



龙头公司保持稳健，持续关注政策催化作用

——家居/包装/潮玩行业 24 年及 25Q1 业绩综述

2025 年 5 月 12 日

核心观点

● 家居：国补拉动 25Q1 业绩边际改善。

24 年家居板块实现营收 1908.9 亿元，同比-7.2%；归母净利润 137.8 亿元，同比-23.5%。地产下行压力下，下游需求承压。受收入确认及合同周期影响，家居板块 24Q4 国补收入大部分确认在 25Q1，叠加 25 年需求端有所回暖，板块 25Q1 业绩边际改善，整体实现营收 343.5 亿元，同比-1.7%；归母净利润 22.2 亿元，同比+0.04%。

在国补拉动下，上市公司费用投入开始回归良性，盈利能力有所修复，龙头公司业绩呈现韧性。另一方面，地产端新房/二手房数据呈现边际修复趋势，看好政策对板块业绩改善的拉动效应。

建议关注：定制家居【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌家居】；软体家居【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】、【趣睡科技】；民用电工龙头【公牛集团】。

● 包装：竞争格局有望优化，龙头公司业绩稳健。

包装板块 2024 年实现营业收入 1216.4 亿元，同比+2.7%；归母净利润 35.1 亿元，同比-34.8%。下游零售需求整体平稳，板块收入恢复性增长。归母净利润同比下滑，主要因行业竞争加剧下，产品价格下行挤压行业利润，但龙头公司盈利能力整体保持稳健。

25Q1 板块实现营收 303.6 亿元，同比+9.1%；归母净利润 18.5 亿元，同比+18.0%，盈利能力有所修复。金属包装板块，伴随奥瑞金完成对中粮包装的收购，预计行业竞争格局有望持续优化，带动行业价格良性发展；软体包装板块，国补带动下游需求修复/海外产能布局有望构建新增量。

建议关注：软体包装【裕同科技】；金属包装【奥瑞金】。

● 玩具：潮玩赛道机遇广阔，看好 AI 赋能效应。

我国玩具市场逆势扩张，分品类，拼搭积木、教育科普、卡牌品类增速领先，反映了细分赛道的成长机会。2024 年泡泡玛特/布鲁可分别实现营收 130.4/22.4 亿元，同比分别+107%/156%，龙头公司业绩持续兑现。另一方面，AI+玩具构建新的蓝海市场，AI 玩具销量持续增长，2024 年实丰文化实现营业收入 4.4 亿元，同比+38.63%，归母净利润 0.1 亿元，同比+114.43%。AI 技术深度赋能有望构建行业增长新动力。

建议关注：潮玩赛道【泡泡玛特】、【布鲁可】；AI 玩具【实丰文化】。

● 25Q1 机构持仓数据：25Q1 全部机构持轻工行业股票市值占比为 0.71%，环比 24Q4 下降 0.01pct。在 31 个子行业中排名 25。其中公募基金持轻工行业股票市值占比 0.50%，环比 24Q4 下降 0.23pct。

● 风险提示：地产下行致需求修复不及预期的风险；原材料成本上行的风险；行业竞争加剧的风险；贸易政策及地缘关系不确定的风险。

轻工行业

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

电话：010-8092-6000

邮箱：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

研究助理：韩勉

电话：010-8092-7653

邮箱：hanmian_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-5-9



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 家居：国补拉动 25Q1 业绩边际改善.....	3
(一) 板块整体业绩回顾：24 年为业绩低点，25Q1 盈利能力有所修复	3
(二) 国补政策稳步推进，零售数据回暖	4
(三) 地产端现“止跌回稳”趋势.....	5
(四) 定制家居：细分渠道存在机遇.....	6
(五) 软体家居：业绩呈现韧性.....	8
二、 包装：竞争格局有望优化，龙头公司业绩稳健	11
(一) 金属包装：定价机制有望回归良性	11
(二) 软体包装：国内外产能布局持续深化	12
三、 玩具：潮玩赛道机遇广阔，看好 AI 赋能效应	14
(一) 潮玩：龙头公司业绩高增，持续印证赛道高成长性.....	14
(二) AI 玩具：玩乐属性再进阶，蓝海市场亟待挖掘.....	16
四、 25Q1 轻工行业持仓表现	17
五、 投资建议	19
六、 风险提示	20

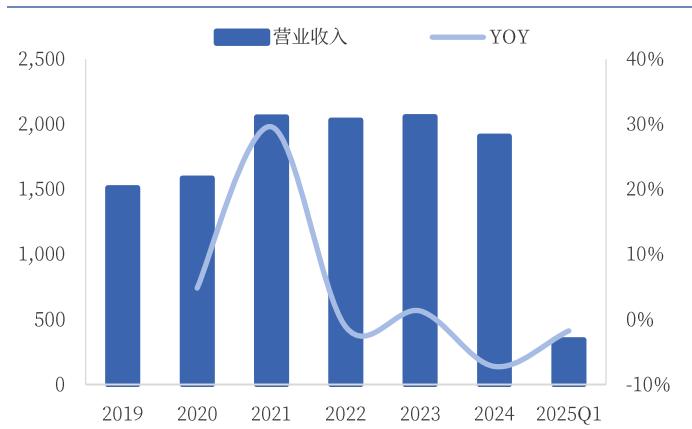
一、家居：国补拉动 25Q1 业绩边际改善

(一) 板块整体业绩回顾：24 年为业绩低点，25Q1 盈利能力有所修复

24 年家居板块实现营收 1908.9 亿元，同比-7.2%；归母净利润 137.8 亿元，同比-23.5%。地产下行压力下下游需求承压，上市公司收入和利润端同步面临压力。全年家居板块管理费用率/销售费用率分别为 5.4%/13.4%，同比+0.3/0.4pct；毛利率 32.8%，同比-1.0pct；归母净利率 7.2%，同比-1.5pct。

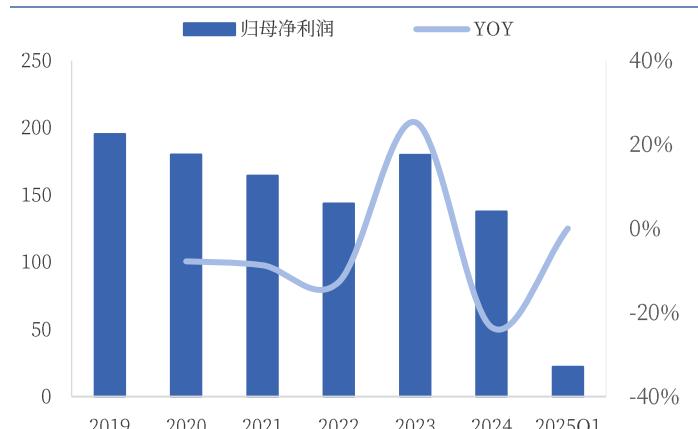
受收入确认及合同周期影响，定制家居板块 24Q4 国补收入大部分确认在 25 年 Q1，叠加需求端有所回暖，家居板块 25Q1 业绩边际改善。板块整体实现营收 343.5 亿元，同比-1.7%；归母净利润 22.2 亿元，同比+0.04%。管理费用率/销售费用率分别为 7.2%/12.7%，同比+0.1/-0.8pct。毛利率 31.5%，同比-0.9pct，归母净利率 6.5%，同比+0.1pct。在国补拉动下，上市公司费用投入开始回归良性，盈利能力有所修复。

图1：家居板块营收及同比增速（亿元）



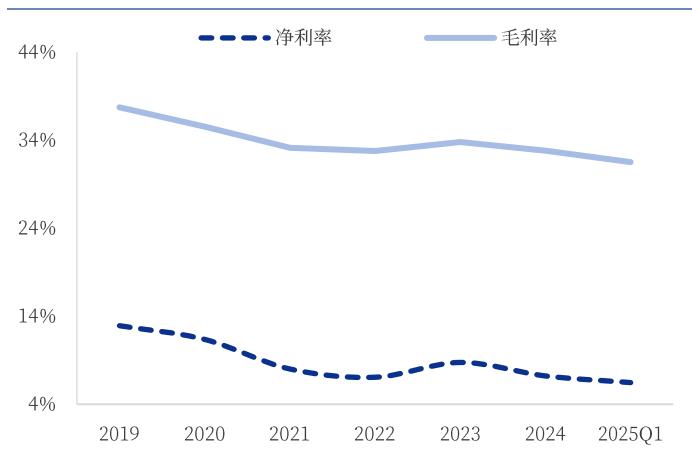
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图2：家居板块归母净利润及同比增速（亿元）



