

轻工行业2026年投资策略

掘金情绪消费，重估周期价值

西南证券研究院
轻工研究团队
2026年1月

核心观点

- **2025年板块复盘**：回顾2025年，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。而包装印刷等板块受益于提价落地（金属包装）和跨界转型等因素，股价表现较好。出口板块在关税政策扰动下出现一定程度分化，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较好。个护板块在上半年有超额收益，下半年受电商渠道竞争加剧的影响，进入估值消化期，但国货品牌受益于产品结构优化和渠道扩张，中长期成长逻辑有望持续兑现。
- **2026年选股思路**：一方面关注低估顺周期资产在大宗周期变化下估值修复，逐步兑现配置价值；另一方面不断平衡新消费及出口板块的估值与成长性匹配度，优选成长匹配度高或估值低位、安全性高的标的。**推荐四条主线**：
1）逐步重视低估值的顺周期标的。以造纸为代表的大宗周期板块，在“反内卷”与传统旺季驱动下逐步开始提价，且当前渠道库存处于历史低位，提价持续性值得期待，吨净利有望修复，板块呈现底部反转的机会。
2）需求韧性强、制造能力突出的出口标的配置价值仍较高。短期看Q4关税影响进一步减弱，弥补了部分Q3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）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。
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**：太阳纸业（002078.SZ）、博汇纸业（600966.SZ）、稳健医疗（300888.SZ）、百亚股份（003006.SZ）、诺邦股份（603238.SH）、依依股份（001206.SZ）、梦百合（603313.SH）、顾家家居（603816.SH）。
- **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

◆ **2025年板块数据回顾**

◆ **个护：产品结构升级，渠道红利释放**

◆ **出海：全球产能奠基，品牌出海拓新局**

◆ **造纸：行业反内卷下供需结构有望改善**

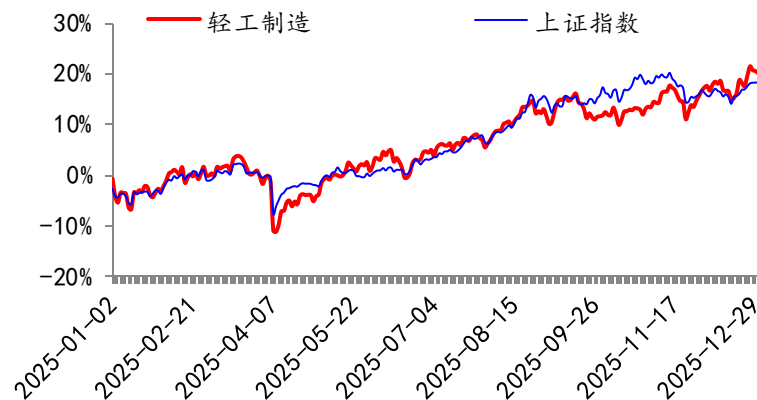
◆ **新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜**

◆ **2026年推荐标的与估值**

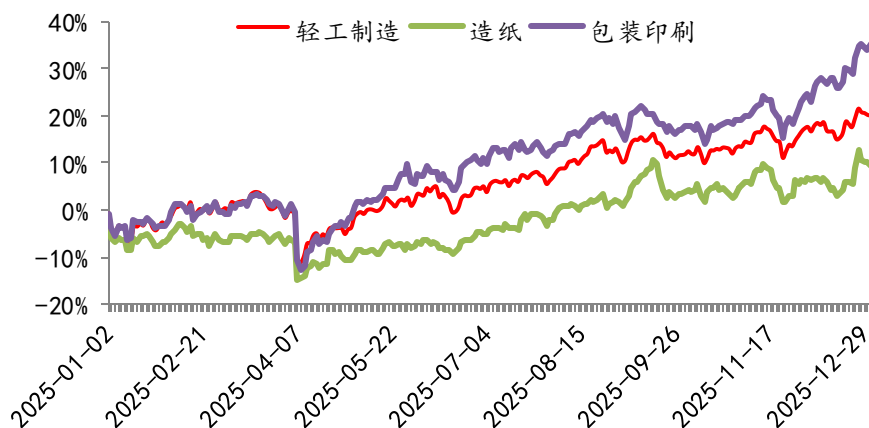
板块及个股涨跌幅复盘

- 截至2025年12月31日，2025年SW轻工制造板块整体涨幅+20.1%，跑赢上证指数1.7pp。其中，包装印刷表现好于轻工板块整体，板块涨幅为35.4%，家居、文娱、造纸板块涨幅分别为17.3%、13.9%、9.2%。
- 分子板块来看，**包装板块**受益于提价落地（金属包装）和跨界转型，**家居板块**受益于随地产政策放松+以旧换新延续推动需求与估值修复。**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。**造纸板块**主要受浆价支撑减弱、纸类供需压力及竞争加剧影响，企业盈利能力承压。

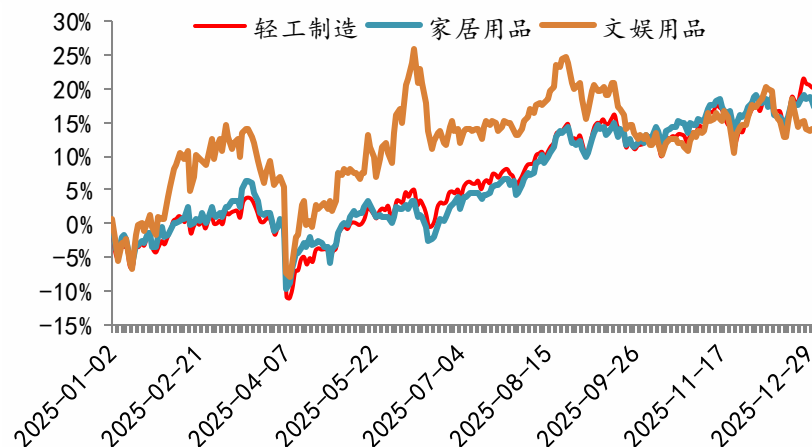
2025年轻工制造VS上证指数累计收益率



2025年轻工制造各子板块累计收益率



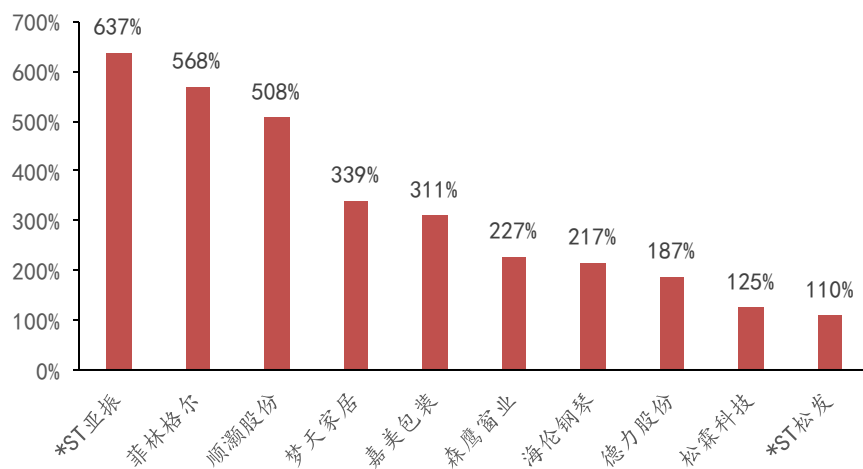
2025年轻工制造各子板块累计收益率



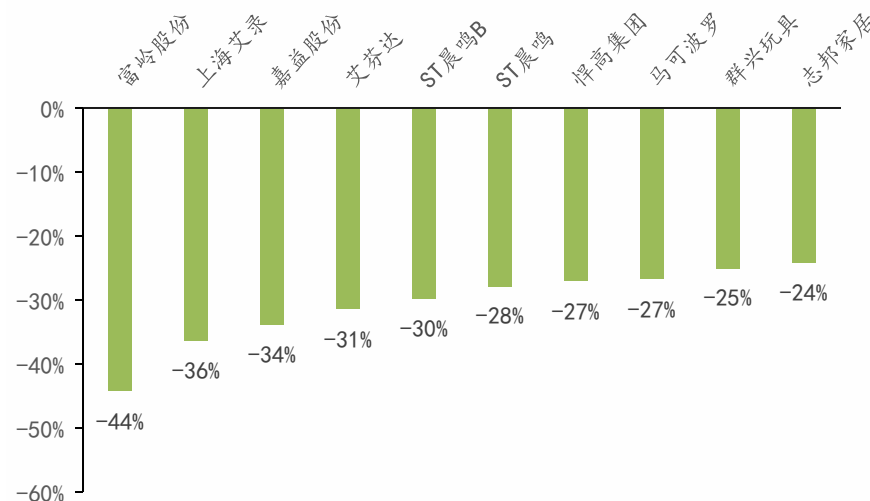
板块及个股涨跌幅复盘

□ 个股层面来看，2025年个股涨幅与重组预期、跨界布局和热点事件相关度较高。截至12月31日，2025年涨幅居前个股主要为*ST亚振、菲林格尔、顺灏股份、梦天家居、嘉美包装、森鹰窗业、海伦钢琴、德力股份、松霖科技、*ST松发，主要集中在家具家居、包装材料板块；2025年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。

2025年申万轻工板块涨跌幅TOP10



2025年申万轻工板块跌幅TOP10



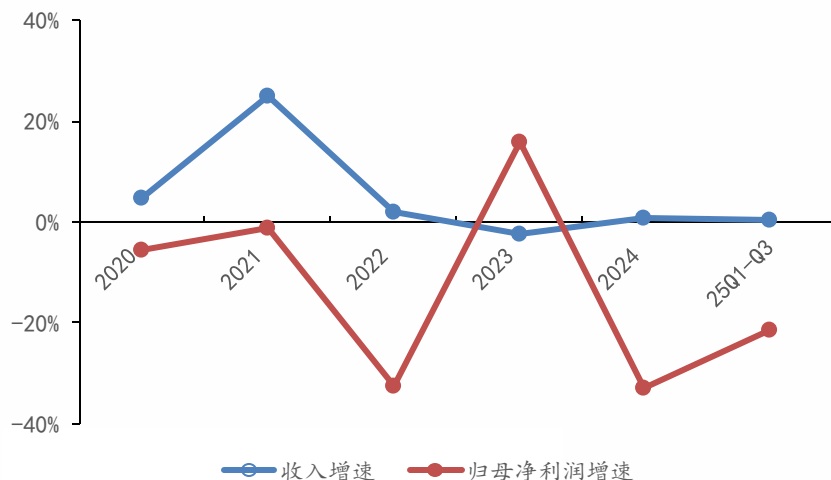
数据来源：Wind，西南证券整理，截至2025/12/31，剔除北交所标的和年内新上市标的

数据来源：Wind，西南证券整理，截至2025/12/31

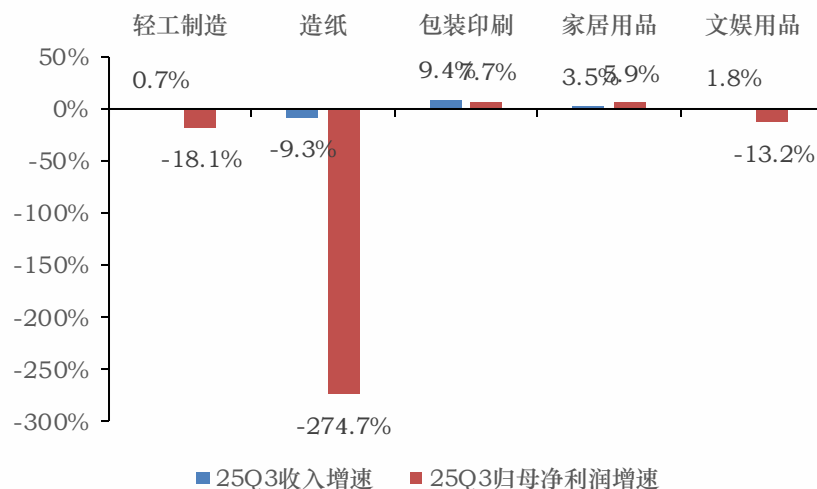
板块数据回顾

- 轻工板块2025年Q1-Q3整体收入同比微增，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。2025Q3申万轻工板块实现收入1614.1亿元（同比+0.7%），实现净利润68.3亿元（同比-18.1%）。分子板块来看，25Q3造纸/包装/家居/文娱板块收入增速分别为-9.3%/+9.4%/+3.5%/+1.8%，净利润增速分别为-274.7%/+7.7%/+5.9%/-13.2%。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。

20-25Q3申万轻工板块收入/利润增速



2025Q3各子板块收入/净利润增速



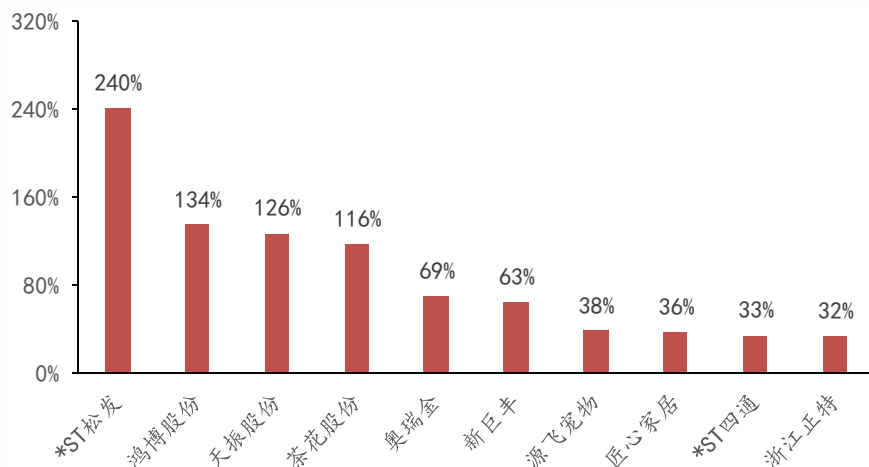
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

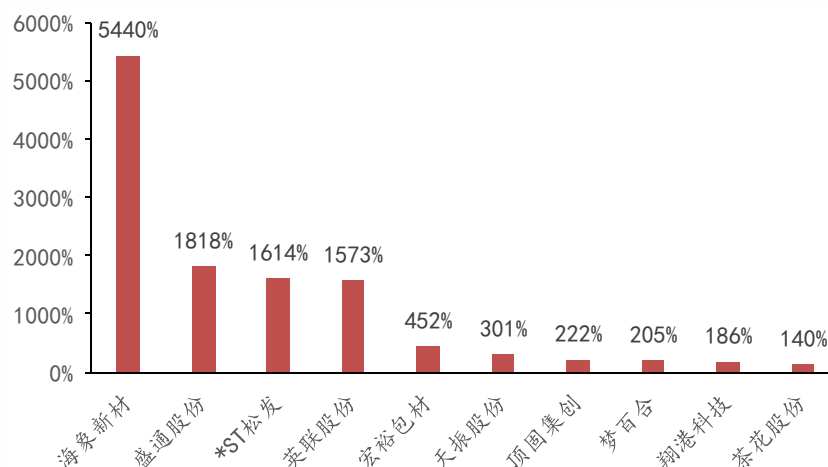
板块数据回顾

- 从个股基本面来看，25Q1-Q3轻工板块收入增速TOP5为*ST松发、鸿博股份、天振股份、茶花股份、奥瑞金。净利润增速TOP5为海象新材、盛通股份、*ST松发、英联股份、宏裕包材。收入涨幅居前的主要为包装和出口标的，部分企业通过业务转型实现收入业绩提升。
- 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-Q3年申万轻工板块收入增速TOP10



25Q1-Q3申万轻工板块净利润增速TOP10



数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

◆ 2025年板块数据回顾

◆ 个护：产品结构升级，渠道红利释放

◆ 出海：全球产能奠基，品牌出海拓新局

◆ 造纸：行业反内卷下供需结构有望改善

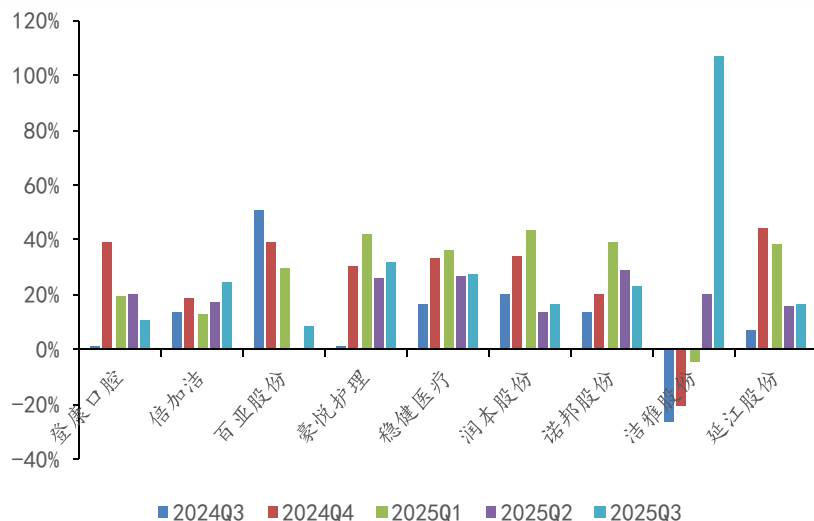
◆ 新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜

◆ 2026年推荐标的与估值

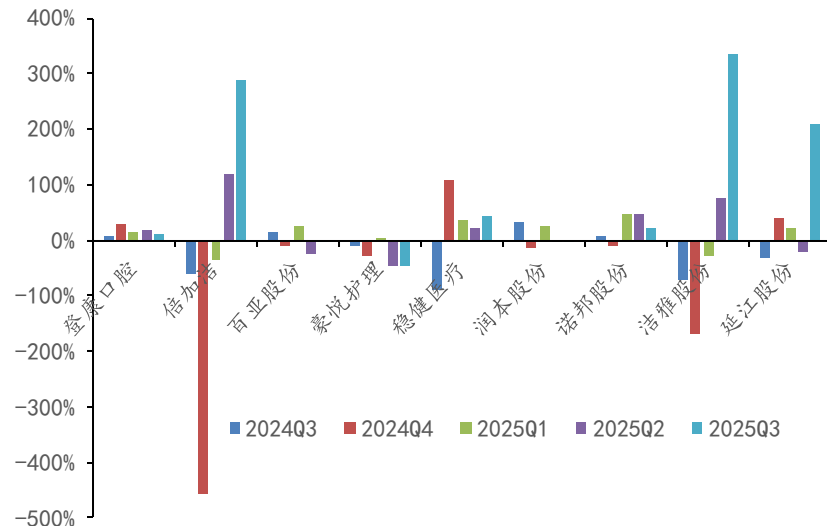
个护：优选新品驱动与供给侧升级标的

- 个护板块部分标的呈现产品壁垒+全域运营双核驱动的高成长性，建议沿两条主线配置：**1）品牌端把握刚需赛道的中高端化与新品迭代。**口腔护理、女性护理、婴童护理、棉柔巾等作为消费升级受益品种，产品迭代速度快、全域运营的品牌有望延续成长逻辑。2025Q3登康口腔/倍加洁/百亚股份/豪悦护理/稳健医疗/润本股份收入分别同比增长10.5%/24.7%/8.3%/31.6%/27.7%/16.7%。**2）制造端布局上游原材料，产能优势显著。**无纺布与湿巾材料，受海外卫材升级与属地化供应壁垒推动，订单与盈利迎来修复。2025Q3诺邦股份/洁雅股份/延江股份收入分别同比增长23.2%/107.2%/16.6%。

2024Q3-2025Q3单季度收入增速



2024Q3-2025Q3单季度净利润增速



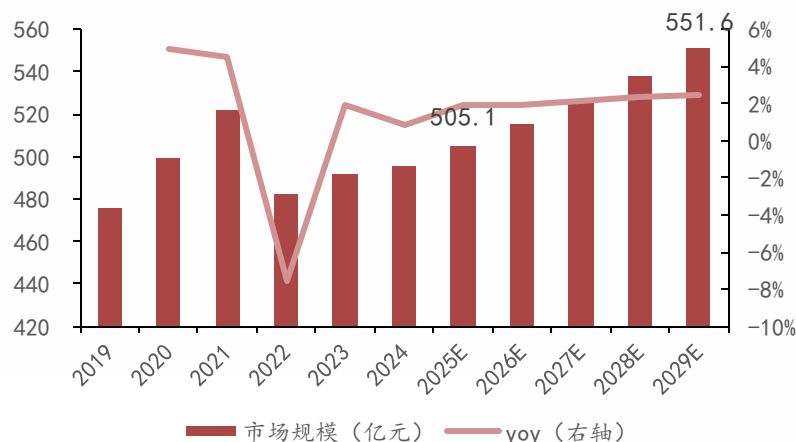
数据来源：Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

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。细分品类牙膏、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如医研抗敏牙膏、色修美白牙膏等功效产品，并在包装上创新，推动牙膏品类量价齐升。

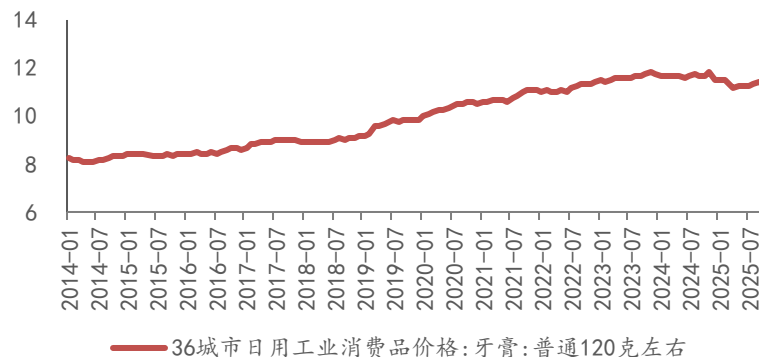
2019-2029E口腔护理行业市场规模及增速



数据来源：欧睿，西南证券整理

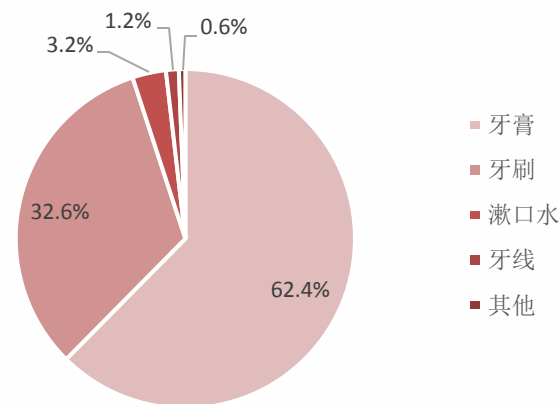
www.swsc.com.cn

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

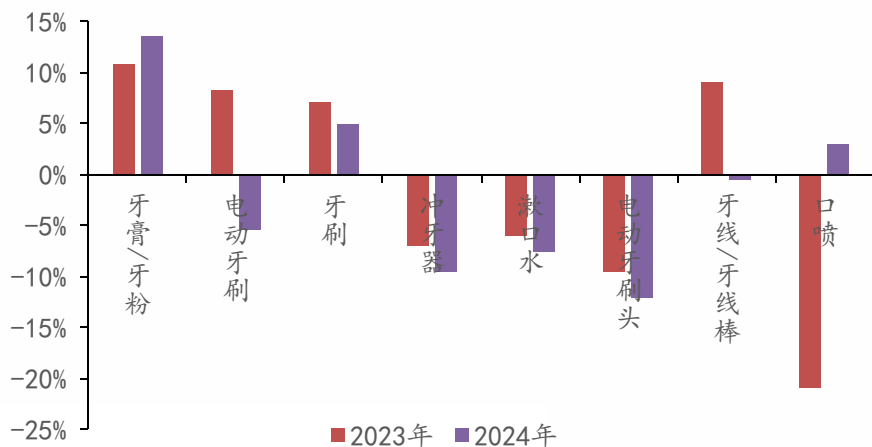


数据来源：欧睿，西南证券整理

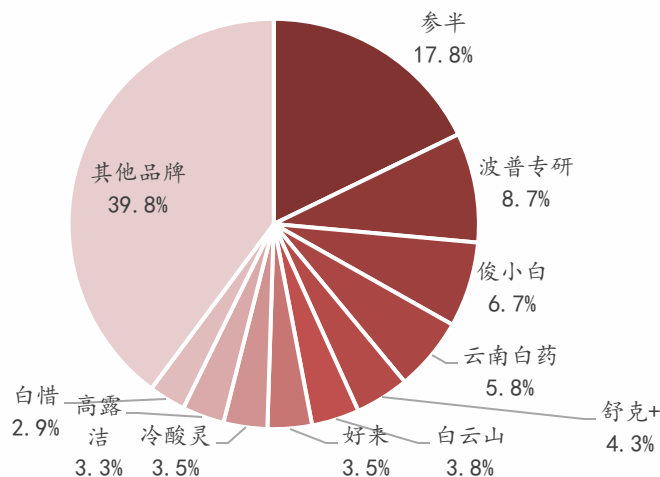
个护：口腔护理产品升级，线上份额逐步提升

□ **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%。**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发力线上，2024年线下销售渠道中牙膏产品的零售额市场份额排名位居行业第三、本土品牌第二。部分新品牌通过高费用投放，份额进入前十，但考虑到线上竞争较为激烈，新品牌成长持续性有待验证。新兴品牌的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。

2023/2024年口腔护理各品类线上零售规模增速



2025M1-M10抖音渠道牙膏销售占比



数据来源：中国口腔用品协会，西南证券整理

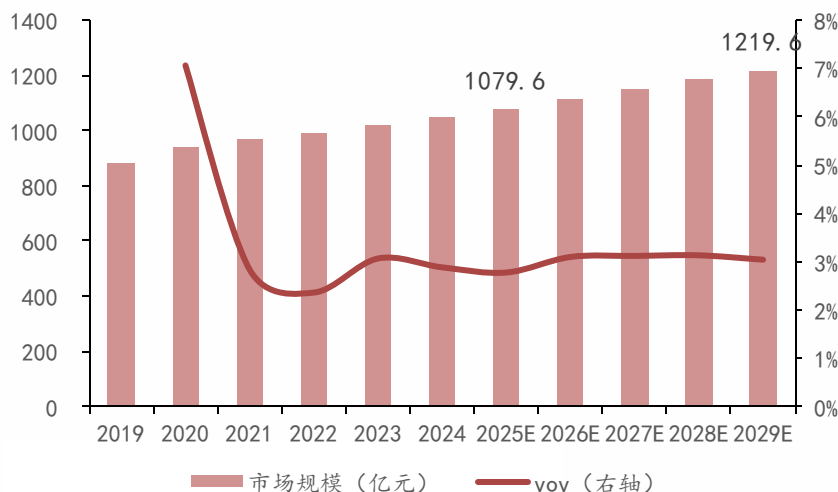
www.swsc.com.cn

数据来源：蝉魔方，西南证券整理

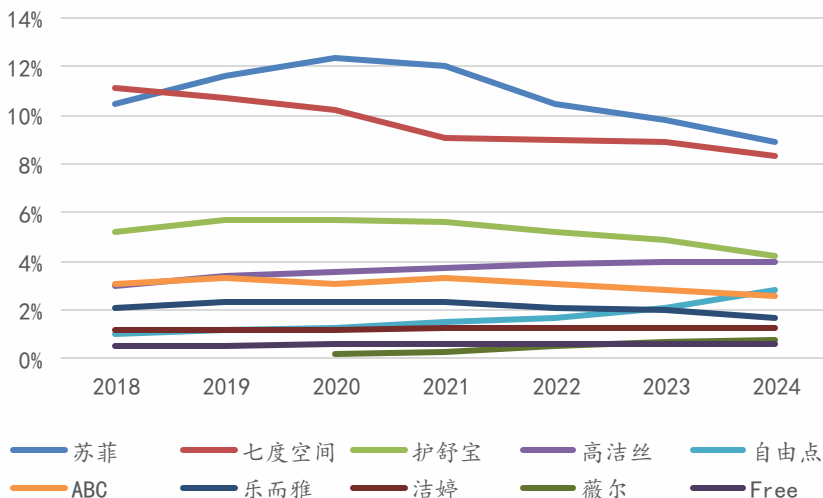
个护：卫生巾国货品牌持续突围，新国标中长期加速出清与集中

- **国货品牌持续突围，新国标中长期加速出清与集中。**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%。行业处于“价增为主”的成熟阶段，市场扩容核心依靠高端化与功能化升级、裤型等新品类扩容与渠道结构优化驱动。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。**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。**2025年7月1日强制性新国标正式实施将提升供给门槛、加速白牌与不达标产能出清，利好产品力强、质量体系完备与全渠道能力扎实的品牌。

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



数据来源：欧睿，西南证券整理

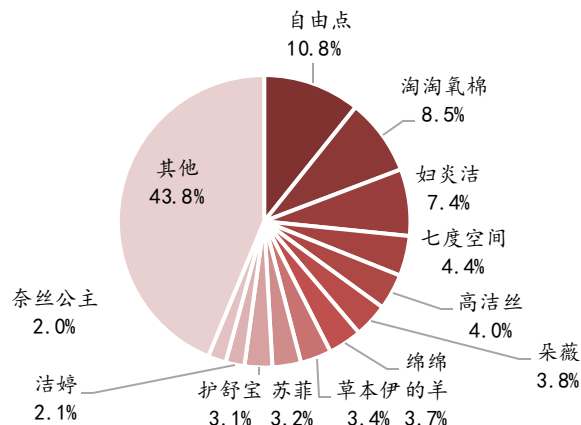
www.swsc.com.cn

个护：卫生巾国货品牌持续突围，新国标中长期加速出清与集中

□ 根据蝉魔方数据，2025年1-10月抖音渠道自由点维持第一的份额，奈丝公主/洁婷分别占据2.0%/2.1%的抖音份额。龙头普遍采用大单品策略并强调持续迭代。我们认为：1) 差异化大单品（如益生菌、五超体感、安全/无添加）市场空间广阔；2) 裤型卫生巾渗透率提升；3) 线上引流×线下扩张的全渠道协同的品牌市场份额仍将持续提升。

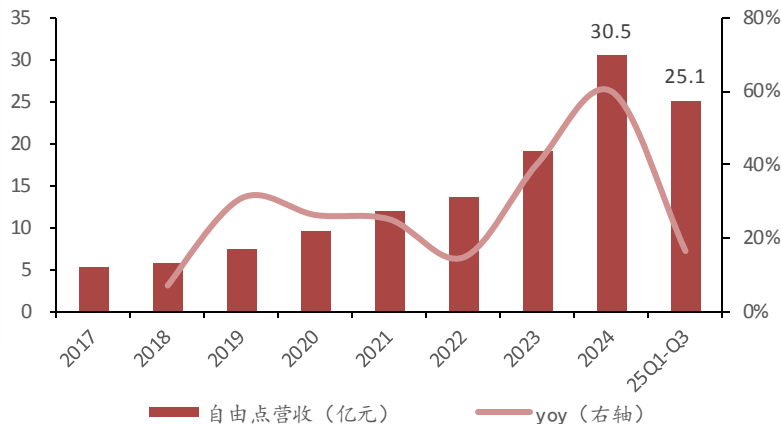
□ 相关标的：百亚股份、稳健医疗、豪悦护理

2025M1-M10抖音卫生巾销售额占比



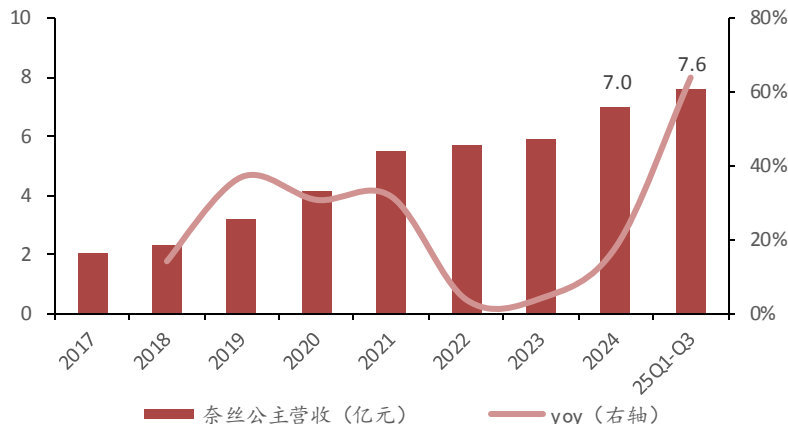
数据来源：蝉魔方，西南证券整理

2017-2025Q3自由点品牌收入及增速



数据来源：公司公告、IFind，西南证券整理

2017-2025Q3奈丝公主品牌收入及增速

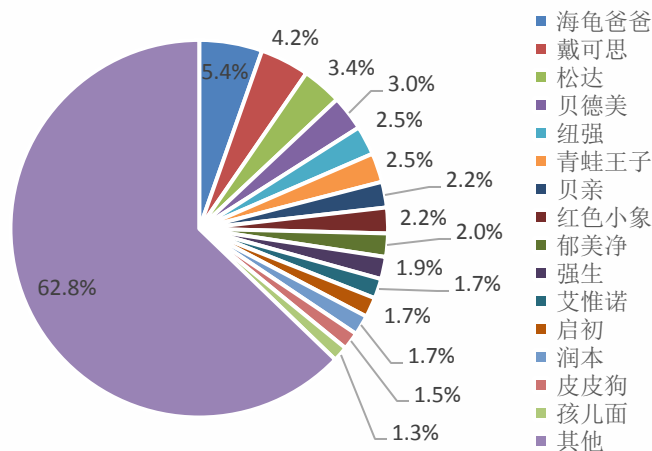


数据来源：公司公告、IFind，西南证券整理

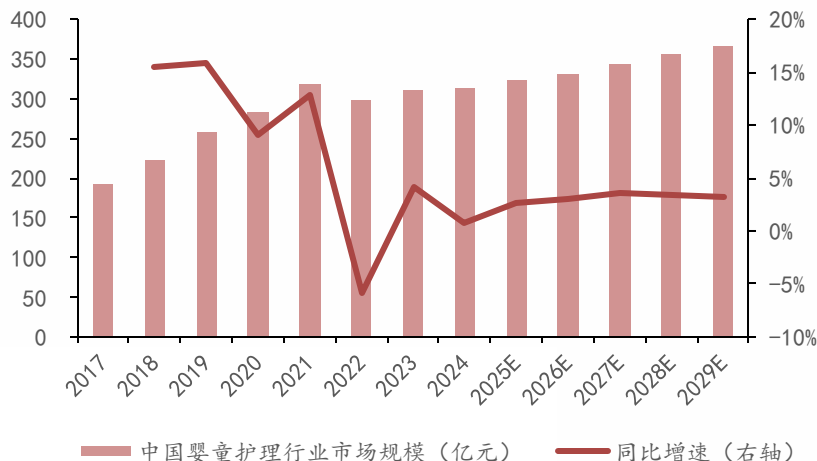
个护：婴童护理向精细化发展，单童消费增长对冲出生率下降影响

□ 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，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。

