

# 轻工行业2025中报业绩综述

新消费高景气延续，传统轻工内部分化孕育结构性机会

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

2025年8月31日

## 投资要点：新消费高景气延续，传统轻工内部分化孕育结构性机会



- **家居板块：**内销方面，25H1/25Q2内销家居板块营收同比分别-0.83%/-2.89%，归母净利同比-2.95%/-7.63%。多数内销家居企业25Q2业绩环比进一步承压，主因前期国补虹吸效应叠加Q2后期国补中断。细分板块来看，软体家居企业业绩相对优于定制家居企业。从渠道来看，零售渠道各企业表现分化明显，大宗渠道全面承压。外销方面，25H1/25Q2外销家居板块营收同比分别+11.58%/+6.56%，归母净利同比增长5.38%/0.09%。外销整体Q2在需求放缓叠加关税扰动的影响下，景气度环比有所下降，头部企业展现经营韧性，内部出现分化。展望后续，内销板块亟待家具消费补贴重启，中长期等待地产端企稳及消费力回升，在这一过程中，相关企业分化将越发明显，头部大家居企业依托品类延申、渠道赋能管理深化、零售变革等举措，优势或将逐步在报表端显现。而外销方面，中国Q2家具出口总体景气度下行，关税影响逐步落地，后续亟待美国降息，或有望推动美国家具整体需求提振。出口板块内部分化也已开启，技工贸一体化程度较高、海外产能布局领先、品牌化程度较高的企业优势或将越发明显。
- **造纸板块：**25H1头部纸企前期已规划产能集中投放，叠加下游需求不振使企业订单减少，市场整体供大于求，大部分纸企25Q2盈利能力仍承压，13家纸企25H1营收增速同比-12.5%至761.3亿元，归母净利润同比-125.0%至-8.94亿元。展望后续，国外浆厂在浆价持续走弱、获利空间收窄的刺激下，选择停产检修、缩小生产规模以期改善盈利表现。且国内纸浆新增产能集中投放对浆价的影响已充分显现，未来浆价进一步下降的空间已较小。进入25H2在下游需求恢复的刺激下，纸浆价格有望迎来企稳回升，预计将为纸企的盈利改善提供坚实基础。推荐纸浆一体化成本优势强化、成长性与高股息并存的头部纸企，预计将有望充分受益于纸浆价格的企稳回升。
- **轻工消费宠物潮玩：**个护板块初显竞争压力，宠物&潮玩保持高景气。1) 轻工个护：2Q收入增速边际有所放缓景气度略承压，品牌表现分化明显，牙膏、卫生巾等公司产品端依托爆款、渠道端借助抖音等快速放量，收入端表现靓丽；但受品牌前置费用投入、舆论事件（卫生巾）&竞争激烈等盈利偏弱。2) 潮玩：景气度 $\alpha$ 凸显且商业模式呈扩散，龙头公司凭借优质的IP培育塑造能力积极进行多维度变现，名创优品积极开IP大店、改善同店的同时加速自有IP投入。3) 宠物食品：行业 $\beta$ 向上的成长稀缺性仍相对突出，格局优化拐点明确。自主品牌在行业成长红利/自身策略优化驱动下表现靓丽、局部竞争有压力，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。
- **两轮车板块：**H1国补驱动景气提升，看好产品结构升级&出海成长性。回顾25H1，行业在新国标与以旧换新政策的双重推动及供给侧结构优化作用下，呈现明显量价利齐升态势。头部企业通过高质价比/年轻化人群破圈策略积极拓展中高端价位实现增量成长，当前下游渠道库存水平整体良性，预计新国标其对销量切换的实际影响好于此前预期。伴随政策落地，行业供给结构有望进一步优化，龙头竞争优势持续凸显。
- **各板块景气度判断：**家居板块（底部企稳）、新型烟草（稳健向上）、造纸（底部企稳）、包装（稳健向上）、宠物食品（略有承压）、潮玩（拐点向上）、两轮车（拐点向上）、轻工个护（略有承压）
- **风险提示：**地产竣工不及预期；原材料价格大幅上涨；下游需求不及预期导致提价不及预期；代工商大客户流失；美国大幅加征关税。

# 目录

01

家居：Q2定制家居全面承压，软体家居分化进一步显现

02

造纸：浆价已呈企稳态势，期待供需格局改善后业绩回升

03

轻工消费宠物潮玩：个护板块初显竞争压力，宠物&潮玩保持高景气

04

两轮车：25H1国补驱动景气提升，看好产品结构升级&出海成长性

05

风险提示

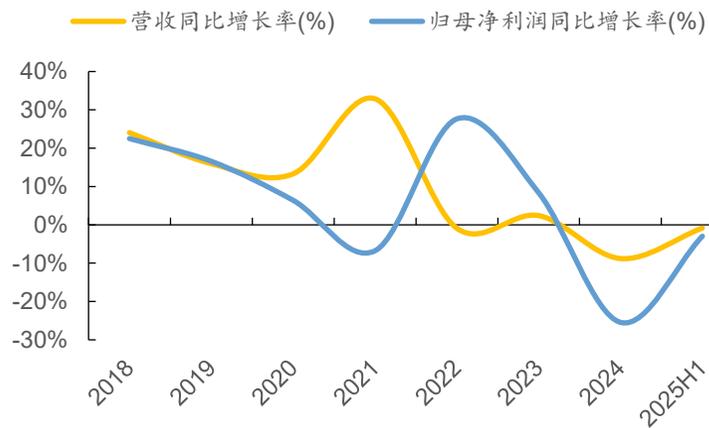
# 01 家居:Q2定制家居全面承压, 软体家居分化进一步显现

# 1 家居：内外销Q2景气度均有所下行，分化越发明显

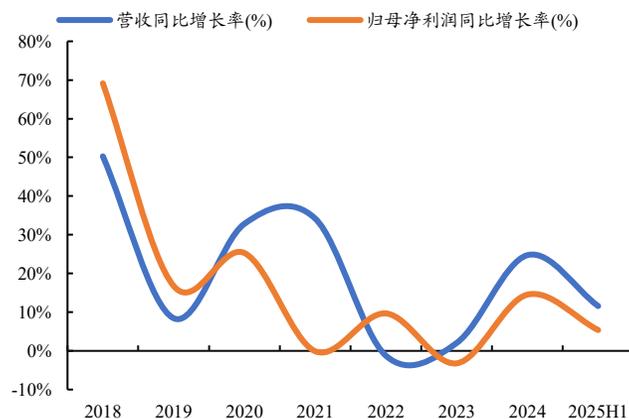
## ◆ 业绩综述：

- 内销方面，25H1/25Q2内销家居板块营收同比分别-0.83%/-2.89%，归母净利同比-2.95%/-7.63%。多数内销家居企业25Q2预收款环比小幅下降，由于竞争加剧叠加规模下降，Q2归母利润同比有所承压。细分板块来看，软体家居企业业绩相对优于定制家居企业，预计主因：1) 国补对软体家具促进换新作用更明显；2) 软体家具部分企业外销Q2受关税影响相对较小。
- 外销方面，25H1/25Q2外销家居板块营收同比分别+11.58%/+6.56%，归母净利同比增长5.38%/0.09%。外销整体Q2在需求放缓叠加关税扰动的影响下，景气度环比有所下降，头部企业展现经营韧性，内部出现分化。
- 展望后续，内销板块亟待家具消费补贴重启，中长期等待地产端企稳及消费力回升，在这一过程中，相关企业分化将越发明显，头部大家居企业依托品类延申、渠道赋能管理深化、零售变革等举措，优势或将逐步在报表端显现。而外销方面，中国Q2家具出口总体景气度下行，关税影响逐步落地，后续亟待美国降息，或有望推动美国家具整体需求提振。出口板块内部分化也已开启，技工贸一体化程度较高、海外产能布局领先、品牌化程度较高的企业优势或将越发明显。

图表1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率

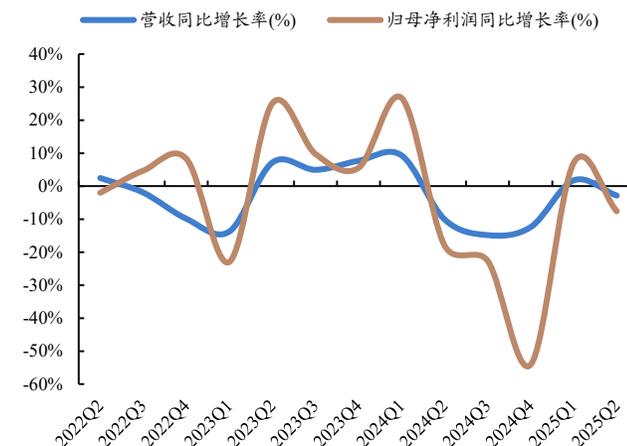


图表3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率

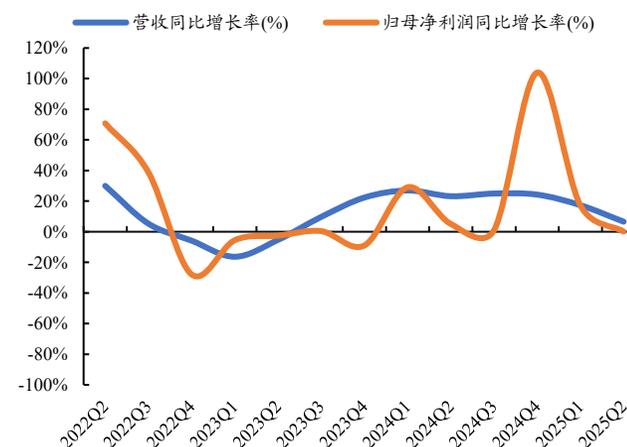


来源：Wind，国金证券研究所

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4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



# 1 家居：内外销Q2景气度均有所下行，分化越发明显

图表5：内销家居上市企业25年H1/25年Q2业绩统览

| 单位：亿元 | 25年H1营收 | 25年H1营收同比 | 25年H1归母净利润 | 25年H1归母净利润同比 | 25年H1扣非净利 | 25年H1扣非净利同比 | 25年Q2营收 | 25年Q2营收同比 | 25年Q2归母净利润 | 25年Q2归母净利润同比 | 25年Q2扣非净利 | 25年Q2扣非净利同比 |
|-------|---------|-----------|------------|--------------|-----------|-------------|---------|-----------|------------|--------------|-----------|-------------|
| 定制家居  |         |           |            |              |           |             |         |           |            |              |           |             |
| 欧派家居  | 82.41   | -3.98%    | 10.18      | 2.88%        | 9.43      | 21.41%      | 47.94   | -3.39%    | 7.10       | -7.96%       | 6.77      | 6.81%       |
| 索菲亚   | 45.51   | -7.68%    | 3.19       | -43.43%      | 4.29      | -19.32%     | 25.13   | -10.84%   | 3.07       | -23.01%      | 2.78      | -26.01%     |
| 尚品宅配  | 15.52   | -9.24%    | -0.81      | -23.83%      | -0.88     | -25.42%     | 8.10    | -13.16%   | -0.42      | 115.77%      | -0.44     | 82.78%      |
| 志邦家居  | 18.99   | -14.14%   | 1.38       | -7.21%       | 0.87      | -30.65%     | 10.82   | -22.29%   | 0.96       | -5.49%       | 0.51      | -40.71%     |
| 金牌厨柜  | 14.69   | -3.37%    | 0.64       | -8.37%       | 0.34      | -12.98%     | 8.82    | 0.26%     | 0.29       | -13.01%      | 0.20      | -20.71%     |
| 好莱客   | 8.30    | -10.09%   | 0.25       | -45.12%      | 0.14      | -53.80%     | 4.39    | -15.56%   | 0.22       | -30.40%      | 0.18      | -30.04%     |
| 我乐家居  | 6.69    | 1.80%     | 0.92       | 103.18%      | 0.76      | 201.73%     | 3.51    | -6.47%    | 0.52       | 97.25%       | 0.37      | 59.21%      |
| 皮阿诺   | 2.68    | -40.65%   | -0.13      | -381.84%     | -0.20     | 199.18%     | 1.42    | -48.88%   | -0.09      | 168.02%      | -0.14     | -365.80%    |
| 软体家居  |         |           |            |              |           |             |         |           |            |              |           |             |
| 顾家家居  | 98.01   | 10.02%    | 10.21      | 13.89%       | 9.00      | 15.26%      | 48.87   | 7.22%     | 5.01       | 5.37%        | 4.41      | 8.88%       |
| 梦百合   | 43.16   | 9.35%     | 1.15       | 117.82%      | 1.10      | 96.41%      | 22.73   | 6.83%     | 0.56       | 70.39%       | 0.52      | 39.86%      |
| 喜临门   | 40.21   | 1.59%     | 2.66       | 14.04%       | 2.60      | 16.45%      | 22.90   | 4.27%     | 1.95       | 22.43%       | 2.00      | 34.33%      |
| 慕思股份  | 24.78   | -5.76%    | 3.58       | -4.14%       | 2.85      | -20.97%     | 13.56   | -5.01%    | 2.40       | 3.35%        | 1.66      | -26.86%     |

来源：公司公告，国金证券研究所

# 1.1内销-定制家居：国补中断影响Q2整体业绩，大宗渠道拖累更为明显

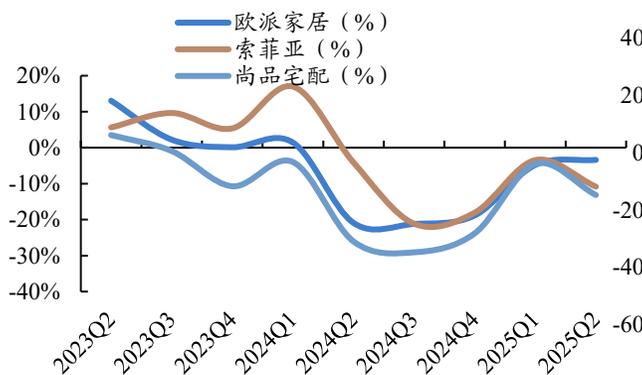
## 1.1.1收入端：零售渠道有所分化，大宗渠道全面承压

- 从收入端来看，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25年H1收入分别同比-3.98%/-7.68%/-14.14%，其中25Q2收入分别-3.39%/-10.84%/-22.29%。由于国补在Q2后半段各地额度逐步用完叠加前期，终端及工厂在Q2后半段接单有所影响，25H2亟待后续各地国补逐步延续。中期来看，房地产政策逐步松绑，终端需求有望回暖，优质家居企业有机会实现稳步增长。
- 分渠道来看，在整体景气度承压的背景下，各渠道经营均现压力，相对而言，大宗渠道承压更为明显。零售渠道方面，可发现各公司经营情况有所分化，部分企业依托品牌、渠道运营领先叠加充分把握原点市场国补机遇的企业，零售渠道表现相对优于行业，行业内部分化已显现。