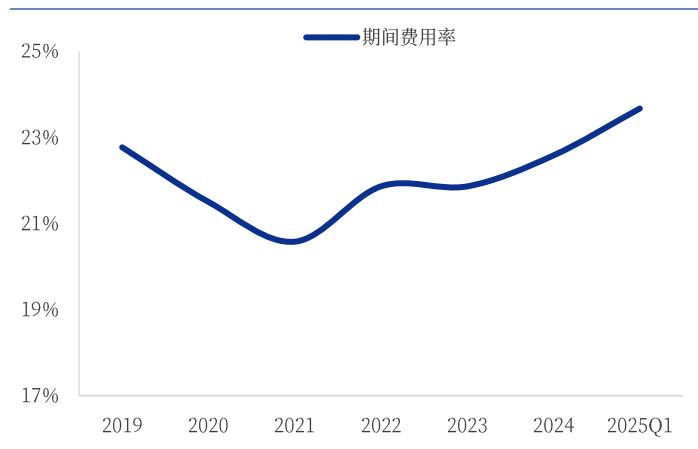
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图3：家居板块净利率、毛利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：家居板块期间费用率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 国补政策稳步推进，零售数据回暖

1、国补政策稳步推进，带动下游需求修复

2024 年向地方直接安排 1500 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，带动汽车、家电、家装、电动自行车等销售额超过 1.3 万亿元，全年社会消费品零售总额同比增长 3.5%。其中家装消费品智能坐便器、扫地机器人、智能门锁等产品销售近 6000 万件，销售额达 1200 亿元。从社零数据来看，2024 年家具类商品零售额同比+3.6%，其中 Q4 同比+9.0%，以旧换新政策对消费的拉动效应明显。

2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部国务院政策例行吹风会宣布，目前已下达今年第一批消费品以旧换新资金 810 亿元，并公布 2025 最新补贴标准。今年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加，具体数额将在今年全国“两会”时向社会公布。

2025 年 1 月 26 日商务部等 6 部门联合印发《关于做好 2025 年家装厨卫焕新工作通知》，2 月以来广州、武汉等地率先开始国补，拉动下游需求持续修复。

2025 年 3 月 7 日，2025《政府工作报告》中提到，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。

2025 年 3 月 16 日，国务院新闻办新闻发布会《提振消费专项行动方案》中提到，2025 年，安排 3000 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新加力扩围，资金额较去年增加 1 倍，同时我们预计家居品类享受额度占总额度比重有望较 24 年增加。另一方面，政策在补贴领取次数上的限制有所放宽，如定制品类由按户领取改为按人领取，同时部分地区不再按支付渠道限制补贴次数，不同平台/支付渠道可以分别领取并使用补贴，相当于间接提高了单笔订单的补贴额度。

图5：家居国补政策梳理

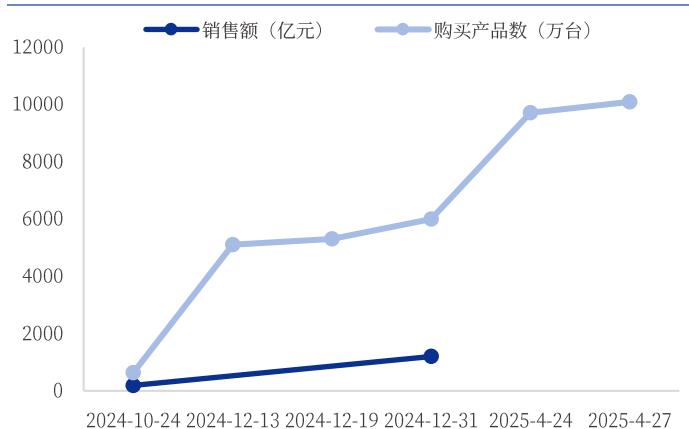
2024/12/13	2024/12/19	2025/1/8	2025/3/7	2025/3/16
商务部 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	商务部	国家发展改革委、财政部 国务院政策例行吹风会	2025《政府工作报告》	国务院新闻办新闻发布会 《提振消费专项行动方案》
消费品以旧换新工作有序推进，拉动消费成效显著，消费品以旧换新政策整体带动相关产品销售额超 1 万亿元。	全国范围消费品以旧换新热度不减。商务部正在与有关方面一道，抓紧研究制定明年消费品以旧换新政策。	目前已下达今年第一批消费品以旧换新资金 810 亿元；公布 2025 最新补贴标准。今年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加。具体数额将在今年全国“两会”时向社会公布。	安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。	2025 年，安排 3000 亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新加力扩围，资金额较去年增加 1 倍，首批 810 亿元已经于 1 月初下达到地方。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

2024 年家居类商品零售额 1691 亿元，同比+3.6%；2025 年 3 月家具类零售额 168 亿元，同比+29.5%，同比增速进一步提高；前 3 月累计零售额 429 亿元，同比+18.1%。国补叠加三月开门红，零售数据持续修复。

近日，国家发展改革委印发通知，将向地方追加下达第二批 810 亿元超长期特别国债资金，继续大力支持消费品以旧换新。据国家发改委，截至 4 月 27 日，家装厨卫“焕新”达 4090.6 万件。在大力提振消费，扩大内需的主线指引下，下游需求持续修复，国补成效逐步显现。

图6：家装厨卫补贴效果



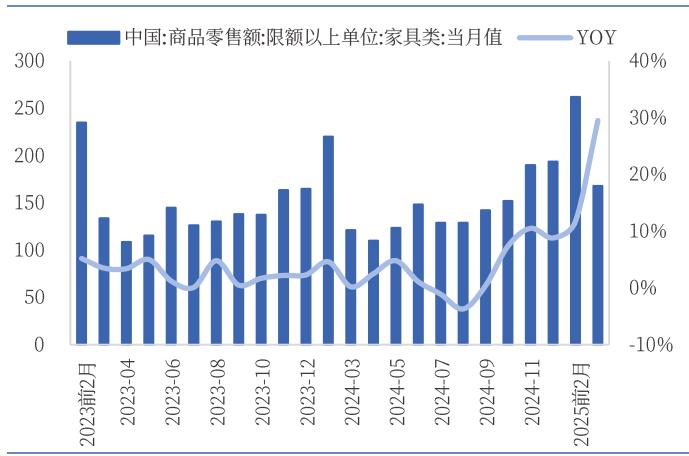
资料来源：政府网，中国银河证券研究院

图7：家具类社会零售额年度数据及 YOY (亿元)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图8：家具类社会零售额月度数据及 YOY (亿元)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图9：家具类社会零售额累计数据及 YOY (亿元)



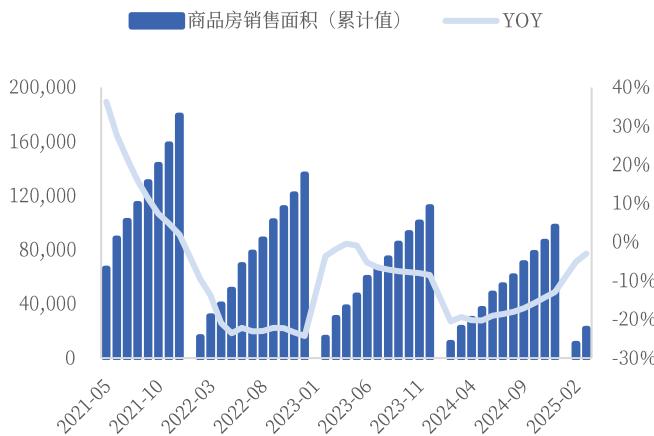
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

(三) 地产端现“止跌回稳”趋势

加快构建房地产发展新模式，房地产市场延续止跌回稳走势。4月政治局会议提出“要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。”