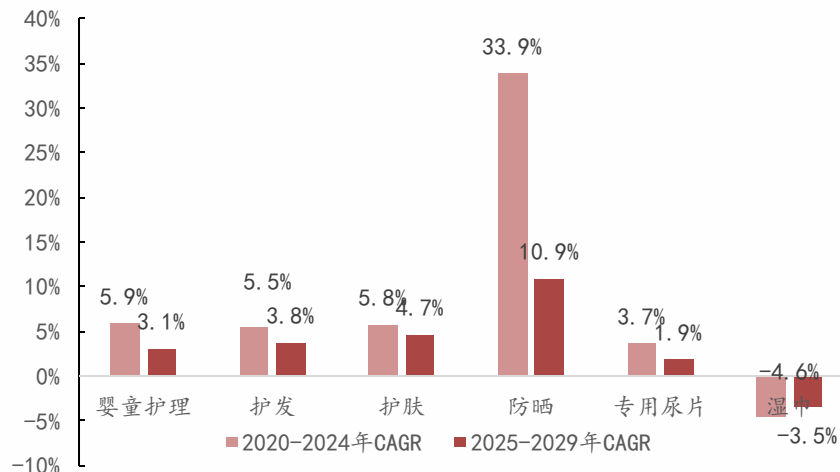
2024年婴童护理TOP15市占率品牌



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元左右，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提升空间。

□ **相关标的：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

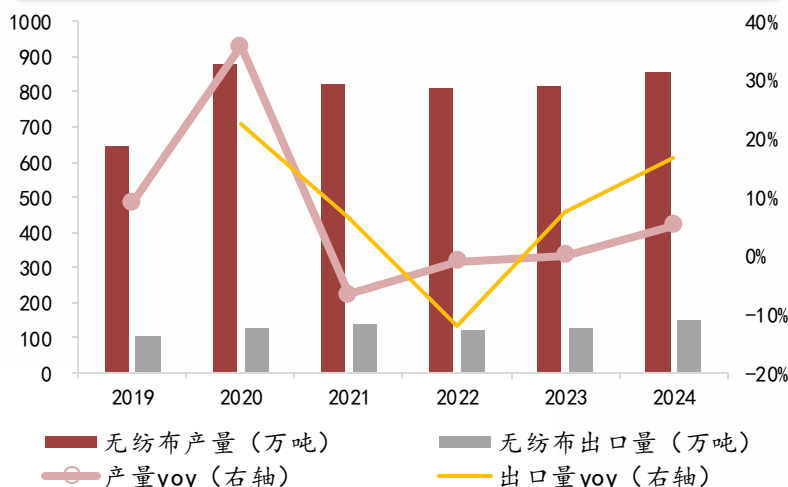
www.swsc.com.cn

个护：无纺布行业触底回暖，政策与品牌采购策略形成双击催化

□ 无纺布行业盈利拐点与价格企稳同时出现，2025年1-9月非织造布规模以上企业营业收入/利润总额分别同比增长2.9%/7.4%，营业利润率2.8%，同比+0.1pp，行业均价经历三年下行后小幅回升。2024年中国无纺布产量达856.1万吨，同比+5.1%，为2020年以来最大增幅，其中水刺（主要用于干湿巾/湿厕纸）产量同比+8.1%、热风（主要用于卫生巾/纸尿裤表层/导流/底层）同比+7.9%，中高端细分工艺景气优于行业总体。**外销优于内销**，2025年前三季度非织造布及其制品的海外需求整体保持良好，对越南/东盟等新兴市场份额显著上升，整体出口额为31.8亿美元，同比+6.7%，出口量为125.6万吨，同比+13%。英国禁售含塑湿巾、欧盟 PPWR 推动包装可回收/再生，品牌端（宝洁“自制为主，多源外包”；金佰利“本地化强化”）重塑供应链，具备无塑卷材能力与稳定交付的中国企业有望获得增量订单。

□ 相关标的：诺邦股份、洁雅股份、延江股份

2019-2024年中国无纺布产量及出口量



表：2025年1-9月我国产业用纺织品行业及主要产品出口情况

产品名称	出口额 (亿美元)	出口额增速 (%)
产业用纺织品 (海关8位HS编码)	318.2	2.9
产业用涂层织物	38.2	1.5
非织造布	31.8	6.7
一次性卫生用品	28.7	12
毡布、帐篷	28.6	-6.9
线绳(缆)带纺织品	24.3	3.7
帆布	22.6	-0.1
合成革、革基布	16.5	1.9
产业用玻纤制品	16.4	4.7
包装用纺织品	12.8	2.2
擦拭布	12.4	-2.3
医用敷料	8.1	0.7
湿巾	7.9	17.7

目 录

◆ 2025年板块数据回顾

◆ 个护：产品结构升级，渠道红利释放

◆ 出海：全球产能奠基，品牌出海拓新局

◆ 造纸：行业反内卷下供需结构有望改善

◆ 新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜

◆ 2026年推荐标的与估值

出海：关税扰动订单节奏，出货逐步恢复

□ **2025年11月起美对华加征关税降至20%，出货逐步恢复。**2025年以来美国对华关税政策多次反复，4月先是将对华关税提至34%后一度升至145%，11月又降至20%。为避免关税变动带来的成本风险，不少美国采购商暂缓下单，等待政策明朗。关税扰动下，Q2-Q3大部分出口企业收入及利润水平受到影响，关税降至20%的稳态后，Q4起下单逐步恢复。同时美国对全球贸易国增加关税，其中对马来西亚、泰国和柬埔寨出口产品征收19%关税，对越南出口产品征收20%。11月关税下调后，我国轻工产品对美出口相对东盟的价格竞争优势回归到2025年之前水平。**中长期来看，关税调整将加速轻工行业洗牌。**中小企业抗风险能力弱，在前期高关税冲击下已面临订单减少、资金紧张等问题，中长期看其在技术、产能、供应链管理上的压力仍难快速扭转。部分出口龙头企业通过全球化产能布局，可灵活应对关税变动、降低地缘政治扰动，同时保障供应链稳定，深化客户合作关系。

表：美国2025年以来对中国加征关税历程

日期	2025年以来美国对中国实施的关税	关税税率
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。	10%
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%。	20%
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%。	54%
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%。	104%
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%。	145%
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。	30%
9月29日	对源自中国的软木木材加征10%关税，对软垫木制家具、成品橱柜和洗手台加征25%关税，该政策10月14日生效。	部分家具产品 叠加加征25%
11月10日	经10月吉隆坡经贸磋商，将芬太尼相关对华关税下调10个百分点，并继续暂停24%的对等关税一年至2026年11月10日。	20%

出海：海运费维持低位，汇率、原材料等因素影响放大

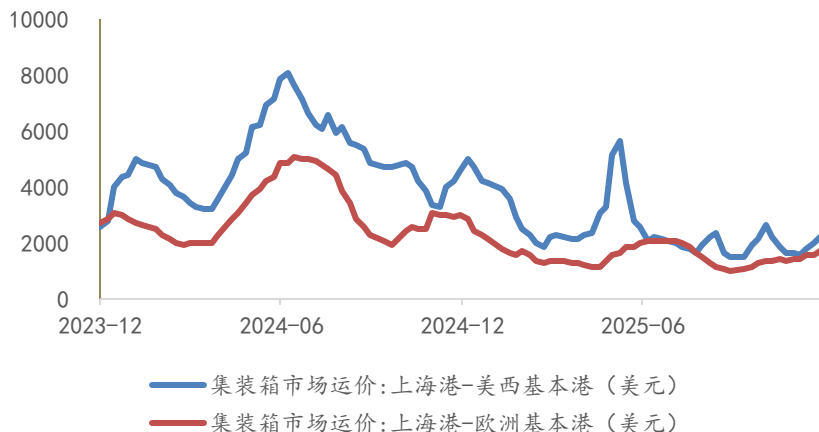
□ 海运费维持低位，汇率、原材料等因素影响增加。

海运费方面，中国出口至美国航线运费5月高企主要系出口企业抢出口导致运力紧张，但已于6月底恢复并维持相对低位。汇率方面，美元兑人民币的中间价报回落至7.0-7.1元之间，预计人民币仍有升值趋势。原材料方面，PVC、聚乙烯、聚丙烯价格较2024年年底呈现不同程度下滑，TDI、TPU价格呈上涨趋势。展望明年，大宗原料价格或呈现上行，地缘冲突及中美贸易仍存不确定性，优选抗风险能力强的企业。

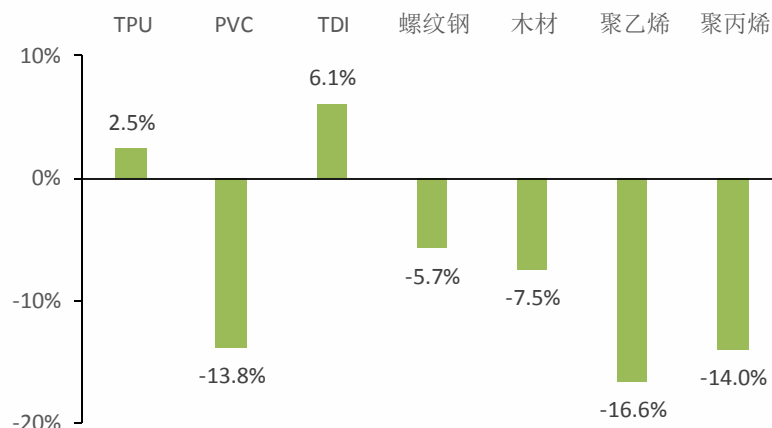
汇率：中间价美元兑人民币



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，部分出口品类具有较高景气度

□ 宠物食品及用品、无纺布、电子烟、弹簧床垫等出口品类具有韧性。从中国出口月度数据表现来看，2025年10月在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）、电子烟、弹簧床垫等品类展现出较强增长韧性。

表：部分轻工品类月度出口同比数据

品类	2024年							2025年									
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
保温杯	32%	13%	23%	-1%	21%	12%	17%	21%	-27%	30%	7%	-9%	-6%	-6%	-16%	0%	-17%
功能沙发	9%	-15%	-12%	-16%	-4%	-7%	5%	-11%	-33%	3%	-15%	-15%	-3%	2%	-5%	-3%	-16%
功能椅	10%	-4%	-2%	-17%	4%	-6%	-1%	-10%	-29%	11%	-1%	-12%	-8%	-5%	-9%	1%	-17%
弹簧床垫	25%	24%	11%	14%	11%	13%	16%	3%	0%	35%	17%	10%	27%	28%	16%	9%	9%
橡胶床垫	14%	20%	21%	2%	16%	7%	3%	5%	-22%	5%	-6%	-14%	-13%	-12%	-8%	-1%	-6%
办公家具	20%	5%	6%	-4%	20%	14%	30%	12%	-16%	22%	0%	-9%	3%	19%	5%	0%	-9%
升降桌	-6%	-6%	-2%	-9%	3%	-7%	-5%	-12%	-35%	16%	5%	3%	7%	11%	1%	3%	-4%
户外家居	33%	7%	10%	13%	30%	7%	26%	18%	-19%	0%	-20%	-24%	-22%	5%	8%	3%	-13%
PVC地板	0%	-1%	-5%	-17%	-1%	-15%	1%	-6%	-26%	1%	-12%	-17%	-22%	-13%	-16%	-8%	-24%
牙刷	10%	1%	12%	-3%	19%	-2%	9%	5%	-27%	2%	-3%	-4%	-6%	-1%	-6%	5%	-14%
湿巾	-35%	-27%	-10%	-14%	19%	5%	-5%	-13%	-28%	-12%	-7%	20%	38%	13%	16%	-12%	-14%
美容清洁用无纺布	16%	4%	9%	-6%	19%	30%	24%	26%	7%	16%	12%	12%	6%	22%	24%	38%	9%
电子烟	24%	17%	-10%	-7%	14%	-18%	-7%	5%	-10%	8%	-1%	2%	-4%	14%	22%	21%	18%
聚光灯	0%	-6%	-7%	-11%	5%	-3%	4%	-9%	-41%	24%	-2%	-7%	1%	-5%	-17%	-17%	-31%
卫浴陶瓷	-37%	-36%	-39%	-33%	-24%	-23%	-8%	-35%	-52%	4%	3%	6%	73%	48%	14%	-8%	-21%
塑料餐具	12%	0%	0%	-2%	9%	1%	2%	0%	-28%	11%	-9%	-12%	-3%	-3%	-11%	-6%	-16%
装饰原纸	-6%	2%	6%	0%	23%	-5%	-4%	-6%	-20%	-14%	-10%	-7%	-2%	5%	10%	18%	-10%
充气床垫	19%	21%	22%	3%	12%	42%	21%	14%	-15%	9%	-12%	-30%	-23%	-30%	-31%	-12%	-31%
人造草坪	5%	20%	12%	31%	18%	1%	-3%	17%	-33%	25%	10%	-15%	-2%	-4%	6%	-13%	-2%
遮阳蓬	23%	-12%	18%	-19%	11%	-1%	27%	-41%	-50%	-10%	-15%	-28%	120%	17%	27%	-34%	-28%
帐篷	8%	-4%	12%	-1%	10%	0%	9%	5%	-26%	12%	-4%	-17%	-4%	-10%	-15%	-10%	-23%
宠物尿垫	0%	6%	14%	9%	24%	20%	19%	13%	2%	20%	18%	15%	16%	14%	4%	4%	-3%
宠物食品	127%	14%	105%	30%	42%	42%	50%	36%	76%	96%	58%	-17%	-5%	38%	-7%	37%	19%
宠物塑料玩具类	12%	3%	4%	-5%	10%	6%	8%	2%	-21%	14%	1%	-2%	6%	5%	4%	6%	-8%
宠物咬胶	4%	-13%	-13%	-4%	3%	-22%	-28%	-13%	-15%	16%	-4%	1%	-1%	9%	2%	-10%	-15%
宠物牵引绳	-5%	-4%	-1%	-13%	5%	-7%	-10%	1%	-41%	-15%	-13%	-6%	-13%	-10%	-20%	-11%	-17%
纸浆模塑托盘	1%	-5%	-7%	-15%	2%	-7%	-2%	-9%	-29%	1%	-11%	-17%	-13%	-5%	-3%	4%	-10%

出海：全球产能奠基，品牌出海拓新局，把握高景气细分赛道

分季度业绩数据来看，具备成熟海外产能、产品力与议价能力的龙头持续兑现α（如匠心家居、源飞宠物、梦百合、众鑫股份等），而产能转移仍处爬坡阶段、对美敞口高且提价传导不足的企业利润端承压。短期来看，随着关税预期趋稳与降息催化，出口订单有望边际改善。中长期来看，出口链的投资逻辑正逐步从“成本驱动”转向“供应链安全+品牌溢价+细分景气”的复合驱动，我们认为出口标的中具有：1) 海外产能覆盖度高、交付成熟；2) 品牌出海，更高加价倍率与价格传导能力；3) 所处细分品类景气度较高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（亿元）	主要品类	24年海外营收占比	收入增速					净利润增速				
				24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
顾家家居	253	功能沙发	45%	-7%	-8%	13%	7%	7%	-20%	-89%	24%	5%	12%
涛涛车业	274	摩托车	99%	48%	-5%	23%	23%	28%	71%	71%	69%	95%	121%
匠心家居	207	功能沙发	99%	26%	50%	38%	40%	29%	20%	197%	60%	45%	55%
共创草坪	144	人造草坪	89%	16%	27%	15%	8%	6%	-12%	49%	29%	16%	54%
松霖科技	177	智能卫浴	75%	-7%	4%	-17%	-25%	-4%	-46%	159%	-59%	-57%	-34%
浙江永强	83	户外用品	96%	63%	37%	12%	-24%	24%	90%	18%	45%	-44%	896%
嘉益股份	76	保温杯	95%	43%	56%	67%	-7%	-48%	42%	28%	41%	-27%	-71%
众鑫股份	81	纸浆模塑	86%	23%	9%	10%	-18%	-14%	66%	20%	14%	-40%	-18%
致欧科技	73	家居产品	99%	34%	24%	14%	4%	2%	5%	-56%	10%	12%	-23%
麒盛科技	67	智能电动架	90%	-12%	3%	4%	-4%	0%	2%	-74%	-1%	52%	-37%
依依股份	55	宠物卫生用品	94%	41%	37%	27%	-6%	-17%	31%	304%	28%	-9%	-2%
建霖家居	61	厨卫五金	77%	10%	-1%	3%	-7%	0%	5%	-37%	0%	-16%	-20%
浙江正特	55	户外用品	93%	38%	25%	42%	36%	12%	-69%	-169%	91%	25%	-84%
广博股份	49	办公用品	28%	0%	13%	10%	-2%	9%	-44%	-7%	31%	-8%	52%
梦百合	51	记忆棉床垫	80%	3%	3%	12%	7%	12%	-1442%	125%	196%	70%	123%
源飞宠物	45	宠物食品/用品	86%	29%	46%	36%	53%	27%	19%	104%	-31%	31%	22%
乐歌股份	46	升降桌	91%	54%	39%	38%	23%	10%	43%	-40%	-35%	-4%	-62%
天振股份	46	PVC地板	98%	839%	889%	169%	140%	84%	41%	103%	375%	196%	476%
恒林股份	45	办公椅	89%	41%	33%	13%	10%	4%	-56%	97%	-49%	10%	112%
创源股份	44	办公用品	99%	63%	55%	40%	7%	9%	-9%	379%	218%	-6%	34%
家联科技	42	餐饮具	55%	42%	23%	1%	9%	13%	-70%	43%	-158%	-317%	-268%
永艺股份	39	办公椅	76%	39%	31%	18%	-1%	-3%	42%	-18%	35%	-10%	-40%
久祺股份	37	自行车及零件	96%	38%	121%	30%	48%	22%	-38%	270%	90%	34%	59%
浙江自然	33	户外用品	80%	35%	39%	30%	1%	-30%	372%	850%	148%	-20%	-41%
海象新材	23	PVC地板	98%	2%	0%	-10%	-14%	-5%	91%	152%	125%	824%	772%

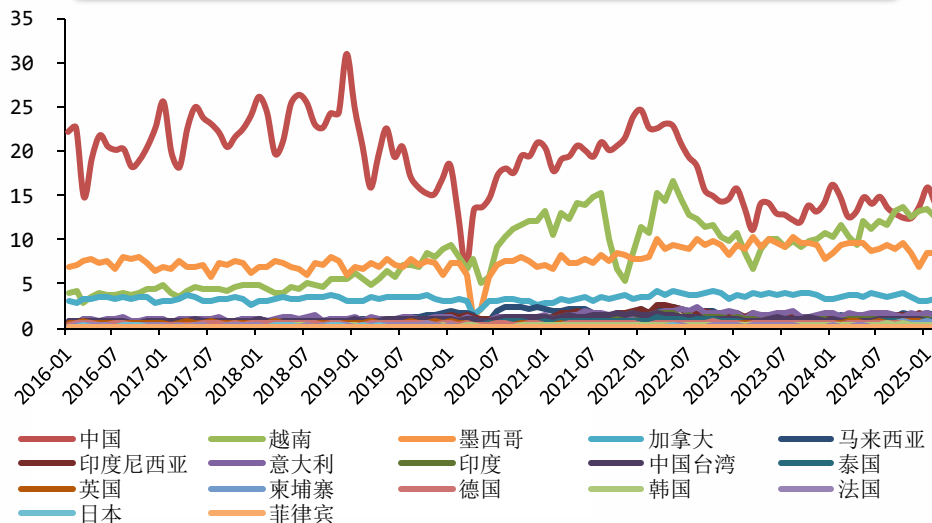
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind(数据截至2025/12/31)，西南证券整理

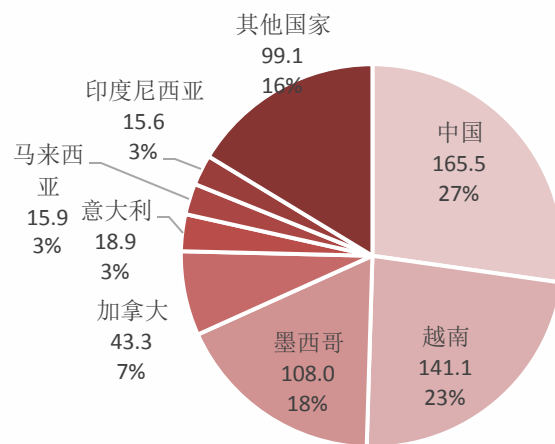
出海主线一：优选海外产能覆盖度高、交付成熟的企业

□ **优选海外产能覆盖度高、交付成熟，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。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、泰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，降低物流成本。**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（亿美元）及占比



出海主线一：优选海外产能覆盖度高、交付成熟的企业

□ 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。

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	207	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	是，基本全部覆盖
共创草坪	144	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	177	30	15%	75%	25%	越南工厂预计2025年H2投产	否
浙江永强	83	57	8%	96%	55%	无	否
众鑫股份	81	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
致欧科技	73	81	4%	99%	37%	东南亚合作供应链	否，预计覆盖20%-50%
嘉益股份	76	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%
麒盛科技	67	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	是，基本全部覆盖
建霖家居	61	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
依依股份	55	18	12%	94%	85%	柬埔寨工厂25年4月投产，规模较小	否
梦百合	51	84	-2%	80%	30%	美国16亿、泰国8亿、西班牙塞尔维亚5亿	是
广博股份	49	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%
玉马科技	45	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
乐歌股份	46	57	6%	91%	35%	越南基本100%覆盖对美出口	是
恒林股份	45	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%
天振股份	46	9	-4%	98%	95%	泰国+越南全面投产产能占比66%，美国占比22%	否，覆盖大部分
创源股份	44	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	39	47	6%	76%	30%	越南工厂占出货量整体30%+	是
家联科技	42	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%
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
浙江自然	33	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%
海象新材	23	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

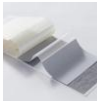
数据来源：Wind(数据截至2025/12/31)、各公司公告，西南证券
注：美国（北美）收入占比主要根据公告等公开资料预测，其中梦百合不含美国零售店MOR，乐歌不含海外仓业务

出海主线二：品牌出海，具有更高加价倍率与价格传导能力

□ 品牌出海跃升“微笑曲线”两端，以品牌溢价对冲成本压力。中国轻工业依托产业链、创新力及全球布局优势推动品牌出海，部分企业表现突出。例如永艺、恒林、匠心家居、乐歌股份聚焦办公及室内家居赛道，以海外产能、多品牌矩阵或智能产品破局；致欧科技、浙江正特深耕室外家居和户外品类，凭精准场景匹配与跨境运营抢占市场；梦百合以全球基地+海外本土品牌并购拓宽渠道。品牌出海模式下，企业产品具备更高加价倍率与更强价格传导能力，随着自主品牌营收占比的持续提升，出海企业的盈利韧性将显著增强，业绩增长空间有望进一步打开。

□ 相关标的：匠心家居、梦百合、恒林股份、永艺股份、浙江正特、致欧科技

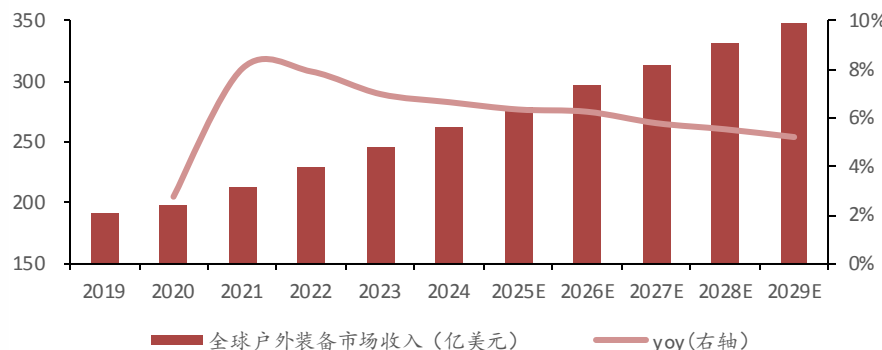
表：跨境电商品牌与本土品牌价格对比

产品	示意图	出海品牌	出海品牌价格	本土头部品牌	本土品牌价格	产品	示意图	出海品牌	出海品牌价格	本土头部品牌	本土品牌价格
鞋柜		Songmics (致欧科技)	30-70美元	IKEA	70-80美元	升降桌		Flexispot (乐歌股份)	150-700美元	FEZIBO	160-800美元
床垫		Egohome (梦百合)	150-600美元	TEMPUR	1950-4049美元	电动椅		Moto Motion (匠心家居)	—	La-z-boy	32500-108800泰铢
遮阳面料		Persilux (西大门)	12-15美元	Homebox	30-90美元	自行车		HILAND (久祺股份)	山地自行车 170-900美元	Schwinn	170-2900美元
办公椅		Nouhaus (恒林股份)	200-700美元	IKEA	199元-249美元	星空篷		Mirador (浙江正特)	1500-3000美元	PURPLE LEAF	999-2000美元

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，受益于欧美家庭户外消费热潮。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

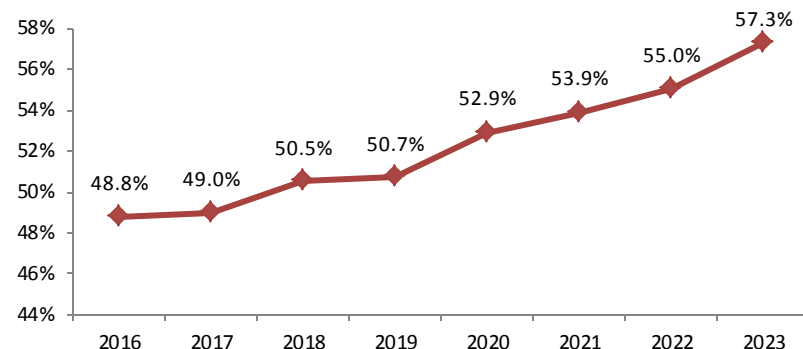


数据来源：Statista，海关统计数据，西南证券整理

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				
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
中宠股份	166	68%	24%	23%	25%	23%	16%
天元宠物	36	48%	49%	43%	13%	15%	14%
佩蒂股份	44	83%	13%	-32%	-14%	-14%	-24%
依依股份	55	94%	41%	36%	27%	-6%	-17%
源飞宠物	47	86%	29%	46%	36%	53%	26%
路斯股份	16	62%	38%	3%	18%	7%	2%

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：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				
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
泡泡玛特	2,325	39%	25H1+204%，25Q3同比增长245%至250%				
名创优品	427	39%	53%	45%	19%	23%	28%
创源股份	43	99%	63%	55%	40%	7%	9%
广博股份	50	28%	0%	13%	10%	-2%	9%
裕同科技	266	30%	10%	11%	6%	8%	-4%
华立科技	39	13%	24%	20%	-14%	20%	-10%

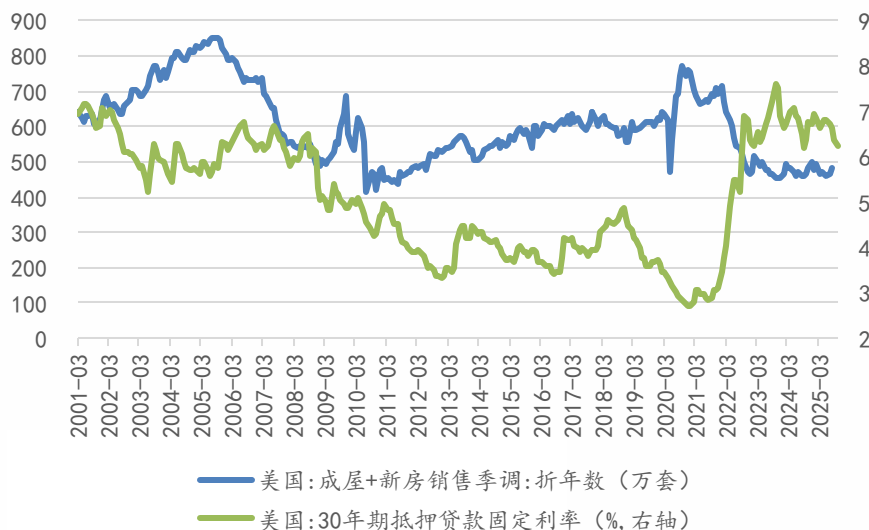
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind(数据截至2025/12/10)，西南证券整理

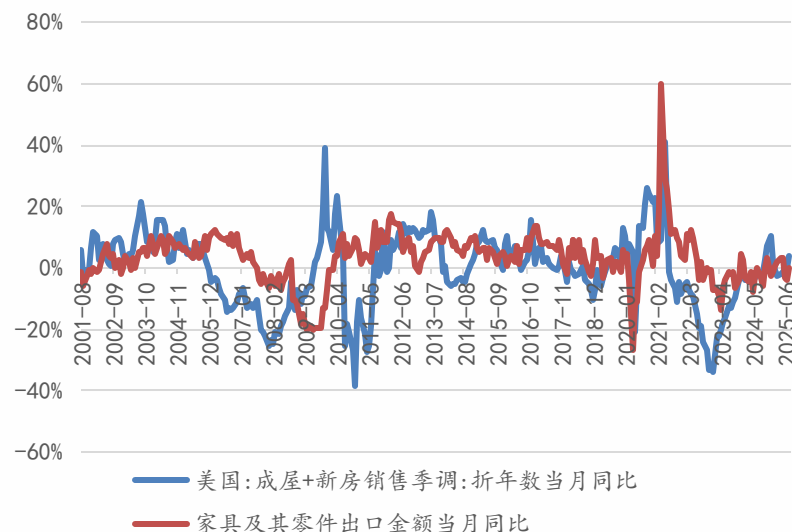
出海：美国房地产周期磨底，降息后家居需求有望回暖

□ 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，拉动中国相关企业出口。2025年初以来美国房地产市场整体表现疲软，2025年M1-M10美国成屋累计销售量同比+0.31%，2025年M1-M8美国新建住房销售量同比-0.20%，销售量处于近十年以来低位。2025年美联储分别于9月、10月、12月共进行三次降息，每次降息幅度均为25个基点，年末联邦基金利率目标区间降至3.50%-3.75%，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，拉动家居需求回暖。

美国成屋销售vs30年贷款利率



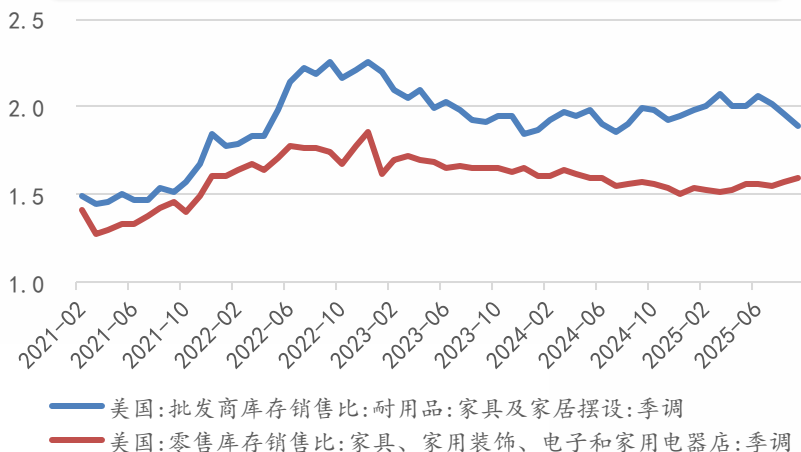
美国房屋销售增速VS家具家居出口增速



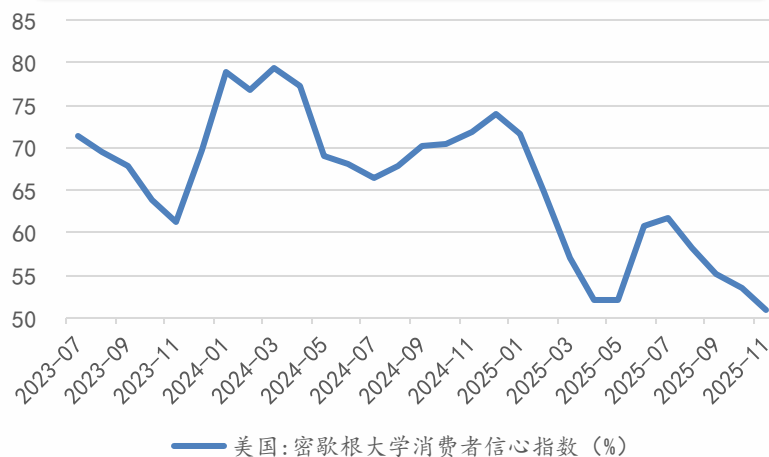
出海：零售商库销比处于低位，降息后有望进入补库周期

□ 家居批发商库销比较Q2下降，零售商库销比处于低位。2025年9月家具及家居摆设的批发商库销比为1.89，较Q2有所下降，处于近十年来68%分位。零售商库销比为1.59，处于近十年51%分位。从美国家居及零售企业库存来看，2025Q3亚马逊/沃尔玛/家得宝/好市多的库存周转天数分别较2024年同一时期+0.3/-2.9/-5.9/+0.4天，降息后有望进入补库周期。

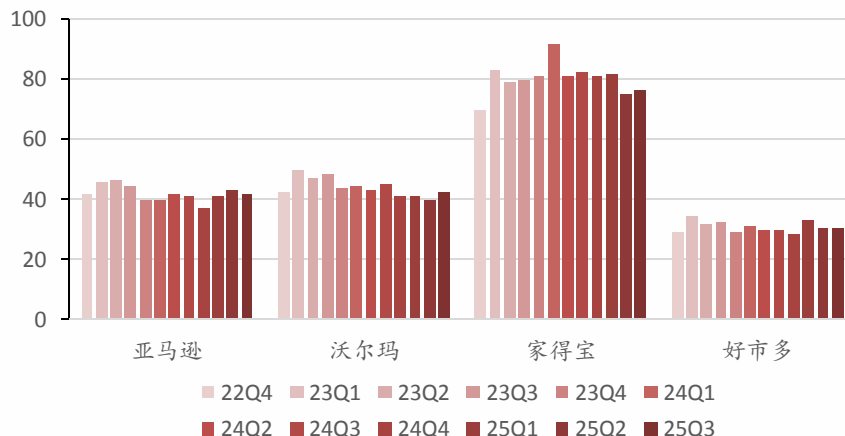
美国家居批发商库存销售比



美国消费者信心指数



美国部分渠道商库存周转天数 (天)



目 录



2025年板块数据回顾



个护：产品结构升级，渠道红利释放



出海：全球产能奠基，品牌出海拓新局



造纸：行业反内卷下供需结构有望改善



新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜

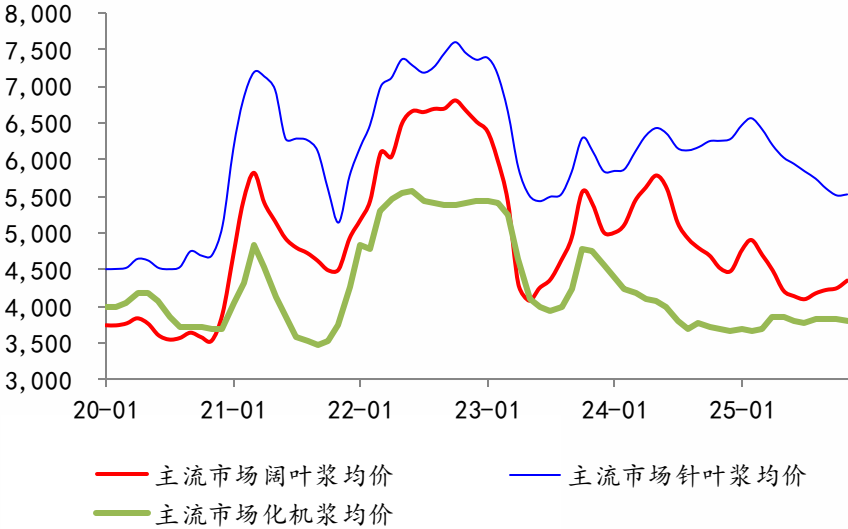


2026年推荐标的与估值

纸浆：2025年针叶浆价格震荡走低，阔叶浆价格先跌后稳

□ 2025年浆价呈现整体偏弱、浆种分化的态势。根据卓创资讯，2025年针叶浆价格呈缓降后低位震荡，从约6500元/吨回落至5500元/吨附近，主要系针叶浆全球供应宽松、港口库存高企拖累价格；阔叶浆先跌后稳、年末小幅回升，从近5000元/吨回落至4000元/吨后反弹，阔叶浆受外盘报价与木片成本支撑底部；化机浆则维持3700元/吨左右的低位平稳波动。2024年我国阔叶+化机浆投产超400万吨，2025年投产速度放缓，截止12月初，2025年我国投产阔叶浆+化机浆230万吨，预计还有712.8万吨待投产。展望后续，海外针叶浆投产节奏收紧，阔叶浆成本支撑下浆价中枢或温和上移。

针叶浆、阔叶浆、化机浆均价（元/吨）



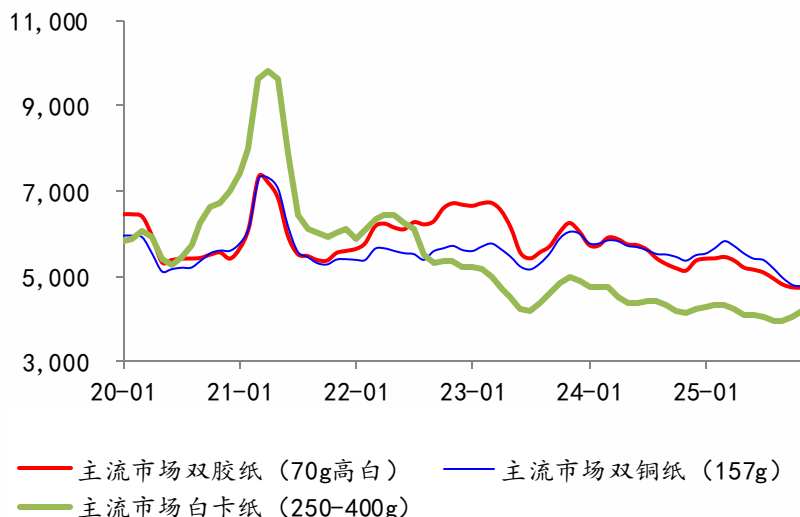
表：国内2025年投产阔叶/化机浆线以及未来规划投产浆线

企业	品种	产能（万吨）	投产时间	所在省份
泰鼎纸业	化机浆	15	2025/3/1	山东省
湖北玖龙纸业	阔叶浆	65	2025/6/30	湖北省
联盛浆纸	化机浆	80	2025/7/14	福建省
湖北玖龙纸业	化机浆	70	2025/8/8	湖北省
2025年已投产产能：		230	—	—
仙鹤股份	阔叶浆	100	2025E	浙江省
湖北玖龙纸业	阔叶浆	30	2025E	湖北省
联盛浆纸	化机浆	120	2025E	福建省
广西金桂	化机浆	75	2025E	广西省
仙鹤股份	化机浆	50	2025E	浙江省
亚洲浆纸	化机浆	40.8	2025E	浙江省
云南云景	阔叶浆	80	2026E	云南省
黄冈晨鸣	化机浆	52	2026E	湖北省
日照华泰纸业	化机浆	15	2028E	山东省
亚太纸业	化机浆	100	2028E	广东省
江苏博汇纸业	化机浆	50	2028E	江苏省
待投产产能：		712.8	—	—

纸浆系：文化纸价格受需求疲软走弱，白卡纸价格触底抬升

□ **文化纸价格受需求疲软走弱，白卡纸价格触底抬升。**回顾2025年，双胶纸/双铜纸价格走弱，主要系下游需求疲软，纸浆价格上半年回落削弱成本支撑影响，价格从年初5300-5400元/吨震荡回落至4700-4800元/吨左右。白卡纸价格触底反弹主要系白卡纸行业龙头自年初以来集中进行了6-7轮提价，每轮提价在100-200元/吨。根据卓创咨询，2025年12月9日，双胶纸、双铜纸、白卡纸市场均价分别为4737.5元/吨、4740元/吨，4239元/吨。截至12月9日，25年约有85万吨双胶纸新增产能，240万吨白卡纸新增产能（联盛浆纸120万吨+玖龙湖北120万吨），双铜纸产能无新增。展望后续，双胶纸、白卡纸供过于求格局仍会存在，但白卡龙头反内卷下吨盈利有望迎来改善。

双胶/双铜/白卡纸市场价（元/吨）



表：2024年后我国双胶纸投产产能及（预计）投产时间

投产时间	企业	所在省份	产能（万吨/年）
2024/1/25	北海玖龙	广西省	55
2024/12/12	岳阳林纸	湖南省	45
2025/7/1	湖北玖龙	湖北省	25
2025/7/15	北海玖龙	广西省	25
2025/9/30	湖北玖龙	湖北省	35
2025E	五洲特种	江西省	25

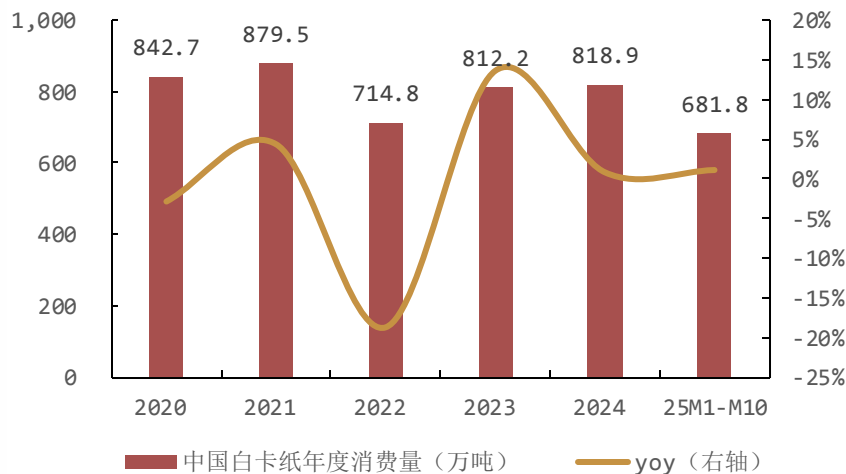
表：2024年后我国白卡纸投产产能及（预计）投产时间

投产时间	企业	所在省份	产能（万吨/年）	原计划投产时间
2024/4/30	冠豪高新	广东	30	-
2024/9/10	玖龙（北海）	广西	120	-
2025/7/22	联盛浆纸	福建	120	-
2025/11/20	玖龙（湖北）	湖北	120	-
2026E	江苏博汇	江苏省	80	原计划2025年投产
2026E	金天和	山东省	30	原计划2025年投产
2027E	广西金桂	广西省	90	原计划2026年投产
2028E	新乡新亚	河南省	40	原计划2026年投产
2028E	江苏博汇	江苏省	100	-
2029E	亚洲浆纸	浙江省	102	原计划2026年投产
2029E	广西恩索	广西省	45	-

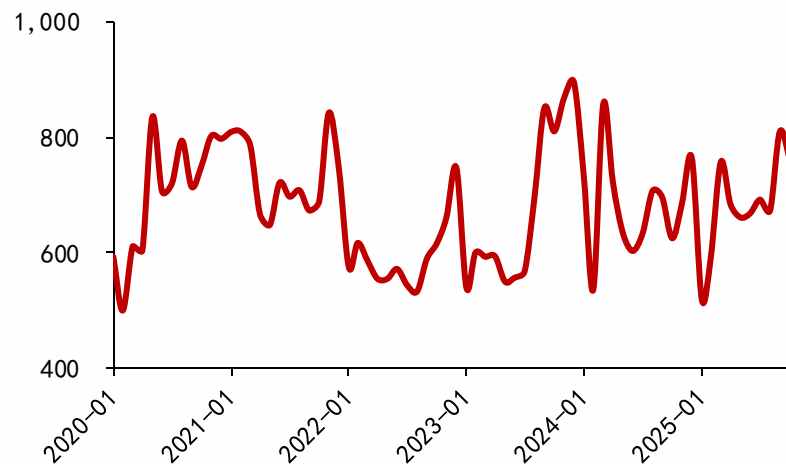
白卡纸：预计25年规模突破700亿，内销温和上涨

- **白卡纸市场需求稳健增长。**根据《2025-2030年全球及中国白卡级行业市场现状调研及发展前景分析报告》，2024年国内白卡纸市场规模达到约650亿元，同比+7%左右，预计到2025年底，市场规模有望突破700亿元（同比+7.7%）。
- **内需消费量温和上涨。**根据卓创资讯，2024年我国白卡纸消费量为818.9万吨，同比+0.8%；2025年1-10月白卡纸消费量为681.8万吨，同比+1.1%。量增长趋稳，以纸代塑趋势不改下，白卡纸渗透率有望持续提升。

白卡纸国内年度消费量



白卡纸国内月度消费量 (千吨)

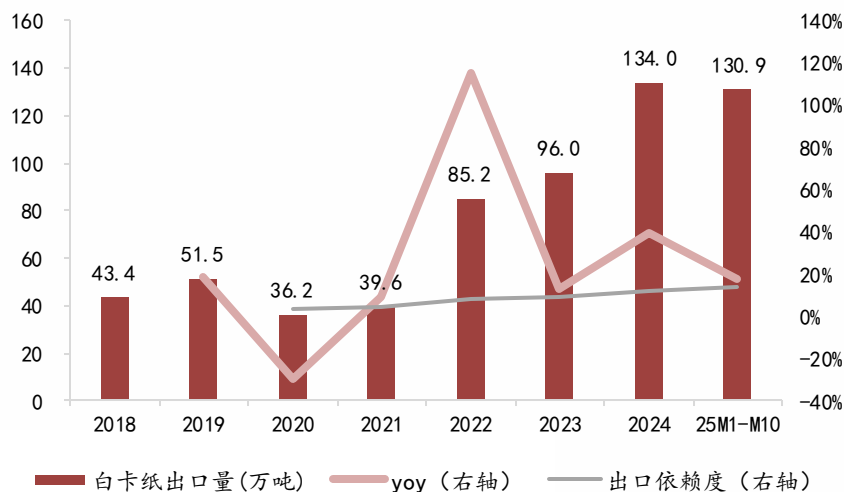


数据来源：《2025-2030年全球及中国白卡级行业市场现状调研及发展前景分析报告》、卓创资讯，西南证券整理

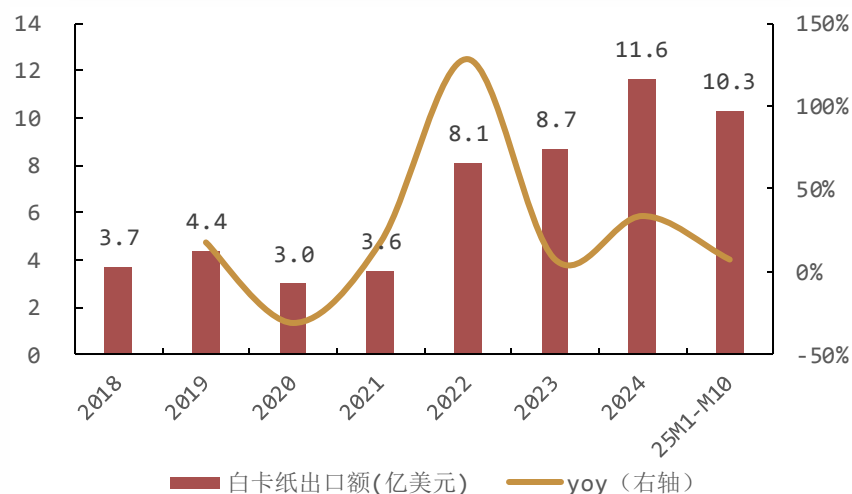
白卡纸：出口增速快于内需，出口需求改善趋势有望延续

- 白卡纸出口保持景气，受益于RCEP等政策带来关税减免红利、欧洲部分产能收缩，叠加国内产能与成本优势，白卡纸订单向中国回流，推动我国白卡纸出口增长。2024年我国白卡纸出口量为134万吨（同比+39.5%）；2025年前十个月出口量130.9万吨（同比+18.1%），出口依赖度13.5%，博汇纸业等企业上半年出口收入同比+52.7%。出口价上半年同步国内走弱，8月筑底后回升，2025年前十个月白卡纸出口金额为10.3亿美元，同比+7.3%，出口均价为5652.5元/吨，较去年同期降低569.3元/吨。目前出口增速仍保持较高水平，预计国内白卡出口供应具备一定粘性。

白卡纸年度出口量及增速



白卡纸年度出口额及增速



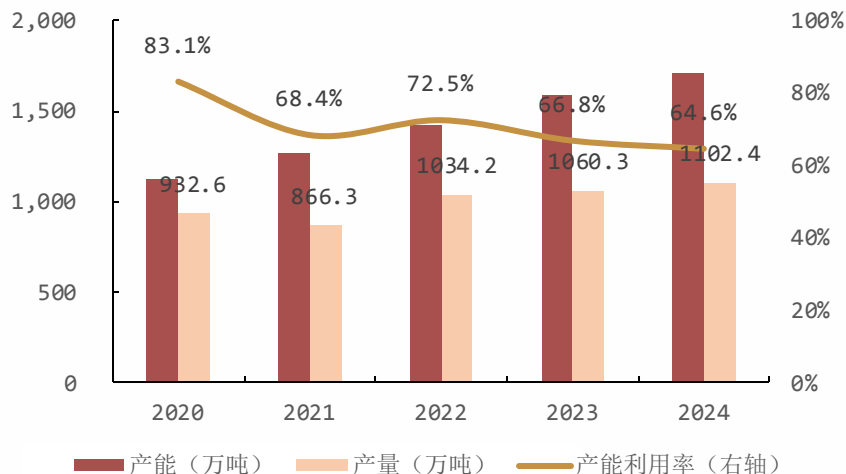
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

www.swsc.com.cn

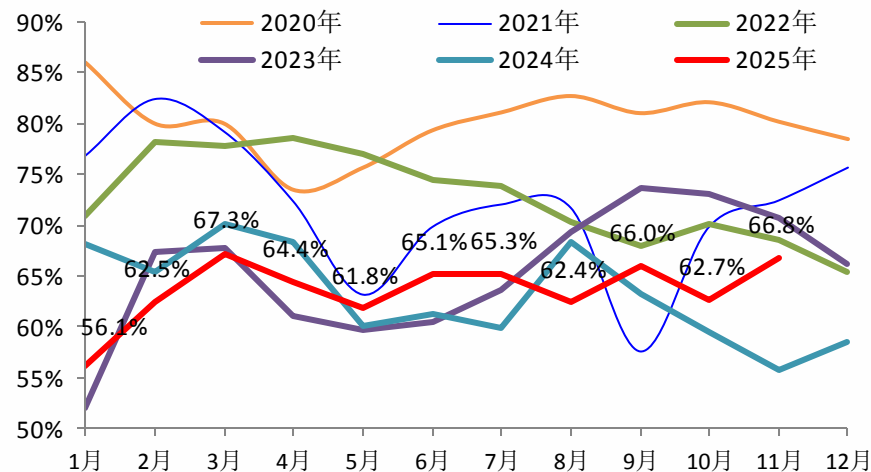
白卡纸：吨盈承压导致开工率不足，12月回升至65%以上

- 根据卓创资讯，2024年我国白卡纸产量为1102.4万吨，同比+4%，产能利用率约为64.6%。2024年11月起我国白卡纸企业的开工率较低主要系晨鸣暂时停机影响，对包含寿光、湛江基地白卡纸生产线在内的71.7%总产能实施停产。
- 2025年新增产能逐步释放而国内消费需求疲软，吨盈承压下部分企业不得不通过停机检修、放缓生产来应对供需失衡与库存压力，开工率维持在60%-65%左右。2025年11月开工率约66.8%，12月4日周度开工率为67.4%，已回升至65%以上。

白卡纸年产能、产量以及产能利用率



白卡纸月产能利用率



数据来源：卓创资讯，统计口径为固定抽样统计的样本企业，西南证券整理

www.swsc.com.cn

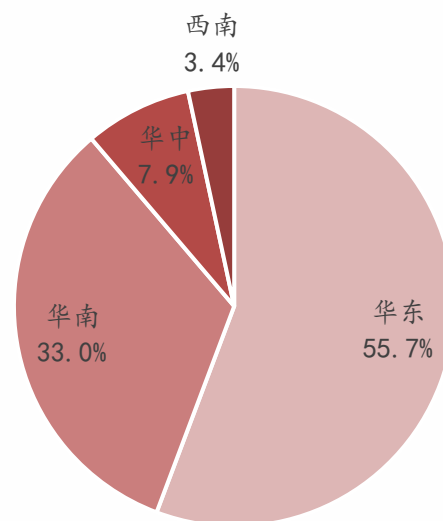
白卡纸：头部企业主导供给，行业反内卷下供需有望改善

- 白卡纸行业集中度较高，产能CR6超70%。根据卓创资讯，截止2025年12月初，我国白卡纸设计产能CR6为72.6%，CR10为89.9%，其中APP（中国）/博汇/玖龙/联盛/太阳/晨鸣白卡纸年设计产能分别为385/270/355/240/230/200万吨，APP（中国）和博汇合计产能约30%。分地区来看，华东/华南/华中/西南白卡纸产能占比分别为55.7%/33.0%/7.9%/3.4%。由于白卡纸格局集中且头部企业具备浆纸一体化等成本优势，我们判断需求修复以及白卡提价对头部企业的业绩弹性较大。
- 相关标的：太阳纸业、博汇纸业

表：截至25年12月初白卡纸企业产能以及占比情况

公司	子公司/产地	产能(万吨)	合计	2025E产能占比
APP（中国）	广西金桂	210	385	17.5%
	亚洲浆纸	175		
玖龙纸业	湖北玖龙	120	355	16.1%
	北海玖龙	120		
	东莞玖龙	60		
	重庆玖龙	55		
博汇纸业	江苏博汇	200	270	12.2%
	山东博汇	70		
联盛浆纸	福建漳州	240	240	10.9%
太阳纸业	广西太阳	90	230	10.4%
	山东万国	140		
晨鸣纸业	浙江晨鸣	120	200	9.1%
	江西晨鸣	35		
	山东晨鸣	45		
亚太森博	江苏省	100	152	6.9%
	山东省	52		
新乡新亚纸业	河南省	55	55	2.5%
五洲特种纸业	江西省	50	50	2.3%
广西恩索	广西省	45	45	2.0%
泰森纸业	山东省	30	30	1.4%
珠海华丰纸业	广东省	30	30	1.4%
红塔仁恒纸业	广东省	30	30	1.4%
仙鹤股份	浙江省	30	30	1.4%
冠豪高新	广东省	30	30	1.4%

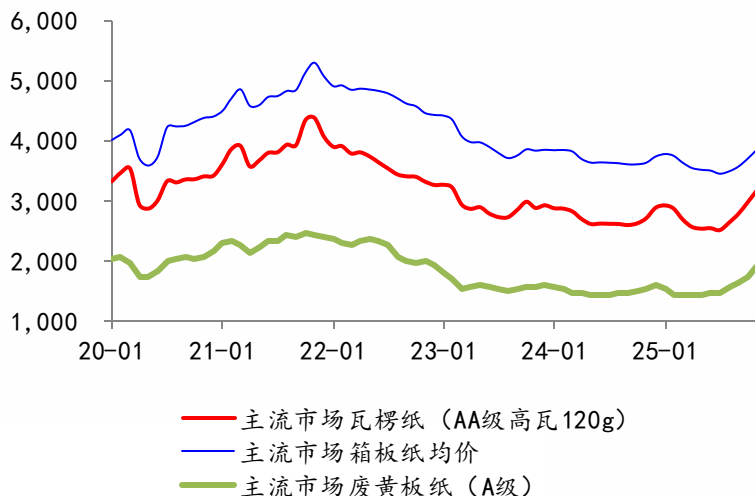
白卡纸产能地区分布



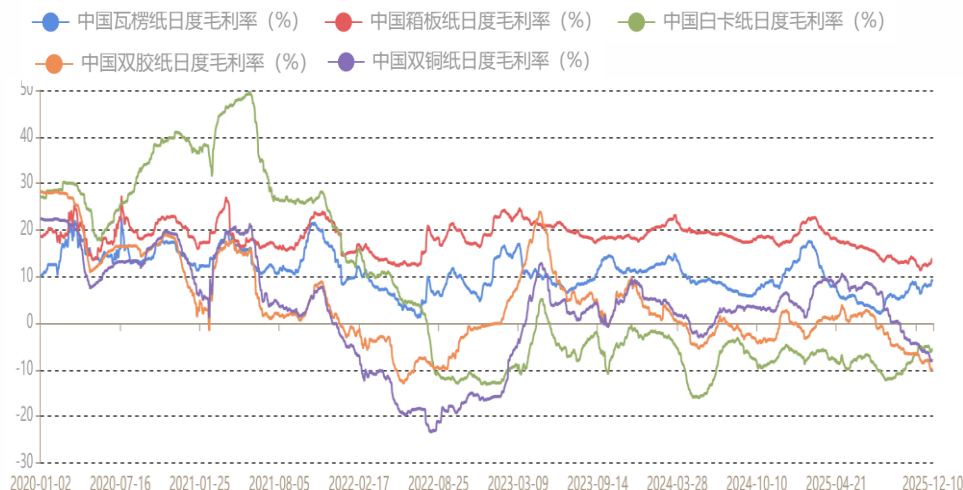
废纸系：25年价格先稳后升，盈利环比改善

□ **箱板瓦楞纸价格先稳后升，盈利环比改善。**2025年瓦楞纸、箱板纸价格呈现先稳后升走势，主要系成本端与需求端的共振。成本上，废黄板纸（二者主要原料）因回收量减少、进口政策收紧而持续涨价，推动瓦楞纸、箱板纸成本支撑增强；需求上，四季度电商促销、节庆包装旺季带动下游补库，叠加包装纸行业产能出清（小厂停产）后供需关系改善，共同驱动价格上行。展望来看，短期年末备货需求将延续价格涨势；中期若废黄板纸回收体系优化、进口量回升，成本端压力或缓解，价格或呈震荡调整；长期伴随包装轻量化、绿色化政策推进，高性价比的瓦楞纸、箱板纸需求仍有支撑，价格中枢有望持续抬升。盈利能力方面，根据卓创资讯，12月9日瓦楞/箱板/白卡/双胶/双铜毛利率分别为9.12%/13.69%/-5.68%/-9.86%/-7.96%，其中废纸系盈利能力较11月同期环比改善。

瓦楞纸、箱板纸、废黄板纸均价（元/吨）



瓦楞/箱板/白卡/双胶/双铜毛利率对比

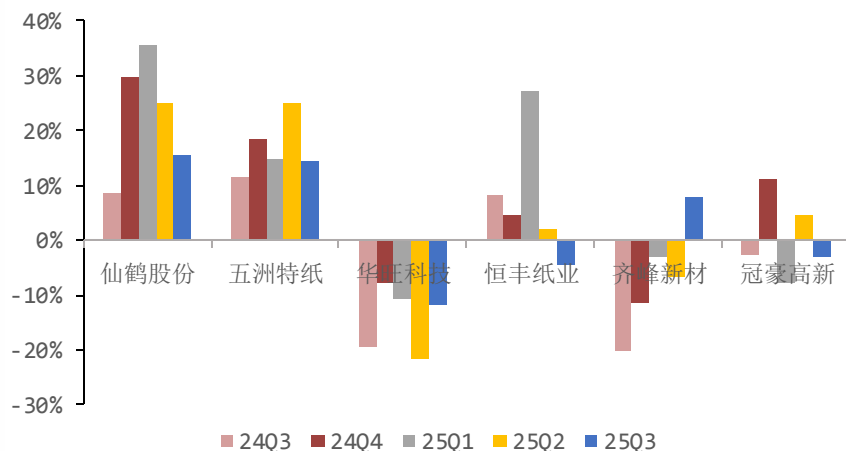


特种纸：成长潜力充足，行业集中度有望进一步提高

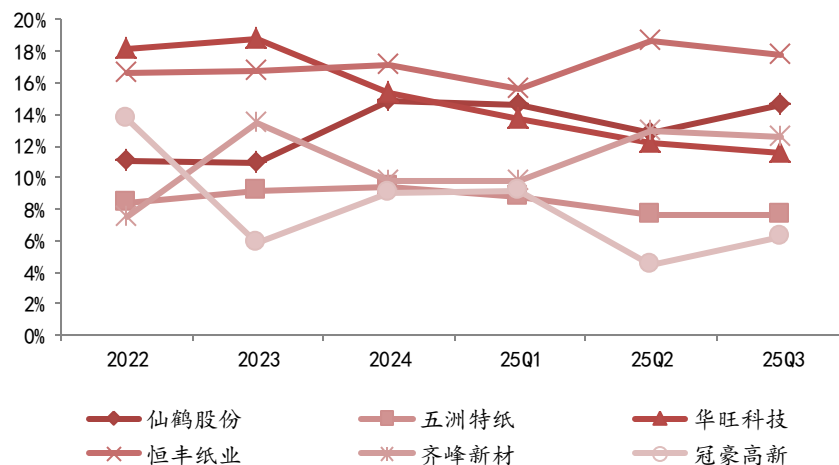
□ **成长潜力充足，行业集中度有望进一步提高。**根据中研普华产业研究院《2025-2030年中国特种纸行业全景调研及发展战略咨询报告》预测我国特种纸行业市场增速未来5年复合增长率保持在8%-10%之间，显著高于全球平均水平及国内造纸行业整体增速，主要系环保法规推动行业向可回收纸质材料转型，欧盟新规加速“以纸代塑”等产业升级。从个股业绩来看Q3表现分化：头部企业靠产能扩张+海外/高附加值品类对冲需求疲软，而中小龙头受同质化竞争、下游需求低迷影响更显著；盈利端主要受竞争较为激烈影响，修复仍需时间。仙鹤股份25Q3毛利率14.6%（环比+1.8pp），得益于阔叶浆价环比下降以及新产能减亏。展望后续，特种纸龙头持续通过扩大产能、丰富产品线和推进浆纸一体化战略来增强市场竞争力。

□ **相关标的：仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技**

特种纸企单季度营业收入增速



2022-25Q3特种纸企毛利率



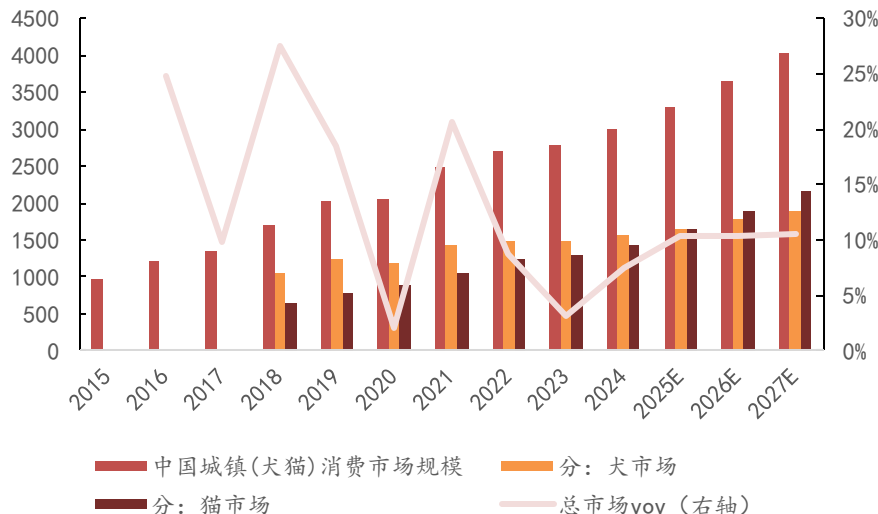
目 录

- ◆ 2025年板块数据回顾
- ◆ 个护：产品结构升级，渠道红利释放
- ◆ 出海：全球产能奠基，品牌出海拓新局
- ◆ 造纸：行业自律反内卷下供需有望改善
- ◆ 新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜
- ◆ 2026年推荐标的与估值

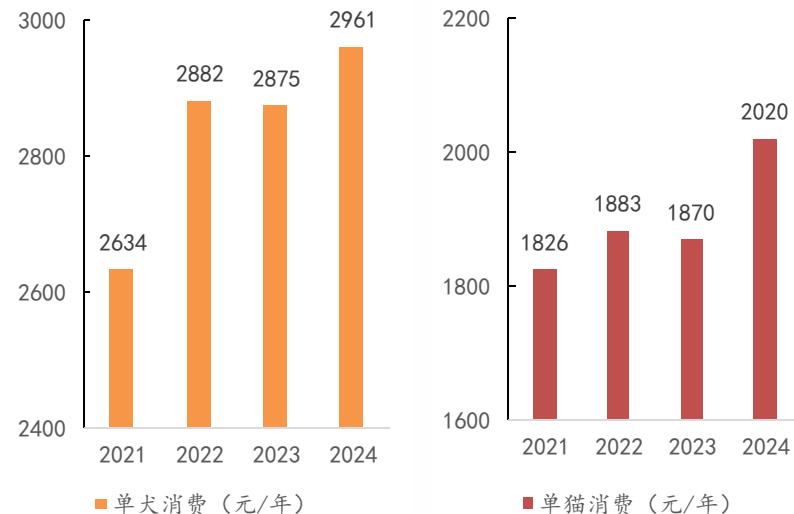
宠物：陪伴+情感消费，渗透率+单宠消费提升的高潜力稀缺赛道

□ 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



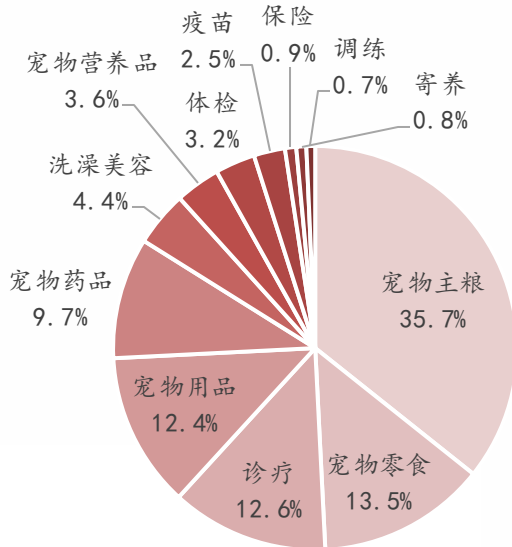
2024年单犬/猫消费同比+3%/+8%



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），收购宠物猫砂、主粮品牌
	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：用品公司向国内宠物食品自有品牌加速转型

- 宠物食品的消费占比更高、增速更快、且自有品牌毛利率显著优于代工，配合内容电商的渠道红利与国产替代加速，推动用品龙头主动跨界食品、用并购与产能布局等方式缩短品牌化路径，例如依依股份以“产业基金+并购（拟收购高爷家）+自有品牌”的多路径切入食品赛道，在清洁用品优势基础上实现品类协同；源飞宠物以“代理打底+三大自有品牌（匹卡噗/哈乐威/传奇精灵）+自建干粮产能”的打法，逐步体现了“ODM/OEM+OBM双轮驱动、用品到食品”的行业演进。短期看品牌投入期可能盈利承压、但中长期凭借品类协同与渠道复用有望平滑成长曲线。
- 相关标的：依依股份、源飞宠物、天元宠物

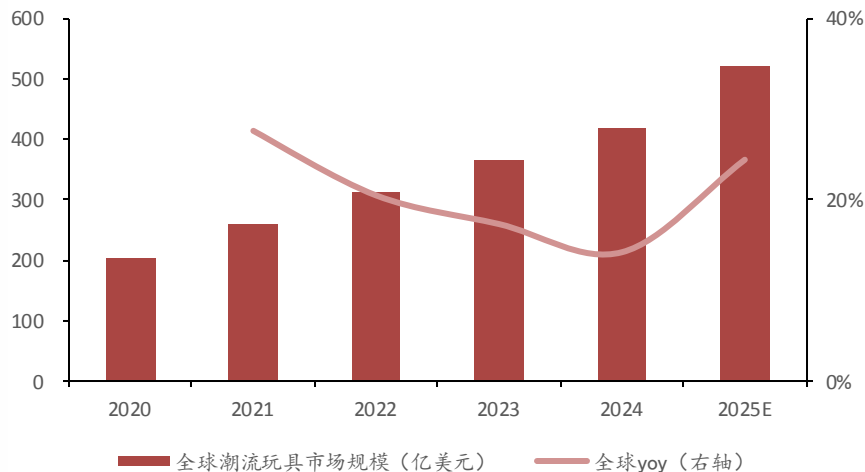
表：宠物主要上市公司特点及2023-2025Q3表现

宠物公司	主营业务	核心优势	市值 (亿元)	24年外销 收入占比	收入yoy			毛利率			净利率		
					2023	2024	25Q1-Q3	2023	2024	25Q1-Q3	2023	2024	25Q1-Q3
依依股份	宠物卫生用品（尿垫、尿裤、湿巾等）、猫砂、食品	规模化宠物垫/尿裤制造与海外头部渠道深度绑定，海外收入占比90%+，同类产品海关出口份额35.8%（2024年）。25年10月公告拟收购“高爷家”，有望依托制造与海外渠道复用将“许翠花”猫砂/“高爷家”主粮导入，打开第二增长曲线	54	94%	-11.9%	34.4%	-0.6%	16%	19%	20%	8%	12%	12%
源飞宠物	宠物用品（牵引用具、窝垫、玩具、猫砂等）和宠物零食	宠物牵引用具领域龙头，SKU丰富，拥有大规模柔性制造体系，25H1海外收入占比约78.3%，牵引用具/零食占比24.8%/52.1%。培育匹卡噗（PIKAPPO）、“哈乐威”“传奇精灵”品牌	49	86%	3.9%	32.2%	37.6%	22%	23%	23%	15%	15%	12%
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	37	48%	7.9%	35.8%	14.1%	17%	16%	19%	4%	1%	2%
乖宝宠物	宠物食品（主粮、零食、保健品及用品）	国内宠物食品龙头，24年主粮占比超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	279	32%	27.3%	21.3%	29.0%	37%	42%	43%	10%	12%	11%
中宠股份	宠物食品（零食、主粮）	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%	166	68%	15.4%	19.2%	21.1%	26%	28%	30%	8%	9%	9%
佩蒂股份	宠物咬胶、零食	宠物咬胶类全球龙头，拥有“爵宴”等品牌，自主品牌含“爵宴”“好适嘉”“齿能”；产品结构中咬胶占营收60%+	44	83%	-18.6%	17.6%	-17.8%	19%	29%	32%	-1%	11%	11%

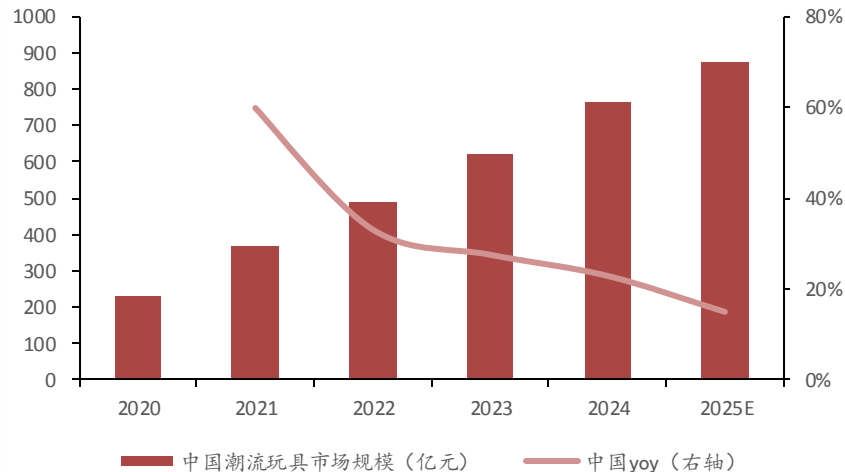
潮玩：IP消费+情绪消费，驱动全球潮玩市场处于高速发展阶段

□ 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



数据来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院，西南证券整理
注：Z世代(1995-2009年出生)、α世代(2010-2025年出生)

潮玩：从盲盒经济走向IP生态，IP铸就护城河

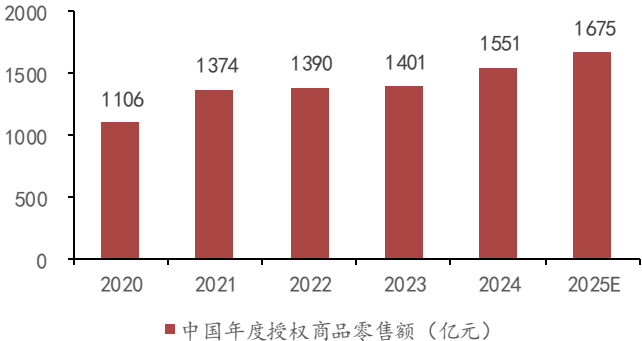
潮玩产业链由上游的IP创作与运营、中游的生产与制造以及下游的销售渠道三个环节构成，IP是潮玩产业生态最重要的部分。近年来中国在IP开发和转化方面取得了显著进展，2024年在商品授权业务中玩具游艺占比18.3%，位居第一，这表明潮玩企业在IP授权方面具有较大的发展潜力，可以通过IP授权进一步拓展业务范围和增加收入来源。政策层同样支持IP消费，如2025年3月份印发的《提振消费专项行动方案》提出“开拓国货‘潮品’增量市场”，商务部亦表示促进“IP+消费”，畅通IP授权、商品开发、营销推广全链条。

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

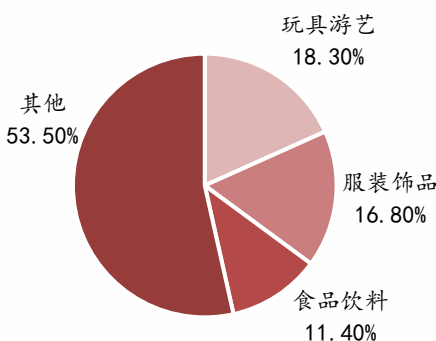
表：形象IP/内容IP特点及代表企业

分类	特点	代表企业
形象IP	大部分是由潮玩品牌企业自主研发或运营	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%



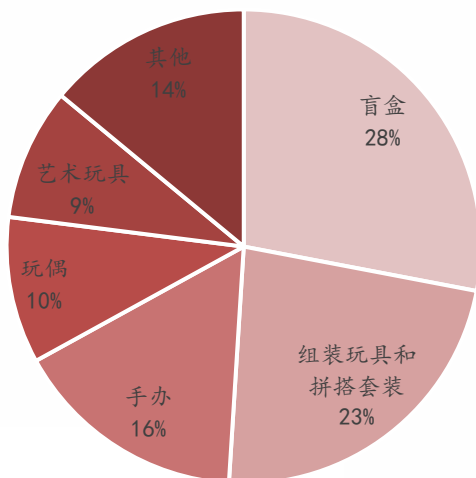
2024年被授权商所属行业构成



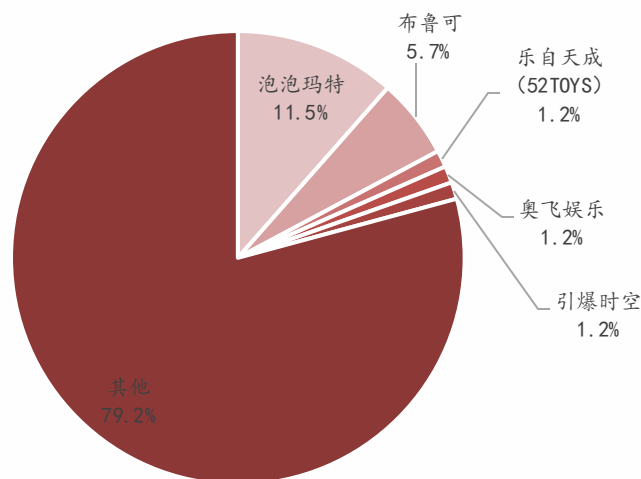
潮玩：行业格局呈现强者恒强+新锐迭出特征

- 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25H1，在全球18个国家开设了共571家门店，其中线下门店新增40家，机器人商店新增105台。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。广博股份依托IP运营优势，通过“食品+IP周边”的创新形态打造沉浸式消费体验，打开了潮玩+食玩新增长空间。

□ 相关标的：晨光股份、广博股份、泡泡玛特、布鲁可

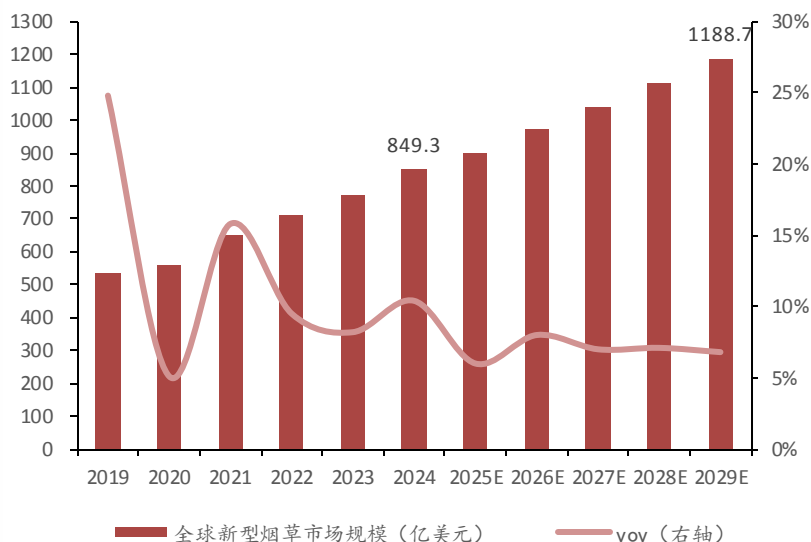
表：部分经营潮玩公司核心竞争力及近三年业绩表现

公司	核心竞争力	收入yoy				毛利率				净利率			
		2023	2024	25H1	25Q1-Q3	2023	2024	25H1	25Q1-Q3	2023	2024	25H1	25Q1-Q3
泡泡玛特	自有IP (Labubu、Molly、Skullpanda、Dimoo等) 强势，全球最大潮玩企业，截至25H1，在全球18个国家开设了共571家门店其中线下门店新增40家，机器人商店新增105台	36.5%	106.9%	204.4%	-	61.3%	66.8%	70.3%	-	17.3%	25.4%	33.7%	-
布鲁可	拼搭玩具龙头，教育+内容双驱动，奥特曼（收入占比57.4%），布鲁可星球、英雄无限等IP逐步成熟，获50+全球IP授权，渠道下沉，海外社媒粉丝140万+	169.3%	155.6%	27.9%	-	47.3%	52.6%	48.4%	-	-23.7%	-17.8%	22.2%	-
卡游	授权IP+实体卡片，拥有《奥特曼》《宝可梦》《一人之下》等IP卡牌，单卡叠加8种印刷工艺，电竞联动，年轻用户粘性高	-35.6%	277.8%	-	-	65.8%	67.3%	-	-	16.9%	-12.3%	-	-
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	4.2%	30.6%	-	-	40.5%	39.9%	-	-	-14.9%	-19.3%	-	-
奥飞娱乐	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	2.9%	-0.8%	-8.2%	-6.2%	37.3%	41.8%	41.9%	42.3%	3.1%	-10.8%	2.9%	2.7%
名创优品	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	13.8%	48.1%	21.1%	23.7%	38.7%	44.9%	44.3%	44.4%	15.5%	15.5%	9.6%	8.9%
晨光股份	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	16.7%	3.8%	-2.2%	1.2%	18.5%	18.6%	19.1%	19.3%	7.1%	6.0%	5.3%	5.6%
创源股份	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；自有IP: Top Toy Buddy、Dreamy Bean、小怪兽	3.3%	42.9%	20.0%	15.8%	32.5%	30.8%	34.7%	33.8%	6.5%	6.8%	6.6%	6.2%
广博股份	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；运营Picky Baby、怪奇家族等形象IP	8.2%	3.3%	2.4%	4.6%	14.2%	15.5%	18.0%	18.0%	6.3%	5.5%	6.5%	6.8%

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，竞争格局或有改变。**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

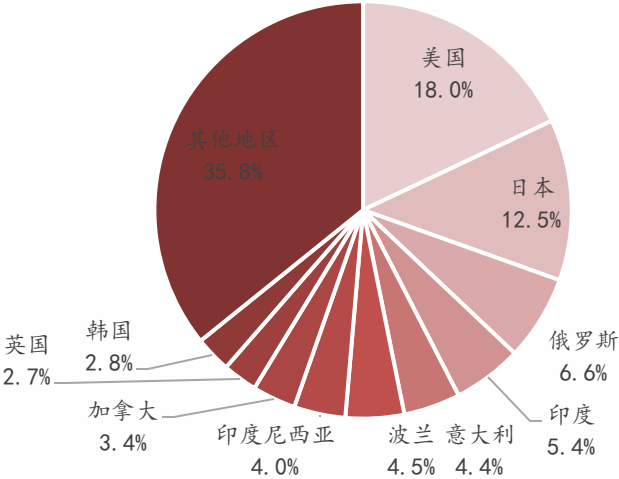
品类	2024年规模 (亿美元)	2024年 同比 (%)	2020-2024年 CAGR (%)	2025-2029年 CAGR (%)
无烟烟草	137.9	-2.4	-2.1	-1.7
雾化电子烟	228.1	5.5	0.6	2.5
封闭式电子烟系统	171.3	6.9	4.1	2.3
一次性电子烟	66.7	1.7	60.5	-0.6
可充电和换弹	104.6	10.6	-4.9	4.1
开放式电子烟系统	56.8	1.4	-6.9	3.2
加热烟草制品	371.0	9.5	19.7	8
烟草加热装置	23.1	10.1	13.6	5.9
加热烟草	347.9	9.4	20.2	8.1
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止；**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率；**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。
- 相关标的：思摩尔国际、盈趣科技

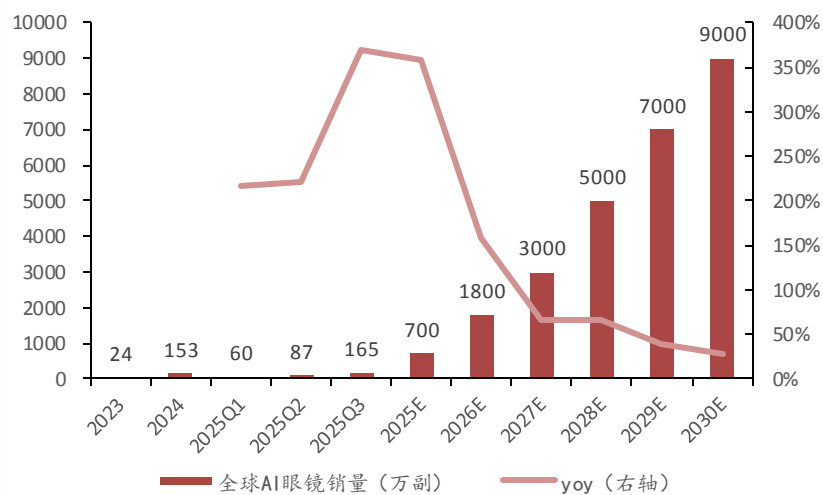
表：部分国内新型烟草领域上市公司

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Q3全球AI智能眼镜销量165万台，同比增长达370%，Q3销量增长主要来自于Ray Ban Meta智能眼镜的增长，销量112万台，第三季度小米、Rokid、雷鸟、等AI眼镜也贡献一定增量，全志V821方案等低价AI拍摄眼镜开始出货销售，贡献了15万台销量。Wellsenn XR上调了2025年AI智能眼镜销量至700万台预测，同比+375.5%。

2023-2030E全球AI眼镜销量统计和预测值



注:sel out口径统计，不含音频眼镜、投屏影类AR等

www.swsc.com.cn

数据来源: Wellsenn XR, 西南证券整理

表：AI拍照眼镜引领AI眼镜“轻量化”发展

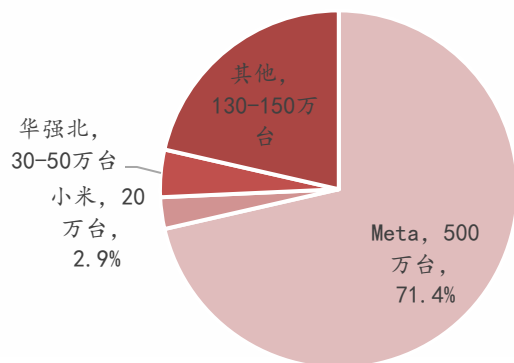
	AI音频眼镜		AI拍摄眼镜		AI显示眼镜（AI+AR）	
核心组件	骨传导扬声器、蓝牙芯片等		高像素摄像头、存储芯片等		光学方案、显示屏等	
核心功能	通过本地或云端AI识别语音指令，实现播放音乐、接听电话等功能		实时信息获取或记录，利用内置摄像头捕获图像或视频，也可用于第一人称直播等场景。		在用户视野中叠加虚拟信息，如导航指引、文本消息、图标、3D对象等，实现虚实融合的视觉体验。	
产品举例	产品名	起步价	产品名	起步价	产品名	起步价
	界环AI音频眼镜	699元	雷鸟V3	1799元	Rokid Glasses	2499元
	小米MIJIA音频眼镜2	999元	小米AI眼镜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

数据来源: 艾瑞咨询、各公司官网, 西南证券整理

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Wellsenn XR，2025年Q3，我国AI智能眼镜销售21万台左右，同比+1200%左右，销量主要来源于小米、雷鸟V3、星际魅族Star V Air 2、MYVU等以及非官方渠道的Ray Ban Meta智能眼镜。回顾来看，2025年6月26日，小米首款AI拍摄类智能眼镜正式发布，双十一登顶京东AI眼镜热销榜TOP1，Wellsenn XR预测小米AI眼镜可能在2025年实现20万台销量。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、康耐特光学

预计全球2025年分品牌销售量及占比



图：小米AI智能眼镜位列天猫XR热销榜第一



图：小米有品中小米AI眼镜配镜合作明月镜片



注：图片时间为2025年7月13日19点

目 录



2025年板块数据回顾



个护：产品结构升级，渠道红利释放



出海：全球产能奠基，品牌出海拓新局



造纸：行业自律反内卷下供需改善



新消费：关注宠物、潮玩、新型烟草、AI眼镜



2026年推荐标的与估值

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3.2亿元、4.1亿元、5.2亿元，对应PE为29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。

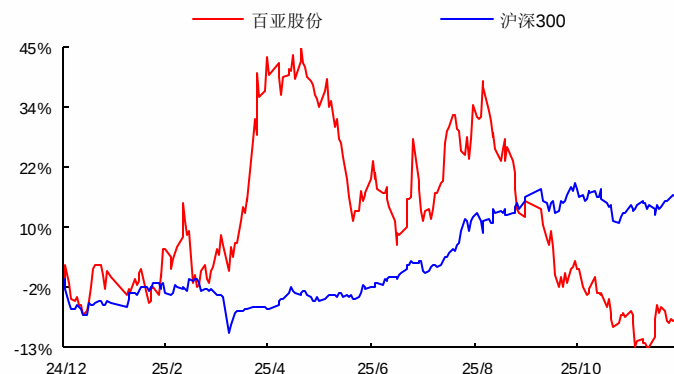
表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3254.24	3721.38	4621.62	5630.21
增长率	51.77%	14.35%	24.19%	21.82%
归属母公司净利润（百万元）	287.67	324.46	410.59	522.45
增长率	20.74%	12.79%	26.55%	27.24%
每股收益EPS（元）	0.67	0.76	0.96	1.22
净资产收益率ROE	19.84%	21.08%	24.57%	28.41%
PE	33	29	23	18
PB	6.47	6.06	5.59	5.09

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



诺邦股份（603238）：客户及产品结构持续优化，自主品牌成长可期

□ 投资逻辑：

1) 全球稀缺的“可冲散”技术，构筑高端水刺无纺布护城河，可冲散材料渗透率提升空间充足，公司毛利率有望随产品结构优化逐步提升；2) 子公司杭州国光为世界龙头湿巾代工厂，绑定沃尔玛、金佰利、山姆、胖东来等国内外优质客户，受益于下游品牌客户的订单增长和供应链转移趋势。3) 从B端制造向C端品牌延伸，自主品牌“小植家”作为公司未来的重要战略方向，有望背靠老板集团赋能，打开第二成长曲线。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为1.3亿元、1.6亿元、1.9亿元，对应PE为24倍、20倍和16倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格波动、市场竞争加剧、国际贸易摩擦、汇率波动、品牌扩张速度不及预期等风险。

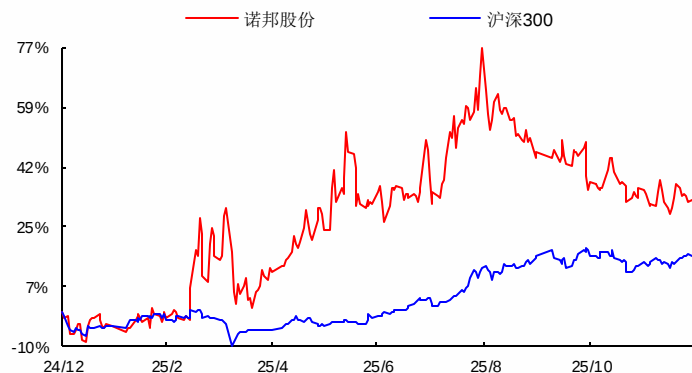
表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2236.64	2838.33	3481.48	4179.25
增长率	16.80%	26.90%	22.66%	20.04%
归属母公司净利润（百万元）	95.23	130.52	158.88	191.31
增长率	15.22%	37.06%	21.73%	20.41%
每股收益EPS（元）	0.54	0.74	0.90	1.08
净资产收益率ROE	6.63%	8.93%	10.15%	11.27%
PE	33	24	20	16
PB	2.16	2.13	1.99	1.84

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

www.swsc.com.cn

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、12.6亿元、15.5亿元，对应PE分别为22倍、17倍、14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	1006.87	1262.80	1548.51
增长率	19.81%	44.79%	25.42%	22.63%
每股收益EPS（元）	1.19	1.73	2.17	2.66
净资产收益率ROE	6.24%	8.56%	10.27%	11.91%
PE	32	22	17	14
PB	1.98	1.87	1.79	1.69

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



依依股份（001206）：外延并购“高爷家”，开启代工+品牌双轮驱动

□ 投资逻辑：

1) 全球宠物尿垫/尿裤代工龙头，该品类属于高频复购的刚需消费品，行业受经济周期影响较小。公司深度绑定亚马逊、Costco等全球核心客户，渠道优势显著。2) 公司积极推进柬埔寨产能布局，自建工厂预计2026Q2投产，北美订单恢复+木浆成本回落，毛利率有望修复。2) 公司公告拟收购“高爷家”100%股权，并入“许翠花”猫砂及“高爷家”猫粮品牌，25年双十一期间（10.9-11.14）线上销售额破2亿，同比增长超120%，验证品牌势能。公司有望通过渠道共享、业务协同不断拓宽业务边界，捕获宠物经济的长期增长红利。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为2.4亿元、2.8亿元、3.4亿元，对应PE为23倍、19倍和16倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

行业竞争加剧、原材料成本大幅波动、国际贸易摩擦、汇率波动、品牌整合不及预期等风险。

表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1797.59	2065.53	2423.69	2798.01
增长率	34.41%	14.91%	17.34%	15.44%
归属母公司净利润（百万元）	215.12	239.29	284.46	335.28
增长率	108.34%	11.24%	18.87%	17.87%
每股收益EPS（元）	1.16	1.29	1.54	1.81
净资产收益率ROE	11.73%	13.10%	15.65%	18.69%
PE	26	23	19	16
PB	3.00	3.02	3.02	3.07

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

www.swsc.com.cn



梦百合（603313）：品牌势能向上，逐步迈入全球化布局收获期

□ 投资逻辑：

1) 公司深耕0压绵赛道，作为0压床垫开创者，多年来专注于0压绵的研究和生产，不断丰富产品矩阵，核心技术领先。2) 反倾销重塑竞争格局，全球化产能布局构筑核心壁垒。公司在中国、美国、泰国、塞尔维亚、西班牙等地设有生产基地，实现就近交付、柔性生产，有效对冲贸易摩擦和成本压力，美国本土产能有望受益于订单增长带来的规模效应释放。2) 品牌+渠道协同发展驱动中长期成长。公司在欧美市场持续深耕线下品牌（如MOR、Maxcolchon）并通过Egohome等线上品牌拓展DTC渠道，品牌力与渠道效率不断提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为2.5亿元、3.4亿元、4.1亿元，对应PE为20倍、15倍和12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；行业竞争加剧的风险；汇率大幅波动的风险；海外子公司经营风险；国际贸易摩擦的风险。

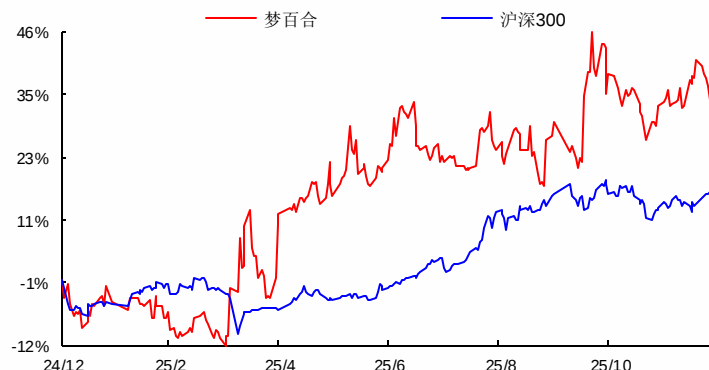
表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8449.39	9467.78	10517.95	11625.45
增长率	5.94%	12.05%	11.09%	10.53%
归属母公司净利润（百万元）	-151.42	252.98	335.95	413.79
增长率	-242.04%	267.07%	32.80%	23.17%
每股收益EPS（元）	-0.27	0.44	0.59	0.73
净资产收益率ROE	-4.86%	7.18%	8.72%	9.83%
PE	-33	20	15	12
PB	1.60	1.45	1.32	1.20

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

WWW.SWSC.COM.CN

股价表现



顾家家居（603816）：零售转型+全球化，业绩修复与估值性价比兼具

投资逻辑：

1) 国内软体龙头，功能沙发、环保定制等品类增长强劲，以零售数字化与整家战略推动内销修复，仓配服体系与店效提升筑牢护城河。2) 全球化产能布局对冲关税、外贸韧性延续，已在越南/墨西哥/美国等地建基地并推进海外业务运营中心，拟投资11.24亿元建设印尼基地，进一步提升全球供给韧性。OBM自有品牌门店扩张与跨境电商打开增量空间。3) 降本增效推动盈利持续改善，叠加高股息与现金流优势，内外需复苏背景下成长确定性与估值性价比凸显。

盈利预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为18.4亿元、20.1亿元、22.0亿元，对应PE为14倍、13倍和11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；渠道扩张进展不及预期的风险；汇率波动的风险。

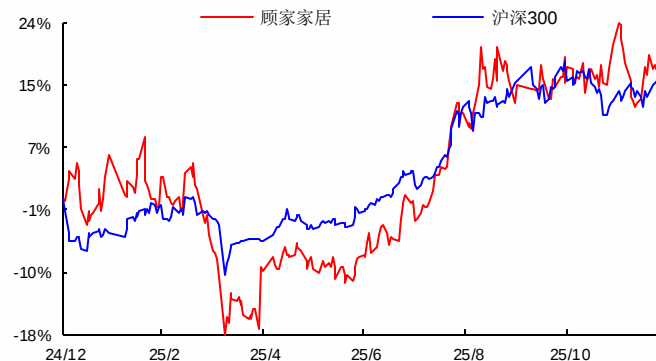
表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18479.72	20423.61	22308.53	24095.55
增长率	-3.81%	10.52%	9.23%	8.01%
归属母公司净利润（百万元）	1416.54	1835.38	2006.10	2199.16
增长率	-29.38%	29.57%	9.30%	9.62%
每股收益EPS（元）	1.72	2.23	2.44	2.68
净资产收益率ROE	14.35%	15.42%	14.82%	14.32%
PE	18	14	13	11
PB	2.56	2.13	1.87	1.64

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



太阳纸业（002078）：林浆纸一体化造纸龙头，盈利修复可期

□ 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，随着反内卷及海外浆厂挺价意愿增强，价格反弹可期。
2) 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，有效平抑浆价波动，构筑长期成本壁垒。3) 产能持续扩张叠加产品结构升级，特种纸、生活用纸等高附加值品类增长强劲，契合环保与消费升级需求。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为34.3亿元、38.6亿元、44.3亿元，对应PE为13倍、11倍和10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；渠道扩张进展不及预期的风险；汇率波动的风险。

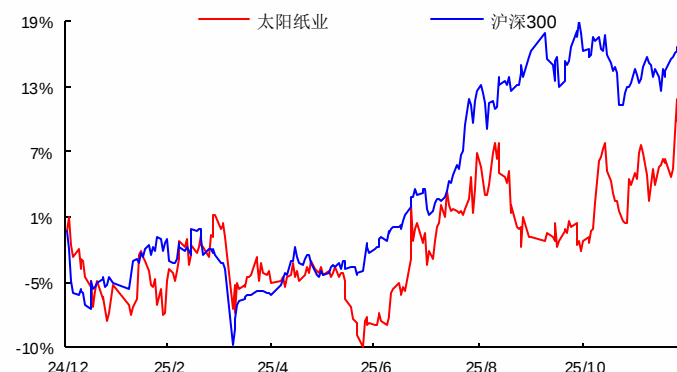
表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	40726.52	41564.95	45306.88	48823.53
增长率	2.99%	2.06%	9.00%	7.76%
归属母公司净利润（百万元）	3101.26	3425.96	3864.30	4429.40
增长率	0.50%	10.47%	12.79%	14.62%
每股收益EPS（元）	1.11	1.23	1.38	1.59
净资产收益率ROE	10.83%	11.26%	11.58%	12.05%
PE	14	13	11	10
PB	1.54	1.44	1.32	1.19

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

WWW.SWSC.COM.CN

股价表现



博汇纸业（600966）：白卡纸龙头，行业反内卷下吨盈利弹性可期

□ 投资逻辑：

1) 白卡纸龙头，聚焦食品卡等环保高附加值品类，契合“以纸代塑”政策导向，出口受益于RCEP红利持续高增。2) 背靠金光集团APP全产业链赋能，推进浆纸一体化产能扩张，叠加人民币升值红利，有效平抑原料成本波动，构筑成本壁垒。3) 行业供需格局改善推动周期底部反转，数智化转型提质增效，叠加同业整合预期，盈利弹性与成长确定性显著提升。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为1.9亿元、2.1亿元、2.3亿元，对应PE为49倍、46倍和40倍，建议持续关注。

□ 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。

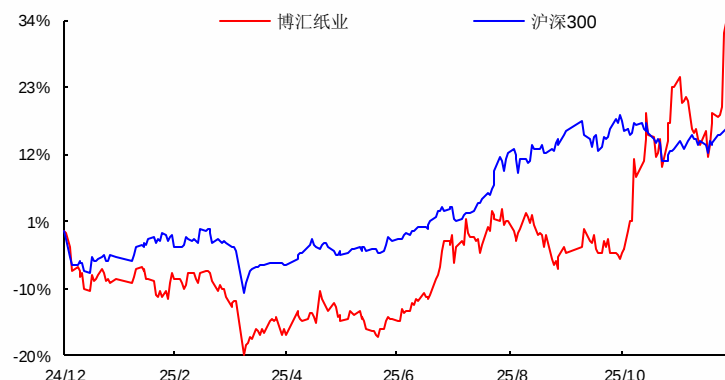
表：盈利预测与估值

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18930.39	20607.04	22130.91	23672.98
增长率	1.27%	8.86%	7.39%	6.97%
归属母公司净利润（百万元）	175.82	189.35	207.12	227.46
增长率	-3.31%	7.70%	9.38%	9.82%
每股收益EPS（元）	0.13	0.14	0.15	0.17
净资产收益率ROE	2.59%	2.72%	2.90%	3.10%
PE	53	49	46	40
PB	1.36	1.33	1.32	1.25

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券

www.swsc.com.cn

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	21.84	0.76	0.96	1.22	29	23	18	买入
603238	诺邦股份	17.62	0.74	0.90	1.08	24	20	16	买入
300888	稳健医疗	37.84	1.73	2.17	2.66	22	17	14	买入
001206	依依股份	29.71	1.29	1.54	1.81	23	19	16	买入
603313	梦百合	8.90	0.44	0.59	0.73	20	15	12	买入
603816	顾家家居	30.74	2.23	2.44	2.68	14	13	11	买入
002078	太阳纸业	15.75	1.23	1.38	1.59	13	11	10	买入
600966	博汇纸业	6.83	0.14	0.15	0.17	49	46	40	—

数据来源：Wind，数据截至2025/12/31，西南证券



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.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@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	mwl@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	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@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	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn