



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

行业点评：重视以旧换新催化下的经营复苏

轻工制造

2025 年 03 月 20 日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 轻工制造行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

行业点评：重视以旧换新催化下的经营复苏

2025年03月20日

本期内容提要：

关注以旧换新政策催化。横向比较顺周期行业，以旧换新政策催化板块复苏相对明确，我们认为或成为本轮市场流动性溢出核心受益板块。此外，我们预计25年家装和两轮车补贴的总金额有望实现较大提升。

家居：以旧换新政策持续加码。政策跟踪来看，目前全国各省份积极出台相关家居补贴政策，对比2025与2024政策力度，广州、深圳、上海、海南、湖北、重庆、江苏政策力度加大（补贴比例或补贴金额上限）。此外，部分省份或开放地方补全国，龙头品牌有望持续受益。

家居：1-2月订单表现稳健，315终端显著回暖。我们预计软体1-2月零售订单持平或略增；定制1-2月工厂接单持平或个位数下降、前端稳步改善。315作为全年核心活动，24年基数略高，目前跟踪来看，我们预计各家企业315期间经营趋势向好（预计欧派销售相较过去2年改善、志邦终端销售正增长、金牌终端销售双位数增长、顾家&喜临门销售表现较好）。跨过315、后续家居业绩持续低基数，有望迎来实质性的订单增长。

两轮车：“以旧换新”&“新国标”，供需合力。全国各省以旧换新基本全面铺开，25年国补力度较24年有所加大，宣传力度、流程效率等堵点基本打通；24年以旧换新超过138万辆，带动新车销售约40亿元，实际发放补贴资金约6亿多元，我们预计25年补贴金额有望进一步提高；25年1至2月交售旧车、换购新车各101.9万辆，带动新车销售26.6亿元。分地区来看，浙江、江苏、湖北、安徽等地区活动力度明显加大，单车补贴金额可达1000元左右；北方市场也在政策落地后进行更加积极的宣传推进。新国标下产品要求提升，有望加速中小厂家出清。

两轮车：预计Q1有望取得靓丽增长。我们预计1-2月雅迪、爱玛、九号等头部品牌销量均呈现较快增长；小牛、新日、绿源等品牌销量增速稍弱但也有望稳健增长。3月正式进入国补完整月份、但基数提高，我们预计销量增长势头或有所放缓、但依然延续靓丽增长。我们预计1季度雅迪、九号、爱玛均有望实现靓丽销售表现。结构方面，主流换购市场中，高品质产品需求在增长；价格角度，大部分消费者愿意适当增加预算、购买性能更好的产品；中低端市场比例有所缩减。展望全年，我们预计龙头企业全年经营业绩表现值得期待。

投资观点：家居经营稳健修复，估值弹性较大；两轮车业绩弹性较大，业绩稳健修复。建议关注1）家居板块：顾家家居、喜临门、慕思股份、敏华控股、好太太、瑞尔特等更新需求占比较高，欧派家居、索菲亚等以旧换新执行层面领先，志邦家居、金牌家居等成长周期向上，曲美家居海外国内共振改善；2）两轮车板块：关注综合竞争力领先、市场份额有望持续提升的雅迪控股、爱玛科技，科技引领的九号公司。

➤ **风险因素：**政策落地效果不及预期，消费疲软，行业竞争加剧。

研究团队简介

姜文锲，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。