数据端看，**1) 新房方面：**2025年1-3月，我国商品房累计销售面积达21869.35万平方米，同比-3.0%；累计销售额达20798.09亿元，同比-2.1%。跌幅环比收窄；**2) 二手房方面：**2025年2月，我国百城二手住宅挂牌均价1.37万元/平方米，同比-10.1%，环比2025年1月-1.7%。二手住宅销售价格指数同比-7.3%，环比-0.2%。

地产数据延续回暖趋势，预计有望拉动下游需求有望进一步修复。

图10：我国商品房销售面积累计值及同比变动（万平方米）


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图11：我国商品房销售额累计值及同比变动（亿元）


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（四）定制家居：细分渠道存在机遇

定制家居板块，24年业绩整体承压，且24H2压力高于24H1。但龙头公司业绩仍呈现韧性：

- 1、欧派家居** 24年毛利率同比+1.8pct，其中橱柜/衣柜/卫浴/木门品类毛利率分别同比+1.3/2.9/1.8/4.2pct，反映了公司成本端优化和产品结构边际改善。在毛利率稳步提升带动下公司24年净利率同比+0.41pct。
- 2、索菲亚** 2024年扣非归母净利率同比+0.7pct，公司在多品牌运营/整家定制5.0战略的迭代下，专注市占率提升和品牌力提高，率先行业推出5A标准，持续引领行业进行品质升级。

表1：定制家居行业代表性公司2024年业绩情况

	营业收入 YOY		归母净利润 YOY		净利率变动 (pct)	
	2024	24Q4	2024	24Q4	2024	24Q4
欧派家居	-16.9%	-18.8%	-14.4%	-21.7%	0.41	(0.41)
索菲亚	-10.0%	-18.1%	-3.7% (扣非)	-4.1% (扣非)	0.70 (扣非)	1.10
志邦家居	-14.0%	-27.7%	-35.2%	-51.5%	(2.40)	(3.70)
金牌家居	-4.7%	-3.6%	-31.8%	-36.6%	(2.28)	(3.92)
好莱客	-15.7%	-27.0%	-62.9%	-126.7%	(5.38)	(8.37)
尚品宅配	-22.7%	-23.8%	-432.1%	-266.5%	(7.01)	(13.96)
	毛利率变动 (pct)	研发费用率变动 (pct)	销售费用率变动 (pct)	管理费用率变动 (pct)		
	2024	24Q4	2024	24Q4	2024	24Q4
欧派家居	1.8	1.31	0.76	0.73	0.51	1.8
索菲亚	-0.7	(0.02)	0.49	0.96	2.63	-0.7
志邦家居	-0.8	1.69	(0.35)	0.53	(0.39)	-0.8
金牌家居	-0.9	(0.06)	2.86	1.00	1.50	-0.9
好莱客	-1.7	0.93	0.51	1.23	(0.57)	-1.7
尚品宅配	-1.9	1.48	1.92	0.83	0.56	-1.9

资料来源：欧派/索菲亚/志邦/金牌/好莱客/尚品宅配公司公告、中国银河证券研究院

表2：定制家居行业代表性公司25Q1业绩情况

	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		净利率	
	25Q1	YOY	25Q1	YOY	25Q1	YOY (pct)
欧派家居	34.47	-4.8%	3.08	41.3%	8.9%	2.91
索菲亚	20.38	-3.5%	0.12	-92.7%	0.6%	(7.24)
志邦家居	8.18	-0.3%	0.42	-10.9%	5.1%	(0.61)
金牌家居	5.87	-8.4%	0.35	-4.2%	5.9%	0.26
好莱客	3.91	-3.0%	0.02	-82.6%	0.6%	(2.58)
尚品宅配	7.41	-4.5%	-0.39	-55.1%	-	-
毛利率			销售费用率		管理费用率	
	25Q1 (%)	YOY (pct)	25Q1 (%)	YOY (pct)	25Q1 (%)	YOY (pct)
欧派家居	34.3	4.3	11.7%	0.11	9.0%	0.77
索菲亚	32.6	0.0	9.7%	(0.42)	9.1%	1.09
志邦家居	32.2	-5.1	17.1%	(1.72)	7.2%	(1.80)
金牌家居	30.0	2.0	13.7%	0.42	6.8%	0.50
好莱客	29.8	-3.4	14.0%	0.00	8.7%	0.00
尚品宅配	35.2	7.4	23.5%	(2.82)	9.1%	0.04

资料来源：欧派/索菲亚/志邦/金牌/好莱客/尚品宅配公司公告、中国银河证券研究院

细分渠道存在亮点。一方面，在国内需求承压背景下，上市公司积极加快海外市场布局。2024年欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居境外收入同比分别+34.4%/50.9%/37.2%/18.0%，境外市场拓展稳步推进。另一方面，大家居成为必然趋势，各公司积极推进整装业务，加强全品类布局，龙头马太效应凸显。

3、合同负债与量价情况

定制家居受订单确认周期影响，Q4 国补大部分收入反映在 25Q1，从收款角度看，24Q4 定制家居上市公司合同负债普遍大幅增长，说明国补对公司业绩有一定拉动效果。

表3：定制家居行业代表性公司合同负债情况

	合同负债 YOY	
	2024	24Q4
欧派家居	96.6%	246.7%
索菲亚	74.7%	1282.4%
志邦家居	-4.2%	216.6%
金牌家居	47.7%	147.8%
好莱客	150.3%	760.9%
尚品宅配	38.2%	986.9%

资料来源：欧派/索菲亚/志邦/金牌/好莱客/尚品宅配公司公告、中国银河证券研究院

从量价拆分的角度看，24 年在下游需求承压背景下，大多数定制家居公司销量有所受损，但在国家补贴的驱动下，价格端有所修复，其中索菲亚/志邦/金牌核心品类单价分别+6.53%、1.49%、0.16%，也一定程度上反映了公司产品结构的上移。

表4：定制家居行业代表性公司主营业务量价拆分情况

		2020	2021	2022	2023	2024
欧派家居 (定制衣柜)	量 YOY	13.29%	50.46%	15.79%	1.73%	-15.70%
	价 YOY	-1.40%	17.13%	3.07%	-3.23%	-2.80%
索菲亚 (定制衣柜)	量 YOY	-0.77%	19.52%	-1.60%	11.44%	-16.88%
	价 YOY	9.36%	3.23%	12.78%	-7.98%	6.53%
志邦家居 (定制橱柜)	量 YOY	23.65%	28.45%	-2.87%	14.51%	-16.87%
	价 YOY	-4.55%	-8.58%	-3.98%	-9.45%	1.49%
金牌家居 (定制橱柜)	量 YOY	74.75%	74.11%	0.30%	-8.21%	-9.44%
	价 YOY	-33.40%	-31.29%	-5.00%	2.90%	0.16%

资料来源：欧派/索菲亚/志邦/金牌公司公告、中国银河证券研究院

(五) 软体家居：业绩呈现韧性

软体家居板块受地产下行影响相对较小，且产品以标品为主，国补落实难度相对较小，收入确认周期较短，因此业绩较定制板块呈现韧性。另一方面，以慕思股份、喜临门、趣睡科技为代表的深耕床垫品类的龙头公司积极推动公司产品与 AI 技术深度结合，在健康睡眠领域持续加强消费者教育，构建收入增长新增量。

表5：软体家居行业代表性公司 2024 业绩情况

	营业收入 YOY		归母净利润 YOY		净利率变动 (pct)	
	2024	24Q4	2024	24Q4	2024	24Q4
顾家家居	-3.8%	-7.8%	-29.4%	-88.5%	(2.78)	(8.71)
慕思股份	0.4%	-2.7%	-4.4%	-13.7%	(0.69)	(1.81)
喜临门	0.6%	5.5%	-24.8%	-236.7%	(1.25)	(3.40)
趣睡科技	13.9%	42.5%	21.4%	118.6%	0.51	2.23
毛利率变动 (pct)		销售费用率变动 (pct)			管理费用率变动 (pct)	
2024		2024		24Q4	2024	
顾家家居	-0.1	0.30	2.23	0.20	0.80	
慕思股份	-0.2	(0.15)	1.74	0.09	(1.44)	
喜临门	-0.7	1.16	1.06	0.44	1.31	
趣睡科技	-0.1	(2.30)	(4.50)	(0.31)	(1.71)	