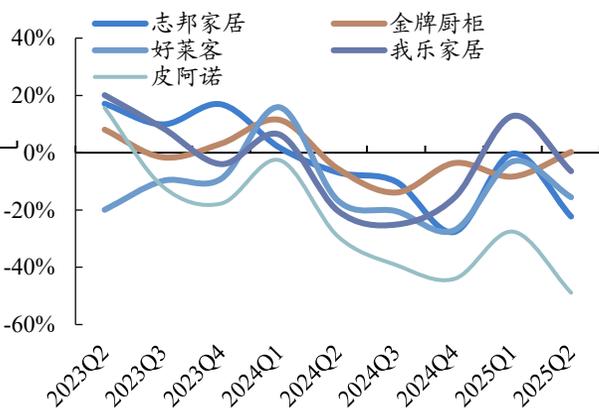
图表8：大宗渠道收入承压

|      |        | 收入总增量(亿元) | 零售增速 (%) | 大宗增速 (%) |
|------|--------|-----------|----------|----------|
| 欧派家居 | 2021   | 57.02     | 39.30%   | 36.92%   |
|      | 2022   | 20.38     | 12.35%   | -4.85%   |
|      | 2023   | 3.02      | 1.17%    | 2.61%    |
|      | 2024   | -38.57    | -18.26%  | -15.08%  |
|      | 2025H1 | -3.42     | -2.80%   | -11.26%  |
| 索菲亚  | 2021   | 20.54     | 28.54%   | 6.64%    |
|      | 2022   | 8.16      | 10.16%   | -4.91%   |
|      | 2023   | 4.43      | 5.33%    | -4.86%   |
|      | 2024   | -11.72    | -10.20%  | -8.94%   |
|      | 2025H1 | -3.78     | -6.94%   | -11.95%  |
| 志邦家居 | 2021   | 13.13     | 31.34%   | 40.59%   |
|      | 2022   | 2.36      | 6.57%    | 0.36%    |
|      | 2023   | 7.27      | 10.08%   | 21.22%   |
|      | 2024   | -8.58     | -12.99%  | -16.18%  |
|      | 2025H1 | -3.13     | -1.78%   | -46.86%  |
| 金牌家居 | 2021   | 8.08      | 30.63%   | 28.22%   |
|      | 2022   | 1.05      | -1.60%   | 11.78%   |
|      | 2023   | 0.92      | 3.18%    | -0.29%   |
|      | 2024   | -1.70     | -5.77%   | -2.64%   |
|      | 2025H1 | -0.51     | 20.27%   | -26.94%  |

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

来源：Wind，国金证券研究所

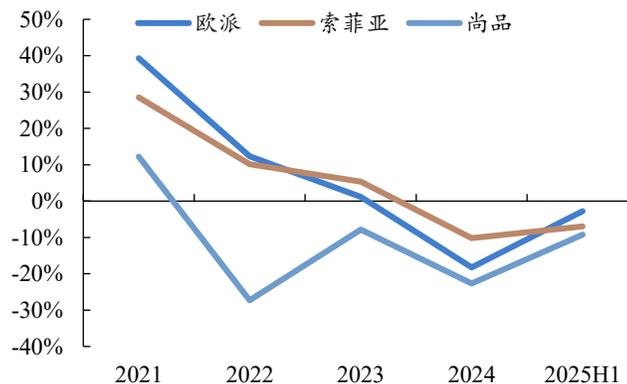
# 1.1内销-定制家居：国补中断影响Q2整体业绩，大宗渠道拖累更为明显

## 1.1.1收入端：零售渠道有所分化，大宗渠道全面承压

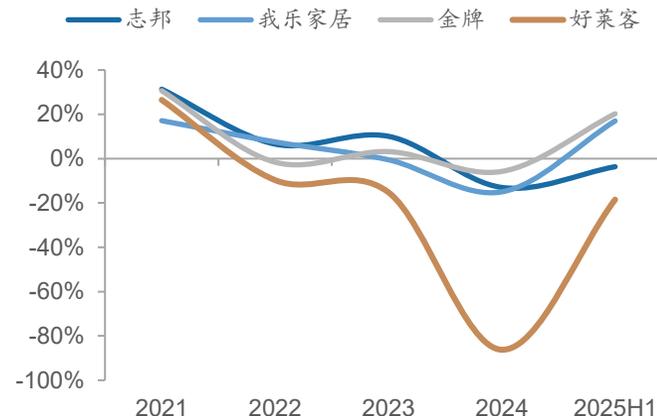
零售渠道两大特点依然明显：1) 零售渠道由门店扩张驱动转为同店增长驱动的趋势越发明显，此外整装渠道越发重要。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局已较为充分，逐步进入存量门店优化调整、单品类门店向全品类门店进化的阶段，门店数量短期已出现净减少状态。二线品牌企业虽然渠道理论上仍有扩张空间，但由于行业需求走弱、经销商投入缩减以及单品类门店优化，整体门店数量边际也呈现下降状态。综合来看，行业整体的增长驱动力已明显开始从渠道门店扩张转为多品类连带+流量转化率提升带动同店增长。并且前置整装渠道布局也越发关键，逐渐成为重要增长驱动力。

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，零售渠道相对下滑幅度可控，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，行业集中度有望迎上来加速提升。

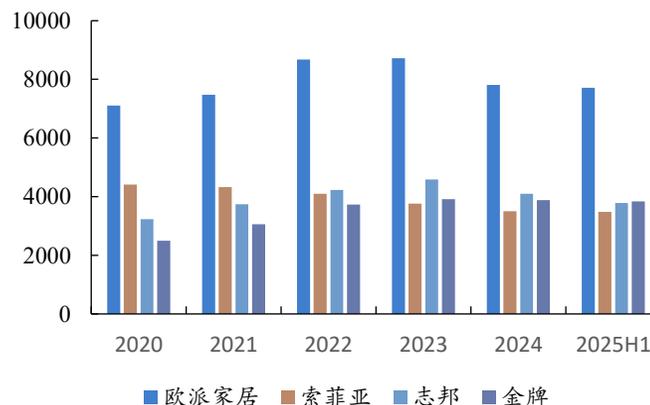
图表9：一线品牌零售渠道历年增长率 (%)



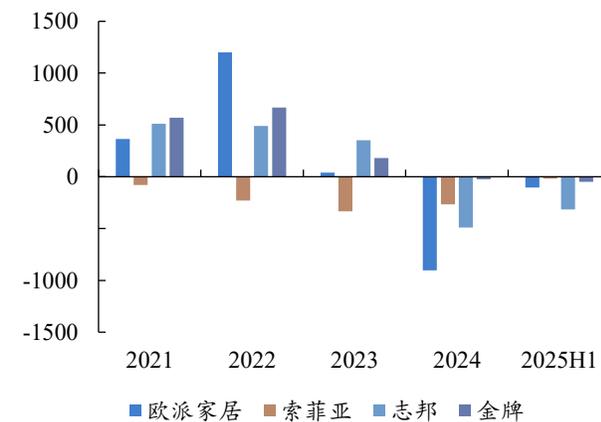
图表10：二线品牌零售渠道历年增长率 (%)



图表11：各公司衣柜门店情况



图表12：各公司门店净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

# 1.1内销-定制家居：国补中断影响Q2整体业绩，大宗渠道拖累更为明显

## 1.1.2盈利端：Q2盈利能力仍承压，头部企业相对表现更优



➤ 今年以来虽然整体可发现各企业净利率水平同比仍有下滑，但内部分化越发明显，头部企业盈利韧性显著领先，如欧派、索菲亚等仍保持较高利润率，分化预计一方面来自零售渠道的规模经营差异，另一方面来自受大宗渠道影响幅度差异。零售渠道存量竞争进一步加剧，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。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。

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  | 2025Q2   |
|------|----------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|
| 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%  | -7.96%   |
| 索菲亚  | -8.86%   | 32.93%   | 15.63%  | 18.40%  | 58.59%   | 0.97%    | -21.16%  | 45.49%   | -92.69% | -23.01%  |
| 尚品宅配 | 4.92%    | 6599.05% | -5.57%  | -20.06% | 9.22%    | -159.94% | -112.31% | -266.53% | 55.09%  | -115.77% |
| 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% | -5.49%   |
| 金牌厨柜 | 8.18%    | -29.86%  | 24.79%  | 11.77%  | 11.16%   | -24.35%  | -44.22%  | -36.61%  | -4.16%  | -13.01%  |
| 好莱客  | -70.66%  | -13.96%  | -63.35% | -22.38% | 5.35%    | -55.55%  | -50.79%  | -126.73% | -82.60% | -30.40%  |
| 我乐家居 | -50.66%  | 97.78%   | 75.65%  | -93.56% | 185.75%  | -50.31%  | -62.62%  | 1296.40% | 111.42% | 97.25%   |
| 皮阿诺  | -120.70% | -10.80%  | -44.05% | -42.30% | -112.27% | -65.30%  | -87.02%  | 1672.58% | 51.66%  | -168.02% |

图表15：定制家居单季度净利率

|      | 2023Q1  | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1  | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4   | 2025Q1 | 2025Q2 |
|------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|----------|--------|--------|
| 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%  | 14.85% |
| 索菲亚  | 5.77%   | 13.94% | 13.76% | 9.63%  | 8.24%   | 14.91% | 13.78% | 16.31%   | 0.89%  | 12.54% |
| 尚品宅配 | -11.80% | 2.58%  | 4.65%  | 4.36%  | -11.11% | -2.10% | -0.81% | -9.54%   | -5.23% | -5.17% |
| 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%  | 8.87%  |
| 金牌厨柜 | 5.47%   | 4.61%  | 8.53%  | 11.53% | 5.44%   | 3.57%  | 5.41%  | 7.36%    | 5.44%  | 3.02%  |
| 好莱客  | 3.45%   | 11.60% | 14.31% | 6.13%  | 3.14%   | 6.19%  | 8.85%  | -2.24%   | 0.56%  | 5.01%  |
| 我乐家居 | 2.51%   | 11.29% | 18.76% | 0.62%  | 6.74%   | 7.04%  | 9.36%  | 10.23%   | 12.64% | 14.84% |
| 皮阿诺  | -2.27%  | 9.10%  | 7.80%  | 5.92%  | -5.19%  | 4.27%  | 1.41%  | -177.12% | -3.51% | -6.80% |

图表14：定制家居单季度毛利率

|      | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 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% | 36.00% |
| 索菲亚  | 33.25% | 35.74% | 36.76% | 37.42% | 32.62% | 38.11% | 35.86% | 34.45% | 32.61% | 32.39% |
| 尚品宅配 | 30.98% | 36.11% | 35.22% | 36.03% | 27.81% | 32.88% | 34.18% | 35.98% | 35.23% | 48.39% |
| 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% | 38.84% |
| 金牌厨柜 | 29.11% | 27.77% | 29.80% | 31.16% | 28.01% | 25.74% | 28.33% | 31.81% | 29.96% | 26.46% |
| 好莱客  | 35.53% | 36.05% | 37.37% | 31.47% | 33.18% | 36.46% | 34.05% | 29.47% | 29.82% | 35.23% |
| 我乐家居 | 40.23% | 46.16% | 48.12% | 47.77% | 44.06% | 47.49% | 47.72% | 45.49% | 45.94% | 47.21% |
| 皮阿诺  | 24.43% | 29.12% | 31.24% | 30.61% | 21.77% | 24.22% | 24.23% | 26.43% | 19.46% | 26.97% |

# 1.1内销-定制家居：国补中断影响Q2整体业绩，大宗渠道拖累更为明显

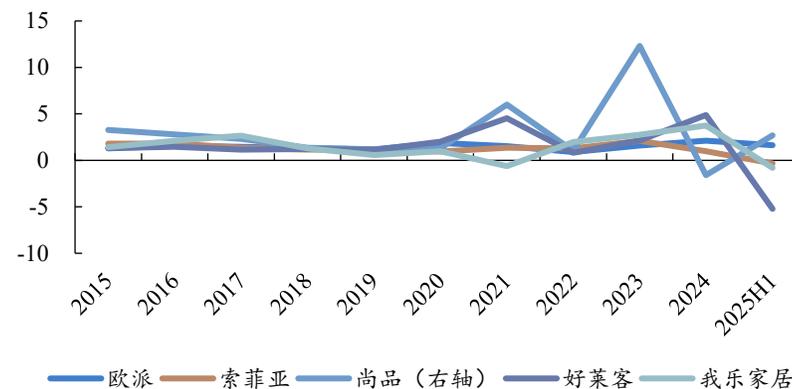
## 1.1.3预收款及现金流：预收款显现行业景气度仍相对偏弱

- 预收款：多数定制家居企业25Q2末预收款（合同负债）环比有所下降，终端及工厂接单景气度短期预计仍相对偏弱。
- 现金流：部分优质零售企业25Q2现金流表现有所改善。

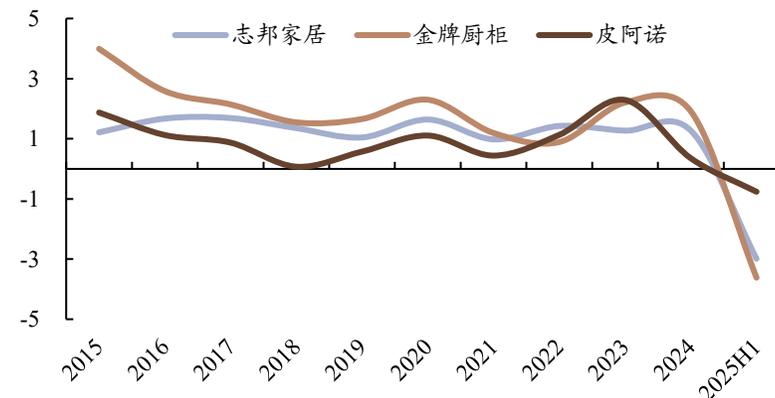
图表16：各公司预收款及同比情况（亿元）

|             | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>一线品牌</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 欧派          | 20.8   | 19.6   | 15.0   | 16.4   | 17.8   | 16.1   | 25.3   | 35.2   | 26.7   |
| 索菲亚         | 13.0   | 12.0   | 13.1   | 8.7    | 8.8    | 8.5    | 22.8   | 15.0   | 13.0   |
| 尚品          | 7.4    | 6.1    | 6.4    | 5.3    | 6.1    | 5.6    | 8.9    | 9.1    | 10.0   |
| 欧派yoy       | -5.6%  | -10.5% | 31.1%  | -21.5% | -14.2% | -17.7% | 68.5%  | 114.7% | 49.8%  |
| 索菲亚yoy      | 29.1%  | 14.9%  | 86.1%  | -13.2% | -32.6% | -29.6% | 74.7%  | 72.6%  | 48.8%  |
| 尚品yoy       | -11.8% | -24.1% | 3.5%   | -24.6% | -18.1% | -8.5%  | 38.2%  | 70.5%  | 65.0%  |
| <b>二线品牌</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 志邦          | 4.4    | 4.2    | 4.7    | 2.4    | 2.6    | 2.7    | 4.5    | 2.7    | 2.3    |
| 金牌          | 4.2    | 2.8    | 4.4    | 3.0    | 3.8    | 2.6    | 6.5    | 5.5    | 7.0    |
| 好莱客         | 1.7    | 1.5    | 1.9    | 1.4    | 1.1    | 1.3    | 4.9    | 4.1    | 2.9    |
| 我乐          | 2.8    | 2.4    | 2.7    | 2.1    | 2.1    | 2.2    | 4.4    | 2.7    | 2.5    |
| 皮阿诺         | 1.5    | 1.6    | 1.8    | 1.6    | 1.4    | 1.7    | 1.1    | 0.9    | 1.1    |
| 志邦yoy       | 1.6%   | -5.0%  | 8.7%   | -31.8% | -41.5% | -34.1% | -4.2%  | 9.1%   | -11.7% |
| 金牌yoy       | 3.4%   | -17.8% | 34.7%  | 5.2%   | -9.6%  | -8.5%  | 47.7%  | 86.9%  | 85.7%  |
| 好莱客yoy      | -63.7% | 1.4%   | 90.0%  | -7.5%  | -30.9% | -15.8% | 150.3% | 200.7% | 151.0% |
| 我乐yoy       | -1.2%  | -9.3%  | 3.8%   | -21.4% | -25.0% | -8.4%  | 66.0%  | 29.9%  | 18.4%  |
| 皮阿诺yoy      | -18.7% | -19.4% | 31.0%  | -6.5%  | -9.6%  | 12.1%  | -37.9% | -44.5% | -19.9% |

图表17：大宗渠道收入占比低于20%的企业净现比（倍）



图表18：大宗渠道收入占比大于20%的企业净现比（倍）



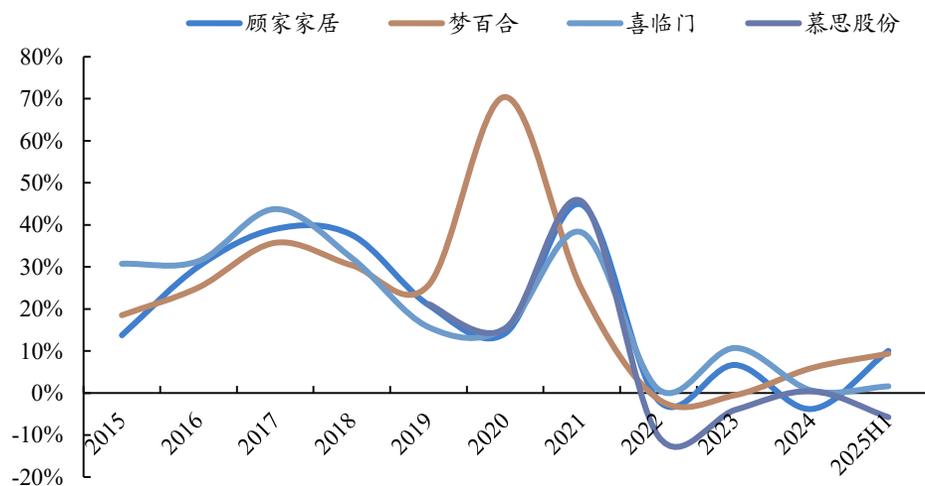
来源：Wind，国金证券研究所

# 1.2内销-软体家居：经营压力弱于定制，龙头显现逆势表现

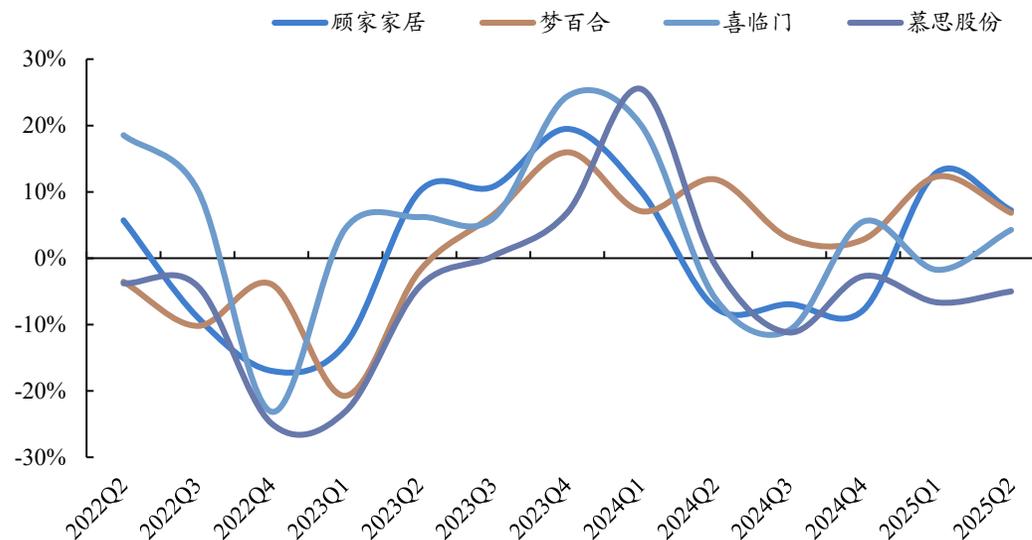
## 1.2.1收入端：国补短期提振需求，内部仍现分化

- 随着2024Q4国补政策逐步落地，25H1软体家具的表现有所改善。其中，顾家家居凭借依托品类融合销售、零售变革，店态迭代优化，较好抢占流量入口叠加海外产能布局领先，整体收入明显逆势增长。此外，喜临门、梦百合等床垫企业积极把握国补机遇叠加自身经营优化，25H1相对取得理想表现。

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 (%)



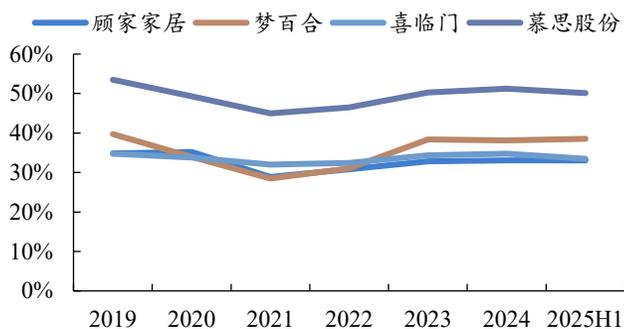
来源：Wind，国金证券研究所

# 1.2内销-软体家居：经营压力弱于定制，龙头显现逆势表现

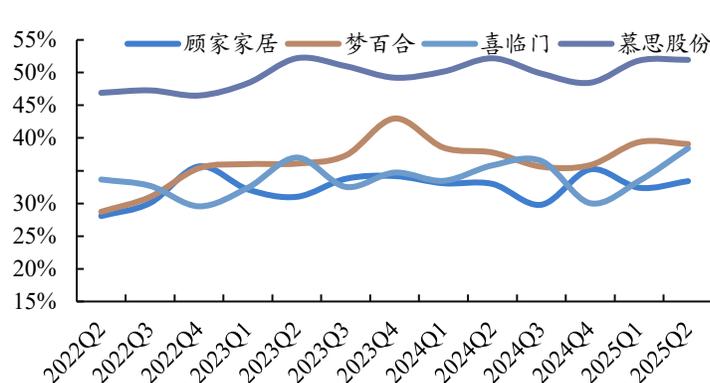
## 1.2.2盈利端：边际均显现改善，头部企业相对更优

➤ 毛利率方面，随着各企业工厂产能利用率提升叠加原材料价格下降，部分企业盈利表现边际修复，2025H1顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比-0.13/-1.09/+1.51/+0.64pct至32.9%/39.2%/36.3%/51.9%。2025Q2顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比+0.42/+1.29/2.60/-0.24pct至33.4%/39.1%/38.4%/51.9%。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，25H1顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比-0.5/-1.1/-0.5/-0.2pct至10.8%/2.5%/6.5%/14.4%。2025Q2顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比-0.21/+0.82/+1.15/+1.37pct至10.6%/2.5%/8.5%/17.6%。

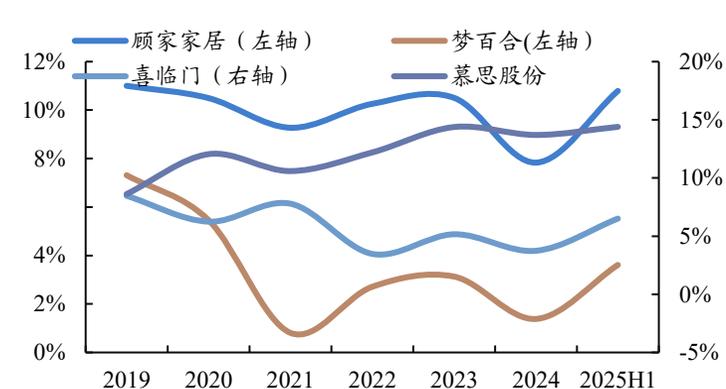
图表21：软体家居历年毛利率



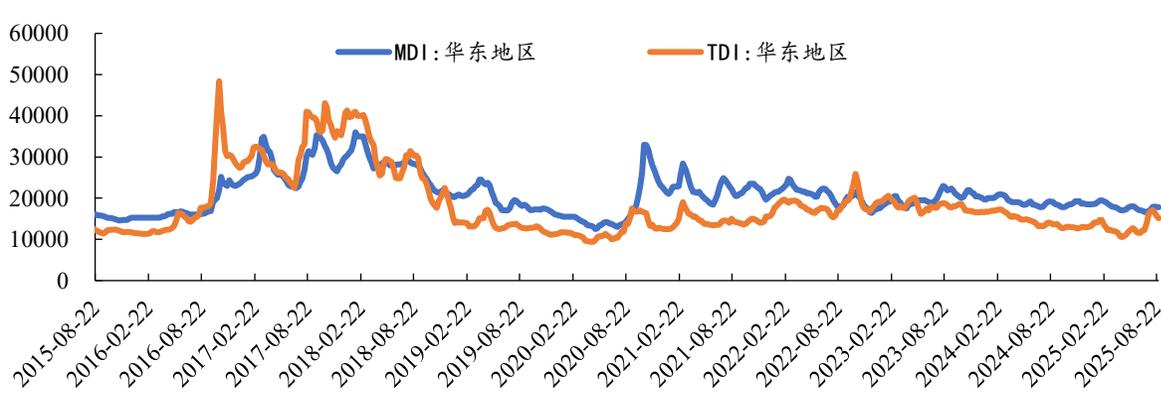
图表22：软体家居历年单季度毛利率



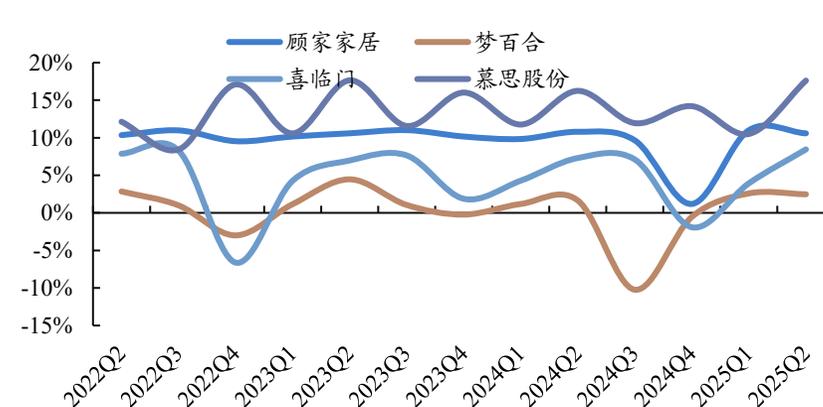
图表24：软体家居历年净利率



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

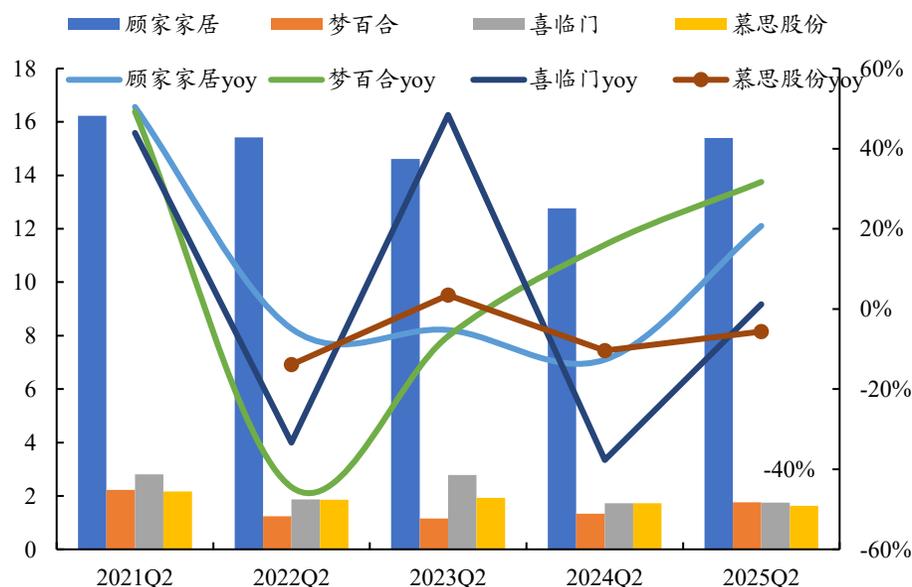


来源：Wind，国金证券研究所

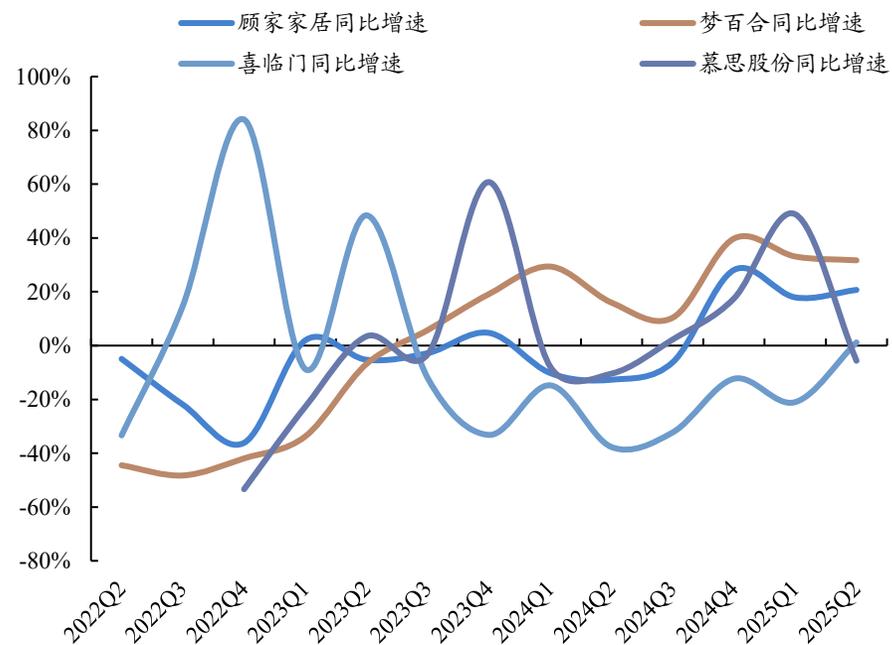
## 1.2.3 预收款：预收款表现有所分化，行业景气度未现全面改善

- 预收款方面，25Q2顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份预收款分别环比+2.5%/-1.1%/+14.4%/-28.9%至15.4/1.76/1.75/1.63亿元。各企业预收款有所分化，板块未现全面改善。其中顾家家居和喜临门预收款表现较好，顾家家居得益于持续落实零售变革，仓配服改革深化，经销商经营门槛逐步降低，激发渠道运营能力与活力，显著体现自身 $\alpha$ 。

图表26：软体家居历年Q2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（%）



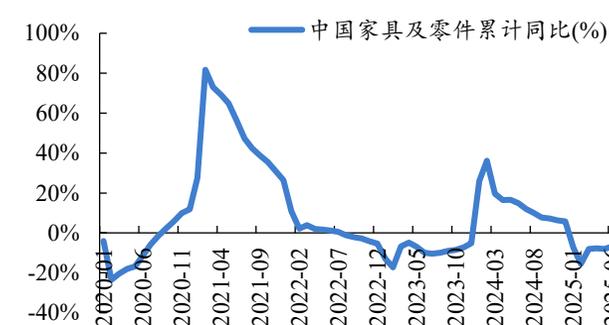
# 1.3外销家居：出口整体景气度有所下行，优质企业α依然明显

- 现状：2025H1家具及零件累计出口承压，25H1中国家具及零件出口金额（美元计价）累计同比-6.9%。25Q2累计同比-5.88%。
- 分品类来看，25H1家具品类中办公椅和弹簧床垫表现较优，而多数品类25Q2在在基数抬升、美国补库需求减弱、关税政策调整等背景下，出口景气度均有所下行。

图表28：6月中国家具及零件出口金额当月同比+0.6%



图表29：25H1中国家具及零件累计出口金额同比-6.9%



图表30：24年5月-25年7月中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

|               | 2025年7月                | 2025年6月 | 2025年5月 | 2025年4月 | 2025年3月 | 2025年2月 | 2025年1月 | 2024年12月 | 2024年11月 | 2024年10月 | 2024年9月 | 2024年8月 | 2024年7月 | 2024年6月 | 2024年5月 |         |
|---------------|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>家具产品</b>   |                        |         |         |         |         |         |         |          |          |          |         |         |         |         |         |         |
| 办公椅           | 木制的可调高度的转动坐具           | 15.56%  | 30.50%  | 13.47%  | 18.53%  | 25.03%  | -50.05% | -1.38%   | 4.46%    | 30.21%   | 3.64%   | 14.38%  | 36.82%  | 29.58%  | -3.67%  | 16.11%  |
|               | 非木制可调高度的转动坐具           | -4.87%  | -7.84%  | -12.04% | -0.99%  | 10.56%  | -28.81% | -10.25%  | -0.84%   | -6.01%   | 3.79%   | -17.06% | -1.67%  | -3.83%  | 10.21%  | 26.23%  |
| 沙发            | 带软垫的木框架坐具              | -13.00% | -16.74% | -23.87% | -21.36% | -1.58%  | -29.73% | -11.19%  | -12.43%  | -14.71%  | -4.19%  | -12.03% | -5.78%  | -2.14%  | 2.24%   | 6.73%   |
|               | 带软垫的金属框架坐具             | 2.04%   | -2.92%  | -15.00% | -14.61% | 2.62%   | -33.22% | -10.88%  | 4.58%    | -7.20%   | -3.71%  | -15.68% | -11.73% | -15.46% | 8.91%   | 25.44%  |
| 床垫            | 弹簧床垫                   | 28.47%  | 27.02%  | 10.51%  | 16.79%  | 35.39%  | 0.49%   | 2.52%    | 15.70%   | 12.80%   | 10.54%  | 14.26%  | 11.12%  | 23.67%  | 24.56%  | 43.81%  |
|               | 海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面    | -12.14% | -13.46% | -14.04% | -6.19%  | 5.07%   | -22.14% | 5.20%    | 2.82%    | 7.39%    | 15.94%  | 1.94%   | 21.23%  | 20.43%  | 14.36%  | 14.98%  |
| PVC地板         | 氯乙烯聚合物制铺地制品            | -14.25% | -24.13% | -17.76% | -13.07% | -0.24%  | -26.46% | -6.76%   | 0.77%    | -15.51%  | -0.62%  | -17.63% | -4.43%  | -0.62%  | 0.45%   | -5.32%  |
| <b>其他轻工产品</b> |                        |         |         |         |         |         |         |          |          |          |         |         |         |         |         |         |
| 保温瓶           | 保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外 | -6.04%  | -6.10%  | -8.68%  | 7.34%   | 29.59%  | -27.46% | 21.16%   | 16.75%   | 12.02%   | 20.74%  | -0.93%  | 22.55%  | 12.98%  | 32.46%  | 36.06%  |
| 塑料餐具          | 塑料制餐具及厨房用具             | -3.37%  | -3.02%  | -11.94% | -8.62%  | 10.68%  | -28.21% | 0.11%    | 2.32%    | 0.95%    | 8.70%   | -2.29%  | -0.30%  | -0.06%  | 12.11%  | 10.43%  |
| 宠物牵引绳         | 各种材料制成的鞍具及挽具.适合各种动物用   | -10.08% | -13.23% | -5.82%  | -12.39% | -15.35% | -41.20% | 0.66%    | -9.69%   | -7.12%   | 5.20%   | -13.19% | -0.80%  | -3.79%  | -4.80%  | -11.78% |
| 宠物食品          | 零售包装的狗食或猫食饲料           | -3.85%  | -21.16% | -0.39%  | -6.12%  | 15.97%  | -1.66%  | 14.12%   | 14.70%   | 17.06%   | 27.82%  | 11.16%  | 33.97%  | 20.76%  | 34.68%  | 21.45%  |
| <b>人造草坪</b>   |                        |         |         |         |         |         |         |          |          |          |         |         |         |         |         |         |
| 人造草坪          | 其他化学纤维制簇线人造草皮          | 7.07%   | -8.63%  | -11.57% | -9.68%  | -3.71%  | -22.99% | -15.61%  | 3.24%    | -0.12%   | 7.58%   | -6.84%  | -10.85% | -10.69% | -10.65% | 2.66%   |
|               | 其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品   | -10.90% | -19.32% | -18.34% | -16.66% | -7.52%  | -27.48% | -5.55%   | 2.02%    | 4.55%    | 20.37%  | 12.32%  | 18.04%  | 2.30%   | 20.47%  | 11.69%  |

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α依然明显

- 具体公司来看，虽然25Q2中国家具整体出口表现承压，但板块内部分化开始显现，25Q2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，25Q2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）

| 单位：亿元 | 25年H1 营收同比 | 25年H1 归母净利润同比 (%) | 25年H1 扣非归母净利润同比 (%) | 25年Q2 营收同比 | 25年Q2 归母净利润同比 (%) | 25年Q2 扣非归母净利润同比 (%) |
|-------|------------|-------------------|---------------------|------------|-------------------|---------------------|
| 梦百合   | 9.4%       | 117.8%            | 96.4%               | 6.8%       | 70.4%             | 39.9%               |
| 中源家居  | 1.5%       | -410.3%           | -463.1%             | 1.4%       | -297.5%           | -370.0%             |
| 麒盛科技  | 0.1%       | 24.2%             | -8.0%               | -4.2%      | 52.4%             | -8.6%               |
| 浙江正特  | 38.6%      | 56.0%             | 31.4%               | 35.9%      | 25.1%             | 24.7%               |
| 匠心家居  | 39.3%      | 51.4%             | 66.5%               | 40.3%      | 44.7%             | 68.1%               |
| 浙江自然  | 14.2%      | 44.5%             | 7.2%                | 0.7%       | -20.1%            | -30.9%              |
| 恒林股份  | 11.3%      | -17.5%            | -20.6%              | 9.9%       | 10.4%             | 4.3%                |
| 永艺股份  | 6.7%       | 4.9%              | 2.7%                | -1.4%      | -10.3%            | -9.4%               |
| 松霖科技  | -21.2%     | -57.9%            | -65.4%              | -24.6%     | -56.7%            | -66.1%              |
| 建霖家居  | -2.3%      | -8.0%             | -14.9%              | -7.3%      | -15.7%            | -23.1%              |
| 玉马遮阳  | 0.9%       | -14.1%            | -13.3%              | 5.4%       | -11.6%            | -7.8%               |
| 西大门   | 0.0%       | 0.0%              | 0.0%                | 0.0%       | 0.0%              | 0.0%                |
| 天振股份  | 154.0%     | 250.5%            | 210.5%              | 139.8%     | 196.1%            | 187.4%              |
| 海象新材  | 0.0%       | 0.0%              | 0.0%                | 0.0%       | 0.0%              | 0.0%                |
| 嘉益股份  | 20.2%      | -4.0%             | -5.3%               | -7.1%      | -27.2%            | -26.5%              |
| 哈尔斯   | 12.8%      | -29.0%            | -28.7%              | 6.0%       | -48.6%            | -48.9%              |
| 乐歌股份  | 29.6%      | -19.5%            | -26.6%              | 22.6%      | -3.9%             | -19.7%              |
| 致欧科技  | 8.7%       | 11.0%             | 40.1%               | 3.9%       | 12.1%             | 63.1%               |

# 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：关税风险基本落地，静待美国降息催化家具需求
- 25年6月美国家具产品批发商库存金额同比+4.91%，库销比同比+7.89%，补库需求相对不足。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。
- 25年4月和5月美国成屋销售下跌，但降幅收窄，分别同比-1.96/-0.49pct达到400/404万套。25年5月和6月新建住宅销售下滑幅度有所收窄，分别同比-5.26/-2.24pct达到63.0/65.6万套。后续期待美国降息进一步驱动家具需求，根据CME统计9月美国降息概率为87.2%，期待后续降息后美国家具需求提振。

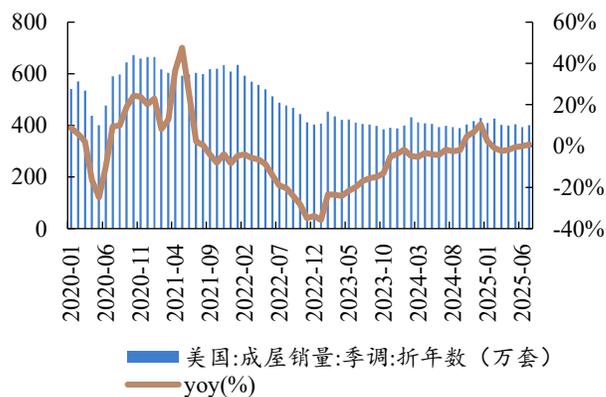
图表32：美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速 (百万美元, %)



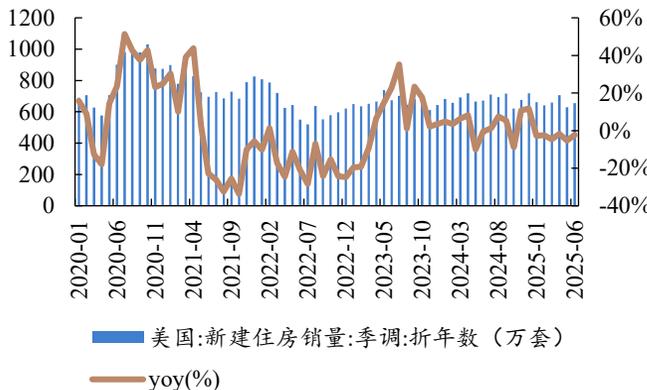
图表33：美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速



