

# 轻工行业24A&25Q1业绩综述： 新消费表现亮眼，补贴链刺激效果初显

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5月4日

# 目录

01

家居：内销国补刺激效果初显，出口景气度边际有所下行

02

造纸：短期盈利压力仍在，资本开支趋缓，优选细分赛道

03

轻工消费宠物潮玩：新消费国货品牌靓丽，多点开花

04

两轮车：以旧换新助推Q1高景气，产品升级、出海是长期成长抓手

05

风险提示

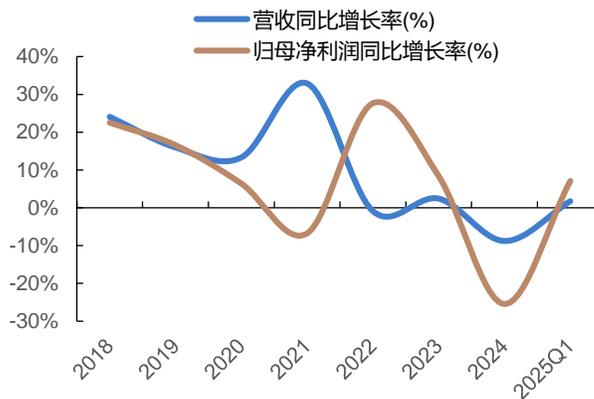
# 01 家居：内销国补刺激效果初显， 出口景气度边际有所下行

# 1 家居：内销国补刺激效果初显，出口景气度边际有所下行

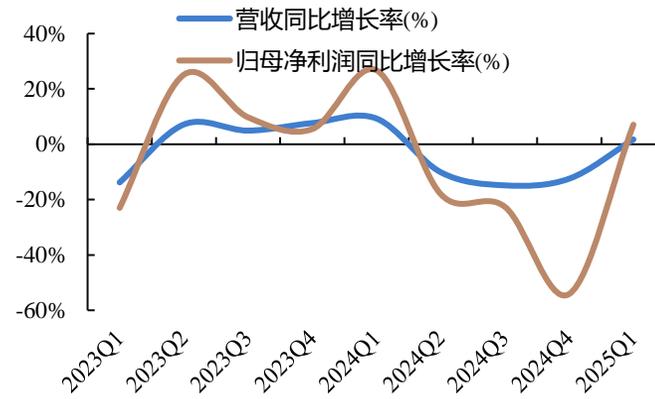
## 业绩综述

- 内销方面，24Q4/25Q1内销家居板块营收同比分别-12.44%/+1.75%，归母净利同比-54.11%/+7.07%。部分内销家居企业25Q1预收款同比有所改善，终端需求回暖。利润端表现相对较优，尤其头部企业表现更为优异。从渠道方面来说，零售渠道明显提振，大宗渠道承压。
- 外销方面，24全年/25Q1中国家具出口金额累计同比+5.8%/-8.0%，25Q1出口整体景气度边际下行。在此背景下，外销家居板块上市公司出口表现相对仍较优，24Q4/25Q1板块营收同比分别+24.24%/+15.99%，在海运费压力相对减弱叠加汇兑收益贡献，利润增长理想，24Q4/25Q1归母净利润同比分别增长106.92%/18.47%。
- 展望后续，内销板块短期依托国补政策刺激逐步回暖，中长期等待地产端企稳及消费力回升。而外销板块25Q1出口总体景气度边际下行，在美国补库需求减弱叠加关税扰动的背景下，后续出口景气度或仍有一定压力。而部分优质头部企业受益于品类高景气或自身战略布局领先、调整优化快速，并且依托精益制造叠加费用投放合理，或仍将有较优业绩表现。

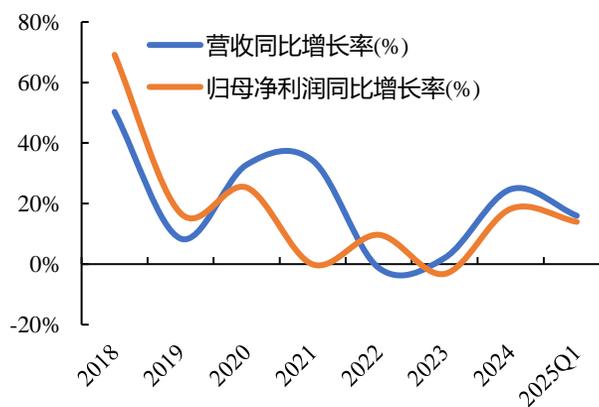
图表1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率



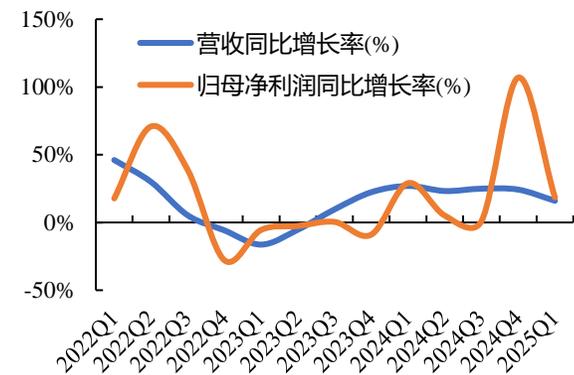
图表2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



图表3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率



图表4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



来源：Wind，国金证券研究所

# 1 家居：内销国补刺激效果初显，出口景气度边际有所下行

图表5：内销家居上市企业24年/25年Q1/24年Q4业绩统览

单位：亿元	24 年营收	24年营收同比	24年归母净利同比	25年Q1营收同比	25年Q1归母净利同比	25年Q1营收同比	24年Q4归母净利同比	24年Q4扣非归母净利同比
定制家居								
欧派家居	200.96	-16.93%	-14.38%	-4.80%	41.29%	-18.84%	-21.71%	1.43%
索菲亚	111.21	-10.04%	8.69%	-3.46%	-92.69%	-18.08%	45.49%	-4.12%
尚品宅配	41.20	-22.68%	-432.12%	-4.52%	55.09%	-23.83%	-266.53%	-257.85%
志邦家居	58.63	-14.04%	-35.23%	-0.30%	-10.90%	-27.66%	-51.48%	-52.19%
金牌厨柜	35.14	-4.68%	-31.76%	-8.35%	-4.16%	-3.61%	-36.61%	-52.33%
好莱客	20.82	-15.69%	-62.93%	-3.03%	-82.60%	-27.03%	-126.73%	-148.66%
我乐家居	15.07	-16.29%	-22.50%	12.83%	111.42%	-15.67%	1296.40%	3691.77%
皮阿诺	10.57	-32.68%	-535.88%	-27.55%	51.66%	-44.04%	-1672.58%	-5296.58%
软体家居								
顾家家居	188.78	-3.81%	-29.38%	12.95%	23.53%	-7.84%	-88.53%	-80.22%
梦百合	83.86	5.94%	-242.04%	12.31%	196.22%	2.80%	124.68%	-401.02%
喜临门	85.85	0.59%	-24.84%	-1.76%	-4.02%	5.51%	-236.72%	-1809.19%
慕思股份	56.51	0.43%	-4.36%	-6.66%	-16.43%	-2.72%	-13.70%	-17.24%

来源：公司公告，国金证券研究所

# 1.1内销-定制家居：国补刺激零售需求，预收款初显改善

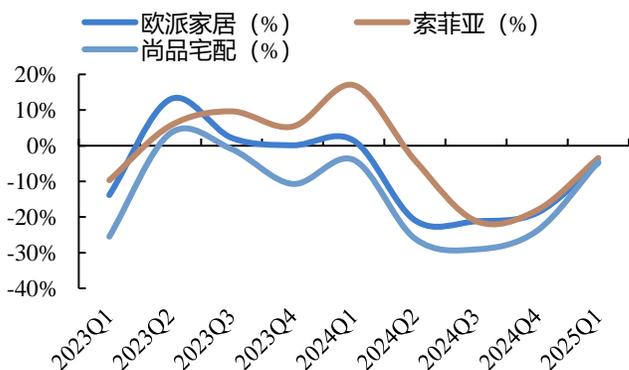
## 1.1.1收入端：零售渠道边际回暖，大宗渠道仍承压

- 从收入端来看，24年受地产下行及终端消费力相对较弱等影响，各定制企业收入增长均承压，欧派/索菲亚/志邦24年收入分别同比-16.93%/-10.04%/-22.68%，其中24Q4收入分别-18.84%/-18.08%/-23.83%，25Q1企业经营有回暖趋势，降幅收窄，欧派/索菲亚/志邦25Q1收入分别同比-4.80%/-3.46%/-4.52%。短期来看，随着国补逐步加码，优质企业抓住机会逐步实现业绩回暖，中期仍期待地产端企稳带动家具需求改善。
- 行业整体零售渠道边际显现改善，大宗渠道短期仍承压。随着国补加码、房地产行业政策松绑，终端装修和家居需求逐步释放，行业整体零售渠道销售有所改善。25Q1大宗渠道降幅仍明显。后续随着进一步进入存量房时代，零售渠道将是企业重要争夺之地。

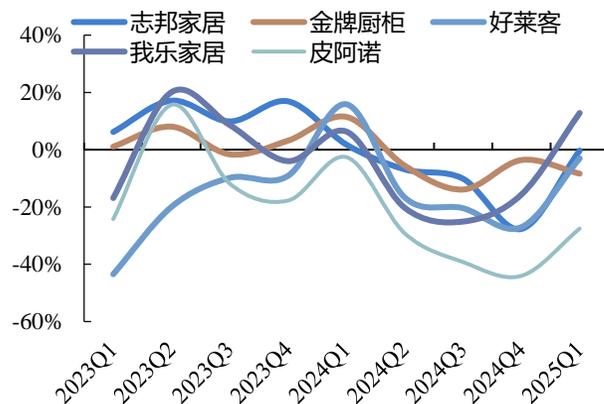
图表8：大宗渠道收入承压

		收入增速 (%)	零售增速 (%)	大宗增速 (%)
欧派家居	2019	18.0%	12.7%	52.5%
	2020	8.5%	6.0%	24.1%
	2021	40.9%	42.2%	36.9%
	2022	10.0%	13.2%	(4.8%)
	2023	1.4%	1.1%	2.6%
	2024	(19.5%)	(17.3%)	1.6%
	2025Q1	(5.0%)	0.72%	(28.6%)
索菲亚	2019	5.1%	0.3%	-
	2020	8.7%	1.4%	47.2%
	2021	24.6%	28.5%	6.7%
	2022	7.8%	9.2%	-4.9%
	2023	3.9%	4.6%	-4.9%
	2024	(10.0%)	0.1%	(10.7%)
	2025Q1	(3.5%)	-	-
志邦家居	2019	21.7%	13.7%	63.4%
	2020	29.7%	14.7%	83.9%
	2021	34.2%	31.3%	40.6%
	2022	4.6%	6.6%	0.4%
	2023	13.5%	6.1%	21.2%
	2024	(14.0%)	(14.9%)	(16.2%)
	2025Q1	(0.3%)	12.3%	(55.8%)
金牌厨柜	2019	25.2%	8.0%	149.3%
	2020	24.3%	7.8%	76.8%
	2021	29.8%	39.8%	28.2%
	2022	2.9%	(1.6%)	11.8%
	2023	1.9%	3.2%	(0.3%)
	2024	(4.7%)	(5.7%)	(2.6%)
	2025Q1	(8.4%)	0.3%	(20.2%)

图表6：一线品牌单季度营收增速 (%)



图表7：二线品牌单季度营收增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

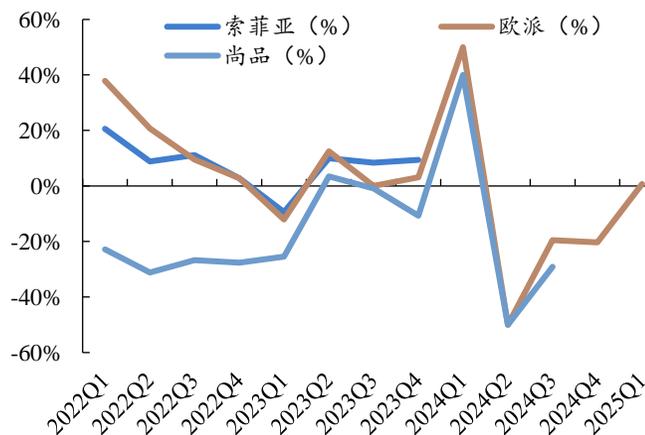
# 1.1 内销-定制家居：国补刺激零售需求，预收款初显改善

## 1.1.1 收入端：零售渠道边际回暖，大宗渠道仍承压

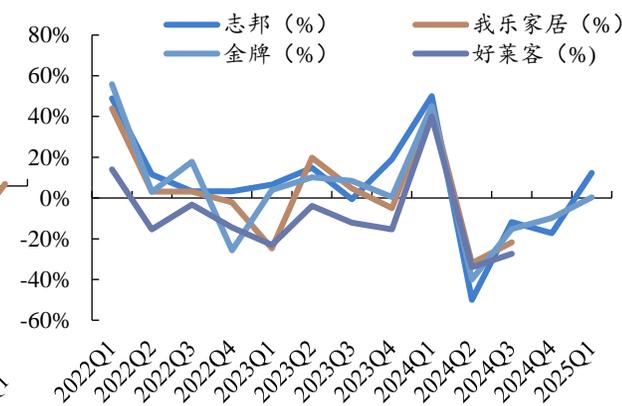
零售渠道两大特点依然明显：1) 零售渠道由门店扩张驱动转为同店增长驱动的趋势越发明显，此外整装渠道越发重要。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局已较为充分，逐步进入存量门店优化调整、单品类门店向全品类门店进化的阶段，门店数量短期已出现净减少状态。二线品牌企业虽然渠道仍有扩张空间，但整体开店贡献度也正边际减弱。整体来看，行业整体的增长驱动力已明显开始从渠道门店扩张转为多品类连带+流量转化率提升带动同店增长。并且前置整装渠道布局也越发关键，逐渐成为重要增长驱动力。

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

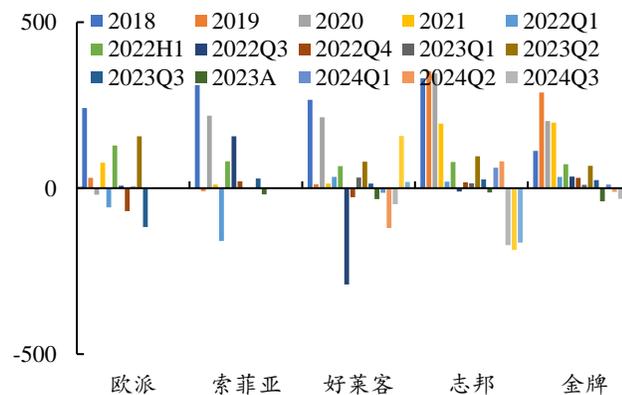
图表9：一线品牌零售渠道历年增长率 (%)



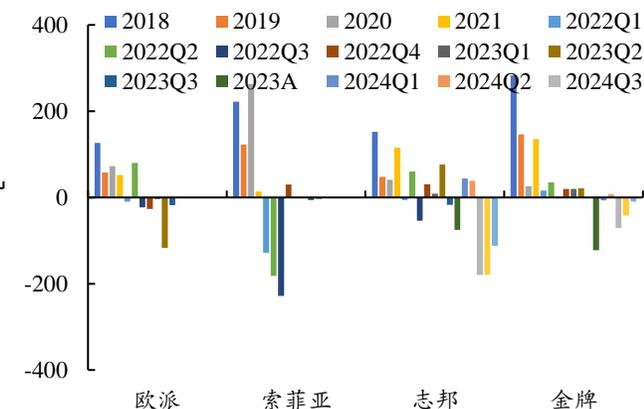
图表10：二线品牌零售渠道历年增长率 (%)



图表11：各公司衣柜门店历年净增情况



图表12：各公司橱柜门店历年净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

# 1.1 内销-定制家居：国补刺激零售需求，预收款初显改善

## 1.1.2 盈利能力：内部分化仍在延续，头部企业盈利显现韧性

➤ 2025Q1在国补政策延续叠加主动降本增效，头部企业盈利能力同比改善，索菲亚受非经常损益影响，利润同比下滑。整体来看，内部分化进一步延续，兼具品牌、生产端优势及强费用管控能力的头部公司整体盈利能力表现更优。。零售渠道在竞争进一步加剧的背景下，各企业纷纷推出性价比套餐产品引流获客，对企业成本控制及产品研发要求明显提升，部分优质企业依托内部研发匹配、精益降本，毛利率反而稳中有升，并且此情况也将显著考验品牌力相对较弱的二三线品牌企业营销投入的规划。

图表13：定制家居企业分季度利润同比情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
一线品牌									
欧派家居	-39.79%	28.10%	21.09%	4.00%	43.00%	-21.26%	-11.56%	-21.71%	41.29%
索菲亚	-8.86%	32.93%	15.63%	18.40%	58.59%	0.97%	-21.16%	45.49%	-92.69%
尚品宅配	4.92%	6599.05%	-5.57%	-20.06%	9.22%	-159.94%	-112.31%	-266.53%	55.09%
二线品牌									
志邦家居	0.49%	20.01%	8.17%	10.52%	-8.38%	-20.54%	-30.93%	-51.48%	-10.90%
金牌厨柜	8.18%	-29.86%	24.79%	11.77%	11.16%	-24.35%	-44.22%	-36.61%	-4.16%
好莱客	-70.66%	-13.96%	-63.35%	-22.38%	5.35%	-55.55%	-50.79%	-126.73%	-82.60%
我乐家居	-50.66%	97.78%	75.65%	-93.56%	185.75%	-50.31%	-62.62%	1296.40%	111.42%
皮阿诺	-120.70%	-10.80%	-44.05%	-42.30%	-112.27%	-65.30%	-87.02%	-1672.58%	51.66%

图表15：定制家居单季度净利率

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
一线品牌									
欧派家居	4.15%	15.58%	17.50%	11.63%	6.03%	15.61%	19.68%	11.26%	8.97%
索菲亚	5.77%	13.94%	13.76%	9.63%	8.24%	14.91%	13.78%	16.31%	0.89%
尚品宅配	-11.80%	2.58%	4.65%	4.36%	-11.11%	-2.10%	-0.81%	-9.54%	-5.23%
二线品牌									
志邦家居	6.40%	8.55%	10.44%	11.23%	5.76%	7.29%	8.03%	7.53%	5.15%
金牌厨柜	5.47%	4.61%	8.53%	11.53%	5.44%	3.57%	5.41%	7.36%	5.44%
好莱客	3.45%	11.60%	14.31%	6.13%	3.14%	6.19%	8.85%	-2.24%	0.56%
我乐家居	2.51%	11.29%	18.76%	0.62%	6.74%	7.04%	9.36%	10.23%	12.64%
皮阿诺	-2.27%	9.10%	7.80%	5.92%	-5.19%	4.27%	1.41%	-177.12%	-3.51%

图表14：定制家居单季度毛利率

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
一线品牌									
欧派家居	26.68%	34.27%	37.62%	34.60%	29.98%	34.46%	40.36%	36.93%	34.29%
索菲亚	33.25%	35.74%	36.76%	37.42%	32.62%	38.11%	35.86%	34.45%	32.61%
尚品宅配	30.98%	36.11%	35.22%	36.03%	27.81%	32.88%	34.18%	35.98%	35.23%
二线品牌									
志邦家居	36.89%	36.75%	40.69%	34.65%	37.22%	36.37%	37.04%	34.97%	32.16%
金牌厨柜	29.11%	27.77%	29.80%	31.16%	28.01%	25.74%	28.33%	31.81%	29.96%
好莱客	35.53%	36.05%	37.37%	31.47%	33.18%	36.46%	34.05%	29.47%	29.82%
我乐家居	40.23%	46.16%	48.12%	47.77%	44.06%	47.49%	47.72%	45.49%	45.94%
皮阿诺	24.43%	29.12%	31.24%	30.61%	21.77%	24.22%	24.23%	26.43%	19.46%

# 1.1内销-定制家居：国补刺激零售需求，预收款初显改善

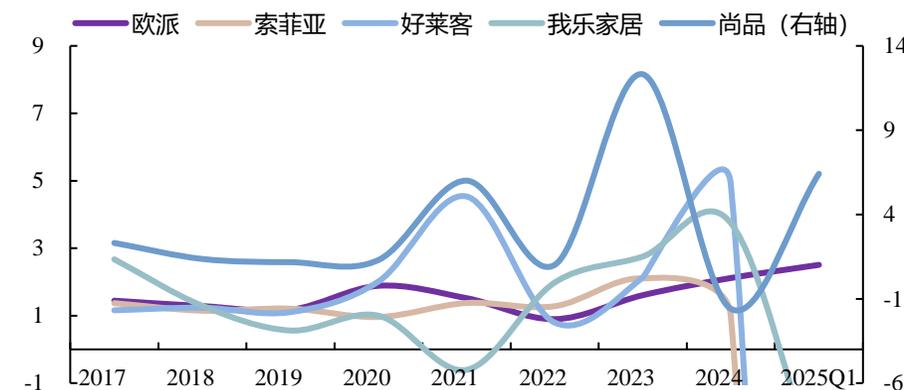
## 1.1.3 预收款及现金流：预收款表现分化，需求全面回暖仍需时间

- 预收款：在国补刺激下，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。而分化也仍在延续，行业需求全面回暖或仍需待地产端进一步企稳回暖。
- 现金流：部分优质零售企业25Q1现金流表现有所改善。

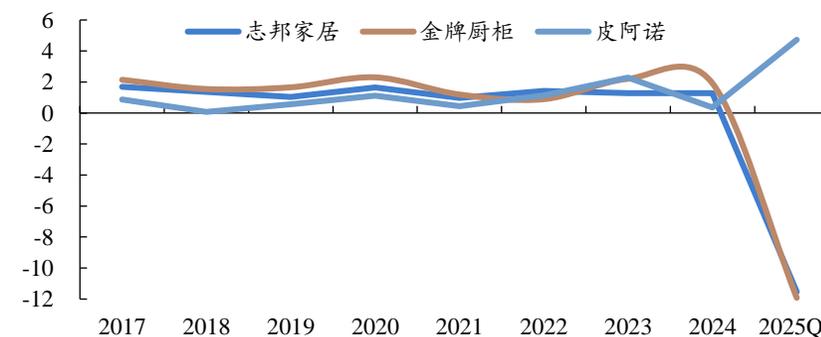
图表16：各公司预收款同比变化情况（亿元）

	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%

图表17：大宗渠道收入占比低于20%的企业净现比



图表18：大宗渠道收入占比大于20%的企业净现比



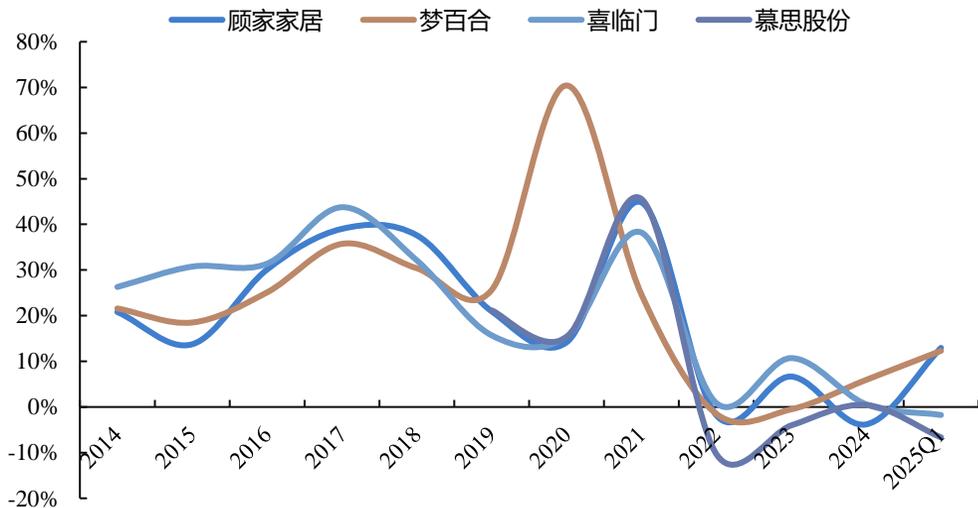
来源：Wind，国金证券研究所

# 1.2内销-软体家居：分化有所显现，头部企业业绩边际回暖

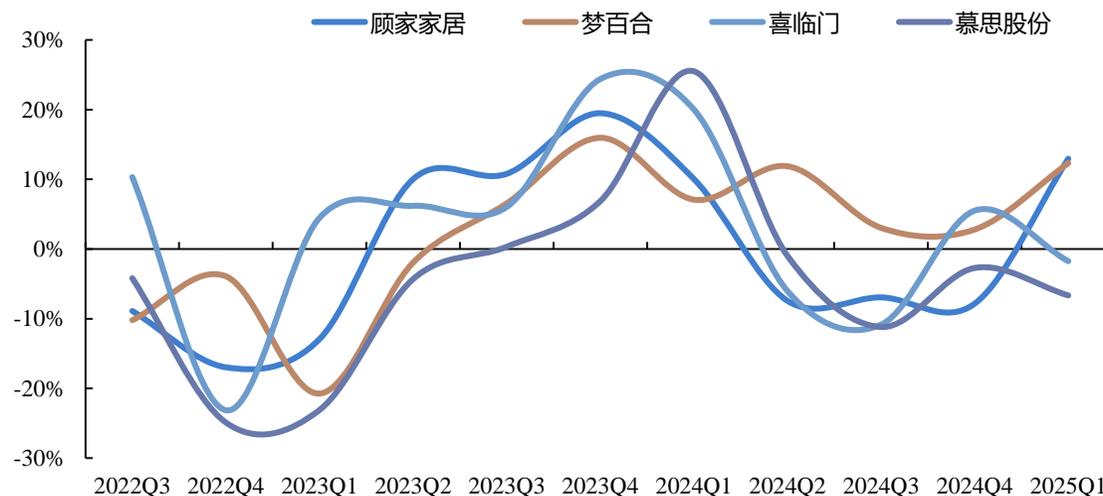
## 1.2.1收入端：行业压力仍存，头部企业边际有所改善

- 2023Q4-2024Q3，受房地产下行、消费者支出结构变动影响，软体家居板块收入端逐步承压，随着2024Q4国补政策逐步落地，软体家居的表现逐步改善。其中顾家家居凭借依托品类融合销售、零售深度变革，25Q1业绩改善较为明显，显现自身 $\alpha$ 。此外，梦百合依托国内营销改善叠加海外电商销售发力，24Q4以来收入端改善较为明显。

图表19：软体家居企业历年收入增速 (%)



图表20：软体家居企业各季度收入增速 (%)

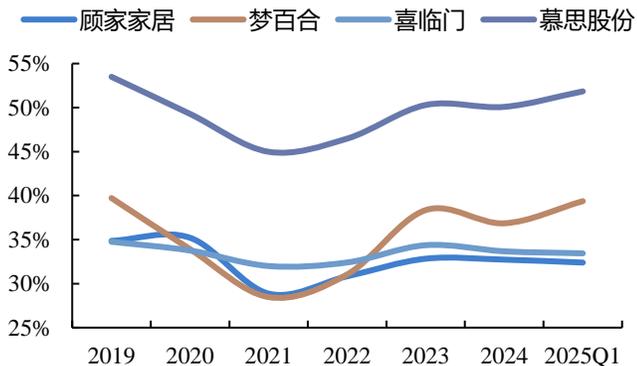


来源：Wind，国金证券研究所

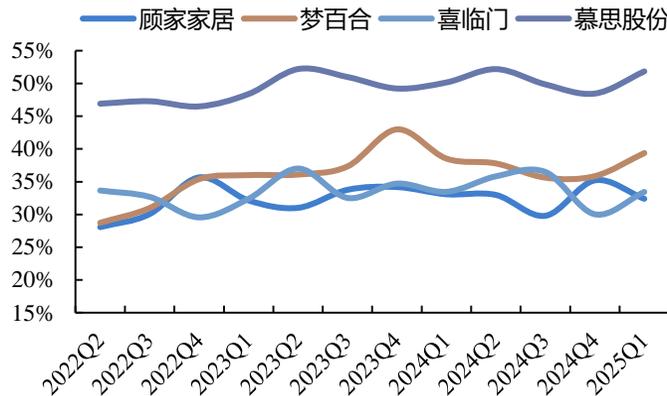
## 1.2.2 盈利能力：24年承压明显，25Q1盈利边际有所改善

➤ 毛利率方面，2024年在行业需求承压、竞争加剧的背景下，各企业盈利有所承压，而随着25Q1需求企稳改善，各企业毛利率均有所改善，2024年顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比-0.33/-3.92/-2.02/-0.42pct至32.72%/36.85%/33.67%/50.08%。2025Q1顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比-0.69/+0.84/-0.02/+1.69pct至32.39%/39.37%/33.44%/51.84%。而净利率方面，主因各企业打法策略差异，费用投放有所区别，净利率表现有所分化，2024年顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比-2.67/-3.64/-1.42/-0.69pct至7.83%/-2.12%/3.74%/13.70%。2025Q1顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比+1.16/+1.41/-0.35/-1.26pct至11.00%/2.59%/3.94%/10.50%。

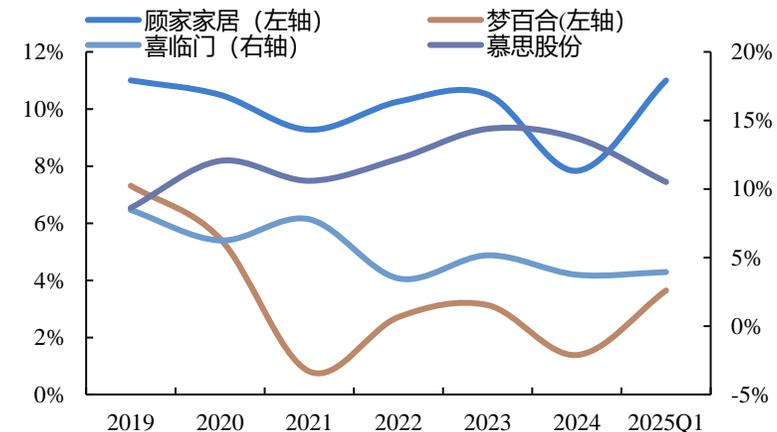
图表21：软体家居历年毛利率



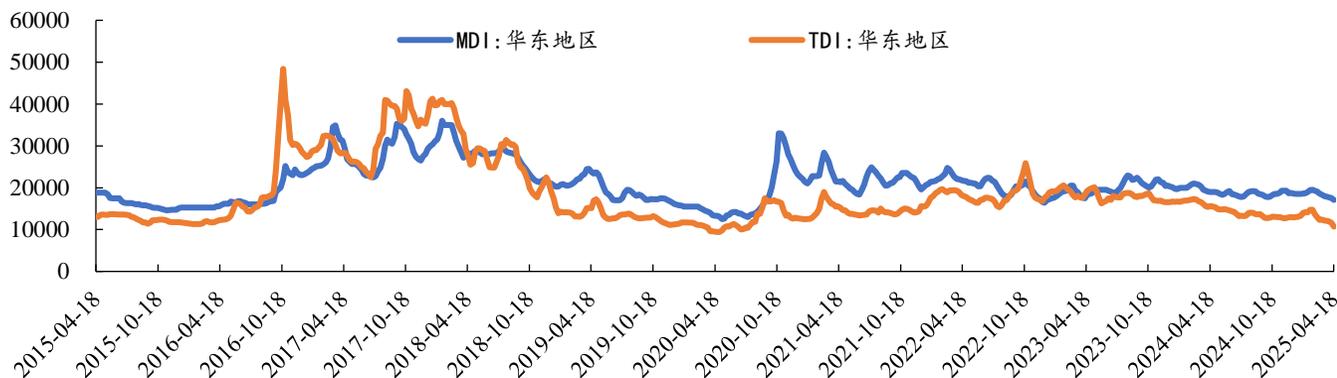
图表22：软体家居历年单季度毛利率



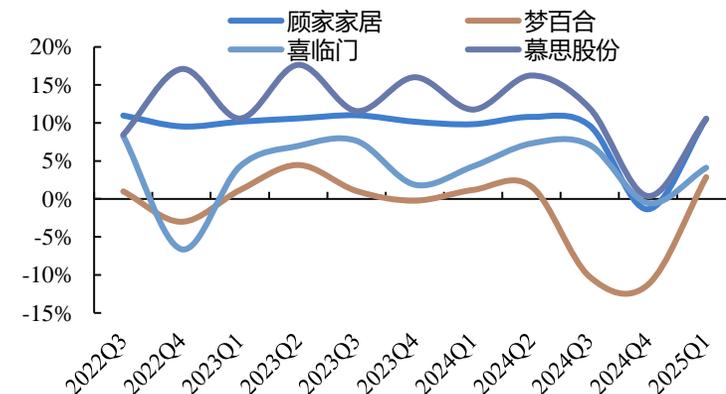
图表24：软体家居历年净利率



图表23：软体家居原材料价格 (元/吨)



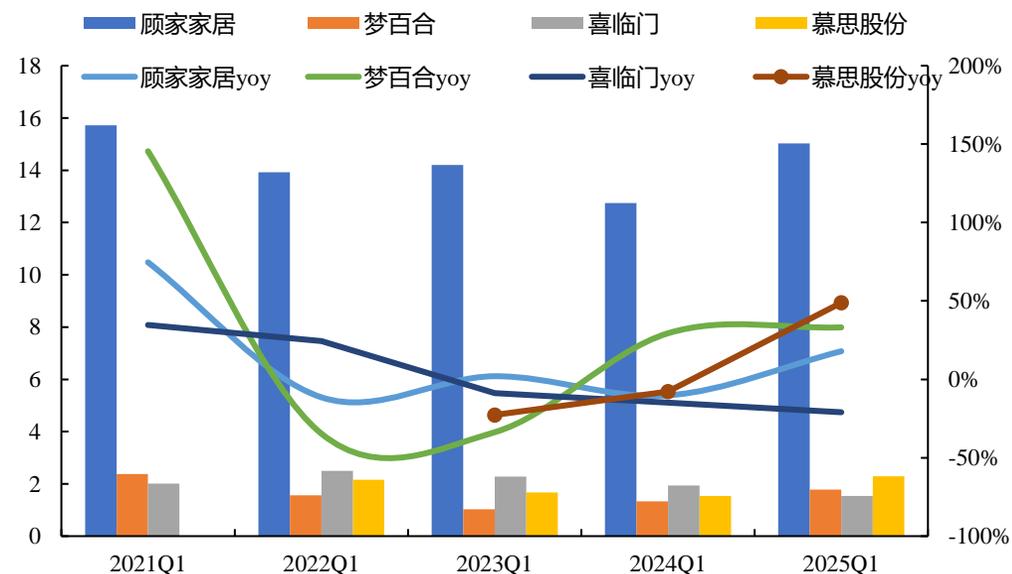
图表25：软体家居历年单季度净利率



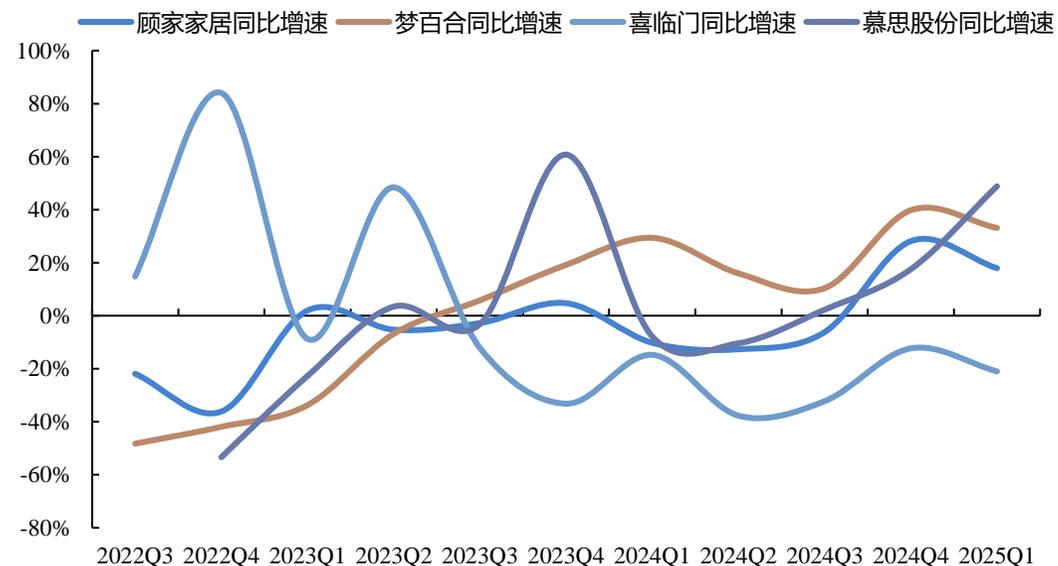
## 1.2.3 预收款：多数企业预收款回暖显现内需改善

- 预收款方面，在国补政策刺激叠加企业主动品类扩张或渠道变革，25Q1多数软体家居企业预收款显现改善，25Q1顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份预收款分别同比+17.92%/+33.12%/-21.00%/+48.83%至15.03/1.78/1.53/2.29亿元。

图表26：软体家居历年Q1预收款同比增长（亿元，%）



图表27：软体家居预收款（分季度）同比增长（%）



# 1.3外销家居：出口整体景气度有所下行，优质企业α依然明显

- 现状：2024年家具出口表现较优，2024年全年中国家具及零件出口金额（美元计价）累计同比+5.8%，在此期间由于基数抬升，呈现出逐季增长降速的趋势，25年Q1累计同比-8.0%。
- 分品类来看，家具品类中床垫、保温杯地板的出口金额在2024年表现较优的情况下，25Q1延续较优表现。而多数品类25Q1在基数抬升、美国补库需求减弱、贸易摩擦等背景下，出口景气度均有所下行。

图表28：3月中国家具及零件出口金额当月同比+8.2%



图表29：25Q1中国家具及零件累计出口金额同比-8.0%



图表30：23年以来中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

	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	2024年1月
木制的可调高度的转动坐具	25.03%	-50.05%	-1.38%	4.46%	30.21%	3.64%	14.38%	36.82%	29.58%	-3.67%	16.11%	23.56%	-11.04%	156.11%	93.90%
非木制可调高度的转动坐具	10.57%	-28.82%	-10.25%	-0.84%	-6.01%	3.79%	-17.06%	-1.67%	-3.83%	10.21%	26.23%	14.54%	-8.44%	43.48%	42.88%
带软垫的木框架坐具	-1.56%	-29.72%	-11.16%	-12.43%	-14.71%	-4.19%	-12.03%	-5.78%	-2.14%	2.24%	6.73%	5.57%	-6.67%	65.54%	35.50%
带软垫的金属框架坐具	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%	23.33%
弹簧床垫	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%	55.66%	70.23%
海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面	4.94%	-22.14%	5.21%	2.82%	7.39%	15.94%	1.94%	21.23%	20.43%	14.36%	14.98%	3.38%	4.03%	30.51%	18.29%
氯乙烯聚合物制铺地制品	-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%	17.83%
保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆	29.64%	-27.46%	21.16%	16.75%	12.02%	20.74%	-0.93%	22.55%	12.98%	32.46%	36.06%	1.12%	-15.74%	90.90%	26.31%
塑料制餐具及厨房用具	10.69%	-28.21%	0.10%	2.32%	0.95%	8.70%	-2.29%	-0.30%	-0.06%	12.11%	10.43%	-0.79%	-13.22%	44.66%	22.20%
各种材料制成的鞍具及挽具，适合各种动物用	-11.77%	-41.20%	0.64%	-9.69%	-7.12%	5.20%	-13.19%	-0.80%	-3.79%	-4.80%	-11.78%	-7.88%	-15.32%	29.40%	-9.77%
零售包装的狗食或猫食饲料	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%	35.55%
其他化学纤维制簇线人造草皮	-3.71%	-23.19%	-15.61%	3.24%	-0.12%	7.58%	-6.84%	-10.85%	-10.69%	-10.65%	2.66%	-5.61%	-10.78%	5.46%	9.19%
其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	-7.52%	-27.48%	-5.55%	2.02%	4.55%	20.37%	12.32%	18.04%	2.30%	20.47%	11.69%	8.69%	-9.02%	17.04%	14.69%

来源：Wind，国金证券研究所

## 1.3外销家居：出口整体景气度有所下行，优质企业 $\alpha$ 依然明显

- 具体公司来看，虽然25Q1中国家具整体出口表现转弱，但板块内部分化开始显现，25Q1部分受益于细分品类外需仍较优的ODM家居企业及以自主品牌为主的跨境电商家居企业仍延续较优增长。而利润端来看，在海运费、汇率有一定波动的背景下，各家表现同样有所分化，部分企业依托自身优质降本增效、控费，25Q1利润率同比进一步提升。

图表31：外销家居上市企业24年业绩统览（亿元）

	24年营收同比	24年归母净利同比	24年扣非归母净利同比	25年Q1营收同比	25年Q1归母净利同比	25年Q1扣非归母净利同比
梦百合	5.9%	-242.0%	-376.8%	12.3%	196.2%	206.8%
中源家居	45.4%	-295.4%	-401.1%	1.6%	-61.7%	-116.9%
麒盛科技	-4.7%	-24.1%	-25.4%	4.1%	-1.0%	-7.5%
浙江正特	13.4%	-182.7%	-126.6%	41.7%	90.9%	37.2%
匠心家居	32.6%	67.6%	72.5%	38.2%	60.4%	64.6%
浙江自然	21.7%	41.7%	25.0%	30.4%	148.3%	53.8%
恒林股份	34.6%	0.0%	19.5%	12.7%	-49.5%	-48.9%
永艺股份	34.2%	-0.6%	40.1%	17.9%	34.8%	26.2%
松霖科技	1.1%	26.6%	16.2%	-17.5%	-59.2%	-64.7%
建霖家居	15.5%	13.4%	19.5%	3.4%	0.5%	-5.9%
玉马遮阳	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
西大门	28.2%	34.1%	34.0%	13.3%	-1.1%	-7.5%
天振股份	186.1%	86.0%	82.2%	168.7%	375.2%	236.4%
海象新材	-14.4%	9.8%	30.5%	-10.0%	124.7%	118.2%
嘉益股份	59.8%	55.3%	55.5%	66.5%	41.3%	34.2%
哈尔斯	38.4%	14.7%	30.0%	22.5%	31.6%	32.2%
乐歌股份	45.3%	-47.0%	-20.5%	37.7%	-35.2%	-37.5%
致欧科技	33.7%	-19.2%	-28.5%	13.6%	10.3%	24.9%

# 1.3外销家居：出口整体景气度有所下行，优质企业α依然明显

- 展望：关税风险或逐步减弱，静待美国降息催化家具需求
- 25年2月美国家具产品批发商库存金额同比+4.07%，库销比同比+3.63%，小幅回调，补库需求相对不足；25年2月和3月美国成屋销售下跌，但降幅收窄，分别同比-2.51/-4.74pct达到427/402万套。25年2月和3月新建住宅销售回暖，分别同比+4.82/+6.00pct达到67.4/72.4万套。
- 根据美国家具补库周期复盘，正常情况下持续周期6-12个月，预计此轮由补库带来的家具出口景气的驱动力已有所减弱，后续期待美国降息进一步驱动家具需求。近期美国关税有缓和迹象，根据CME统计，6月美国降息概率为57.3%，静待后续降息催化家具需求。

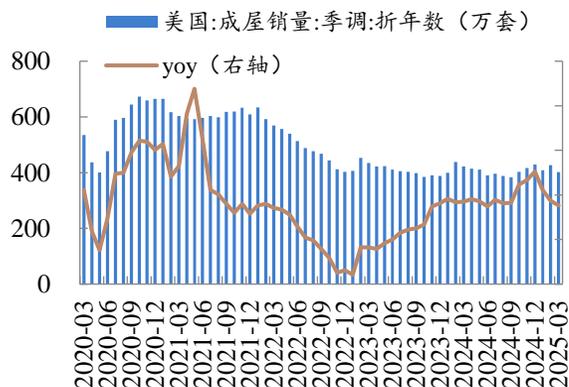
图表32：美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速 (百万美元, %)



图表33：美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速



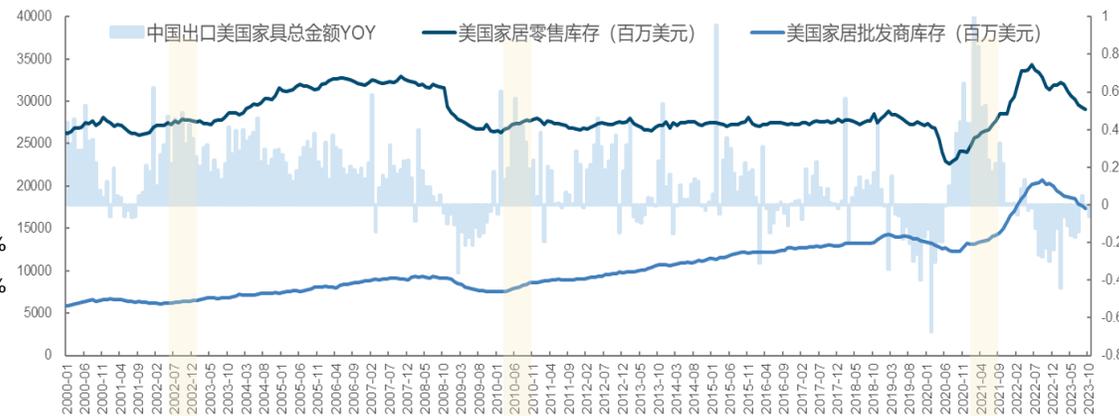
图表35：美国3月成屋销售套数 (折年数) 同比-4.74%



图表36：美国3月新屋销售套数 (折年数) 同比-3.68%



图表34：美国家居零售商&批发商库存历史复盘



来源：Wind, 国金证券研究所

## 1.4投资建议：优选高股息内销龙头，关注出口α标的

- 内销方面，3月家具社零同比增长29.5%，1-3月社零同比增长18.1%，一定程度体现出消费补贴的刺激效果。国补政策补贴时间贯穿25全年，将有力刺激家居装修需求稳步释放，预计待后续前端接单陆续传导至工厂端叠加后续若更多地产及消费相关刺激政策出台，家居行业部分优质企业的α有望逐步兑现至报表端。
- 外销方面，目前美国对东南亚地区的对等关税暂停90天，此前具备海外产能布局的外销企业短期并未明显受关税影响，后续静待相关关税实际落地情况。大部分家居龙头企业已在东南亚等国布局较成熟产能，可部分承接对美出口需求，一定程度上可抵消美国加征关税的部分影响。
- 整体来看，国内地产端下行风险已相对可控，内需家居板块的配置机会已来临，建议重点关注25年业绩增长确定性高并且具备相对高股息支撑的内销龙头企业，此外建议关注部分外销占比相对较低，估值已极具吸引力的优质企业。内销板块，关注索菲亚（总部组织+渠道架构合理清晰，支撑后续大家居发展，估值修复空间较大）、顾家家居（25Q1业绩超预期，第二增长曲线显现叠加优异组织能力有望支撑中长期领先行业）、志邦家居、欧派家居、慕思股份、敏华控股等。外销板块，建议关注匠心家居（家居出口优质企业，后续有望受益美国降息，店中店模式正在加速推进，成长空间有望打开）、致欧科技、乐歌股份、恒林股份等。

# 02 造纸：盈利仍承压，资本开支趋缓，优选细分赛道

## 2.1 行业回顾：24年业绩承压，期待供需矛盾缓解后逐季修复

- 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，大部分纸种盈利偏弱。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。虽然纸浆价格于25年初期有所上涨，但3月以来持续下跌，预计主因当时国际浆厂进入密集检修转产期使短期供给受限，而纸浆港口库存仍处较高分位，后续由于内需疲软的同时并且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，叠加下游需求不振，市场整体处于供大于求，对企业盈利表现造成较大影响。
- 根据下游消费韧性、细分赛道供需格局差异，盈利修复弹性呈现差异，整体来说特种纸>浆系大宗纸>废纸系。废纸系内需疲软导致纸价继续走弱，产能供给过剩，盈利能力仍在低位徘徊。
- 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38：浆纸系纸价及木浆价格复盘



来源：钢联数据，国金证券研究所

图表39：废纸系纸价及废纸成本价格复盘



## 2.1 行业回顾：24年业绩承压，期待供需矛盾缓解后逐季修复

➤ 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40：重点造纸企业营收及同比增速



图表41：重点纸企净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

## 2.1 行业回顾：24年业绩承压，期待供需矛盾缓解后逐季修复

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

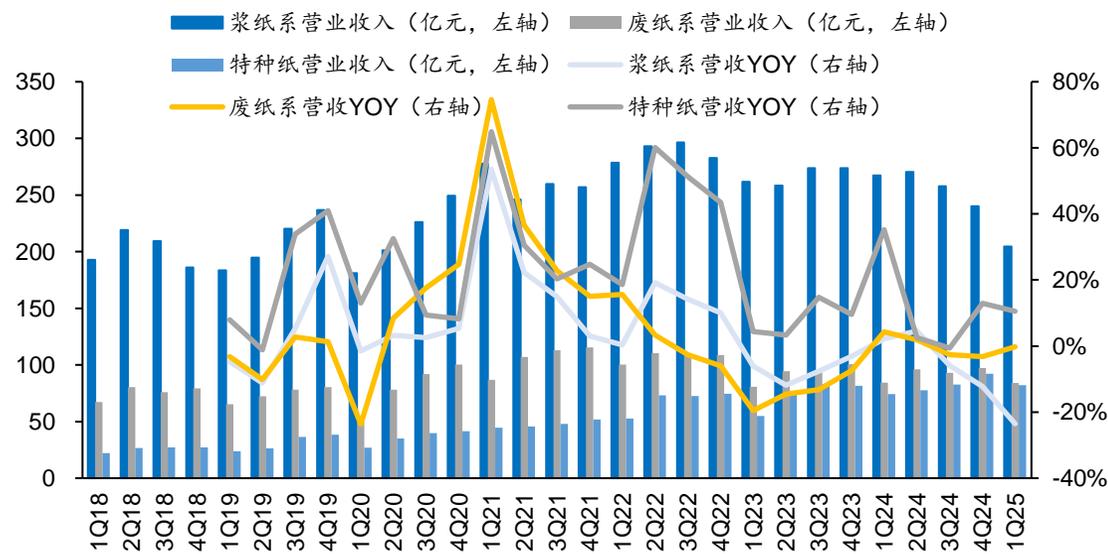
➤ 特种纸：部分细分纸种格局更优&盈利中枢更高，但受消费降级等影响价格支撑不强盈利回落，例如热转印/装饰原纸等。头部特种纸企业由于对上游原材料的布局较大宗纸企更晚，前期采取原料的战略性囤货平滑木浆成本的快速上行，目前木浆价格处于低位震荡区间，利好特种纸企盈利修复。由于特种纸的定价周期比大宗纸更长、且装饰纸、格拉辛纸等格局较为集中，预计本轮特纸板块头部企业盈利弹性修复更优。1) 供给侧：龙头针对部分纸种积极投产扩大市场份额，低成本环境下短期或造成价格压力；2) 成本侧：仙鹤、五洲等特种纸龙头加快浆纸一体化建设，中期角度亦有望减弱成本端波动。

➤ 废纸系：资本开支放缓但存量供给影响显著，盈利底部徘徊。尽管当前大厂基本结束新增产能投放，但前期产能供给过剩仍需时间消化，仍对国内箱瓦纸的提价空间形成制约。

图表42：各重点纸企当季购买商品支付现金占营业成本的比重

	当季购买商品、取得劳务支付的现金/营业成本																				
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
太阳纸业	1.11	1.24	1.11	0.71	1.08	1.04	1.08	1.02	1.02	1.18	1.16	1.18	0.92	0.91	0.98	1.25	1.04	1.06	1.00	1.00	1.04
ST晨鸣	1.21	1.03	0.97	0.96	0.91	1.32	0.89	1.03	1.03	1.11	1.04	0.87	0.96	0.78	0.65	1.08	0.95	0.79	0.90	0.57	0.34
博汇纸业	0.98	0.85	0.96	0.29	0.91	0.95	0.96	0.23	0.72	0.69	0.65	1.53	0.75	1.17	0.66	0.61	0.85	0.82	0.71	0.93	0.38
岳阳林纸	0.74	0.69	0.79	0.73	0.65	0.74	0.76	1.06	1.08	0.82	0.97	0.67	0.92	0.84	1.01	0.86	0.66	0.77	0.80	1.43	1.12
华泰股份	1.10	0.97	1.26	0.57	0.83	0.97	1.06	1.21	1.08	1.13	1.21	1.08	1.11	1.23	1.07	0.95	1.05	1.25	1.20	0.69	1.10
荣晟环保	0.86	0.68	0.95	0.96	1.08	1.11	0.94	0.87	0.87	0.89	0.91	0.60	0.94	0.79	0.92	0.82	0.76	0.30	0.91	1.01	1.04
森林包装	1.08	0.56	0.78	0.90	1.26	0.82	0.98	0.45	0.54	1.10	0.97	0.64	0.84	0.86	0.98	0.75	1.14	1.04	0.78	0.74	1.25
山鹰国际	1.01	0.80	0.82	0.89	0.89	0.76	1.46	0.50	0.88	0.90	0.82	0.83	0.77	0.75	0.79	0.79	0.82	0.61	0.84	0.83	0.73
景兴纸业	1.08	0.66	0.87	0.96	1.02	0.84	0.93	1.08	0.82	0.89	0.85	0.91	0.78	0.90	0.95	1.06	1.00	0.80	0.89	0.95	1.21
仙鹤股份	1.03	1.13	0.82	0.47	0.70	0.99	1.01	0.90	0.77	0.62	0.89	0.99	1.44	0.95	0.90	0.82	1.09	1.07	0.73	0.68	0.89
民丰特纸	0.92	1.51	0.91	0.19	1.06	1.23	0.66	0.35	0.83	1.06	0.76	0.15	0.73	1.26	1.09	0.39	0.66	1.17	1.25	-0.72	0.85
齐峰新材	0.41	0.52	0.80	1.03	0.77	0.76	1.01	0.92	0.90	0.77	0.76	2.62	0.46	0.41	0.60	1.40	0.74	0.63	0.81	0.77	0.83
五洲特纸	0.83	1.13	0.72	1.18	1.02	1.00	0.71	1.34	0.83	0.74	0.94	0.76	0.99	0.98	0.79	0.73	0.91	0.89	0.66	1.43	1.05
冠豪高新	0.62	0.67	0.49	0.36	0.54	0.69	5.00	1.52	1.80	0.80	1.04	0.69	2.86	0.59	0.62	0.79	1.10	0.80	0.77	0.94	1.42
恒丰纸业	0.84	0.87	1.02	0.57	0.53	1.06	1.05	0.99	0.61	0.70	1.14	1.14	0.91	1.05	0.82	1.13	0.92	0.81	0.68	1.29	0.95
凯恩股份	1.54	0.91	0.77	0.93	0.89	1.00	0.92	1.13	0.73	0.72	0.64	1.05	1.54	-0.53	1.27	1.47	0.97	0.66	0.77	0.54	0.44
华旺科技	1.73	1.26	0.98	0.92	0.94	1.18	1.22	1.05	1.15	1.17	1.08	1.56	1.21	1.19	1.02	1.37	1.45	1.29	0.87	1.21	1.29

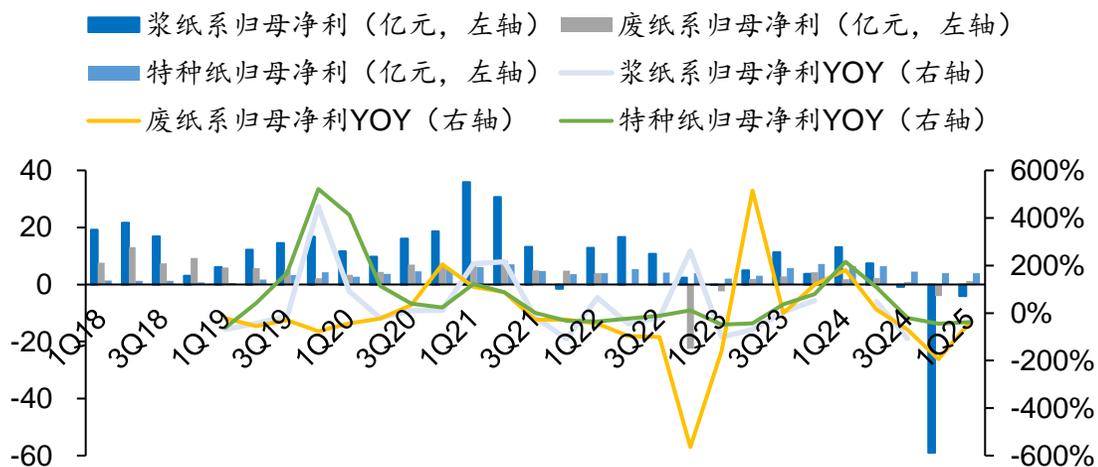
图表43：分纸种季度收入及同比增速



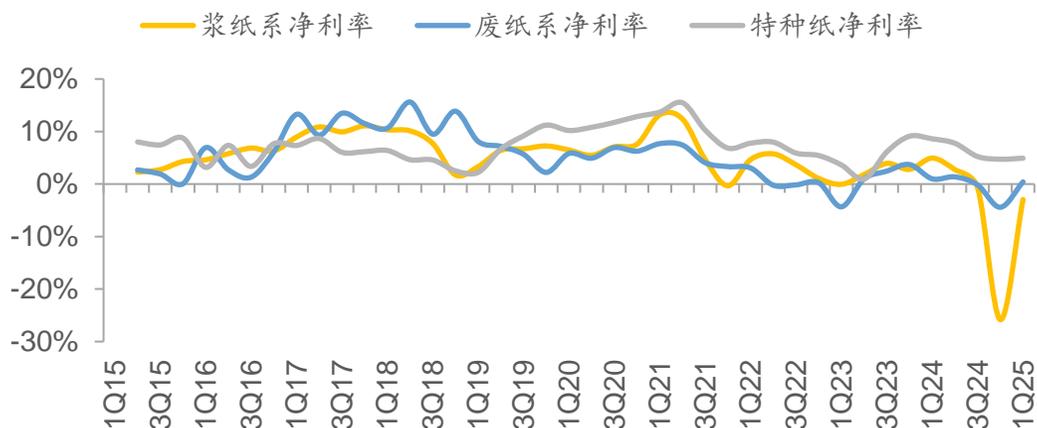
来源：Wind，国金证券研究所

## 2.1 行业回顾：24年业绩承压，期待供需矛盾缓解后逐季修复

图表44：分纸种季度净利润及同比增速



图表47：分纸种季度净利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表45：重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	
浆纸系	太阳纸业	23.44%	22.14%	14.42%	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%	16.13%	16.74%	17.12%	17.99%	17.16%	13.96%	14.93%	15.78%
	ST晨鸣	29.08%	33.64%	15.25%	16.20%	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%	6.57%	4.38%	11.34%	12.37%	12.11%	0.82%	-40.04%	-131.92%
	博汇纸业	33.42%	34.63%	21.81%	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%	12.58%	15.81%	17.09%	13.30%	9.30%	9.79%	6.39%	9.60%
	岳阳林纸	21.10%	19.60%	12.86%	7.18%	18.70%	17.20%	15.47%	12.55%	11.81%	8.64%	5.02%	7.64%	7.05%	8.63%	4.95%	23.85%	9.22%
	华泰股份	14.21%	14.63%	11.14%	12.92%	11.91%	10.73%	9.39%	7.82%	11.92%	11.30%	7.63%	-2.12%	9.89%	9.16%	5.97%	-0.44%	11.29%
废纸系	荣晟环保	17.98%	19.24%	12.04%	13.65%	10.05%	5.60%	5.53%	11.28%	13.20%	14.11%	15.34%	14.05%	15.90%	17.88%	16.97%	9.25%	13.50%
	森林包装	16.27%	14.16%	11.22%	15.81%	7.93%	8.91%	10.49%	10.03%	11.85%	9.84%	12.00%	14.76%	13.82%	14.05%	13.39%	14.36%	14.79%
	山鹰国际	14.91%	13.53%	9.61%	11.42%	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%	9.49%	10.15%	11.66%	9.88%	7.82%	5.73%	6.23%	9.88%
	景兴纸业	18.45%	16.57%	13.04%	12.57%	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%	4.95%	5.86%	9.32%	8.38%	6.91%	4.78%	8.08%	7.77%
	仙鹤股份	22.45%	27.78%	19.67%	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%	8.25%	9.32%	18.05%	18.01%	17.39%	14.58%	12.83%	14.60%
特种纸	民丰特纸	20.25%	16.80%	17.76%	16.75%	13.69%	12.96%	7.81%	14.15%	10.01%	14.87%	16.19%	13.76%	14.87%	15.61%	15.50%	21.14%	16.20%
	齐峰新材	17.44%	14.05%	3.69%	8.11%	9.55%	9.31%	4.99%	7.38%	6.01%	13.20%	19.68%	15.47%	13.51%	13.44%	6.43%	7.02%	9.75%
	五洲特纸	28.99%	21.58%	11.07%	11.14%	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%	6.75%	10.72%	15.11%	12.96%	11.24%	10.68%	5.62%	8.76%
	冠豪高新	19.15%	17.50%	16.67%	23.21%	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%	2.66%	6.08%	7.04%	14.03%	9.33%	8.66%	6.73%	9.15%
	恒丰纸业	28.44%	27.33%	22.68%	4.36%	16.36%	15.86%	19.32%	17.87%	14.42%	15.05%	14.39%	23.63%	16.02%	15.21%	17.42%	21.30%	15.68%
	凯恩股份	24.42%	23.44%	25.24%	29.15%	22.38%	21.66%	14.63%	27.38%	12.77%	8.86%	18.83%	32.93%	18.94%	13.72%	20.77%	20.00%	17.87%
	华旺科技	25.28%	26.60%	23.56%	14.79%	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%	18.80%	20.61%	22.11%	20.16%	17.19%	14.14%	11.24%	13.67%

图表46：重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	
浆纸系	太阳纸业	14.54%	13.78%	6.82%	2.29%	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%	7.79%	6.74%	6.59%	8.97%
	ST晨鸣	12.21%	11.77%	0.72%	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%	-240.42%	-206.92%
	博汇纸业	20.00%	17.81%	10.24%	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%	3.35%	5.05%	5.48%	2.29%	0.63%	0.39%	0.54%	1.17%
	岳阳林纸	8.53%	7.45%	2.57%	-2.83%	7.50%	8.05%	6.87%	4.27%	3.49%	0.77%	0.75%	0.00%	4.16%	-8.00%	-2.94%	8.78%	2.27%
	华泰股份	8.32%	7.03%	4.47%	0.89%	4.80%	3.17%	2.55%	-0.56%	2.68%	1.15%	1.21%	1.35%	3.29%	2.44%	-0.60%	-4.42%	1.81%
废纸系	荣晟环保	15.38%	11.43%	6.68%	13.85%	13.14%	3.96%	4.37%	5.25%	15.07%	13.00%	11.67%	7.94%	16.66%	14.68%	13.55%	6.55%	13.23%
	森林包装	10.05%	10.28%	7.07%	10.82%	5.64%	5.04%	6.04%	4.19%	3.45%	4.87%	7.98%	9.77%	7.36%	6.96%	9.60%	8.64%	7.05%
	山鹰国际	7.13%	6.64%	3.45%	2.28%	2.37%	-1.19%	-0.64%	0.00%	-5.92%	0.57%	2.21%	3.35%	0.41%	0.81%	-0.99%	-6.68%	0.36%
	景兴纸业	9.63%	10.19%	5.97%	5.04%	5.76%	2.55%	-0.03%	-0.05%	0.81%	1.51%	1.32%	2.97%	1.63%	1.85%	0.16%	1.50%	-1.82%
	仙鹤股份	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%	3.07%	8.28%	12.08%	12.25%	11.84%	10.11%	6.31%	7.94%
特种纸	民丰特纸	4.16%	4.49%	6.62%	0.70%	4.09%	1.16%	-0.84%	-0.18%	0.88%	3.00%	2.94%	4.52%	8.58%	3.95%	3.73%	3.73%	1.70%
	齐峰新材	10.24%	6.10%	0.69%	0.75%	2.48%	-0.55%	-1.49%	0.75%	-0.20%	5.41%	11.08%	8.40%	5.98%	6.46%	-0.28%	0.76%	2.20%
	五洲特纸	14.84%	16.96%	5.05%	7.56%	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%	1.12%	6.57%	9.01%	7.82%	5.84%	4.61%	1.56%	3.36%
	冠豪高新	4.23%	7.66%	5.73%	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	-8.40%	-4.32%	2.16%	2.16%	0.31%	-1.81%	6.41%	0.06%
	恒丰纸业	8.08%	9.52%	5.03%	-1.04%	4.27%	4.88%	8.18%	4.66%	4.05%	5.77%	5.63%	6.77%	4.52%	5.52%	7.88%	1.67%	4.21%
	凯恩股份	7.66%	7.01%	6.24%	12.34%	5.26%	9.87%	6.75%	-1.15%	17.24%	4.83%	3.48%	-7.63%	7.83%	7.89%	5.77%	-5.23%	5.94%
	华旺科技	15.36%	17.24%	14.93%	13.67%	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%	13.53%	14.30%	17.06%	15.42%	15.61%	11.74%	6.58%	9.51%

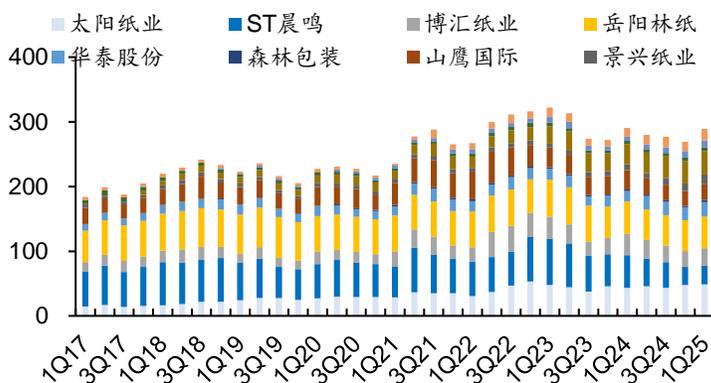
## 2.1 行业回顾：24年业绩承压，期待供需矛盾缓解后逐季修复

➤ 纸企库存环比波动回落，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。

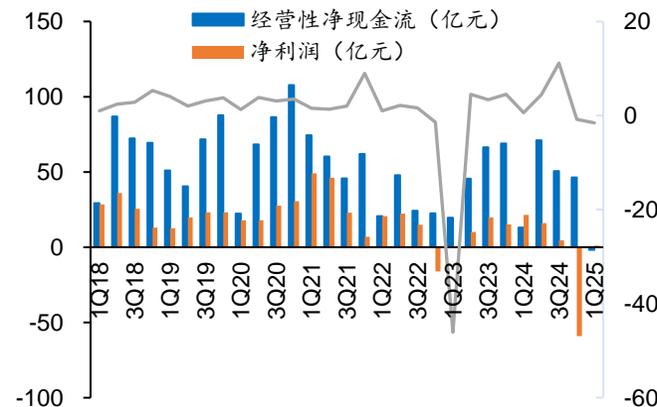
图表48：重点纸企应收账款周转天数



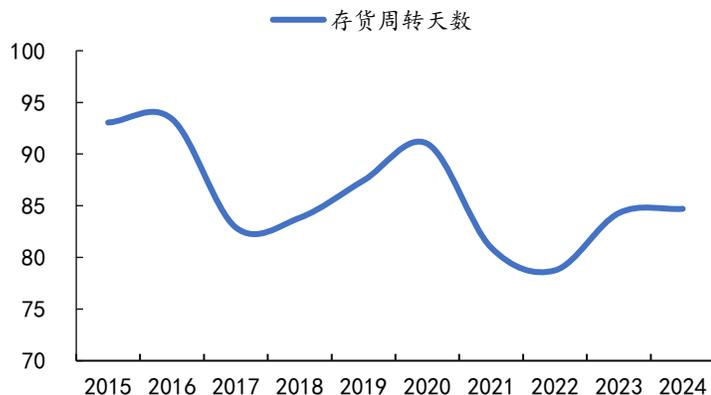
图表50：重点纸企3Q账面存货（亿元）环比下行



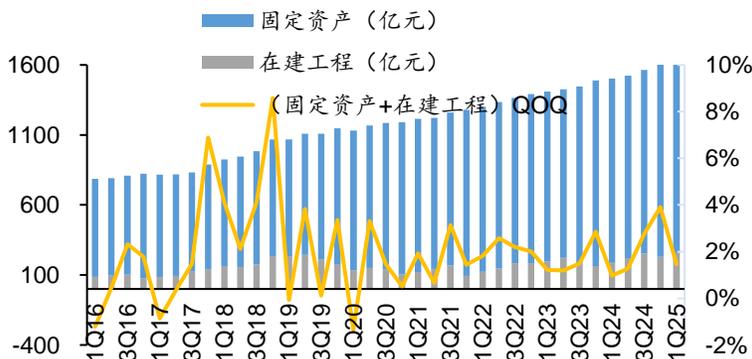
图表51：重点纸企经营性现金流与净利润



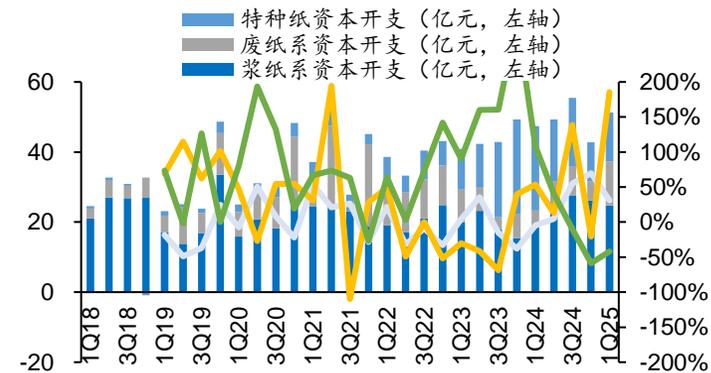
图表49：重点纸企存货周转天数



图表52：重点纸企固定资产增速放缓



图表53：重点纸企分季度资本开支及同比增速



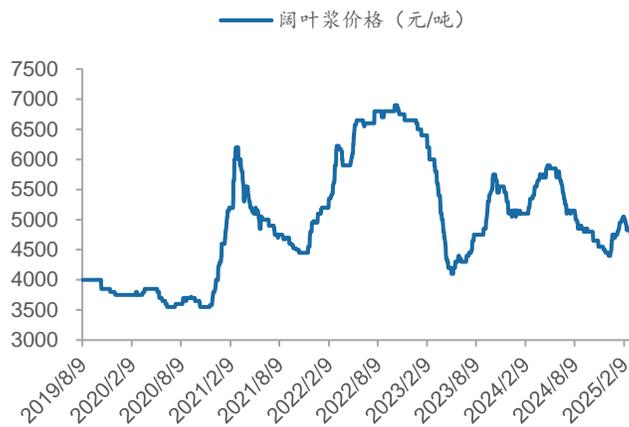
来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 行业展望：短期盈利承压，关注高分红、成本管控优势明显的成熟纸企

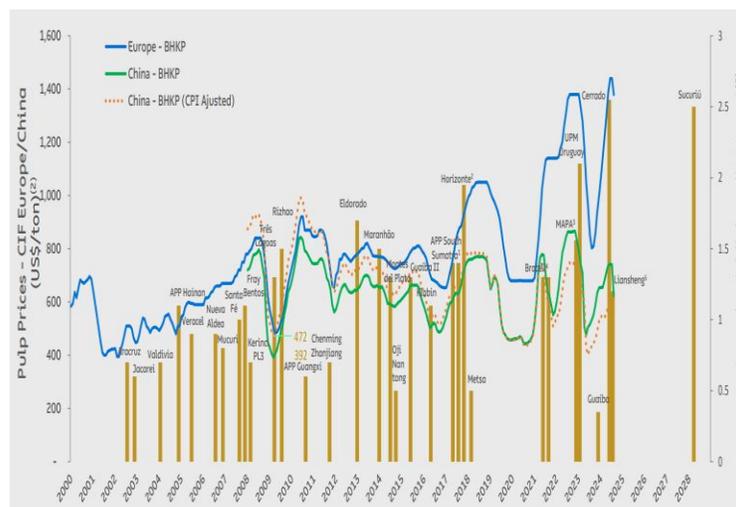
➤ 新产能投放+海外浆厂停产检修，纸浆价格预计短期仍在低位徘徊。2024年国内纸浆新增产能620万吨，新增产能集中投放使市场整体供过于求。欧洲港口进入被动补库，自24H2以来木浆港口库存保持高位运行。国内需求相对疲软，海外需求在美国加征关税不确定的背景下存在一定衰退预期，短期我们维持浆价下行调整判断。截止4月底，国内阔叶浆报价4350元/吨，年初以来阔叶浆价格持续保持低位运行。截止4月24日，国内木浆主流港口库存环比+1.8%至210.6万吨。外盘报价下调使国内进口纸浆成本降低，库存水平持续累计，且国内淡季需求仍偏弱，预计纸浆价格仍偏弱震荡运行。中期角度，由于25-27年全球没有新增商品阔叶浆产能投放，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。

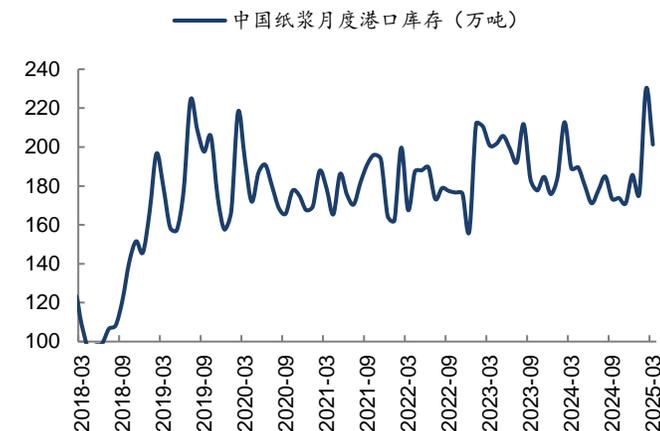
图表55：25年以来木浆价格呈下跌趋势



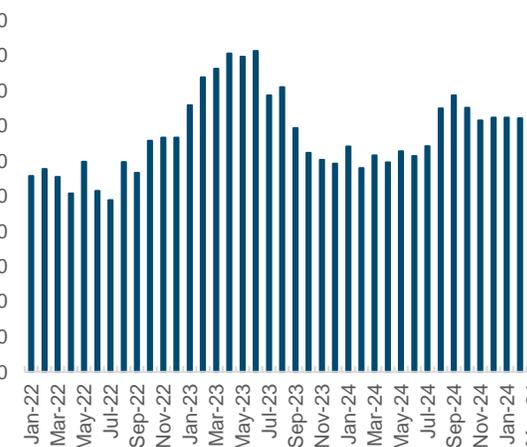
图表57：25-27年全球没有新增商品阔叶浆投放



图表56：纸浆库存处于较高水位



图表58：欧洲港口木浆港口库存（单位：吨）进入补库周期



## 2.3 投资建议：资本开支放缓，推荐纸浆一体化成本优势强化的头部纸企、细分赛道特种纸

- 大宗纸资本开支整体放缓，优先推荐成本优势仍在不断强化的头部纸企、壁垒更高格局表现更优的细分赛道特种纸。重点推荐林浆纸一体化布局前瞻、综合成本管理能力强的大宗纸企太阳纸业；推荐格局更优、利润兑现稳定性更强的特种纸企业华旺科技、仙鹤股份，关注五洲特纸。
- **太阳纸业：多元化纸种布局平抑波动，南宁二期项目扩充特纸/纸浆布局，老挝基地布局林木资源先发优势明显，成长节奏明确可兑现。**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。老挝基地林木种植面积年新增1万公顷以上，奠定长期增长基础。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，始终保持较强的核心竞争力。
- **华旺科技：高分红投资回报显著，市场份额提升空间仍较大。**公司出海坚持定位中高端，外销占比逐年提升，盈利表现较好。东南亚等国尚处在城镇化率快速提升期，消费能力的高速增长拉动产品需求高涨。公司生产管理效率领先，兼具规模化与精细化优势。凭借优异的产品性能，公司深度绑定下游客户，高客户粘性带来较强的产业链议价能力。公司重视投资者回报，稳健经营基础下保持较高分红，长期投资回报价值高。

# 03 轻工消费宠物潮玩：新消费国货品 牌靓丽，多点开花

# 3.1 行业回顾：新消费表现靓丽、势能上行，传统消费仍表现平淡

➤ **生活纸&个人护理**：重点公司24H2/2024/25Q1收入同比+24.4%/+34.2%/+25.6%，归母净利同比+23.5%/-6.4%/+14.6%，利润表现弱于收入表现，具体来看品牌表现分化明显，1) 一方面，牙膏、卫生巾为代表的个护公司，产品端依托创新型爆品推出、渠道端借助抖音等新流量入口快速放量，收入端表现靓丽；从盈利能力角度，部分品牌受品牌前置费用投入、竞争激烈影响等短期表现偏弱。2) 另一方面，部分体量偏大、产品差异化难度较大的品类、品牌则表现平淡，竞争激烈环境下盈利表现偏弱。

➤ **轻工消费潮玩**：重点公司24H2/2024/25Q1收入同比+6.5%/+10.7%/-4.1%，归母净利同比-3.3%/+3.7%/-13.4%，IP、潮玩等情绪消费类表现出显著高景气，以泡泡玛特为代表的公司凭借优质的IP培育塑造能力积极进行多维度变现，且在出海开拓上表现强势加速推进状态。传统轻工消费品公司仍在情绪消费转型能力积累和培育期，报表兑现节奏角度还偏慢。

➤ **宠物**：行业β向上的成长稀缺性仍相对突出，格局优化拐点明确。1) 宠物食品线上增速保持向上（根据久谦，24/25Q1增速+14%/+17%），横向对比来看，仍是消费板块中稀缺的、产品升级主线明确（烘焙品类等带动）的细分赛道；国内头部品牌凭借优质产品力+强渠道抓手积极抢夺海外高端品牌份额、提升高线城市养宠人品牌心智的趋势仍持续。2) 格局优化拐点：24Q3开始后出现更为突出的，【头部品牌】增长显著高于大盘，Q1 CR5/CR10 24%/36%(+5.9/+4.7pct)，头部份额较低但进入向上拐点明确。分内外销来看，自主品牌在行业成长红利/自身策略优化驱动下表现靓丽，外销成长性表现较优，前瞻海外产能布局，中期提份额优势有望逐步体现。

图表59：个护文娱宠物消费重点公司营业收入变化情况

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)										
			24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	24H1	24H2	2024	25Q1
生活纸&个人护理	003006.SZ	百亚股份	7.7	7.7	15.3	7.9	9.3	17.2	10.0	61.3%	44.2%	51.8%	30.1%
	001328.SZ	登康口腔	3.6	3.4	7.0	3.5	5.1	8.6	4.3	5.4%	20.9%	13.4%	19.4%
	605009.SH	豪悦护理	6.4	6.7	13.1	7.3	8.9	16.2	9.1	-3.2%	15.5%	6.3%	42.4%
	301009.SZ	可靠股份	2.8	2.4	5.2	2.7	2.9	5.6	2.8	-7.4%	7.5%	-0.3%	-1.0%
	002511.SZ	中顺洁柔	18.5	21.8	40.2	19.3	22.0	41.3	20.7	-14.2%	-19.3%	-16.8%	12.1%
	1044.HK	恒安国际	-	-	118.4	-	-	108.3	-	-3.0%	-	-4.6%	-
轻工消费	300888.SZ	稳健医疗	19.1	21.2	40.3	20.4	29.1	49.4	26.1	-5.5%	26.2%	9.7%	36.5%
	603899.SH	晨光股份	54.9	55.7	110.5	60.6	71.1	131.8	52.4	10.9%	-1.6%	3.8%	-4.4%
	9896.HK	名创优品	37.2	40.4	77.6	45.2	47.1	92.4	-	25.0%	21.0%	22.8%	-
	301101.SZ	明月镜片	1.9	1.9	3.9	2.0	1.9	3.9	2.0	5.2%	0.6%	2.9%	2.6%
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	45.6	-	-	84.8	-	61.9%	143.0%	106.9%	165%~170%
	301498.SZ	乖宝宠物	11.0	13.3	24.3	12.4	15.7	28.2	14.8	17.5%	24.6%	21.2%	34.8%
宠物	002891.SZ	中宠股份	8.8	10.8	19.6	12.3	12.8	25.1	11.0	14.1%	23.4%	19.1%	25.4%
	300673.SZ	佩蒂股份	3.8	4.8	8.5	4.8	3.4	8.1	3.3	71.6%	-11.4%	17.6%	-14.4%
	001206.SZ	依依股份	3.8	4.3	8.1	5.0	4.8	9.9	4.9	29.3%	38.9%	34.4%	26.6%
	15家重点公司合计	179.5	194.1	537.5	203.5	234.0	630.6	161.3	15.3%	8.9%	9.5%	-10.1%	
生活纸&个人护理合计	58.0	63.2	239.6	61.1	77.2	246.6	72.9	14.5%	24.4%	34.2%	25.6%		
轻工消费合计	94.0	97.9	237.5	107.8	120.1	312.8	54.4	43.7%	6.5%	10.7%	-4.1%		
宠物公司合计	27.4	33.0	60.4	34.6	36.7	71.3	34.0	23.2%	20.3%	21.7%	23.8%		

图表60：个护文娱宠物消费重点公司归母净利润变化情况

行业分类	代码	公司名称	归母净利润(亿元)										
			24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	24H1	24H2	2024	25Q1
生活纸&个人护理	003006.SZ	百亚股份	1.0	0.8	1.8	0.6	0.5	1.1	1.3	36.4%	1.4%	20.7%	27.3%
	001328.SZ	登康口腔	0.4	0.4	0.7	0.5	0.4	0.9	0.4	9.8%	17.8%	14.1%	15.6%
	605009.SH	豪悦护理	0.9	1.1	1.9	1.0	0.9	1.9	0.9	-2.9%	-19.0%	-11.6%	5.7%
	301009.SZ	可靠股份	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	6.1%	-	54.4%	1.4%
	002511.SZ	中顺洁柔	1.0	-0.1	0.9	-0.3	0.2	-0.1	0.7	3.7%	-104.2%	-76.8%	-30.1%
	1044.HK	恒安国际	-	-	14.1	-	-	8.9	-	15.0%	-	-17.9%	-
轻工消费	300888.SZ	稳健医疗	1.8	2.0	3.8	1.7	1.4	3.1	2.5	-43.6%	-	19.8%	36.3%
	603899.SH	晨光股份	3.8	2.5	6.3	3.9	3.7	7.6	3.2	4.7%	-17.3%	-8.6%	-16.2%
	9896.HK	名创优品	6.2	6.2	12.4	5.7	8.1	13.8	-	17.8%	5.7%	11.1%	-
	301101.SZ	明月镜片	0.4	0.5	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	11.0%	13.4%	12.2%	11.7%
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	9.2	-	-	22.0	-	93.3%	-	188.8%	-
	301498.SZ	乖宝宠物	1.5	1.6	3.1	1.6	1.5	3.2	2.0	49.9%	41.8%	45.7%	37.7%
宠物	002891.SZ	中宠股份	0.6	0.9	1.4	1.4	1.1	2.5	0.9	48.1%	83.5%	68.9%	62.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	0.4	0.6	1.0	0.6	0.3	0.8	0.2	111.7%	105.7%	108.3%	28.0%
	001206.SZ	依依股份	0.4	0.5	1.0	0.6	0.6	1.2	0.5	111.7%	105.7%	108.3%	28.0%
	15家重点公司合计	18.5	17.0	58.8	17.6	19.4	67.9	13.4	32.0%	11.4%	10.7%	-27.8%	
生活纸&个人护理合计	5.2	4.2	23.5	3.4	3.6	15.9	6.0	-2.5%	23.5%	-6.4%	14.6%		
轻工消费合计	10.4	9.2	28.8	10.1	12.2	44.3	3.7	65.9%	-3.3%	3.7%	-13.4%		
宠物公司合计	2.9	3.6	6.4	4.1	3.6	7.7	3.7	111.7%	71.5%	87.7%	28.8%		

图表61：重点宠物板块公司国内外增速、占比梳理

公司 <th rowspan="2">代码 <th rowspan="2">名称 <th rowspan="2">增速</th> <th>2019</th> <th>2020</th> <th>2021</th> <th>2022</th> <th>2023</th> <th>2024</th> </th></th>	代码 <th rowspan="2">名称 <th rowspan="2">增速</th> <th>2019</th> <th>2020</th> <th>2021</th> <th>2022</th> <th>2023</th> <th>2024</th> </th>	名称 <th rowspan="2">增速</th> <th>2019</th> <th>2020</th> <th>2021</th> <th>2022</th> <th>2023</th> <th>2024</th>	增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024
				国内	国外	国内	国外	国内	国外
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	国内	36.6%	57.1%	28.1%	30.5%	20.7%	30.3%
			国外	18.4%	19.8%	27.7%	7.0%	18.6%	14.6%
	300673.SZ	佩蒂股份	国内	108.1%	40.7%	5.6%	30.9%	27.0%	-17.6%
			国外	8.2%	31.6%	-7.0%	37.3%	-27.1%	29.1%
301498.SZ	乖宝宠物	国内	39.7%	37.6%	28.4%	52.8%	40.4%	24.0%	
		国外	-4.9%	49.7%	26.9%	9.3%	9.2%	15.7%	
宠物用品	001206.SZ	依依股份	国内	-2.7%	10.7%	59.9%	-54.6%	27.8%	21.1%
			国外	14.0%	16.9%	13.9%	16.0%	-13.9%	35.4%
	001222.SZ	源飞宠物	国内	128.8%	4.5%	26.1%	-4.2%	189.8%	73.4%
			国外	15.7%	18.9%	77.8%	-11.0%	-3.6%	27.2%
301335.SZ	天元宠物	国内	22.2%	295.3%	35.2%	31.2%	30.4%	57.0%	
		国外	18.5%	12.6%	23.6%	-10.1%	-5.2%	18.4%	

来源：Wind，国金证券研究所

# 3.1 行业回顾：新消费表现靓丽、平淡

# 势能上行，传统消费仍表现



## 宠物板块

1) 外销：我们观察到部分企业受关税、订单节奏等略受影响，关税背景下海外产能的建设仍具有一定优势，中宠等借助前瞻的美国产能布局降低后续风险担忧，短期汇率/鸡肉成本价格波动盈利的影响有限。

2) 内销自主品牌：行业成长红利仍在释放，整体收入成长性在消费板块中表现相对较优，且头部公司在品牌策略打法上思路表现更清晰带动份额持续提升，例如乖宝旗下中高端品牌弗列加特、中宠旗下领先Toptrees、佩蒂旗下主品牌爵宴等聚焦单品系列定位高线/具备消费升级能力的人群，直营能力不断提升强化消费者洞察，产品推新能力仍在持续验证中，看好国货头部宠食品牌在产品力优化/渠道效率提升驱动下，中期份额提升逻辑。

图表59：个护文娱宠物消费重点公司营业收入变化情况

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)						收入同比				
			24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	24H1	24H2	2024	25Q1
生活纸&个人护理	003006.SZ	百亚股份	7.7	7.7	15.3	7.9	9.3	17.2	10.0	61.3%	44.2%	51.8%	30.1%
	001328.SZ	登康口腔	3.6	3.4	7.0	3.5	5.1	8.6	4.3	5.4%	20.9%	13.4%	19.4%
	605009.SH	豪悦护理	6.4	6.7	13.1	7.3	8.9	16.2	9.1	-3.2%	15.5%	6.3%	42.4%
	301009.SZ	可靠股份	2.8	2.4	5.2	2.7	2.9	5.6	2.8	-7.4%	7.5%	-0.3%	-1.0%
	002511.SZ	中顺洁柔	18.5	21.8	40.2	19.3	22.0	41.3	20.7	-14.2%	-19.3%	-16.8%	12.1%
	1044.HK	恒安国际	-	-	118.4	-	-	108.3	-	-3.0%	-	-4.6%	-
轻工消费	300888.SZ	稳健医疗	19.1	21.2	40.3	20.4	29.1	49.4	26.1	-5.5%	26.2%	9.7%	36.5%
	603899.SH	晨光股份	54.9	55.7	110.5	60.6	71.1	131.8	52.4	10.9%	-1.6%	3.8%	-4.4%
	9896.HK	名创优品	37.2	40.4	77.6	45.2	47.1	92.4	-	25.0%	21.0%	22.8%	-
	301101.SZ	明月镜片	1.9	1.9	3.9	2.0	1.9	3.9	2.0	5.2%	0.6%	2.9%	2.6%
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	45.6	-	-	84.8	-	61.9%	143.0%	106.9%	165%~170%
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	11.0	13.3	24.3	12.4	15.7	28.2	14.8	17.5%	24.6%	21.2%	34.8%
	002891.SZ	中宠股份	8.8	10.8	19.6	12.3	12.8	25.1	11.0	14.1%	23.4%	19.1%	25.4%
	300673.SZ	佩蒂股份	3.8	4.6	8.5	4.8	3.4	8.1	3.3	71.6%	-11.4%	17.6%	-14.4%
	001206.SZ	依依股份	3.8	4.3	8.1	5.0	4.8	9.9	4.9	29.3%	38.9%	34.4%	26.6%
15家重点公司合计			179.5	194.1	537.5	203.5	234.0	630.6	161.3	15.3%	8.9%	9.5%	-10.1%
生活纸&个人护理合计			58.0	63.2	239.6	61.1	77.2	246.6	72.9	14.5%	24.4%	34.2%	25.6%
轻工消费合计			94.0	97.9	237.5	107.8	120.1	312.8	54.4	43.7%	6.5%	10.7%	-4.1%
宠物公司合计			27.4	33.0	60.4	34.6	36.7	71.3	34.0	23.2%	20.3%	21.7%	23.8%

图表60：个护文娱宠物消费重点公司归母净利润变化情况

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	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	24H1	24H2	2024	25Q1
生活纸&个人护理	003006.SZ	百亚股份	1.0	0.8	1.8	0.6	0.5	1.1	1.3	36.4%	1.4%	20.7%	27.3%
	001328.SZ	登康口腔	0.4	0.4	0.7	0.5	0.4	0.9	0.4	9.8%	17.8%	14.1%	15.6%
	605009.SH	豪悦护理	0.9	1.1	1.9	1.0	0.9	1.9	0.9	-2.9%	-19.0%	-11.6%	5.7%
	301009.SZ	可靠股份	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	6.1%	-	54.4%	1.4%
	002511.SZ	中顺洁柔	1.0	-0.1	0.9	-0.3	0.2	-0.1	0.7	3.7%	-104.2%	-76.8%	-30.1%
	1044.HK	恒安国际	-	-	14.1	-	-	8.9	-	15.0%	-	-17.9%	-
轻工消费	300888.SZ	稳健医疗	1.8	2.0	3.8	1.7	1.4	3.1	2.5	-43.6%	-	19.8%	36.3%
	603899.SH	晨光股份	3.8	2.5	6.3	3.9	3.7	7.6	3.2	4.7%	-17.3%	-8.6%	-16.2%
	9896.HK	名创优品	6.2	6.2	12.4	5.7	8.1	13.8	-	17.8%	5.7%	11.1%	-
	301101.SZ	明月镜片	0.4	0.5	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	11.0%	13.4%	12.2%	11.7%
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	9.2	-	-	22.0	-	93.3%	-	188.8%	-
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	1.5	1.6	3.1	1.6	1.5	3.2	2.0	49.9%	41.8%	45.7%	37.7%
	002891.SZ	中宠股份	0.6	0.9	1.4	1.4	1.1	2.5	0.9	48.1%	83.5%	68.9%	62.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	0.4	0.6	1.0	0.6	0.3	0.8	0.2	166.6%	-	-46.7%	-
	001206.SZ	依依股份	0.4	0.5	1.0	0.6	0.6	1.2	0.5	111.7%	105.7%	108.3%	28.0%
15家重点公司合计			18.5	17.0	58.8	17.6	19.4	67.9	13.4	32.0%	11.4%	10.7%	-27.8%
生活纸&个人护理合计			5.2	4.2	23.5	3.4	3.6	15.9	6.0	-2.5%	23.5%	-6.4%	14.6%
轻工消费合计			10.4	9.2	28.8	10.1	12.2	44.3	3.7	65.9%	-3.3%	3.7%	-13.4%
宠物公司合计			2.9	3.6	6.4	4.1	3.6	7.7	3.7	111.7%	71.5%	87.7%	28.8%

图表61：重点宠物板块公司国内外增速、占比梳理

行业分类	代码	公司名称	增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024
				国内	国外	国内	国外	国内	国外
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	国内	36.6%	57.1%	28.1%	30.5%	20.7%	30.3%
			国外	18.4%	19.8%	27.7%	7.0%	18.6%	14.6%
	300673.SZ	佩蒂股份	国内	108.1%	40.7%	5.6%	30.9%	27.0%	-17.6%
			国外	8.2%	31.6%	-7.0%	37.3%	-27.1%	29.1%
301498.SZ	乖宝宠物	国内	39.7%	37.6%	28.4%	52.8%	40.4%	24.0%	
		国外	-4.9%	49.7%	26.9%	9.3%	9.2%	15.7%	
宠物用品	001206.SZ	依依股份	国内	-2.7%	10.7%	59.9%	-54.6%	27.8%	21.1%
			国外	14.0%	16.9%	13.9%	16.0%	-13.9%	35.4%
	001222.SZ	源飞宠物	国内	128.8%	4.5%	26.1%	-4.2%	189.8%	73.4%
			国外	15.7%	18.9%	77.8%	-11.0%	-3.6%	27.2%
301335.SZ	天元宠物	国内	22.2%	295.3%	35.2%	31.2%	30.4%	57.0%	
		国外	18.5%	12.6%	23.6%	-10.1%	-5.2%	18.4%	

来源：Wind，国金证券研究所

## 3.2 行业展望&投资建议：推荐品牌势能提升中的优质国货品牌、宠食龙头、潮玩先锋

我们观察到国货老树新芽、产品创新借助抖音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。我们建议从三个思路进行标的选择：

- 品类创新加快且在终端阶段性成绩斐然/已具备破圈趋势、后续凭借拓系列/拓平台（抖音→天猫/线上一→线下）逻辑打开中期成长路径，且利润端具备不断超预期的标的，推荐登康口腔（冷酸灵）、百亚股份（自由点）。
- 成长叙事中老带新明显：新业务蓄势待发可期、具备估值向上提振预期。推荐中宠股份（自主品牌势能进入上行周期加速成长，终端验证催化点多），建议关注：豪悦护理、稳健医疗、晨光股份（生育政策情绪转暖/主业企稳/转型情绪消费）、倍加洁
- 企业α优选角度：
  - ①前瞻眼光较强、在数次渠道变迁与变化中运营能力得到验证的头部标的：乖宝宠物、百亚股份。
  - ②IP培育塑造能力强领先，出海空间广阔发展加速刚开启：推荐泡泡玛特。
  - ③零售底层能力强竞争力，底部重点关注：名创优品（国内同店有好转&IP能力不断迭代、估值吸引力强）

1) 泡泡玛特：IP潮玩龙头，IP拓维变现向上成长，海外破圈扬帆起航。Q1业绩加速，近期公司发布全球组织架构升级，主题聚焦区域战略，在大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区设置区域总部，提高集团管理和协同效率，我们认为这将有效支撑中期全球开拓成长之路。针对近期关税问题，公司在越南设有供应链，有望后续有效对冲关税冲击，叠加强定价的IP消费品属性，整体向上趋势不改。中期角度，我们持续看好公司在新品类（卡牌/积木等）、创新业态（饰品/甜品等）的持续落地，立足优质IP，深挖IP价值，探索创新商业化变现空间。

2) 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。公司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。公司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。

## 3.2 行业展望&投资建议：推荐品牌势能提升中的优质国货品牌、 宠食龙头、潮玩先锋



3) 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成长，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。

4) 百亚股份：线下外围发力彰显稀缺成长，线上逐步进入高质成长阶段。新品益生菌PRO提升高线人群覆盖度，优质国货品牌势能持续向上，成长动能充沛。1) 渠道端：外围省份重点突围且组织保持迭代2H高成长有望延续。2) 产品端：近期大健康系列新品益生菌PRO开启重点推广，力图实现都市白领更广泛的人群覆盖，产品竞争力强化&品牌势能提升，看好中期份额持续提升空间。

# 04 两轮车：以旧换新助推Q1高景气， 产品升级、出海是长期成长抓手

# 4.1 行业回顾：24年政策检查等带动去库，25以旧换新驱动景气高增

回顾24年，我们看到以内需为主两轮自行车板块公司表现平淡，主因受国检扰动/国标修订过渡期，经销商观望中提货意愿较低，产品推新活动受阻，清库存和产品结构调整等。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62：两轮车公司收入体量及增速季度对比

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)					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63：两轮车公司收入体量及增速季度对比

行业分类	代码	公司名称	归母净利润(亿元)					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%

图表64：两轮车公司毛利率季度对比

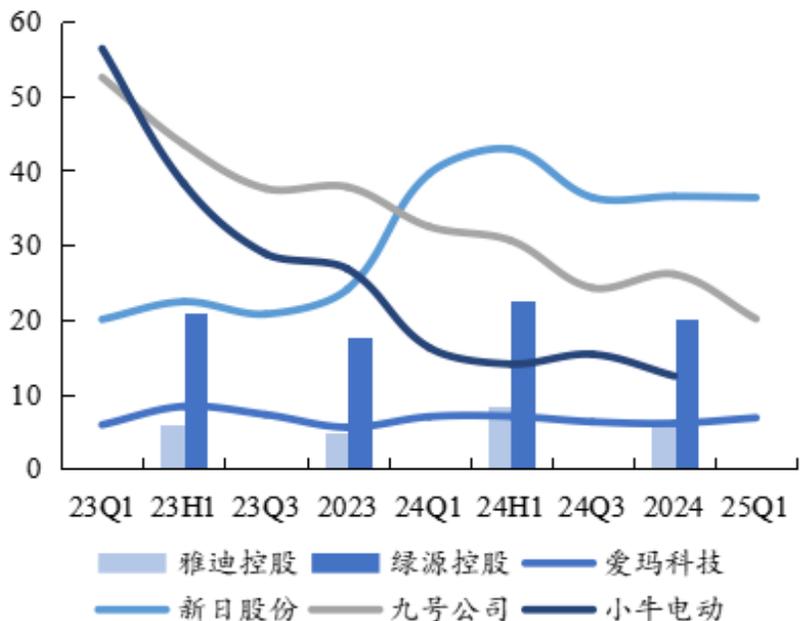
行业分类	代码	公司名称	毛利率					毛利率变化						
			24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	18.0%	17.8%	17.4%	17.8%	19.6%	2.2%	2.3%	2.3%	1.6%	1.3%	1.3%	1.6%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	6.7%	-	-	-10.3%	-
	689009.SH	九号公司	30.5%	30.5%	29.7%	28.2%	29.7%	2.3%	2.8%	2.8%	3.1%	1.3%	1.3%	-0.8%
	603787.SH	新日股份	15.3%	15.9%	15.6%	15.5%	14.6%	1.8%	2.1%	2.1%	1.5%	1.2%	1.2%	-0.7%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	-0.7%	-	-	-2.2%	-
	NIU.O	小牛电动	18.9%	17.0%	13.8%	12.4%	-	-2.7%	-6.1%	-5.4%	-7.5%	-6.5%	-5.9%	-
6家重点公司平均			20.7%	20.3%	19.1%	18.5%	21.3%	0.9%	0.3%	-1.4%	-0.3%	-0.7%	-2.0%	0.6%

来源：wind，国金证券研究所

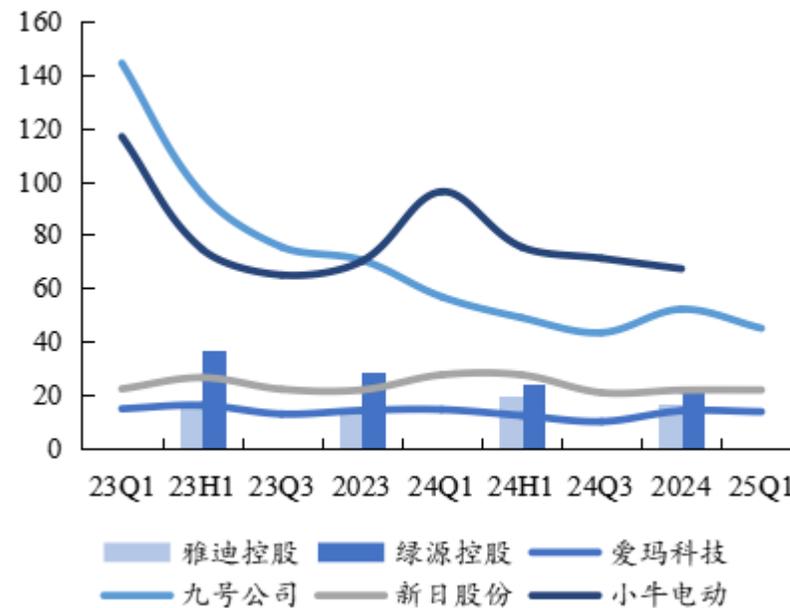
## 4.1 行业回顾：24年政策检查等带动去库，25以旧换新驱动景气高增

- 从营运周转角度，大部分两轮车公司仍保持较优的状态，应收账款周转天数、应收账款周转天数保持在正常区间趋势向下。

图表65：两轮车公司应收账款周转天数对比



图表66：两轮车公司存货周转天数对比



来源：wind，国金证券研究所

## 4.1 行业回顾：24年政策检查等带动去库，25以旧换新驱动景气高增

- 资本开支角度，头部公司、新势力资本开支呈加速趋势，具体来看，爱玛、九号资本开支增加来自国内区域市场开拓的产能布局、海外市场开拓等，雅迪资本开支在海外、供应链等的建设等。

图表67：两轮车公司资本开支对比

行业分类	代码	公司名称	资本开支（亿元）					资本开支变化		
			2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	3.64	6.60	8.42	19.60	33.95	27.7%	132.7%	73.2%
	1585.HK	雅迪控股	7.32	14.09	6.65	13.36	15.04	-52.8%	100.9%	12.6%
	689009.SH	九号公司	3.24	2.66	4.33	8.27	5.46	62.6%	90.8%	-33.9%
	603787.SH	新日股份	1.71	3.24	3.57	3.88	4.24	10.2%	8.7%	9.5%
	2451.HK	绿源控股	0.86	3.46	2.34	2.03	4.33	-32.5%	-13.0%	113.2%
	NIU.O	小牛电动	1.12	2.86	1.35	0.79	1.20	-52.6%	-41.7%	51.7%
6家重点公司合计			17.88	32.90	26.66	47.92	64.23	-19.0%	79.7%	34.0%

来源：wind，国金证券研究所

## 4.2 行业展望&投资建议：产品结构变化、海外开拓是后续成长抓手

- 短期来看下半年的新国标的正式实施、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和促进作用，具体演绎路径仍需跟踪。
- 中期角度，不同于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。我们从两条思路方向做推荐，一方面推荐产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备一定店效改善空间的龙头公司，建议关注雅迪、爱玛；另一方面积极关注中高端电自、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，建议关注九号公司、春风动力。

### 1) 雅迪控股：内销产品结构优化市占率持续提升，出海&后装成长空间可期

- 内销：龙头地位夯实，产品力/渠道/供应链综合竞争优势领先，新国标催化份额加速提升。三电技术储备领先，加快布局中高端价格带（3000元以上）车型强化市场地位。
- 出海：海外布局前瞻，产品力打磨、渠道加速铺设，中长期第二成长曲线。定位中高端，短期聚焦轻度两轮车使用，在越南/印尼买地设厂配套产能建设。
- 后装：聚焦差异化产品，短期加速拓渠道，中期小型动力解决方案赋能产品力。先后收购华宇、凌博夯实上游供应链布局、赋能产品研发，石墨烯电池链后续渠道发力有望形成增量。

## 4.2 行业展望&投资建议：产品结构变化、海外开拓是后续成长抓手

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

- 国内产能+渠道下沉成长仍有发展空间。积极募资建设台州、丽水、重庆生产基地有望陆续投产；截至2023年末，公司终端门店数量突破3万家，当前重点采取渠道下沉策略，加强城市社区和乡镇的网点建设。
- 产品输出+供应链组织效率持续提升、降本增效：①升级优化IPD集成产品开发流程，洞察消费趋势输出精确契合市场需求的战略大单品；②打造共享模块，提升零部件通用化率和模块化率，强化成本精益/效率提升，构建关键零部件的自研自产能力。
- 中远期出海构建第二成长曲线：印尼基地投产，仍在初期阶段，目前重点开发渠道和产品，未来有望建立本地化研产销系统。

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

- **两轮车**：产品智能化创新引领带动新客群&高客单，伴随产品&渠道端规模效应释放、看好后续盈利能力超预期兑现。两轮【真智能】创新型产品竞争优势领先，一方面，电动两轮车销量增加，规模效应逐步释放，毛利率有提升空间，销管/研费用率呈下降趋势；另一方面，公司电动两轮车累计销量增长带动软件收入提升，对公司电动两轮车及集团盈利有正向作用，24/25Q1两轮车收入72.11/28.62亿元（同比+70%/+141%），销量260/100万台（同比77%/+141%）。25年计划发布针对女性用户的产品，如增加情绪价值、优化产品体验等。
- **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。

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

# 特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题