资料来源：顾家/慕思/喜临门/趣睡科技公司公告、中国银河证券研究院

表6：软体家居行业代表性公司25Q1业绩情况

	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		净利率	
	25Q1	YOY	25Q1	YOY	25Q1	YOY (pct)
顾家家居	49.14	12.9%	5.19	23.5%	10.6%	0.90
慕思股份	11.21	-6.7%	1.18	-16.4%	10.5%	(1.23)
喜临门	17.30	-1.8%	0.71	-4.0%	4.1%	(0.10)
趣睡科技	0.75	25.8%	0.10	24.2%	12.7%	(0.16)
	毛利率		销售费用率		管理费用率	
	25Q1 (%)	YOY (pct)	25Q1 (%)	YOY (pct)	25Q1 (%)	YOY (pct)
顾家家居	32.4	-0.7	15.2%	(2.20)	2.4%	2.39
慕思股份	51.8	1.7	25.6%	(0.99)	7.3%	7.30
喜临门	33.4	0.0	20.2%	1.08	6.7%	6.67
趣睡科技	25.3	-1.9	10.2%	(4.67)	5.2%	5.18

资料来源：顾家/慕思/喜临门/趣睡科技公司公告、中国银河证券研究院

从量价拆分的角度看，上市公司业绩增长主要由销量提升拉动，受益于国补对需求的刺激作用，龙头公司核心品类销量均实现了稳健增长，逆周期下呈现韧性。

表7：软体家居行业代表性公司主营业务量价拆分情况

		2020	2021	2022	2023	2024
顾家家居 (沙发)	量 YOY	12.74%	45.51%	-9.57%	5.91%	8.47%
	价 YOY	-2.45%	-0.69%	7.06%	-1.60%	0.62%
慕思股份 (软床)	量 YOY	30.43%	44.60%	-2.65%	-9.66%	5.10%
	价 YOY	-12.84%	-2.87%	-9.04%	5.93%	-2.69%
喜临门 (床垫)	量 YOY	-0.98%	27.00%	-2.37%	20.32%	6.19%
	价 YOY	5.54%	9.24%	4.67%	3.01%	-1.07%
趣睡科技 (家居家纺)	量 YOY	-15.49%	3.45%	-46.59%	-15.91%	11.15%
	价 YOY	2.56%	-4.54%	27.84%	-5.56%	-7.15%

资料来源：顾家/慕思/喜临门公司公告、中国银河证券研究院

顾家家居：价值链深耕+结构性优化，Q1逆势增长。公司在变革中坚韧成长，内贸体系通过线下组织架构转型、电商策略创新、整装渠道拓展、创新创业型业务模式打磨及渠道体制革新，提升市场竞争力。25Q1 内贸功能+床垫+定制零售同比增长超 30%，旗舰产品赫兹功能沙发上市 9 个月累计销量突破 2 万套，业绩边际改善趋势明显。

慕思股份：深耕中高端市场，健康睡眠领域持续发力。24 年公司床垫、床架、沙发、床品分别实现营收 26.8/16.7/4.3/3.0 亿元，同比分别+3.8%/-0.1%/-0.4%/-7.5%，核心品类收入稳健。公司深耕中高端健康睡眠赛道，报告期内持续加大 AI 智能床垫自主研发力度、联合 POLL.design 设计学院推出全新米兰系列，并对多款经典系列产品进行全面升级，形成了完整的中高端及年轻时尚品牌矩阵。

喜临门：深耕智能睡眠领域，全年智能产品线销售额过亿。2024 年公司床垫产品毛利率同比+0.12pct 至 38.4%。公司 24 年 4 月推出汇集其百项专利技术的新智慧睡眠生态品牌 aise 宝寐，旨

在为客户提供更优质的个性化睡眠体验。2025年3月，公司进一步与清华大学达成合作，共建“智慧睡眠技术联合研究中心”。通过双方深度合作，公司将从“AI助眠”正式切入“AI陪伴”赛道，在现有产品功能上进一步实现愉悦情趣、睡眠监测、健康管理、疾病预防、科学干预等多维升级，致力于满足消费者多元化需求，推动公司向科技型企业持续转型。

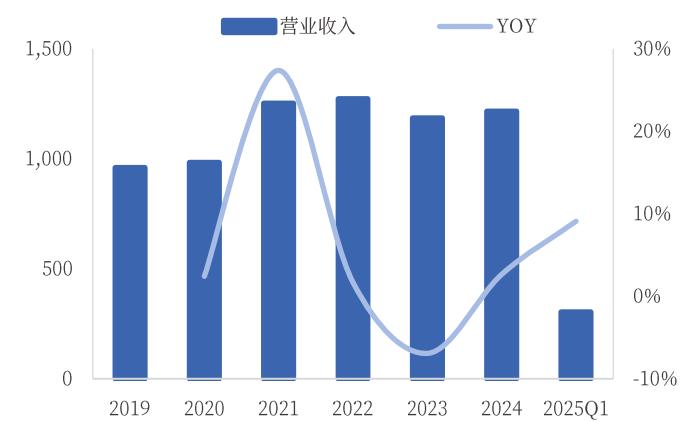
趣睡科技：公司坚定推进智能化战略转型，全年智能家居产品营收占比提升至41.68%，同比增长36.32%，智能化业务拉动公司业绩稳步修复。公司积极抢占“AI+家居”市场机遇，24年推出8H AI智能撑腰护眠床垫等新品，同时持续加强与小米在生态链睡眠领域的战略合作关系，响应小米AI+的战略规划，持续深耕智能睡眠细分赛道。

二、包装：竞争格局有望优化，龙头公司业绩稳健

业绩恢复性增长，龙头公司保持稳健。包装板块2024年实现营业收入1216.4亿元，同比+2.7%；归母净利润35.1亿元，同比-34.8%。下游零售需求整体平稳，板块收入恢复性增长。归母净利润同比下滑，主要因行业竞争加剧下，产品价格下行挤压行业利润，但龙头公司盈利能力整体保持稳健。

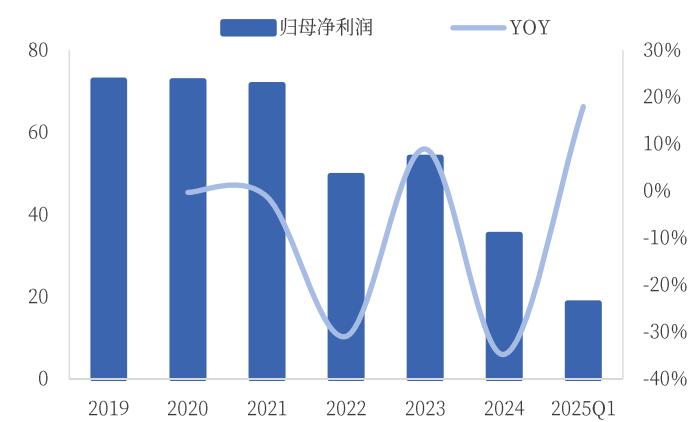
25Q1板块实现营收303.6亿元，同比+9.1%；归母净利润18.5亿元，同比+18.0%，盈利能力有所修复。伴随奥瑞金完成对中粮包装的收购，预计行业竞争格局有望持续优化，带动行业价格良性发展。

图12：包装行业营业收入（亿元）



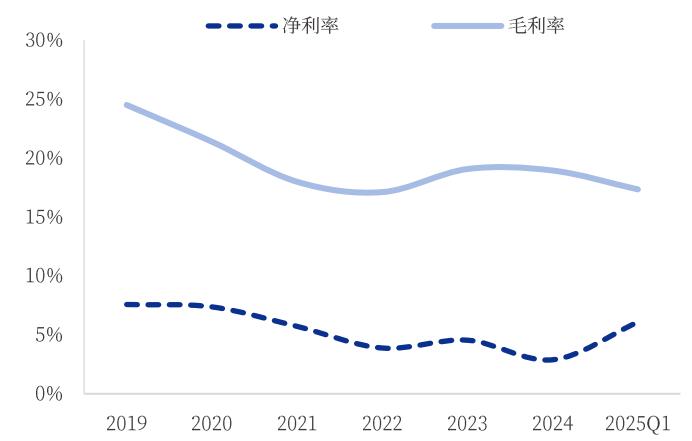
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图13：包装行业归母净利润（亿元）