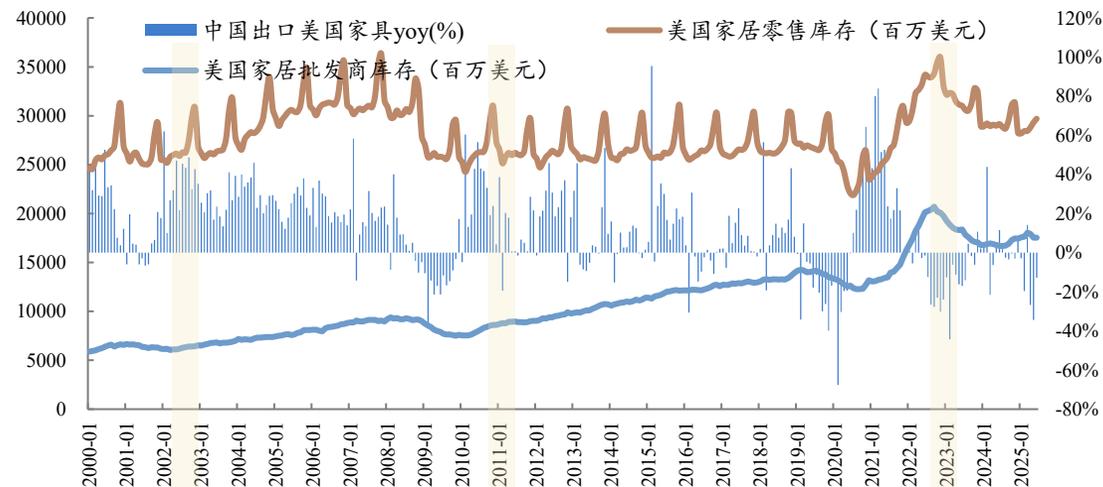
图表34：美国5月成屋销售套数 (折年数) 同比-0.49%(万套)



图表35：美国6月新屋销售套数 (折年数) 同比-2.24% (千套)



图表36：美国家居零售商&批发商库存历史复盘



## 1.4投资建议：优选内销增长型红利企业，关注出口 $\alpha$ 标的

- 内销方面，亟待家具国补25年内逐步重启，目前各地房地产政策也正进一步放松，进一步观察后续地产销售表现，家居行业部分优质企业的 $\alpha$ 有望逐步兑现至报表端。外销方面，目前美国关税基本落地，关税风险相对可控，而且大部分家居龙头企业已在东南亚、欧美等国具备较成熟产能，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，关注顾家家居（25Q2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）、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）、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）、梦百合、致欧科技、乐歌股份、恒林股份等。

# 02 造纸：浆价已现企稳态势，期待 供需改善后业绩回升

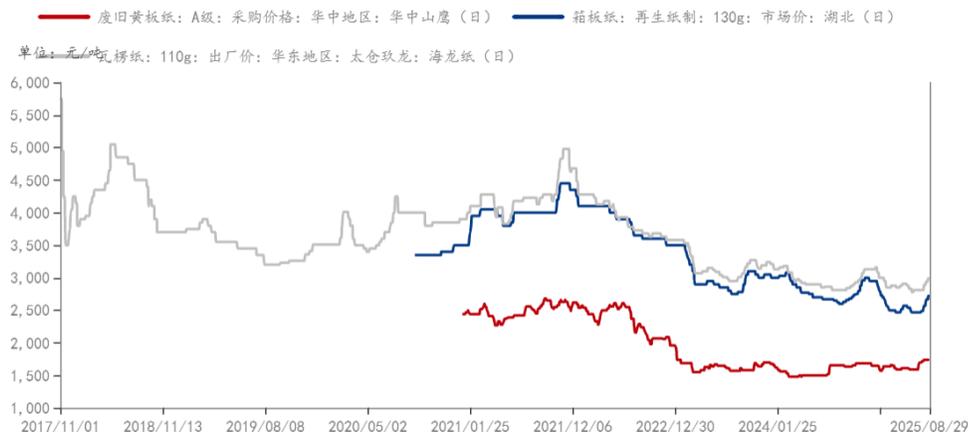
## 2.1 行业回顾：25H1 盈利整体承压，浆价逐渐显现企稳信号

- 回顾25H1造纸板块表现，由于下游需求修复趋势和节奏弱于预期，大部分纸种库存基于渠道较低的预期处于低位，纸浆价格于25年初期保持上涨后在3月以来持续下跌。进入6月，纸浆价格下降态势已基本企稳，主要以横盘调整为主，预计主因海外浆厂在获利空间收紧的刺激下主动选择延长停机检修时间以缩小纸浆供给，且国内新增纸浆产能对浆价的冲击已充分显现，导致浆纸价格进入底部企稳的区间。头部纸企前期已规划产能集中投放，市场整体处于供大于求的竞争格局，叠加下游需求不振使企业订单减少，对企业盈利表现造成较大影响，大部分纸企25Q2盈利能力明显收窄。
- 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



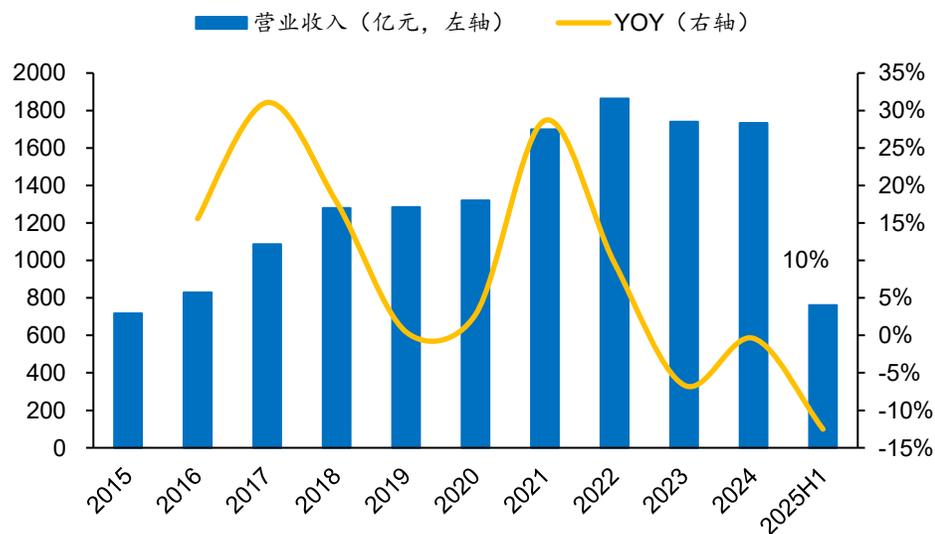
图表39：废纸系纸价及废纸成本价格复盘



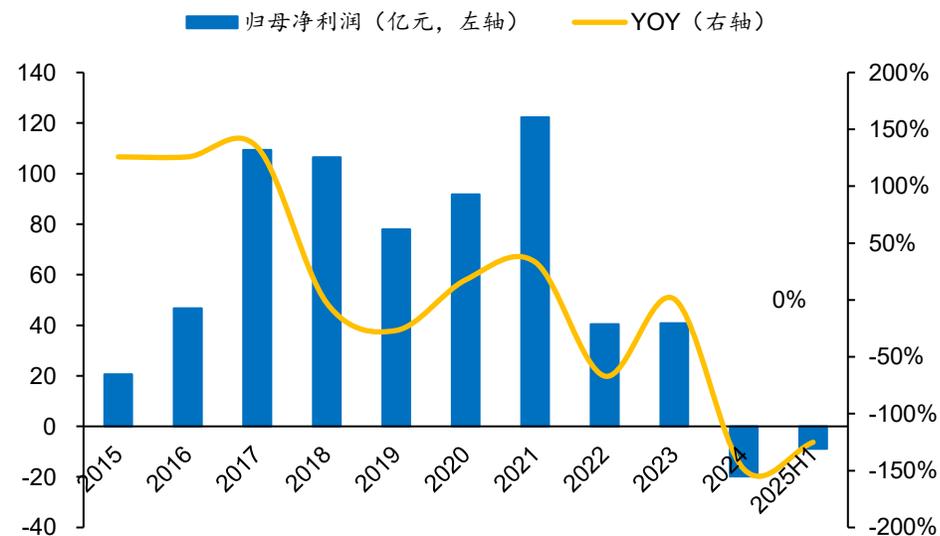
## 2.1 行业回顾：25H1盈利整体承压，浆价逐渐显现企稳信号

- 根据我们跟踪的13家重点造纸公司业绩表现，25H1营收增速同比-12.5%至761.3亿元，归母净利润同比-125.0%至-8.94亿元，板块整体业绩承压较明显。其中废纸系/浆纸系/特种纸归母净利润同比分别-186.7%/-46.9%/-40.8%，主因个别纸企如晨鸣纸业等净利润大幅下降。细分纸种表现来看，25H1浆纸/废纸/特种纸净利率分别为-1.4%/-1.0%/+4.8%，特种纸因客户粘性与产品议价能力较强，其盈利表现显著优于浆纸与废纸系。业绩虽短期承压，但纸企布局林浆纸一体化、强化成本管控能力的决心仍不减，25H1，浆纸/废纸/特种纸资本开支分别为58.0/18.5/25.6亿元，同比分别+34.5%/+55.1%/-38.5%。仙鹤股份于24年内已完成湖北及广西两大基地的投产，使得特种纸整体资本开支下降明显。

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：25H1 盈利整体承压，浆价逐渐显现企稳信号

➤ 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。

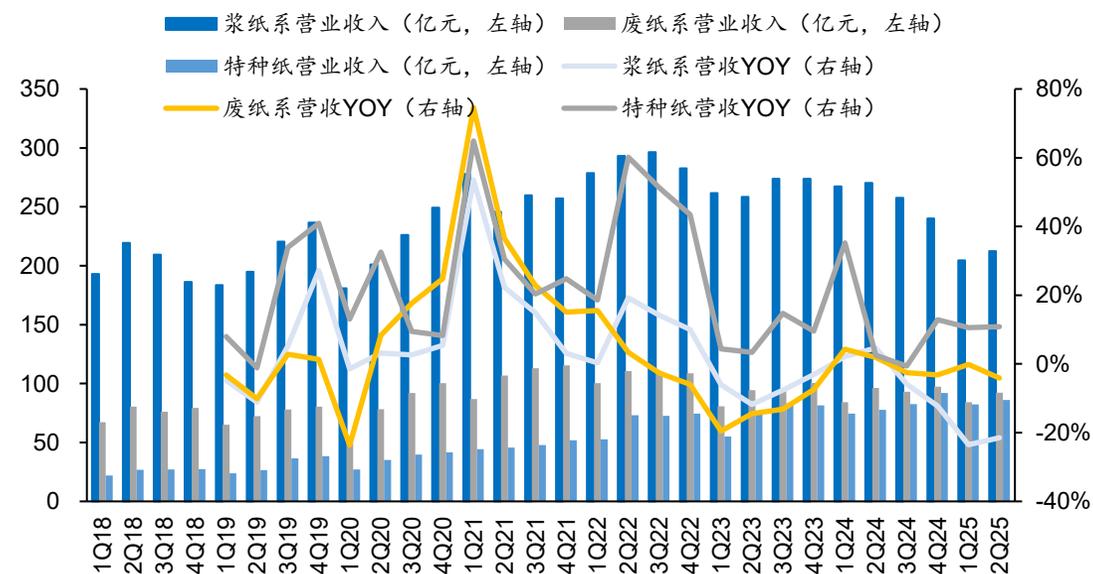
➤ 特种纸：部分细分纸种格局更优&盈利中枢更高，但受消费降级等影响价格支撑不强盈利回落，例如热转印/装饰原纸等。头部特种纸企业由于对上游的布局较大宗纸企更晚，前期采取原料的战略性囤货平滑木浆成本的快速上行，目前木浆价格处于低位震荡区间，利好特种纸企盈利修复。由于特种纸的定价周期比大宗纸更长、且装饰纸、格拉辛纸等格局较为集中，预计本轮特纸板块头部企业盈利弹性修复更优。1) 供给侧：龙头针对部分纸种积极投产扩大市场份额，低成本环境下短期或造成价格压力；2) 成本侧：仙鹤、五洲等特种纸龙头加快浆纸一体化建设，中期角度亦有望减弱成本端波动。

➤ 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 | 2Q25 |      |
| 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 | 1.11 |      |
| 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 | 0.36 |      |
| 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 | 1.10 |      |
| 岳阳纸业 | 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 | 0.91 |      |
| 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 | 1.45 |      |
| 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 | 0.84 |      |
| 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 | 1.04 |      |
| 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 | 0.75 |      |
| 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 | 1.04 |      |
| 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 | 0.72 |      |
| 民丰特种 | 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 | 1.11 |      |
| 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 | 0.74 |      |
| 五洲特种 | 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 | 1.04 |      |
| 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 | 1.00 |      |
| 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 | 1.04 | 0.91  | 1.05 | 0.82 | 1.13 | 0.92 | 0.81 | 0.68  | 1.29 | 0.95 | 1.08 |
| 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 | 1.18 |      |
| 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 | 1.19 |      |

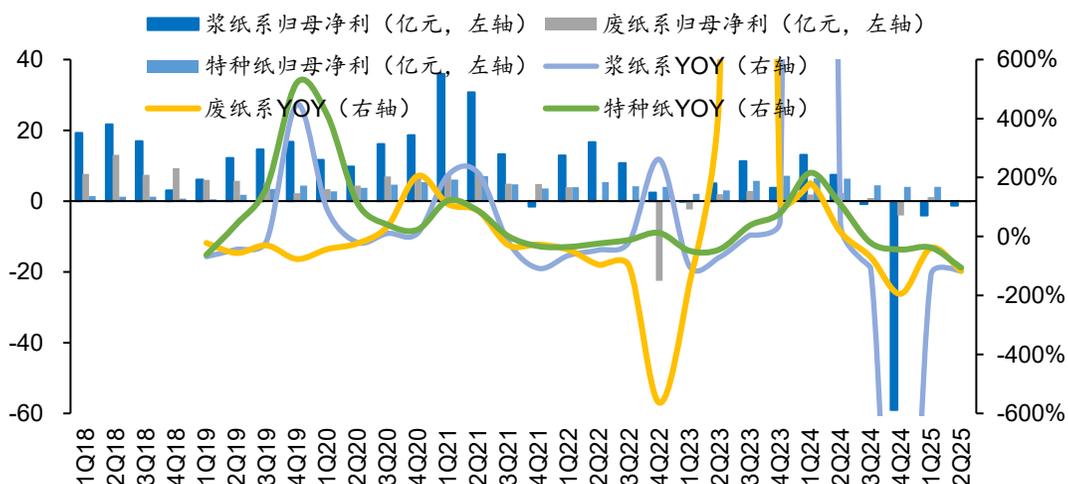
图43：分纸种季度收入及同比增速



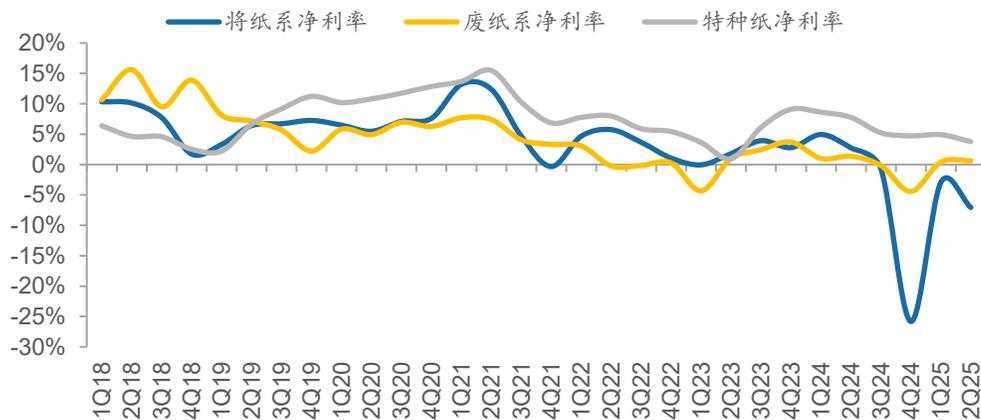
来源：Wind，国金证券研究所

## 2.1 行业回顾：25H1 盈利整体承压，浆价逐渐显现企稳信号

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



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    | 2Q25     |         |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|---------|
| 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%   | 17.26%  |
|        | 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% | -43.45% |
|        | 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%    | 8.60%   |
|        | 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%    | 11.97%  |
|        | 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%   | 8.16%   |
| 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%   | 12.60%  |
|        | 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%   | 3.44%   |
|        | 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%    | 9.15%   |
|        | 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%    | 10.30%  |
|        | 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%   | 12.82%  |
| 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%   | 17.57%  |
|        | 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%    | 13.01%  |
|        | 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%    | 7.67%   |
|        | 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%    | 4.45%   |
|        | 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%   | 18.60%  |
|        | 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%   | 18.45%  |
|        | 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%   | 12.24%  |

图表46：重点纸企单季度净利率变化

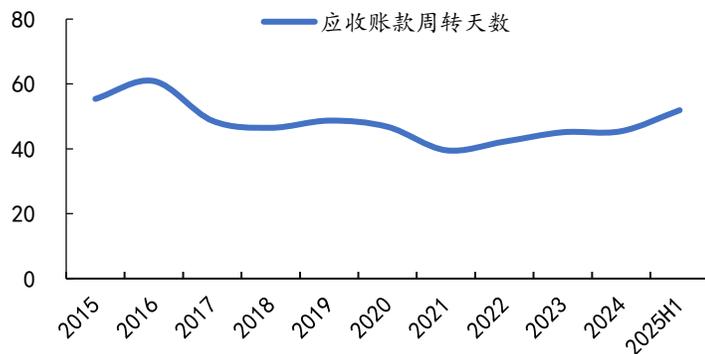
| 单季度净利率 | 1Q21 | 2Q21   | 3Q21   | 4Q21   | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23    | 3Q23   | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24    | 1Q25     | 2Q25     |          |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|----------|----------|
| 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%    | 9.72%    |
|        | 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% | -193.61% |
|        | 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%    | 0.73%    |
|        | 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%    | 3.96%    |
|        | 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%    | 0.21%    |
| 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%   | 8.42%    |
|        | 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%    | -3.06%   |
|        | 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%    | 0.01%    |
|        | 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%   | 5.48%    |
|        | 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%    | 8.00%    |
| 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%  | 3.30%   | 3.73%    | 1.70%    | 3.31%    |
|        | 齐峰新材 | 10.24% | 6.10%  | 0.69%  | 0.75%  | 2.48%  | -0.55% | -1.49% | -0.20% | -0.20%  | 5.41%  | 11.08% | 8.40%  | 5.98%  | 6.46%  | -0.28%  | 0.76%    | 2.20%    | 5.44%    |
|        | 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%    | 2.61%    |
|        | 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%    | -4.97%   |
|        | 恒丰纸业 | 8.08%  | 9.52%  | 5.03%  | -1.04% | 4.27%  | 4.88%  | 8.18%  | 4.86%  | 4.05%   | 5.77%  | 5.63%  | 6.77%  | 4.59%  | 5.52%  | 7.88%   | 1.67%    | 4.21%    | 10.01%   |
|        | 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%    | 7.32%    |
|        | 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%    | 9.63%    |

来源：Wind，国金证券研究所

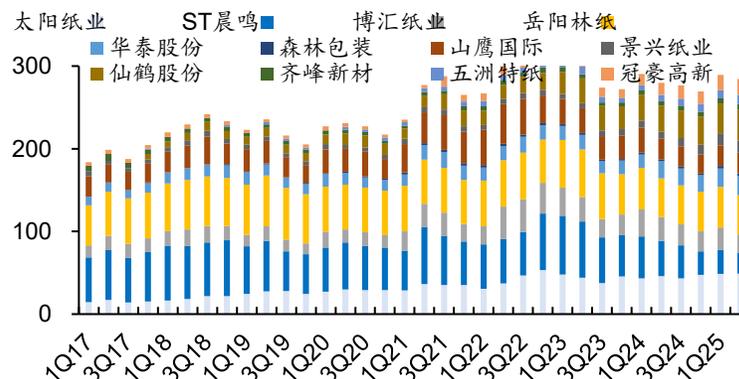
## 2.1 行业回顾：25H1 盈利整体承压，浆价逐渐显现企稳信号

➤ **存货水平有所上升，资本开支整体放缓内部现分化。**浆价下行盈利收窄，叠加下游采购商因需求不振使采购意愿不强，纸企库存环比虽有所回落但仍处高位。业绩表现虽欠佳，但头部纸企仍纷纷布局林浆纸一体化项目，以期强化对上游原材料的掌控能力，进一步拓宽盈利空间。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。

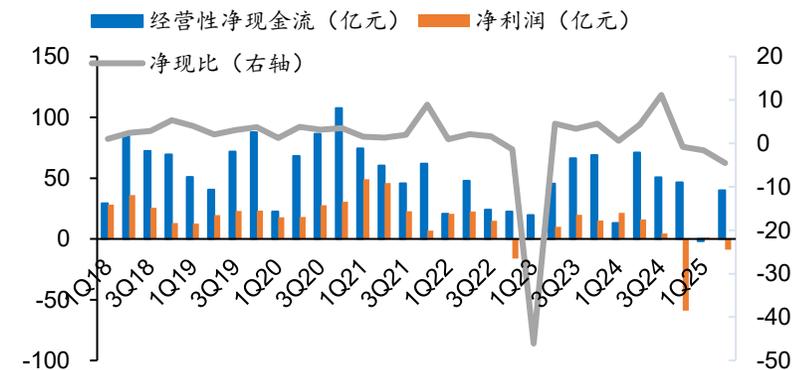
图表48：重点纸企应收账款周转天数



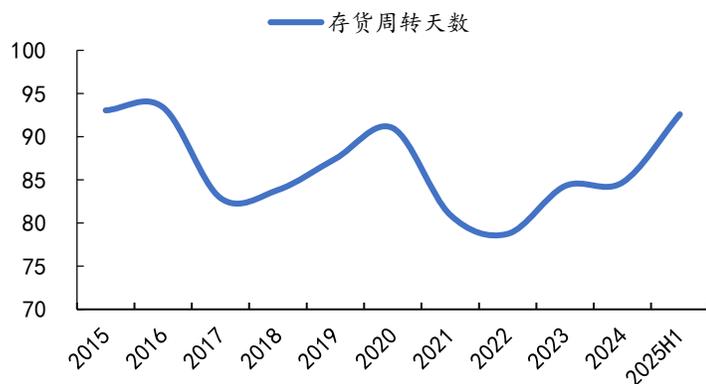
图表50：重点纸企2Q账面存货（亿元）环比下行



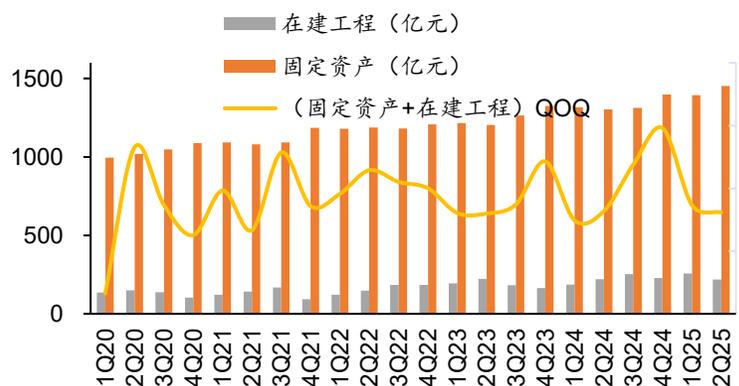
图表51：重点纸企经营性现金流与净利润



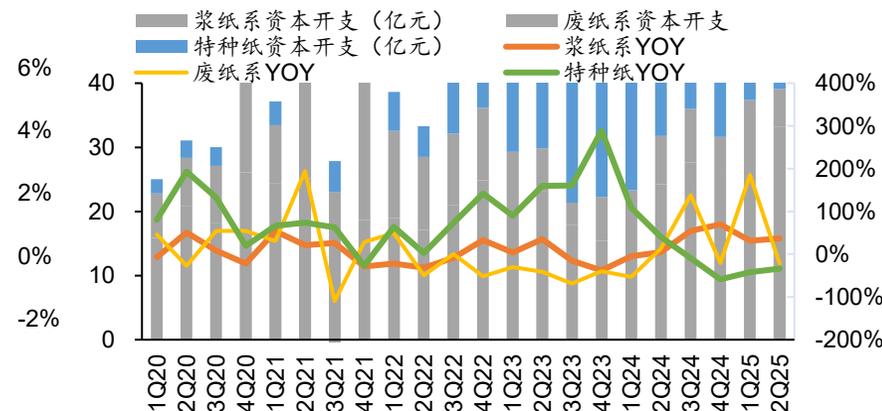
图表49：重点纸企存货周转天数



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



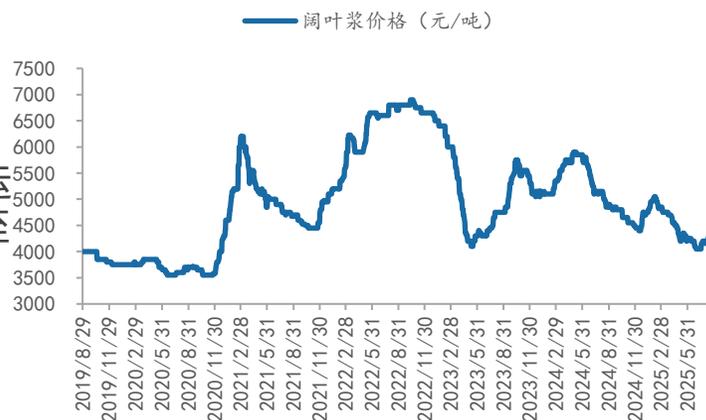
来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 行业展望：浆价有望企稳回升，期待“反内卷”效果显现

➤ **海外浆厂停产检修+下游需求恢复刺激下，纸浆价格预计迎来企稳回升。**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。截止8月29日，国内阔叶浆报价4200元/吨，较2024年均价下降18.39%，年初以来阔叶浆价格持续保持低位运行。截止8月底，国内木浆主流港口库存环比-2.1万吨至208.4万吨。国外浆厂在浆价持续走弱、获利空间收窄的影响下，纷纷停产检修、缩小生产规模以期改善盈利表现。且国内纸浆新增产能集中投放对浆价的影响已充分显现，未来浆价进一步下降的空间已较小。进入25H2在下游需求恢复的刺激下，纸浆价格有望迎来企稳回升，预计将为纸企的盈利改善提供坚实基础。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。

➤ 7月以来，广东、江苏等地发布造纸行业反内卷倡议，在抵制低价竞争、淘汰落后产能、促进产品创新等多方面提出具体建议，期待反内卷刺激下造纸供需格局改善促进纸企盈利表现持续修复。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。

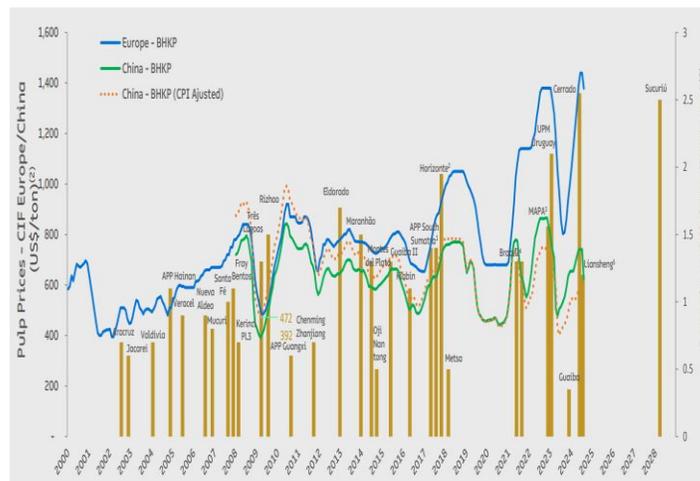
图表55：25年以来木浆价格呈下跌趋势



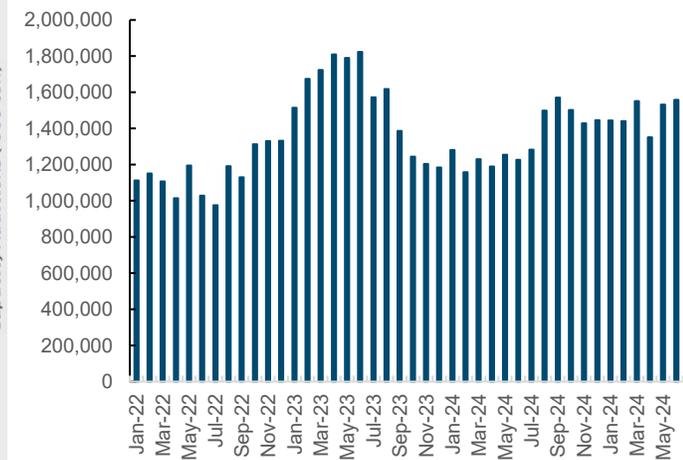
图表56：纸浆库存处于较高水位



图表57：25-27年全球没有新增商品阔叶浆投放



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：推荐纸浆一体化成本优势强化、成长性与高股息并存的头部纸企

- 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：新增产能密集投产，有望充分受益浆纸价格回升，成长节奏明确可兑现。** 2025年，公司3.7万吨特种纸基新材料项目已于4月试产，南宁一期高档包装纸生产线、二期年产40万吨特种纸、35万吨漂白化学木浆、15万吨机械木浆、4条生活用纸产线将于25Q4陆续试产投产。公司深耕老挝基地多年，年新增林木种植面积在1万公顷以上。公司作为国内造纸龙头，多品种布局纸浆产业链，持续强化林浆纸一体化优势，进一步凸显卓越的成本管控能力。公司25年投放产能较多，在浆纸价格逐渐触底回升的背景下，预计将显著改善盈利表现。
- **华旺科技：海外市场有望贡献业绩新增量，高分红凸显长期投资价值。** 公司深耕装饰原纸领域，生产经营兼具规模化与精细化优势，实现较强的产业链议价能力和客户粘性。随着公司海外营收占比的进一步提升，有望显著抬升公司的利润率。24年以来浆价持续下行，拖累公司装饰原纸吨毛利下滑明显。目前国内外浆厂供给过剩对浆价的冲击已逐步显现，浆价有望企稳回升，25H2在需求回暖的刺激下有望迎来温和修复，公司吨纸盈利有望持续改善。
- **仙鹤股份：抢先布局竹浆产业链，林浆纸一体化布局卓有成效。** 公司积极实施林浆纸一体化布局，湖北和广西的自制浆已完全达到进口木浆水准。且公司计划发展30万亩自有林地，另有100万亩国有林地提供稳定原料供应，持续强化原材料管控能力。国内外浆厂供给过剩对浆价的冲击已充分显现，浆价已逐渐筑底企稳，25H2在需求回暖的刺激下有望迎来温和修复。公司在低浆价时储备有较多纸浆库存，纸浆价修复完成后低价浆库存对边际成本改善作用明显，吨盈利修复可期。

# 03 轻工消费宠物潮玩：个护板块初显 竞争压力，宠物&潮玩保持高景气

### 3.1 行业回顾：个护板块初显竞争压力，宠物&潮玩保持高景气

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   |        |        |           |        |        |
|------------|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|
|            |           |      | 24Q4   | 24H2  | 25Q1  | 25Q2  | 25H1  | 24H1   | 24H2   | 2024   | 25Q1      | 25Q2   | 25H1   |
| 生活纸&个人护理   | 003006.SZ | 百亚股份 | 9.3    | 17.2  | 10.0  | 7.7   | 17.6  | 61.3%  | 44.2%  | 51.8%  | 30.1%     | 0.2%   | 15.1%  |
|            | 001328.SZ | 登康口腔 | 5.1    | 8.6   | 4.3   | 4.1   | 8.4   | 5.4%   | 20.9%  | 13.4%  | 19.4%     | 20.1%  | 19.7%  |
|            | 605009.SH | 豪悦护理 | 8.9    | 16.2  | 9.1   | 8.5   | 17.6  | -3.2%  | 15.5%  | 6.3%   | 42.4%     | 26.1%  | 34.0%  |
|            | 301009.SZ | 可靠股份 | 2.9    | 5.6   | 2.8   | 2.7   | 5.5   | -7.4%  | 7.5%   | -0.3%  | -1.0%     | 13.0%  | 5.4%   |
|            | 002511.SZ | 中顺洁柔 | 22.0   | 41.3  | 20.7  | 22.6  | 43.3  | -14.2% | -19.3% | -16.8% | 12.1%     | 3.9%   | 7.7%   |
|            | 1044.HK   | 恒安国际 | -      | 108.3 | -     | -     | 118.1 | -3.0%  | -      | -4.6%  | -         | -      | -0.2%  |
| 轻工消费       | 300888.SZ | 稳健医疗 | 29.1   | 49.4  | 26.1  | 26.9  | 53.0  | -5.5%  | 26.2%  | 9.7%   | 36.5%     | 26.7%  | 31.3%  |
|            | 603899.SH | 晨光股份 | 71.1   | 131.8 | 52.4  | 55.6  | 108.1 | 10.9%  | -1.6%  | 3.8%   | -4.4%     | 0.0%   | -2.2%  |
|            | 9896.HK   | 名创优品 | 47.1   | 92.4  | 44.3  | 49.7  | 93.9  | 25.0%  | 21.0%  | 22.8%  | 18.9%     | 23.1%  | 21.1%  |
|            | 301101.SZ | 明月镜片 | 1.9    | 3.9   | 2.0   | 2.0   | 4.0   | 5.2%   | 0.6%   | 2.9%   | 2.6%      | 4.7%   | 3.7%   |
|            | 9992.HK   | 泡泡玛特 | -      | 84.8  | -     | -     | 138.8 | 61.9%  | 143.0% | 106.9% | 165%~170% | -      | 204.4% |
| 宠物         | 301498.SZ | 乖宝宠物 | 15.7   | 28.2  | 14.8  | 17.4  | 32.2  | 17.5%  | 24.6%  | 21.2%  | 34.8%     | 31.0%  | 32.7%  |
|            | 002891.SZ | 中宠股份 | 12.8   | 25.1  | 11.0  | 13.3  | 24.3  | 14.1%  | 23.4%  | 19.1%  | 25.4%     | 23.4%  | 24.7%  |
|            | 300673.SZ | 佩蒂股份 | 3.4    | 8.1   | 3.3   | 4.0   | 7.3   | 71.6%  | -11.4% | 17.6%  | -14.4%    | -13.6% | -13.9% |
|            | 001206.SZ | 依依股份 | 4.8    | 9.9   | 4.9   | 4.0   | 8.9   | 29.3%  | 38.9%  | 34.4%  | 26.6%     | -6.1%  | 9.3%   |
| 15家重点公司合计  |           |      | 234.0  | 630.6 | 205.5 | 218.6 | 680.9 | 15.3%  | 8.9%   | 9.5%   | 14.5%     | 12.6%  | 26.7%  |
| 生活纸&个人护理合计 |           |      | 77.2   | 246.6 | 72.9  | 72.5  | 263.5 | 14.5%  | 24.4%  | 34.2%  | 25.6%     | 14.7%  | 10.0%  |
| 轻工消费合计     |           |      | 120.1  | 312.8 | 98.7  | 107.3 | 344.8 | 43.7%  | 6.5%   | 10.7%  | 5.0%      | 9.6%   | 45.1%  |
| 宠物公司合计     |           |      | 36.7   | 71.3  | 34.0  | 38.7  | 72.7  | 23.2%  | 20.3%  | 21.7%  | 23.8%     | 17.5%  | 20.3%  |

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 |         |        |        |        |        |
|------------|-----------|------|-----------|------|------|------|------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
|            |           |      | 24Q4      | 24H2 | 25Q1 | 25Q2 | 25H1 | 24H1    | 24H2    | 2024   | 25Q1   | 25Q2   | 25H1   |
| 生活纸&个人护理   | 003006.SZ | 百亚股份 | 0.5       | 1.1  | 1.3  | 0.6  | 1.9  | 36.4%   | 1.4%    | 20.7%  | 27.3%  | -25.5% | 4.6%   |
|            | 001328.SZ | 登康口腔 | 0.4       | 0.9  | 0.4  | 0.4  | 0.9  | 9.8%    | 17.8%   | 14.1%  | 15.6%  | 19.7%  | 17.6%  |
|            | 605009.SH | 豪悦护理 | 0.9       | 1.9  | 0.9  | 0.6  | 1.5  | -2.9%   | -19.0%  | -11.6% | 5.7%   | -46.5% | -23.5% |
|            | 301009.SZ | 可靠股份 | 0.1       | 0.1  | 0.2  | 0.1  | 0.3  | 6.1%    | -       | 54.4%  | 1.4%   | 98.4%  | 21.8%  |
|            | 002511.SZ | 中顺洁柔 | 0.2       | -0.1 | 0.7  | 0.8  | 1.5  | 3.7%    | -104.2% | -76.8% | -30.1% | -      | 71.4%  |
|            | 1044.HK   | 恒安国际 | -         | 8.9  | -    | -    | 13.7 | 15.0%   | -       | -17.9% | -      | -      | -2.6%  |
| 轻工消费       | 300888.SZ | 稳健医疗 | 1.4       | 3.1  | 2.5  | 2.4  | 4.9  | -43.6%  | -       | 19.8%  | 36.3%  | 20.7%  | 28.1%  |
|            | 603899.SH | 晨光股份 | 3.7       | 7.6  | 3.2  | 2.4  | 5.6  | 4.7%    | -17.3%  | -8.6%  | -16.2% | -5.6%  | -12.0% |
|            | 9896.HK   | 名创优品 | 7.9       | 14.8 | 5.9  | 6.9  | 12.8 | 17.8%   | 13.6%   | 15.5%  | -4.9%  | 10.6%  | 2.9%   |
|            | 301101.SZ | 明月镜片 | 0.4       | 0.9  | 0.5  | 0.5  | 1.0  | 11.0%   | 13.4%   | 12.2%  | 11.7%  | 3.4%   | 7.4%   |
|            | 9992.HK   | 泡泡玛特 | -         | 22.0 | -    | -    | 45.7 | 93.3%   | -       | 188.8% | -      | -      | 396.6% |
| 宠物         | 301498.SZ | 乖宝宠物 | 1.5       | 3.2  | 2.0  | 1.7  | 3.8  | 49.9%   | 41.8%   | 45.7%  | 37.7%  | 8.5%   | 22.5%  |
|            | 002891.SZ | 中宠股份 | 1.1       | 2.5  | 0.9  | 1.1  | 2.0  | 48.1%   | 83.5%   | 68.9%  | 62.1%  | 29.8%  | 42.6%  |
|            | 300673.SZ | 佩蒂股份 | 0.3       | 0.8  | 0.2  | 0.6  | 0.8  | -       | 166.6%  | -      | -46.7% | 1.2%   | -19.2% |
|            | 001206.SZ | 依依股份 | 0.6       | 1.2  | 0.5  | 0.5  | 1.0  | 111.7%  | 105.7%  | 108.3% | 28.0%  | -9.1%  | 7.4%   |
| 15家重点公司合计  |           |      | 19.3      | 68.9 | 19.2 | 18.6 | 97.3 | 32.0%   | 14.5%   | 12.3%  | 3.9%   | 9.6%   | 65.5%  |
| 生活纸&个人护理合计 |           |      | 3.6       | 15.9 | 6.0  | 4.9  | 24.7 | -2.5%   | 23.5%   | -6.4%  | 14.6%  | 17.8%  | 4.9%   |
| 轻工消费合计     |           |      | 12.1      | 45.3 | 9.5  | 9.8  | 65.0 | 65.9%   | 1.2%    | 6.3%   | -8.3%  | 5.8%   | 125.5% |
| 宠物公司合计     |           |      | 3.6       | 7.7  | 3.7  | 3.9  | 7.6  | 111.7%  | 71.5%   | 87.7%  | 28.8%  | 9.9%   | 18.4%  |

➤ **生活纸&个人护理**：重点公司25Q1/25Q2收入同比+25.6%/+14.7%，归母净利同比+14.6%/+17.8%，2Q收入增速边际有所放缓，利润表现略好于收入表现，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、舆论事件（卫生巾为主）&竞争激烈影响等表现偏弱。2) 另一方面，部分体量偏大、产品差异难度较大的品类、品牌仍表现平淡，竞争激烈环境下盈利表现偏弱。

➤ **轻工消费潮玩**：重点公司25Q2/25H1收入同比+9.6%/+49.1%，归母净利同比+5.8%/+125.5%，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，名创优品积极开IP小店、改善同店的同时加速自有IP投入，加速从IP联名到自有IP战略的倾斜。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。

### 3.1 行业回顾：个护板块初显竞争压力，宠物&潮玩保持高景气

➤ **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，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，【头部品牌】增长显著高于大盘，Q2 CR5/CR10 25.5%/39%(+3.2/+5.3pct)，头部份额较低但进入向上拐点明确，6-10名份额有提速趋势。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。

1) 外销：我们观察到部分企业受关税等盈利端略受影响，关税背景下海外产能的建设具备一定优势带来订单的聚集，且在2Q有一定体现，中宠等借助前瞻的美墨加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61：重点宠物板块公司国内外增速、占比梳理

|      |           |      | 增速 | 2019   | 2020   | 2021  | 2022   | 2023   | 2024   | 25H1   |
|------|-----------|------|----|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 宠物食品 | 002891.SZ | 中宠股份 | 国内 | 36.6%  | 57.1%  | 28.1% | 30.5%  | 20.7%  | 30.3%  | 38.9%  |
|      |           |      | 国外 | 18.4%  | 19.8%  | 27.7% | 7.0%   | 18.6%  | 14.6%  | 17.6%  |
|      | 300673.SZ | 佩蒂股份 | 国内 | 108.1% | 40.7%  | 5.6%  | 30.9%  | 27.0%  | -17.6% | 190.7% |
|      |           |      | 国外 | 8.2%   | 31.6%  | -7.0% | 37.3%  | -27.1% | 29.1%  | -21.0% |
|      | 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%  | 8.0%   |
|      |           |      | 国外 | 14.0%  | 16.9%  | 13.9% | 16.0%  | -13.9% | 35.4%  | 9.4%   |
|      | 001222.SZ | 源飞宠物 | 国内 | 128.8% | 4.5%   | 26.1% | -4.2%  | 189.8% | 73.4%  | 136.8% |
|      |           |      | 国外 | 15.7%  | 18.9%  | 77.8% | -11.0% | -3.6%  | 27.2%  | 31.4%  |
|      | 301335.SZ | 天元宠物 | 国内 | 22.2%  | 295.3% | 35.2% | 31.2%  | 30.4%  | 57.0%  | 11.9%  |
|      |           |      | 国外 | 18.5%  | 12.6%  | 23.6% | -10.1% | -5.2%  | 18.4%  | 17.9%  |

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。2Q大促后尽管行业线上进入阶段性淡季，但对更中期的【新品周期】、更长期的渠道渗透成长（线下为主）逻辑空间仍重点关注。两条推荐思路：

①自上而下优先选择竞争格局相对稳健的细分子赛道（宠物食品>牙膏>卫生巾）、以及自下而上优选具备差异化创新产品力的优质公司，节奏上关注各家新品进展，例如（个护）冷酸灵重组蛋白新品/（宠物）近期亚宠展重点品牌新品（中宠顽皮精准喂养系列）等，节奏上为4Q大促蓄水；

②线下渠道成长逻辑：百亚等卫生巾线下区域走向全国的成长逻辑仍有看点关注边际加速趋势、牙膏等借助升级产品进一步提升高线城市线下渠道份额。

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) 登康口腔：短期看份额提升逻辑清晰，中长期布局口腔大健康打造新曲线。公司作为抗敏感细分龙头（市占率超60%），短期依托电商爆品驱动&线下渠道深耕，高端产品推动盈利结构优化，份额提升逻辑有望加速兑现；中长期依托研发积淀及渠道基础，积极向口腔医疗、口腔美容等高潜力领域延伸，有望打开第二增长曲线。

# 04 两轮车：1H国补驱动景气提升， 看好产品结构升级&出海成长性

## 4.1 行业回顾：1H国补驱动景气提升，头部企业产品结构优化

回顾1H25，两轮车行业在新国标与以旧换新政策的双重推动及供给侧结构优化作用下，呈现出明显的量价齐升态势。电动车的消费品属性进一步强化，企业竞争重心从价格手段逐渐转向产品力打造，聚焦爆款车型开发和产品矩阵优化，行业整体毛利水平和盈利结构日益取决于产品竞争力。

以旧换新政策持续落地，终端消费意愿显著提升，头部企业普遍实现收入增速回升。从量价结构来看，龙头企业依托领先的产品研发能力、高效的渠道布局以及强大的品牌认知，持续优化产品结构，推动盈利中枢上移，毛利率水平稳步提升。

我们统计的6家两轮车重点上市公司，24H1/24H2/25H1收入增速+14.3%/+10.1%/+37%。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，24H1/24H2/25H1盈利增速+37.6%/+28.5%/+60.4%。

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  | 25Q2  | 24Q1   | 24Q2  | 24H1   | 24Q3   | 24Q4   | 24H2   | 25Q1  | 25Q2  | 25H1  |
| 两轮自行车    | 603529.SH | 爱玛科技 | 49.5   | 56.4  | 68.7  | 41.4 | 62.3  | 68.0  | -9.0%  | 18.1% | 3.7%   | -5.1%  | 15.7%  | 1.8%   | 25.8% | 20.6% | 23.0% |
|          | 1585.HK   | 雅迪控股 | -      | -     | -     | -    | -     | -     | -      | -     | -15.4% | -      | -      | -22.0% | -     | -     | 33.1% |
|          | 689009.SH | 九号公司 | 25.6   | 41.0  | 42.4  | 32.9 | 51.1  | 66.3  | 54.2%  | 51.0% | 52.2%  | 34.7%  | 22.0%  | 28.9%  | 99.5% | 61.5% | 76.1% |
|          | 603787.SH | 新日股份 | 7.6    | 9.6   | 11.2  | 6.8  | 10.5  | 11.3  | -34.5% | 10.1% | -15.4% | -13.4% | -14.1% | -13.7% | 39.5% | 18.4% | 27.7% |
|          | 2451.HK   | 绿源控股 | -      | -     | -     | -    | -     | -     | -      | -     | 3.2%   | -      | -      | -3.4%  | -     | -     | 22.2% |
|          | NIU.O     | 小牛电动 | 5.1    | 9.4   | 10.2  | 8.2  | 6.8   | 12.6  | 21.1%  | 13.4% | 16.0%  | 10.5%  | 71.0%  | 31.1%  | 35.0% | 33.6% | 34.1% |
| 6家重点公司合计 |           |      | 87.8   | 116.4 | 132.6 | 89.3 | 130.8 | 158.2 | 1.2%   | 26.6% | 14.3%  | 5.2%   | 18.3%  | 10.1%  | 49.0% | 35.9% | 37.0% |

图表63：两轮车公司归母净利润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 | 25Q2 | 24Q1    | 24Q2     | 24H1   | 24Q3   | 24H2    | 25Q1    | 25Q2   | 25H1    |        |
| 两轮自行车    | 603529.SH | 爱玛科技 | 4.8       | 4.7  | 6.0  | 4.3  | 6.0  | 6.1  | 1.2%    | 12.1%    | 6.2%   | -9.0%  | 34.2%   | 5.2%    | 25.1%  | 30.1%   | 27.6%  |
|          | 1585.HK   | 雅迪控股 | -         | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -        | -13.0% | -      | -       | -83.6%  | -      | -       | 59.5%  |
|          | 689009.SH | 九号公司 | 1.4       | 4.6  | 3.7  | 1.1  | 4.6  | 7.9  | 675.3%  | 124.5%   | 167.8% | 139.1% | -47.8%  | 30.1%   | 236.2% | 70.8%   | 108.5% |
|          | 603787.SH | 新日股份 | 0.3       | 0.2  | 0.3  | -0.6 | 0.3  | 0.3  | -39.7%  | 389.8%   | 6.8%   | -41.1% | -287.2% | -159.0% | 19.1%  | 24.4%   | 21.7%  |
|          | 2451.HK   | 绿源控股 | -         | -    | -    | -    | -    | -    | -       | -        | 9.6%   | -      | -       | -40.7%  | -      | -       | 0.0%   |
|          | NIU.O     | 小牛电动 | -0.6      | -0.3 | -0.4 | 0.7  | -0.4 | 0.1  | 8.3%    | -1150.0% | -29.0% | 48.8%  | 155.8%  | 115.0%  | -29.4% | -123.5% | -58.8% |
| 6家重点公司合计 |           |      | 5.9       | 9.3  | 9.7  | 5.6  | 10.5 | 14.3 | 23.5%   | 48.3%    | 37.6%  | 21.9%  | 41.7%   | 28.5%   | 78.6%  | 54.3%   | 60.4%  |

图表64：两轮车公司毛利率季度对比

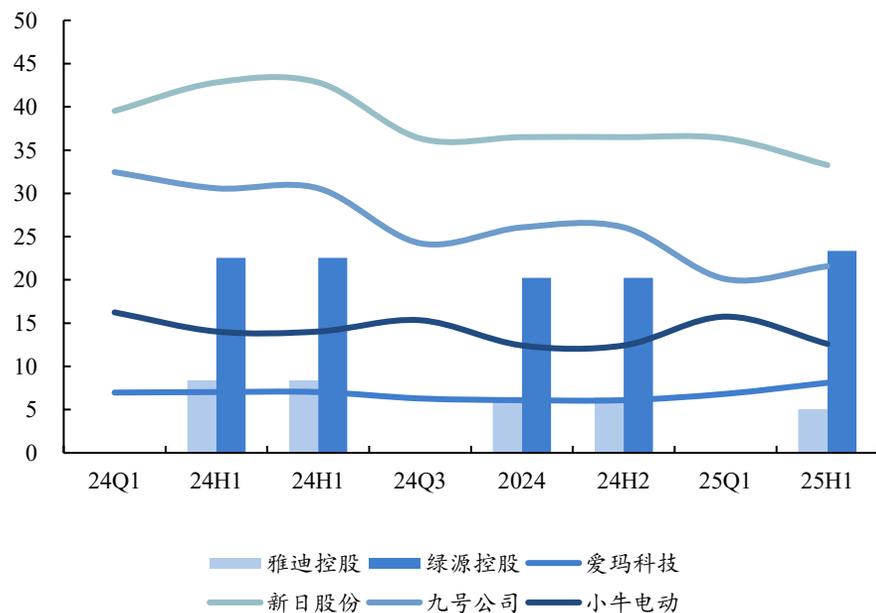
| 行业分类     | 代码        | 公司名称 | 毛利率   |       |       |       |       |       | 毛利率变化 |       |       |       |       |        |       |       |       |
|----------|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|          |           |      | 24Q1  | 24Q2  | 24Q3  | 24Q4  | 25Q1  | 25Q2  | 24Q1  | 24Q2  | 24H1  | 24Q3  | 24Q4  | 24H2   | 25Q1  | 25Q2  | 25H1  |
| 两轮自行车    | 603529.SH | 爱玛科技 | 18.0% | 17.8% | 17.4% | 17.8% | 19.6% | 19.2% | 2.2%  | 2.3%  | 2.3%  | 1.6%  | 1.3%  | 1.3%   | 1.6%  | 1.4%  | 1.4%  |
|          | 1585.HK   | 雅迪控股 | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 6.7%  | -     | -     | -10.3% | -     | -     | 1.6%  |
|          | 689009.SH | 九号公司 | 30.5% | 30.5% | 29.7% | 28.2% | 29.7% | 30.4% | 2.3%  | 2.8%  | 2.8%  | 3.1%  | 1.3%  | 1.3%   | -0.8% | -0.1% | -0.1% |
|          | 603787.SH | 新日股份 | 15.3% | 15.9% | 15.6% | 15.5% | 14.6% | 15.0% | 1.8%  | 2.1%  | 2.1%  | 1.5%  | 1.2%  | 1.2%   | -0.7% | -0.9% | -0.9% |
|          | 2451.HK   | 绿源控股 | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -0.7% | -     | -     | -2.2%  | -     | -     | 1.6%  |
|          | NIU.O     | 小牛电动 | 18.9% | 17.0% | 13.8% | 12.4% | 17.3% | 20.1% | -2.7% | -6.1% | -5.4% | -7.5% | -6.5% | -5.9%  | -1.6% | 3.1%  | 1.5%  |
| 6家重点公司平均 |           |      | 20.7% | 20.3% | 19.1% | 18.5% | 20.3% | 21.2% | 0.9%  | 0.3%  | -1.4% | -0.3% | -0.7% | -2.0%  | -0.4% | 0.9%  | 0.9%  |

来源：iFind，国金证券研究所

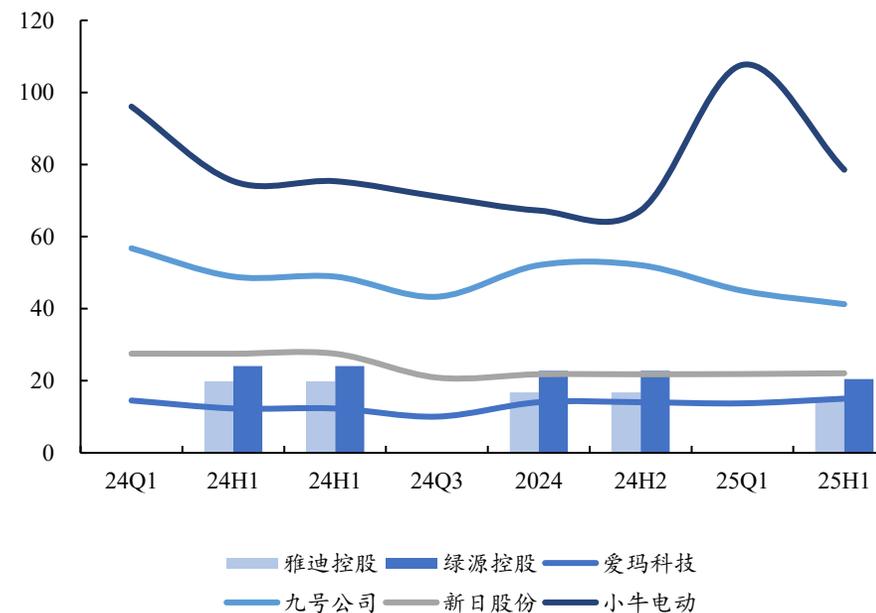
## 4.1 行业回顾：1H国补驱动景气提升，头部企业产品结构优化

➤ 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、存货周转加快。

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



## 4.1 行业回顾：1H国补驱动景气提升，头部企业产品结构优化

资本开支角度，新势力资本开支呈加速趋势，具体来看，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，爱玛、雅迪头部企业海外&渠道等资本开支已逐步缩减。

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   | 2025H1 |        |
| 两轮自行车    | 603529.SH | 爱玛科技 | 3.64      | 6.60  | 8.42  | 19.60 | 33.95 | 11.82  | 27.7%  | 132.7% | 73.2%  | -16.0% |
|          | 1585.HK   | 雅迪控股 | 7.32      | 14.09 | 6.65  | 13.36 | 15.04 | 5.55   | -52.8% | 100.9% | 12.6%  | -32.2% |
|          | 689009.SH | 九号公司 | 3.24      | 2.66  | 4.33  | 8.27  | 5.46  | 5.36   | 62.6%  | 90.8%  | -33.9% | 84.0%  |
|          | 603787.SH | 新日股份 | 1.71      | 3.24  | 3.57  | 3.88  | 4.24  | 0.85   | 10.2%  | 8.7%   | 9.5%   | -64.2% |
|          | 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 | 23.58  | -19.0% | 79.7%  | 34.0%  | -19.7% |

来源：iFind，国金证券研究所

## 4.2 行业展望&投资建议：4Q渠道库存有望优于预期，产品结构优化&出海是后续成长抓手

- 我们观察到市场对4Q及26年行业景气度有所担忧，但我们认为当前下游渠道库存水平整体良性，新国标于9月1日起正式实施，其对销量切换的实际影响好于此前预期，波动相对可控。伴随政策落地，行业供给结构有望进一步优化，龙头竞争优势持续凸显。
- 展望未来，1Q26或将迎来行业景气度的关键考验期。但我们判断，头部企业凭借领先的产品迭代能力（三电系统、智能化、电摩品类扩展）、高效的供应链管理以及持续的渠道优化，仍有望实现高于行业的增长水平。
- 中长期来看，行业在渗透率稳步提升的同时，企业加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自头部产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链集约管理带来的成本优势。我们从两条思路方向做推荐，①产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备一定店效改善空间的龙头公司；②中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力品牌。

### 1) 雅迪控股：内销产品结构优化，盈利中枢提升，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。1H盈利能力显著提升，毛利率19.6%（同比+1.6pct），聚焦中高端产品策略。
- 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。目前出海国家数量已达100个，产能侧先发优势强，渠道侧积极开拓，具备较大发展潜力。
- 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：4Q渠道库存有望优于预期，产品结构优化&出海是后续成长抓手

### 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。产能已逐步落地，丽水/徐州/兰州有序推进；截至1H25，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。
- 产品结构持续优化，供应链组织效率持续提升：年轻/智能方向有所突破，持续优化用户画像。效率端：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。
- 长期来看：三轮车+出海成长空间广阔，三轮车毛利高有望优化盈利结构，公司东南亚线下门店超百家，印尼、越南工厂已投产；欧美正通过Ebike切入绿色出行赛道。

### 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，电动两轮车规模效应逐步释放，毛利率有提升空间；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，24/25H1两轮车收入72.11/68.23亿元（同比+70%/+101.70%）。
- **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年发售Xyber与Xafari两款产品，符合绿色出行趋势。

- 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