

轻工行业2025年中期投资策略

把握新型烟草潮玩布局节奏，重视传统轻工结构性机会

分析师：赵中平	执业编号：S1130524050003
分析师：张杨桓	执业编号：S1130522090001
分析师：尹新悦	执业编号：S1130522080004

2025年6月26日

投资要点：把握新型烟草潮玩布局节奏，重视传统轻工结构性机会

- **整体布局思路：**2025年H1与新消费相关板块领涨，而传统轻工板块估值普遍处于历史底部。展望25H2布局方向，新消费板块整体景气度依然较高，仍值关注，而在目前估值分位普遍相对较高的情况下，需优选布局方向，把握布局节奏。一方面根据我们提出的新消费筛选框架（结合行业壁垒、发展成熟度等指标）选择赛道成长确定性强与天花板较高的板块，另一方面结合目前相关细分板块、龙头标的的估值分位，建议H2依然优选新型烟草+潮玩板块，其次轻工个护、AI眼镜、宠物食品等。此外，我们建议Q3起逐步增加估值处于低位的传统轻工板块布局，重点建议关注红利型与底部反转型标的的布局机遇。
- **新消费板块：**新消费可划分成功能价值线和情绪价值线，结合筛选框架，25H2分别首选新型烟草和潮玩板块，其次关注轻工个护、AI眼镜、卡牌、拼搭玩具、宠物食品等。新型烟草方面，全球渗透率提升已是大势所趋，雾化电子烟非法产品冲击趋缓，合规换弹市场有望扩容，相关合规企业有望受益。并且HNB（加热不燃烧）行业持续扩容，英美烟草新品glo hilo正式上市日本，行业份额有望提升，重视相关产业链机遇。潮玩方面，渗透率快速提升，IP运营能力成关键，泡泡玛特通过海外扩张（欧美、东南亚）和产品迭代（Labubu 3.0）巩固龙头地位，成长确定性依然较高。
- **造纸包装板块：**关注格局优化，优选红利方向。造纸方面，短期浆纸仍以横盘调整为主，关注后续供需结构优化带动头部企业盈利改善。包装方面，一方面关注推荐行业地位稳固、稳健高分红的纸包装及塑料包装龙头，另一方面关注并购整合下金属包装行业竞争格局不断优化带来的两片罐企业盈利能力改善机会。
- **两轮车板块：**展望H2伴随新国标正式实施、新产品发布以及与以旧换新政策的结合等，对推升行业景气度、格局优化等仍有催化，估值具备布局性价比，优选行业传统龙头和新势力公司。
- **内销家居板块：**以旧换新政策拉动短期需求，二手房需求韧性显现，中期需求无需过度担忧，并且行业格局仍具较大优化空间，优选零售能力优异、业绩兑现度较高并且具备一定股息率保障的大家居企业。
- **出口出海板块：**25H1出口景气度边际有所走弱，出口企业业绩分化已初显，虽然Q2部分品类或将显现抢出口情况，但由于关税风险仍存，依然建议重点把握具备自身 α 或边际改善型标的的布局机会。
- **风险提示：**政策落地效果不及预期，原材料价格大幅上涨，汇率大幅波动，代工客户流失，出口贸易摩擦加大。

目录

01

策略：新消费重视布局节奏，关注传统轻工阶段性布局价值

02

轻工新消费：两条主线，优选细分方向，重视布局节奏

03

造纸&包装：关注格局优化，优选红利方向

04

两轮车：国补催化短期景气度，新国标仍存预期差，新产品力带动新成长

05

内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

06

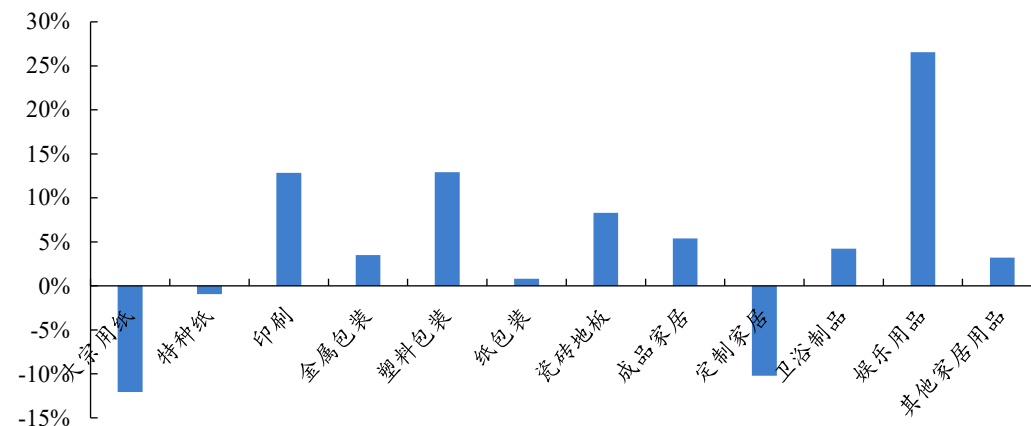
出口&出海：风险与机遇并存

01 策略：新消费重视布局节奏，关注传统轻工阶段性布局价值

1.策略：新消费重视布局节奏，关注传统轻工阶段性布局价值

1.1 板块回顾：2025年H1娱乐用品领涨，传统轻工板块估值已处历史底部

图表：轻工各子行业年初至今涨跌幅情况



- **涨跌幅回顾：**年初以来，娱乐用品整体表现优于轻工其他板块，主因新消费高景气推动。轻工子行业中，塑料包装、纸包袋、瓷砖地板、成品家居、卫浴制品、娱乐用品和其他家居用品实现正收益。
- **估值分位：**目前相关新消费相关板块估值分位处历史高位，而传统轻工多数板块估值分位基本均处于历史底部，以三级行业来看，其中成品家居、定制家居、两轮车和金属包装行业PE分位处于30%以下。

图表：轻工各子行业估值分位情况

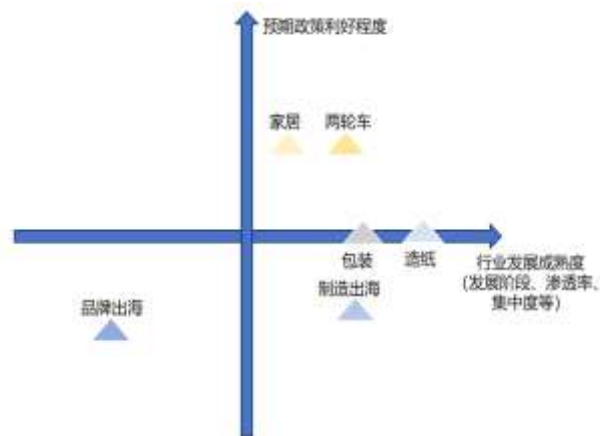
一级行业	二级行业	机构整体持仓占比	机构大消费持仓占比	PE TTM	PE历史分位	PE区间峰值	PE区间低谷	PB	PB历史分位	PB区间峰值	PB区间低谷	三级行业	机构持仓占比	机构大消费持仓占比	PE TTM	PE历史分位	PE区间峰值	PE区间低谷	PB	PB历史分位	PB区间峰值	PB区间低谷
轻工制造	家居用品	0.2%	1.2%	22.7	33%	37.1	14.4	1.8	14%	3.8	1.5	卫浴制品	0.0%	0.0%	25.7	78%	37.3	13.6	1.5	32%	2.9	1.1
												瓷砖地板	0.0%	0.0%	43.5	94%	52.1	14.9	1.3	40%	2.6	0.8
												成品家居	0.1%	0.3%	19.7	29%	32.5	13.4	1.8	17%	4.3	1.4
												其他家居用品	0.1%	0.5%	30.0	39%	74.3	21.1	3.0	30%	6.0	1.8
												定制家居	0.1%	0.4%	16.5	22%	64.2	10.0	1.6	5%	6.3	1.3
	造纸	0.2%	0.8%	27.5	83%	34.1	11.0	1.1	15%	2.0	0.9	大宗用纸	0.2%	0.8%	25.0	80%	33.9	7.0	1.0	12%	1.9	0.8
												特种纸	0.0%	0.0%	34.1	83%	42.7	17.8	1.6	39%	2.2	1.2
	文娱用品	0.1%	0.7%	47.3	75%	66.2	24.3	3.6	37%	6.2	2.1	娱乐用品	0.1%	0.3%	84.8	77%	143.2	9.7	3.8	85%	5.0	1.8
	两轮车	0.2%	0.8%	26.2	29%	74.7	17.6	3.6	30%	7.1	2.6	两轮车	0.2%	0.8%	26.2	29%	74.7	17.6	3.6	30%	7.1	2.6
	宠物食品	0.0%	0.1%	54.5	61%	119.8	26.4	6.8	100%	6.8	2.2	宠物食品	0.0%	0.1%	54.5	61%	119.8	26.4	6.8	100%	6.8	2.2
	包装印刷	0.0%	0.2%	33.5	74%	40.6	22.3	2.1	38%	3.0	1.3	纸包装	0.0%	0.2%	37.8	97%	42.6	19.3	1.8	29%	3.4	1.2
												塑料包装	0.0%	0.0%	22.2	62%	32.1	12.5	2.5	68%	4.2	1.6
												印刷	0.0%	0.0%	122.7	69%	268.0	13.5	4.8	86%	6.6	2.1
												金属包装	0.0%	0.0%	21.5	16%	41.6	16.2	1.8	32%	3.0	1.3

1.策略：新消费重视布局节奏，关注传统轻工阶段性布局价值

1.2 布局方向：新消费继续优选新型烟草+潮玩，红利+底部反转型方向需逐步重视

➤ 整体布局方向：新消费板块虽然整体景气度仍然较高，但目前估值分位相对较高，我们认为需优选布局方向，把握布局节奏。一方面根据我们提出的新消费筛选框架（结合行业壁垒、发展成熟度等指标）选择赛道成长确定性强与天花板较高的板块，另一方面结合目前相关细分板块、龙头标的的估值分位，建议H2依然优选新型烟草+潮玩板块，其次轻工个护、AI眼镜、宠物食品等。此外，我们建议Q3起逐步增加估值处于低位的传统轻工板块布局，重点建议关注红利型与底部反转型标的布局机遇。

图表：2025年传统轻工行业布局筛选框架



图表：2025年轻工新消费布局筛选框架



图表：新消费细分板块指标对比

	中国渗透率	海外渗透率	行业集中度	复购率	社交属性	渠道进入壁垒	25年龙头公司PE	龙头公司市盈率分位数（三年）
轻工个护	大部分品类>80%	>80%	线上偏高，但走向分散化 卫生巾：24线上CR5 54% 牙膏：24线上CR5 35%	中等	中等	壁垒较低，产品端差异度偏低，线下往线上转移	百亚股份（30x）、登康口腔（41x）、 稳健医疗（23x）	百亚股份（55.61）/登康口腔（51.92）/ 稳健医疗（35.42）
AI眼镜	<5%	<5%	当前偏高；线上XR设备 CR5 63%	低	高	壁垒高，需与运营商/内容生态合作	康耐特光学（28x）	康耐特光学（51.92）
新型烟草	1%	全球8%，美国11%，英国16%	较高	高	中等	壁垒高，政策监管趋严，生产资质壁垒高；海外市场依赖品牌授权	思摩尔国际（75x）	思摩尔国际（85.86）
潮玩	核心客群（18-35岁）13.82%，渗透率低	/	较低	高	极高	壁垒高，线下集合店布局关键，需构建品牌认知	泡泡玛特（50x）	泡泡玛特（94.81）
集换式卡牌	核心客群渗透率（8-14岁）4.05%，渗透率低	/	高（CR3=79.6%）	高	极高	壁垒高，校边店等下沉渠道能快速触达客群，需多年积淀	/	/
拼搭角色类玩具	18.40%	全球渗透率10.7%	高（65.1%）	中等	中等	壁垒高，校边店等下沉渠道能快速触达客群，需多年积淀	布鲁可（32x）	布鲁可（90.86）
宠物食品	20%	美国70%，欧洲46%	中	高	中等	线上壁垒较低，线下连锁宠物医院/门店是新增增长点	中宠股份（40x）、乖宝宠物（54x）	中宠股份（41.11）/乖宝股份（83.39）

资料来源：wind，iFinD，国金证券研究所；注：布鲁可数据有限，通过有限数据计算市盈率分位数；除康耐特光学、思摩尔国际、泡泡玛特外其他龙头公司25年PE来自Wind一致预期，康耐特光学、思摩尔国际、泡泡玛特25PE来自iFinD；最后更新日期：2025/06/23

02 轻工新消费：两条主线，优选细分方向，重视布局节奏

2.1 轻工新消费——功能价值线

2.1.1 轻工个护：产品创新+新渠道，构建爆发曲线

- 25H1起，国货老树新芽、产品创新借助更高效拉新的抖音渠道快速爆发的趋势显著，这背后是传统消费品牌从认知到组织变化带来的后发式追赶。
- **关注产品创新突围、细分行业产品属性具备差异性：**部分优秀的快消品国货主动推出差异化&功能性创新品策略，深度挖局健康细分功能需求，高效触达C端消费者，积极提升份额。格局变化来看：25Q1线上卫生巾/牙膏TO5品牌国产化率分别为16.5%/23.0%，相较2024年分别-3.9/+6.7pct。从细分产品属性角度（功效差异度、品类使用粘性）对比来看：牙膏>卫生巾>生活纸。

图表：线上女性卫生巾品牌格局变化

卫生巾品牌线上集中度梳理										
品牌+料	2021	2022	2023	2024	2025Q1					
总销售额 (亿元)	67.84	80.08	85.88	95.96	22.52					
joy	6.25%	18.04%	7.24%	11.74%	20.69%					
1	护舒宝 Whisper	24.54%	护舒宝 Whisper	20.86%	护舒宝 Whisper	18.23%	护舒宝 Whisper	13.84%	护舒宝 Whisper	11.46%
2	苏菲 Sofy	16.96%	苏菲 Sofy	14.59%	苏菲 Sofy	11.63%	自由点 Freemore	12.64%	高洁丝 Kotex	11.39%
3	高洁丝 Kotex	12.32%	高洁丝 Kotex	11.38%	高洁丝 Kotex	10.55%	高洁丝 Kotex	9.94%	自由点 Freemore	9.70%
4	乐而雅 Laurier	9.43%	七度空间 Space7	8.45%	七度空间 Space7	7.92%	苏菲 Sofy	9.77%	苏菲 Sofy	7.37%
5	七度空间 Space7	7.73%	乐而雅 Laurier	7.85%	自由点 Freemore	6.67%	七度空间 Space7	7.75%	七度空间 Space7	6.81%
6	奈丝公主 Nice Princess	4.40%	奈丝公主 Nice Princess	3.91%	乐而雅 Laurier	5.73%	乐而雅 Laurier	5.17%	高洁丝 Kotex	6.81%
7	ABC	3.78%	自由点 Freemore	3.30%	高洁丝 Kotex	3.73%	高洁丝 Kotex	4.45%	奈丝公主 Nice Princess	5.40%
8	洁婷 Ladycare	3.27%	洁婷 Ladycare	3.05%	奈丝公主 Nice Princess	3.57%	奈丝公主 Nice Princess	3.69%	乐而雅 Laurier	5.07%
9	高洁丝 Kotex	2.09%	ABC	2.73%	洁婷 Ladycare	2.81%	洁婷 Ladycare	3.40%	洁婷 Ladycare	3.21%
10	自由点 Freemore	2.05%	高洁丝 Kotex	2.40%	高洁丝 Kotex	1.90%	高洁丝 Kotex	3.39%	高洁丝 Kotex	3.06%
11	飞 Free	1.10%	高洁丝 Kotex	1.43%	白兰森林 White Forest	1.88%	洁婷 Ladycare	2.68%	洁婷 Ladycare	2.52%
12	高洁丝 Kotex	1.04%	欧风伊向社	1.00%	ABC	1.86%	ABC	1.58%	高洁丝 Kotex	1.62%
13	苏王 Kao	1.01%	康舒利 Kangshuli	0.97%	凸凸棉	1.89%	舒莱	1.49%	康舒利 Kangshuli	1.65%
14	洁婷 Ladycare	0.81%	苏王 Kao	0.86%	舒莱	1.64%	凸凸棉	1.39%	凸凸棉	1.44%
15	千金净雅 Jinye	0.70%	飞 Free	0.80%	洁婷 Ladycare	1.54%	棉妮佳	1.35%	康舒利 Kangshuli	1.39%
16	棉护	0.45%	舒莱	0.78%	棉护	1.34%	洁婷 Ladycare	1.29%	洁婷 Ladycare	1.36%
17	悠丽 Eily	0.44%	千金净雅 Jinye	0.70%	高洁丝 Kotex	1.18%	棉护	1.25%	舒莱	1.16%
18	舒莱	0.38%	凸凸棉	0.64%	欧风伊向社	1.08%	白兰森林 White Forest	0.90%	棉护	1.09%
19	康舒利 Kangshuli	0.35%	洁婷 Ladycare	0.55%	康舒利 Kangshuli	0.92%	米可 V-girl	0.58%	高洁丝 Kotex	0.96%
20	安尔乐 Anerle	0.34%	竹童有童	0.52%	悠丽 Eily	0.85%	高洁丝 Kotex	0.50%	米可 V-girl	0.91%
CR5	70.98%	63.13%	55.00%	53.94%	46.73%					
CR10	86.57%	78.58%	72.74%	74.04%	70.28%					
CR15	91.23%	83.64%	81.35%	82.53%	79.10%					
CR20	93.19%	86.83%	86.72%	87.05%	84.58%					
Top5国产化率	7.7%	8.5%	14.6%	20.4%	16.5%					
Top10国产化率	21.2%	21.4%	22.9%	31.9%	31.9%					
Top20国产化率	26.1%	27.9%	35.9%	44.9%	46.2%					

图表：线上牙膏品牌格局变化

牙膏品牌线上集中度梳理										
品牌+料	2021	2022	2023	2024	2025Q1					
总销售额 (亿元)	48.66	68.59	77.10	92.95	25.04					
joy	71.88%	43.03%	70.78%	20.56%	43.40%					
1	云南白药	13.34%	云南白药	10.33%	云南白药	9.91%	云南白药	10.04%	李半 Nyscops	9.07%
2	好来 Darlie	9.73%	佳洁士 Crest	8.83%	好来 Darlie	8.98%	好来 Darlie	7.45%	云南白药	7.71%
3	佳洁士 Crest	8.25%	好来 Darlie	8.71%	高洁丝 Kotex	7.92%	高洁丝 Kotex	6.62%	高洁丝 Kotex	6.26%
4	高洁丝 Kotex	7.87%	高洁丝 Kotex	7.31%	佳洁士 Crest	7.84%	舒客 Saky	6.26%	冷酸灵	6.26%
5	舒客 Saky	5.72%	舒客 Saky	4.86%	高洁丝 Kotex	6.26%	佳洁士 Crest	4.96%	好来 Darlie	5.85%
6	狮王 Lion	4.96%	高洁丝 Kotex	3.62%	舒客 Saky	4.99%	白云山	4.92%	舒客 Saky	5.43%
7	高洁丝 Kotex	3.62%	高洁丝 Kotex	3.26%	高洁丝 Kotex	4.94%	高洁丝 Kotex	4.34%	高洁丝 Kotex	4.77%
8	冷酸灵	2.58%	狮王 Lion	3.21%	冷酸灵	3.05%	冷酸灵	4.22%	冷酸灵	3.82%
9	高洁丝 Kotex	2.29%	冷酸灵	3.01%	高洁丝 Kotex	2.94%	李半 Nyscops	3.95%	佳洁士 Crest	3.48%
10	高洁丝 Kotex	1.96%	高洁丝 Kotex	2.86%	狮王 Lion	2.35%	高洁丝 Kotex	2.26%	白云山	3.09%
11	高洁丝 Kotex	1.80%	高洁丝 Kotex	2.33%	高洁丝 Kotex	2.15%	高洁丝 Kotex	1.98%	高洁丝 Kotex	1.93%
12	高洁丝 Kotex	1.32%	高洁丝 Kotex	2.30%	高洁丝 Kotex	1.91%	狮王 Lion	1.70%	白猫	1.80%
13	高洁丝 Kotex	1.31%	高洁丝 Kotex	1.59%	高洁丝 Kotex	1.30%	高洁丝 Kotex	1.56%	高洁丝 Kotex	1.60%
14	高洁丝 Kotex	1.13%	高洁丝 Kotex	1.21%	高洁丝 Kotex	1.06%	高洁丝 Kotex	1.52%	高洁丝 Kotex	1.49%
15	高洁丝 Kotex	1.11%	高洁丝 Kotex	1.11%	高洁丝 Kotex	0.80%	高洁丝 Kotex	1.26%	高洁丝 Kotex	1.38%
16	高洁丝 Kotex	1.04%	高洁丝 Kotex	1.01%	高洁丝 Kotex	0.80%	高洁丝 Kotex	1.23%	高洁丝 Kotex	1.36%
17	高洁丝 Kotex	0.97%	高洁丝 Kotex	0.81%	高洁丝 Kotex	0.75%	高洁丝 Kotex	1.04%	高洁丝 Kotex	1.21%
18	高洁丝 Kotex	0.89%	高洁丝 Kotex	0.78%	高洁丝 Kotex	0.71%	高洁丝 Kotex	0.86%	高洁丝 Kotex	1.03%
19	高洁丝 Kotex	0.81%	高洁丝 Kotex	0.71%	高洁丝 Kotex	0.70%	高洁丝 Kotex	0.82%	高洁丝 Kotex	1.00%
20	高洁丝 Kotex	0.78%	高洁丝 Kotex	0.63%	高洁丝 Kotex	0.65%	高洁丝 Kotex	0.70%	高洁丝 Kotex	0.83%
CR5	44.91%	40.04%	40.91%	35.33%	35.15%					
CR10	60.12%	56.00%	58.18%	55.02%	55.74%					
CR15	66.79%	64.84%	66.40%	63.04%	63.94%					
CR20	71.28%	68.78%	70.01%	67.68%	69.36%					
Top5国产化率	18.1%	15.2%	17.8%	16.3%	23.0%					
Top10国产化率	23.7%	27.9%	33.8%	36.0%	40.2%					
Top20国产化率	29.4%	30.2%	38.8%	42.6%	46.0%					

2.1 轻工新消费——功能价值线

2.1.2 AI+眼镜：行业扩容在即，镜片制造看头部客户卡位

➤ **AI拍摄眼镜快速放量代表产业链成熟度提升，镜片从卡扣到贴合路线，围绕镜片产业链进行积极布局**

- ✓ **产业趋势：**AI拍摄眼镜快速崛起，稳定供货的品牌占据潮头。2024年，全球智能眼镜市场取得重要突破，出货量达到156.8万副，同比大幅增长119%。根据洛图科技（RUNTO）线上监测数据显示，2025年第一季度，智能眼镜（包含AR）在线上市场的销量达11.6万副，同比增长117%。
- ✓ **从产品技术难点来看，主要聚焦在变薄+减重。**1) 精度要求的提升（毫米级上升至微米级）；2) 性能方面：耐高温高湿、远小于视光产品的超薄、功能性膜层配方/工艺等的优化；3) 从原料磨具到固化打磨全流程的改进等。

✓ **技术路线：**

- 1) **AI眼镜-普通视光学：**对镜片环节要求的技术壁垒低，合作对象更注重镜片/镜框品牌力（例如meta合作雷朋（镜架品牌）/依视路（镜片品牌））
- 2) **带显AI+AR眼镜：**方案①：卡扣式；方案②：外部螺丝贴合，参考rokid；方案③：三合一路线（软贴硬）路线，现在看来具有一定优势，但未量产。

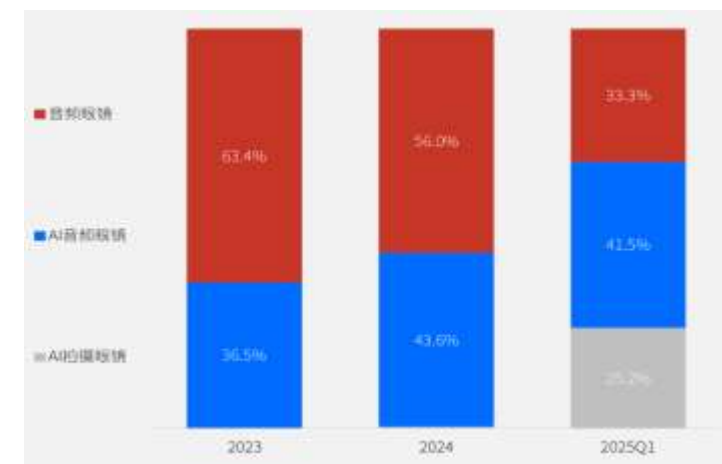
图表：AR眼镜的演绎形态



图表：AI和AR眼镜对定制光学(RX)镜片的技术要求



图表：25Q1国内AI拍摄眼镜占比达到25%

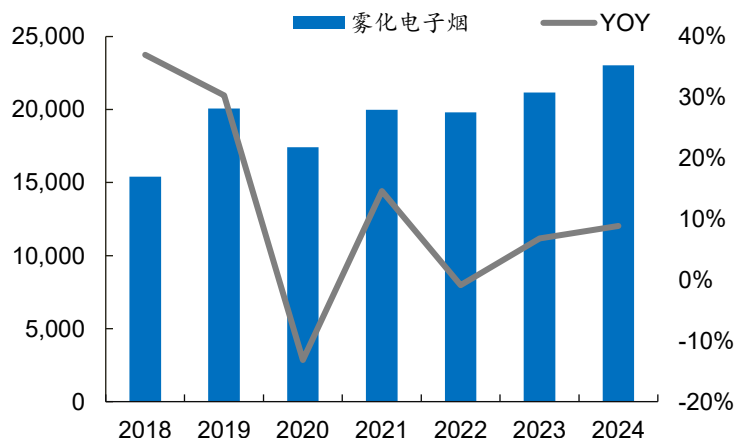


2.1 轻工新消费——功能价值线

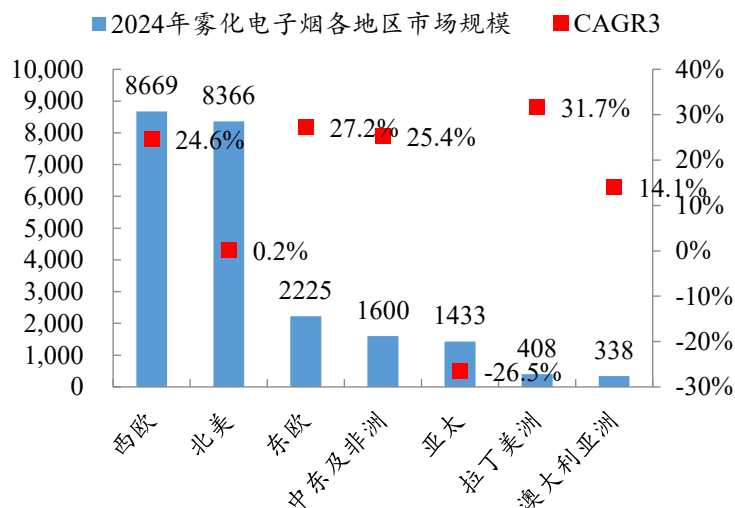
2.1.3 新型烟草——雾化电子烟：全球延续增长态势，BAT 24H2美国市场恢复增长

- **全球雾化电子烟市场规模延续增长态势，新兴市场增长较快。**2024年全球雾化电子烟市场规模为230.4亿美元，同比+8.9%，继续延续较快增长趋势。分区域来看，北美/西欧/亚太/东欧/中东及非洲/拉丁美洲地区雾化电子烟市场规模分别同比+3.2%/+15.2%/+1.1%/+13.6%/+5.4%/+20.4%至83.7/86.7/14.3/22.3/16.0/4.1亿美元。北美雾化电子烟市场近年来增长趋缓，而西欧受益于一次性电子烟销售的快速提升，2024年整体雾化电子烟实现较快增长，已超越美国成为全球第一大市场。2024年亚太地区雾化电子烟整体市场规模已趋于平稳，中东及非洲作为新兴市场有较大程度同比增长。从国家规模占比来看，美国、英国、加拿大为雾化电子烟全球前三大市场，2024年占比分别为26.2%/17.1%/10.0%。
- **英美烟草：非法产品冲击有所减弱，24H2美国市场销量恢复增长。**英美烟草雾化电子烟业务2024年营收达到17.65亿英镑（固定汇率），同比减少2.6%，整体销量达6.16亿，同比下降5.8%。分地区来看，美国市场依然是英美烟草雾化电子烟销售主战场，由于受到去库及非法产品冲击影响，2024年美国市场雾化电子烟销量为2.87亿，同比降低3.7%，而在美国政府加大对非法产品打击的背景下，24H2销量同比恢复增长，改善趋势逐步显现。

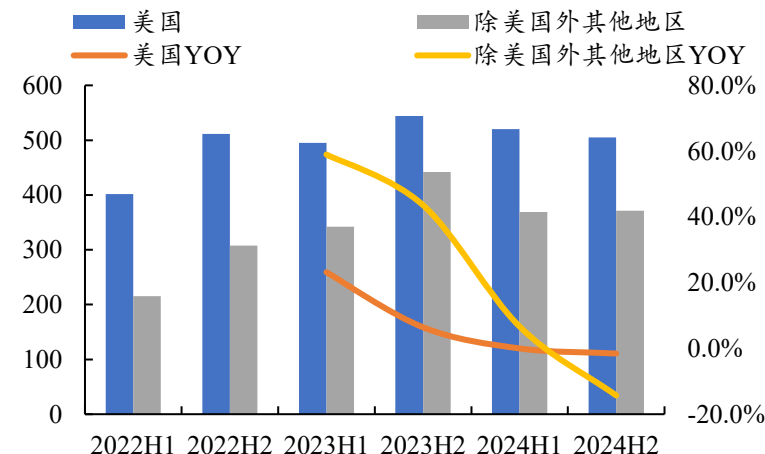
图表：全球雾化电子烟产品市场规模增速（百万美元）



图表：2024年雾化电子烟各地区市场规模（百万美元）



图表：英美烟草雾化电子烟半年度营收（百万英镑）及增速

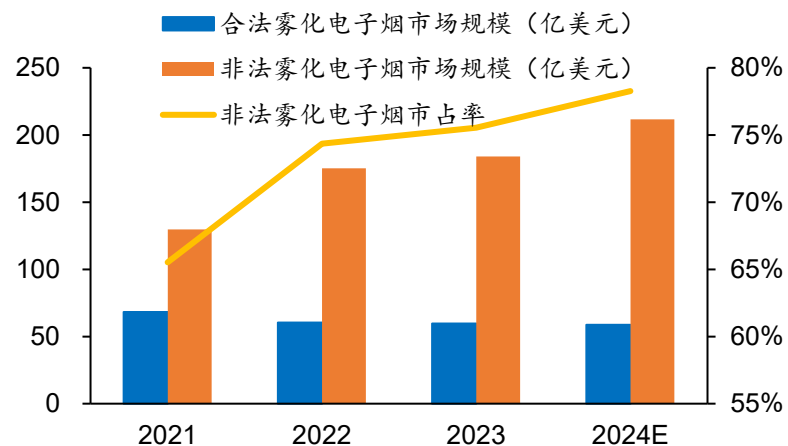


2.1 轻工新消费——功能价值线

2.1.3 新型烟草——雾化电子烟：合规换弹市场有望持续扩容，合规厂商有望受益

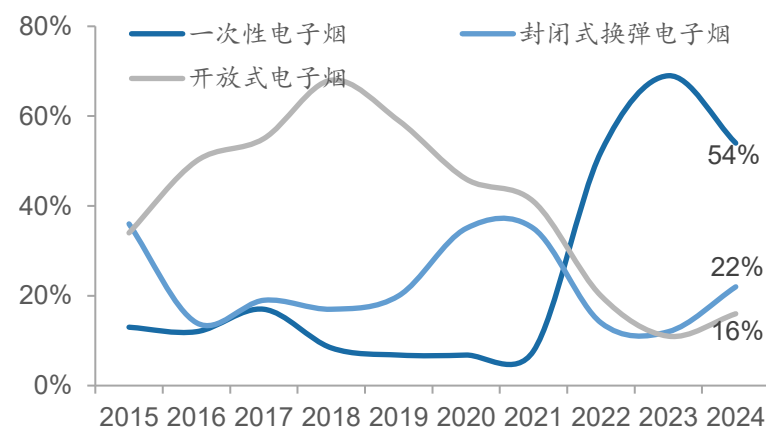
- **美国打击非法+欧洲限制一次性烟，合规换弹市场有望持续扩容**
- **非法产品是美国雾化市场的重要挑战，监管部门持续打击非法产品。**根据欧睿统计，预计2024年美国合法/非法雾化电子烟市场规模分别为58.74/211.52亿美元，非法产品预计占雾化电子烟总销售额约78%。25年5月，FDA宣布与海关查获近200万件未经授权的雾化电子烟产品，估计零售价值3380万美元。FDA 还首次向相关的24 家烟草进口商和入境申报者发送了进口信息函，告知虚假陈述或报关是联邦犯罪行为。且FDA新任局长表示，非法电子烟借“港口购物”规避监管，将彻查并销毁非法产品。在美国监管部门的跨部门执法下，预计将显著刺激合规市场扩容。
- **欧洲各国逐步禁止传统一次性烟，或将加速消费需求向换弹式及开放式产品转换。**2025年6月1日起，英国全面禁止销售、提供销售或持有用于销售的所有一次性电子烟，包括不含尼古丁的产品，而可重复使用的换弹式产品则不受限制。英国作为欧洲地区最大的电子烟消费市场，其针对一次性烟的监管风向变动对其他国家来说有一定的参考价值。出于环保因素及青少年健康的考量，欧洲各国纷纷加快全面禁止一次性烟的步伐，预计换弹式及开放式大烟的市场规模将迎来一定扩张。
- **英国禁售一次性烟后，换弹式烟弹批量上市。**6月1日英国正式禁止销售无法注入烟油或电池不可充电的产品，据英国药监局（MHRA）公布的数据显示，一次性电子烟的新SKU数量为0。而含有烟油的注油容器/烟弹品类新增194个SKU，以水果、混合水果及冰镇（Ice）风味为主流。严厉政策监管下，消费需求正从一次性向换弹式转换。

图表：美国非法雾化电子烟产品占比已超70%



来源：公司公告，欧睿，国金证券研究所

图表：2024年英国青少年中一次性烟市占率大幅下降



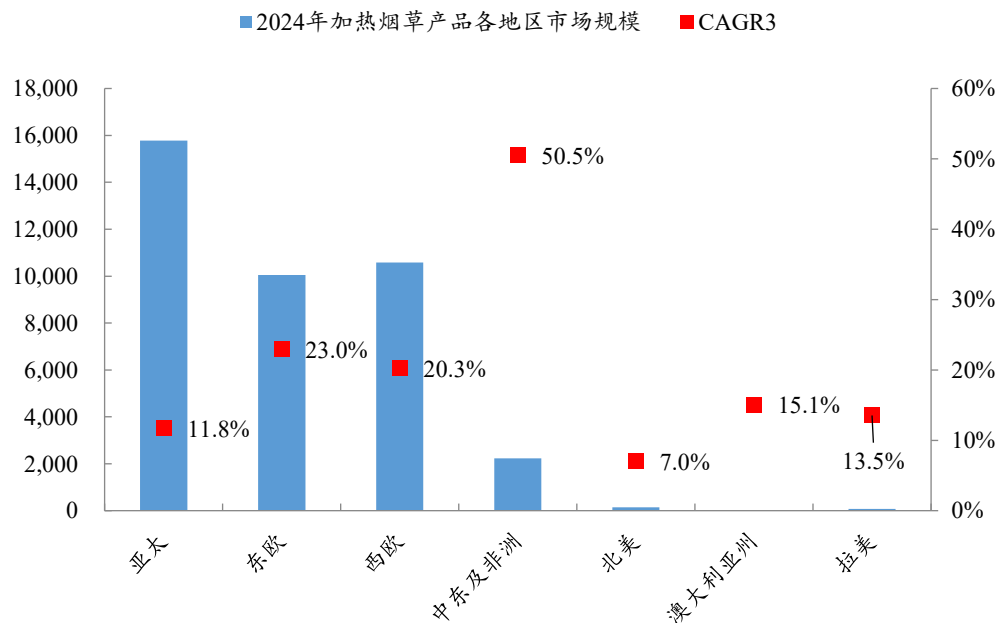
2.1 轻工新消费——功能价值线

2.1.3 新型烟草——HNB：行业延续较优增长，关注Glo hilo日本上市表现，产业链有望受益

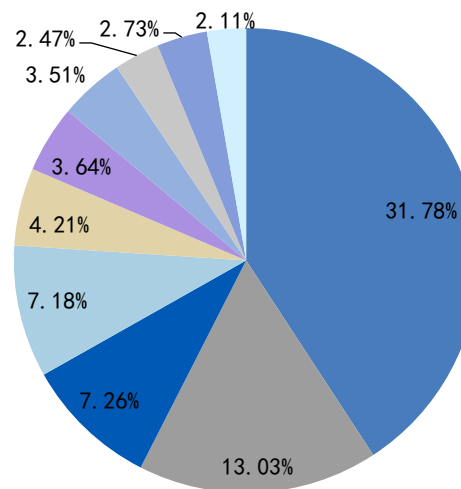
- 根据欧睿统计，预计2024年亚太/东欧/西欧/中东及非洲/北美/拉美地区加热烟草市场规模分别同比+6.6%/+16.6%/+15.5%/+30.8%/+21.3%/+15.2%至157.8/100.5/105.8/22.3/1.5/0.7亿美元。近年来，欧洲市场在规模已较大的情况下，依然实现快速增长，其中东欧由于起步较晚，近两年规模迅速扩张，东欧/西欧CAGR3达23.0%/20.3%。此外拉美、中东及非洲地区加热烟草市场正处起步阶段，近3年复合增长率分别达13.5%/50.5%。从国家规模占比来看，2024年日本仍是加热烟草产品全球第一大市场，占比达31.8%，此外意大利、俄罗斯、韩国占比分别为13.0%/7.3%/7.2%。
- 从竞争格局来看，英美烟草Glo hilo产品已官宣9月1日将从此前上市的仙台扩展至日本全国上市，将成为菲莫IQOS的强有力竞争对手，BAT份额有望提升。

图表：2024年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元）

图表：2024年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重



■ 日本 ■ 意大利 ■ 俄罗斯 ■ 韩国 ■ 德国 ■ 波兰 ■ 捷克 ■ 匈牙利 ■ 乌克兰 ■ 希腊

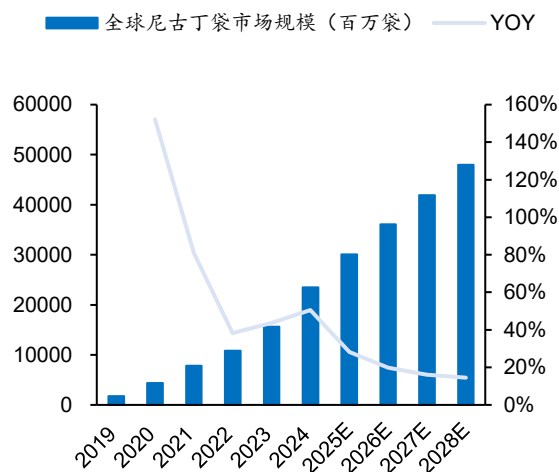


2.1 轻工新消费——功能价值线

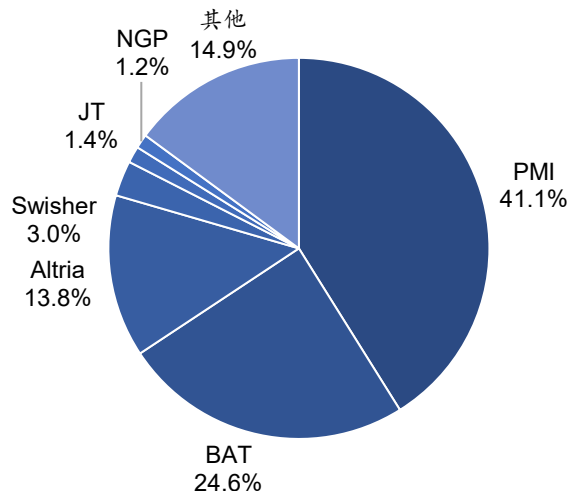
2.1.3 新型烟草——口含烟：行业延续高增长可期，龙头优势越发明显

- **全球尼古丁袋市场持续保持高扩容速度。**根据欧睿统计，2024年全球尼古丁袋市场规模为235亿袋，同比增长51%，预计至2028年将达到480亿袋，2019-2024年CAGR为69%，预计2024-2028年CAGR为25%。
- **烟草巨头加大投入，行业集中度不断提升。**根据欧睿统计，2024年全球尼古丁袋市场中，PMI/BAT/Altria/Swisher/JT/NGP的市场份额分别为41.0%/24.6%/13.8%/3.0%/1.4%/1.2%。其中PMI凭借ZYN品牌在美国的绝对领先地位，市场份额遥遥领先。2024年行业CR6为85.1%，较2019年的33.4%提升51.7pct。
- **北美市场是全球尼古丁市场规模扩张的主要来源。**北美地区是全球最大的尼古丁袋消费市场，2024年占比为65.4%，其次为西欧、亚太和东欧地区，占比分别为24.0%、5.9%与4.8%。2024年北美地区尼古丁市场规模139亿袋，较2023年增长47%，预计至2028年有望达277亿袋，2024-2028年CAGR为19%，是全球尼古丁市场规模扩张的主要来源。

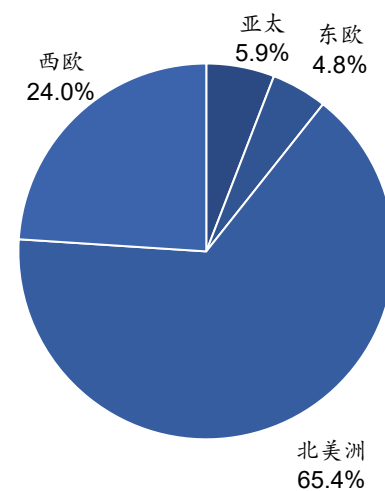
图表：全球尼古丁袋市场规模变动



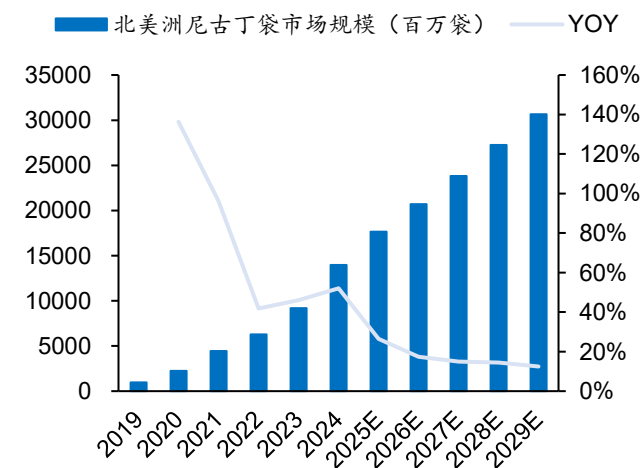
图表：全球尼古丁袋市场份额



图表：全球尼古丁袋不同地区市场占比分布



图表：北美地区尼古丁袋市场规模



2.2 轻工新消费——情绪价值线

2.2.1 潮玩板块：渗透率快速提升的新兴赛道

✓ **潮玩板块：首推业绩高度确定的龙头，积极挖掘新模式/新业态、传统龙头转型带动估值跃迁。**

1) 龙头围绕IP持续运营与推新，有利于消费者实现个人情感需求与IP世界观的共振，从而实现客户粘性的提升和客单价的提高。

2) 新公司/新渠道运营模式持续涌现，关注传统公司积极转型（晨光等）。

①新公司涌现、IP推新迭代&运营能力提升，例如泡泡labubu3.0/饰品店POPOP落地、量子之歌Wakuku2.0的发布、名创史迪仔IP的发布等，带动行业渗透率加速提升。

②**产业链上下游的扩散标的还在挖掘中：**积木/卡牌/毛绒玩具等品类高增长浪潮下，上游IP发行/中游工厂类供应链/下游IP渠道等，仍有不断标的涌现，优选各环节稀缺卡位的标的。

图表：IP潮玩公司商业模式分类



资料来源：各公司公告，久谦，国金证券研究所

图表：晨光与腾讯签约IP联名，提高IP战略地位



图表：宠物、潮玩线上主流平台规模体量及增速

		24线上GMV体量 (亿元)	24GMV增速	21-24CAGR
一级行业	潮玩动漫	137.9	12%	25%
二级行业	盲盒	39.0	103%	44%
	手办	9.2	7%	22%
	卡牌	4.5	25%	-2%
一级行业	宠物	502.4	10%	17%
二级行业	猫狗食品	277.8	17%	21%
	猫砂	37.9	14%	21%

2.2 轻工新消费——情绪价值线

2.2.2 潮玩细分板块：集换式卡牌行业高速发展，前景广阔

- 集换式卡牌是一种具有集换性、策略性、收藏性与社交性的IP衍生品。集换式卡牌泛称包括收藏类和竞技类，而集换式卡牌游戏，简称TCG（Trading card game），则偏重竞技性，通过策略性运用卡牌赢得比赛。二者覆盖人群有较大差别，集换式卡牌在国内偏收藏属性，核心客群年龄偏低，集中于8-14岁，而集换式卡牌游戏核心客群集中在18-35岁消费力更高的成年人。
- 中国集换式卡牌市场规模快速扩大，中国集换式卡牌行业的市场规模从2019年的28亿元上涨至2024年的263亿元，CAGR为56.6%。据灼识咨询，预计2029年将达到人民币446亿元。
- 中国集换式卡牌市场集中度高，卡游是行业龙头。2024年，中国集换式卡牌市场CR5为82.40%，排名第一的卡游，GMV为187亿，占据市场份额71.10%；排名第二的集卡社，GMV为12亿元，占据市场份额4.70%。
- 目前已经形成成熟的产业链，上游IP授权，中游（卡游、集卡社等）设计与生产，下游全渠道销售。在这条产业链中，产品端占比55%，渠道端占比45%，其中，IP授权方占3%，产品端占比55%，渠道端占比45%，其中，IP授权方占3%，原材料11%，生产制造2%，其他成本支出17%，卡游净利润22%。

图表：集换式卡牌产业链价值拆分

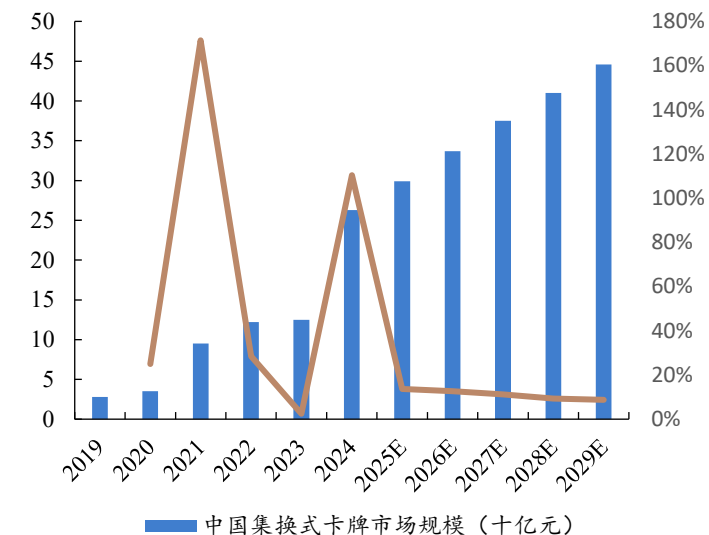


图表：中国集换式卡牌竞争格局

中国集换式卡牌前五大公司			
排名	公司	2024商品交易总额（十亿元）	2024市场份额
1	卡游	18.7	71.1%
2	集卡社	1.2	4.7%
3	公司B	1.0	3.8%
4	公司C	0.4	1.5%
5	公司D	0.4	1.3%

来源：卡游招股说明书，国金证券研究所

图表：中国集换式卡牌市场规模

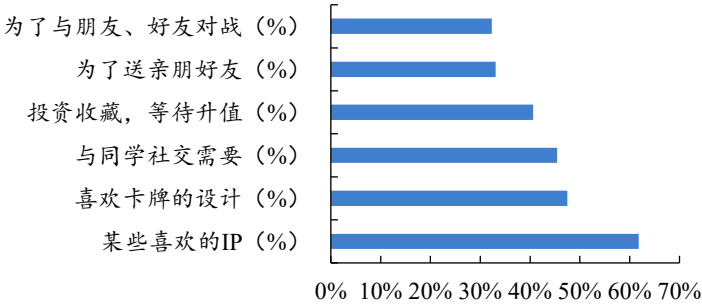


2.2 轻工新消费——情绪价值线

2.2.2 潮玩细分板块：集换式卡牌“低价+高频+强社交属性”的商业模式具有一定优越性

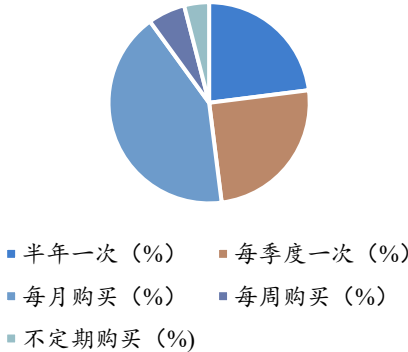
- 从商业模式来看，与其他IP衍生品相比，卡牌核心特质是低价、高购买频率和强社交属性，这三个特质合力促成了卡牌年消费金额的增长。1) 从价格来说，对比盲盒手办（泡泡玛特）和拼搭玩具（布鲁可、乐高、万代），卡游销售均价为2-5元，低于其他潮玩；2) 从购买频率来说，据嘉世咨询，有42%的消费者每月都会购买卡牌，而不定期零星购买者仅占4%；3) 从社交性来说，据嘉世咨询，卡牌购买具有很强的社交属性，驱动因素中社交需求的满足（45.4%），为了送亲朋好友（33.1%）和为了与朋友好友对战（32.3%）。
- 从年消费金额来看，卡牌消费者的整体消费金额较高，并且有望上探。据嘉世咨询，卡牌消费者大多数年消费金额在500元以上，年消费金额在5000元以上的大额消费从2023年的16%上升到2024年的20%。

图表：2024年卡牌购买主要驱动因素



来源：嘉世咨询，国金证券研究所

图表：2024年卡牌消费者购买频次



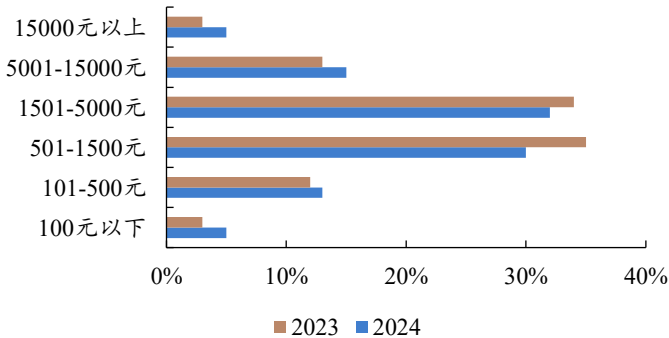
来源：嘉世咨询，国金证券研究所

图表：卡游与其他潮玩商业模式对比

	泡泡玛特	布鲁可	卡游
产品形态	手办	角色拼搭积木	集换式卡牌
产品特点	强设计感、高艺术性、有一定社交装饰属性	强调动手能力与IP还原度	低单价、高复购、卡牌兼具收藏与“社交货币”功能
核心产品定价	60-80元	热销款39元	2-10元
定价逻辑	高溢价依靠IP稀缺性	低价渗透，依赖大IP引流	极致性价比，高频复购
核心客群	18-35岁	6-16岁	8-14岁
支付能力	中等	弱	弱
决策主导方	独立	家长主导	学生自主决策

来源：嘉世咨询、公众号飞跑的鹿、泡泡玛特天猫旗舰店、卡游抖音旗舰店、国金证券研究所整理

图表：2024年卡牌年消费大额消费占比增加



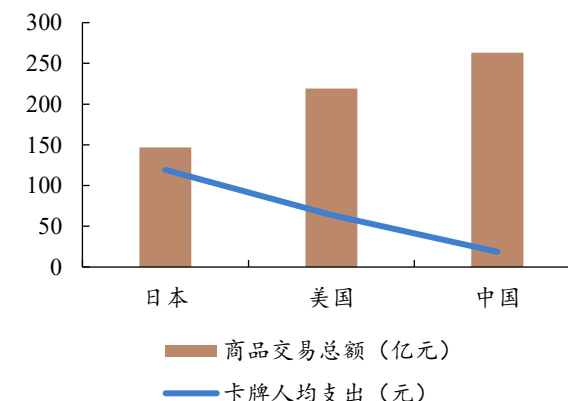
来源：嘉世咨询，国金证券研究所

2.2 轻工新消费——情绪价值线

2.2.2 潮玩细分板块：集换式卡牌 “需求+供给” 双轮驱动，行业量、价和可持续性仍有空间

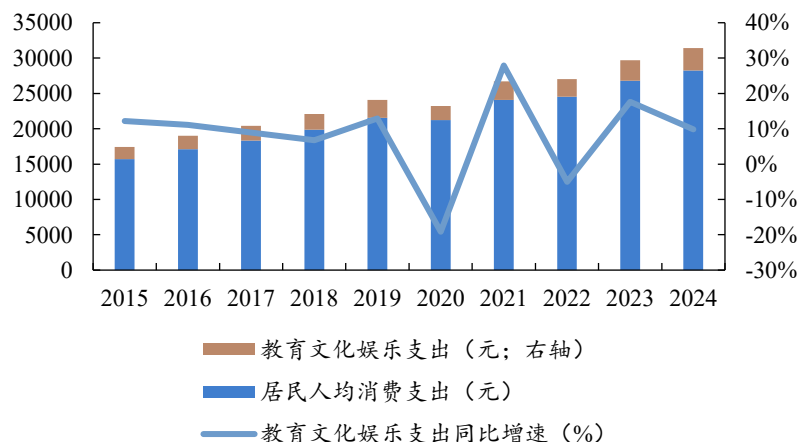
- 需求侧，文娱消费结构性复苏，Z世代成核心消费势力，愿为情绪价值付费。2020-2024年，居民可支配收入持续改善，教育文娱消费支出实现结构性修复，教育文化娱乐支出在居民人均消费占比持续走高，从20年的9.6%到24年11.30%；在消费方面，Z世代“情绪价值+社交货币”双轮驱动的消费特征显著。据凯度咨询，94%的Z世代普遍认同“比起别人的看法，偏向于自己使用时会感觉开心/心情好/感到满足的商品”。
- 供给侧，以卡游为代表的头部卡牌厂商不断创新，满足消费者多样的需求。以卡游为例，卡游从二维度创新性供给，满足消费者需求：1) 生产工艺高超，改善卡牌质感及外观；2) 产品形态丰富，推出立牌手办等产品
- 定性来看发展空间，与海外成熟市场相比，中国集换式卡牌市场量维度、价维度和可持续性均有提升空间。量维度，目前中国集换式卡牌偏收藏性，虽然覆盖人群是8-34岁，但是核心客群年龄比较低，集中在8-14岁，后续偏竞技性的集换式卡牌游戏的开发有利于人群的覆盖范围上探，往高消费能力人群渗透，客群数量增加。价维度，中国集换式卡牌市场规模赶超美日，人均支出有较大增长潜力。中国集换式卡牌人均支出不足美国的三分之一，不足日本的六分之一。可持续性维度，借鉴日本市场经验，热门大IP与卡牌游戏之间将会形成一个良性循环，随着国内赛事布局越来越丰富，将带动行业景气度提升。

图表：中、美、日集换式卡牌人均支出情况



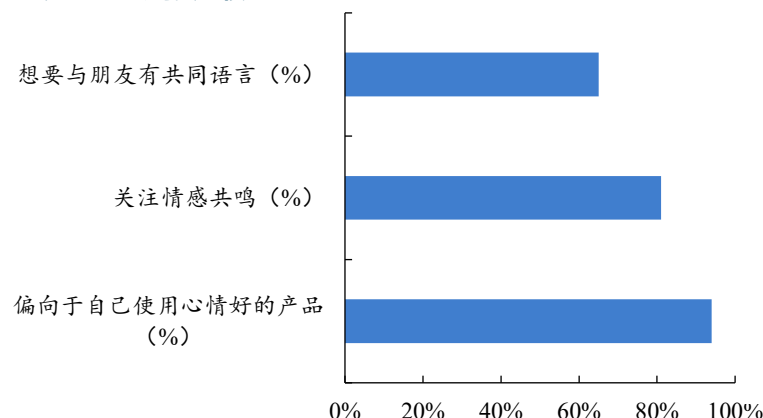
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表：居民人均消费支出与教育文化娱乐支出



来源：Wind，国金证券研究所

图表：Z世代消费习惯



来源：凯度咨询，国金证券研究所

图表：卡游推出各类卡牌丰富消费者体验



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.2 轻工新消费——情绪价值线

2.2.3 潮玩细分板块：拼搭角色类玩具行业快速扩容，发展势头强劲

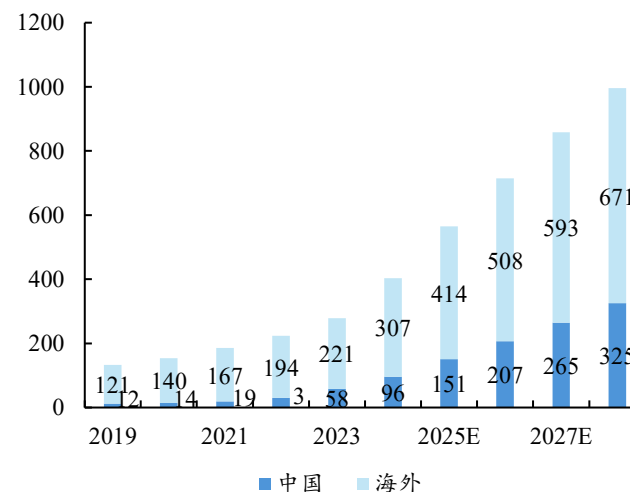
- 拼搭角色类玩具是一种结合拼搭积木与角色扮演功能的IP衍生品，用户需要用各种组件来拼搭为特定IP。这类玩具多通过模块化设计和故事化场景，满足儿童的创造力、动手能力和社交需求。相比非拼搭类玩具，拼搭类玩具具有更高的互动性，具备更强的可玩性和益智性。
- 拼搭角色类玩具市场是全球玩具行业中增长速度最快的细分品类，全球市场和中国市场均展现出强劲的发展势头。市场扩容驱动力主要来自消费客群的拓展、IP生态联动、情绪价值经济的驱动、家长对益智功能需求玩具的刚性提升。
- 全球市场来看，全球拼搭角色类玩具市场从2019年的132亿元增长至2023年278亿元，CAGR为20.5%，渗透率从5.1%提升至8.0%，预计2028年将达到996亿元，渗透率达到18.4%。中国市场来看，拼搭角色类玩具市场增速可观，从2019年的12亿元增长至2023年的58亿元，CAGR49.6%。预计2028年达到325亿元规模，渗透率从23年的18.4%提升至28年的35.6%。
- 拼搭角色类玩具市场集中度高，2023年，拼搭玩具全球市场前三名为万代、乐高、布鲁可市占率分别为39.5%/35.9%/6.3% CR3达81.7%；拼搭玩具中国市场中，布鲁可龙头地位稳固，市占率30.3%，万代和乐高市占率分别为20%和14.8%，CR3为65.1%

图表：全球拼搭角色类玩具竞争格局

全球拼搭角色类玩具前五格局		
	23年GMV (亿元)	市场份额
万代	110	39.50%
乐高	100	35.90%
布鲁可	18	6.30%
TOP 4	9	3.20%
TOP 5	6	2.20%

来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，国金证券研究所

图表：全球拼搭角色类玩具市场规模



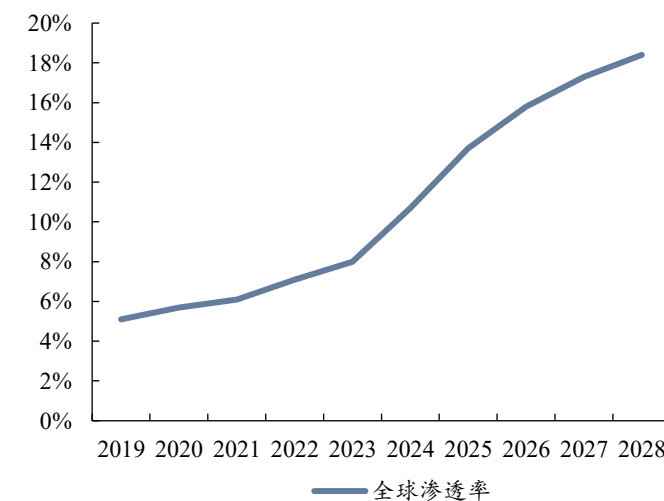
来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，国金证券研究所

图表：中国拼搭角色类玩具竞争格局

中国拼搭角色类玩具前五格局		
	23年GMV (亿元)	市场份额
布鲁可	17	30.30%
万代	12	20.00%
乐高	9	14.80%
TOP 4	6	10.40%
TOP 5	1	1.40%

来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，国金证券研究所

图表：全球拼搭角色类玩具市场渗透率



来源：公司招股书，国金证券研究所

2.2 轻工新消费——情绪价值线

2.2.3 潮玩细分板块：拼搭角色类玩具行业龙头商业模式迥异，IP为基，情绪价值为核，差异化竞争构建护城河

- 从共性而言，三者均以IP为核心竞争力，通过授权或原创IP构建产品矩阵，而IP赋予产品情绪价值，驱动用户为“情怀”付费。
- 从差异性而言，布鲁可、万代和乐高在价格、客群、IP类型和渠道方面差异较大。布鲁可的崛起依凭的是效率与规模，主要以授权IP为主，借助国内优秀的供应链以低价策略补位低龄市场，以快速迭代和渠道下沉脱颖而出；乐高突出的特点是全年龄段覆盖、丰富的创造性带来的教育价值以及全球化运营，IP方面既有全球化IP也有原创IP的孵化，定位“创造力工具”，价格天花板更高，在渠道方面重点布局一线城市，兼顾B端渠道和线上渠道的布局；万代通过具有很强的生命力的自有IP矩阵，通过动画、游戏和主题展联动，提供沉浸体验，动漫IP的深度运营搭配收藏属性，形成较高黏性的社群，并且通过IP授权分层管理，保障稀缺性。

	产品特色	差异化优势	客群特征	IP策略	IP	价格带	渠道特点	用户粘性	毛利率水平
布鲁可	高性价比、盲盒经济、低龄化	低价策略+快速迭代+渠道下沉	6-16岁儿童	授权IP为主	英雄无限、奥特曼、圣斗士星矢、变形金刚、宝可梦等	9.9-3999（门槛相对较低），热销款多为30元+	低价+高频经销网络覆盖下沉市场	盲盒经济驱动高频消费	52.6%
乐高	创意拼搭、场景化体验	全年龄段覆盖+创造性强+全球化运营+渗透学校STEM课程	全年龄段（侧重青少年/成年人）	全球IP合作+原创IP	乐高得宝、超级马力欧、迪士尼、幻影忍者、漫威等	39-5000（高端线为主），热销款多为89元+	直营实体店（全球1096家）+分销代理+电商（官网/平台），业务覆盖区域广	创意拼搭+教育属性	68.3%
万代	角色还原、收藏级工艺	动漫IP深度运营+收藏属性+高粘性社群	动漫IP粉丝及收藏爱好者	自有IP主导	高达、奥特曼、假面骑士、航海王、龙珠、火影忍者等	9.9-4500（中高端覆盖），热销款多为45元+	经销代理+线上直营+少量线下店（如高达基地），聚焦高线城市	收藏文化+社群运营	41.7%

2.2 轻工新消费——情绪价值线

2.2.4 宠物：景气度横向比较具备稀缺性

✓ 宠物板块：国产品牌强消费者洞察下的产品迭代能力优于外资、OEM 凭借海外优质产能布局份额抗风险能力强。

1) 品牌格局展望：国产替代趋势不变，24年或是品牌集中度提升新【元年】。渠道快速变化的趋势有所弱化，头部品牌体量已形成一定规模，强者恒强带动头部集中度提升，线上23/24/25Q1 TOP5 国产化率13.5%/16.4%/17.1%。

2) 一线/准一线公司进入毛销差提升期，后续品牌势能分化来源是产品力：

①乖宝等宠食头部公司在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，逐步进入到基础研究赋能研发，能力断层式领先确定性强；中宠24Q3起重整三大品牌，主品牌顽皮借助小金盾大单品系列快速突破，品牌营销运作能力在迭代过程中，加速成长态势突出。

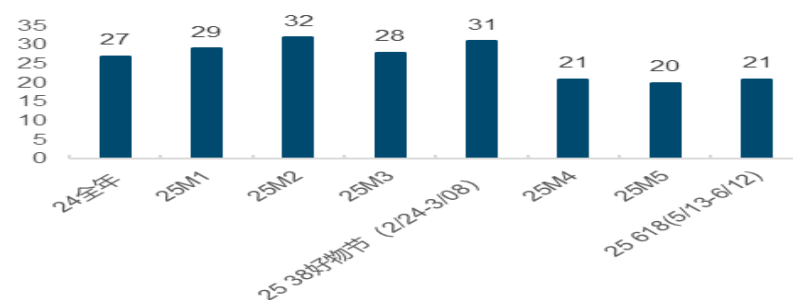
②产品力&产品策略：短期是内容卖点洞察&表达，中长期是底层研发实力。宠物主产品需求从简单的高营养转化为细分化健康功效（美毛/肠胃类/黑下巴等），供应链保障的基础上，差异化卖点从简单的品类进阶（膨化/烘焙等）升级至配方类，重点观察重点大单品产品力进阶情况。

资料来源：蝉妈妈，久谦，国金证券研究所

图表：线上宠物食品品牌格局变化

排名+品牌	2021	2022	2023	2024	2025Q1
1	皇家Royal Canin 6.63%	麦富迪Myfoodie 6.80%	麦富迪Myfoodie 7.05%	麦富迪Myfoodie 7.12%	麦富迪Myfoodie 7.46%
2	麦富迪Myfoodie 6.53%	皇家Royal Canin 5.90%	皇家Royal Canin 5.74%	皇家Royal Canin 6.14%	皇家Royal Canin 7.02%
3	渴望Orijen 4.35%	渴望Orijen 3.71%	网易严选 3.90%	网易严选 3.70%	蓝氏Legend Sandy 3.23%
4	爱肯拿Acana 4.23%	网易严选 3.30%	渴望Orijen 2.76%	蓝氏Legend Sandy 2.86%	鲜朗 3.19%
5	伯纳天纯Pure&natural 3.22%	伯纳天纯Pure&natural 2.81%	伯纳天纯Pure&natural 2.55%	鲜朗 2.68%	网易严选 3.18%
6	凯锐思Keres 3.09%	爱肯拿Acana 2.55%	爱肯拿Acana 2.20%	诚实一口 2.52%	弗列加特Fregate 2.89%
7	素力高Solid gold 2.12%	卫仕Nourse 2.38%	蓝氏Legend Sandy 2.05%	渴望Orijen 2.39%	诚实一口 2.74%
8	冠能Pro Plan 2.12%	凯锐思Keres 2.31%	卫仕Nourse 1.85%	伯纳天纯Pure&natural 2.29%	渴望Orijen 2.31%
9	疯狂小狗 2.01%	素力高Solid gold 1.76%	天然百利Instinct 1.72%	爱肯拿Acana 2.04%	天然百利Instinct 2.03%
10	卫仕Nourse 1.93%	天然百利Instinct 1.63%	凯锐思Keres 1.72%	弗列加特Fregate 2.02%	爱肯拿Acana 2.01%
11	网易严选 1.73%	阿飞和巴弟Alfie&buddy 1.57%	素力高Solid gold 1.70%	天然百利Instinct 1.90%	伯纳天纯Pure&natural 2.00%
12	滋益霸维Ziwi 1.71%	冠能Pro Plan 1.54%	冠能Pro Plan 1.68%	卫仕Nourse 1.82%	卫仕Nourse 1.63%
13	比瑞吉Nature Bridge 1.65%	滋益霸维Ziwi 1.52%	醇粹Purich 1.61%	冠能Pro Plan 1.78%	凯锐思Keres 1.55%
14	顽皮 1.46%	顽皮 1.50%	诚实一口 1.61%	凯锐思Keres 1.66%	冠能Pro Plan 1.54%
15	耐威克Navarch 1.35%	疯狂小狗 1.44%	鲜朗 1.40%	醇粹Purich 1.47%	疯狂小狗 1.50%
16	力狼 1.35%	力狼 1.35%	阿飞和巴弟Alfie&buddy 1.39%	疯狂小狗 1.30%	素力高Solid gold 1.26%
17	比乐Bile 1.31%	唯喔Wowo 1.34%	滋益霸维Ziwi 1.38%	素力高Solid gold 1.28%	唯梵思 1.18%
18	天然百利Instinct 1.30%	蓝氏Legend Sandy 1.33%	唯梵思 1.37%	唯梵思 1.24%	醇粹Purich 1.18%
19	纽顿Nutram Number 1.06%	江小傲 1.32%	疯狂小狗 1.29%	阿飞和巴弟Alfie&buddy 1.24%	阿飞和巴弟Alfie&buddy 1.13%
20	好主人Care 1.05%	唯梵思 1.10%	力狼 1.17%	滋益霸维Ziwi 1.09%	全谷Golden Tales 1.03%
CR5	24.96%	22.52%	22.00%	22.50%	24.1%
CR10	36.23%	33.15%	31.54%	33.76%	36.1%
CR15	44.13%	40.72%	39.54%	42.39%	44.28%
CR20	50.20%	47.16%	46.14%	48.54%	50.06%
Top5国产化率	9.8%	12.9%	13.5%	16.4%	17.1%
Top10国产化率	16.8%	17.6%	19.1%	23.2%	22.7%
Top20国产化率	27.7%	28.6%	29.0%	31.9%	33.9%

图表：中宠旗下顽皮借助“小金盾”大单品系列抖音排名边际提升

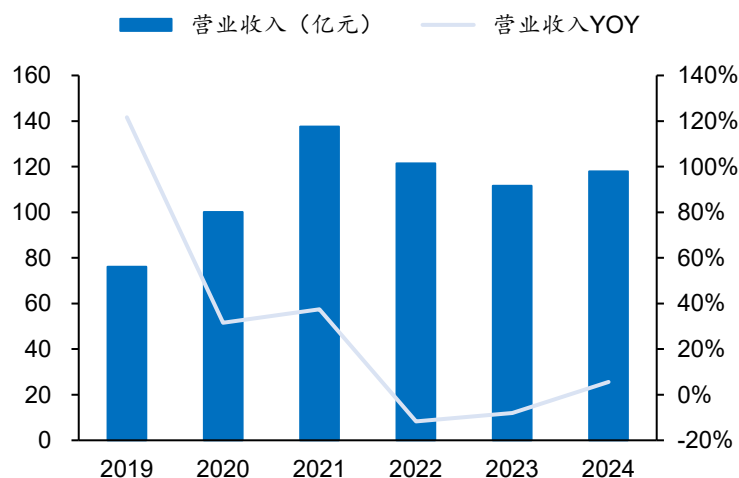


2.3 轻工新消费——重点标的梳理

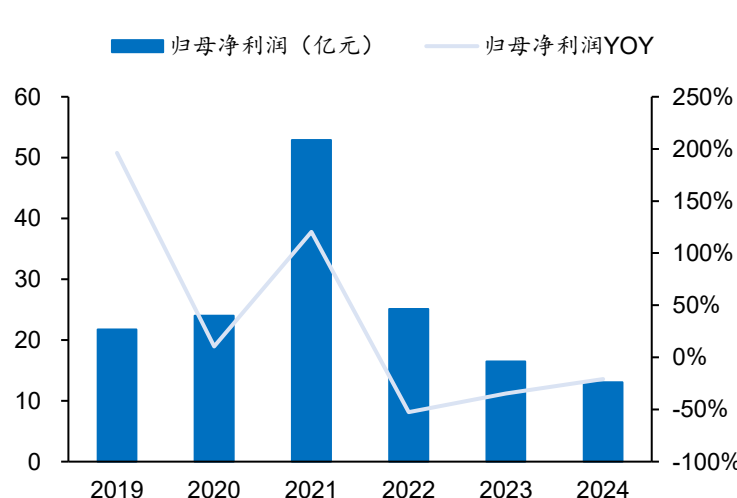
2.3.1 功能价值线：新型烟草——思摩尔国际：绑定核心客户，HNB业务成长性值得期待

- **雾化电子烟：充分受益美国打击非法+欧洲限制一次性烟，合法换弹及开放式大烟有望持续扩容。**美国FDA通过跨部门联合执法、建立进口电子烟溯源系统等，持续加大对非法电子烟的打击力度。同时FDA新审批通过新口味换弹式产品的上市申请，且蓝牙验证技术为防止青少年使用电子烟产品提供技术保障。长期看，过去几年美国非法电子烟的市占率长期保持在70%以上，后续合法市场的扩容空间巨大。欧洲各国全面禁售一次性烟的进程明显加快，2025年6月起欧洲第一大一次性烟市场英国正式禁售一次性烟后，换弹式产品上市的SKU数量激增，表明相应消费需求正向换弹式产品转换。且欧洲地区是思摩尔自营开放式大烟销售的核心市场，预计开放式大烟也可承接部分一次性烟需求。
- **英美烟草有序推广HNB新品glo hilo，相关业务成长性值得期待。**继2024年11月在塞尔维亚市场试点销售后，英美烟草于6月初在日本正式上市glo hilo。根据相应调研反馈来看，日本版glo hilo与IQOS整体性能相当，且价格也对标IQOS系列。英美烟草在日本的营销渠道已较完善，目前宣发资源也多向glo hilo倾斜，日本市场销售业绩值得期待。思摩尔作为英美烟草在HNB领域的核心代工商，glo hilo全球推广节奏明确可预期，公司有望充分受益于英美烟草在HNB高端领域的快速成长，为公司带来业绩增长新增量。

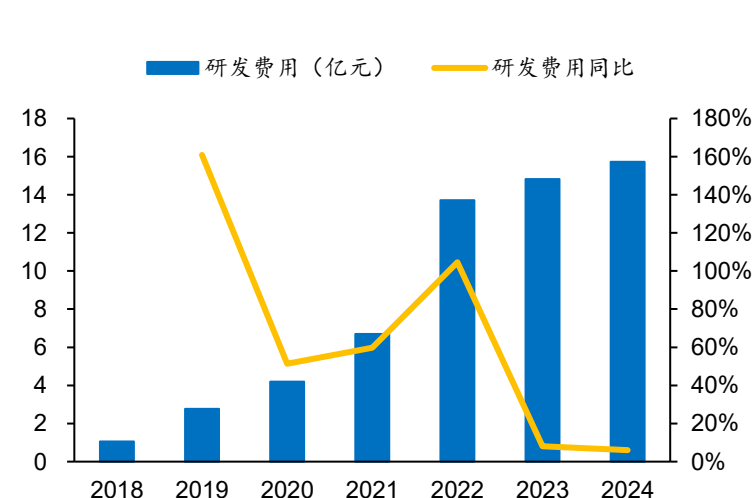
图表：思摩尔营业收入变动



图表：思摩尔归母净利润变动



图表：思摩尔持续保持较高研发投入

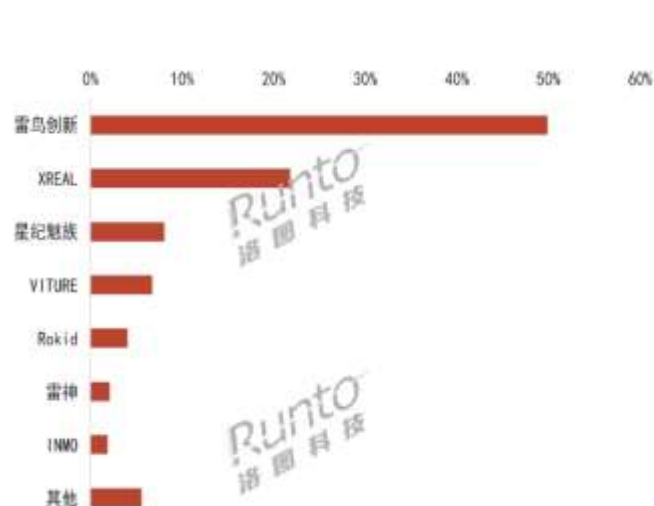


2.3 轻工新消费——重点标的梳理

2.3.1 功能价值线：AI+眼镜——康耐特光学：产业链核心标的，深度合作核心大厂

- **投资建议：**建议重点关注围绕镜片产业链进行积极布局：1) 镜片制造端：强供应链能力加持、定制化差异化能力，绑定头部企业的眼镜龙头有望优先受益。伴随部分大厂带显产品的推出，产品形态不断优化，镜片三合一方案对镜片的厚度/质量要求更高，首推和头部大厂深度合作的眼镜制造标的。主要标的康耐特光学、明月镜片。2) 渠道服务商：AI眼镜需要线下专业验配服务（如视力矫正、瞳距调整等），渠道卡位关键，完成“最后一公里”。
- **康耐特光学：**产业链核心标的，深度合作核心大厂，歌尔配售+买老股形式股权占比达20%，优质制造工艺（先进的车房、自动化、高折射工艺和原料资源获取能力）获得认可。一方面因为搭上AI眼镜产业链，获得歌尔的投资，获得了下游外资大客户的认同，后期兑现度会更强，短期进入国内AI眼镜也可期待，看好量产后产品结构的优化带来盈利能力的优化；另一方面传统业务自主品牌建设深入，产品端通过高折射、定制镜片差异化的战略方向保持双位数的增长。

图表：2025Q1 中国(AR眼镜和AI拍摄眼镜)线上市场主要品牌销量份额



图表：RayBan MetaBOM成本拆分（除主板外）

器件名称	品牌	单价 (美元)	数量	总金额 (美元)
镜片/镜架	雷朋	13	1	13
麦克风	歌尔	0.5	5	2.5
LED灯	其他	0.1	2	0.2
摄像头	索尼	9	1	9
IMU	STMicroelectronics	1.2	1	1.2
IMUPCB	其他	0.2	1	0.2
音频芯片	Analog Devices	0.6	1	0.6
电池	德赛	1.5	1	1.5
触摸条	其他	2.6	1	2.6
喇叭	歌尔	1.5	2	3
其他	其他	4.5	1	4.5
合计				38

图表：康耐特光学对XR眼镜业务的跟进路线

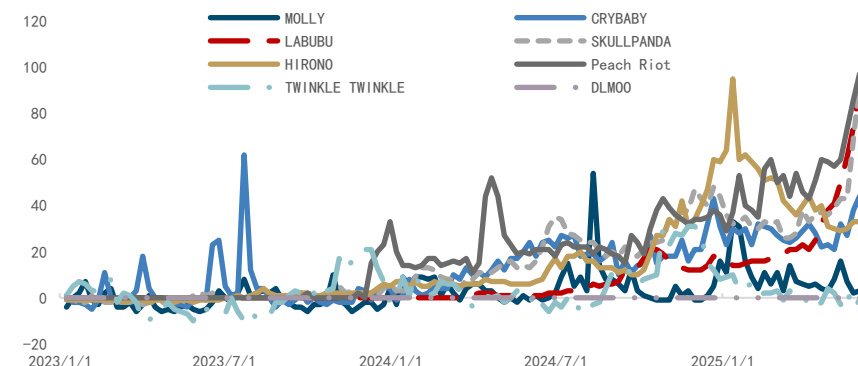


2.3轻工新消费——重点标的梳理

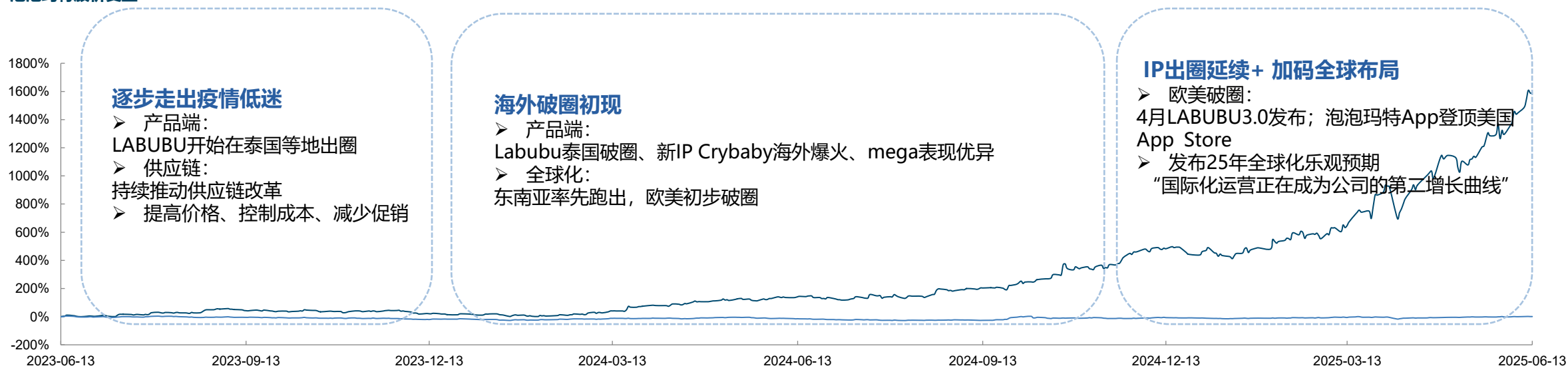
2.3.2 情绪价值线：潮玩类——泡泡玛特：“世界工厂”向“全球创意中心”的范式转换领头羊

- **产品端：**凭借成熟的孵化与运营机制，构建极具竞争力的IP全链平台。新品发售节奏印证差异化产品创新力，出圈之路证明了IP潮玩行业运营能力（明星种草社交分发扩散等）仍在创新探索阶段、后续多点开花值得期待。
- **IP运营周期：**多元化IP变现模式，有效延长IP生命周期、多线运作能力持续验证，主IP the Monsters仍在势能上行期未见天花板，Labubu 3.0再度全球火爆验证IP引领创新力，Molly借助MEGA、Baby molly等成功发展为长线IP。
- **出海：**从经销、快闪到DTC，区域方向从日韩→东南亚→欧美，伴随能力夯实由近到远辐射全球；labubu出海，关注从“世界工厂”向“全球创意中心”的范式转换

图表：泡泡玛特各Ip谷歌热度搜索提升幅度（以23/1/1为基准）



图表：泡泡玛特股价复盘



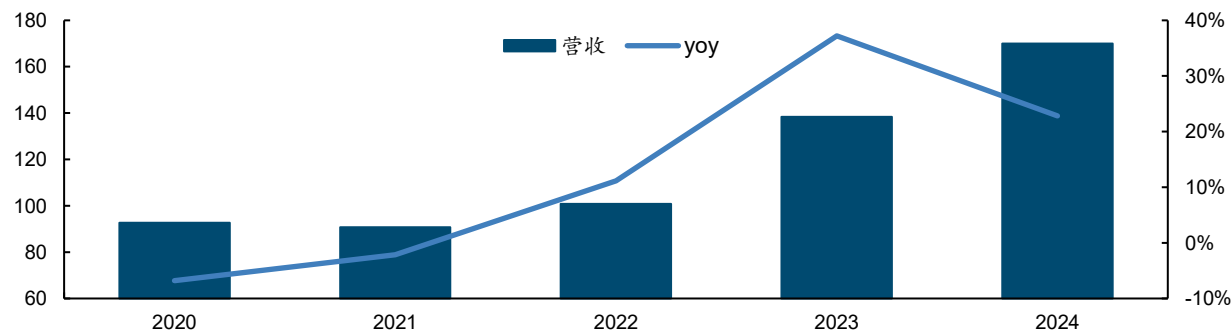
资料来源：公司公告，谷歌，国金证券研究所

2.3轻工新消费——重点标的梳理

2.3.2 情绪价值线：潮玩类——名创优品：国内同店修复、IP能力迭代、全球化扩张领先

- 性价比+IP升级：IP是集团战略重心，顺应多层次消费趋势多货盘精细化管理，带动毛利率稳步提升
- 国内：1) 名创：单店运营效率持续改善，25Q1保持良好回升态势，门店日均销售额同比降幅较前期明显收窄，后续跟踪IP能力优化带动的持续回升，例如与IP潮玩类的独家发售合作等；2) Top toy：加速展店中，一季度门店数量为280家，同比+120家。
- 全球扩张：先发优势保持，重点推进欧美等高端市场的直营业务布局，短期美国精细化调整同店改善可期。

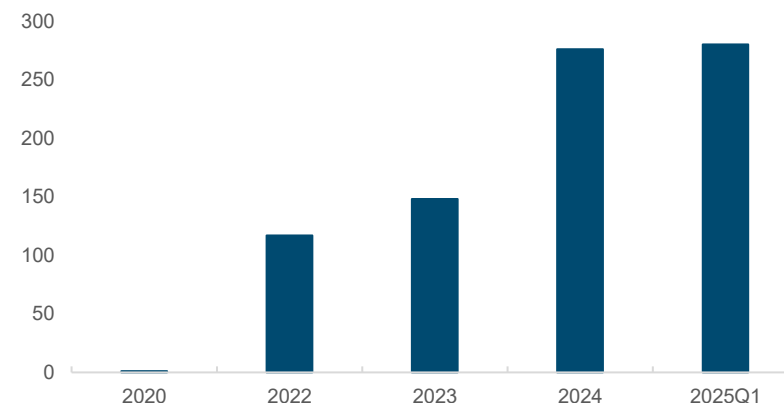
图表：名创优品营收及同比（亿元/%）



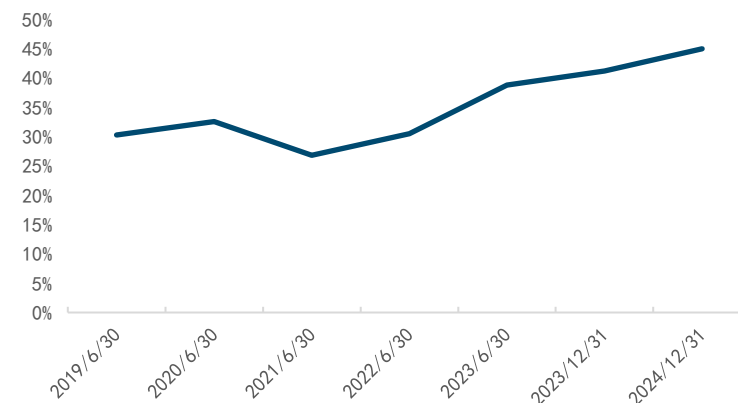
注：2023、2024财年营收截至日期变更为12月31日，此前为6月30日。

资料来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

图表：TOP TOY门店数量（家）



图表：名创优品毛利率（%）



2.3轻工新消费——重点标的梳理

2.3.2 情绪价值线：潮玩类——晨光股份：传统业务聚焦产品力，IP赋能注入新活力

- IP战略提升（近期腾讯战略合作）、品类丰富度提升、渠道范围更广：1) 2025年晨光宣布与国漫顶流平台腾讯视频达成战略合作，推出《剑来》《仙逆》《斩神》三大国漫IP全新联名产品。2) 旗下九木杂物社依托“场景化消费+P衍生开发”模式，24年拥有741家店面，同比+123家。3) 子公司潮玩品牌奇只好玩，聚焦自主IP孵化、IP运营、品牌联名开发及潮玩衍生品业务，深入拓展“二次元IP”领域。
- 总部转型态度显著，看好能力的构建和迭代，3Q业绩有望拐点，短期跟踪新货盘动销、中期持续跟踪IP战略对传统&小店业务的优化节奏。

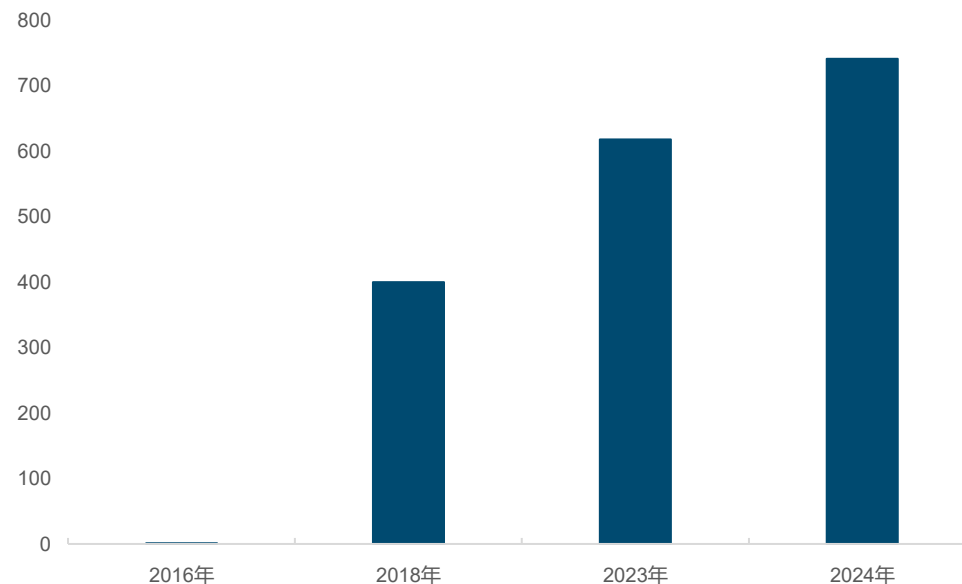
图表：子公司奇只好玩IP联名



图表：九木杂物社产品



图表：九木杂物社门店数量（家）

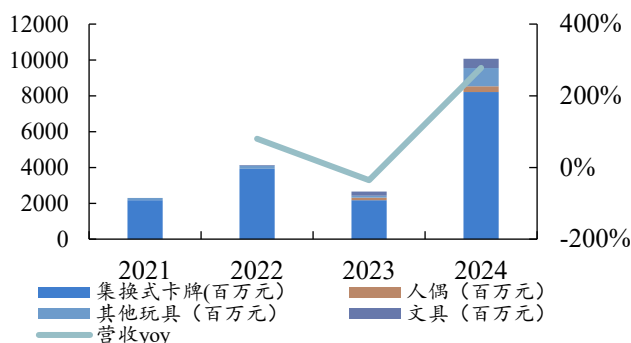


2.3轻工新消费——重点标的梳理

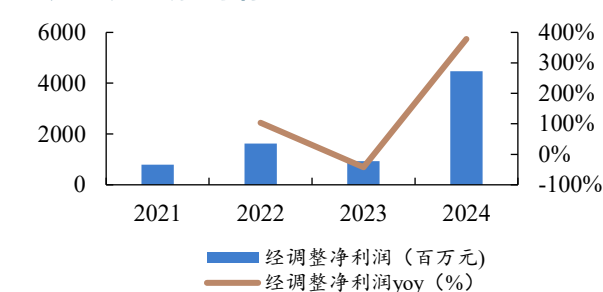
2.3.2 情绪价值线：集换式卡牌——卡游：行业龙头，“IP+渠道”构建深厚竞争壁垒

- **卡游是集换式卡牌行业的龙头。**据商品交易总额计，2024年卡游集换式卡牌行业市占率为71%。2024年公司营业收入100.57亿元，同比增长接近280%，经调整净利润达到44.66亿元，同比增长378.27%。
- 公司的经营模式可以梗概为以IP为核心（五大IP贡献86%营收），高毛利（毛利率67%）、单次消费价格低（销售均价2-5元）和直接材料与IP授权费用为主要费用支出（销售成本占比59%/23%）。
- **卡游在IP和渠道方面已经形成了坚固的护城河，龙头地位稳固，可享行业快速扩容红利。**
- **IP方面：公司IP采购与IP运营实现双向赋能。**基于强大的现金流和过硬的IP运营实绩，公司能够争取到头部IP的授权，为IP运营保证了受众基础；多个头部IP运营机会不仅增加了公司卡牌出圈的机会，为公司创收。
- **渠道方面：拥有强大的渠道把控力，公司渠道把控力体现在三个维度：稳定性、广度和精度。****稳定性方面**，公司经销商当年留存比例逐步攀升，从21年58%上升至24年83%；**广度方面**，公司增加KA渠道的布局，24年KA渠道的收入为企业贡献超过10%，地域布局方面，公司经销商遍布全国31个省，加盟商经营的卡游中心已达到351个。**精度方面**，公司直营渠道线上店和线下店的单店收入均呈上升趋势。

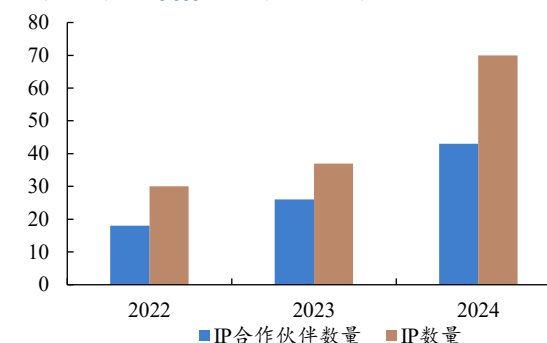
图表：公司营业收入



图表：公司经调整净利润



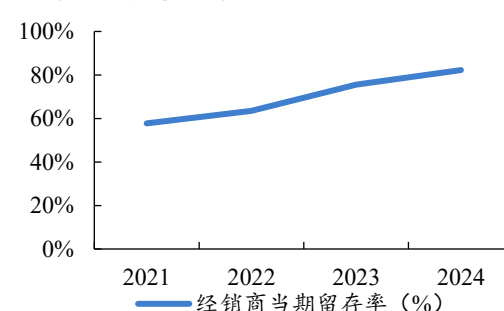
图表：公司IP合作伙伴数量与IP数量



图表：公司主要IP以及授权到期时间

IP名称	主要产品类型的IP来源	IP授权协议初始执行时间	续期次数	授权到期时间
奥特曼	非独家授权	2018年	4	2029年
叶罗丽	集换式卡牌独家授权；文具非独家授权	2019年	2	2033年
小马宝莉	非独家授权	2020年	4	2029年
火影忍者	非独家授权	2020年	2	2027年
斗罗大陆动画	非独家授权	2020年	2	2026年
IP A	非独家授权	2022年	2	2026年
蛋仔派对	非独家授权	2023年	-	2025年
卡游三国	自有	-	-	-

图表：经销商留存比例



图表：公司直营渠道单店收入

	2022	2023	2024
线下直营 (百万元)	133.3	94.1	153.3
占直营渠道营收比例	61.77%	35.97%	20.33%
yoy		-29.41%	62.91%
线下旗舰店数量	30	33	32
单店收入 (百万元)	4.44	2.85	4.79
线上直营 (百万元)	82.5	167.5	600.6
占直营渠道营收比例	38.23%	64.03%	79.67%
yoy		103.03%	258.57%
线上自营店数量	7	12	13
单店收入 (百万元)	11.79	13.96	46.20

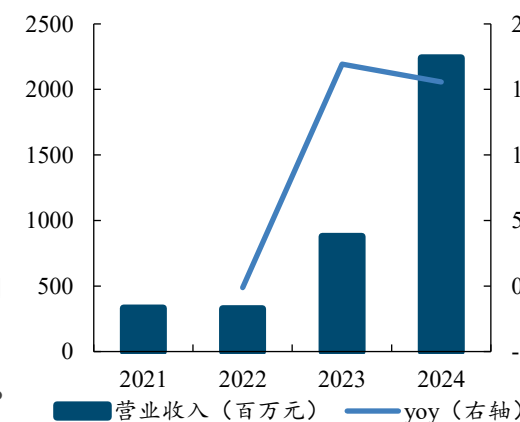
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.3轻工新消费——重点标的梳理

2.3.2 情绪价值线：拼搭角色类玩具——布鲁可：“质价比+渠道积淀”领跑行业，“全人群+全价格带+全球化”带来充足成长动能

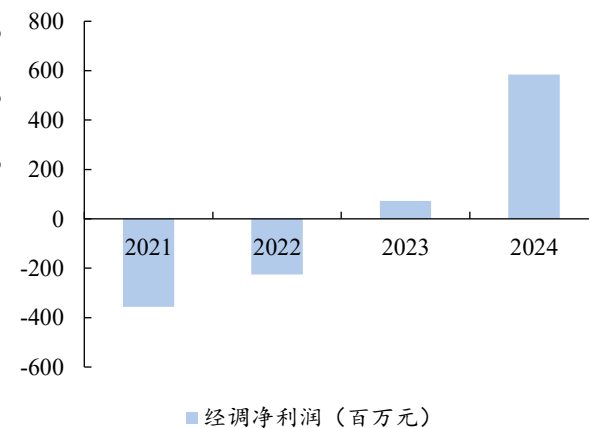
- 据弗若斯特沙利文，23年布鲁可在拼搭角色类玩具市场是中国第一，世界第三，市占率分别为30.3%/6.3%。24年公司营收22.4亿元，同比增加155.6%，经调整净利润5.85亿元，经调整净利率为26.1%。
- 公司之所以超越海外巨头成为中国拼搭角色类市场第一，定位准确主打质价比和线下渠道积淀是公司成功的关键。**首先，质价比分为三个维度：公司产品价格，IP矩阵和SKU数量。价格方面，公司依凭国内产业链优势，价格段错位竞争，热销产品价格多为39元；IP矩阵方面，公司已经有拥有约50个IP；在SKU数量方面，公司上新速度快，成功率高，平均上新周期仅为6-7个月，2024年底已经实现了682个SKU的多元化产品组合，并预计在2025年推出800个SKU。**这意味着相比乐高和万代多年积淀的海外巨头，布鲁可瞄准市场空白，能够为消费者提供更低价格，较为丰富的IP矩阵和更多样的选择，成为质价比的优选。**渠道方面，公司以线下经销店为主，网点覆盖广抢占校边店货架，至24H1已覆盖约15个线下网点，24年线下经销渠道贡献收入占整体收入的92.1%。
- 展望公司未来发展前景，“全人群+全价格段+全球化”将为公司带来充足发展动能。首先，人群方面，公司在24年底，通过推出新世纪福音战士、初音未来等多款产品，扩容16岁以上年龄段的客群，并且25年预计推出包括三丽鸥、名侦探柯南、哈利波特和小黄人等产品增加女性客群占比；其次，在价格段完备的基础上，公司进一步挖掘下沉市场潜力，24年底推出了9.9元的《变形金刚星辰版》；最后，公司出海业务已经起步，至24年底公司已经拥有24项海外授权专利，海外销售收入由23年的1.04亿元增长518.2%至24年的6.42亿元。24年公司亚洲/北美/海外其他营收3922/1654/847万元，合计6422万元，在整体营收中占比2.9%。

图表：公司营收及同比变化



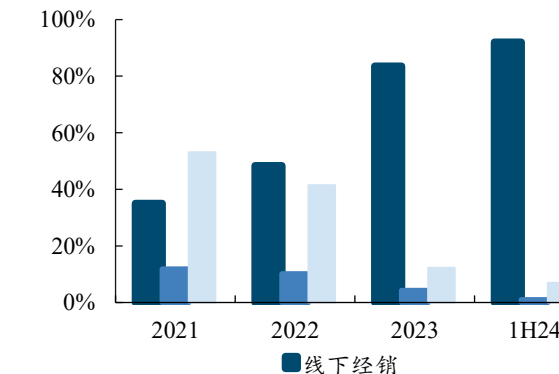
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表：公司经调整净利润



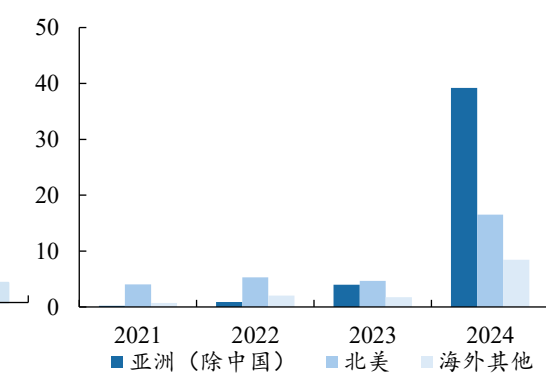
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表：销售渠道贡献收入占比



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表：公司海外营收 (单位：百万元)



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

2.3轻工新消费——重点标的梳理

2.3.2 情绪价值线：宠物类——乖宝宠物、中宠股份

➤ **乖宝宠物：国内宠食品牌领跑者，品牌布局完善，成长路径清晰。**基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代，且凭借强大线上精细化运营力实现持续领先。看好两大驱动：

- 1) +主品牌麦富迪推出BARF系列，主推烘焙粮等新品类加快主流价格带布局，高端副牌弗列加特对标外资高端品牌积极破圈拓新，保持高速增长，中期看好国货优质自主品牌份额持续提升。
- 2) 高毛利线上直营渠道加速发展，强化品牌触达。敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，凭借精准营销与内容驱动，人群资产有效扩容。

➤ **中宠股份：自主品牌加速成长、品牌势能提升，海外本土化产能先发优势壁垒显著。**

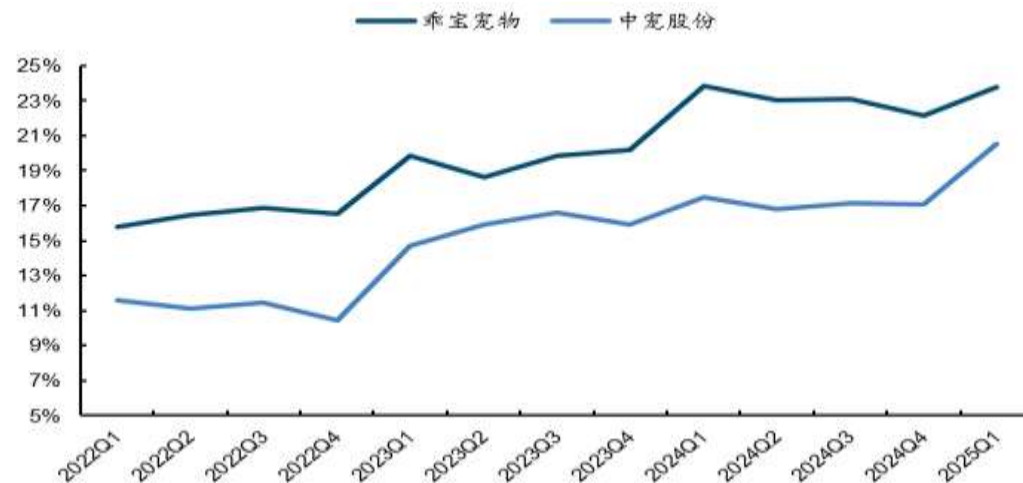
- 1) 国内：顽皮为主线，ZEAL+领先定位清晰有望高速增长，股权激励政策下，看好后续伴随资源投放效率提升，盈利能力和行业份额加速提升。
- 2) 全球化产业链：公司在美国、加拿大、新西兰等国家前瞻布局设立工厂，关税背景下产能布局相对优势凸显，中期份额提升、高质成长可期。

资料来源：iFIND，国金证券研究所

图表：中宠股份股价复盘



图表：中宠、乖宝分季度毛销差进入提升趋势



03 造纸&包装：关注格局优化，优选红利方向

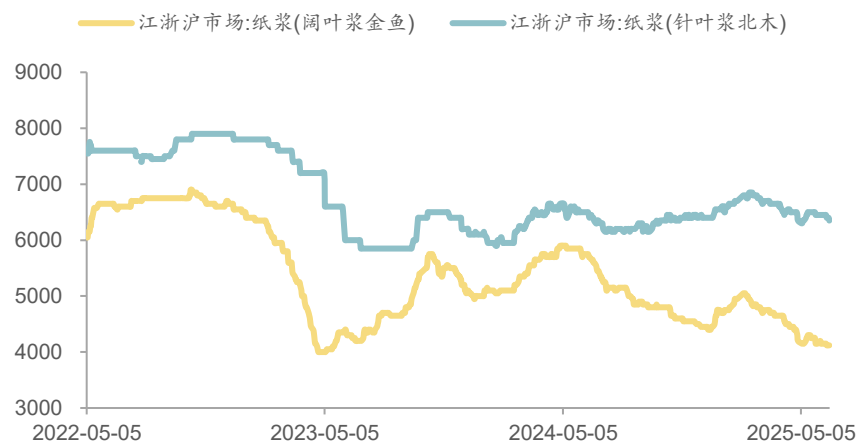
3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

3.1 造纸行业

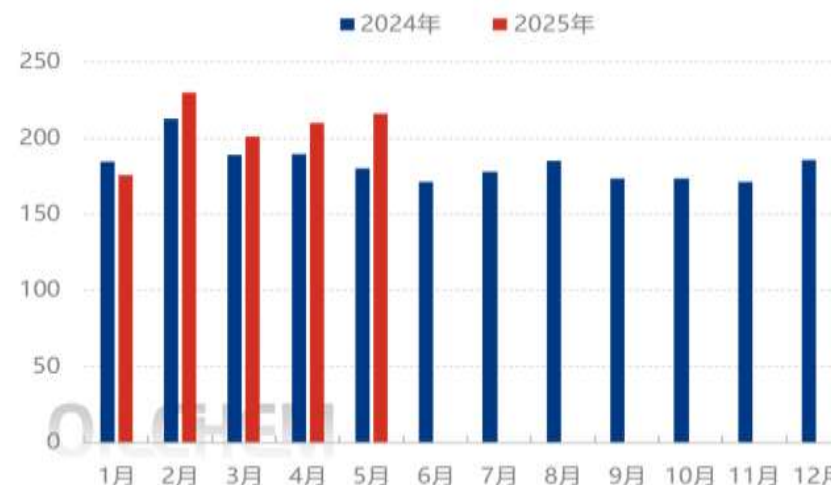
3.1.1 板块回顾：纸浆价格处于下行通道，纸价短期保持企稳态势

- **25H1纸浆价格处于下行通道。**回顾24年及25Q1造纸板块表现，由于下游需求修复趋势和节奏弱于预期，大部分纸种库存基于渠道较低的预期处于低位，纸浆价格自24年初以来不断攀升至前期高点后，6月起开始逐步下行，24年7月以来受供给端产能投放/欧洲补库结束影响进入下行通道。纸浆价格于25年初期保持上涨后在3月以来持续下跌，整体呈现先升后降的态势，预计主因国际浆厂进入密集检修转产期使短期供给受限，且纸浆港口库存仍处高分位，内需疲软的同时因美国关税影响外需预期走弱，市场采购意愿不高，多重因素压制下浆价呈下跌趋势。虽然部分纸企发布涨价函以期改善盈利表现，但大部分纸种价格仍处较低分位，涨价函实际落地效果仍有待观察。头部纸企前期已规划产能集中投放，市场整体处于供大于求的竞争格局，叠加下游需求不振使企业订单减少，对企业盈利表现造成较大影响，大部分纸企24Q4&25Q1盈利能力环比显著收窄。
- 5月以来，国际浆厂持续下调纸浆外盘报价。巴西对中国发运纸浆量同比大幅提升，预计7-8月集中到港。且国内纸浆主流港口样本库存水平环比累计明显，纸浆供给压力较为突出。6月上旬起，多数纸厂促涨意愿仍较强烈，涨价幅度在20-50元/吨之间。上游纸浆库存压力仍在，传统淡季下下游需求支撑作用有限，预计纸价短期将保持企稳态势。
- 后续研判：由于造纸下游需求以广谱性消费为主，整体景气度与整体社零消费相关性较强，后续盈利修复弹性关键在价格，背后是内需消费支撑。在经营活动环比改善预期下，叠加25年以来行业资本开支节奏明显放缓，市场供需矛盾得到一定缓解，预计中期纸价温和修复下支撑纸企盈利稳健修复。

图表：纸浆价格变动



图表：2024-2025年国内主流港口库存水平（万吨）



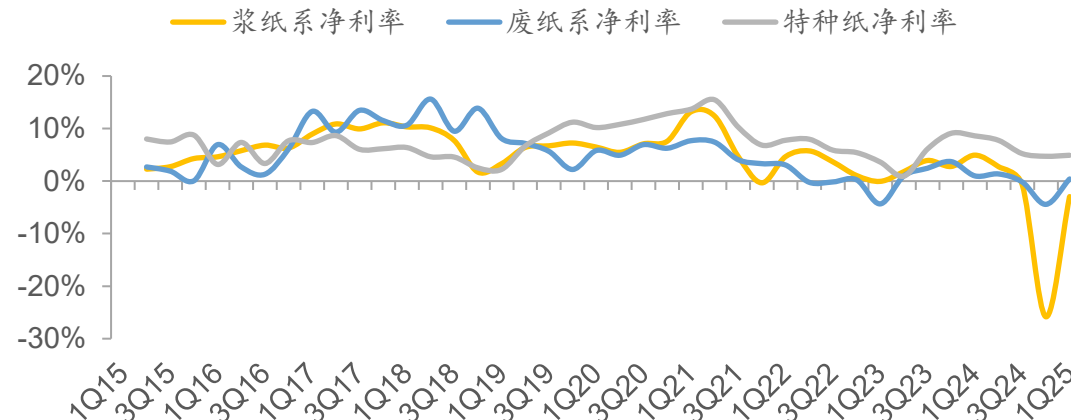
3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

3.1 造纸行业

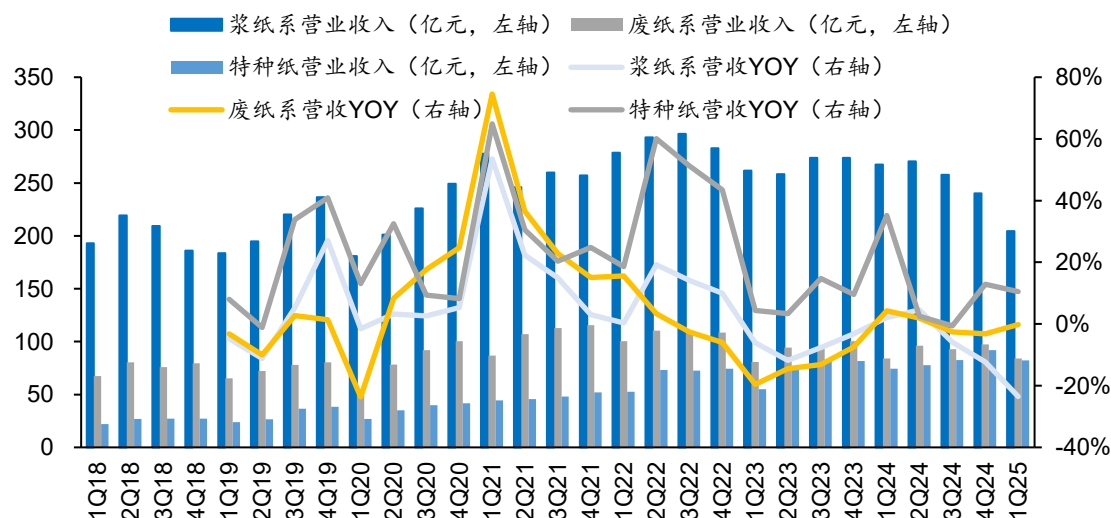
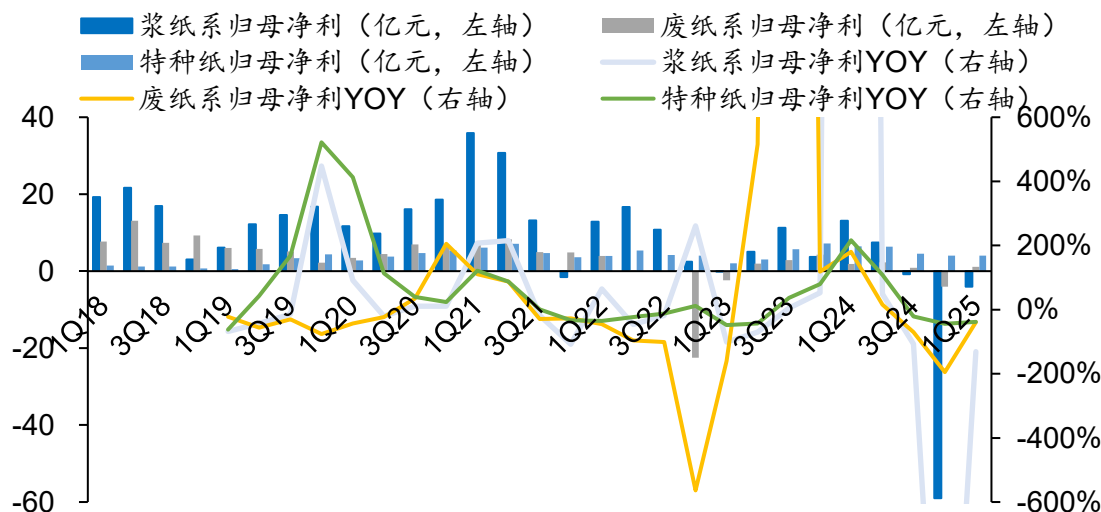
3.1.1 板块回顾：24年业绩承压，不同纸种表现分化较大

➤ 根据我们跟踪的13家重点造纸公司业绩表现，24年营收增速同比-0.4%，降幅较23年有所收窄。归母净利润同比-148.6%，其中废纸系/浆纸系/特种纸归母净利润同比分别-298.0%/-145.9%/+25.8%。25Q1板块整体营收/归母净利润分别-13.0%/-94.9%，主因个别纸企如晨鸣纸业等净利润大幅下降。板块整体盈利水平自21H2以来进入下行周期，23Q3起伴随浆价企稳进入盈利修复通道。根据细分纸种供需表现、库存情况对比，特种纸和文化纸受益于市场竞争格局改善，24年业绩韧性较强，但25Q1仍有一定盈利压力。白卡纸、废纸系等则受产能供给过剩、下游需求恢复节奏等影响纸价表现低迷，盈利能力持续承压。

图表：分纸种季度净利率



图表：重点纸企净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

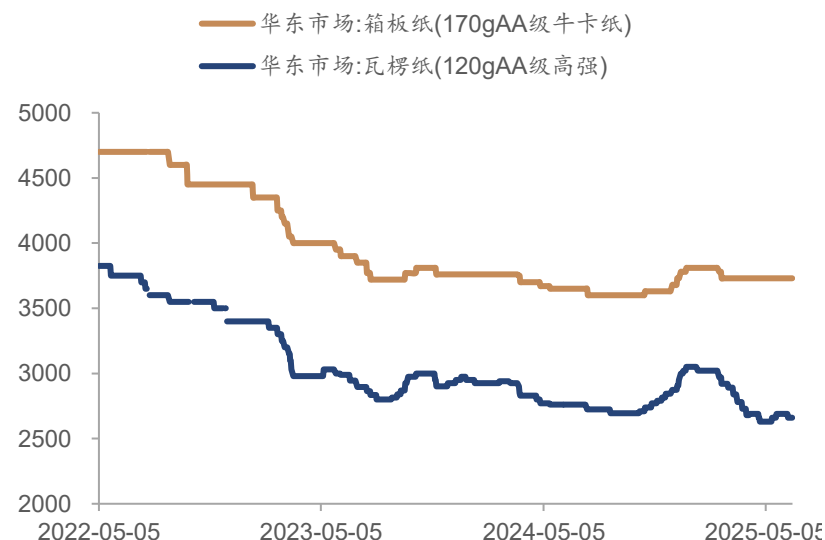
3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

3.1 造纸行业

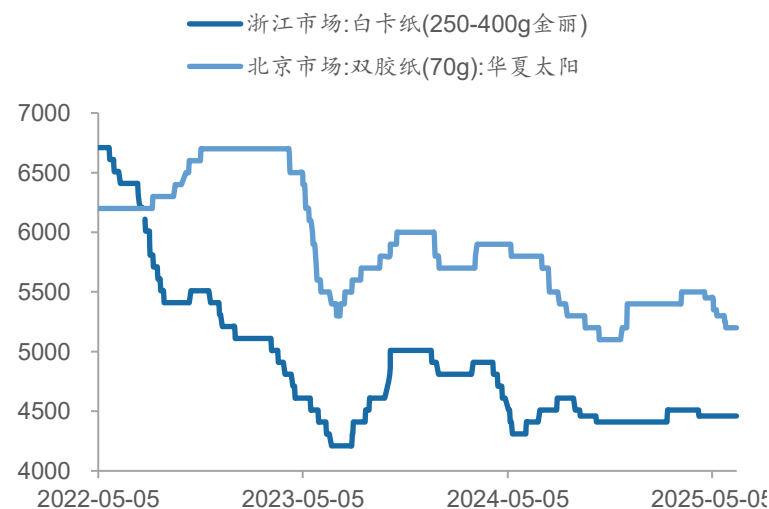
3.1.1 板块回顾：24年业绩承压，不同纸种表现分化较大

- **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。在此压力下，文化纸开工率保持低位徘徊，对纸企的盈利表现产生较大压力。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。
- **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。根据纸企当季购买商品支付现金占营业成本比重数据的边际变化，该数据24Q3以来呈普遍下降趋势，我们认为纸企成本压力减弱但当前补库意愿仍弱，叠加上游浆厂进入停产检修期，短期纸浆成本或仍有下降空间。

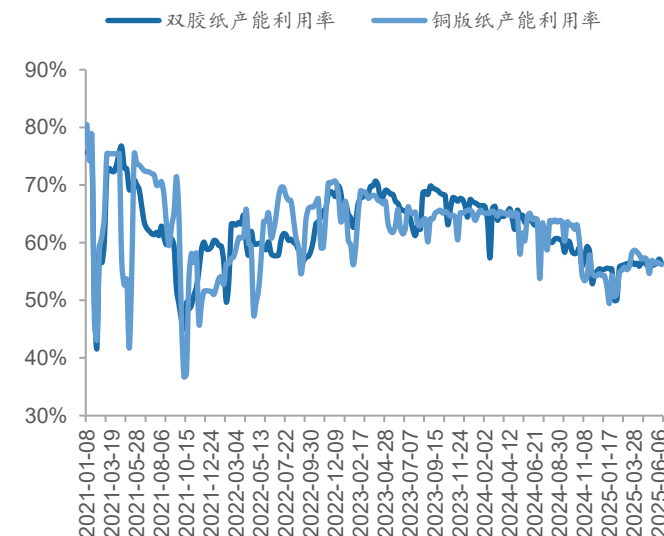
图表：箱板纸及瓦楞纸价格变动



图表：双胶纸及白卡纸价格变动



图表：文化纸开工率变动



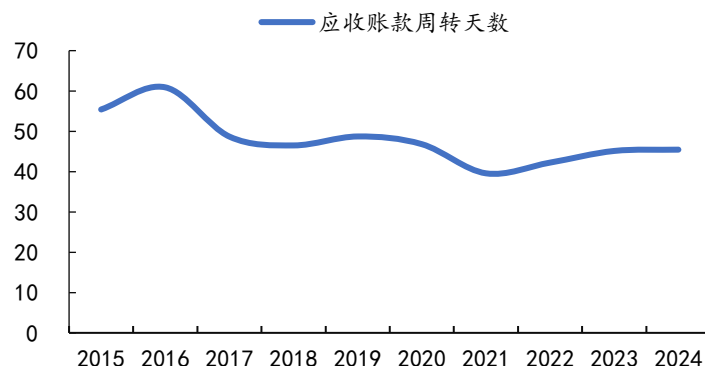
3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

3.1 造纸行业

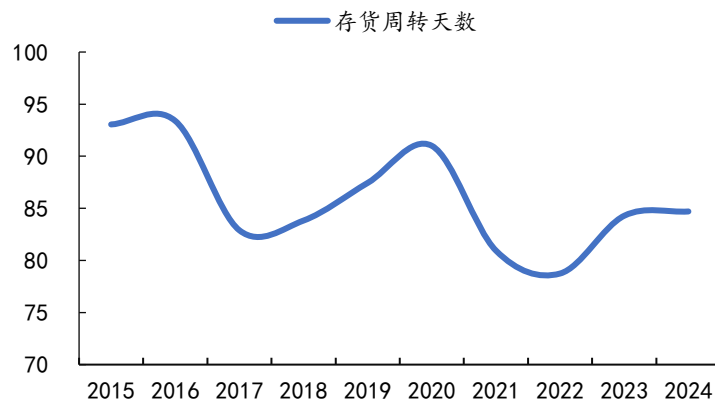
3.1.1 板块回顾：库存环比波动回落，资本开支整体放缓内部现分化

- 受库存浆消耗且浆价下行趋势下囤浆意愿偏弱的影响，库存环比回落。浆系龙头太阳虽保持较高资本开支水平但扩张速度亦有所放缓，岳阳林纸因新增文化纸产能使资本开支阶段性上升，预计相关产能全面建成投产后扩张节奏将显著放缓，浆系其他纸企24Q4以来资本开支显著收缩。头部特种纸仙鹤、五洲等前期已规划产能逐步投产落地，24Q4以来资本开支水平明显下降；废纸系资本开支持续保持低位。

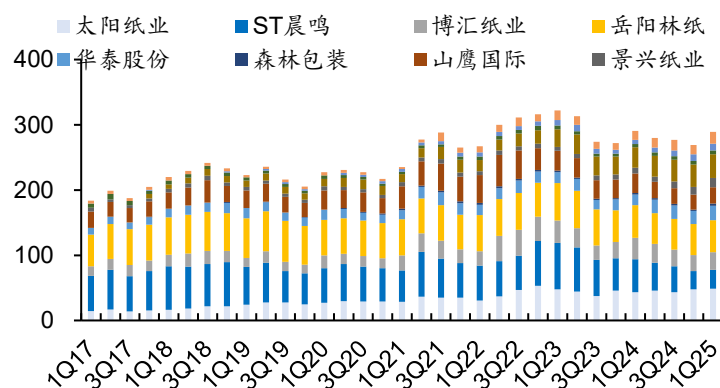
图表48：重点纸企应收账款周转天数



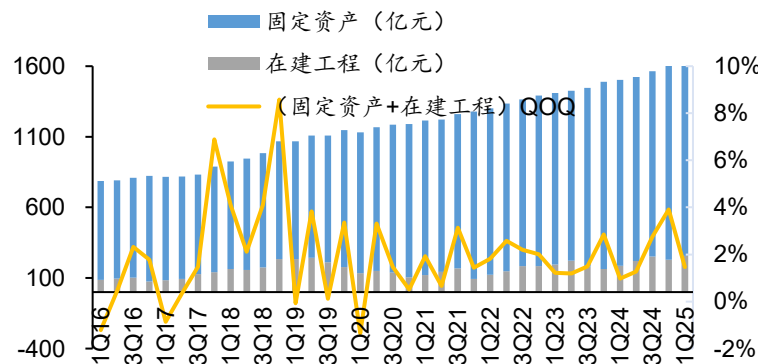
图表49：重点纸企存货周转天数



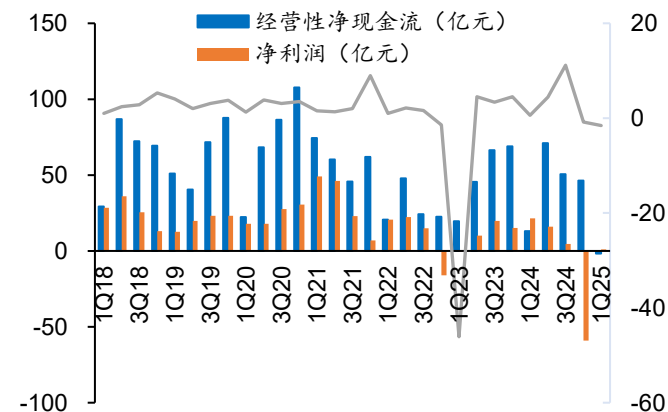
图表50：重点纸企1Q账面存货（亿元）环比下行



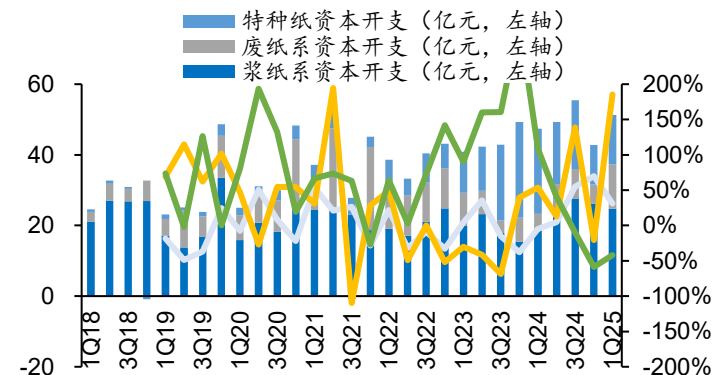
图表52：重点纸企固定资产增速放缓



图表51：重点纸企经营性现金流与净利润



图表53：重点纸企分季度资本开支及同比增速



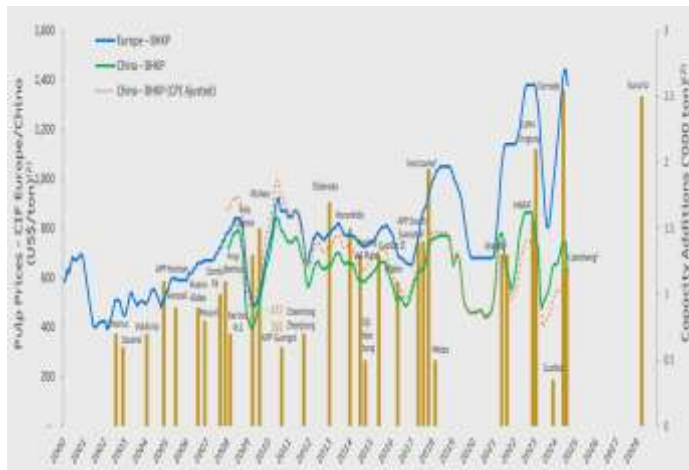
3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

3.1 造纸行业

3.1.2板块展望：供需结构优化是支撑头部企业盈利改善的关键因素

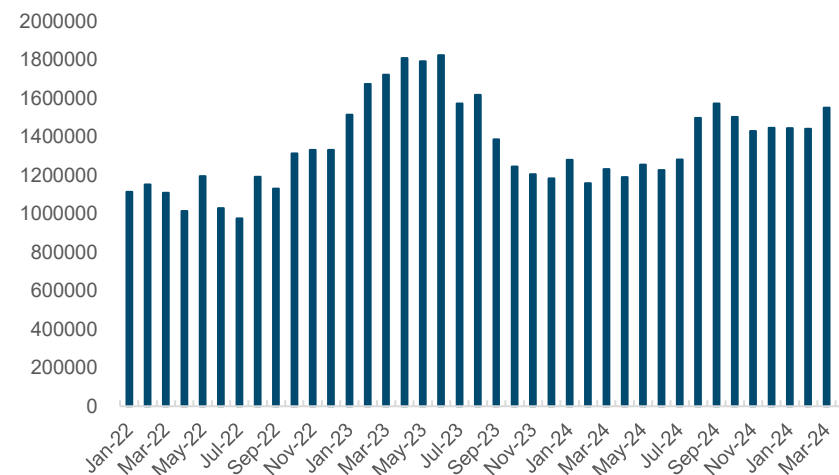
- **新产能投放+海外浆厂停产检修，纸浆价格预计短期仍在低位徘徊。**2024年国内纸浆新增产能较多，新增产能集中投放使市场整体供过于求。欧洲港口进入被动补库，自24H2以来木浆港口库存保持高位运行。国内需求相对疲软，海外需求在美国加征关税不确定的背景下存在一定衰退预期。外盘报价下调使国内进口纸浆成本降低，库存水平持续累计，且国内淡季需求仍偏弱，预计纸浆价格仍偏弱震荡运行。中期角度，由于25-27年全球没有新增商品阔叶浆产能投放，中期我们维持纸浆价格中长期向上的判断。
- **后续需求修复预期或成短期稳价关键要素，纸企盈利表现取决于细分赛道格局差异。**成本控制能力强的大宗纸企、具备前瞻性木浆储备能力、在薄型特种纸等细分赛道（如装饰原纸、格拉辛纸、热转印纸等）布局领先的特种纸企业有望具备更强的盈利能力。华旺科技、太阳纸业为代表的企业后续资本开支进入稳健成熟期，关注后续加大分红力度，提高投资者回报。
- **长期看市场供需优化是支撑头部企业盈利改善的关键因素。**伴随着头部纸业扩充的相应产能在2023与2024年集中投放市场，在下游需求相对刚性的背景下，整体呈现供大于求的市场格局。新增产能需要一定的爬坡期，市场也需要一定时间以消化这些新增产能，在此期间相应纸种的产能利用率与吨纸利润持续走低。预计未来随着原有新增产能逐步被市场消化，且新投放产能规模可控，头部企业的盈利表现有望迎来进一步改善。

图表：25-27年全球没有新增商品阔叶浆投放



来源：Europulp，国金证券研究所

图表：欧洲木浆港口库存变动



3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

3.1 造纸行业

3.1.2板块展望：供需结构优化是支撑头部企业盈利改善的关键因素

图表：未来箱板纸产能投放统计

企业名称	投产时间	产能（万吨）
昆明红星荣和纸业	2025-06-25	20
汕头市曜德纸业	2025-06-30	35
云南东晟纸业	2025-07-30	20
山鹰纸业（宿州）	2025-07-30	40
安徽兆隆纸业	2025-09-30	20
安徽鑫光新材料	2025-09-30	25
安徽林平循环发展	2025-10-28	30
西安惠宁纸业	2025-10-31	20
南宁太阳纸业	2025-12-20	40
陕西发电集团东方智慧能源	2025-12-30	40
南宁太阳纸业	2025-12-31	30
安徽荣晟环保纸业	2025-12-31	30
景兴（江苏）环保	2025-12-31	30
贵州盛世荣创再生	2025-12-31	30
合计产能	2025年	410
五洲特种纸业（湖北）	2026-05-28	60
台州森林造纸有限公司	2026-06-28	40
江苏金田纸业有限公司	2026-06-30	60
山鹰纸业（宿州）有限公司	2026-10-28	30
沙河市正康实业有限公司	2026-12-21	40
河南新亚新科技包装材料有限公司	2026-12-21	65
景兴（江苏）环保科技有限公司	2026-12-31	30
贵港理文纸业有限公司	2026-12-31	35
合计产能	2026年	360
山东丰源中盛纸业有限公司	2027-05-26	40
山东丰源中盛纸业有限公司	2027-11-30	50
合计产能	2027年	90

图表：未来白卡纸产能投放统计

企业名称	投产时间	产能（万吨）
联盛浆纸	2025-09-30	120
玖龙纸业	2025-10-31	120
江苏博汇纸业	2025-12-31	40
合计产能	2025年	280
江苏博汇纸业	2026-02-28	40
广西金桂浆纸业	2026-12-30	90
亚太森博（江苏）浆纸	2026-12-31	100
宁波亚洲浆纸业	2026-12-31	100
广西金桂浆纸业	2026-12-31	100
新乡新亚纸业集团	2026-12-31	50
景兴（江苏）环保科技	2026-12-31	100
湛江中纸纸业	2026-12-31	102
玖龙纸业（北海）	2026-12-31	120
合计产能	2026年	802

图表：未来双胶纸产能投放统计

企业名称	投产时间	产能（万吨）
玖龙纸业（北海）	2025-06-29	35
玖龙纸业（北海）	2025-06-30	20
五洲特种纸业	2025-10-31	15
五洲特种纸业	2025-10-31	30
南宁太阳纸业	2025-12-30	30
南宁太阳纸业	2025-12-31	60
四川永丰纸业	2025-12-31	20
山东奥海纸业	2025-12-31	25
福建省莆田市泰盛纸业	2025-12-31	30
合计产能	2025年	265
联盛浆纸（漳州）	2026-06-30	60
联盛浆纸（漳州）	2026-07-31	30
黄冈晨鸣浆纸	2026-12-31	53
合计产能	2026年	143

3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

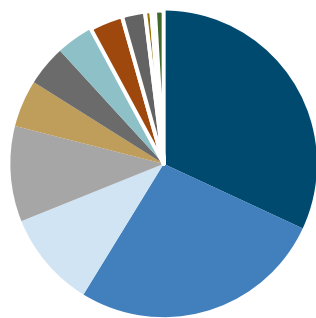
3.1 造纸行业

3.1.3重点标的梳理：太阳纸业：深入布局林浆纸一体化，成长节奏明确可兑现

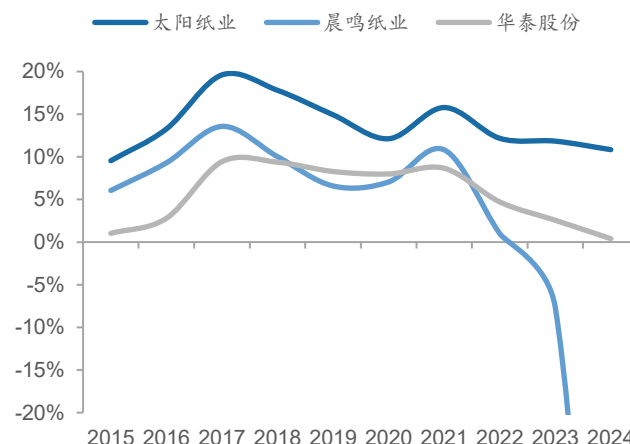
- **已规划产能逐步落地，支撑公司未来业绩增长逐步兑现。**公司作为国内造纸行业龙头，深入布局林浆纸一体化，凭借卓越的成本管理和产能布局优势，多年来实现较优的ROE回报。展望未来，造纸行业整体供需矛盾有所缓解，支撑浆纸价格温和修复。公司前期已规划产能逐步落地，资本开支强度放缓，业绩增长已有较强的确定性。23年以来股利支付率保持在20%以上，预计未来股东回报仍有较大提升空间。
- **老挝基地成效显著，行业先发优势明显。**2024年末公司纸+浆合计总产能超1200万吨，根据公司公告，南宁二期项目将建设年产40万吨特种纸、35万吨漂白化学浆、15万吨机械木浆生产线。老挝林木资源储备丰富，公司年新增种植面积1万公顷以上、保有面积已达6万公顷。老挝区位条件优越，享有原材料、税收等多重优势，已形成成熟的合作模式。广西基地已规划新一轮产能扩张，奠定长期增长基础。
- **稳步推进“四三三”战略，打开盈利增长新空间。**公司聚焦产业用纸主业，以行业领先的产能规模和优质的产品力始终保证较强的市场竞争力。同时拓展溶解浆与生活用纸等新业务，在布局上游纸浆生产、保证原料自给供应的同时能够降低经营风险，为公司实现稳健发展提供更多业绩增长空间。

图表：公司保持多元化营收布局

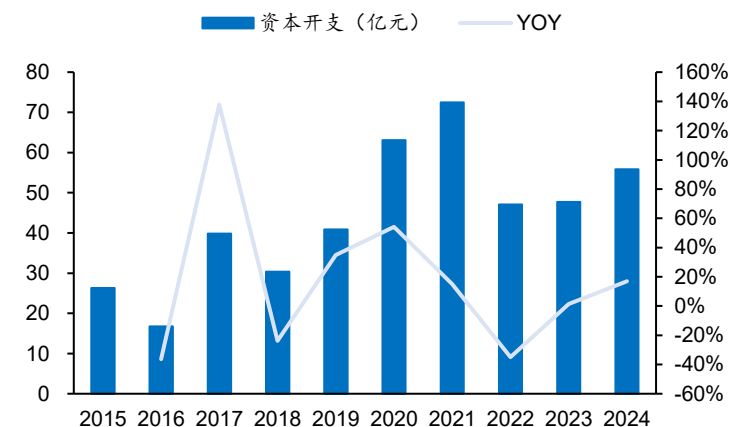
■ 非涂布文化用纸 ■ 牛皮箱板纸 ■ 铜版纸
■ 溶解浆 ■ 生活用纸 ■ 电及蒸汽
■ 化机浆 ■ 淋膜原纸 ■ 其他业务
■ 石灰 ■ 瓦楞纸



图表：太阳纸业ROE水平保持行业领先



图表：2021年以来公司资本开支节奏明显放缓



3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

3.2 包装行业：关注稳健高分红和行业格局优化两条主线

- **主线一：关注行业地位稳固、稳健高分红的优质标的。**各包装子行业整体竞争格局较为稳定，头部企业凭借深度绑定下游核心客户、在生产规模与管理效益等优势加持下，行业地位较为稳固。且头部企业在经历前期的产能扩张期后，后续在建项目规划已较清晰，整体资本开支水平可控，为保持稳健的高分红水平奠定坚实基础。如2023年以来纸包装龙头裕同科技、塑料包装龙头永新股份的股利支付率均保持在80%以上。
- **主线二：并购整合下行业竞争格局不断优化。**包装行业位于整个产业链中游，整体议价能力较弱。且包装产品由于附加值较低，进入行业不需过多的生产设备或技术投入，因此行业中存在大量中小规模的包装企业，导致行业集中度较低，整体竞争格局较为分散。金属包装中，2025年初奥瑞金成功完成收购中粮包装的全部事项并将其并表，二片罐市占率有望显著提升。

图表：重点包装企业经营及分红情况

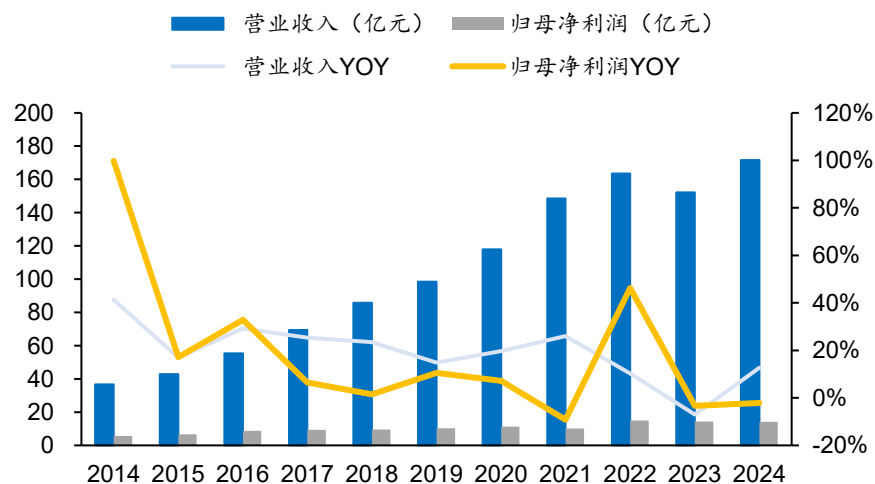
	股利支付率		资本开支同比变化		归母净利润同比变化		
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2025Q1
美盈森	102%	311%	-56%	6%	46%	44%	16%
王子新材	31%	-7%	10%	139%	-14%	-214%	66%
大胜达	30%	30%	24%	-31%	-16%	20%	68%
昇兴股份	29%	23%	-23%	-25%	59%	27%	-24%
永新股份	83%	81%	-64%	39%	12%	15%	3%
宝钢包装	51%	23%	-41%	5%	-19%	-21%	3%
劲嘉股份	358%	0%	-55%	-38%	-40%	-39%	-45%
东峰集团	31%	0%	88%	15%	-48%	-425%	-181%
紫江企业	68%	56%	61%	26%	-7%	45%	8%
奥瑞金	40%	39%	2%	-27%	37%	2%	138%
裕同科技	83%	81%	-27%	-16%	-3%	-2%	10%

3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

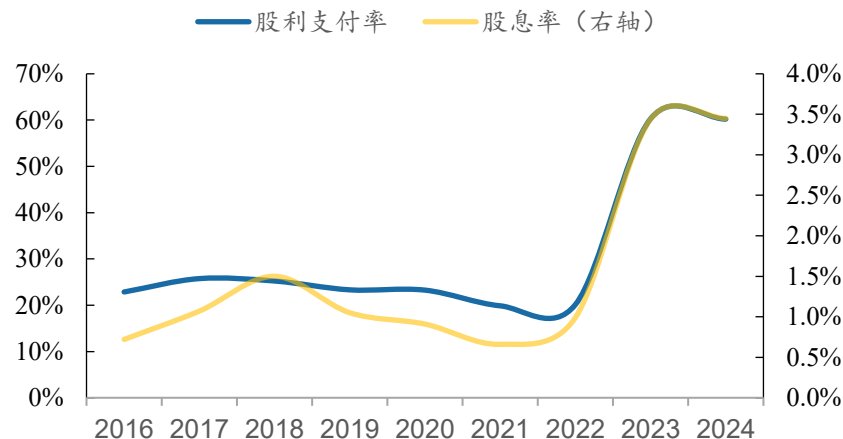
3.2.1 包装行业主线一：关注行业地位稳固、稳健高分红的优质标的

- **纸包装：裕同科技——国内纸包装龙头，多元化业务布局**
- **服务高端品牌客户群，有望维持稳定高分红。**近年来随着多元化业务的开展，公司产品与客户结构逐渐改善，同时积极探索供应链平台模式，投资布局互联网包装印刷平台盒酷网，整合行业资源，提高产业效率、巩固自身行业地位。截止2023年底，公司已取得专利技术1434项。公司作为纸包装龙头，凭借国际化布局和深度绑定核心客户，关税扰动影响有限。3C电子市场需求扩张，公司有望从中充分受益。且公司重视股东回报，未来资本开支稳定，为实现稳定分红奠定坚实业绩基础。
- **国内业务新增长点不断涌现。**1) 公司已开始着手卡牌和新消费业务的布局。卡牌印刷精良，裕同在印刷高端化、智能化以及全球化方面有显著优势，与多个IP公司表现出合作意向。2) 中国在机器人制造的技术和品牌优势明显，今年已有多个机器人公司正在与公司接洽合作。3) 重型包装上，公司通过多层瓦楞纸专利技术替代传统木架包装服务汽车零部件出口，未来增长空间广阔。4) 云创业务上，公司提供广告营销品牌一体化服务，客户基本覆盖头部互联网公司。
- **持续推进海外产能建设，渡过爬坡期后有望显著抬升利润率。**公司较早布局海外产能，目前在全球10个国家建有40+生产基地，墨西哥、菲律宾顺利投产，全球产能布局不断完善，抵抗区域贸易壁垒风险显著增强。深度绑定国际客户、稳步切入核心供应链，同时培育当地新客户。持续贡献业绩增量。目前公司海外产能占比20%，未来持续提升，长期看国内、海外产能占比各50%。2-3年后海外新增产能渡过爬坡期，有望显著抬升公司利润率。

图表：公司业绩表现相对稳健



图表：近年来公司分红水平显著提高

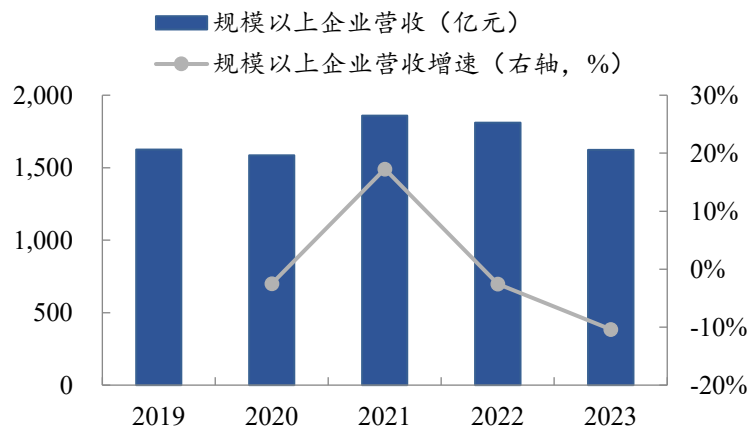


3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

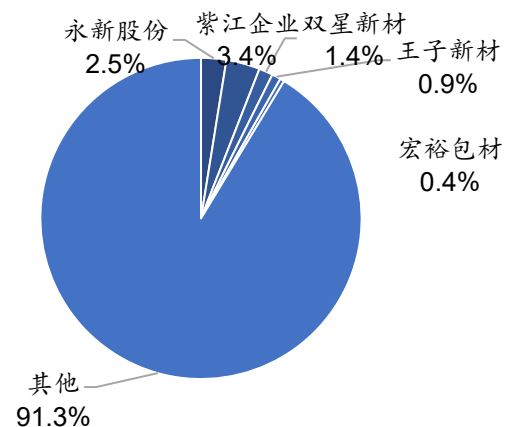
3.2.1 包装行业主线一：关注行业地位稳固、稳健高分红的优质标的

- **塑料包装：行业规模稳定，市场集中度仍有较大提升空间**
- **中国塑料软包装市场规模稳定扩张。**据中商产业研究院，2023年全球塑料软包装市场规模达到1522.8亿美元，预计2024-2027年CAGR为5.46%，预计在2027年市场规模达到1874.2亿美元。伴随国内城镇化水平持续提高、居民消费不断升级及软包装行业工业技术不断更新发展，中国塑料软包装市场规模不断扩张。2023年中国塑料软包装市场规模为1213.4亿人民币，预计2024-2027年CAGR为7.16%，预计在2027年市场规模达到1613.7亿人民币。
- **塑料包装市场准入门槛低，产品同质化严重。**2023年，经营业务包含塑料包装的企业已超200万家，规模以上（营收超2000万元）的企业仅有数千家，表明绝大多数塑料包装制造企业为中小规模企业。塑料包装产品在功能和设计上高度相似，采购方可供选择企业众多，导致塑料包装企业市占率较低，头部企业营收规模较小。
- **环保政策趋严下，未来头部企业将在需求转变中逐步占据更多市场份额。**1) 随着环保政策趋严，中国计划到2025年白色污染得到有效遏制，企业必须适应新的环保标准。2) 未来将持续有中小企业因不符合环保标准而被淘汰，而可降解塑料包装需求增多将推动可降解塑料包装企业获得更多的市场份额。医疗、电子等高端塑料包装头部企业将持续占据市场份额。

图表：中国塑料软包市场规模



图表：2023年中国塑料软包行业CR5仅为8.7%

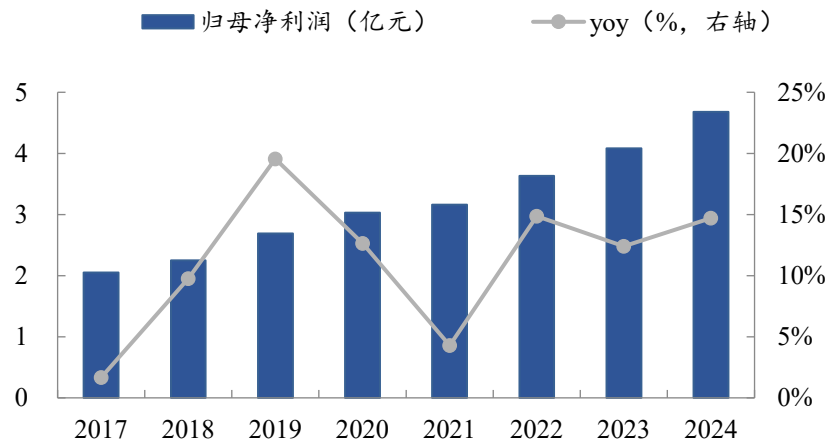


3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

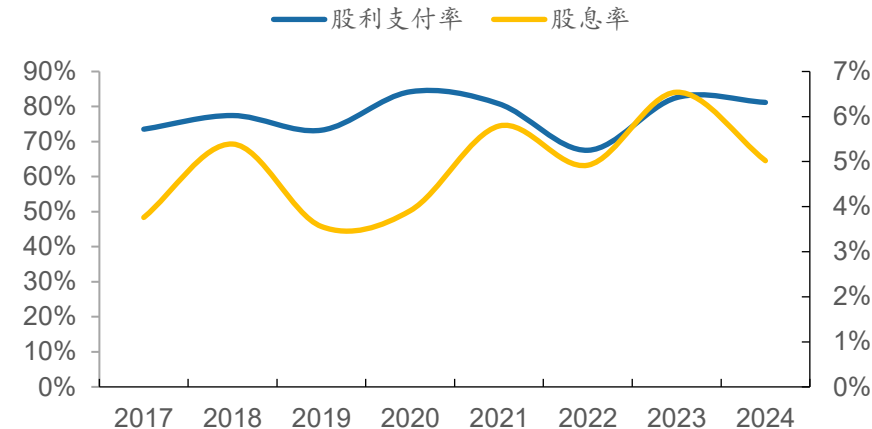
3.2.1 包装行业主线一：关注行业地位稳固、稳健高分红的优质标的

- **永新股份——高分红属性突出的塑料包装龙头**
- **公司为塑料包装行业龙头，多年来业绩保持平稳增长。**公司2019-2024年营收GACR为6.28%，归母净利润GACR为11.71%，良好的费用管控支撑整体盈利表现保持平稳增长。公司主营业务为彩印复合包装，下游需求规模较稳定。塑料软包装薄膜业务自2017年以来持续贡献业绩增量，未来随着产能持续落地有望继续放量。
- **持续推进自建产业链，布局海外新市场。**公司在保证彩印复合包装主业优势的同时，积极建设塑料软包装薄膜、镀铝包装材料、油墨产业链配套产品。在建的年产2.2万吨新型功能膜材料项目和年产3万吨双向拉伸多功能膜项目，预计2026年可全部投产，为长期发展奠定产能基础。公司向海外积极扩张，24年国际市场营收4.52亿元，同比增长19%。公司稳步切入跨国客户的国际化供应链，且大部分海外业务在东盟国家和日本市场，美国加征关税影响有限。
- **聚焦新材料探索新增长点，多年高分红重视股东回报。**公司顺应环保包装监管趋势，新型多功能膜项目持续释放产能，有望为公司提供新的业绩增长点。公司多次实施股权激励计划，保持高分红重视股东回报，2017-2024年平均股息率为4.9%，长期稳定的高分红彰显稳定优质的标的属性。且公司前期已规划产能项目逐渐落地，在提供业绩增量的同时保持可控资本开支水平，具备坚实的分红基础，未来有望保持稳健的分红节奏。

图表：永新股份历年盈利表现较为稳健



图表：永新股份保持高分红水平

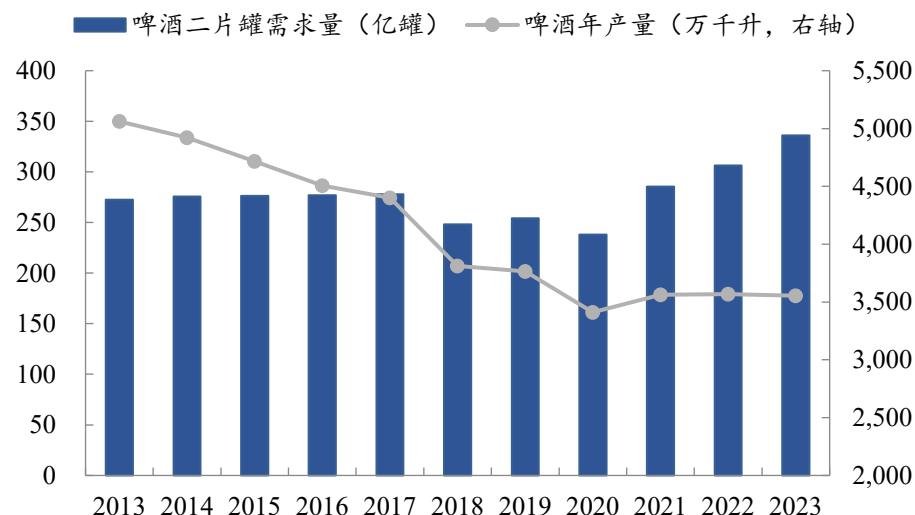


3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

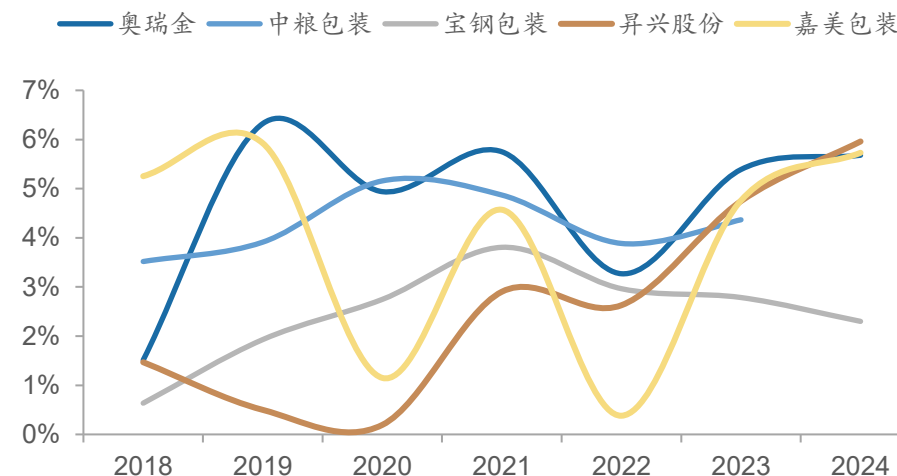
3.2.2 包装行业主线二：并购整合下行业竞争格局不断优化

- **金属包装：啤酒罐化支撑需求，并购整合有望提升盈利中枢**
- **二片罐总需求平稳增长，啤酒罐化率提升支撑需求增长。**2023年二片罐总需求量约为607亿罐，2019-2023年复合增速约4.3%。近年来中国环保政策趋严、绿色包装趋势明确，各渠道的罐化率均有明显上行。金属罐由于采购成本低、契合可持续发展趋势并且包装便于运输而成为啤酒厂商在非现饮渠道的首选，因此罐化率出现大幅上行。在消费场景变化、环保政策趋严等因素推动下，啤酒行业罐化率提升明显，带动二片罐行业量增，支撑行业扩容。
- **中国金属包装企业盈利能力显著低于美国，并购整合有望提升盈利中枢。**2018-2024年中国金属包装行业平均净利率水平为3.6%，显著低于美国包装企业。回顾海外并购整合历程，国内若经历行业并购整合，盈利中枢有望持续提升。经过第一轮整合，2004年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-12%之间。经过第二轮整合，2023年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-17%之间。美国金属罐行业已经历过多轮行业整合，形成以波尔、皇冠控股为代表的头部企业。回顾美国制罐龙头发展历史，通过并购实现行业整合、业务出海是必经之路。

图表：中国啤酒产量下降，二片罐需求仍增长



图表：中国主要金属包装企业净利率

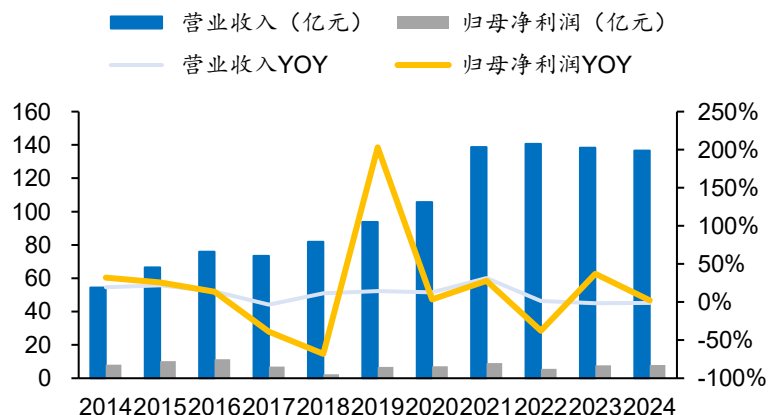


3.造纸&包装：关注格局优化，优选细分赛道

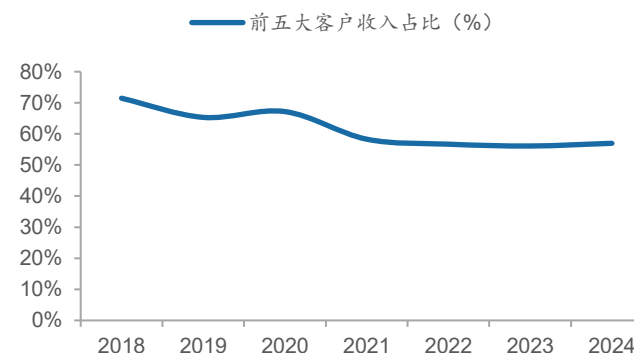
3.2.2 包装行业主线二：并购整合下行业竞争格局不断优化

- **奥瑞金：金属包装行业龙头，积极推进并购扩张**
- 截至2024年，公司金属包装罐收入占比为87.0%，拥有制罐产能超过240亿罐/年，全国性产能布局已基本完成。公司包装罐产品应用较广，下游客户广泛分布于饮料、食品行业。2024年，公司提出“三个战略聚焦点”，除了在制罐主业继续通过并购扩大份额保持领先地位，同时尝试多元化发展，在探索出海机会的同时积极寻找新兴业务机会。
- **红牛诉讼影响趋弱，拓客分散风险。**中国红牛始终作为公司第一大客户，红牛商标权纠纷及相关诉讼仍在审理过程中，对公司三片罐业务的不利影响逐步减小。且公司继续深耕功能饮料相关业务，并积极拓展中国红牛以外客户分散风险。
- **收购中粮包装，有望重塑行业竞争格局。**2025年1月，奥瑞金公告称已完成收购中粮包装的全部事项并将其并表。收购完成后，奥瑞金二片罐业务市占率有望提升至40%左右，改善行业集中度的同时有望提高行业整体盈利能力。

图表：公司营收及归母净利润变动



图表：公司前五大客户收入占比较高



04 两轮车：国补催化短期景气度，新国标仍存预期差，新产品力带动新成长

4.两轮车：国补催化短期景气度，新国标仍存预期差，新产品力带动新成长



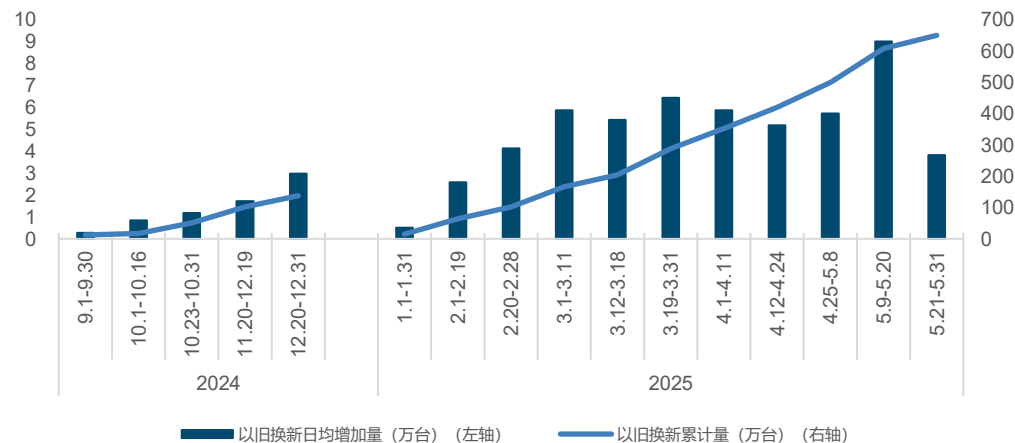
4.1板块回顾：以旧换新驱动景气高增，头部显著受益

- 25Q1起，以旧换新政策细则更加明确、各省落地加快，叠加行业季节性由淡转旺，板块公司收入端普遍呈现快速回暖趋势，收入增速环比加快，量价拆分来看，头部上市公司凭借优质产品&终端渠道规模性，普遍受益于以旧换新对量的拉动，政策补贴也加快产品升级、头部品牌加快用户获取，整体量价齐升趋势显著
- 我们统计的6家两轮车重点上市公司，24H1/24H2/25Q1收入增速+1.5%/+3.6%/+19.6%。从盈利角度，我们观察到普遍呈现利润加速态势，6家两轮车重点上市公司，24H1/24H2/25Q1收入增速+1.5%/+3.6%/+19.6%。

图表：重点两轮车企业收入变化趋势

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)					收入同比						
			24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	49.5	56.4	68.7	41.4	62.3	-9.0%	18.1%	3.7%	-5.1%	15.7%	1.8%	25.8%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	-15.4%	-	-	-22.0%	-
	689009.SH	九号公司	25.6	41.0	42.4	32.9	51.1	54.2%	51.0%	52.2%	34.7%	22.0%	28.9%	99.5%
	603787.SH	新日股份	7.6	9.6	11.2	6.8	10.5	-34.5%	10.1%	-15.4%	-13.4%	-14.1%	-13.7%	39.5%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	3.2%	-	-	-3.4%	-
	NIU.O	小牛电动	5.1	9.4	10.2	8.2	-	21.1%	13.4%	16.0%	10.5%	71.0%	31.1%	-
6家重点公司合计			87.8	116.4	132.6	89.3	124.0	1.2%	26.6%	14.3%	5.2%	18.3%	10.1%	41.3%

图表：两轮电动车国补进展梳理回顾



图表：重点两轮车企业归母净利润变化趋势

行业分类	代码	公司名称	归母净利润 (亿元)					归母净利润同比						
			24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	4.8	4.7	6.0	4.3	6.0	1.2%	12.1%	6.2%	-9.0%	34.2%	5.2%	25.1%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	-13.0%	-	-	-83.6%	-
	689009.SH	九号公司	1.4	4.6	3.7	1.1	4.6	675.3%	124.5%	167.8%	139.1%	-47.8%	30.1%	236.2%
	603787.SH	新日股份	0.3	0.2	0.3	-0.6	0.3	-39.7%	389.8%	6.8%	-41.1%	-287.2%	-159.0%	19.1%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	9.6%	-	-	-40.7%	-
	NIU.O	小牛电动	-0.6	-0.3	-0.4	-0.7	-	8.3%	-1150.0%	-29.0%	48.8%	44.6%	46.2%	-
6家重点公司合计			5.9	9.3	9.7	4.2	10.9	23.5%	48.3%	37.6%	21.9%	5.4%	16.4%	85.2%

4.两轮车：国补催化短期景气度，新国标仍存预期差，新产品力带动新成长



4.2板块展望：估值优势尽显，优选行业龙头+新势力

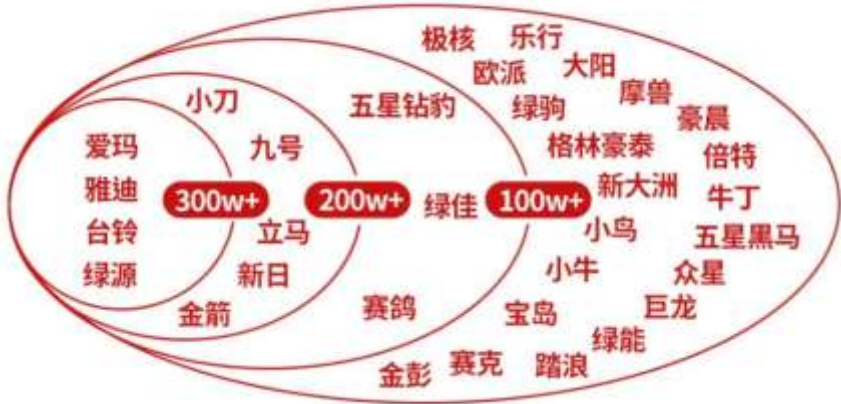
- 短期行业景气度受全国部分地区受补贴资金阶段性使用完毕影响边际有所放缓；H2仍值得期待，H2伴随新国标正式实施、新产品发布以及与以旧换新政策的结合等，对推升行业景气度、格局优化等仍有催化。中期视角加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自供给门槛约束、头部产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链集约管理带来的成本优势。
- 我们从两条思路方向做推荐，①产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备一定店效改善空间的龙头公司，推荐雅迪控股，重点关注爱玛科技；②中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力品牌，建议关注【九号公司】、【春风动力】。

图表：24年新国标解读

要点	解读
限速 25 km/h	将 速度控制 在合理范围内，减小刹车距离，避免失控现象的发生
防火阻燃	加严关键部件的阻燃性能，严格限制可燃塑料材料的使用（ 不超过 5.5% ），从源头防范火灾
电动机检验	确保电动机在输入电压达到最高时车速也 无法超过 25 km/h
防篡改	避免最高车速、蓄电池类型和输出电压等技术参数被篡改， 防范非法改装
标识	永久性耐高温识别代码 实现有效追踪和监管， 便于溯源
产能一致性	规范化 企业生产要求，淘汰不合规企业
整车重量	铅蓄电池能量密度低， 适当放宽限制至 63kg 可增加续航里程、减少充电频次
定位和监测	北斗系统 记录位置信息 防盗 ，用于经营性活动的电动自行车应具有该模块，其他类型则在销售时由消费者决定是否保留；动态监测车辆 异常状态 消除安全隐患
不强制要求脚踏骑行功能	基本不用脚踏骑行功能的消费者占比高达 79%，由企业自行决定可节约生产成本增强实用性
后视镜	后视镜不计入整车宽度、高度，鼓励电动自行车安装
建议使用年限	使用时间过长易发生火灾事故，本标准正式发布后按照新标准生产的新车 需要标注建议使用年限 ，年限由生产企业自行确定

资料来源：工业和信息化部、营商电动车，国金证券研究所

图表：两轮车品牌格局



4.两轮车：国补催化短期景气度，新国标仍存预期差，新产品力带动新成长



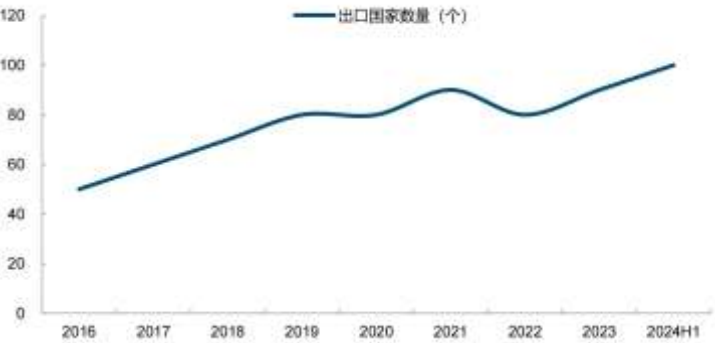
4.3 重点标的梳理：雅迪股份：两轮龙头重整启航，中高端&出海共振前行

- 在“国补+新国标”带动下的国内两轮车行业成长发展周期中，优质头部企业份额提升是本轮周期更重要的竞争着力点。
- 中长期角度，上一轮龙头企业借助资本开支、快速渠道扩张模式的快速放“量”成长思路，当前阶段往后看加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链集约管理带来的成本优势；
- 长期视角，品牌出海、后装市场奠定第二、第三成长曲线。
- 看好公司立足性价比，凭借多价格带多产品系列覆盖、强大的渠道网点和不断提升的渠道精益管理能力、品牌力的强化，加速国内份额的提升，巩固龙头地位。

图表：雅迪历代冠能系列三电系统升级逐步升级

二级指标		冠能一代	冠能二代	冠能三代	冠能五代	冠能六代
推出时间		2020.08	2021.03	2022.06	2023.06	2024.02
价格带		均价<4k	4k 以上	4k-6k，均价 4k+	3k-6k，均价 4k+	4k-6k，均价 5k+
电池	名称	TTFAR 石墨烯电池	TTFAR 石墨烯 3 代电 池	TTFAR 石墨烯 3 代 Plus 电池、 TTFAR 碳纤维 2.0 锂 电	TTFAR 石墨烯 3 代 Plus 电池	TTFAR 常青藤石 墨烯电池（200 次充放电无衰 减）
	充电器	-	TTFAR 智能充电器	TTFAR 氮化镓充电 器、 TTFAR 智能温感充电 器	TTFAR 智能温感充电 器、3A 充电器	TTFAR 智能温感 充电器
	续航	122km	150km	200km		
电机	名称	TTFAR 电机	TTFAR 电机	TTFAR 电机	TTFAR PRO 电机	TTFAR 全能电机
	电机功率	-	1200-2000W	400-2000W	1200-2000w	600-1200W
	扭矩	-	93N.m	140N.m	105N.m	115.4N.m
	最高时速	41km	25-60KM/H	25-60KM/H	50-60KM/H	45KM/H
电控	系统	TTFAR 7 级增程系统	TTFAR 2.0 增程系统	TTFAR 3.0 增程系统	TTFAR 5.0 GT 增程系统	TTFAR 6.0 长续 航系统、方舟智 能安控系统
	控制器	TTFAR 能量回收控制器	TTFAR 能量回收控制 器	TTFAR 智驾电控核 芯、TTFAR 能量回收 控制器	TTFAR 智驾电控核芯、 TTFAR 能量回收控制 器、TTFAR 闪电控制器	TTFAR 全域控制 器
其他	减震	液压减震	液压减震	前后液压减震	前液压减震、前后液压 减震、液压减震	液压减震
	轮胎	TTFAR 低滚阻轮胎	TTFAR 低滚阻轮胎	TTFAR 真空防滑轮胎	TTFAR 高性能轮胎	TTFAR 高抓地力 防滑轮胎

图表：2024年雅迪出口国家数量达100个



资料来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

4.两轮车：国补催化短期景气度，新国标仍存预期差，新产品力带动新成长

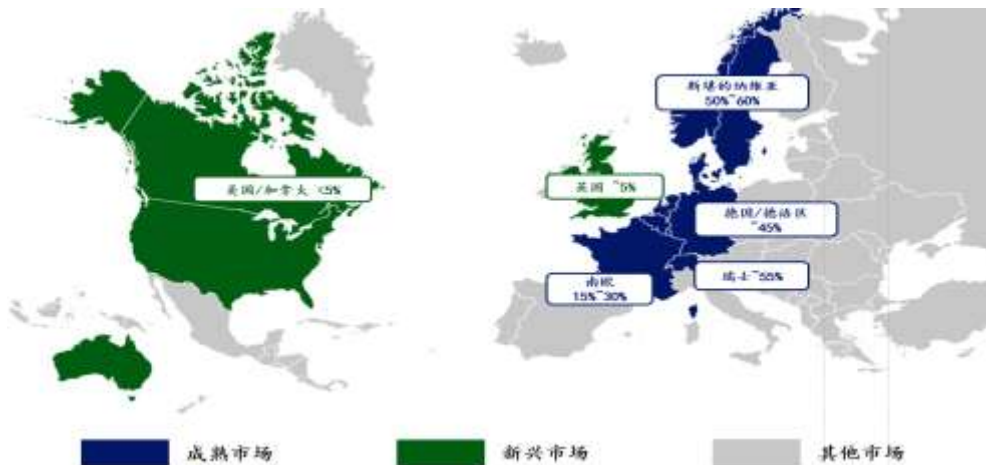
4.3 重点标的梳理：九号公司：优质创新产品开发型公司，新产品线逐步进入收获期，关注中长期盈利弹性释放

➤公司定位高成长的智能短交通+服务机器人2C消费品公司。

➤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。

➤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：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：产品力领先行业，产品结构持续优化，Segway高端机型持续推出，长期市场开拓落地需跟踪海外产能的进展。③E-Bike：25年有产品出货计划。

图表：割草机器人行业欧陆国家渗透率相对较高，北美渗透率不足5%



图表：公司电动两轮车产品矩阵实现全场景覆盖

基础信息	型号	E300P MK2	C85c	Qz MIX	A2z 40 LF联名款
	图例				
	价格	¥28,399	¥6,199	¥4,199	¥3,299
	车型	电动摩托车	电动摩托车	电动自行车	电动自行车
	卖点	全栈智能、强劲性能	城市通勤、兼具品质与颜值	明星代言、女性用户	卡通潮玩、IP联动
续航表现	电池类型	锂电池	智能碳晶电池	铅酸电池	锂电池
	电池容量	74V 28Ah*3	72V 22Ah	48V 12Ah	48V 14Ah
	续航(km)	125km	三档全速续航72km	20km	50km
	最高速度(km/h)	135km/h (三电)	52km/h	25km/h	25km/h
	电机功率	10000W	1200W	400W	400W
智能化功能	智驾系统	7寸TFT	RideyFUN AIR智驾系统	×	×
	跟车控车体验	√	√	×	×
	防盗系统	三重定位+AHRS姿态感应防盗	三重定位+AHRS姿态感应防盗	三重定位+AHRS姿态感应防盗	三重定位+AHRS姿态感应防盗
	电池管理	智能BMS6.0	×	智能BMS6.0	智能BMS6.0
	骑行辅助	HIAS水平调节+胎压监测	坐垫感应+定速巡航+自动锁车	定速巡航+助力推行+远程控车	坐垫感应+边撑感应+自动锁车

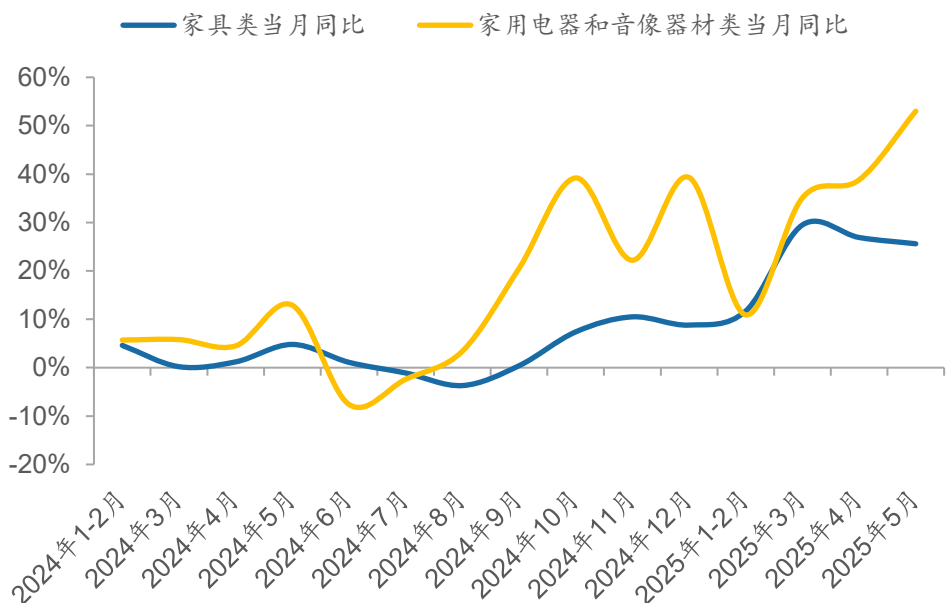
05 内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

5.内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

5.1板块回顾：以旧换新政策拉动短期需求，地产政策平稳中期需求

- **家具和家电类社零增速明显加快，政策补贴效果已开始显现。**与家具类补贴相比，各地针对家电类产品的补贴细则出台更早。家电类消费补贴落地相对较早，相关效果已显现。2025年以来，家居类社零当月增速明显加快。5月全国家用电器和音像器材类社零金额同比增长53.0%，较上月提升14.2pct，而家具类同比增速为25.6%，较上月下降1.3pct。
- 多数定制家居企业25Q1终端接单情况有一定改善，部分定制家居企业预收款（合同负债）同比、环比均有上升。此指标相对较为明显地反应出行业目前终端需求逐步回暖。

图表：2024年以来家电类与家具类当月社零总额增速比较



资料来源：wind，国金证券研究所

图表：各公司预收款同比变化情况（亿元）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
一线品牌									
欧派	20.9	20.8	19.6	15	16.4	17.8	16.1	25.3	35.2
索菲亚	10	13	12	13.1	8.7	8.8	8.5	22.8	15.0
尚品	7.1	7.4	6.1	6.4	5.3	6.1	5.6	8.9	9.1
欧派yoy	5.6%	-5.6%	-10.6%	31.1%	-21.5%	-14.2%	-17.7%	68.5%	114.7%
索菲亚yoy	6.2%	28.7%	14.5%	86.1%	-13.2%	-32.6%	-29.6%	74.7%	72.6%
尚品yoy	-7.0%	-11.5%	-24.2%	3.5%	-24.6%	-18.1%	-8.5%	38.2%	70.5%
二线品牌									
志邦	3.6	4.4	4.2	4.7	2.5	2.6	2.7	4.5	2.7
金牌	2.8	4.2	2.8	4.4	3	3.8	2.6	6.5	5.5
好莱客	1.5	1.7	1.5	1.9	1.4	1.2	1.3	4.9	4.1
我乐家居	2.7	2.8	2.4	2.7	2.1	2.1	2.2	4.4	2.7
皮阿诺	1.7	1.5	1.6	1.8	1.6	1.4	1.7	1.1	0.9
志邦yoy	-12.4%	1.5%	-5.2%	8.7%	-31.8%	-41.5%	-34.1%	-4.2%	9.1%
金牌yoy	-6.3%	2.2%	-17.1%	34.7%	5.2%	-9.6%	-8.5%	47.7%	86.9%
好莱客yoy	-63.8%	-64.0%	1.6%	90.0%	-7.5%	-30.9%	-15.8%	150.3%	200.7%
我乐家居yoy	7.4%	-0.7%	-10.9%	3.8%	-21.4%	-25.0%	-8.4%	66.0%	29.9%
皮阿诺yoy	24.5%	-20.0%	-18.4%	31.0%	-6.5%	-9.6%	12.1%	-37.9%	-44.5%

5.内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

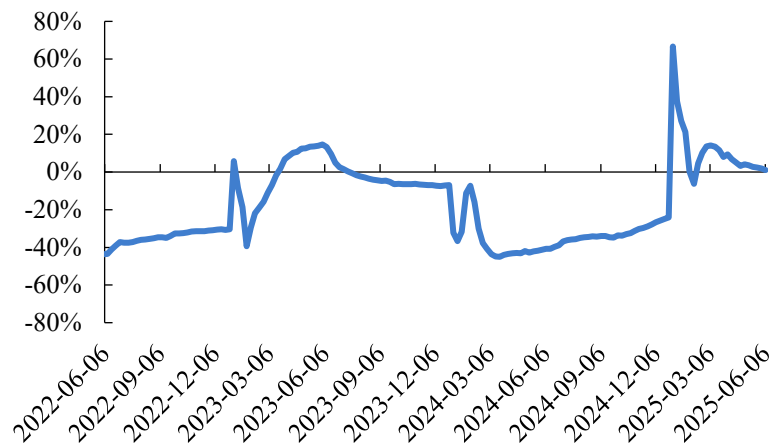
5.1板块回顾：以旧换新政策拉动短期需求，地产政策平稳中期需求

- **政策刺激效果明显，地产成交面积降幅持续收窄：**2025年2月/3月/4月，全国商品房销售面积降幅同比收窄24.9/25.9/13.6pct。截止6.07，全国30大中城市商品房和15城二手房累计周度成交面积环同比+1.09%/+24.33%。政策刺激的短期效果较为明显。
- **无需过多担忧后续装修需求不足问题：**虽然近年来新房竣工、销售表现相对疲弱，但二手房装修需求逐步显现，后续家居装修需求具韧性，中长期来看，经过我们测算，15年更新周期下，2025E-2027E装修套数分别为1670、1840、1880万套，二手房装修需求支撑下，2026年装修套数有望扭转下滑趋势。

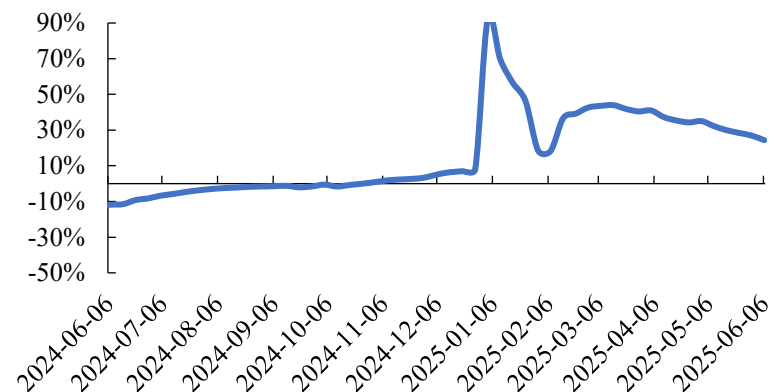
图表：2025-2027年中国理论装修需求套数测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
当年销售面积（万平方米）	154,878	156,532	114,630	94,800	81,450	76,551	74,254	72,027
销售面积增长率(%)	3.15%	1.07%	-26.77%	-17.30%	-14.08%	-5%	-3%	-3%
当年交房面积预测（万平方米）	147929	150144	154878	156,532	114,630	94800	80,580	76,551
单套房平均面积(平方米)	90	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数（百万）	16.44	16.68	17.21	17.39	12.74	10.53	8.95	8.51
10年前住宅竣工套数（百万）	6.21	9.48	10.34	10.78	10.94	12.86	11.69	12.49
15年前住宅竣工套数（百万）	3.17	3.76	5.53	6.04	7.68	6.21	9.48	10.34
20年钱住宅竣工套数（百万）	1.06	1.32	1.68	2.06	2.46	3.17	3.76	5.53
10年前更新周期下-装修套数	22.6	26.2	27.5	28.2	23.68	23.4	20.6	21
YOY	-4.70%	15.50%	5.30%	2.30%	-15.96%	-1.20%	-11.80%	1.70%
15年更新周期下-装修套数	19.6	20.4	22.7	23.4	20.41	16.7	18.4	18.8
YOY	5.70%	4.30%	11.30%	3.10%	-12.89%	-18.00%	10.10%	2.20%
20年更新周期下-装修套数	17.5	18	18.9	19.4	15.19	13.7	12.7	14
YOY	8.70%	2.90%	4.90%	3.00%	-21.87%	-9.80%	-7.20%	10.40%

图表：全国30城商品房周度累计成交面积降幅持续收窄



图表：全国15城二手房周度累计成交面积降幅持续收窄



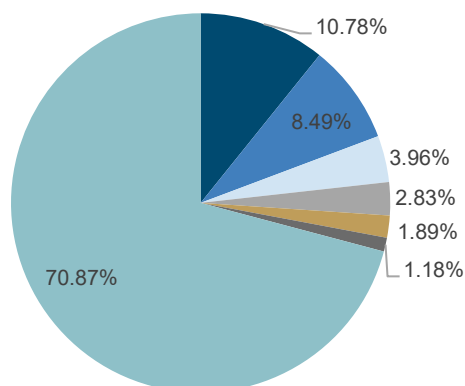
5.内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

5.2板块展望：行业集中度仍较低，以旧换新政策有望加速集中

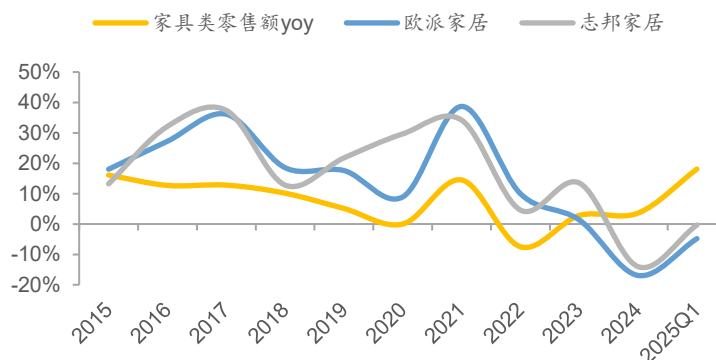
- 近年来，虽然由于消费需求承压，外部经营难度加大，家居行业内中小企业逐步退出，**头部品牌收入增长持续领先社零增速**，行业稳步集中，但家居行业整体目前仍较为分散，根据我们测算，2023年衣柜行业CR4为26.07%，市场集中度仍有较大提升空间。
- **本轮补贴政策或将加速行业集中度提升**。与中小品牌相比，头部企业在新一轮补贴政策下更能迅速做出反应、在部分省市对参与补贴的厂商设置门槛的条件下更能积极争取补贴指标，行业集中度有望进一步提高。
- 展望后续，在行业流量整体承压、流量碎片化、消费者一站式采购需求等背景下，我们认为头部家居品牌在整装渠道加速开拓、多品类加速融合的两大趋势推动下，市场份额有望迎来加速提升，进一步奠定业绩增长韧性。

图表：衣柜行业集中度

■ 欧派家居 ■ 索菲亚 ■ 尚品宅配 ■ 志邦家居 ■ 好莱客 ■ 金牌橱柜 ■ 其他



图表：龙头企业营收增速多数年份跑赢家具社零增速



图表：各地品牌商或者经销商申请补贴的要求梳理

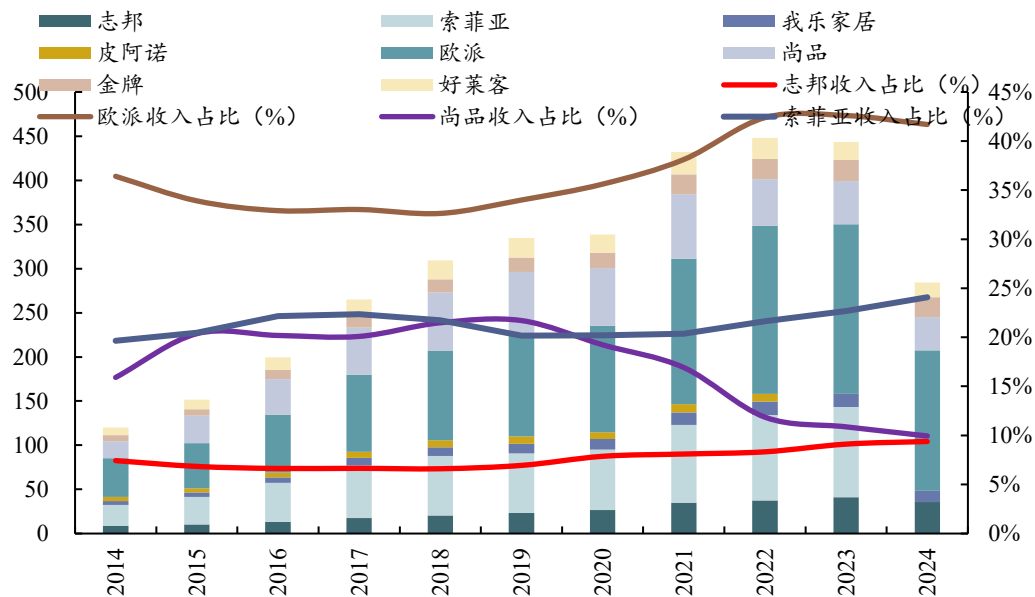
城市	申报条件
上海	固定的品牌企业名单，提交符合规定的家居产品销售记录。
广州	品牌商或经销商需要提供产品认证、销售报表以及产品环保性证明
深圳	依法注册登记并在深圳从事商事活动的法人企业且2024年4月30日（含）前在国家统计局“统计联网直报平台”内的企业类别为“批发和零售业”；遵守活动要求,按照补贴标准足额补贴消费者等。
南京	政府详细公布可参与的品类与企业名单
武汉	公布已确定的品类和企业参与，品牌商已提交家居产品的合规证明和环保认证，销售业绩和产品定价材料需要明确披露。
重庆	公开征集方式，确定参与单位。符合条件的单位向属地区提交材料。
郑州	经企业自愿申报、县区推荐、实地查看、专家评审等程序
天津	依法登记注册在天津市。线下销售单位应具备线下实体家电（家居）商品销售卖场；线上销售单位有其线上平台或网店。

5.内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

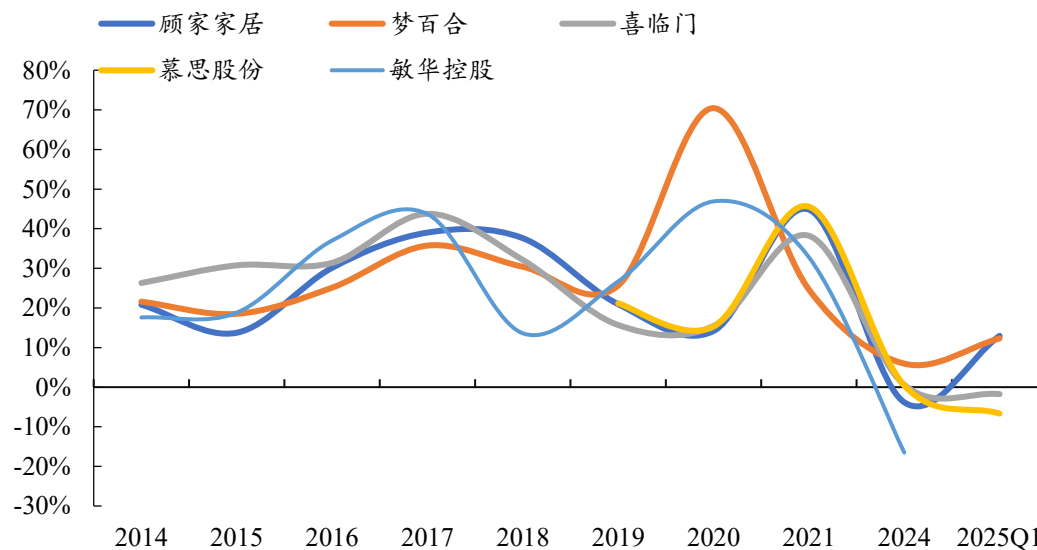
5.3 投资建议：优选零售能力优异的大家居企业

➤ **标的筛选：**零售能力的强弱主要体现在品类扩张能力、渠道赋能能力等方面。定制家居板块，根据统计，近5年来，欧派、索菲亚、志邦三家在零售渠道的份额（占8家上市企业份额的比例）持续提升，而尚品、好莱客、皮阿诺等均现份额下滑。软体家居方面，各企业品类扩张速度及对于门店的精细化运营有所差异，从而单店提货额显现出一定差异。整体来看，推荐零售能力优异的索菲亚、顾家家居、欧派家居、志邦家居、敏华控股、慕思股份等。

图表：定制家居企业近年来零售渠道市场份额趋势（占8家上市企业份额）



图表：软体家居企业历年内销收入变动



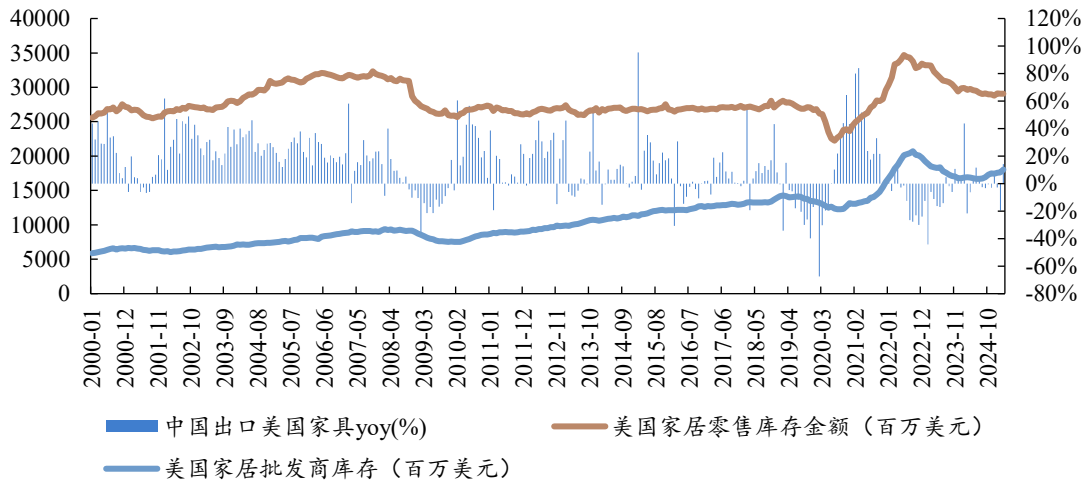
06 出口&出海：风险与机遇并存

6.出口&出海：风险与机遇并存

6.1板块回顾：出口景气度有所走弱，出口企业业绩分化已初显

- 出口景气度边际有所走弱，企业业绩分化开始：1) 24年Q4和25年Q1外销家居板块整体同比增速为24.24%/17.34%，边际增长有所放缓；2) 25Q1轻工出口企业收入端表现已开始分化，部分企业增长出现放缓；3) 根据历史复盘来看，美国家居行业库存见底后迎来的补库周期持续性普遍为6-12个月，若考虑此轮补库周期此前从23Q4开启，那此轮补库周期或已基本结束。后续将重新回归关注企业自身成长逻辑。

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：轻工出口企业业绩分化

单位：亿元	24年营收同比	24年归母净利润同比	24年Q4营收同比	24年Q4归母净利润同比	25年Q1营收同比	25年Q1归母净利润同比
梦百合	5.94%	-242.04%	2.80%	124.68%	12.31%	196.22%
中源家居	45.42%	-295.41%	34.64%	-403.17%	1.59%	-61.73%
麒盛科技	-4.66%	-24.13%	2.68%	-74.24%	4.06%	-1.01%
浙江正特	13.35%	-182.70%	24.94%	-169.31%	41.69%	90.86%
匠心家居	32.63%	67.64%	49.78%	197.20%	38.16%	60.41%
浙江自然	32.63%	41.67%	39.44%	849.63%	30.40%	148.29%
恒林股份	34.59%	-0.02%	33.03%	97.16%	12.74%	-49.49%
永艺股份	34.22%	-0.56%	30.94%	-17.67%	17.93%	34.81%
松霖科技	1.06%	26.65%	4.24%	159.38%	-17.50%	-59.17%
建霖家居	15.53%	13.44%	-1.10%	-36.62%	3.37%	0.46%
玉马遮阳	-82.25%	12.46%	17.76%	26.82%	-4.88%	-17.57%
西大门	28.20%	34.15%	22.34%	131.09%	13.33%	-1.14%
天振股份	186.07%	-86.04%	888.91%	102.61%	168.73%	375.16%
海象新材	-14.42%	9.76%	-0.45%	152.05%	-10.03%	124.71%
嘉益股份	59.76%	55.27%	55.63%	27.65%	66.52%	41.26%
哈尔斯	38.40%	14.72%	37.52%	-36.35%	22.50%	31.64%
乐歌股份	45.33%	-20.45%	39.38%	-39.71%	37.69%	-35.17%
致欧科技	33.74%	-19.21%	23.62%	-55.68%	13.56%	10.30%

图表：分品类家居月度出口当月同比

		2025年4月	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月
家具产品																
办公椅	本制的可调节高度的椅座	18.53%	25.03%	-60.05%	-1.38%	4.46%	30.21%	3.64%	14.38%	36.82%	29.58%	-3.67%	16.11%	23.56%	-11.04%	156.11%
	非本制的可调节高度的椅座	-0.99%	10.57%	-28.31%	-10.25%	-0.84%	-6.01%	3.79%	-17.06%	-1.67%	-3.83%	10.21%	26.23%	14.54%	-8.44%	43.48%
沙发	带软垫的木质框架沙发	-21.35%	-1.56%	-29.72%	-11.16%	-12.43%	-14.71%	-4.18%	-12.03%	-5.78%	-2.14%	2.24%	6.73%	5.57%	-6.67%	65.94%
	带软垫的金属框架沙发	-14.61%	2.62%	-33.22%	-10.86%	4.58%	-7.20%	-3.71%	-15.68%	-11.73%	-15.46%	8.91%	25.44%	20.93%	-2.35%	58.94%
床垫	弹簧床垫	16.77%	35.39%	0.59%	2.52%	15.70%	12.80%	10.54%	14.26%	11.12%	23.67%	24.56%	43.81%	32.40%	19.12%	55.68%
	海绵床垫或泡沫塑料床垫，不论是否包面	-6.18%	5.07%	-22.14%	5.20%	2.82%	7.39%	15.94%	1.94%	21.23%	20.43%	14.36%	14.98%	3.38%	4.03%	30.51%
PVC地板	聚乙烯树脂合制地板制品	-13.06%	-0.24%	-26.46%	-6.79%	0.77%	-15.51%	-0.62%	-17.63%	-4.43%	-0.62%	0.45%	-5.32%	-3.46%	-13.52%	55.14%
其他轻工产品																
保温瓶	保温瓶和其他真空隔热容器，但玻璃瓶除外	7.34%	29.63%	-27.46%	21.16%	16.75%	12.02%	20.74%	-0.93%	22.55%	12.98%	32.46%	36.08%	1.12%	-15.74%	50.50%
塑料餐具	塑料餐具及厨房用具	-8.59%	10.69%	-28.21%	0.12%	2.32%	0.95%	8.70%	-2.29%	-0.30%	-0.06%	12.11%	10.43%	-0.79%	-13.22%	44.65%
宠物牵引绳	各种材料制成的宠物牵引绳，适合各种动物用	-12.39%	-15.36%	-41.20%	0.66%	-9.69%	-7.12%	5.20%	-13.18%	-0.80%	-3.79%	-4.80%	-11.78%	-7.88%	-15.32%	29.40%
宠物食品	宠物包装的粮食或猫食饲料	-8.12%	16.24%	-1.66%	14.12%	14.70%	17.06%	27.82%	11.16%	33.97%	20.76%	34.68%	21.45%	10.91%	2.91%	22.30%
人造草坪																
人造草坪	其他化学纤维制或合成纤维制	-8.87%	-3.71%	-23.18%	-15.61%	3.24%	-0.12%	7.58%	-8.84%	-10.85%	-10.69%	-10.65%	2.66%	-5.61%	-10.78%	5.46%
	其他化学纤维制或合成纤维制	-16.66%	-7.52%	-27.48%	-5.55%	2.02%	4.55%	20.37%	12.32%	18.04%	2.30%	20.47%	11.69%	8.69%	-8.02%	17.04%

6.出口&出海：风险与机遇并存

6.2板块展望：关税风险仍存，把握α及边际改善型标的

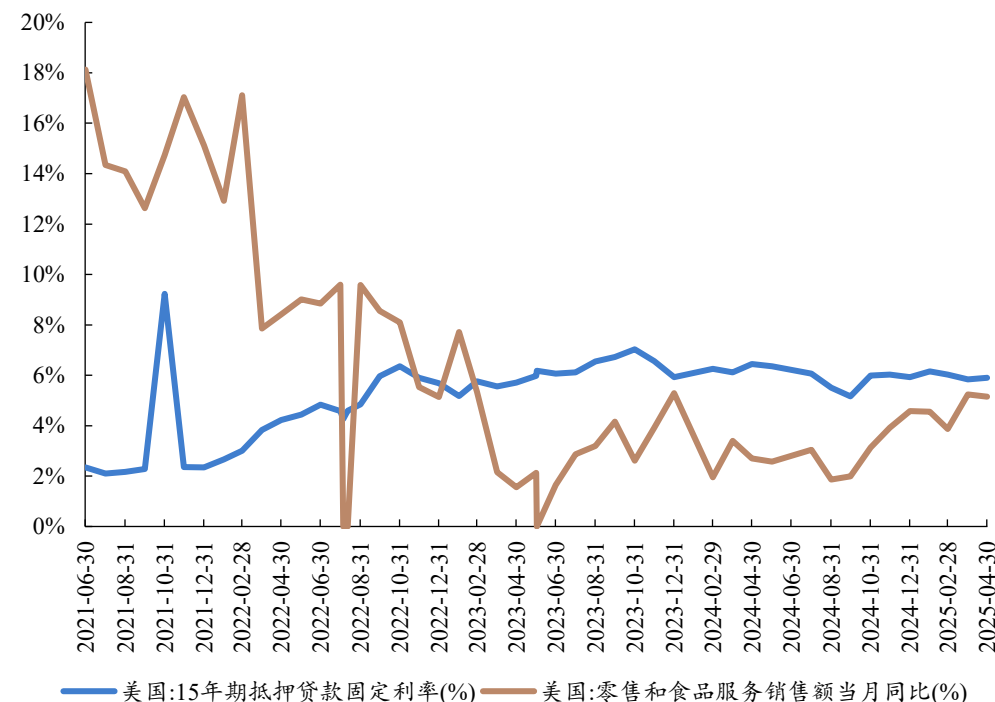
- 关税风险确存，具备海外产能前瞻布局的企业优势有望显现：后续仍存美国对中国乃至东南亚加征关税可能性，若税率较高，或将对出口企业造成实质性影响。在此背景下，具备前瞻海外多地产能布局的企业优势将逐步显现，把握具备自身α及边际改善型标的。
- 中期期待美国进一步降息拉动家具需求：历史上来看，美联储降息通常将推动美国成屋销售改善，进而拉动家具需求。根据CME跟踪，25年9月议息会议降息25BP的概率为58%。

图表：出口企业海外收入及海外产能布局梳理

公司名称	最新市值 (亿元)	2024海外收入 (亿元)	2024总收入 (亿元)	海外收入 占比	境外收入地区占比	是否有 海外产 能	海外产能合计占比 (%)
匠心家居	157.12	25.4	25.5	99.5%	美国约90%	是	越南基本100%覆盖对美出口
致欧科技	73.76	79.8	81.2	98.2%	欧洲60%、北美37%、 日本0.8%	是	东南亚合作供应链，24年覆盖20%的 对美出口，25年目标覆盖40-50%的 对美出口
浙江永强	80.47	54.6	56.8	96.2%	北美55%、欧洲38%、 澳大利亚1.6%	否	/
嘉益股份	102.01	26.9	28.4	94.9%	海外占95%	是	越南一期产能约1350万只杯子，投产 后占比27%。
共创草坪	147.12	26.2	29.5	88.6%	欧洲30%，美国30%， 亚太20%	是	预计全面投产后越南占比64%，墨西 哥11%。越南三期投产后基本可覆盖 全部出口
建霖家居	48.79	38.6	50.1	77.0%	北美为主、欧洲及其 他开拓	是	泰国工厂扩建，墨西哥基地推进
松霖科技	94.37	22.6	20.1	75.1%	欧洲30-35%、北美20- 25%	否	目前海外无已投产产能，越南工厂约 2025年H2投产
恒林股份	38.10	98.9	110.3	89.6%	美国60%+，欧洲占 20%+	是	目前越南产能占比约为30%
永艺股份	34.55	36.1	47.5	75.9%	美国50%+，欧洲 20%+	是	越南工厂占出货量整体30%+，
天振股份	37.24	8.8	8.9	98.3%	北美95%+	是	全面投产后，预计泰国和越南占比 66%，美国占比22%。
梦百合	48.16	67.4	84.5	79.9%	北美50%，欧洲25%	是	测算塞尔维亚占比约9%，美国18%， 西班牙9%，泰国9%。

资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：美国家具和家用装饰店零售额同比增速与抵押贷款利率



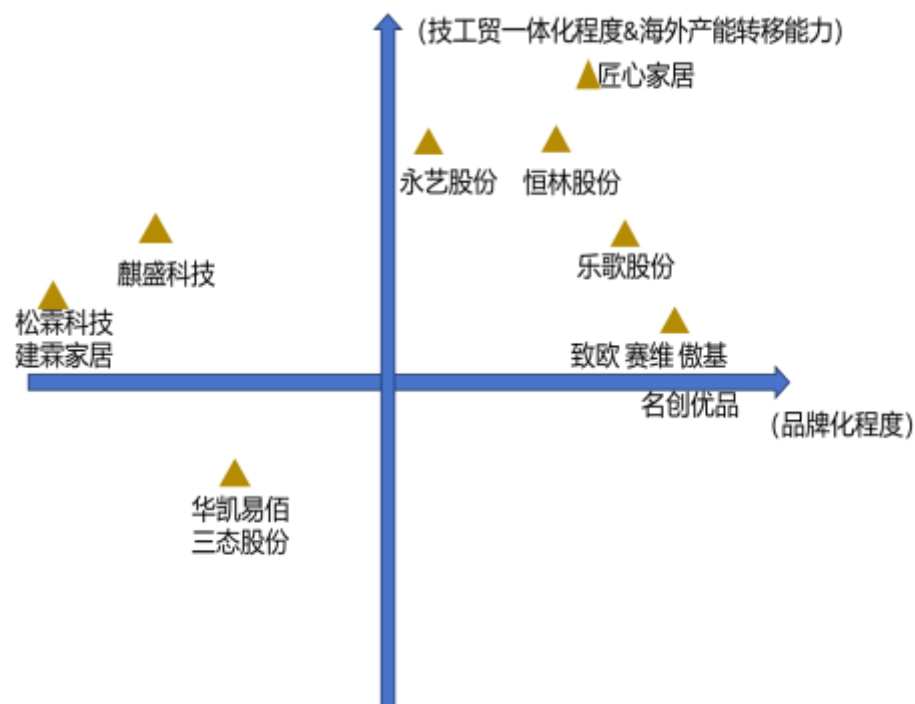
6.出口&出海：风险与机遇并存

6.3投资建议：把握α及边际改善型标的

- 投资建议：在关税风险叠加海外需求边际趋缓的背景下，技工贸一体化程度（或海外产能布局能力）与品牌化程度依然是筛选海外投资标的重要维度，其中第一象限维度中的匠心家居、兼具自主品牌布局与技工贸一体化程度较高，在23Q4-25Q1营收各季度增长亮眼。品牌力支撑产品高溢价及消费者粘性，技工贸一体化节降企业成本，海外产能布局平抑供应链及税风险，基于此，这类企业后续的成长稳定性更强，成长上限更高。建议关注：匠心家居、梦百合、傲基股份、致欧科技、恒林股份、永艺股份、乐歌股份等。

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	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25PE
第一象限	乐歌股份	35.73%	40.83%	48.08%	53.67%	39.38%	37.69%	12.71
	恒林股份	28.34%	38.98%	25.68%	41.02%	33.03%	12.74%	9.98
	匠心家居	32.00%	30.66%	25.20%	26.12%	49.78%	38.16%	19.96
	永艺股份	19.70%	22.96%	42.37%	38.79%	30.94%	17.93%	9.29
	致欧科技	44.98%	45.30%	36.55%	34.49%	23.62%	13.56%	18.06
	赛维时代	41.13%	44.66%	55.52%	63.89%	58.66%	36.65%	23.35
	傲基股份	22.29%	/	/	/	23.34%	/	5.25
第二象限	松霖科技	13.71%	12.61%	-3.00%	-6.82%	4.24%	-17.50%	17.43
	建霖家居	47.27%	42.68%	20.11%	10.41%	-1.10%	3.37%	9.10
	麒麟盛科技	29.99%	8.48%	-14.98%	-11.50%	2.68%	4.06%	23.16
	梦百合	15.96%	7.08%	11.88%	3.04%	2.80%	12.31%	18.14
第三象限	华凯易佰	30.16%	23.05%	12.95%	47.72%	64.41%	35.08%	13.63
	三态股份	10.85%	-0.51%	-9.61%	0.83%	22.66%	3.48%	/

- 政策落地效果低预期：若国内外相关利好政策出台后，传导效果不明显，将直接影响对应行业及公司经营业绩。
- 原材料价格大幅上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱，造成业绩不及预期。
- 代工商大客户流失的风险：个护、家具、电子烟等代工商下游客户集中度较高，且下游客户市场竞争较为激烈，若出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。
- 汇率大幅波动的风险：若汇率发生大幅波动，代工出口及跨境电商企业又无法将全部汇兑风险向上下游传导或其他有效手段进行规避，汇率波动将可能对经营业绩产生不利影响。
- 贸易摩擦加大的风险：美国若其加大对中国及东南亚关税的征收比例，将显著影响中国相关出口企业经营。

免责声明/特别声明



免责声明

本报告刊载的一切资料及数据，虽力求精确，但不能担保其准确性和完整性。报告中的数据与观点仅供参考，国金证券并不对依赖该数据与观点而采取的任何措施和行动、以及由此引起的任何风险承担任何责任。

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