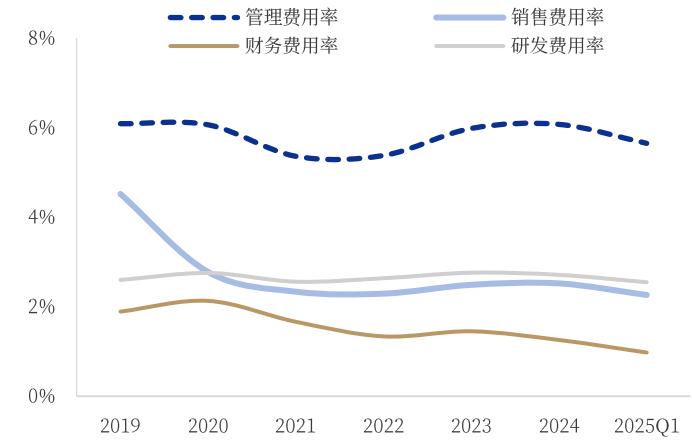
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图14：包装行业净利率及毛利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图15：包装行业费用率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（一）金属包装：定价机制有望回归良性

收入端来看，2024年受益于下游啤酒饮料等行业罐化率稳步提高，上市公司业绩整体稳健。归母净利润方面，奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份分别同比+2.06%/-21.13%/+27.10%，上市公司盈利能力有所分化。费用率方面，金属包装龙头企业费用投入与前期节奏基本保持稳定。

表8：代表性金属包装公司 24 年业绩情况

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利率		
	2024	2023	YOY	2024	2023	YOY	2024	2023	YOY (pct)
奥瑞金	136.7	138.4	-1.23%	7.9	7.7	2.06%	5.78%	5.60%	0.0
宝钢包装	83.2	77.6	7.19%	1.7	2.2	-21.13%	2.07%	2.82%	-0.7
昇兴股份	71.3	70.9	0.50%	4.2	3.3	27.10%	5.94%	4.69%	1.2
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	2024	2023	YOY (pct)	2024	2023	YOY (pct)	2024	2023	YOY (pct)
奥瑞金	16.3%	15.2%	1.1	1.7%	1.8%	-0.1	4.6%	4.1%	0.5
宝钢包装	8.1%	9.0%	-0.9	1.0%	1.1%	-0.2	2.9%	2.8%	0.1
昇兴股份	14.5%	13.4%	1.1	0.5%	0.6%	-0.1	4.0%	3.6%	0.4

资料来源：奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份公司公告、中国银河证券研究院

表9：代表性金属包装公司 25Q1 业绩情况

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利率		
	25Q1	24Q1	YOY	25Q1	24Q1	YOY	25Q1	24Q1	YOY (pct)
奥瑞金	55.7	35.5	56.96%	6.6	2.8	137.91%	11.92%	7.87%	4.1
宝钢包装	20.0	19.8	1.02%	0.6	0.6	2.67%	2.87%	2.82%	0.0
昇兴股份	15.4	14.4	6.68%	0.9	1.2	-23.64%	6.05%	8.45%	-2.4
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	25Q1	24Q1	YOY (pct)	25Q1	24Q1	YOY (pct)	25Q1	24Q1	YOY (pct)
奥瑞金	13.6%	18.3%	-4.7	1.3%	1.4%	-0.1	4.0%	4.3%	-0.3
宝钢包装	7.1%	8.4%	-1.3	0.9%	1.0%	-0.2	1.7%	2.4%	-0.7
昇兴股份	11.7%	14.0%	-2.4	0.5%	0.5%	0.0	3.4%	4.0%	-0.6

资料来源：奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份公司公告、中国银河证券研究院

奥瑞金：龙头公司资源进一步整合，驱动行业良性发展。报告期内，公司对中粮包装的收购事项已全部完成，其中中粮包装为中国金属包装龙头之一，铝制包装业务为百威英博、可口可乐、雪花啤酒等头部客户提供服务，马口铁包装在下游奶粉罐、旋开盖、气雾罐、钢桶等多个细分领域保持领先地位。资源整合完成后，1) 公司在二片罐市场市占率大幅提高，现有二片罐、三片罐等主业将进一步夯实，同时丰富奶粉罐、气雾罐等产品线，构建收入新增量；2) 双方在产能布局、客户资源等方面将实现协同，提升整体经营效率；3) 行业集中度有望进一步提升，龙头公司议价能力有望提升，带动行业盈利能力修复，促进行业规范化良性发展。

(二) 软体包装：国内外产能布局持续深化

2024 年，代表性软体公司收入整体实现增长，利润端，裕同科技扣非前利润主要受武汉艾特处置费用/股份支付费用等因素影响，剔除该部分影响后公司 24 年扣非归母净利润 15.1 亿元，同比 +1.3%。龙头公司盈利能力整体保持稳健。毛利率稳中有进，费用投入整体平稳，带动公司盈利能力提升。

表10：代表性软体包装公司 24 年业绩情况

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利率		
	2024	2023	YOY	2024	2023	YOY	2024	2023	YOY (pct)
裕同科技	171.6	152.2	12.71%	14.1	14.4	-2.05%	8.21%	9.45%	-1.2
大胜达	21.3	20.1	5.84%	1.1	0.9	20.00%	4.99%	4.40%	0.6
合兴包装	114.7	124.1	-7.60%	0.9	1.0	-9.30%	0.82%	0.83%	0.0
永新股份	35.3	33.8	4.34%	4.7	4.1	14.63%	13.27%	12.08%	1.2
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	2024	2023	YOY (pct)	2024	2023	YOY (pct)	2024	2023	YOY (pct)
裕同科技	26.2%	24.8%	1.4	2.9%	2.7%	0.2	6.3%	6.4%	0.0
大胜达	18.0%	16.9%	1.1	2.0%	1.8%	0.2	5.9%	5.1%	0.8
合兴包装	12.0%	11.4%	0.6	3.0%	2.9%	0.1	4.2%	4.1%	0.1
永新股份	23.8%	24.7%	0.9	1.7%	1.7%	0.0	3.4%	3.8%	-0.4

资料来源：裕同科技/大胜达/合兴包装/永新股份公司公告、中国银河证券研究院

表11：代表性软体包装公司 25Q1 业绩情况

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利率		
	25Q1	24Q1	YOY (pct)	25Q1	24Q1	YOY (pct)	25Q1	24Q1	YOY (pct)
裕同科技	37.0	34.8	6.42%	2.4	2.2	10.26%	6.52%	6.29%	0.2
大胜达	4.9	4.7	5.14%	0.3	0.2	67.52%	6.06%	3.80%	2.3
合兴包装	25.0	27.4	-8.75%	0.5	0.3	48.23%	1.99%	1.23%	0.8
永新股份	8.5	8.3	1.58%	0.9	0.9	2.89%	10.48%	10.35%	0.1
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	25Q1	24Q1	YOY (pct)	25Q1	24Q1	YOY (pct)	25Q1	24Q1	YOY (pct)
裕同科技	22.1%	22.1%	0.0	2.8%	2.7%	0.1	7.1%	6.9%	0.2
大胜达	19.4%	15.2%	4.3	1.9%	1.5%	0.4	6.4%	6.7%	-0.3
合兴包装	13.4%	12.1%	1.3	3.3%	3.1%	0.2	4.2%	4.4%	-0.2
永新股份	21.3%	22.1%	-0.8	1.8%	2.1%	-0.3	3.8%	4.5%	-0.7

资料来源：裕同科技/大胜达/合兴包装/永新股份公司公告、中国银河证券研究院

报告期内，上市公司一方面积极拓展大客户，加强多元化业务布局构建收入增量，一方面积极拓展出海机遇，通过加强海外产能布局降本增效，提高市占率。

裕同科技：智造赋能海外布局，多元化业务稳步推进。24年公司国内/海外营收分别为120.6/51.0亿元，同比+4.9%/+36.8%，海外增速表现亮眼。公司已在全球10个国家、40座城市设有40多个生产基地及4大服务中心，墨西哥新工厂与菲律宾新工厂于年内顺利投产，分别支撑重型包装与皮盒包装新品类业务拓展，俄罗斯市场实现批量交付；公司加快布局智能化生产基地，全年7个基地新导入智能物流系统，国内智能工厂覆盖度提升，海外首家智能工厂落地越南，全球15个基地完成智能物流系统导入，提高物料流转效率和准确性33个基地导入SAP系统，与海康机器人合作打造智能物流系统，实现全流程无人化作业。

三、玩具：潮玩赛道机遇广阔，看好AI赋能效应

(一) 潮玩：龙头公司业绩高增，持续印证赛道高成长性

我国玩具市场持续逆势增长，未来增量空间广阔。相比欧美等成熟市场近年来玩具市场销售额略有下滑的变动趋势，我国玩具市场连续多年表现出较高增速。根据咨询机构 Circana 数据，2024 年大多欧美市场玩具销售额出现同比下跌，美国、英国、德国、法国、意大利、西班牙、荷兰、比利时、加拿大、澳大利亚、巴西、墨西哥等 12 国的玩具销售同比轻微下跌 0.6%，其中美国（占 12 国市场总额比重超 50%）市场销售额同比-0.3%，荷兰市场销售额同比+5%，其他欧洲市场销售额均出现不同程度下滑。而我国玩具市场销售额保持逆势增长，据弗若斯特沙利文数据，以 GMV 计，预计 2028 年全球/我国玩具规模分别达 9937/1655 亿元，从占比角度看，2023 年我国玩具市场占全球玩具市场比重达到 13.6%，预计该占比在 2028 年将进一步上升至 16.7%。

图16：全球玩具市场 GMV (亿元)

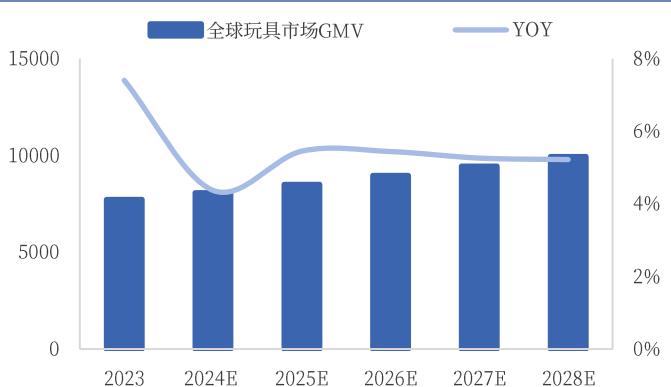
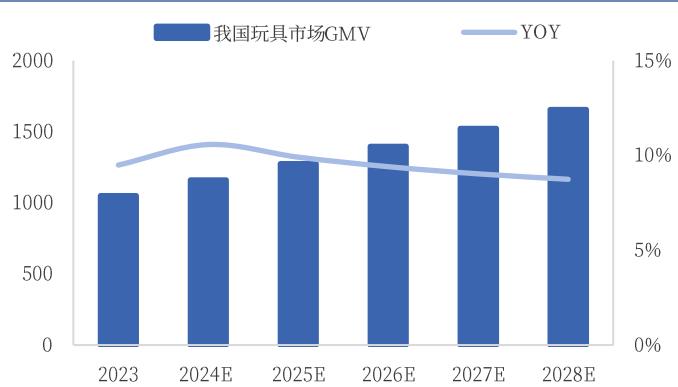


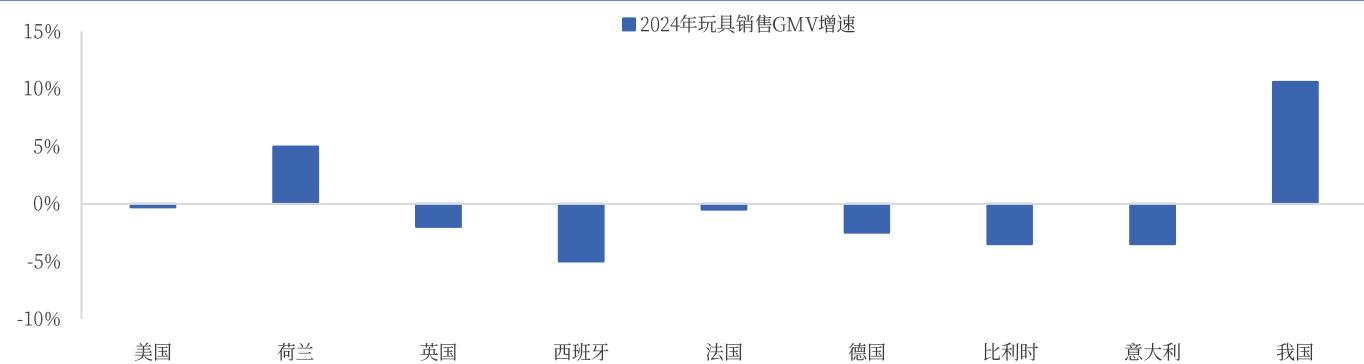
图17：我国玩具市场 GMV (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，布鲁可招股书，中国银河证券研究院

资料来源：弗若斯特沙利文，布鲁可招股书，中国银河证券研究院

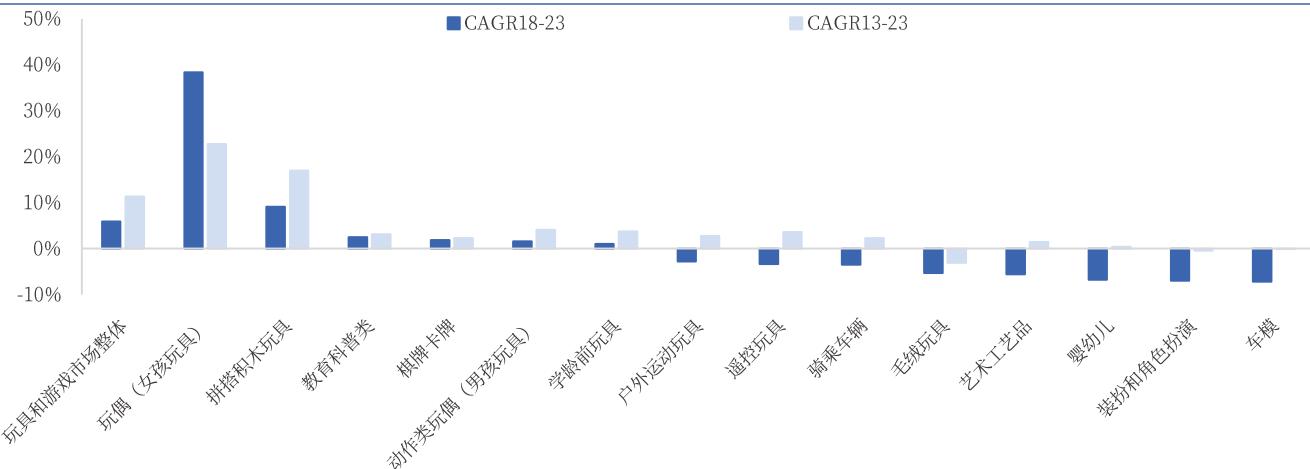
图18：2024年各区域玩具GMV增速情况



资料来源：Circana，布鲁可招股书，中国银河证券研究院

分品类看，我国玩具市场中拼搭积木、教育科普、卡牌品类增速领先，反映了细分赛道的成长机会。

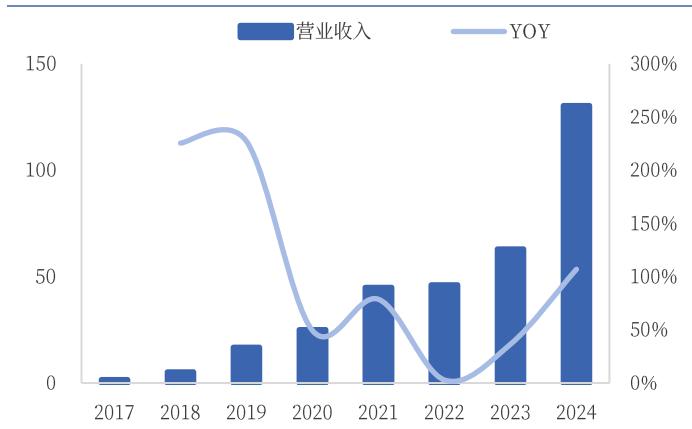
图19：我国玩具市场各子品类增速情况



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

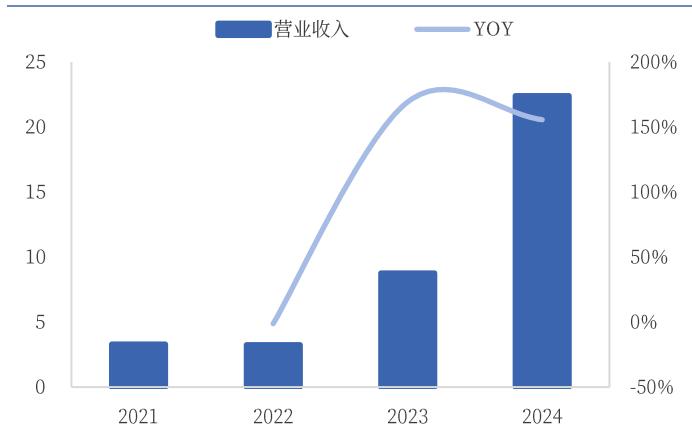
龙头公司业绩持续兑现。2024年泡泡玛特/布鲁可分别实现营收130.4/22.4亿元，同比分别+107%/156%；泡泡玛特24年归母净利润34.0亿元，同比+185.9%，布鲁可扣非归母净利润1.5亿元，同比+107.2%。龙头公司业绩稳健，持续印证潮玩赛道高成长性。

图20：泡泡玛特营收及同比变动情况（亿元）



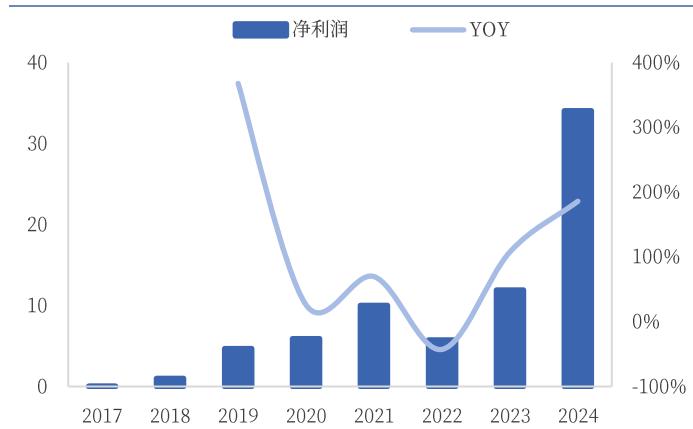
资料来源：泡泡玛特年报，中国银河证券研究院

图22：布鲁可营收及同比变动情况（亿元）



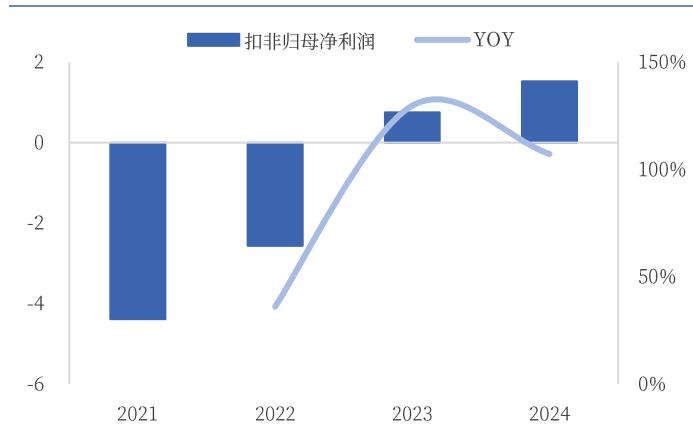
资料来源：布鲁可年报，中国银河证券研究院

图21：泡泡玛特净利及同比变动情况（亿元）



资料来源：泡泡玛特年报，中国银河证券研究院

图23：布鲁可扣非净利及同比变动情况（亿元）



资料来源：布鲁可年报，中国银河证券研究院

(二) AI 玩具：玩乐属性再进阶，蓝海市场亟待挖掘

伴随 AI 技术逐步成熟，AI 在玩具市场渗透率持续提高，技术升级指日可待。在购物平台上，具有 AI 属性的玩具占比近年来亦呈逐渐上升趋势。在百元价格带上下，2024 年前后多家国内公司亦通过将 AI 技术开发毛绒玩具的陪伴、早教益智、情绪安抚属性，进一步对儿童及青少年市场进行开拓。相较于真生机器人，这一部分产品功能较为单一，应用的 AI 技术相对简单，售价显著低于人形机器人，但其在国内下沉市场发展前景广阔，未来技术进阶的动力充足。实丰文化“AI 魔法星”、奥飞娱乐“AI 喜羊羊”等产品销量表现较优。AI 玩具赛道作为蓝海市场，未来发展机遇广阔。

表12：部分代表性公司 AI 玩具布局

公司名字	产品名	产品价格 (元)	产品图片	涉及 AI 技术
字节跳动	显眼包	未公开售卖		内嵌豆包大模型、扣子专业版等 AI 技术，可以与人进行对话交互和情感交流
实丰文化	AI 魔法星	399		基于 AIGC 技术，运用豆包先进的大模型底层，进行二次训练出符合儿童对话习惯且脱离敏感话题的后台模式
奥飞娱乐	AI 喜洋洋	399		“IP+AI”打造虚拟数字角色和智能玩具
跃然创新	Bubblepal	499		基于 AIGC 技术的对话交互式玩具，
folotoy	AI 仙人掌等	200-300		基于全球领先的 MQTT 消息服务器 EMQX Platform，研发了 AI 玩具统一接入系统，构建 AI 玩具产品的实时互动与设备管理体系

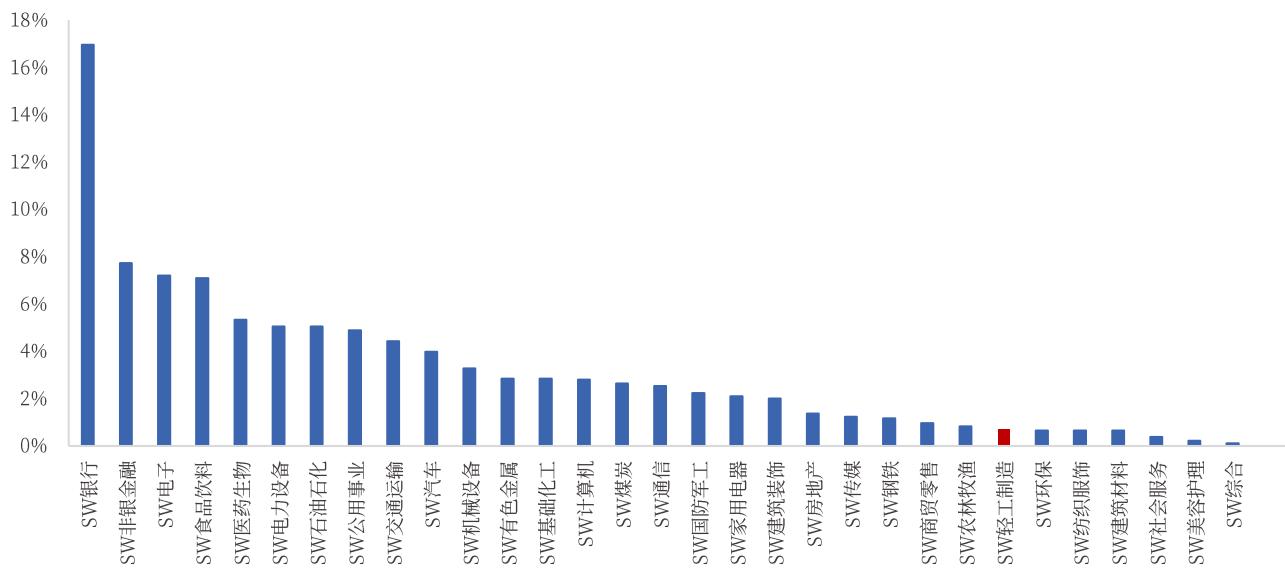
资料来源：财联社、汕头市澄海玩具协会、中外玩具网、BubblePal 官网、folotoy 官网、中国银河证券研究院

AI 玩具销量持续增长，赛道逻辑得到初步验证。2024 年实丰文化实现营业收入 4.4 亿元，同比+38.63%，归母净利润 0.1 亿元，同比+114.43%。公司致力于开发 AI 产品，2025 年 1 月 AI 魔法星产品开启预售，4 月另一款 AI 智能玩具产品飞飞兔上市，AI 技术深度赋能有望拉动公司收入继续增长。

四、25Q1 轻工行业持仓表现

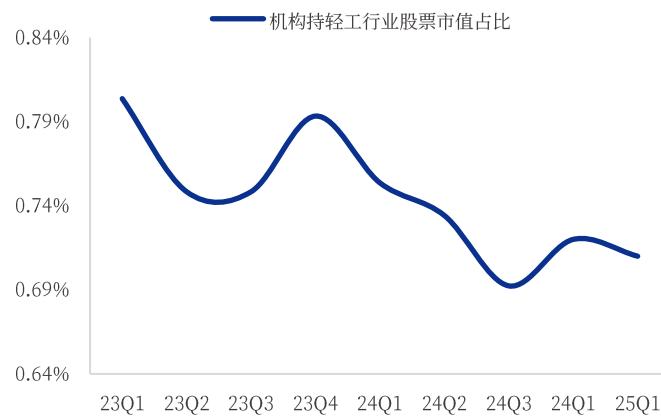
25Q1 全部机构持轻工行业股票市值占比为 0.71%，环比 24Q4 下降 0.01pct。在 31 个子行业中排名 25。其中公募基金持轻工行业股票市值占比 0.50%，环比 24Q4 下降 0.23pct。

图24：SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况



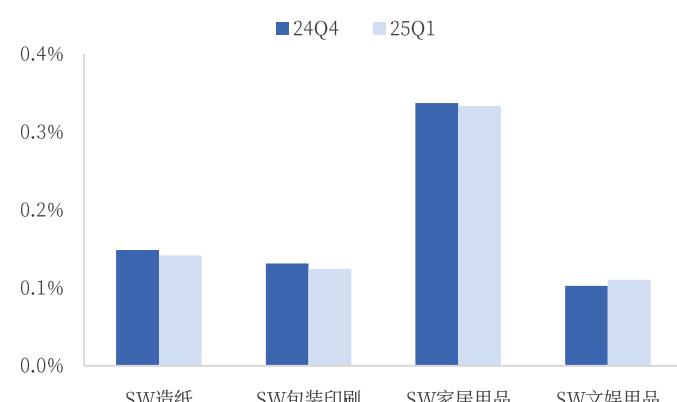
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图25：全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图26：轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

25Q1 轻工行业中机构持股占比前 10 名公司分别为公牛集团、太阳纸业、晨光股份、顾家家居、仙鹤股份、嘉益股份、明月镜片、奥瑞金、匠心家居、松霖科技。其中公牛集团、仙鹤股份、明月镜片、匠心家居、松霖科技持仓占比环比有所上升。

表13：轻工行业机构持股占比前10名上市公司

公司	25Q1 持股比例	24Q4 持股比例	环比变动 (PCT)
公牛集团	0.1%	0.1%	0.006
太阳纸业	0.1%	0.1%	-0.005
晨光股份	0.0%	0.0%	-0.000
顾家家居	0.0%	0.0%	-0.006
仙鹤股份	0.0%	0.0%	0.003
嘉益股份	0.0%	0.0%	-0.003
明月镜片	0.0%	0.0%	0.003
奥瑞金	0.0%	0.0%	-0.002
匠心家居	0.0%	0.0%	0.009

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议

家居行业，持续关注国补对公司业绩的催化作用，建议关注定制家居【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌家居】；软体家居【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】、【趣睡科技】；民用电工龙头【公牛集团】。

包装行业在下游行业需求平稳修复背景下，行业资源整合加速，头部企业收入增长呈现韧性，盈利能力持续提升。软体包装行业建议关注【裕同科技】；金属包装行业，伴随下游啤酒饮料行业罐化率提升，行业需求稳步增长。产能和资源整合下，头部企业马太效应凸显，行业竞争格局将进一步集中。建议关注【奥瑞金】。

玩具行业细分赛道机遇广阔，AI技术深度赋能有望构建行业增长新动能，建议关注：潮玩赛道【泡泡玛特】、【布鲁可】；AI玩具【实丰文化】。

六、风险提示

地产下行致需求修复不及预期的风险。家居等子板块需求与房地产市场表现高度相关，近期中央及地方频发地产支持政策，但若地产销售及竣工仍无法得到有效提振，将直接影响未来家居需求。

原材料成本上行的风险。各企业产品成本中原材料均占据一定比例，若原材料价格大幅上涨则将增加企业的成本压力，进而影响企业的经营利润。

行业竞争加剧的风险。市场竞争加剧可能导致企业销售费用投入增加，销售价格下行，从而影响业务体量及盈利能力。

贸易政策及地缘关系不确定的风险。国际地缘政治冲突将影响航运，航运价格上涨或周期延长均将对出口企业造成影响。

图表目录

图 1: 家居板块营收及同比增速 (亿元)	3
图 2: 家居板块归母净利润及同比增速 (亿元)	3
图 3: 家居板块净利率、毛利率	3
图 4: 家居板块期间费用率	3
图 5: 家居国补政策梳理.....	4
图 6: 家装厨卫补贴效果.....	5
图 7: 家具类社会零售额年度数据及 YOY (亿元)	5
图 8: 家具类社会零售额月度数据及 YOY (亿元)	5
图 9: 家具类社会零售额累计数据及 YOY (亿元)	5
图 10: 我国商品房销售面积累计值及同比变动 (万平方米)	6
图 11: 我国商品房销售额累计值及同比变动 (亿元)	6
图 12: 包装行业营业收入 (亿元)	11
图 13: 包装行业归母净利润 (亿元)	11
图 14: 包装行业净利率及毛利率.....	11
图 15: 包装行业费用率.....	11
图 16: 全球玩具市场 GMV (亿元)	14
图 17: 我国玩具市场 GMV (亿元)	14
图 18: 2024 年各区域玩具 GMV 增速情况	14
图 19: 我国玩具市场各子品类增速情况	15
图 20: 泡泡玛特营收及同比变动情况 (亿元)	15
图 21: 泡泡玛特净利及同比变动情况 (亿元)	15
图 22: 布鲁可营收及同比变动情况 (亿元)	15
图 23: 布鲁可扣非净利及同比变动情况 (亿元)	15
图 24: SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况	17
图 25: 全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况.....	17
图 26: 轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况.....	17
表 1: 定制家居行业代表性公司 2024 年业绩情况.....	6
表 2: 定制家居行业代表性公司 25Q1 业绩情况	7
表 3: 定制家居行业代表性公司合同负债情况.....	7
表 4: 定制家居行业代表性公司主营业务量价拆分情况	8
表 5: 软体家居行业代表性公司 2024 业绩情况.....	8
表 6: 软体家居行业代表性公司 25Q1 业绩情况	9

表 7: 软体家居行业代表性公司主营业务量价拆分情况	9
表 8: 代表性金属包装公司 24 年业绩情况	12
表 9: 代表性金属包装公司 25Q1 业绩情况	12
表 10: 代表性软体包装公司 24 年业绩情况	13
表 11: 代表性软体包装公司 25Q1 业绩情况	13
表 12: 部分代表性公司 AI 玩具布局	16
表 13: 轻工行业机构持股占比前 10 名上市公司	18

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn