外休闲家具	96%	-7%	51%	63%	37%	12%	-37%	336%	90%	18%	45%
顾家家居	207	沙发	45%	10%	-7%	-7%	-8%	13%	5%	-9%	-20%	-89%	24%
创源股份	43	文具	99%	30%	23%	63%	55%	40%	167%	-40%	-9%	379%	218%
永艺股份	35	办公椅	76%	23%	42%	39%	31%	18%	-17%	-7%	42%	-18%	35%
乐歌股份	49	升降桌	91%	41%	48%	54%	39%	38%	-80%	74%	43%	-40%	-35%
广博股份	57	办公用品	28%	-8%	2%	0%	13%	10%	-36%	95%	-44%	-7%	31%
麒盛科技	44	智能电动架	90%	8%	-15%	-12%	3%	4%	88%	-59%	2%	-74%	-1%
久祺股份	37	自行车及零件	96%	9%	0%	38%	121%	30%	55%	-12%	-38%	270%	90%
致欧科技	74	家居产品	99%	45%	37%	34%	24%	14%	15%	-28%	5%	-56%	10%
喜临门	61	智能电动床	24%	20%	-6%	-11%	6%	-2%	20%	-1%	-16%	-237%	-4%
海象新材	20	PVC地板	98%	-30%	-21%	2%	0%	-10%	-84%	-105%	91%	152%	125%
恒林股份	42	办公椅	89%	39%	26%	41%	33%	13%	31%	-36%	-56%	97%	-49%
家联科技	36	塑料餐具	55%	52%	29%	42%	23%	1%	136%	-31%	-70%	43%	-158%
梦百合	52	记忆棉床垫	80%	7%	12%	3%	3%	12%	18%	-59%	-1442%	125%	196%
天振股份	39	PVC地板	98%	-13%	114%	839%	889%	169%	-121%	77%	41%	103%	375%

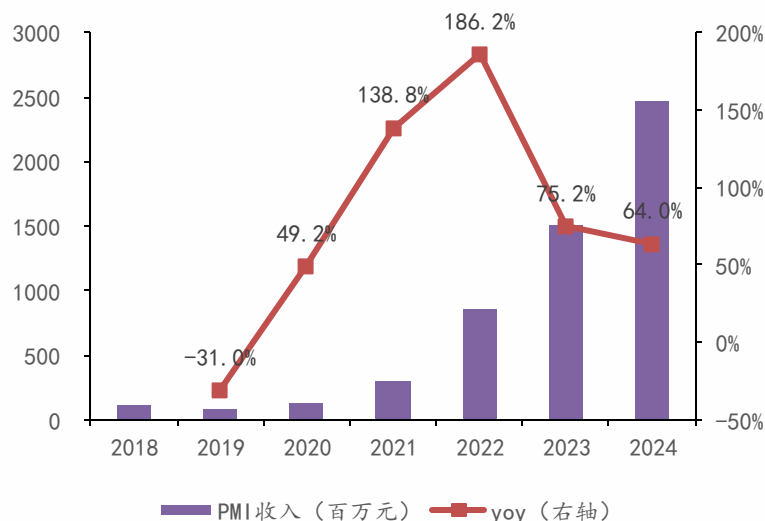
出海主线一：优选制造能力突出，需求韧性强的企业

□ **优选制造能力突出，需求韧性强，产业依赖度较高的标的。**美国作为全球最大的轻工产品消费市场，本土制造基础相对薄弱，在保温杯、PVC地板、功能沙发、办公椅、升降桌、纸浆模塑托盘等多个细分品类上，长期高度依赖中国和东南亚国家，例如保温杯对中国的依赖度超过95%。部分轻工企业产品质量突出、交付效率高，有一定的议价能力，客户粘性高。在此背景下，**建议重点关注产业链掌控力强、出口订单结构稳定、利润韧性强的标的。**具体来看：1) 家具家居板块包括功能沙发、智能电动床、办公椅、升降桌等，这类产品涉及复杂组装和定制化设计，对制造能力要求高。2) 日用品与地板品类：如保温杯、PVC地板等，具有高度标准化特征，企业通过模具工艺优化、自动化制造体系提升成本效率，建立制造壁垒。例如**嘉益股份**的产线自动化率高，有效实现了成本控制、减少报废、降低产品不良率。同时公司与国际知名品牌商如PMI（Stanley品牌）建立了长期合作关系，合作历史长达十余年，逐步拓展非美市场。

2024年美国对中国及越南进口依赖度



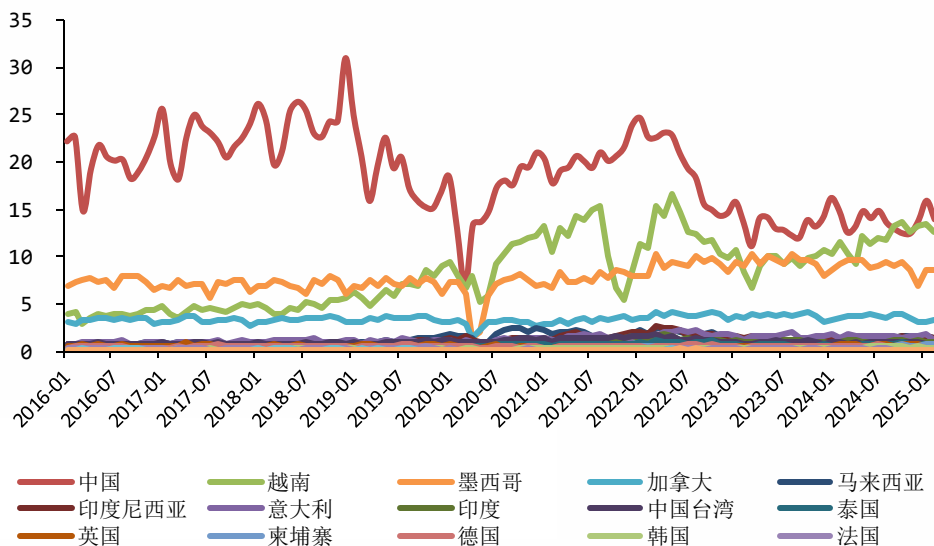
嘉益股份第一大客户PMI收入及增速



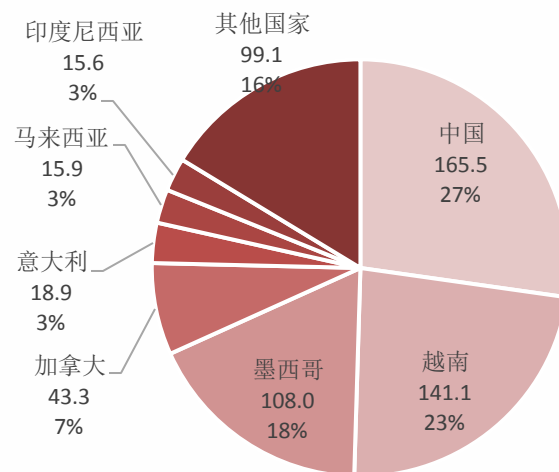
出海主线二：优选产能全球化布局，受关税影响较小的企业

□ **优选产能全球化布局，受关税影响较小的企业。**面对中美贸易摩擦，轻工企业通过海外产能布局实现原产地多元化。回顾2018年至2019年，美国对我国轻工业商品普遍加征25%关税，轻工品类多、产业链短，大部分头部企业在18年加关税之后已转移部分产能至东南亚。经过多年发展，越南等东南亚国家产业链成熟、制造成本低、交付效率高，已与中国形成较为稳固的产业链协同。2024年美国进口家具及床上用品607.7亿美元，其中就有23%来自越南。展望25年H2，越南等东南亚国家面对美国关税政策态度较为柔和，叠加美国轻工制造业回流难度较大，预计会维持较低关税水平。同时美国对中国部分出口品类如床垫、热成型模塑纤维产品近年来开启双反调查（反倾销、反补贴），迫使中国企业加速全球化产能布局。例如**梦百合**通过在美国、西班牙、美国等地建厂转移床垫产品生产，目前美国工厂已逐步盈利，可实现本地交付+快速响应，降低物流周期。**众鑫股份**领先布局的泰国工厂也已在2025年4月承接美国订单并出货，设计产能充足，有望扩大先发优势。

美国单月从各国进口的家具和床上用品金额（亿美元）



美国2024年进口家具和床上用品金额分进口国情况



出海主线二：优选产能全球化布局，受关税影响较小的企业

□ 另一方面，对美敞口较低的标的受关税扰动较小。例如久祺股份对美敞口预测约为20%，且主要为跨境电商业务，受关税影响较为有限，在自主品牌放量+ODM补库带动下有望延续增长态势。部分轻工出口企业正积极开拓其他非美市场，在中美贸易摩擦下抗风险能力较强。例如梦百合积极开拓全球客户，2025年Q1欧洲地区延续双位数增长（同比+17.4%），日本、澳大利亚等地区同比+40.4%。

表：部分轻工出口企业海外产能布局等情况

出海公司	市值 (亿元)	24年营收 (亿元)	24年净利率	外销收入占比	美国收入占比	海外产能布局	海外产能是否能够完全覆盖美国订单
匠心家居	189	25	27%	99%	90%	越南出口24年占比达84%，覆盖了绝大多数对美出口订单	否，覆盖90%+
嘉益股份	105	28	26%	95%	60%	越南一期1350万只（24年6月投产）；二期（25年6月开始发货）；26年预计100%覆盖	否，覆盖30%-50%
玉马科技	46	8	24%	70%	10%	已披露建设越南生产基地的公告，但目前越南项目尚未开始建设	否
众鑫股份	65	15	21%	86%	60%	泰国一期3.5万吨（25年4月出货），二期6.5万吨（计划10月投产）	否，预计年底能够完全覆盖
浙江自然	38	10	19%	80%	30%	柬埔寨保温箱、越南水上用品均为新品，充气床垫产能在国内	否，覆盖80%-90%
共创草坪	137	30	17%	89%	35%	越南基地已投产一、二期可覆盖对美订单，越南三期、墨西哥工厂正在建设中	是
松霖科技	89	30	15%	75%	25%	越南工厂预计2025年H2投产	否
依依股份	39	18	12%	94%	85%	柬埔寨工厂25年4月投产	否
建霖家居	50	50	10%	77%	60%	泰国12亿设计产能，一期和二期已投产，三期正在建设中；墨西哥2025年H2预计出货	否
浙江永强	81	57	8%	96%	55%	无	否
顾家家居	207	185	8%	45%	27%	越南工厂产能爬坡，墨西哥工厂产能较少	否，覆盖70%
创源股份	43	19	7%	99%	85%	越南+柬埔寨收入24年4-5亿。打满能到10亿+（覆盖对美60-70%）	否，30%
永艺股份	35	47	6%	76%	30%	越南工厂占出货量整体30%+	是
乐歌股份	49	57	6%	91%	35%	越南基本100%覆盖对美出口	是
广博股份	57	28	5%	28%	25%	越南+柬埔寨收入24年4.5亿元，25年Q2马来西亚开始投产	否，预计覆盖70%
麒盛科技	44	30	5%	90%	85%	越南工厂24年60w张，扩建后120w张，墨西哥10-20w张，25年越南扩产后可完全覆盖	否，预计覆盖60%
久祺股份	37	28	4%	96%	20%	越南基地二期投产新增30%产能，墨西哥工厂产能利用率较高	否
致欧科技	74	81	4%	99%	37%	东南亚合作供应链	否，预计覆盖20%-50%
喜临门	61	87	4%	24%	5%	泰国工厂基本可覆盖非反倾销产品	是
海象新材	20	14	4%	98%	46%	越南基地盈利能力较强，泰国基地预计将于2025年投产	是
恒林股份	42	110	2%	89%	40%	越南产能占比约为30%，对美业务主要通过越南出口渠道开展	否，覆盖75%-90%
家联科技	36	23	2%	55%	45%	对美大部分为泰国工厂，美国工厂建设后预估2-3亿产值	否，预计覆盖90%
梦百合	52	84	-2%	80%	30%	美国16亿、泰国8亿、西班牙塞尔维亚5亿	是
天振股份	39	9	-4%	98%	95%	泰国+越南全面投产产能占比66%，美国占比22%	否

www.swsc.com.cn

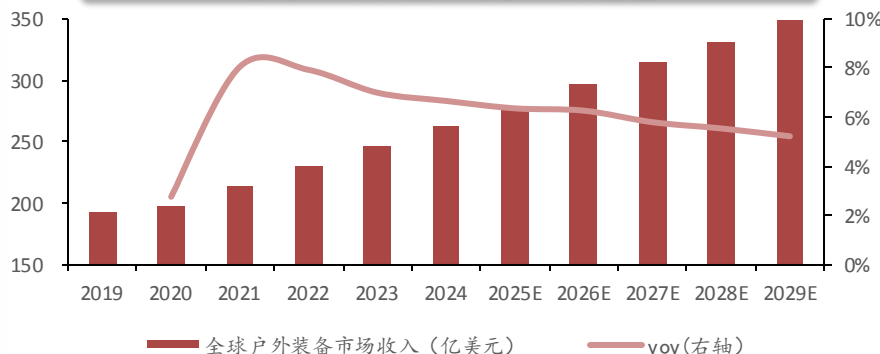
数据来源：Wind(数据截至2025/7/11)、西南证券整理

注：美国（北美）收入占比主要为预测值，其中梦百合不含美国零售店MOR，乐歌不含海外仓业务

出海主线三：把握下游景气度高，赛道增长潜力大的标的

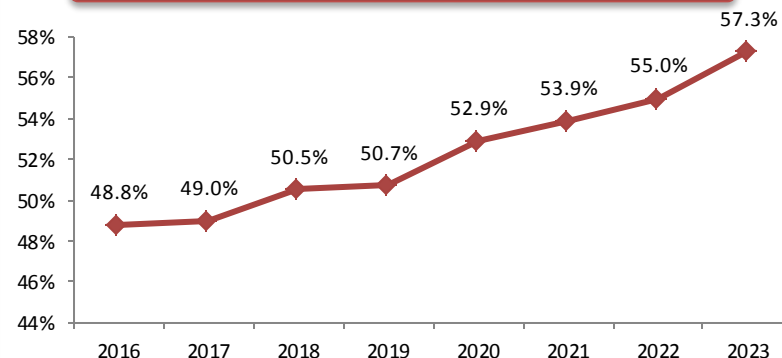
□ **高景气度+强产品附加值共振，卡位高增赛道。**部分细分品类下游景气度较高，需求增速较快，尤其是与欧美消费升级、户外休闲趋势、宠物经济等高度相关领域，出现高景气度+强产品共振。主要关注：1) 户外用品及运动休闲：包括保温杯、水上用品、保温箱等，受欧美家庭户外消费、露营热持续带动。2) 悦己消费时代下，情绪消费的价值大幅提升，带动宠物、潮玩、清洁湿巾等品类的景气度上行，新消费细分赛道快速扩容，相关企业及产业链上下游标的有望获益。

全球户外装备市场收入及增速



数据来源：Statista，海关统计数据，西南证券整理

美国户外运动参与率



数据来源：美国户外产业协会OIA，西南证券整理

表：宠物相关出海企业季度收入增速

宠物出海	市值 (亿元)	24年外销 收入占比	收入增速				
			24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
中宠股份	174	68%	24%	7%	24%	23%	25%
天元宠物	43	48%	18%	30%	49%	43%	13%
佩蒂股份	40	83%	142%	38%	13%	-32%	-14%
依依股份	39	94%	35%	24%	41%	37%	27%
源飞宠物	35	86%	31%	23%	29%	46%	36%
路斯股份	23	62%	7%	1%	38%	4%	18%

表：潮玩/文具相关出海企业季度收入增速

潮玩/文具 出海	市值 (亿元)	24年外销 收入占比	收入增速				
			24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
泡泡玛特	3249	39%	24年同比+107%， 其中海外同比+375%				
名创优品	402	39%	34%	24%	53%	45%	19%
创源股份	43	99%	30%	23%	63%	55%	40%
广博股份	57	28%	-8%	2%	0%	13%	10%
裕同科技	215	30%	19%	12%	10%	11%	6%
华立科技	40	13%	38%	20%	24%	20%	-14%

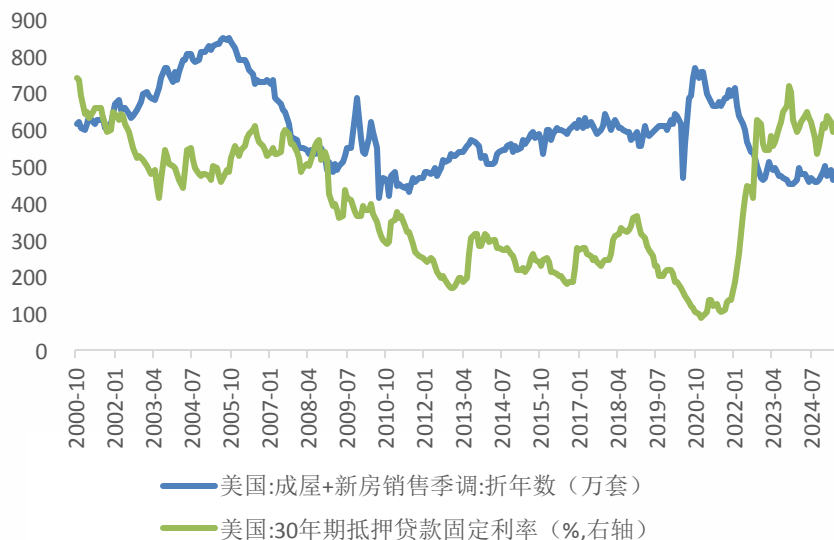
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind(数据截至2025/7/11)，西南证券整理

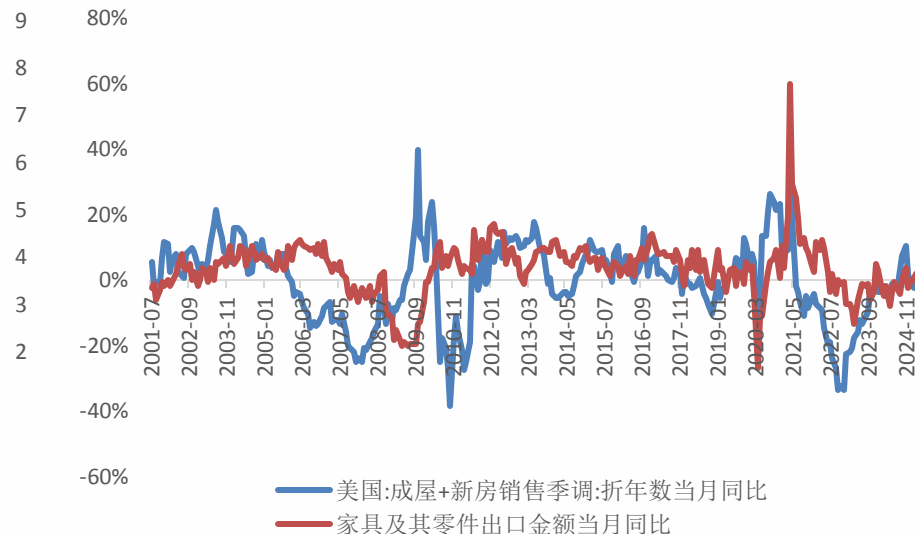
出口：美国房地产周期磨底，降息后家居需求有望回暖

- ❑ 2025年初以来美国房地产市场整体表现疲软，新建住房销售和成屋销售数据均显示下降趋势。2025年M1-M5美国新建住房量/成屋累计销售量分别同比-2.0%/-0.8%，销售量处于近十年以来低位。由于美国成屋房龄较老，改造和维护成本较高，部分装修工作需要通过贷款解决。因此美国房贷利率与房屋销售成负相关。美国家居、庭院品类终端需求与房地产相关度较高，随着美联储降息预期增强，预计房贷利率回落后能较快传导到美国房屋销售端。
- ❑ 2025年7月11日根据CME数据显示美联储7月降息25个基点的概率为6.7%；9月降息25个基点的概率为64.5%。复盘过去20余年，美联储降息通常将推动美国新房/成屋销售改善，带动家具品类销售上行，拉动中国企业出口。

美国成屋销售vs30年贷款利率



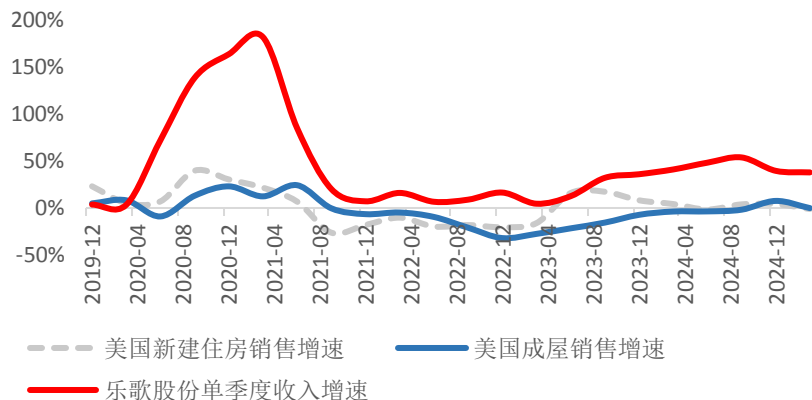
美国房屋销售增速VS家具家居出口增速



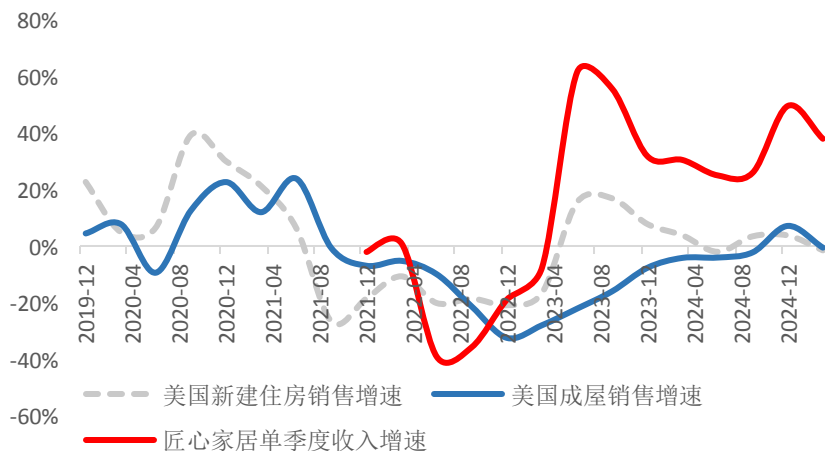
出海：美国成屋/新房交易量与部分出海公司业绩有相关性

- 将美国成屋销售增速/新房销售增速与轻工行业家居出口公司的季度增速进行比较，可以看出普遍家具出口企业与美国房屋销售在趋势上有较强协同性，幅度上有差异。**美国房贷利率下行后，关联性强的标的在成屋/新房交易起量下有望拉动增长。**
- **匠心家居**“店中店”模式加速落地，新老客户持续放量，越南生产基地订单交付能力不断增强，2025年Q1表现靓丽，在上游地产承压下表现出超额收益。

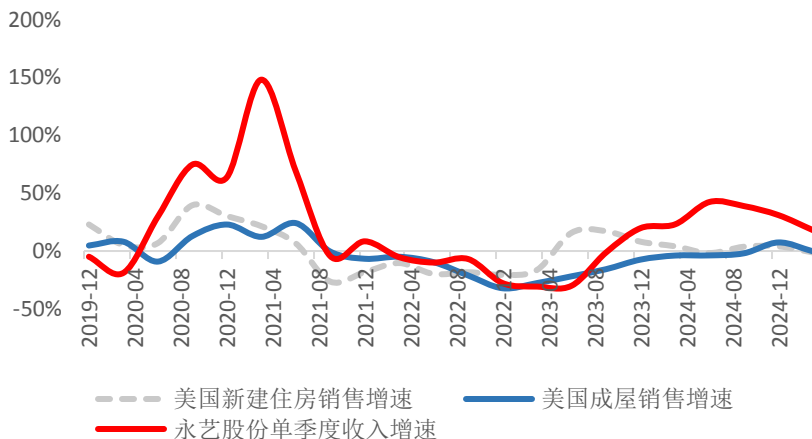
成屋销售/新房销售VS乐歌股份



成屋销售/新房销售VS匠心家居

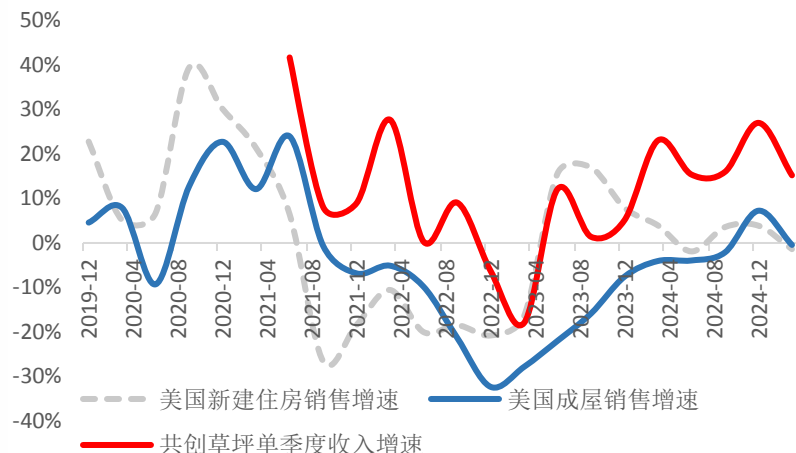


成屋销售/新房销售VS永艺股份

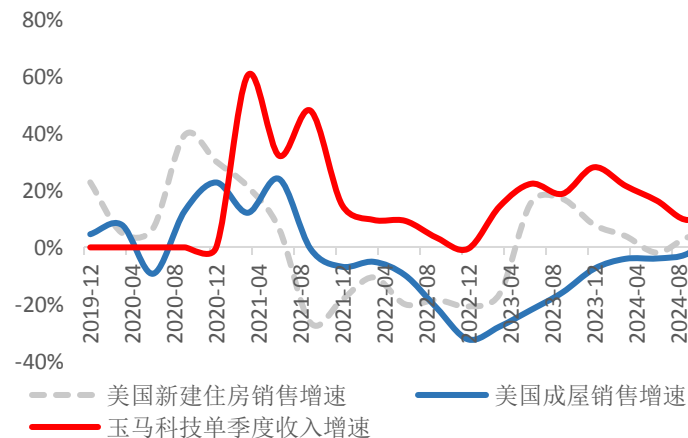


出海：美国成屋/新房交易起量与部分出海公司业绩成相关关系

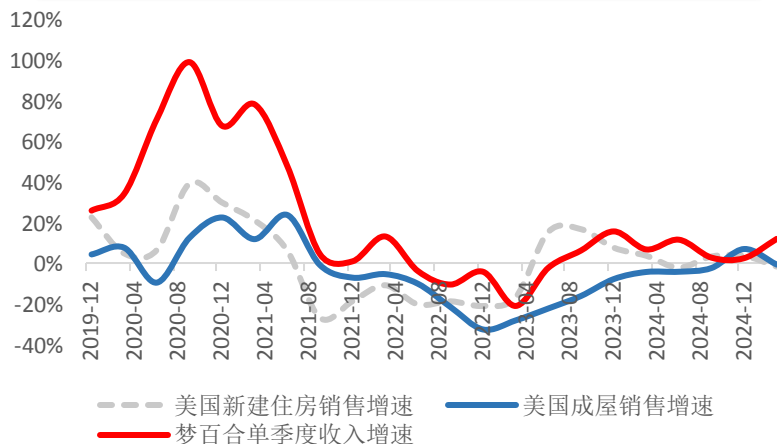
成屋销售/新房销售VS共创草坪



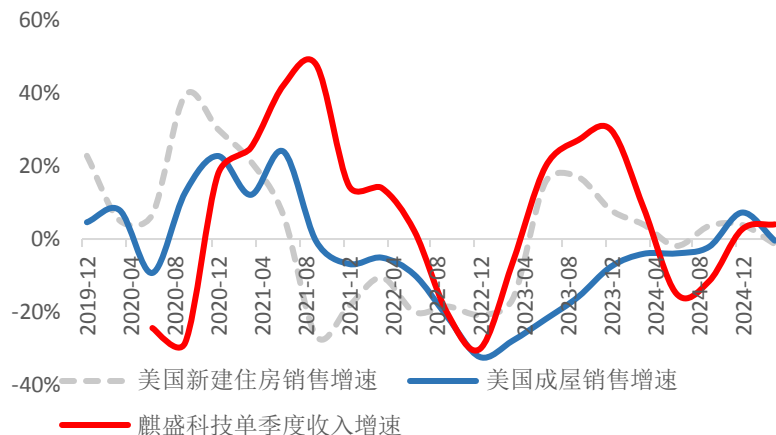
成屋销售/新房销售VS玉马科技



成屋销售/新房销售VS梦百合



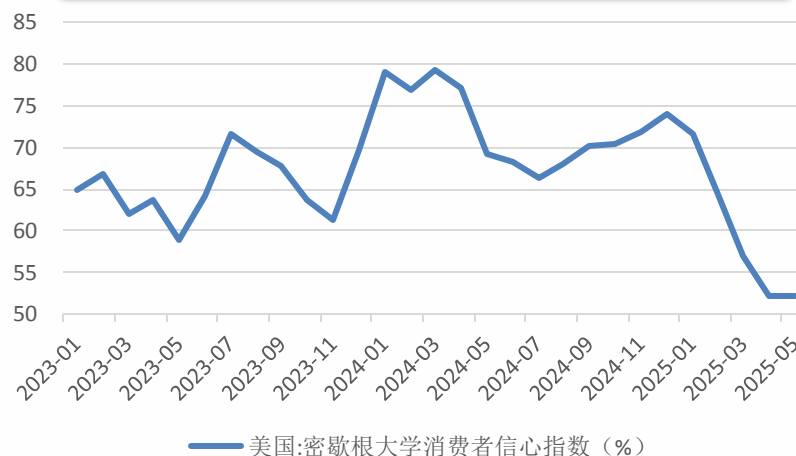
成屋销售/新房销售VS麒盛科技



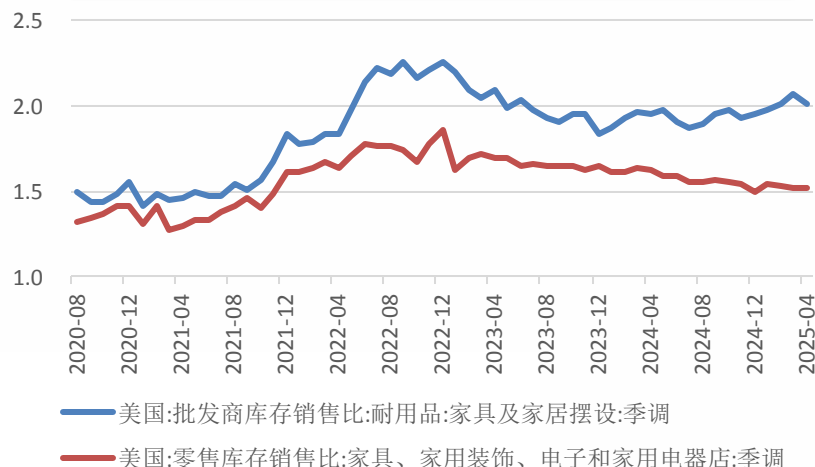
出口：零售商库销比处于低位，降息后有望进入补库周期

□ 家居批发商存在一定的补库情况，零售商库销比处于低位。2025年4月家具及家居摆设的批发商库销比为2.01，较2024年年底有所提升，处于近十年来87%水位，受关税政策不确定影响，存在一定的补库情况。但零售商库销比为1.52，处于近十年低位（15%水位），可能系短期消费者信心回落，零售商囤货偏保守。从美国家居及零售企业库存来看，2025Q1亚马逊/沃尔玛/家得宝/好多市的库存周转天数分别较2024年同一时期+1.0/-3.4/-10.2/+2.1天。若美联储降息落地，有望带动零售商进入补库周期。

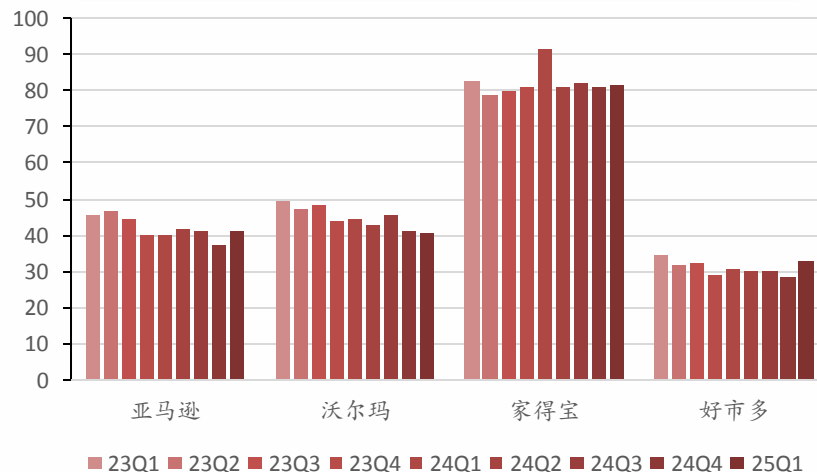
美国消费者信心指数



美国家居批发商库存销售比



美国部分渠道商库存周转天数 (天)



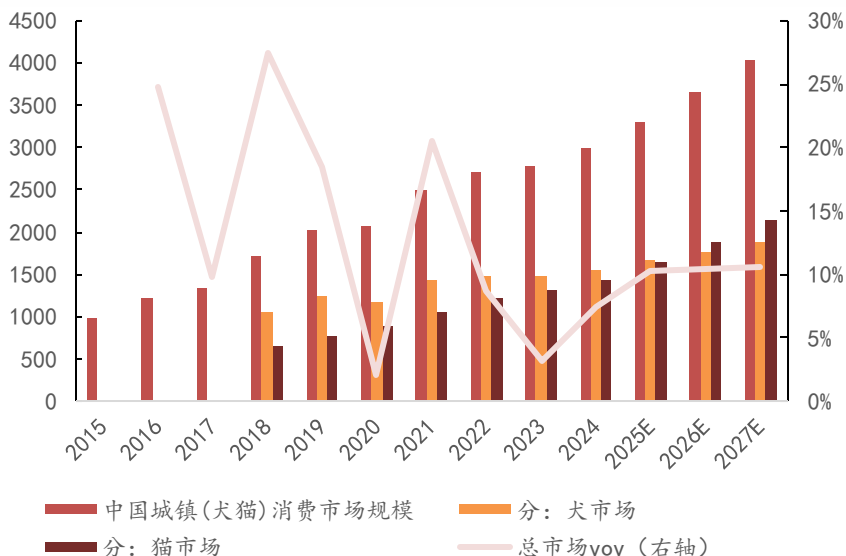
目 录

- ◆ 板块数据回顾
- ◆ 个护：布局成长个护股
- ◆ 出海：优选制造能力强与关税影响较小标的
- ◆ 新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜板块
- ◆ 2025年中期推荐标的与估值

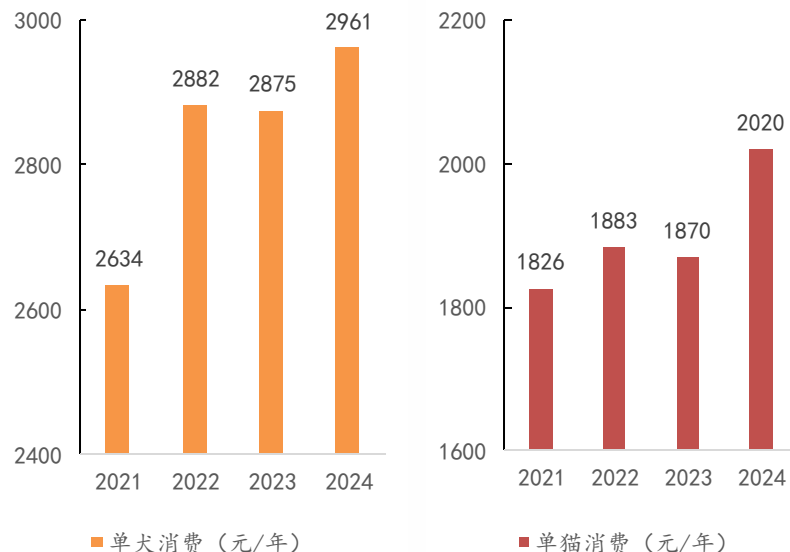
宠物：陪伴+情感消费，渗透率+单宠消费提升的高潜力稀缺赛道

□ 随着国民经济的发展以及对陪伴和情感需求日益增长，近年来国内宠物市场规模出现了快速增长趋势。根据《2025年中国宠物行业白皮书（消费报告）》，2024年中国城镇(犬猫)消费市场规模达到3002亿元，同比+7.5%，其中，犬市场同比+4.6%，猫市场同比+10.7%，预计未来三年2025-2027年总市场/犬市场/猫市场CAGR分别为10.4%/6.7%/14.2%。中国社会逐渐出现了老龄化、少子化、单身化的特征趋势，**宠物具有的陪伴属性使宠物行业成为了显著的稀缺赛道，越来越多的人群选择饲养宠物，对宠物的重视程度逐年提高。**对比海外，中国宠物行业的发展时间较短，**中国市场潜力有待释放**：中国的宠物家庭渗透率从2019年的13%增长至2023年的22%，但相比于欧洲的50%、美国的70%来看，渗透空间充足；美国宠物主每年平均在宠物上花费4366美元，对比中国数据（平均每月约400元），高近10倍。

中国城镇（犬猫）市场规模（亿元）及增速



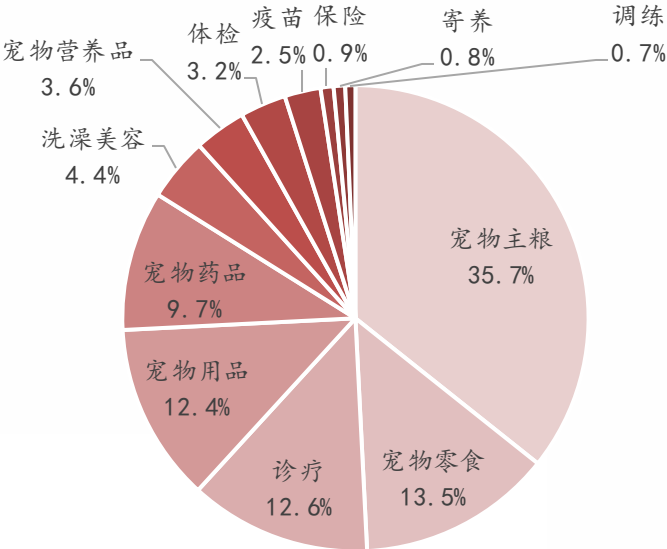
2024年单犬/猫消费同比+3%/+8%



宠物：用品市场稳增，智能化、便捷化成为发展趋势

□ 从细分领域来看，食品（主粮+零食+营养品）作为刚需品类，占据了行业最大的市场份额，达到52.8%，宠物主粮和零食等基础消费是宠物经济的核心驱动力。**宠物用品市场占整体中国城镇(犬猫)消费市场比例为12.4%，约372亿元**，与养宠人对宠物生活品质的追求密不可分。宠物用品包括日用品（窝垫、牵引绳、猫爬架）、清洁护理（尿垫、洗护）、玩具用品、智能设备（饮水机、喂食器）等。根据 Statista数据，**宠物用品市场2023-2025年CAGR为9.1%**；智能宠物用品市场，从2018年的31.5亿元增加至2024年的69.9亿元，期间年复合增长率为13.9%。尽管目前智能宠物用品的市场渗透率较低，但消费者对智能化、便捷化宠物用品需求的不断提升为这一细分市场的发展注入了强劲动力。国内宠物用品上市公司包括依依股份、源飞宠物、天元宠物等。

2024年细分宠物市场消费占比



表：宠物主要上市公司及主营业务

分类	公司	主营业务
宠物用品	依依股份	宠物卫生用品（尿垫、尿裤、湿巾等）
	源飞宠物	宠物用品（牵引用具、窝垫、玩具、猫砂等）和宠物零食
	天元宠物	宠物用品（窝垫、猫爬架、玩具、电子宠物用品）和宠物食品
宠物食品	乖宝宠物	宠物食品（主粮、零食、保健品及用品）
	中宠股份	宠物食品（零食、主粮）
	佩蒂股份	宠物咬胶、零食
	路斯股份	宠物食品（零食、主粮）

宠物：中国宠物用品市场以出海代工为主，产品力为主要竞争优势

- 依依股份专注宠物卫生用品尿垫等高频消耗品，具备高自动化产线和稳定客户资源，2024年外销占比94%。源飞宠物专注宠物日用品牵引用具、猫爬架等制造，SKU齐全、柔性生产强，2024年牵引用具/零食收入占比为35%/46%。天元宠物作为宠物用品综合供应商，布局宠物用品全品类及智能化用品，收购淘通科技后，有望借助其电商运营优势，形成协同发展合力。
- 相关标的：依依股份、源飞宠物、天元宠物

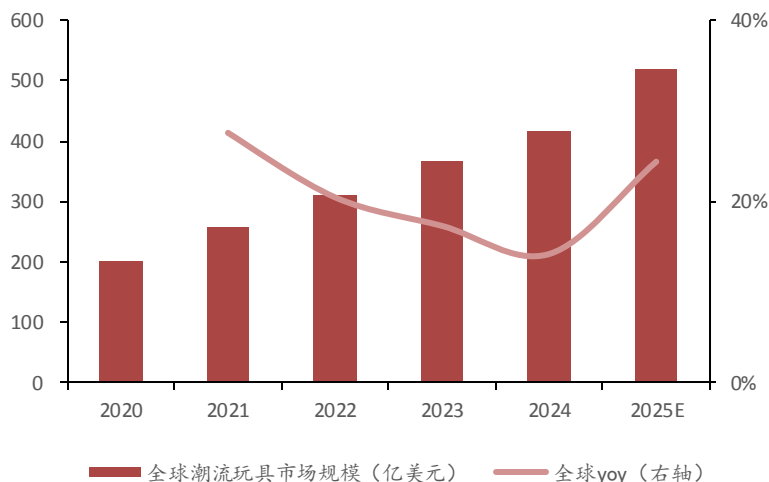
表：宠物主要上市公司特点及2022-2024年近三年表现

公司	核心特点	市值 (亿元)	24年外 销占比	收入 (亿元)			收入yoy			毛利率			净利率		
				22	23	24	22	23	24	22	23	24	22	23	24
依依股份	宠物尿垫细分龙头，工厂自动化率高；以出口代工为主，多年出口欧美经验，客户稳定；高频、消耗型品类，复购率高	39	94%	15	13	18	16%	-12%	34%	13%	16%	19%	10%	8%	12%
源飞宠物	宠物牵引用具领域龙头，SKU丰富，拥有大规模柔性制造体系，出口为主；牵引用具/零食占比35%/46%。培育库飞康飞犬训品牌、匹卡嘤（PIKAP00）零食猫砂品牌等	35	86%	10	10	13	-11%	4%	32%	24%	22%	23%	18%	15%	15%
天元宠物	宠物用品综合供应商，全品类+智能化宠物用品布局，用品24年占比55%；自主品牌推出了“Petstar、天元宠物、纯眠、小兽星	43	48%	19	20	28	2%	8%	36%	20%	17%	16%	7%	4%	1%
乖宝宠物	国内宠物食品龙头，主粮占比超50%。旗下主要包括“麦富迪”、“弗列加特”两大自创品牌，自有品牌占比>代工，“麦富迪”连续多年蝉联天猫双十一宠物类目榜首	384	32%	34	43	52	32%	27%	21%	32%	37%	42%	8%	10%	12%
中宠股份	中国最大宠物食品出口商之一，拥有“顽皮”、ZEAL真致、等品牌，自主品牌占比提升至30+；零食/主粮/用品占比70%/25%/5%，主粮增速快，24年同比+92%。	174	68%	32	37	45	13%	15%	19%	19%	26%	28%	4%	8%	9%
佩蒂股份	宠物咬胶类全球龙头，拥有“爵宴”等品牌，海外市场收入13.7亿元（同比+29%）；咬胶/零食占比67%/24%	40	83%	17	14	17	36%	-19%	18%	22%	19%	29%	7%	-1%	11%
路斯股份	宠物食品主要为零食，主粮占比13%；代理/经销体系下沉能力强’布局直播电商、抖音渠道	23	62%	5	7	8	20%	27%	12%	15%	20%	22%	8%	10%	10%

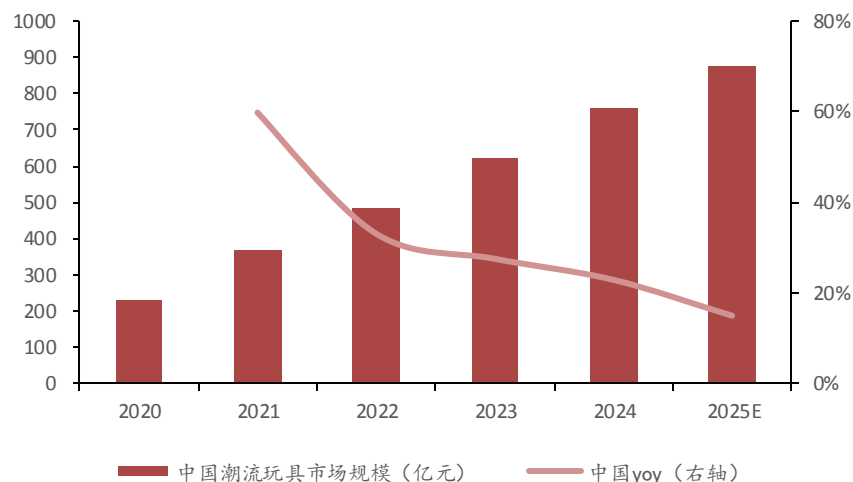
潮玩：IP消费+情绪消费，驱动全球潮玩市场处于高速发展阶段

□ 潮流玩具，又称艺术玩具或设计师玩具，随着Z世代和α世代成为主流消费力量，全球潮玩市场正在从“快销玩具”走向“IP消费+情绪价值”的双重驱动。根据弗若斯特沙利文数据，2021-2024年全球及中国潮玩市场规模逐年增加，CARG分别为20.8%/35.1%，预计2025年全球潮玩市场规模将达到520亿美元，同比+24.4%，中国将达到877亿元（约占全球23.7%），同比+15.0%。潮玩打破了传统玩具“儿童专属”的边界，成为表达个性、传递情感的载体，未来随着文化赋能、科技融合和全球化布局深化，潮玩将成为连接传统与现代、本土与全球的文化桥梁，持续释放商业与社会价值。

2020-2025E全球潮流玩具市场规模及增速



2020-2025E中国潮流玩具市场规模及增速



潮玩：从盲盒经济走向IP生态，IP铸就护城河

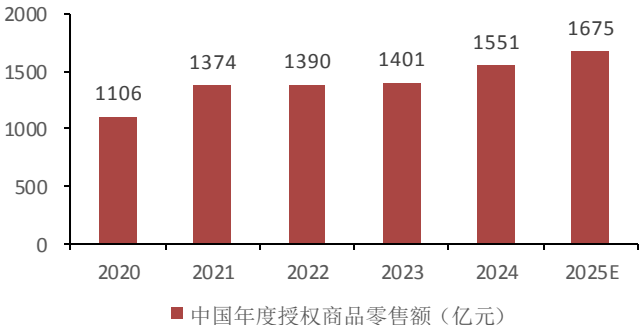
潮玩产业链由上游的IP创作与运营、中游的生产与制造以及下游的销售渠道三个环节构成，IP是潮玩产业生态最重要的部分。近年来中国在IP开发和转化方面取得了显著进展，2024年在商品授权业务中玩具游艺占比18.3%，位居第一，这表明潮玩企业在IP授权方面具有较大的发展潜力，可以通过IP授权进一步拓展业务范围和增加收入来源。政策层同样支持IP消费，如2025年3月份印发的《提振消费专项行动方案》提出“开拓国货‘潮品’增量市场”，商务部亦表示促进“IP+消费”，畅通IP授权、商品开发、营销推广全链条。

中国潮流玩具产业链					
上游：IP原作创作及授权		中游：产品设计与生产制造		下游：销售渠道	
IP创作 (泡泡玛特、奥飞娱乐)	内容IP	盲盒公仔	泡泡玛特、52TOYS、TOP TOY	线下渠道	潮玩连锁店
	形象IP	手办	万代、GOODSMILE、泡泡玛特		精品百货店
IP授权		可动人偶	泡泡玛特、灵动创想、奥迪双钻		二次元专卖店
		大娃	泡泡玛特、52TOYS、寻找独角兽		百货商场
IP运营（环球、迪士尼）		积木	乐高、奇妙积木、美高	线上渠道	综合电商
		毛绒等	泡泡玛特、Jellycat、迪士尼		社交平台
					短视频平台

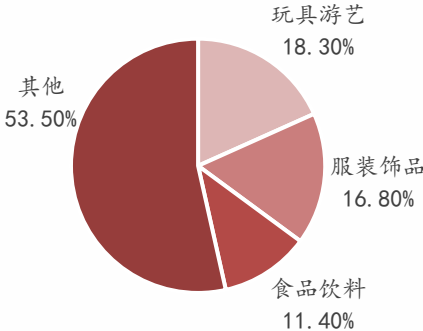
表：形象IP/内容IP特点及代表企业

分类	特点	代表企业
形象IP	大部分是由潮玩品牌企业自研或运营	泡泡玛特、TOP TOY、名创优品、52TOYS、寻找独角兽、黑玩Heyone、TNTSPACE等
内容IP	源自于动画、漫画、游戏、小说、影视剧、综艺等作品的IP形象	迪士尼、环球、华纳兄弟、孩之宝、腾讯企鹅影视、网易、奥飞娱乐等

2025年预计中国年度授权商品零售额同比+8%



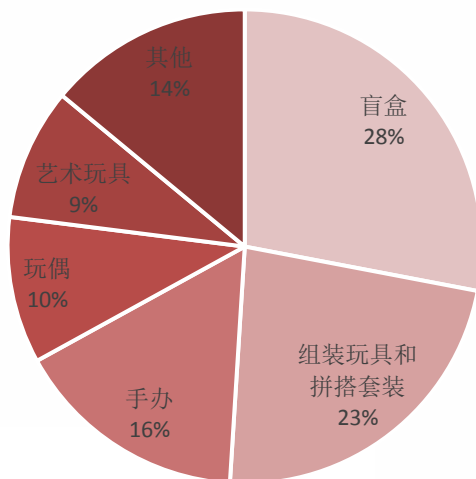
2024年被授权商所属行业构成



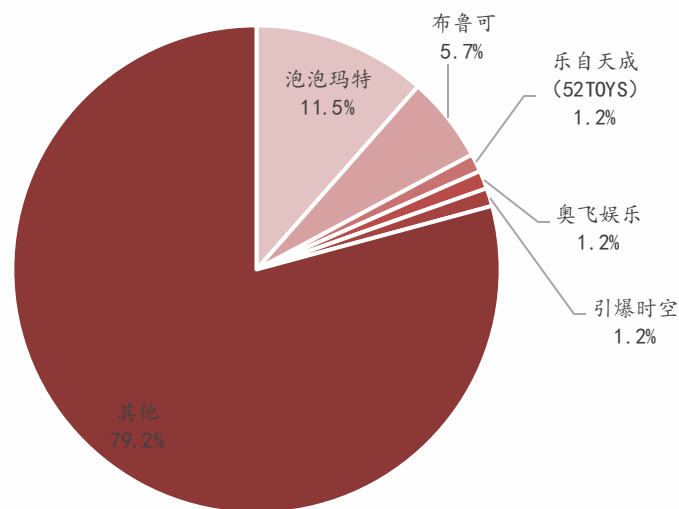
潮玩：行业格局呈现强者恒强+新锐迭出特征

- 中国潮玩品类大致分为盲盒、组装拼装类、手办、玩偶等，其中盲盒占比最高达到28%，其次是组装拼装类占比23%，品类份额由潮玩公司引领。泡泡玛特是盲盒类潮玩的领导者，也是全球最大潮玩企业，截至2024年年底拥有140+线下门店，覆盖60+国家，海外收入同比增375%。泡泡玛特旗下Labubu系列全球热卖，其他自有IP例如Molly、Skullpanda、Dimoo等同样表现强势，2024年在中国IP玩具行业（包含潮玩以及其他ip玩具）中市占率达到11.5%。布鲁可是中国拼搭角色类玩具市场龙头，获50+全球IP授权，2024年在中国IP玩具行业市场占比5.7%，排名第二。乐自天成、引爆时空、奥飞娱乐等IP玩具公司，2024年在中国IP玩具行业市场占比均为1.2%。

2024年中国潮流玩具细分市场占比



2024年中国IP玩具行业市场竞争格局



潮玩：行业格局呈现强者恒强+新锐迭出特征

□ 泡泡玛特依靠自有IP、渠道优势和精细化运营构建了较高的品牌壁垒，盈利能力持续向好。新锐品牌如布鲁可、TOP TOY、52TOYS等则在细分赛道快速突围，主打设计风格差异化或联名策略，抢占垂直人群；晨光股份等传统文具企业正通过强渠道+文具融合+品牌力切入潮玩赛道。

□ 相关标的：泡泡玛特、布鲁可、晨光股份

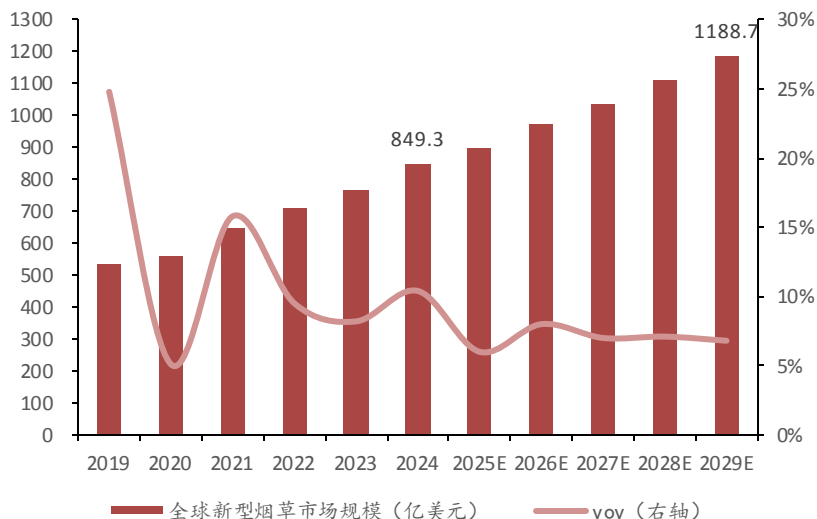
表：部分经营潮玩公司核心竞争力及近三年业绩表现

公司	潮玩/IP表现	核心竞争力	近三年业绩表现							
			收入 (亿元)	2022	2023	2024	盈利 水平	2022	2023	2024
泡泡玛特	自有IP（Labubu、Molly、Skullpanda、Dimoo等）强势，盲盒模式创新	全球最大潮玩企业，140+线下门店覆盖60+国家；IP孵化、DTC直营渠道、社区运营；海外收入同比增375%	营业收入	46	63	130	毛利率	57%	61%	67%
			yoy	3%	36%	107%	净利率	10%	17%	25%
布鲁可	自研“积木+内容”模型，奥特曼（收入占比57.4%），布鲁可星球、英雄无限等IP逐步成熟	拼搭玩具龙头，教育+内容双驱动，获50+全球IP授权，渠道下沉，海外社媒粉丝140万+	营业收入	3	9	22	毛利率	38%	47%	53%
			yoy	-1%	169%	156%	净利率	-130%	-24%	-18%
卡游	拥有《奥特曼》《宝可梦》《一人之下》等IP卡牌	卡牌领域龙头，授权IP+实体卡片，单卡叠加8种印刷工艺，电竞联动，年轻用户粘性高	营业收入	41	27	101	毛利率	69%	66%	67%
			yoy	80%	-36%	278%	净利率	-7%	17%	-12%
乐自天成 (52toys)	BeastBox等自研变形IP + 授权模型《阴阳师》等 + 潮玩盲盒	IP设计力、研发能力、全球分销泰国业务增长300%，覆盖盲盒、手办等多元品类	营业收入	5	5	6	毛利率	29%	40%	40%
			yoy	—	4%	31%	净利率	0%	-15%	-19%
奥飞娱乐	喜羊羊AI数字人、超级飞侠、巴啦啦小魔仙等自有IP、《崩坏·星穹铁道》联名	传统动漫龙头转型，AI+IP融合（如“喜羊羊超能铃铛娃娃”）；年轻向IP合作覆盖二次元群体，内容源头型厂商	营业收入	27	27	27	毛利率	31%	37%	42%
			yoy	0%	3%	-1%	净利率	-7%	3%	-11%
名创优品	与泡泡玛特合资推出TOP TOY，外采IP（迪士尼、三丽鸥）、原创IP（卷卷羊、Twinkle）	线下门店密集，东南亚单店4个月盈利；全球234家门店，IP产品占海外销售40%+，联名爆款、SKU快周转	营业收入	101	138	170	毛利率	30%	39%	45%
			yoy	11%	37%	23%	净利率	6%	16%	16%
晨光股份	九木杂物社导入部分潮玩/手办/盲盒产品线，合作IP：哆啦A梦、迪士尼、小王子等	强渠道+文具融合+品牌力。全国覆盖近8万家零售终端，通过旗下子品牌九木杂物社、M+文创切入潮玩，将IP内容融合文具/生活用品	营业收入	200	234	242	毛利率	19%	19%	19%
			yoy	14%	17%	4%	净利率	7%	7%	6%
创源股份	自研+授权IP逐步推进，自有IP：Top Toy Buddy、Dreamy Bean、小怪兽；授权ip奥特曼、喜羊羊	较强的OEM能力转型自营品牌，是多家国际潮玩品牌的供应商，具备成本+交期优势	营业收入	13	14	19	毛利率	28%	33%	31%
			yoy	-5%	3%	43%	净利率	6%	7%	7%
广博股份	子公司卡乐奇运营Picky Baby、怪奇家族等形象IP	转型“文具+潮玩”融合品牌路径，从OEM代工向IP自研延伸；成本控制力强，在盲盒、塑料玩具品类中具备较高性价比	营业收入	25	27	28	毛利率	14%	14%	16%
			yoy	-13%	8%	3%	净利率	-2%	6%	6%

新型烟草：口含烟快速崛起，加热烟草竞争格局或改变

□ **新型烟草制品正逐步重塑全球烟草产业格局。**根据欧睿统计，2024年全球新型烟草产品市场规模达849.3亿美元，同比+10.4%，其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草(HNB)/无烟草口服尼古丁产品全球市场规模分别为137.9/228.1/371.0/112.3亿美元，分别同比-2.4%/+5.5%/+9.5%/+53.1%。其中**口含烟**强势崛起，有望保持高增态势，ZYN、VELO、On!等品牌领跑，2024年市占率分别为39.7%/24.5%/13.8%。**加热烟草**为新型烟草中份额最大的产品市场（24年占新型烟草比例43.7%），龙头品牌IQOS常年占据HNB市场60%以上份额，随着GloHilo系列产品的追赶，竞争格局或将改变。**雾化电子烟**集中度相对较低，CR3为26.9%，随着欧盟/美国通过尼古丁含量、口味限制（如FDA禁售果味电子烟）抬高门槛，头部企业（菲莫、英美烟草）政策优势放大。根据欧睿预测，无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁2025-2029年CAGR分别为-1.7%/+2.5%/+8%/+18.2%。

2019-2029E年全球新型烟草市场规模及增速



表：全球新型烟草及其细分领域规模及增速预测情况

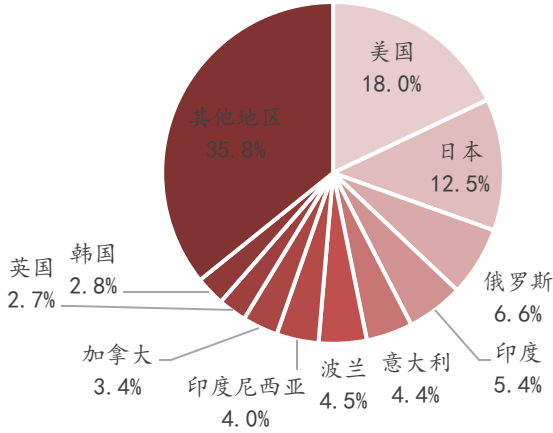
品类	2024年规模 (亿美元)	2024年 同比 (%)	2020-2024年 CAGR (%)	2025-2029年 CAGR (%)
无烟烟草	137.9	-2.4	-2.1	-1.7
雾化电子烟	228.1	5.5	0.6	2.5
封闭式电子烟系统	171.3	6.9	4.1	2.3
一次性电子烟	66.7	1.7	60.5	-0.6
可充电和换弹	104.6	10.6	-4.9	4.1
开放式电子烟系统	56.8	1.4	-6.9	3.2
加热烟草制品	371.0	9.5	19.7	8
烟草加热装置	23.1	10.1	13.6	5.9
加热烟草	347.9	9.4	20.2	8.1
无烟草口服尼古丁	112.3	53.1	70.7	18.2
新型烟草	849.3	10.4	9.7	7.0

注：无烟烟草主要包含咀嚼烟草、湿鼻烟、干鼻烟等；无烟草口服尼古丁（又称口含烟或者尼古丁袋）

新型烟草：全球监管分区差异化，HNB品类确定性较高

□ 全球新型烟草监管正走向“分区差异化”：美国为全球新型烟草最大消费国（24年占比18%），把雾化电子烟和HNB均视为烟草制品，实行FDA-PMTA/MRTP双审批，目前HNB产品中IQOS为唯一获授权系统，德州已可买到，雾化电子烟果味换弹仍禁；**欧盟**在TPD框架下各国细则不一，比利时、法国等陆续禁一次性电子烟；**英国**从2025H2禁止一次性电子烟；**日本**禁止含尼古丁雾化，HNB作为烟草制品合法且高渗透；**东盟**中泰国、新加坡、越南等七国全面禁售电子烟，印尼、马来西亚靠高税和许可制管理。

2024年全球新型烟草市场前10大国家占比



表：全球新型烟草主要国家分品类监管政策

地区/国家	雾化电子烟	加热烟草 (HNB)	口含烟/尼古丁袋
美国	PMTA审批趋严；2024年6月首次批准薄荷口味，目前仅23款烟草/薄荷口味获FDA-PMTA授权，海关要求进口须提交PMTA代码	2024年菲莫与英美烟草专利和解， IQOS系统是目前唯一获FDA授权 。截至2025年7月，IQOS仅能在德克萨斯州的线下零售点合法购买，其他州尚未铺货	2025年1月FDA首次批准菲莫国际生产的20款ZYN尼古丁袋产品
欧盟	TPD框架下：烟油容量≤2 ml、尼古丁≤20 mg/ml；一次性禁令在比利时、法国、波兰、西班牙等陆续生效（2025-01起）	按烟草制品征税及成分披露要求，暂无额外禁令；菲莫、英美正布局换弹式HNB设备	多数国家监管空白，成员国自行立法，瑞典、丹麦已允许销售
英国	2025-06-01起全国禁售一次性电子烟，可注油/换弹式不受限；市场以开放式大烟为主	无额外限制，IQOS、Glo均通过MHRA注册销售；政府鼓励HNB作为减害工具	目前无专门立法，ZYN、VELO等已广泛在线销售；卫生部拟2025年下半年就尼古丁袋广告及年龄验证征求意见
日本	禁含尼古丁雾化液，非尼古丁产品允许销售	全球最大HNB市场（24年36.1%）；IQOS市占>60%，英美烟草2025年推出Glo Hyper X2加强竞争	市场小，仅允许药用尼古丁袋（需厚生省批准），ZYN尚未进入
东盟	泰国、新加坡、缅甸、柬埔寨、越南等7国全面禁止，其中越南2025-01起生效；印度尼西亚、马来西亚、菲律宾3国提高税收	泰国、新加坡禁售；菲律宾2024年实施《汽化尼古丁法》后允许持证销售，HNB税率与卷烟持平	新加坡、泰国禁售；马来西亚、印尼暂处灰色地带，政府2025年计划将尼古丁袋纳入药品或烟草监管框架草案

新型烟草：减害属性明确，国际龙头加速HNB品类布局

□ 新型烟草减害属性明确，已成国际龙头核心战略，其中HNB品类保留传统卷烟口感，对青少年吸引力弱且政策风险低，已成烟草巨头主战场。相比烟油基的雾化电子烟，HNB原料受管制、研发周期长、投入大，门槛显著更高，行业由少数龙头主导，高集中度格局稳固。伴随美国等地区的HNB准入，中国企业通过国际烟草龙头切入HNB赛道有望充分受益。盈趣科技作为菲莫国际核心二级供应商，凭借“UDM 柔性制造+全球产能”卡位全球HNB供应链。思摩尔国际为英美烟草GLO hilo代工，于2025年6月登录日本市场，25H2有望加速放量。国内方面采取“内销严管（仅烟草味电子烟，HNB禁售）+出口鼓励”策略，中烟系借香港平台试水HNB海外市场，雾化电子烟企业转向出口与一次性换弹升级。2024年12月，国家烟草专卖局召开“HNB技术评审会”，首次提出“按需小范围试点”。展望25H2如果有1-2个省份获得内销试点资格，将标志HNB产品在国内进入实质性推进阶段，市场潜力有望加速释放。产业链环节中，受益顺序预计为：烟弹端（烟用薄片与香精原料）> 烟具制造（OEM/ODM）> 终端渠道布局。

□ 相关标的：思摩尔国际、盈趣科技

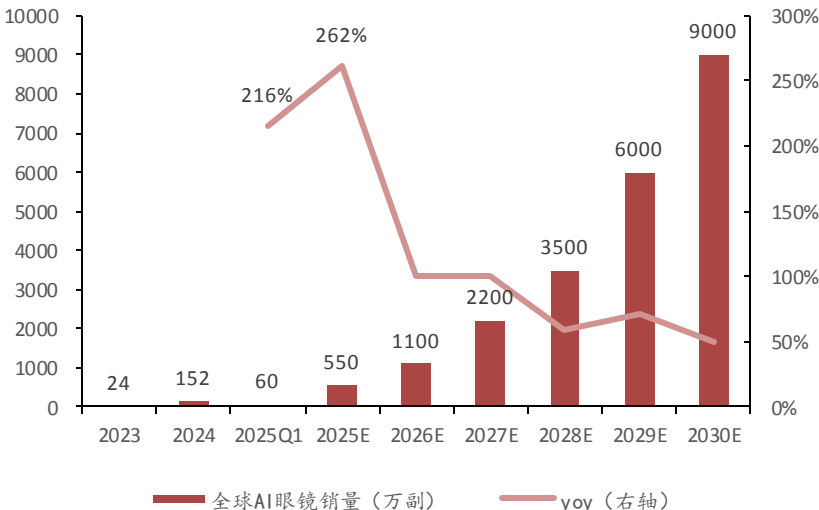
表：部分国内新型烟草领域上市公司

赛道	公司	核心看点	市值 (亿元)	收入 (亿元)			毛利率			净利率		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
切入国际烟草巨头HNB供应链	思摩尔国际	全球雾化龙头，陶瓷芯专利壁垒；FDA/TPD过审型号多；Hilo2025Q1开始放量，HNB第二曲线明确；自有品牌VAPORESSO保持高增	1,156	121	112	118	43%	39%	37%	21%	15%	11%
	盈趣科技	菲莫国际核心二级供应商，供应IQOS塑胶外壳，订单随IQOS美欧扩张放量	130	43	39	36	-38%	-11%	-7%	16%	13%	8%
中烟系：2024年12月，国家烟草专卖局召开“HNB技术评审会”，首次提出“按需小范围试点”	中烟香港	打造中国烟草全球供应链枢纽，为中国烟草唯一国际业务平台；2024年新型烟草出口1.35亿港元（+4%），销量+12.5%；	204	74	108	123	10%	9%	11%	6%	6%	7%
	华宝国际	HNB薄片+香精：国内香精龙头，深度绑定中烟；低温香精技术领先，HNB香精国内唯一规模供应商；薄片产能3万吨	87	38	33	34	-1%	-14%	2%	-24%	9%	-14%
	集友股份	薄片：薄片产能弹性大，与多家中烟公司深度合作，聚焦核心组件研发，例如与安徽中烟共建HNB联合实验室，薄片技术已小批量供货	53	8	7	5	18%	-20%	-31%	20%	18%	-16%
	劲嘉股份	薄片：产能1.2万吨，切入中烟HNB供应链；FOOGO一次性2024年欧洲份额快速提升	60	52	39	29	2%	-24%	-28%	5%	4%	3%

AI眼镜：“轻量化”拐点已至，布局绑定优质大厂的镜片制造商

❑ AI智能眼镜是传统眼镜向AR/MR眼镜迭代的过渡形态，其核心功能是将AI技术与眼镜形态相结合，为用户提供语音助手、实时翻译、导航提醒、拍照识别等智能化服务，满足日常的工作生活需求。**从技术发展来看，AI智能眼镜以雷朋Ray-Ban Meta眼镜（AI拍照眼镜）为代表，在重量、外形和佩戴舒适度上取得突破，正迈入从“极客玩具”到“日常刚需”的“轻量化”拐点。**根据Wellsenn XR，2025年Q1全球AI智能眼镜（不含音频、投屏影视类AR等）销量达到60万台，同比+216%，其中雷朋Ray-Ban Meta销量贡献52.5万台。Wellsenn XR预测，2025年开始，AI智能眼镜将在传统眼镜市场加快渗透速度，预计2025年全年AI智能眼镜销量为550万台（同比+262%）。

2023-2030E全球AI眼镜销量统计和预测值



表：AI拍照眼镜引领AI眼镜“轻量化”发展

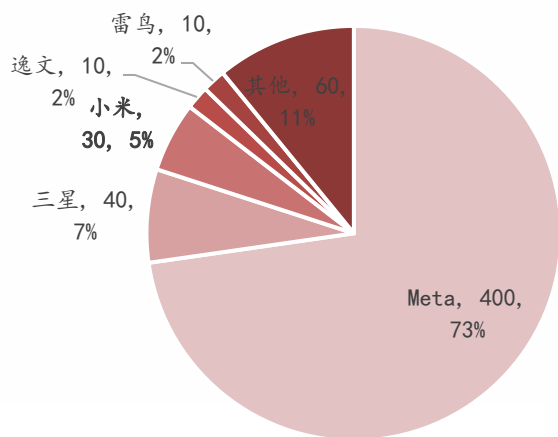
	AI 音频眼镜		AI 拍摄眼镜		AI 显示眼镜（AI+AR）	
核心组件	骨传导扬声器、蓝牙芯片等		高像素摄像头、存储芯片等		光学方案、显示屏等	
核心功能	通过本地或云端AI识别语音指令，实现播放音乐、接听电话等功能		实时信息获取或记录利用内置摄像头捕获图像或视频，也可用于第一人称直播等场景。		在用户视野中叠加虚拟信息，如导航指引文本消息、图标、3D对象等，实现虚实融合的视觉体验。	
产品举例	产品名	起步价	产品名	起步价	产品名	起步价
	界环AI 音频眼镜	699元	雷鸟V3	1799元	Rokid Glasses	2499元
	小米MIJIA音频眼镜2	999元	小米AI眼镜	1999元	星纪魅族Star VAir2	2799元
	华为智能眼镜2（音频版）	1399元	Ray-Ban MetaAI眼镜	299美元（≈2199元）	雷鸟X3 Pro	8999元

AI眼镜：“轻量化”拐点已至，布局绑定优质大厂的镜片制造商

□ AI眼镜具备“光学+结构+模组+语音+算法”的高度融合特征，其中结构件、镜片、声学器件等环节为传统轻工企业创造新增量空间。根据洛图科技数据，2025年Q1，我国AI智能眼镜（拍摄类）销售1.6万台左右，约占全球的2.7%，渗透率提升空间充足。2025年6月26日，小米首款AI拍摄类智能眼镜正式发布，根据小米官方账号的设备激活数据显示，截止2025年7月2日，小米AI眼镜的实际用户激活数量已突破三万台，WellSenn XR预测小米AI眼镜可能在2025年实现30万台销量。小米AI眼镜官方推荐光学镜片品牌明月镜片作为合作镜片商，对于有配镜需求的消费者可以选择线下指定门店或者小米有品的在线配镜服务。明月镜片作为国产镜片龙头，具备强制造能力，可为AI眼镜定制非球面、偏光、防蓝光、AR膜等功能镜片，绑定眼镜品牌具产业扩展逻辑。

□ 建议关注：明月镜片

预计全球2025年分品牌销售量（万套）及占比



注：se/out口径统计，不含音频眼镜、投屏影类AR等

www.swsc.com.cn

图：小米AI智能眼镜位列天猫XR热销榜第一



注：图片时间截至为2025年7月13日19点

图：小米有品中小米AI眼镜配镜合作明月镜片



目 录

- ◆ 板块数据回顾
- ◆ 个护：布局成长个护股
- ◆ 出海：优选制造能力强与关税影响较小标的
- ◆ 新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜板块
- ◆ 2025年中期推荐标的与估值

百亚股份（003006）：产品力突出，全国化进程有序推进

□ 投资逻辑：

1) 公司所处的女性吸收性卫生用品行业规模稳步增长，行业向中高端升级趋势持续，公司产品高端化升级成果良好，益生菌、敏感肌等系列快速打开市场。2) 百亚核心省份根基深厚，外围省份增速亮眼，部分外围区域盈利能力提升带动盈利中枢上行，全国化进程有序推进；3) 电商渠道费用投放灵活，受益于抖音先发优势，向天猫、即时零售等渠道进行多元化拓张。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为3.8亿元、5.0亿元、6.3亿元，对应PE为30倍、23倍和18倍，维持“买入”评级。

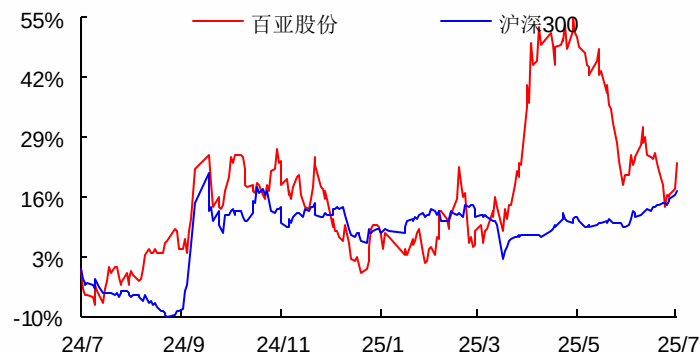
□ 风险提示：

主要原材料价格大幅波动的风险；新品推广进展不及预期的风险；渠道增长不及预期的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3254.24	4460.84	5696.29	6993.91
增长率	51.77%	37.08%	27.70%	22.78%
归属母公司净利润（百万元）	287.67	376.50	499.71	629.52
增长率	20.74%	30.88%	32.73%	25.98%
每股收益EPS（元）	0.67	0.88	1.16	1.47
净资产收益率ROE	19.84%	23.66%	28.26%	32.02%
PE	39	30	23	18
PB	7.74	7.06	6.35	5.71

股价表现



润本股份（603193）：研产销一体化优势突出，大品牌小品类空间广阔

投资逻辑：

1) 婴童护理赛道具备专业化、分龄化特点，单童护理支出较快增长，目前品牌集中度低，2024年品牌CR10为29.3%，且线上渠道增速显著高于线下，国产成长品牌可借助线上渠道弯道超车；2) 公司产品定位性价比，且新品迭代速度快，公司借助天猫、抖音等电商渠道精准定位用户需求，较快打开市场；3) 产品结构持续优化，公司婴童护理、精油系列产品毛利率更高，新品、功能性产品毛利率超过60%，品类结构优化带动毛利率中枢上移。

业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为3.9亿元、5.0亿元、6.3亿元，对应PE为31倍、24倍和19倍，维持“买入”评级。

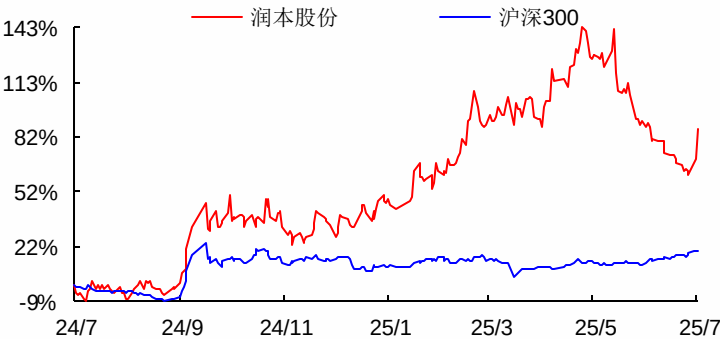
风险提示：

原材料价格波动、市场竞争加剧、新品推广速度不及预期等风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1318.18	1771.54	2298.87	2878.59
增长率	27.61%	34.39%	29.77%	25.22%
归属母公司净利润（百万元）	300.16	388.13	497.86	625.33
增长率	32.80%	29.31%	28.27%	25.60%
每股收益EPS（元）	0.74	0.96	1.23	1.55
净资产收益率ROE	14.43%	16.22%	17.82%	18.98%
PE	39	31	24	19
PB	5.70	4.95	4.24	3.60

股价表现



豪悦护理（605009）：制造优势突出，品牌矩阵持续丰富

□ 投资逻辑：

1) 国内ODM卫生护理用品龙头，25年收购南通大王产线，夯实制造优势，布局生命周期全品类。2) 收购丝宝护理纳入“洁婷”等知名品牌，迈入女性卫生用品行业，同时孵化“答菲”、“希望宝宝”等自有品牌，品牌矩阵持续丰富。3) 海外市场成长空间充足，泰国市场“sunnybaby”线上线下同步发力，业绩表现靓丽，有望通过泰国产能，逐步拓展周边其他东南亚市场。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为5.0亿元、5.7亿元、6.5亿元，对应PE为18倍、15倍和13倍，维持“买入”评级。

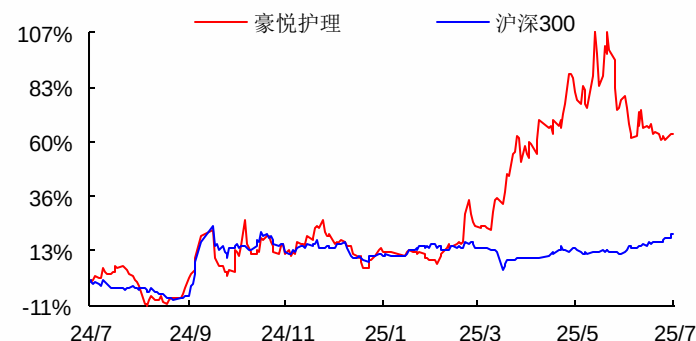
□ 风险提示：

行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；出生率下降的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2929.29	3925.58	4391.75	4834.42
增长率	6.25%	34.01%	11.87%	10.08%
归属母公司净利润（百万元）	387.51	495.30	569.24	651.14
增长率	-11.65%	27.82%	14.93%	14.39%
每股收益EPS（元）	1.80	2.30	2.65	3.03
净资产收益率ROE	11.74%	13.94%	14.87%	15.74%
PE	22	18	15	13
PB	2.62	2.44	2.26	2.09

股价表现



倍加洁（603059）：主业稳健增长，外延发展打开成长空间

投资逻辑：

1) 倍加洁在口腔护理、一次性卫生用品等领域深耕多年，具备稳定的ODM生产基础与大客户资源，2024H2起迈入牙膏代工赛道，带动主业稳健增长。2) 公司积极外延布局，目前参股口腔品牌薇美姿约34%股权，控股益生菌企业善恩康52%股权，完善“口腔大健康+”生态，盈利改善空间充足。3) 海外市场占比超六成，未来越南基地建设投产承接对美订单，短期利润承压但中长期具备改善动能。

业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为0.9亿元、1.1亿元、1.4亿元，对应PE为30倍、24倍和19倍，维持“持有”评级。

风险提示：

善恩康未完成业绩承诺、薇美姿长期股权投资减值风险等风险。

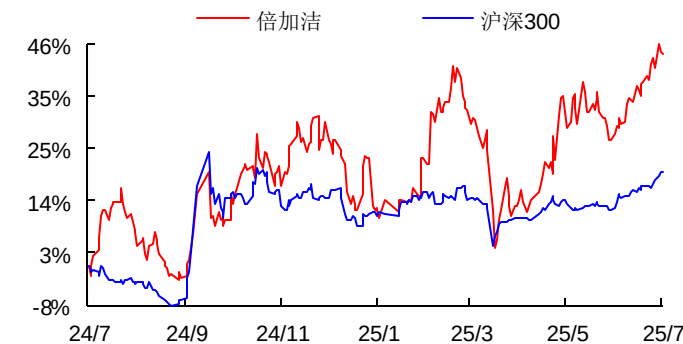
表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1298.85	1520.51	1776.10	2052.55
增长率	21.78%	17.07%	16.81%	15.57%
归属母公司净利润（百万元）	-77.32	89.78	109.44	137.03
增长率	-183.57%	216.12%	21.89%	25.22%
每股收益EPS（元）	-0.77	0.89	1.09	1.36
净资产收益率ROE	-7.37%	7.73%	8.74%	10.04%
PE	-34	30	24	19
PB	2.66	2.40	2.22	2.03

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



稳健医疗（300888）：消费+医疗双轮驱动，品牌力持续提升

□ 投资逻辑：

1) 消费板块全棉时代品牌力突出，背靠医疗用品制造集团，打造棉柔巾、卫生巾、成人内衣等多个大单品，高复购率+新品迭出驱动业绩恢复较快增长。2) 医疗板块主业围绕手术包、高端敷料、健康个护等高附加值产品拓展境内外ToB+ToC全渠道，产品结构持续优化。3) 医疗板块外延方面，并购GRI后有望借助其生产基地优化公司全球产能布局，期待整合后盈利边际改善。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为10.1亿元、12.7亿元、15.6亿元，对应PE分别为23倍、18倍、15倍，维持“买入”评级。

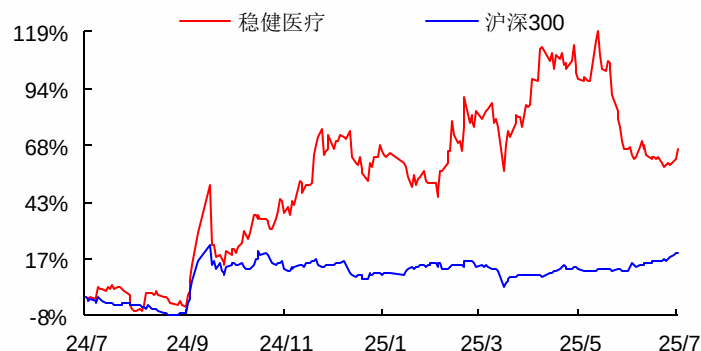
□ 风险提示：

原材料价格波动的风险、海外市场整合不及预期的风险、汇率波动的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8977.85	11407.14	13540.87	15746.96
增长率	9.69%	27.06%	18.71%	16.29%
归属母公司净利润（百万元）	695.38	1009.74	1270.93	1561.29
增长率	19.81%	45.21%	25.87%	22.85%
每股收益EPS（元）	1.19	1.73	2.18	2.68
净资产收益率ROE	6.24%	8.59%	10.33%	11.99%
PE	33	23	18	15
PB	2.08	1.98	1.89	1.80

股价表现



匠心家居（301061）：产品定位差异化，品牌+ODM双轮驱动

□ 投资逻辑：

1) 功能沙发产品定位中高端，并通过垂直整合供应链，精准匹配消费者对智能化与舒适性的追求，盈利能力优于同业。2) 下游客户主要为北美头部家居品牌商和渠道商，客户实力优质，订单稳定，越南的产能布局实现对美覆盖，抗关税风险良好。3) 拥有MotoMotion、MotoSleep、MotoLiving等自主品牌，“店中店”模式理顺，成功将产品和品牌引入零售终端市场。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为7.8亿元、9.0亿元、10.2亿元，对应PE为24倍、21倍和19倍，维持“持有”评级。

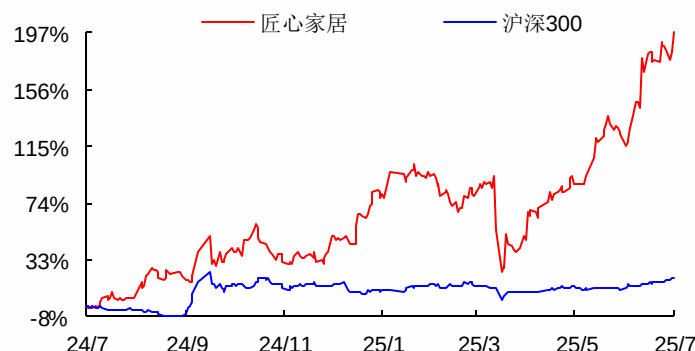
□ 风险提示：

行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；渠道扩张进展不及预期的风险；汇率波动的风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2548.38	3015.97	3477.88	3932.86
增长率	32.63%	18.35%	15.32%	13.08%
归属母公司净利润（百万元）	682.94	780.31	899.55	1016.93
增长率	67.64%	14.26%	15.28%	13.05%
每股收益EPS（元）	3.14	3.59	4.13	4.67
净资产收益率ROE	19.10%	19.22%	19.30%	19.07%
PE	28	24	21	19
PB	5.31	4.67	4.07	3.56

股价表现



嘉益股份（301004）：大客户粘性高，产能释放奠定扩张基础

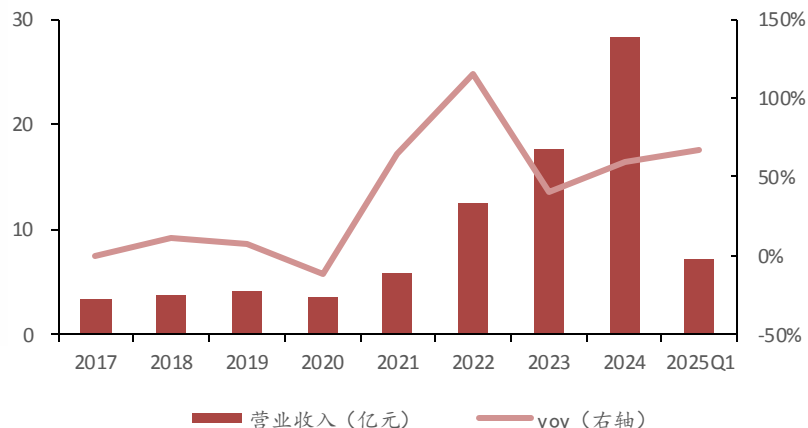
□ 投资逻辑：

1) 产品契合全球户外经济发展趋势，主打欧美等成熟市场，保温杯的消费习惯从耐用品向快消品转变。2) 以OEM/ODM模式绑定国际优质大客户，合作稳定且粘性强，逐步承接大客户PMI的全球订单，新客户Owala等表现亮眼。3) 越南二期厂房已逐步出货，25年全年越南产能有望达到总产能的50%，26年有望覆盖全部对美订单，伴随产能瓶颈的突破，新老客户订单持续放量，业绩有望保持高增。

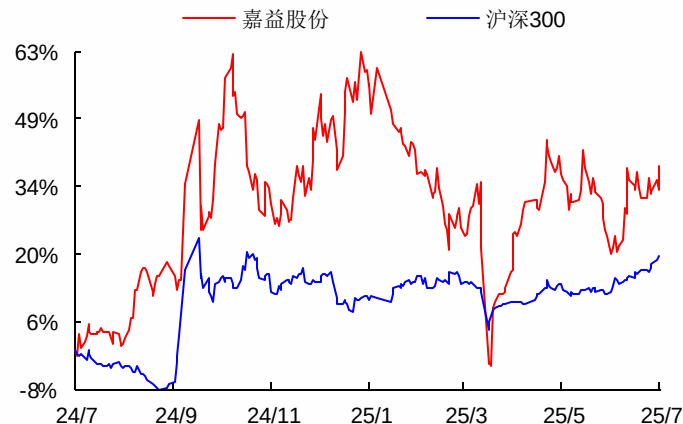
□ 风险提示：

行业竞争加剧的风险、汇率大幅波动的风险、原材料价格大幅波动的风险。

2017-2025Q1嘉益股份营收及增速



股价表现



太阳纸业（002078）：布局供需结构较好的文化纸龙头

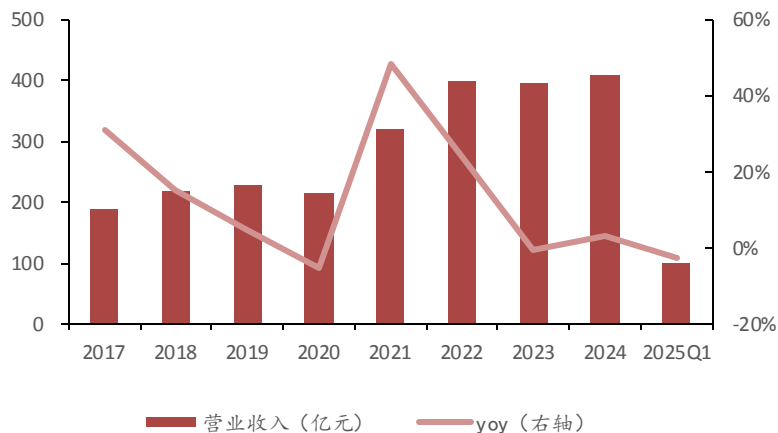
□ 投资逻辑：

1) 公司具备浆纸一体化优势，当前浆纸价格底部企稳，随着Q3旺季临近及海外浆厂挺价意愿增强，价格反弹可期。2) 广西基地将在2025年Q3-Q4迎来集中投产，生产端规模效应进一步显现。3) 老挝林地资源优势持续释放，依托山东、广西、老挝三大基地协同，形成“林-浆-纸”一体化闭环，有效对冲成本波动。

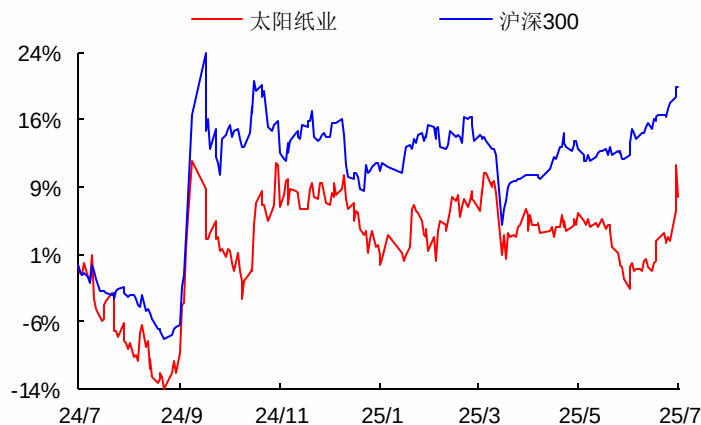
□ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险，纸价大幅波动的风险，投资项目投产不及预期的风险。

2017-2025Q1太阳纸业营收及增速



股价表现



推荐标的估值表

代码	公司	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
		(元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
003006	百亚股份	26.13	0.88	1.16	1.47	30	23	18	买入
605009	豪悦护理	40.26	2.30	2.65	3.03	18	15	13	买入
603193	润本股份	29.29	0.96	1.23	1.55	31	24	19	买入
603059	倍加洁	26.32	0.89	1.09	1.36	30	24	19	持有
300888	稳健医疗	39.91	1.73	2.18	2.68	23	18	15	买入
301061	匠心家居	87.17	3.59	4.13	4.67	24	21	19	持有
301004	嘉益股份	70.97	—	—	—	—	—	—	买入
002078	太阳纸业	13.61	—	—	—	—	—	—	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2025/7/11）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：沈琪
执业证号：S1250525070006
电话：023-67506873
邮箱：shenq@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.c
	李煜	销售岗	18801732511	yflyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mw1@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn				