

# 轻工行业2025Q3业绩综述

多数板块已处底部，把握 $\alpha$ 布局机遇

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

2025年11月2日

## 投资要点：多数板块已处底部，把握 $\alpha$ 布局机遇

- **家居板块：**内销方面，25Q1-Q3/25Q3内销家居板块营收同比分别-0.96%/-1.19%，归母净利同比-23.80%/-15.79%。多数内销家居企业25Q3预收款环比小幅下降，由于竞争加剧以及国补一定程度退坡，规模效应减弱，Q3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。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，25Q1-Q3/25Q3外销家居板块营收同比分别+8.00%/+1.91%，归母净利同比增长-19.15%/+2.22%。外销整体Q3虽阶段性有关税扰动，但板块整体表现具备韧性，Q3收入/归母利润同比分别+1.91%/+2.22%，并且头部企业依托较强的议价能力叠加海外产能优势构建经营韧性，业绩 $\alpha$ 凸显。展望后续，内销板块中长期等待地产端企稳及消费力回升，静待需求逐步回暖，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伸、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Q3家具出口总体景气度已逐步回暖，随着美国降息，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。
- **造纸包装：**造纸方面，25Q3上游浆厂在盈利压力下主动缩减供给规模，下游用纸需求逐步恢复，叠加前期新投产的纸浆产能对浆价的冲击已充分显现，纸浆及成品纸价格多呈底部企稳态势，推动盈利能力环比有所提升。25Q3浆纸/废纸/特种纸净利率同比分别-6.3/-3.8/-0.9pct，环比分别+0.1/-4.6/+0.6pct。后续在海外浆厂停产检修+下游需求恢复刺激下，浆、纸价格预计有望逐步迎来企稳回升。包装方面，下游包装需求相对具备韧性，25Q3包装板块整体规模实现稳定增长，此外，Q3塑料、纸包装板块利润率环比有所改善，而金属包装板块盈利仍承压，后续关注金属包装行业内并购整合带来的竞争格局的优化，两片罐价格回升有望助推金属包装盈利弹性。
- **轻工个护：**收入端：3Q为营销淡季，线下维持相对稳健，线上表现相对承压，节奏上为Q4双十一蓄势，具体来看：牙膏、卫生巾为代表的个护公司，虽然线上竞争加剧，但产品端依托创新型爆品稳步推出叠加部分企业舆情影响缓解，收入端表现相对稳健。盈利端：头部企业积极调整投放策略，强调投放结构变化，品牌从达播转向自播等方式沉淀用户、提升转化效率。虽然板块整体销售费用压力加剧（抖音具“营销+销售”双重属性），平台策略影响短期盈利能力，品牌及渠道建设力度延续，随着大单品外溢至淘系/线下，后续盈利有望进一步改善。
- **潮玩新消费板块：**IP驱动增长&破局，AI眼镜加速向大众消费渗透。1) 潮玩：景气度 $\alpha$ 凸显且商业模式呈扩散，IP、潮玩等情绪消费类延续高景气（泡泡3Q+245%-250%），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；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，晨光3Q积极与史努比等大势IP合作，线下独家首发IP NONO SOVA，品牌势能持续提升，后续盈利能力提升可期。2) AI眼镜：3Q新品密集发布，市场竞争进一步加剧。Meta连发三款AI+AR眼镜，雷鸟创新的Air 4与阿里巴巴的夸克AI眼镜（康耐特光学为夸克AI眼镜的独家镜片供应商）也相继进入市场。
- **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）、潮玩（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：内销Q3业绩仍承压，出口整体具备韧性

02

造纸：价格已呈企稳态势，静待行业盈利拐点来临

03

轻工个护：线下基本盘稳固，线上积极应对挑战

04

潮玩新消费：IP驱动增长&破局，AI眼镜加速向大众消费渗透

05

风险提示



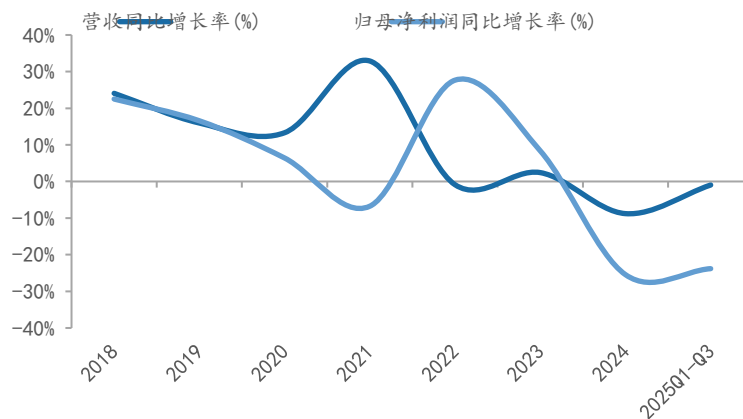
# 01 家居：内销Q3业绩仍承压，出口整 体具备韧性

# 1 家居：内销Q3业绩仍承压，出口整体具备韧性

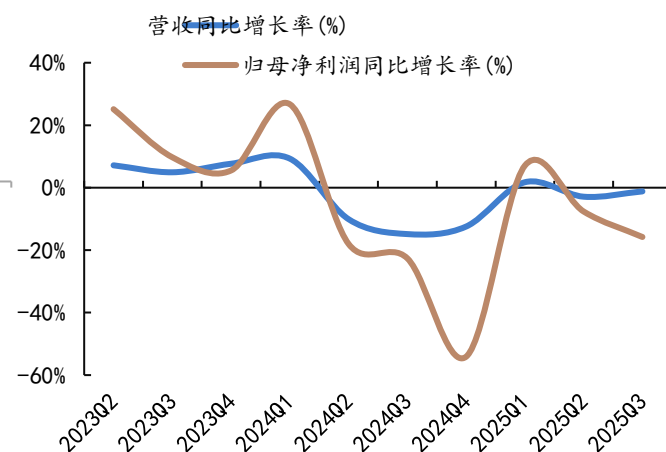
## ◆ 业绩综述：

- 内销方面，25Q1-Q3/25Q3内销家居板块营收同比分别-0.96%/-1.19%，归母净利同比-23.80%/-15.79%。多数内销家居企业25Q3预收款环比小幅下降，由于竞争加剧规模效应减弱以及国补一定程度退坡，Q3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) 积极融合AI与智能技术，产品迭代快，创造新需求；2) 线上渠道布局取得一定成果。
- 外销方面，25Q1-Q3/25Q3外销家居板块营收同比分别+8.00%/+1.91%，归母净利同比增长-19.15%/+2.22%。外销整体Q3虽外部有关税扰动，但整体具备韧性，环比增加2.91%，头部企业α明显，较强的产品力叠加海外产能优势构建经营韧性，内部出现分化。
- 展望后续，内销板块中长期等待地产端企稳及消费力回升，静待需求逐步回暖，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伸、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Q3家具出口整体具备韧性，随着美国降息，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。

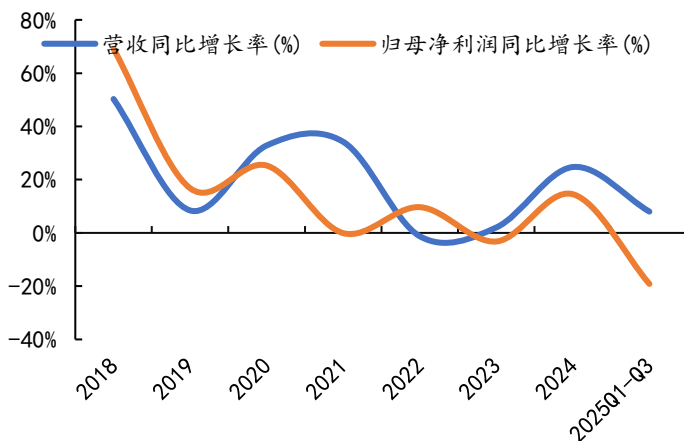
图表1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率



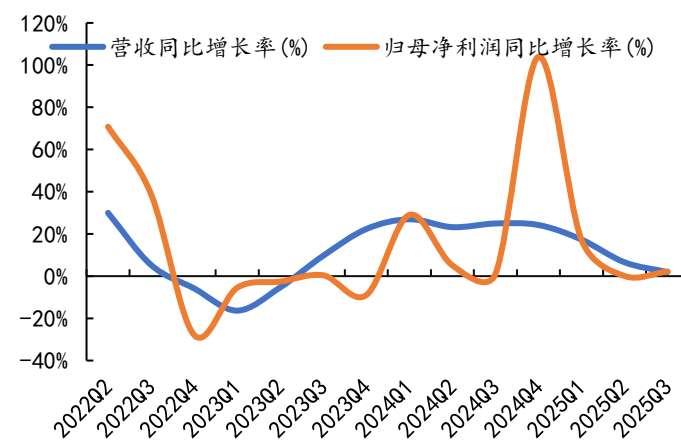
图表2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



图表3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率



图表4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



来源：Wind，国金证券研究所

# 1 家居：内销Q3业绩仍承压，出口整体具备韧性

图表5：内销家居上市企业25年Q1-Q3/25年Q3业绩统览

单位：亿元	25年Q1-Q3营收	25年Q1-Q3营收同比	25年Q1-Q3归母净利润	25年Q1-Q3归母净利润同比	25年Q1-Q3扣非净利	25年Q1-Q3扣非净利同比	25年Q3营收	25年Q3营收同比	25年Q3归母净利润	25年Q3归母净利润同比	25年Q3扣非净利	25年Q3扣非净利同比
定制家居												
欧派家居	132.14	-4.79%	18.32	-9.77%	17.12	-2.90%	49.73	-6.10%	8.14	-21.79%	-7.69	-22.03%
索菲亚	70.08	-8.46%	6.82	-26.05%	7.20	-17.56%	24.57	-9.88%	3.62	1.44%	-2.92	-14.83%
尚品宅配	25.50	-6.66%	-0.79	30.38%	-0.91	31.75%	9.98	-2.34%	0.01	114.39%	0.03	81.42%
志邦家居	30.74	-16.36%	1.73	-34.94%	1.19	-48.92%	11.74	-19.73%	0.35	-70.09%	-0.32	-70.38%
金牌厨柜	23.68	-2.01%	0.65	-45.87%	0.30	-63.42%	8.99	0.30%	0.01	-97.88%	0.04	-110.28%
好莱客	12.65	-12.38%	0.31	-65.53%	0.16	-75.23%	4.35	-16.44%	0.07	-85.40%	-0.02	-93.90%
我乐家居	0.55	2.18%	1.38	70.92%	1.20	109.71%	3.86	2.84%	0.45	29.20%	-0.44	37.96%
皮阿诺	4.20	-37.27%	-0.08	-191.47%	-0.19	-74.95%	1.52	-30.24%	0.05	34.18%	-0.01	125.92%
软体家居												
顾家家居	150.12	8.77%	15.39	13.24%	13.89	13.90%	52.11	6.50%	5.18	11.99%	4.89	11.48%
梦百合	67.56	10.29%	1.61	205.18%	1.44	191.84%	24.40	11.98%	0.46	122.55%	0.34	116.11%
喜临门	61.96	3.68%	3.99	6.45%	3.94	7.62%	21.76	7.78%	1.33	-6.10%	1.34	-6.16%
慕思股份	37.61	-3.01%	4.67	-10.61%	3.66	-25.29%	12.84	2.79%	1.09	-26.80%	0.81	-37.35%

来源：公司公告，国金证券研究所

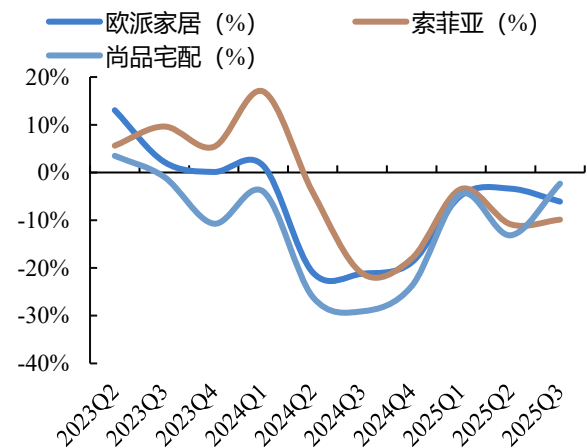


# 1.1内销-定制家居：国补一定程度退坡业绩承压，大宗渠道拖累明显

## 1.1.1收入端：零售渠道存在分化，大宗渠道承压显著

- 从收入端来看，受上游需求相对不足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Q1-Q3收入分别同比-4.79%/-8.46%/-16.36%，其中25Q3收入分别-6.10%/-9.88%/-19.73%。由于国补一定程度退坡，终端及工厂Q3接单业绩承压。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，部分企业依托优质的品牌、领先的渠道运营叠加较优的供应链管理能力和零售渠道表现相对优于行业，行业内部分化已显现。

图6：一线品牌单季度营收增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图7：二线品牌单季度营收增速（%）

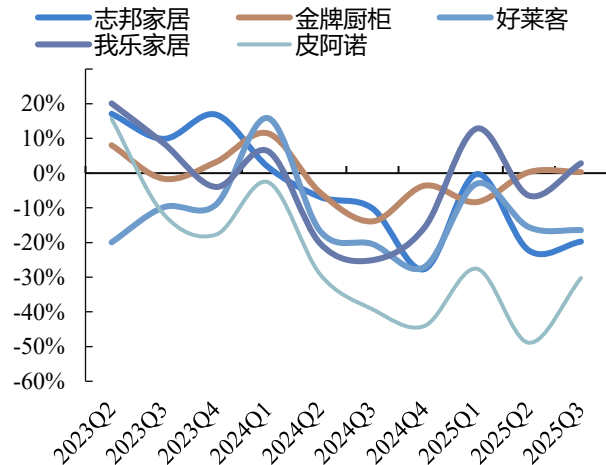


图8：大宗渠道收入承压

		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%
	2025Q1-Q3	-4.79	3.48%	-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%
	2025Q1-Q3	-8.46	/	/
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%
	2025Q1-Q3	-16.36	-4.89%	-43.03%
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%
	2025Q1-Q3	-2.01	-5.67%	-23.79%

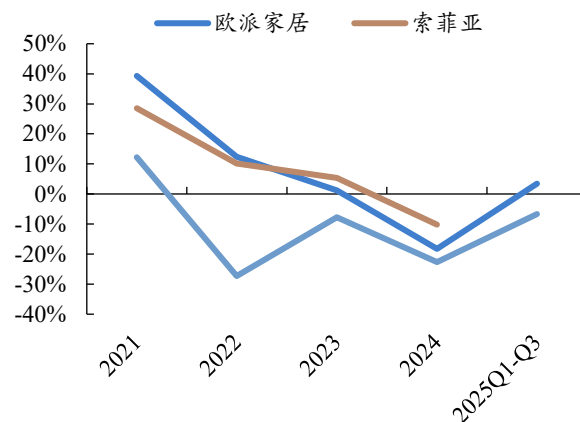
来源：Wind，国金证券研究所

# 1.1内销-定制家居：国补一定程度退坡业绩承压，大宗渠道拖累明显

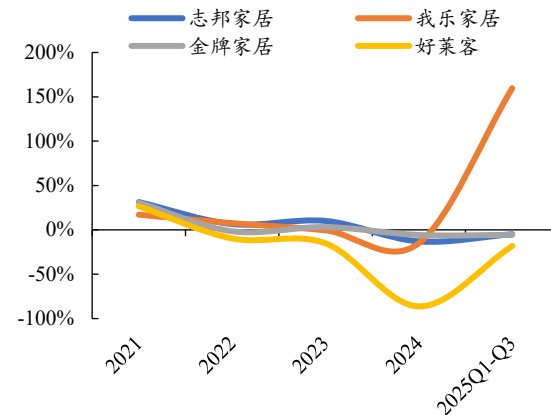
## 1.1.1收入端：零售渠道存在分化，大宗渠道承压显著

- 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。

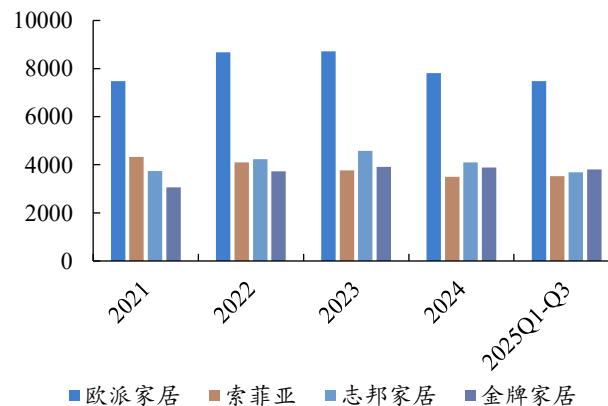
图表9：一线品牌零售渠道历年增长率（%）



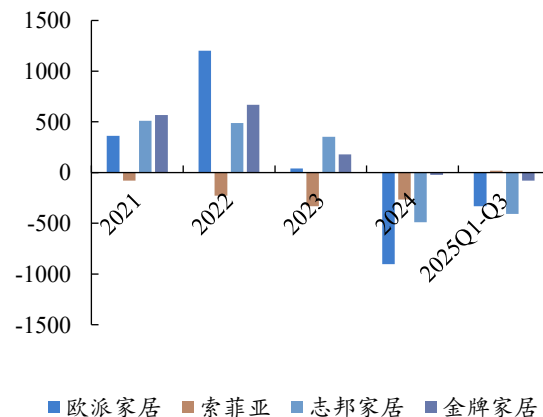
图表10：二线品牌零售渠道历年增长率（%）



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：国补一定程度退坡业绩承压，大宗渠道拖累明显

## 1.1.2 盈利端：Q3盈利能力仍承压，盈利分化较显著

➤ 整体来看，25Q3定制家居多数企业归母净利润同比下滑，预计主因国补一定程度退坡且行业内竞争较为激烈。毛利率与净利率方面，定制家居整体净利率水平仍有下滑，但龙头企业韧性较为显著，如欧派、索菲亚等仍保持较高利润率水平。定制家居盈利端继续分化，预计主因一方面零售渠道规模经营差异，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，业内分化进一步加剧。

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	2025Q3
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%	-21.79%
索菲亚	-8.86%	32.93%	15.63%	18.40%	58.59%	0.97%	-21.16%	45.49%	-92.69%	-23.01%	1.44%
尚品宅配	4.92%	6599.05%	-5.57%	-20.06%	9.22%	-159.94%	-112.31%	-266.53%	55.09%	-115.77%	114.39%
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%	-70.09%
金牌厨柜	8.18%	-29.86%	24.79%	11.77%	11.16%	-24.35%	-44.22%	-36.61%	-4.16%	-13.01%	-97.88%
好莱客	-70.66%	-13.96%	-63.35%	-22.38%	5.35%	-55.55%	-50.79%	-126.73%	-82.60%	-30.40%	-85.40%
我乐家居	-50.66%	97.78%	75.65%	-93.56%	185.75%	-50.31%	-62.62%	1296.40%	111.42%	97.25%	29.20%
皮阿诺	-120.70%	-10.80%	-44.05%	-42.30%	-112.27%	-65.30%	-87.02%	-1673%	51.66%	-168.02%	34.18%

图表14：定制家居单季度毛利率

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
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%	38.80%
索菲亚	33.25%	35.74%	36.76%	37.42%	32.62%	38.11%	35.86%	34.45%	32.61%	32.39%	36.80%
尚品宅配	30.98%	36.11%	35.22%	36.03%	27.81%	32.88%	34.18%	35.98%	35.23%	48.39%	32.50%
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%	31.50%
金牌厨柜	29.11%	27.77%	29.80%	31.16%	28.01%	25.74%	28.33%	31.81%	29.96%	26.46%	24.40%
好莱客	35.53%	36.05%	37.37%	31.47%	33.18%	36.46%	34.05%	29.47%	29.82%	35.23%	29.20%
我乐家居	40.23%	46.16%	48.12%	47.77%	44.06%	47.49%	47.72%	45.49%	45.94%	47.21%	46.50%
皮阿诺	24.43%	29.12%	31.24%	30.61%	21.77%	24.22%	24.23%	26.43%	19.46%	26.97%	26.90%

图表15：定制家居单季度净利率

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
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%	16.36%
索菲亚	5.77%	13.94%	13.76%	9.63%	8.24%	14.91%	13.78%	16.31%	0.89%	12.54%	15.32%
尚品宅配	-11.80%	2.58%	4.65%	4.36%	-11.11%	-2.10%	-0.81%	-9.54%	-5.23%	-5.17%	0.12%
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%	2.99%
金牌厨柜	5.47%	4.61%	8.53%	11.53%	5.44%	3.57%	5.41%	7.36%	5.44%	3.02%	0.12%
好莱客	3.45%	11.60%	14.31%	6.13%	3.14%	6.19%	8.85%	-2.24%	0.56%	5.01%	1.50%
我乐家居	2.51%	11.29%	18.76%	0.62%	6.74%	7.04%	9.36%	10.23%	12.64%	14.84%	11.76%
皮阿诺	-2.27%	9.10%	7.80%	5.92%	-5.19%	4.27%	1.41%	-177.12%	-3.51%	-6.80%	3.12%

# 1.1内销-定制家居：国补一定程度退坡业绩承压，大宗渠道拖累明显

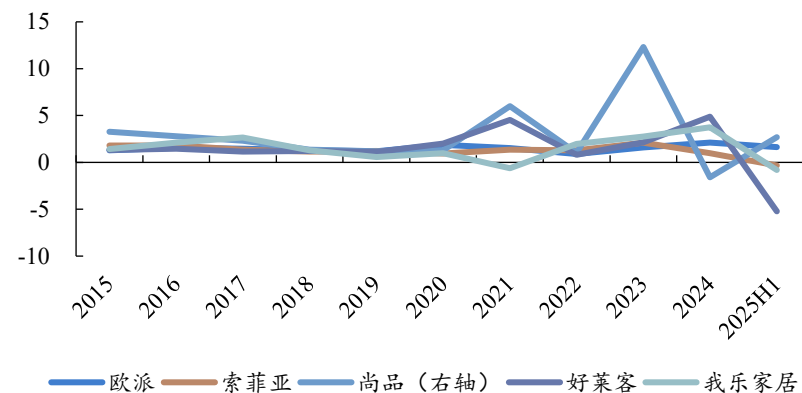
## 1.1.3 预收款及现金流：国补退坡业绩承压，景气度仍相对偏弱

- 预收款：多数定制家居企业25Q3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，预计主因国补一定程度退坡。
- 现金流：部分优质零售企业25Q3现金流表现有所改善。

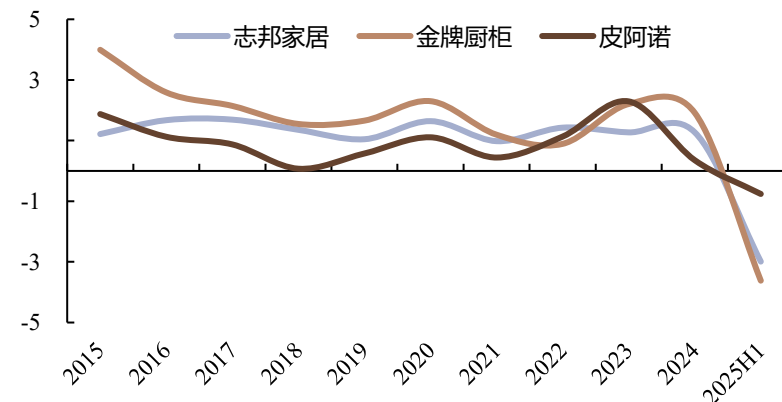
图表16：各公司预收款及同比情况（亿元）

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
一线品牌									
欧派	19.6	15.0	16.4	17.8	16.1	25.3	35.2	26.7	19.0
索菲亚	12.0	13.1	8.7	8.8	8.5	22.8	15.0	13.0	6.9
尚品	6.1	6.4	5.3	6.1	5.6	8.9	9.1	10.0	9.2
欧派yoy	-10.5%	31.1%	-21.5%	-14.2%	-17.7%	68.5%	114.7%	49.8%	18.2%
索菲亚yoy	14.9%	86.1%	-13.2%	-32.6%	-29.6%	74.7%	72.6%	48.8%	-18.9%
尚品yoy	-24.1%	3.5%	-24.6%	-18.1%	-8.5%	38.2%	70.5%	65.0%	63.4%
二线品牌									
志邦	4.2	4.7	2.4	2.6	2.7	4.5	2.7	2.3	2.4
金牌	2.8	4.4	3.0	3.8	2.6	6.5	5.5	7.0	4.0
好莱客	1.5	1.9	1.4	1.1	1.3	4.9	4.1	2.9	2.5
我乐	2.4	2.7	2.1	2.1	2.2	4.4	2.7	2.5	2.3
皮阿诺	1.6	1.8	1.6	1.4	1.7	1.1	0.9	1.1	0.9
志邦yoy	-5.0%	8.7%	-31.8%	-41.5%	-34.1%	-4.2%	9.1%	-11.7%	-13.5%
金牌yoy	-17.8%	34.7%	5.2%	-9.6%	-8.5%	47.7%	86.9%	85.5%	5.2%
好莱客yoy	1.4%	90.0%	-7.5%	-30.9%	-15.8%	150.3%	200.7%	151.0%	91.9%
我乐yoy	-9.3%	3.8%	-21.4%	-25.0%	-8.4%	66.0%	29.9%	18.4%	4.5%
皮阿诺yoy	-19.4%	31.0%	-6.5%	-9.6%	12.1%	-37.9%	-44.5%	-19.9%	-46.5%

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）

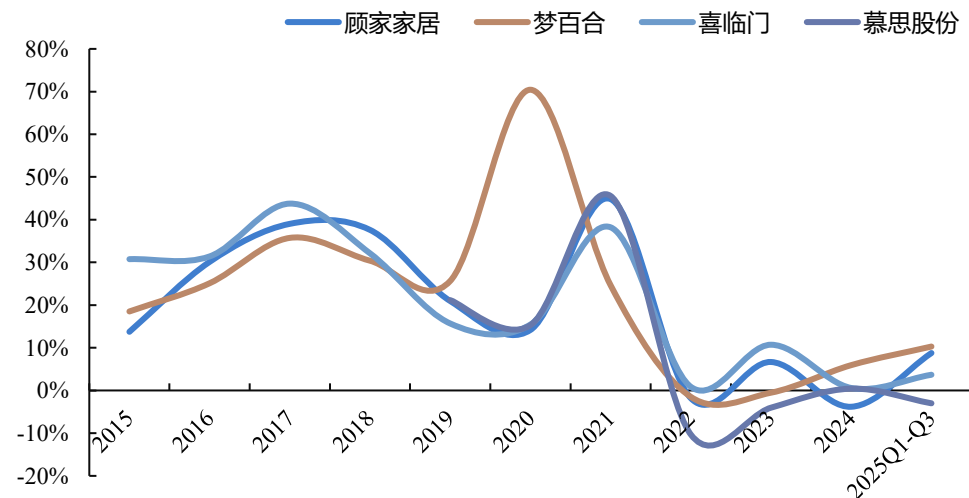


## 1.2 内销-软体家居：收入盈利均逐步修复，龙头企业 $\alpha$ 明显

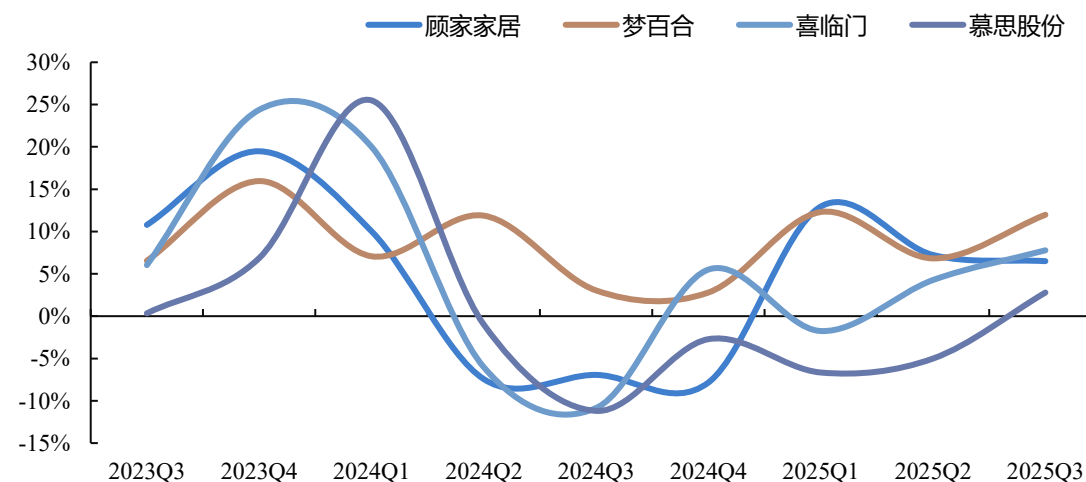
### 1.2.1 收入端：上半年国补加成显著，Q3优质企业 $\alpha$ 逐步凸显

- 整体来说，25Q3软体家居表现有所改善。但后续随着国补有一定程度的退坡，部分企业稳步增长主要是依托于自身较强的 $\alpha$ 。其中，顾家家居通过深化内贸零售改革，全链路赋能经销商，降低经销商的经营门槛，增强整体的竞争力，叠加海外较为完善的产能布局，整体收入明显逆势增长。另外，梦百合海外供应链布局完善，具备一定的产能优势，在海外降息需求有望回暖、海运费价格与原材料价格处于相对低位的背景下，收入与盈利端有望加速修复。

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

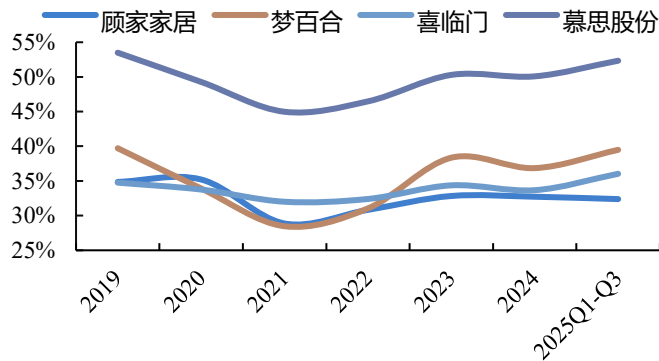


# 1.2内销-软体家居：收入盈利均逐步修复，龙头企业α明显

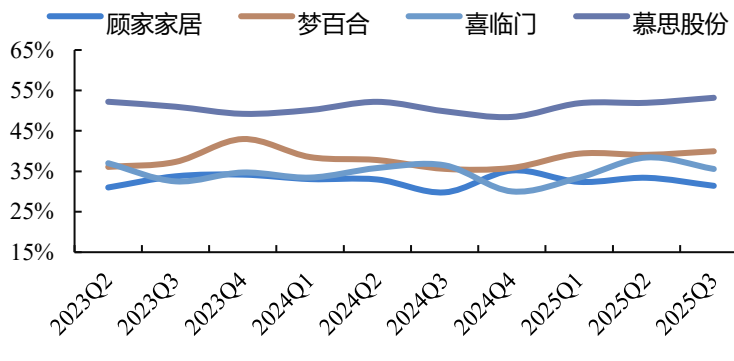
## 1.2.2 盈利端：头部企业盈利端加速修复，发展趋势向好

- 毛利率方面，随着各企业工厂产能利用率、供应链管理降本增效以及原材料价格处于相对低位，部分企业盈利表现边际修复，2025Q1-Q3顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比+0.50/+2.25/+0.68/+1.53pct至32.4%/37.2%/35.3%/50.8%。2025Q3顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比+1.62/+4.35/-0.91/+3.33pct至31.4%/40.0%/35.6%/53.2%。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，25Q1-Q3顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比+0.6/+5.0/+0.0/-1.1pct至10.7%/2.3%/6.4%/12.4%。2025Q3顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比+0.79/+12.08/-1.00/-3.54pct至10.4%/1.8%/6.1%/8.4%。

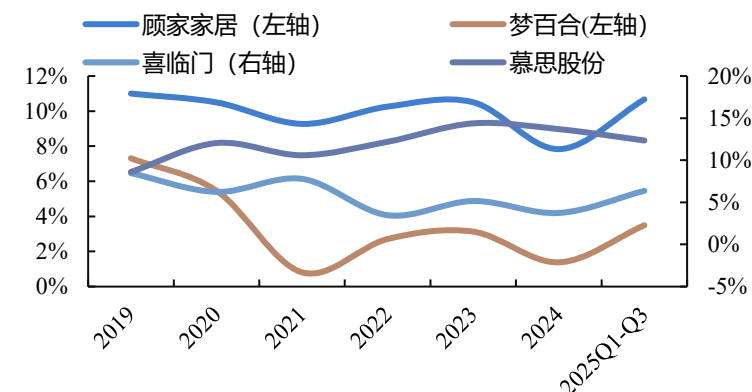
图表21：软体家居历年毛利率



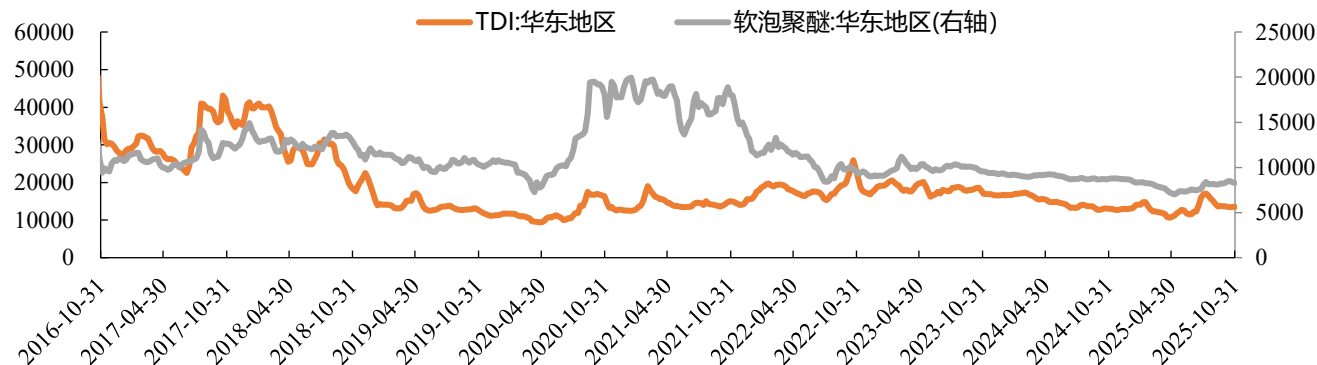
图表22：软体家居历年单季度毛利率



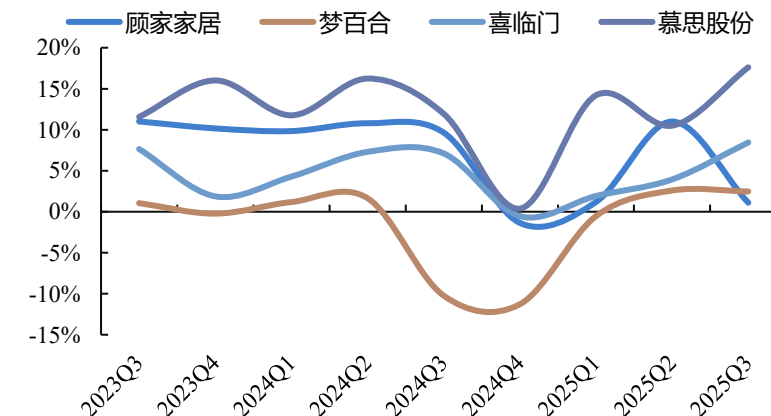
图表24：软体家居历年净利率



图表23：软体家居原材料价格（元/吨）



图表25：软体家居历年单季度净利率

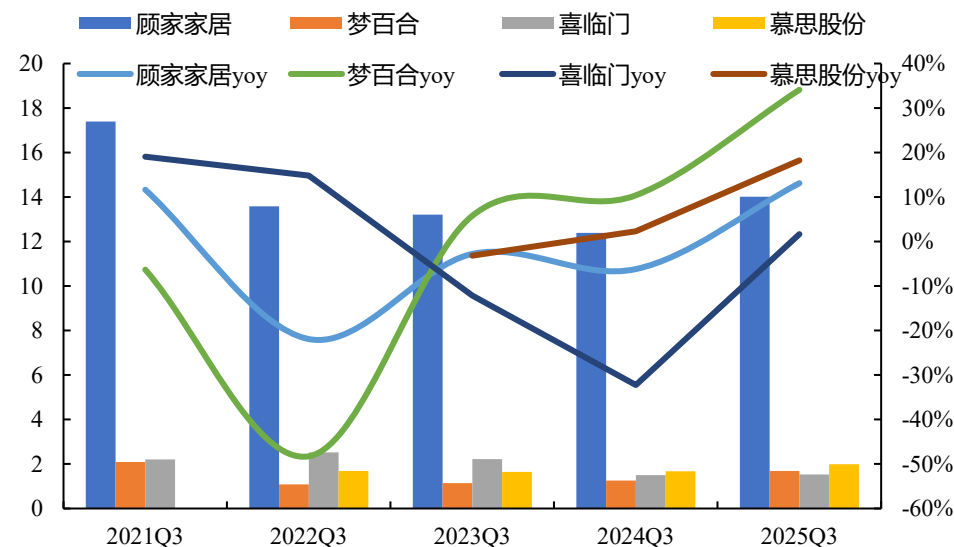


## 1.2内销-软体家居：收入盈利均逐步修复，龙头企业 $\alpha$ 明显

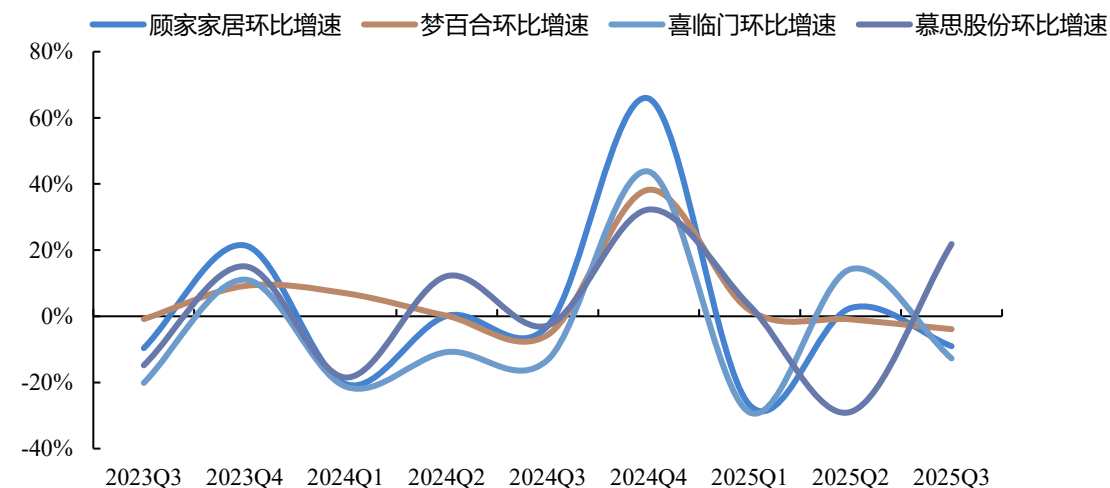
### 1.2.3 预收款：预收款表现逐步分化，行业景气度仍相对不足

- 预收款方面，25Q3顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份预收款分别环比-9.0%/-3.0%/-12.8%/+21.8%至14.01/1.69/1.53/1.98亿元。各企业预收款有所分化，板块未现全面改善。其中慕思股份预收款表现较好，显著体现自身 $\alpha$ 。

图表26：软体家居历年Q3预收款同比增长（亿元，%）



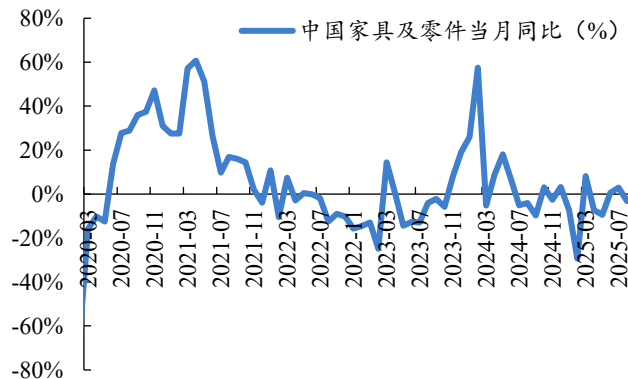
图表27：软体家居预收款（分季度）环比增长（%）



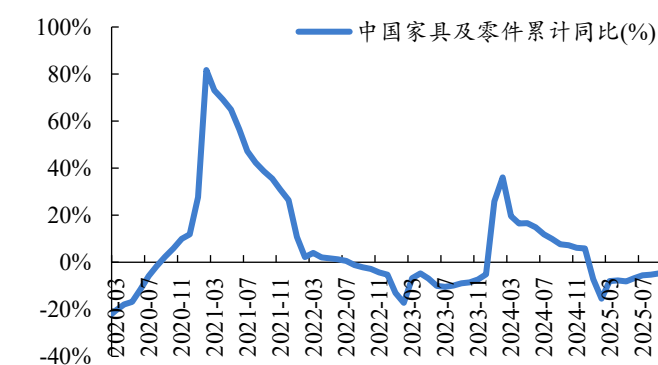
## 1.3外销家居：出口整体具备韧性，板块内部分化优质企业α明显

- 现状：2025Q3家具及零件累计出口具备韧性，9月中国家具及零件出口金额（美元计价）当月同比+0.4%，25Q1-Q3中国家具及零件累计出口金额同比-4.8%，降幅相对收窄。
- 分品类来看，25Q3家具品类中沙发品类中带软垫的金属框架坐具表现优异，多数品类受外部关税扰动承压明显。后续随着美国降息，海外需求有望回暖，利好出口企业业绩回暖。

图表28：25年9月中国家具及零件出口金额当月同比+0.4%



图表29：25Q1-Q3中国家具及零件累计出口金额同比-4.8%



图表30：24年7月-25年9月中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

		2025年9月	2025年8月	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
家具产品																
办公椅	木制的可调高度的转动坐具	-22.03%	-31.56%	15.56%	30.50%	13.47%	18.49%	25.03%	-50.05%	-1.38%	4.46%	30.21%	3.64%	14.38%	36.82%	29.58%
	非木制可调高度的转动坐具	1.15%	-8.87%	-4.96%	-7.84%	-12.05%	-0.99%	10.56%	-28.81%	-10.25%	-0.84%	-6.01%	3.79%	-17.06%	-1.67%	-3.83%
沙发	带软垫的木框架坐具	-12.85%	-15.03%	-13.00%	-16.75%	-23.87%	-21.36%	-1.58%	-29.73%	-11.19%	-12.43%	-14.71%	-4.19%	-12.03%	-5.78%	-2.14%
	带软垫的金属框架坐具	8.69%	16.31%	28.47%	27.02%	10.06%	16.79%	35.39%	0.49%	2.52%	15.70%	12.80%	10.54%	14.26%	11.12%	23.67%
床垫	弹簧床垫	-3.47%	-4.95%	2.04%	-2.92%	-15.00%	-14.66%	2.62%	-33.22%	-10.88%	4.58%	-7.20%	-3.71%	-15.68%	-11.73%	-15.46%
	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面	-0.74%	-8.18%	-12.15%	-13.46%	-14.06%	-6.22%	5.07%	-22.14%	5.20%	2.82%	7.39%	15.94%	1.94%	21.23%	20.43%
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品	-9.01%	-17.44%	-14.25%	-24.13%	-17.85%	-13.07%	-0.30%	-26.46%	-6.76%	0.77%	-15.51%	-0.62%	-17.63%	-4.43%	-0.62%
其他轻工产品																
保温瓶	保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外	-0.09%	-15.86%	-6.05%	-6.10%	-8.68%	7.34%	29.59%	-27.46%	21.19%	16.75%	12.02%	20.74%	-0.93%	22.55%	12.98%
塑料餐饮具	塑料制餐具及厨房用具	-6.15%	-10.49%	-3.36%	-3.02%	-11.94%	-8.62%	10.68%	-28.21%	0.12%	2.32%	0.95%	8.70%	-2.29%	-0.30%	-0.06%
宠物牵引绳	各种材料制成的鞍具及挽具，适合各种动物用	-10.98%	-19.94%	-10.08%	-13.24%	-5.82%	-12.39%	-15.35%	-41.20%	0.64%	-9.69%	-7.12%	5.20%	-13.19%	-0.80%	-3.79%
宠物食品	零售包装的狗食或猫食饲料	-7.00%	-15.85%	-3.85%	-21.16%	-0.39%	-6.12%	15.97%	-1.95%	14.12%	14.70%	17.06%	27.82%	11.16%	33.97%	20.76%
人造草坪																
人造草坪	其他化学纤维制簇线人造草皮	1.15%	9.33%	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%
	其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	-14.30%	-13.07%	-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%



# 1.3外销家居：出口整体具备韧性，板块内部分化优质企业α明显

- 具体公司来看，25Q3中国家具出口表现板块内部差异逐步显著，优质企业α依然明显，25Q3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，在外部关税扰动、原材料成本、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，25Q3利润率同比进一步提升。

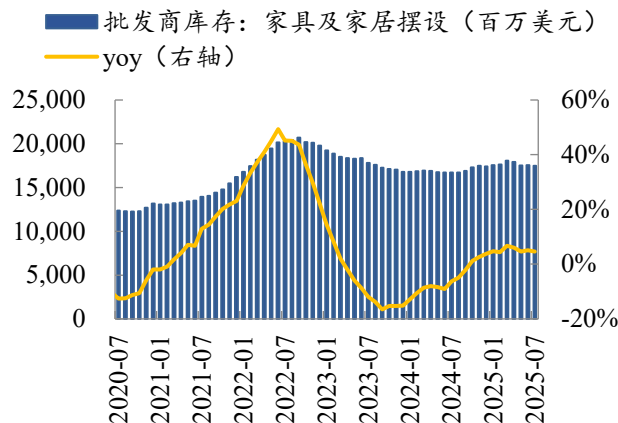
图表31：外销家居上市企业25年业绩统览（亿元）

单位：亿元	25年Q1-Q3营收同比	25年Q1-Q3归母净利同比（%）	25年Q1-Q3扣非归母净利同比（%）	25年Q3营收同比	25年Q3归母净利同比（%）	25年Q3扣非归母净利同比（%）
梦百合	10.3%	205.2%	191.8%	12.0%	122.5%	116.1%
中源家居	0.0%	-802.5%	-730.4%	-2.7%	-1236.1%	-1201.0%
麒盛科技	0.1%	-2.7%	-11.9%	0.1%	-37.4%	-21.6%
浙江正特	32.3%	43.9%	23.4%	11.5%	-84.3%	-48.2%
匠心家居	35.8%	52.6%	59.4%	29.3%	55.1%	45.6%
浙江自然	3.5%	12.1%	-6.2%	-30.4%	-40.6%	-68.2%
恒林股份	8.7%	4.8%	1.3%	4.4%	111.7%	110.3%
永艺股份	2.7%	-14.8%	-17.5%	-3.3%	-40.2%	-43.5%
松霖科技	-15.5%	-50.5%	-57.3%	-4.3%	-34.1%	-38.9%
建霖家居	-1.4%	-12.1%	-18.4%	0.2%	-19.9%	-24.7%
玉马遮阳	0.5%	-13.7%	-14.9%	-0.3%	-12.8%	-18.0%
西大门	10.4%	1.2%	-4.7%	3.7%	0.7%	-3.2%
天振股份	125.1%	301.1%	247.9%	84.0%	476.0%	379.2%
海象新材	-9.7%	5439.9%	1598.6%	-4.8%	772.1%	4793.5%
嘉益股份	-7.9%	-30.8%	-32.6%	-47.7%	-70.6%	-72.4%
哈尔斯	2.9%	-55.5%	-54.3%	-11.2%	-90.9%	-88.7%
乐歌股份	21.9%	-36.3%	-19.9%	9.9%	-62.0%	2.0%
致欧科技	6.2%	-2.1%	11.0%	1.5%	-23.3%	-36.0%

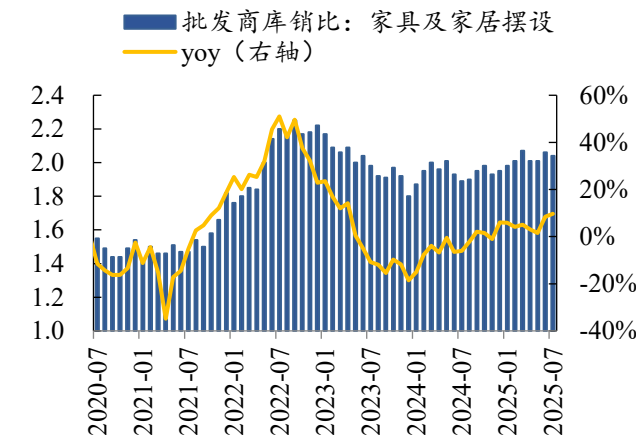
# 1.3外销家居：出口整体具备韧性，板块内部分化优质企业α明显

- 展望：美国已开启降息通道，25年8月新建住宅销售已现回暖迹象。
- 25年7月美国家具产品批发商库存金额同比+4.62%，库销比同比+9.68%，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8月和9月美国成屋销售下跌，但降幅收窄，分别同比+1.78/+4.10pct达到400/406万套。25年新建住宅销售7月同比-6.48pct达到66.4套，而25年8月同比已回正，同比15.44pct达到80万套。后续期待美国降息进一步驱动家具需求，根据CME统计12月美国降息概率为64.8%，期待后续降息后美国家具需求提振。

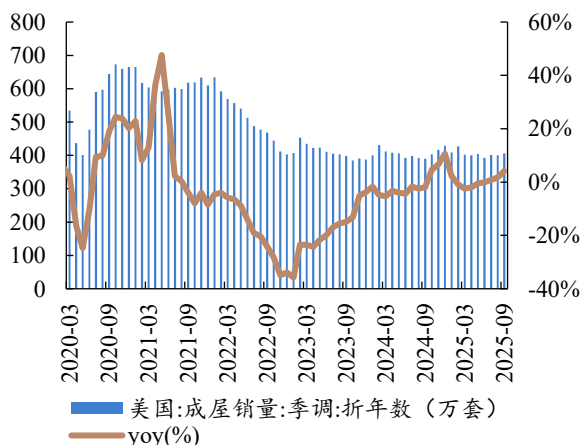
图表32：25年7月美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速（百万美元，%）



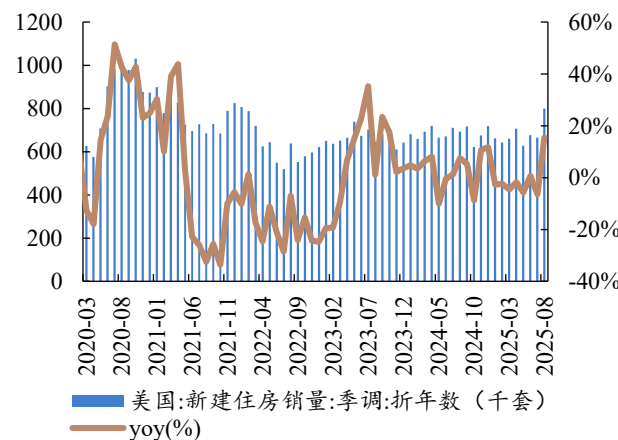
图表33：25年7月美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速



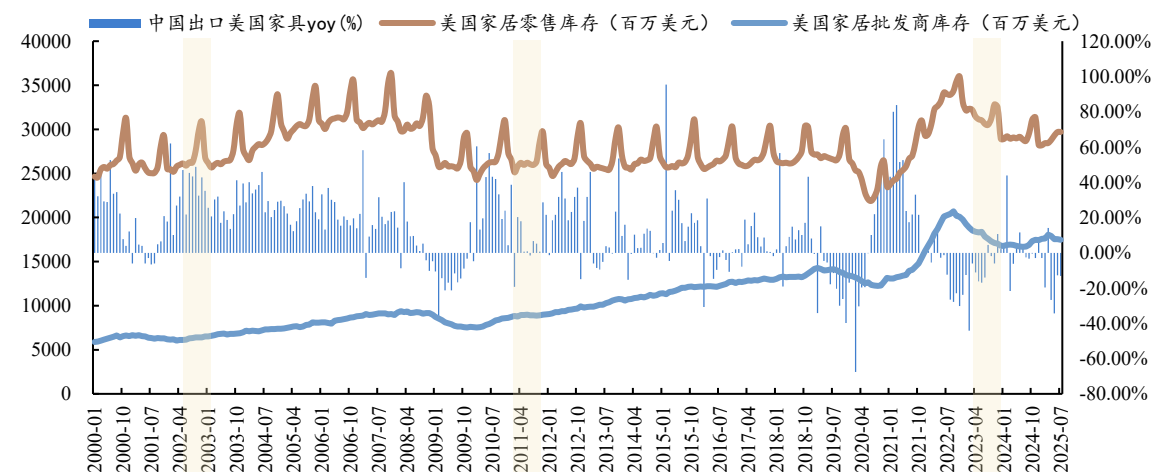
图表34：美国25年9月成屋销售套数（折年数）同比+4.10%(万套)



图表35：美国25年8月新屋销售套数（折年数）同比+15.44%（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：内销关注兼具业绩增长确定性与高股息支撑龙头，外销关注具备成长逻辑或海外产能优势的企业

- 内销方面，9月家具社零当月同比+3.0%，增速相比8月略有放缓，家具类、文娱类零售额保持增长，但增幅较8月有一定收窄。房地产方面，房地产开发投资完成额和住宅销售面积同比降幅扩大，住宅新开工面积降幅小幅度收窄，住宅竣工面积同比跌幅显著收窄。期待后续更多房地产政策的逐步落地叠加更多家居更新需求的释放，家居中期需求无需过于悲观，而企业增长所需能力要求越发提升。
- 外销方面，目前美国关税风险相对可控，而且大部分家居龙头企业已在东南亚等国布局较成熟产能，可部分承接对美出口需求，产能优势叠加优质产品力一定程度上可抵消美国加征关税的部分影响，部分头部企业已显现极强 $\alpha$ 。
- 整体来看，国内需求无需过于悲观，内需家居板块基本面及估值均已处底部，建议重点关注后续在“存量时代”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，如索菲亚（总部组织+渠道架构合理清晰，支撑后续大家居发展，估值修复空间较大）、顾家家居（25Q3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）、欧派家居、慕思股份、志邦家居、敏华控股等。外销板块，建议关注匠心家居（家居出口优质企业，后续有望受益美国降息，店中店模式正在加速推进，成长空间有望打开）、致欧科技、乐歌股份、恒林股份等。

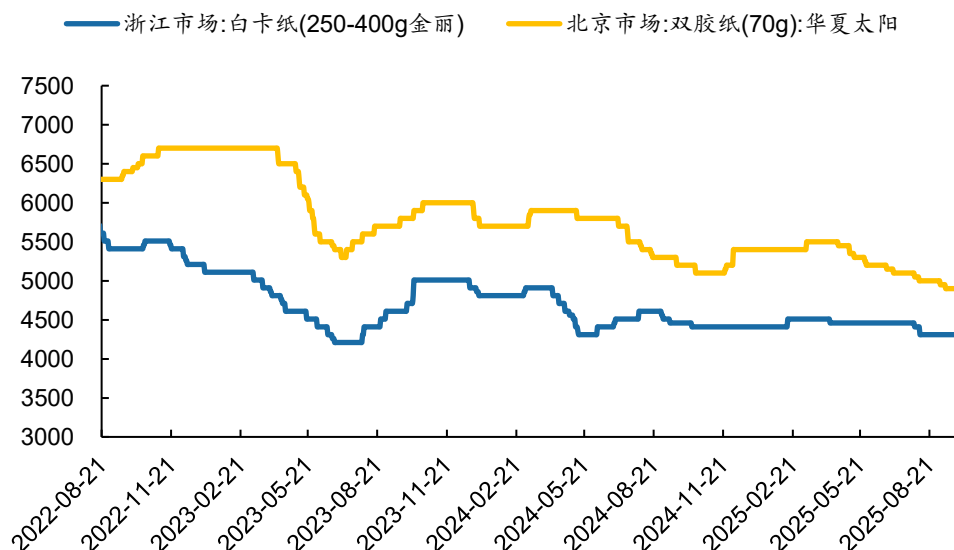


# 02 造纸包装：价格已呈企稳态势，静待行业盈利拐点来临

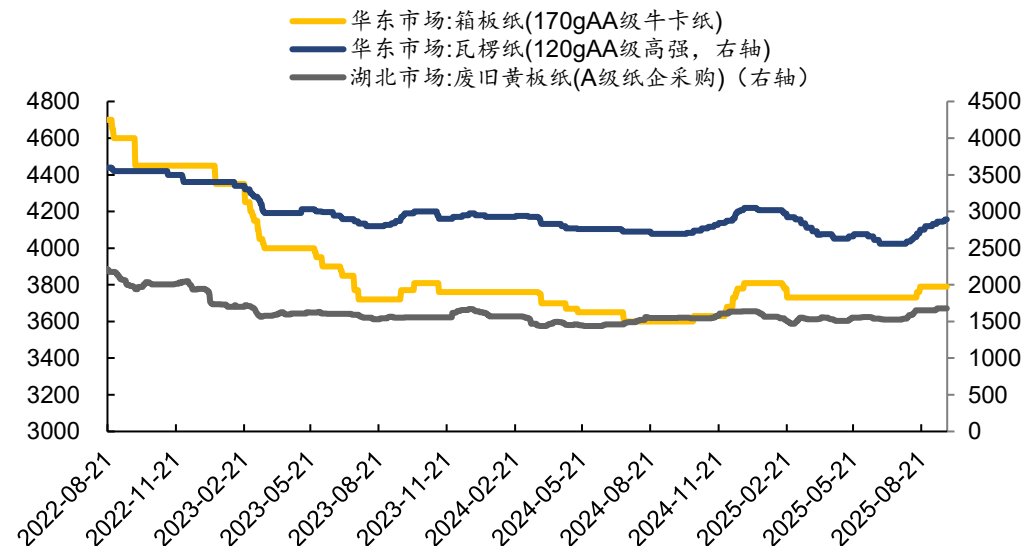
## 2.1 造纸行业回顾：Q3纸价已处底部，各企业表现有分化

- 回顾25Q3造纸板块表现，在经历了25H1价格充分下探至底部区间后，上游浆厂在盈利压力下主动缩减供给规模，下游用纸需求逐步恢复，叠加前期新投产的纸浆产能对浆价的冲击已充分显现，25Q3纸浆及成品纸价格多呈现底部企稳态势。
- 纸浆方面，25Q3国产新增产能已集中投放完毕，进口纸浆规模虽仍处高位但较25Q2已有所回落，国内主流港口纸浆库存在达到年初的高点后变呈现震荡去库态势，下游纸厂采购需求有所恢复，推动25Q3国内纸浆价格已逐步企稳。
- 成品纸方面，25Q3国内成品纸价格整体跟随纸浆成本端走弱，但不同品类受供需结构影响，跌幅存在显著差异。文化纸下游包装印刷需求持续疲软，叠加行业新增产能投放较多，整体开工率持续下降，价格承压明显导致行业盈利空间明显收窄，进一步弱化价格支撑。包装纸企业主动提价部分缓解成本压力且9月以来包装需求恢复，带动瓦楞箱板纸价格有所回升，整体盈利表现略优于文化纸。生活用纸行业供给过剩问题相对突出，且下游需求偏刚性短期难有实质增长，导致25Q3生活用纸价格仍呈下降态势。

图表：浆纸系价格复盘



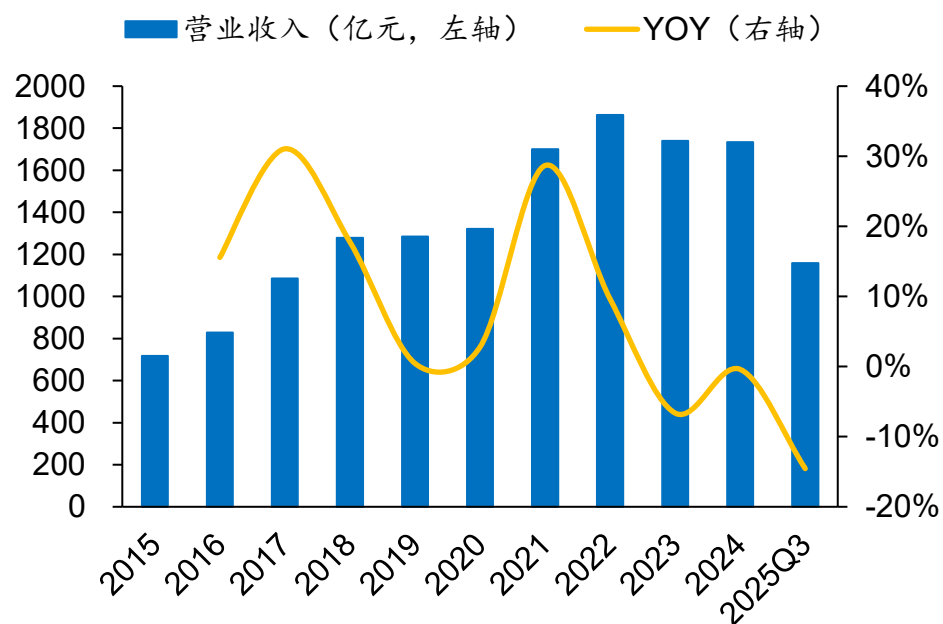
图表：废纸系价格复盘



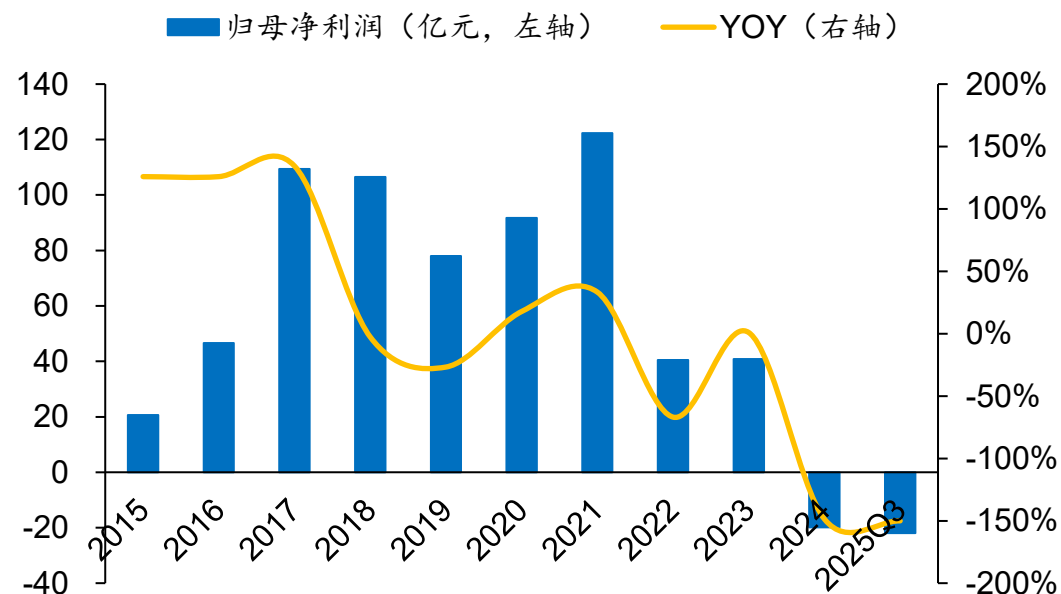
## 2.1造纸行业回顾： Q3纸价已处底部， 各企业表现有分化

- 根据我们跟踪的13家重点造纸公司业绩表现，25Q1-Q3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，板块整体业绩分化较明显。其中浆纸系/废纸系/特种纸归母净利润同比分别-1572.4%/+438.3%/-7.5%，主因个别纸企如晨鸣纸业等净利润大幅下降，拖累浆纸及整体造纸板块表现欠佳。板块整体盈利水平自21H2以来进入下行周期，23Q3起伴随浆价企稳进入盈利修复通道。25Q3纸浆价格已现企稳迹象，造纸板块盈利表现同比虽仍下滑但环比已有一定回升，25Q3浆纸/废纸/特种纸单季度净利率分别为-7.0%/-3.9%/-4.4%，环比分别+0.1/-4.6/+0.6pct。

图表：重点造纸企业营收及同比增速



图表：重点纸企净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所



## 2.1造纸行业回顾： Q3纸价已处底部， 各企业表现有分化

➤ 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。

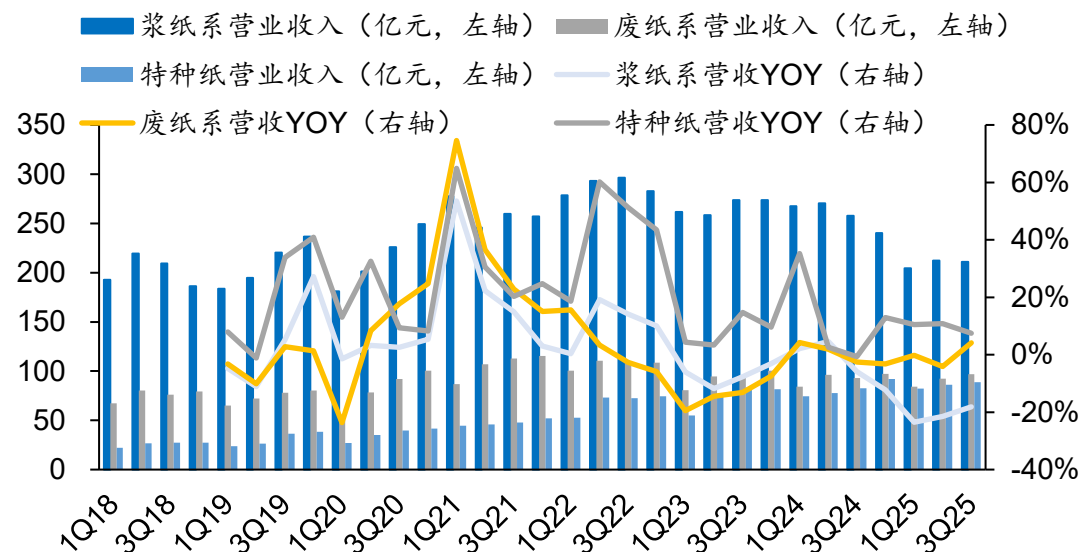
➤ 特种纸：部分细分纸种格局更优&盈利中枢更高，但受消费降级等影响价格支撑不强盈利回落，例如热转印/装饰原纸等。头部特种纸企业由于对上游的布局较大宗纸企更晚，前期采取原料的战略性囤货平滑木浆成本的快速上行，目前木浆价格处于低位震荡区间，利好特种纸企盈利修复。由于特种纸的定价周期比大宗纸更长、且装饰纸、格拉辛纸等格局较为集中，预计本轮特纸板块头部企业盈利弹性修复更优。1) 供给侧：龙头针对部分纸种积极投产扩大市场份额，低成本环境下短期或造成价格压力；2) 成本侧：仙鹤、五洲等特种纸龙头加快浆纸一体化建设，中期角度亦有望减弱成本端波动。

➤ 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。

图表：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																							
	1020	2020	3020	4020	1021	2021	3021	4021	1022	2022	3022	4022	1023	2023	3023	4023	1024	2024	3024	4024	1025	2025	3025	4025
太阳纸业	1.11	1.24	1.11	0.71	1.08	1.04	1.08	1.02	1.12	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	0.96	
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	0.78	
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	0.71	
岳阳林纸	0.74	0.69	0.79	0.73	0.65	0.74	0.76	1.06	1.08	0.82	0.97	0.67	0.92	0.84	1.01	0.86	0.66	0.77	0.80	1.43	1.12	0.91	1.02	
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	0.73	
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	0.89	
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	0.91	
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	0.76	
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	0.73	
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	1.11	
民丰特纸	0.92	1.51	0.91	0.19	1.06	1.23	0.66	0.35	0.83	1.06	0.76	0.15	0.73	1.26	1.09	0.39	0.66	1.17	1.25	-0.72	0.85	1.11	1.08	
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	0.62	
五洲特纸	0.83	1.13	0.72	1.18	1.02	1.00	0.71	1.34	0.83	0.74	0.94	0.76	0.99	0.98	0.79	0.73	0.91	0.89	0.66	1.43	1.05	1.04	0.98	
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	0.69	
恒丰纸业	0.84	0.87	1.02	0.57	0.53	1.06	1.05	0.99	0.61	0.70	1.14	1.14	0.91	1.05	0.82	1.13	0.92	0.81	0.68	1.29	0.95	1.08	0.94	
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	0.83	
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	1.11	

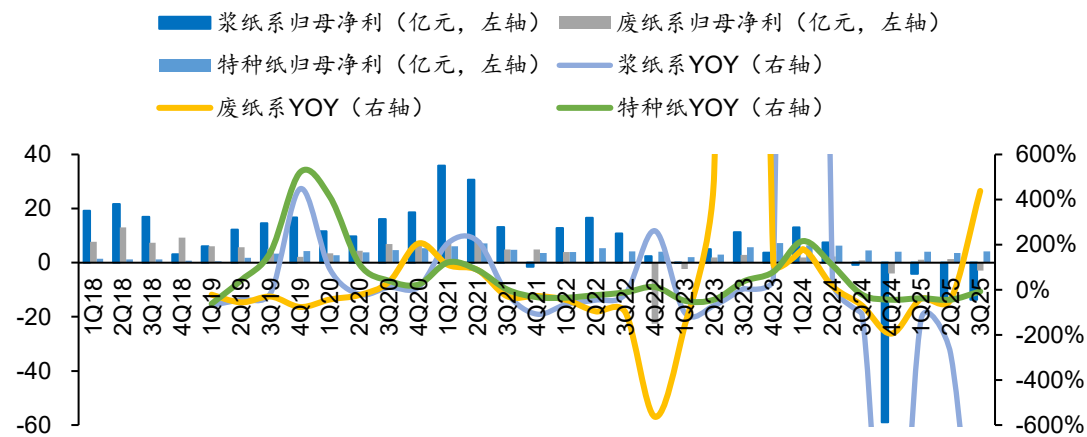
图表：分纸种季度收入及同比增速



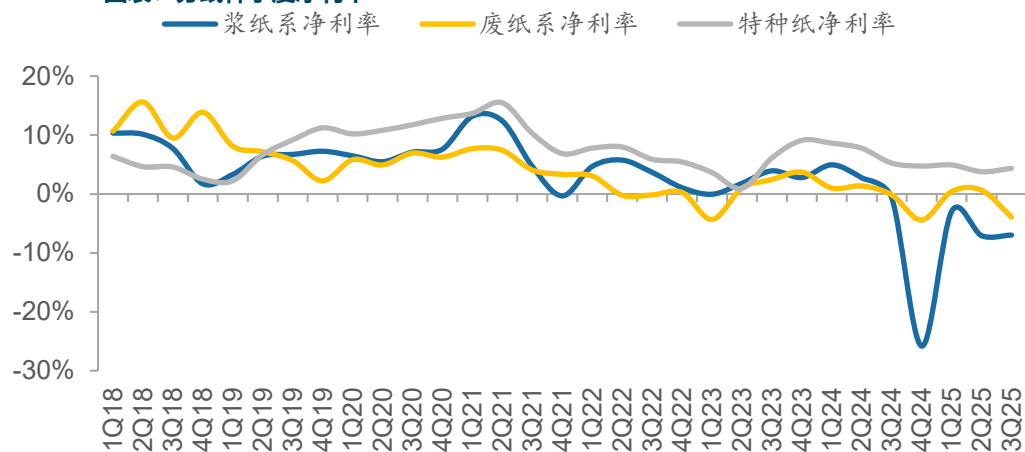
来源：Wind，国金证券研究所

## 2.1 造纸行业回顾：Q3纸价已处底部，各企业表现有分化

图表：分纸种季度净利润及同比增速



图表：分纸种季度净利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表：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	3Q25
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%	14.07%
	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%	-37.40%
	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%	9.25%
	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%	9.24%
	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%	6.70%
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%	11.49%
	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%	1.15%
	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%	4.88%
	景兴纸业	18.45%	16.57%	13.04%	12.57%	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%	4.95%	5.86%	9.32%	18.05%	18.01%	17.39%	14.58%	12.83%	14.60%	2.89%
	民丰特种	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%	15.99%
特种纸	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%	12.51%
	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%	7.63%
	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%	6.22%
	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%	17.74%
	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%	16.27%
	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%	11.52%
	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%	14.59%

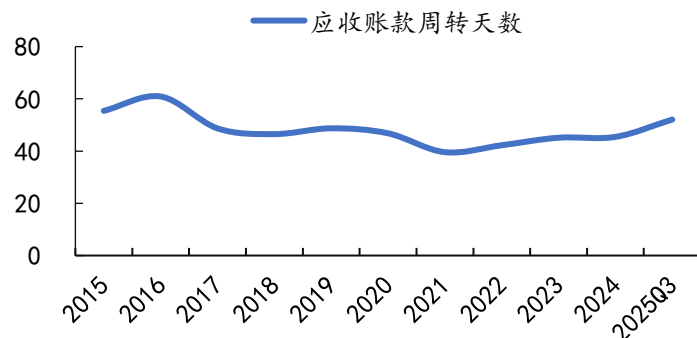
图表：重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
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%	7.75%	6.74%	6.59%	8.97%	9.72%	7.35%
	ST晨鸣	12.21%	11.77%	0.72%	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-5.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%	-240.42%	-206.92%	-193.61%	-181.42%
	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%	0.64%
	岳阳林纸	8.53%	7.45%	2.57%	-2.82%	7.50%	8.05%	6.87%	4.27%	3.49%	0.77%	0.75%	0.00%	4.16%	-8.00%	-2.94%	8.76%	2.27%	3.96%	1.03%
	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%	1.25%	3.29%	2.44%	-0.60%	-4.42%	1.81%	0.21%	0.12%
废纸系	荣晟环保	15.38%	11.43%	6.68%	13.85%	13.14%	3.94%	4.37%	5.25%	15.07%	13.06%	11.67%	7.94%	16.66%	14.68%	13.55%	6.55%	13.23%	8.42%	10.21%
	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%	-3.04%	-2.19%
	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%	0.34%	0.01%	-4.78%
	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%	-1.80%	5.48%	-0.87%
	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%	9.94%
特种纸	民丰特种	4.16%	4.49%	6.62%	0.70%	4.09%	1.16%	-0.84%	-0.18%	0.88%	3.00%	2.94%	4.32%	8.58%	3.95%	3.30%	3.73%	1.70%	3.31%	1.14%
	齐峰新材	10.24%	6.10%	0.69%	0.75%	2.48%	-0.55%	-0.75%	-0.25%	5.41%	11.08%	8.40%	5.98%	6.46%	-0.28%	0.78%	2.20%	5.44%	4.68%	
	五洲特纸	14.84%	16.98%	5.65%	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%	3.34%	2.61%	2.60%
	冠豪高新	4.23%	7.68%	5.73%	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	-8.46%	-4.32%	2.16%	2.16%	0.21%	-1.81%	6.41%	0.04%	-4.97%	-3.80%
	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%	8.12%
	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%	7.82%	7.89%	5.77%	-5.23%	5.94%	7.22%	8.46%
	华旺科技	15.36%	17.24%	14.93%	13.67%	14.82%	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%	6.36%

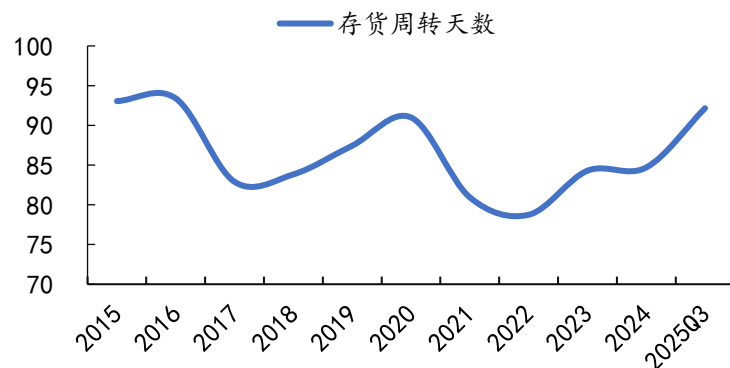
## 2.1造纸行业回顾： Q3纸价已处底部， 各企业表现有分化

- **存货水平上升明显， 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， 以企强化对上游原材料的掌控能力， 进一步拓宽盈利空间。 展望后续， 随着纸浆价格的逐步企稳回升， 纸企前期储备的低生产成本纸浆将逐步投向市场， 在缓解库存压力的同时有望直接增厚企业盈利空间。

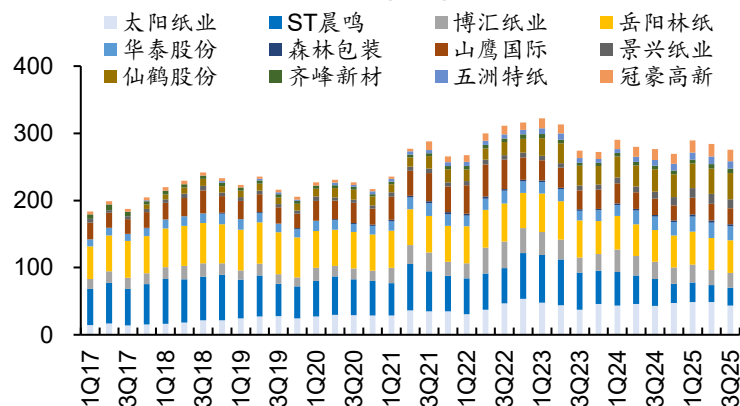
图表：重点纸企应收账款周转天数



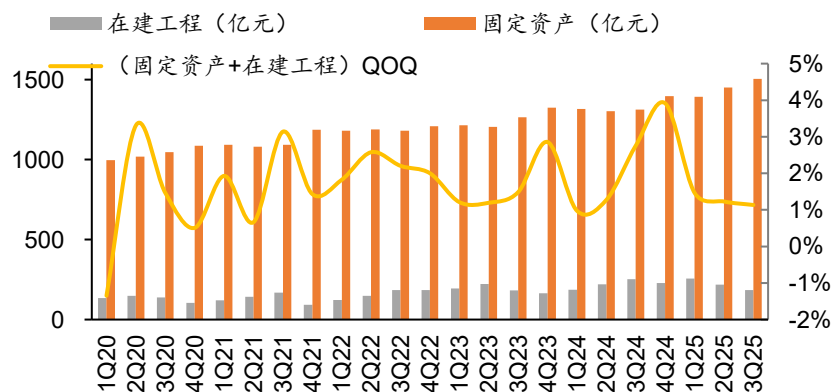
图表：重点纸企存货周转天数



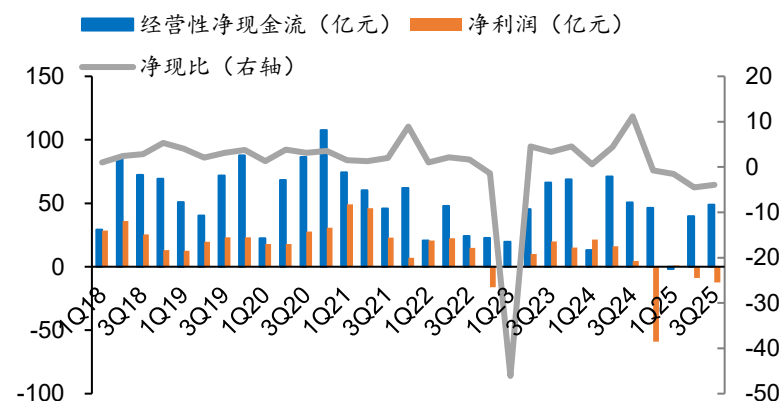
图表：重点纸企3Q账面存货（亿元） 环比持续下行



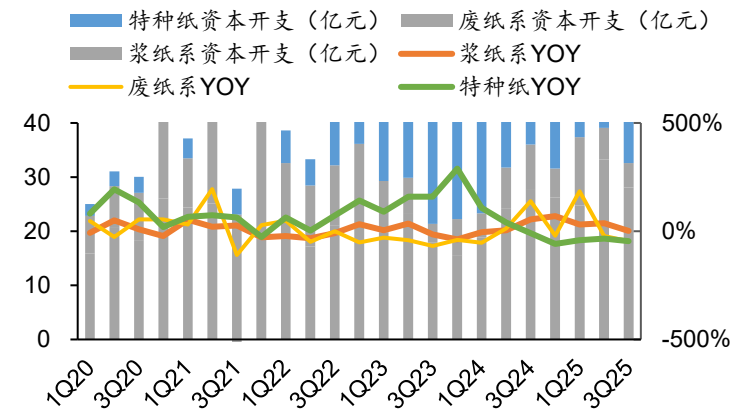
图表：重点纸企固定资产增速放缓



图表：重点纸企经营性现金流与净利润



图表：重点纸企分季度资本开支及同比增速



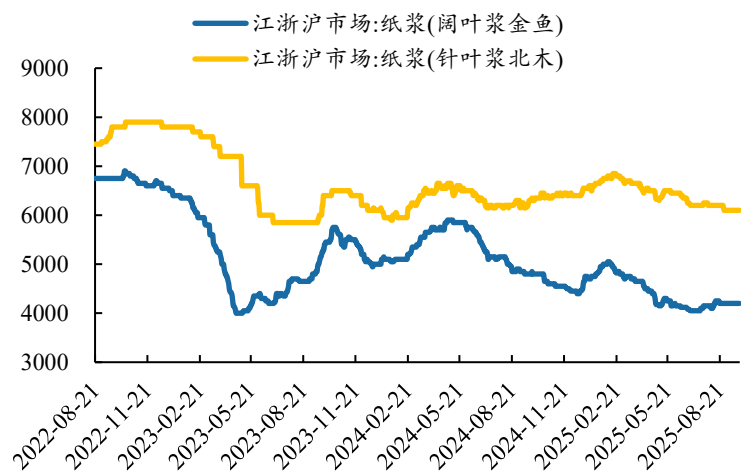
来源：Wind，国金证券研究所



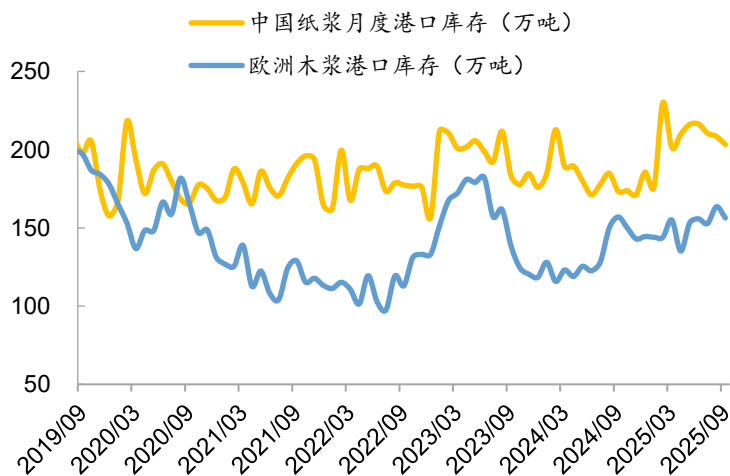
## 2.2 造纸行业展望：浆纸价格有望企稳回升，盈利有望逐步改善

➤ **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10月30日，国内阔叶浆报价4250元/吨，较2024年均价下降17.42%，年初以来阔叶浆价格持续保持低位运行，25Q3价格下降幅度已有所收窄。截止9月底，国内纸浆主流港口库存环比-5.1万吨至203.3万吨，纸浆库存虽仍处高位但已呈现震荡去库的态势。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。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。且在造纸反内卷等因素影响下，预计未来造纸行业内部低端产能将持续出清，叠加头部纸企持续完善林浆纸一体化布局优势、强化造纸全链条掌控能力，造纸行业供给侧有望迎来一定程度的格局重塑。

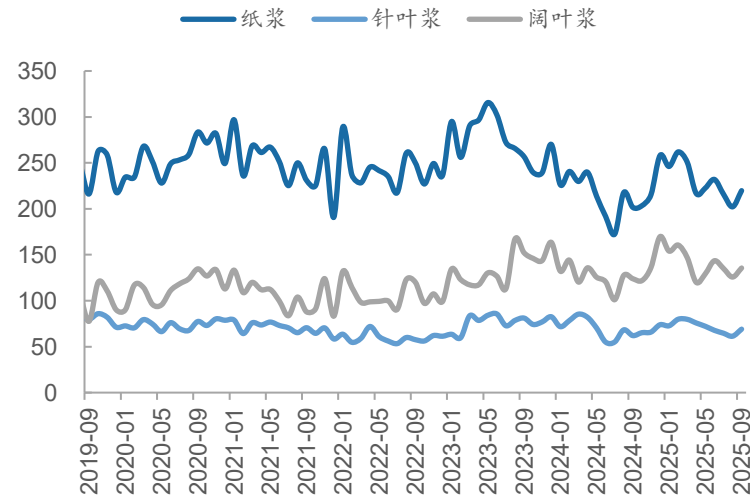
图表：25Q3木浆价格已呈企稳态势



图表：25Q3纸浆库存小幅下降



图表：25Q3国内进口纸浆库存小幅下降（单位：万吨）

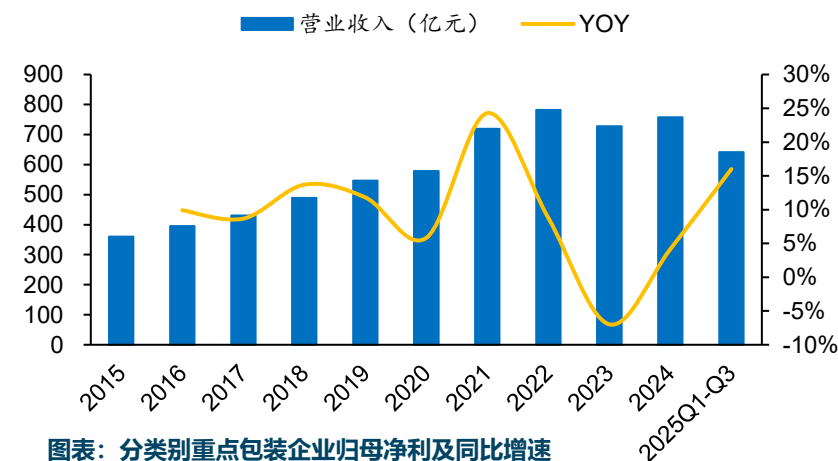




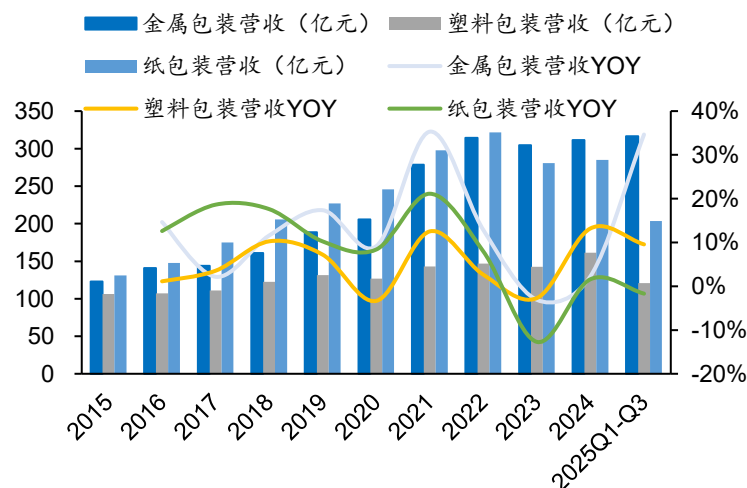
## 2.3包装：下游需求相对稳健，盈利表现环比有所提升

- 受益于下游包装需求相对稳健，及行业内并购整合带来的竞争格局的优化，25Q3包装行业整体实现稳定增长。2025Q1-Q3，重点包装企业实现营收641.1亿元，同比+16.0%。其中金属包装/塑料包装/纸包装板块分别实现营收316.4/120.9/203.7亿元，同比分别+34.7%/+9.6%/-1.7%，除纸包装小幅承压外，金属及塑料包装板块均保持较好增长态势。
- 2025Q1-Q3，重点包装企业实现归母净利45.5亿元，同比+20.4%。其中金属包装/塑料包装/纸包装分别实现归母净利15.0/12.9/17.5亿元，同比分别+19.0%/+52.9%/+5.0%。

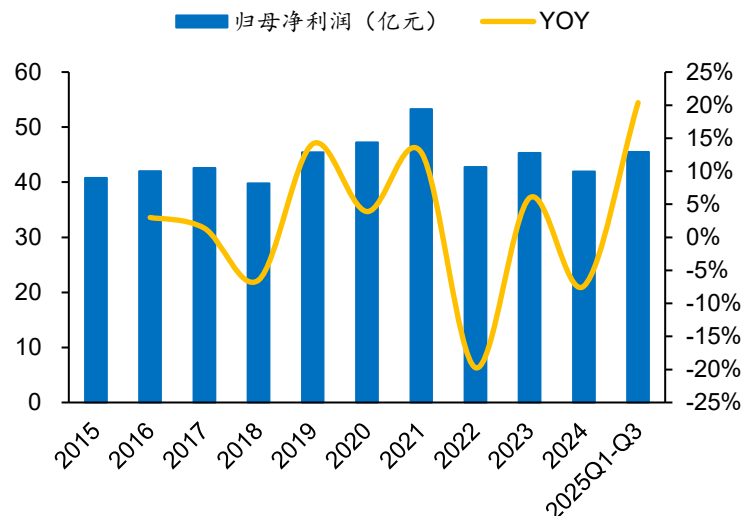
图表：重点包装企业营收及同比增速



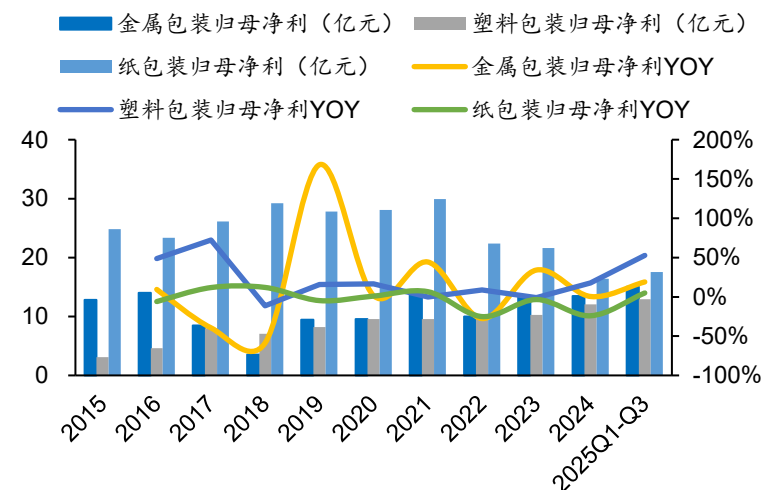
图表：分类别重点包装企业营收及同比增速



图表：重点包装企业归母净利润及同比增速



图表：分类别重点包装企业归母净利润及同比增速

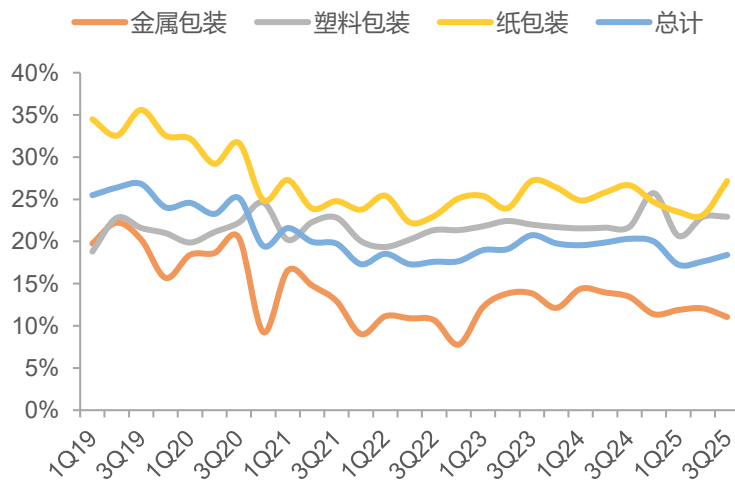


## 2.3包装：下游需求相对稳健，盈利表现环比有所提升

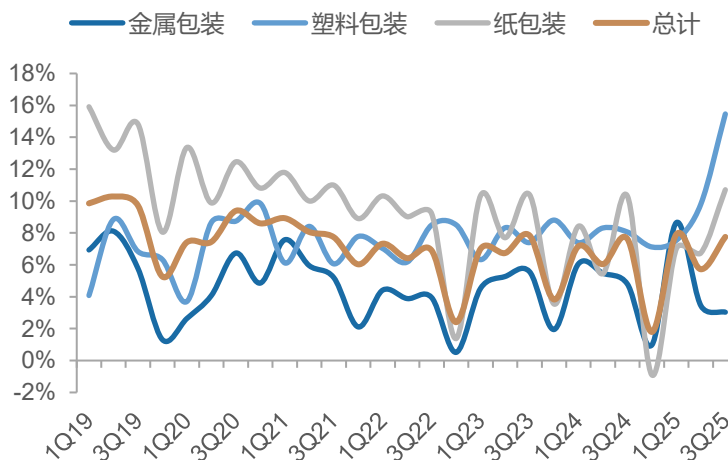
➤ 下游需求相对稳健，为包装企业盈利能力的提升提供稳健基础。25Q1-Q3，粮油食品/服装鞋帽针纺/日用品/家电类社零同比增速分别为+12.7%/+3.8%/+9.6%/+29.9%，其中25Q3增速分别为+7.5%/+1.9%/+8.7%/+19.0%。

➤ **塑料、纸包装板块盈利能力环比改善，金属包装仍承压：**25Q3，重点包装企业毛利率为18.4%，同比/环比分别-1.9/+0.8pct，其中金属/塑料/纸包装毛利率分别为11.0%/22.9%/27.2%，同比分别-2.4/+1.2/+0.5pct，环比分别-1.0/+0.0/+4.0pct。25Q3，重点包装企业净利率为7.8%，同比/环比分别+0.1/+2.0pct，其中金属/塑料/纸包装净利率分别为3.0%/15.5%/10.7%，同比分别-1.8/+7.4/+0.4pct，环比分别-0.4/+5.7/+4.0pct。25Q3金属包装企业整体盈利能力较差，主因原材料铝锭价格上涨，而二片罐提价尚未最终落地。展望后续，26年起二片罐价格将逐步回归合理区间，预计将直接增厚金属包装企业的盈利空间。

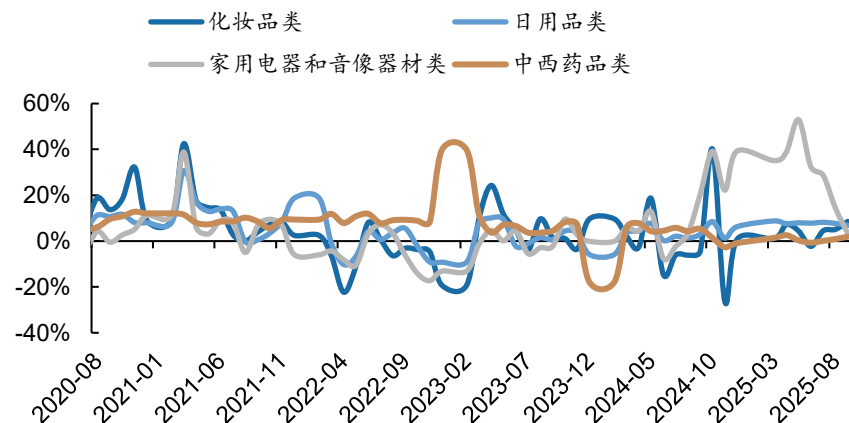
图表：分类别重点包装企业毛利率变动



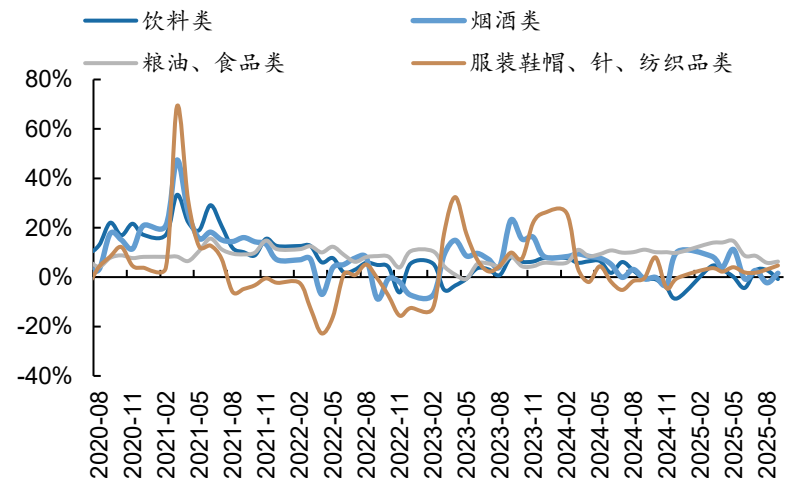
图表：分类别重点包装企业净利率变动



图表：包装下游社零需求当月增速变动

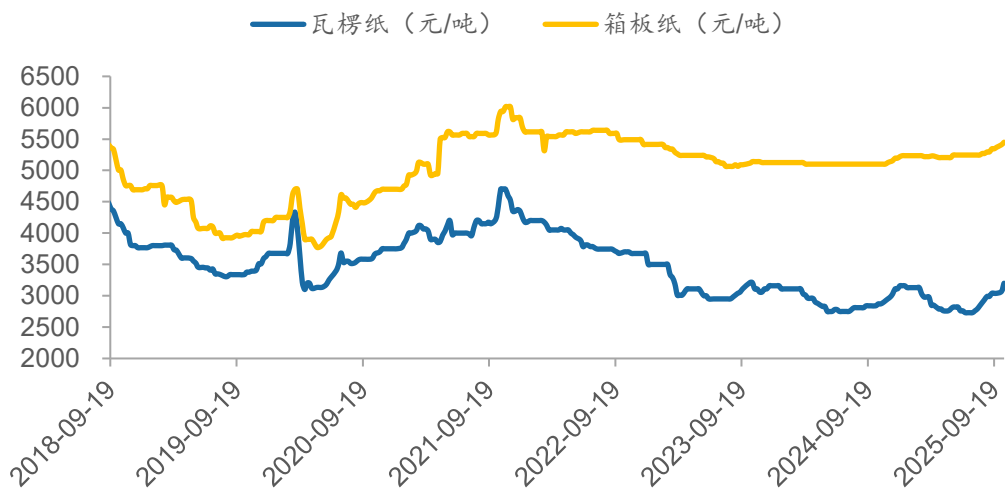


图表：包装下游社零需求当月增速变动



## 2.3包装：下游需求相对稳健，盈利表现环比有所提升

图表：纸包装主要原材料价格变动



图表：铝锭价格变动



来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

图表：重点包装企业单季度毛利率变动

单季度毛利率	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
奥瑞金	25.59%	13.71%	20.08%	17.99%	15.42%	9.81%	13.47%	12.71%	12.83%	8.00%	14.85%	16.91%	16.36%	12.36%	18.26%	17.39%	16.27%	12.50%	13.60%	14.59%	12.44%
英联股份	17.28%	18.47%	16.30%	13.43%	12.99%	12.14%	11.06%	12.44%	8.49%	4.38%	11.24%	15.28%	11.48%	9.13%	11.85%	10.34%	10.17%	7.84%	12.66%	13.06%	11.95%
宝钢包装	15.04%	-0.88%	11.18%	12.06%	9.60%	6.04%	8.22%	9.11%	7.57%	7.40%	8.81%	9.47%	10.04%	7.67%	8.38%	7.48%	9.19%	7.33%	7.06%	7.11%	8.08%
昇兴股份	13.31%	10.64%	13.89%	9.71%	10.81%	9.86%	9.34%	8.77%	10.52%	8.90%	10.69%	11.91%	13.67%	16.88%	14.03%	15.47%	13.66%	14.87%	11.65%	9.02%	9.47%
紫江企业	21.55%	28.22%	20.36%	22.99%	22.46%	18.60%	19.73%	21.37%	20.91%	20.29%	21.46%	22.68%	21.37%	19.46%	22.13%	22.16%	21.72%	27.54%	21.63%	24.83%	23.92%
永新股份	26.19%	20.05%	21.21%	21.13%	25.35%	21.24%	20.77%	21.13%	23.52%	23.04%	24.42%	24.37%	25.58%	24.25%	22.06%	22.70%	24.05%	25.88%	21.30%	21.06%	24.44%
王子新材	19.82%	21.72%	17.16%	19.68%	20.25%	24.04%	13.91%	13.19%	19.56%	23.13%	18.24%	16.83%	18.51%	24.65%	16.93%	17.03%	17.37%	16.20%	15.19%	14.83%	15.90%
裕同科技	30.55%	25.20%	23.88%	18.56%	22.96%	21.16%	20.81%	21.35%	25.37%	26.29%	23.72%	23.52%	28.07%	28.14%	22.09%	24.95%	27.57%	23.82%	22.13%	23.35%	28.74%
东峰集团	37.13%	35.53%	33.85%	33.26%	27.59%	31.44%	32.17%	31.28%	28.00%	26.39%	27.84%	21.02%	20.78%	19.51%	26.71%	19.13%	17.23%	8.80%	15.92%	11.11%	13.41%
众鑫股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.02%	0.00%	0.00%	26.65%	0.00%	0.00%	33.31%	33.81%	33.02%	36.37%	34.24%	36.24%	34.20%	28.46%	33.78%
顺源股份	22.35%	25.29%	20.16%	22.12%	19.29%	16.62%	20.41%	20.71%	22.49%	25.19%	23.13%	24.56%	23.08%	25.52%	24.66%	25.33%	25.18%	26.97%	26.97%	27.86%	25.98%
美盈森	28.73%	14.38%	23.67%	21.87%	22.03%	23.82%	21.35%	16.51%	18.19%	19.00%	23.11%	22.35%	25.38%	29.71%	28.09%	28.51%	26.82%	23.75%	26.52%	27.53%	27.53%
劲嘉股份	37.53%	25.20%	34.66%	33.62%	32.45%	28.69%	34.07%	29.65%	21.73%	25.13%	30.24%	28.44%	28.26%	16.79%	29.32%	24.54%	20.94%	32.97%	22.45%	15.60%	18.40%

图表：重点包装企业单季度净利率变动

单季度净利率	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
奥瑞金	9.34%	8.07%	9.75%	8.23%	6.84%	1.94%	6.04%	4.42%	4.67%	0.32%	6.18%	6.51%	6.59%	1.61%	7.78%	7.27%	5.82%	0.80%	11.99%	4.04%	2.84%
英联股份	4.28%	2.63%	4.20%	3.72%	4.52%	-4.12%	-1.21%	1.18%	-1.97%	-7.32%	-1.01%	1.35%	0.17%	2.03%	0.17%	0.64%	-0.66%	-8.09%	2.12%	2.27%	1.62%
宝钢包装	5.22%	0.75%	5.96%	4.54%	3.14%	3.38%	3.59%	3.79%	3.37%	2.52%	3.67%	3.53%	4.06%	1.25%	3.11%	2.05%	3.15%	0.96%	3.21%	2.19%	3.37%
昇兴股份	1.46%	3.87%	4.68%	2.12%	3.92%	2.83%	3.36%	3.71%	4.63%	0.40%	3.43%	5.66%	6.53%	3.16%	7.54%	7.32%	6.25%	3.49%	5.84%	3.36%	3.74%
紫江企业	7.93%	9.30%	5.85%	8.47%	4.66%	6.08%	5.80%	5.67%	8.26%	8.14%	6.00%	8.01%	6.07%	6.87%	7.31%	8.53%	7.28%	8.42%	7.49%	10.94%	19.72%
永新股份	13.28%	11.17%	8.54%	10.20%	11.70%	11.71%	9.15%	10.33%	12.12%	12.59%	10.08%	12.24%	13.44%	13.03%	10.49%	11.59%	14.06%	16.65%	10.55%	10.55%	13.22%
王子新材	6.03%	9.41%	2.95%	5.22%	3.93%	8.40%	10.83%	1.50%	2.41%	2.99%	0.17%	2.24%	3.20%	8.20%	1.00%	1.42%	0.84%	-13.38%	2.81%	1.66%	-0.06%
裕同科技	11.16%	10.69%	6.54%	5.22%	8.77%	7.63%	6.72%	7.21%	12.06%	11.30%	6.14%	7.50%	12.90%	10.95%	6.45%	7.22%	13.01%	6.30%	6.16%	7.36%	13.24%
东峰集团	15.46%	20.01%	25.17%	24.91%	13.69%	18.41%	11.84%	13.28%	4.66%	1.97%	25.10%	3.13%	-0.61%	-19.07%	3.78%	-46.58%	-24.02%	-95.01%	-8.41%	-24.75%	-17.05%
众鑫股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.96%	13.96%	14.14%	11.62%	0.00%	0.00%	16.73%	20.05%	18.64%	19.94%	22.54%	22.08%	19.35%	14.70%	21.12%
顺源股份	2.15%	0.44%	0.65%	0.81%	-3.41%	-4.97%	0.24%	1.32%	-0.37%	-15.42%	1.92%	0.61%	6.28%	1.24%	7.35%	4.41%	8.50%	-1.05%	6.00%	7.89%	13.20%
美盈森	6.26%	3.38%	4.74%	1.08%	2.82%	1.79%	4.44%	2.59%	3.73%	2.13%	4.90%	7.41%	6.49%	3.95%	8.36%	8.21%	6.35%	5.86%	8.32%	9.91%	8.04%
劲嘉股份	23.35%	15.22%	21.62%	20.87%	26.70%	15.14%	22.82%	16.88%	7.34%	-31.40%	15.45%	13.47%	8.62%	-23.17%	15.33%	9.45%	8.53%	-25.02%	10.50%	8.89%	2.81%



## 2.4 投资建议：关注林浆纸一体化布局领先的造纸龙头、高分红&具备盈利改善空间的包装企业

- 展望后续，造纸方面，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、综合成本管理能力优秀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仙鹤股份。包装方面，一方面关注推荐行业地位稳固、稳健高分红的纸包装及塑料包装龙头，另一方面关注并购整合下金属包装行业竞争格局不断优化带来的两片罐企业盈利能力改善机会。
- **太阳纸业：新增产能密集投产，有望充分受益于浆纸价格企稳回升。**公司山东颜店14万吨特种纸二期工程预计于26Q1试产，广西南宁PM12包装纸生产线已于10月进入调试阶段，南宁PM9特种纸生产线、年产35万吨化学浆和年产15万吨机械浆及配套设施也已在9月投产，南宁30万吨生活用纸中的两条产线已于10月进入调试阶段、另两条产线预计将于11月进入调试。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年及26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。
- **仙鹤股份：产能爬坡后持续贡献高毛利增量，期待盈利表现逐季改善。**公司持续开拓海外市场新客户，避开竞争较激烈的大众化产品，依托完备的研发技术积累瞄准市场新需求，预计亦贡献相当可观的业绩增量。作为国内特种纸龙头，公司凭借稳健经营和优质客户资源，实现业绩的平稳增长。同时公司着力开拓海外市场增量空间，广西及湖北两大项目新投产产能保障长期发展轨道。预计随着浆价的逐步企稳带来产品报价提升，同时新产能度过爬坡期后利润率不断提升，预计公司整体业绩表现有望逐季改善。
- **裕同科技：盈利表现稳步提升，海外市场增长空间值得期待。**在保证国内消费电子主业领先优势的基础上，公司持续拓展海外市场，预计随着海外产能的逐步放量，公司整体营收及利润表现稳步向好趋势确定。23年以来公司股利支付率保持在60%以上，基本盘业务稳健发展+新需求贡献高增长弹性，叠加股权激励明确未来业绩指引，公司未来有望保持高分红水平。
- **永新股份：前期规划项目落地提供稳定业绩增量，未来有望持续保持高分红。**公司作为国内塑料软包龙头企业，多年来保持业绩平稳增长。公司在建的年产2.2万吨新型功能膜材料扩建项目剩余一半产能将于2026年投产，年产3万吨双向拉伸多功能膜项目预计25Q4设备到厂、26Q2投入使用，届时将为公司提供更多业绩增量。23年以来公司股利支付率保持在80%以上，在前期规划项目逐渐落地、提供稳定业绩增量并保持可控资本开支的基础上，未来有望持续保持高分红水平。
- **奥瑞金：稳步推进整合中粮包装，二片罐提价即将落地推动公司盈利拐点渐近。**并购整合与产能外迁等因素推动下，二片罐竞争格局持续向优，行业盈利拐点已近。公司在推进与中粮包装的资源整合与提升内部经营效率的基础上，有序展开海外产能建设，预计将带来产品销量与毛利率的同步提升。预计26年二片罐价格将逐步回归合理区间，将直接增厚公司盈利空间。



# 03 轻工个护：线下基本盘稳固，线上积极应对挑战

## 3.1 行业回顾：线下基本盘稳固，线上积极应对挑战

### 3.1.1收入端：个护板块线上压力显现，线下维持相对稳健

- **收入端：**重点公司25Q1/25Q2/25Q3收入同比+25.6%/+14.7%/+18.4%，3Q为营销淡季，卫生巾公司逐步摆脱舆论影响，整体上线下维持相对稳健，线上表现相对承压，节奏上为Q4双十一蓄势，具体来看：牙膏、卫生巾为代表的个护公司，虽然线上竞争加剧，但产品端依托创新型爆品稳步推出，收入端表现相对稳健。
- **分品牌看：**【百亚股份】Q3逐步摆脱舆情压力，电商仍承压，线下外围省份扩张较优。1) 从产品端看自由点3Q25营收8.20亿元(+8.9%)，大健康系列+35.5%，益生菌、有机纯棉等增速领先。2) 分渠道来看，线上渠道因受315短期舆情&平台策略调整影响营收3.41亿元(-11.4%)；其中3Q25线下营收4.91亿元(+27.2%)，其中核心区域以外省份营收同比+94.0%。【登康口腔】3Q医研系列大单品迭代放量，线下增长相对稳健，线上主动优化渠道投放。9月重组蛋白抖音销额489万，单品排名第一。分区域看，预计线下基本盘仍能超越行业表现，实现一定增长；根据久谦数据，3Q牙膏品类中冷酸灵线上GMV1.1亿元,同比+14.1%，分平台看，天猫京东增长相对强势，猫东抖分别0.53/0.21/0.36亿元，同比+60%/+97%/-32%，预计主因公司主动优化渠道投放，阶段性减少抖音的费用投入。

图表59：个护重点公司营业收入变化情况

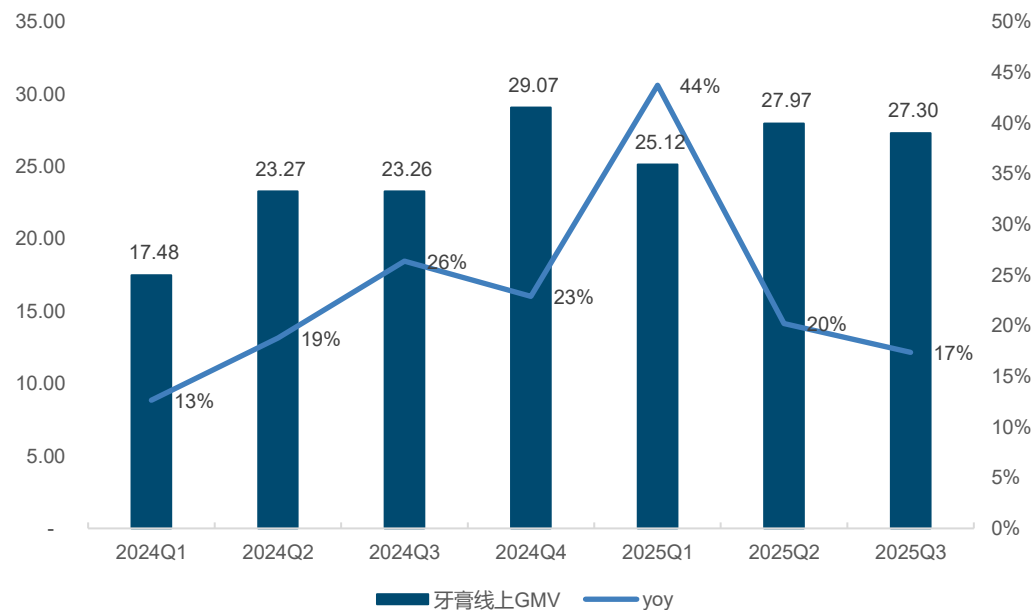
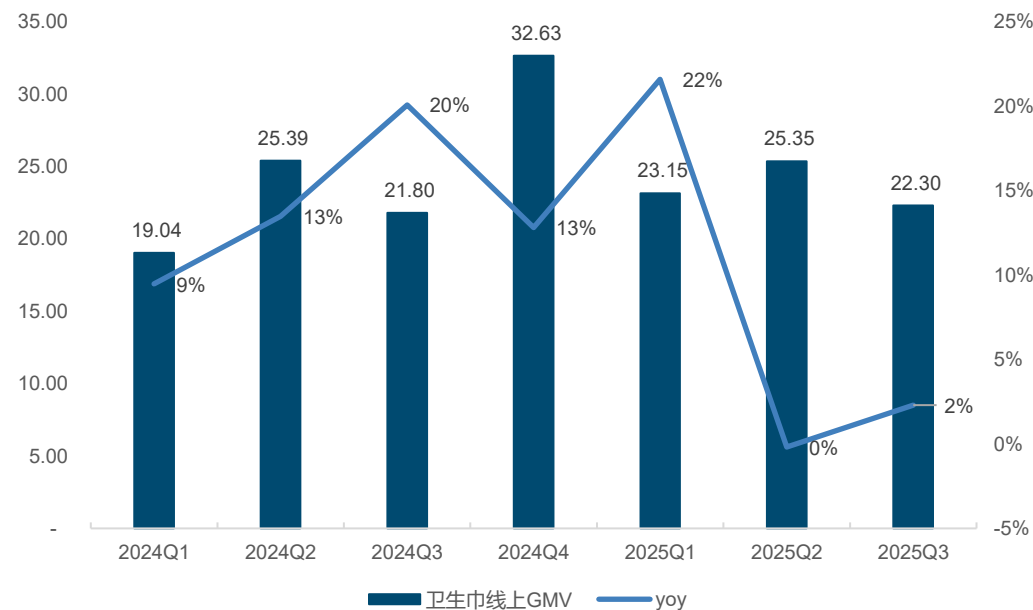
			收入(亿元)									收入同比						
行业分类	代码	公司名称	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	24H2	2024	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
个护	003006.SZ	百亚股份	7.7	7.7	15.3	7.9	9.3	17.2	10.0	7.7	17.6	8.6	44.2%	51.8%	30.1%	0.2%	15.1%	8.3%
	001328.SZ	登康口腔	3.6	3.4	7.0	3.5	5.1	8.6	4.3	4.1	8.4	3.9	20.9%	13.4%	19.4%	20.1%	19.7%	10.5%
	605009.SH	豪悦护理	6.4	6.7	13.1	7.3	8.9	16.2	9.1	8.5	17.6	9.6	15.5%	6.3%	42.4%	26.1%	34.0%	31.6%
	301009.SZ	可靠股份	2.8	2.4	5.2	2.7	2.9	5.6	2.8	2.7	5.5	2.8	7.5%	-0.3%	-1.0%	13.0%	5.4%	4.6%
	002511.SZ	中顺洁柔	18.5	21.8	40.2	19.3	22.0	41.3	20.7	22.6	43.3	21.5	-19.3%	-16.8%	12.1%	3.9%	7.7%	11.1%
	1044.HK	恒安国际	-	-	118.4	-	-	108.3	-	-	118.1	-	-	-4.6%	-	-	-0.2%	-
	300888.SZ	稳健医疗	19.1	21.2	40.3	20.4	29.1	49.4	26.1	26.9	53.0	26.0	26.2%	9.7%	36.5%	26.7%	31.3%	27.7%
个护合计			58.0	63.2	239.6	61.1	77.2	246.6	72.9	72.5	263.5	72.3	24.4%	34.2%	25.6%	14.7%	10.0%	18.4%

## 3.1行业回顾：线下基本盘稳固，线上积极应对挑战

### 3.1.1收入端：个护线上压力显现，3Q卫生巾/牙膏同比2%/17%

- 分渠道来看，在电商数据方面，自10月1日起“投流税”政策正式落地，受电商经营成本上升及行业竞争加剧的影响，牙膏品类3Q线上增速有所放缓，同比+17%。从月度表现来看，7月、8月及9月的线上GMV分别+24%、+15%和+15%。另一方面，在2Q受舆情影响较为明显的卫生巾品类，本季度同比增速出现小幅回升，增长2%。其7月、8月及9月的线上GMV分别同比+5%、+7%和-3%。

图表59：个护（卫生巾/牙膏）线上GMV变化情况



来源：久谦，国金证券研究所



3.1 行业回顾：线下基本盘稳固，线上积极应对挑战

3.1.2 盈利端：费用端压力加大，头部企业积极调整投放策略

- **盈利端：**重点公司2025年Q1/Q2/Q3归母净利润同比增速分别为+14.6%/+17.8%/+42.3%。Q3“投流税”政策正式落地，部分品牌在电商平台的更加注重ROI修复。具体来看：1) 从盈利能力角度，卫生巾/牙膏品牌因费用压力加大及行业竞争加剧等因素影响，盈利表现偏弱；2) 从品类结构来看，部分体量较大、产品差异化难度较高的品类及品牌表现仍较为平淡，在激烈竞争环境下盈利承压。
- 分品牌看，头部企业积极调整投放策略，强调投放结构变化，品牌从达播转向自播等方式沉淀用户、提升转化效率。虽然板块整体销售费用压力加剧（抖音具“营销+销售”双重属性），平台策略影响短期盈利能力，品牌及渠道建设力度延续，随着大单品外溢至淘系/线下，后续盈利有望改善。【百亚股份】3Q25毛利率55.6% (-0.25pct)，销售费用3.64亿元 (+10.7%)，持续加码品牌与渠道投入力度，预计后续有望进一步提升线上运营效率，追求良性可持续发展。【登康口腔】毛利率短期承压，但采取主动的渠道费用投放策略调整，费用管控优异，整体盈利表现有所改善。

图表59：个护重点公司归母净利变化情况

			归母净利润（亿元）															
行业分类	代码	公司名称	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	24Q3	24H2	2024	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
个护	003006.SZ	百亚股份	1.0	0.8	1.8	0.6	0.5	1.1	1.3	0.6	1.9	0.6	1.4%	20.7%	27.3%	-25.5%	4.6%	-3.9%
	001328.SZ	登康口腔	0.4	0.4	0.7	0.5	0.4	0.9	0.4	0.4	0.9	0.5	17.8%	14.1%	15.6%	19.7%	17.6%	11.4%
	605009.SH	豪悦护理	0.9	1.1	1.9	1.0	0.9	1.9	0.9	0.6	1.5	0.5	-19.0%	-11.6%	5.7%	-46.5%	-23.5%	-45.4%
	301009.SZ	可靠股份	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	-	54.4%	1.4%	98.4%	21.8%	74.3%
	002511.SZ	中顺洁柔	1.0	-0.1	0.9	-0.3	0.2	-0.1	0.7	0.8	1.5	0.8	-104.2%	-76.8%	-30.1%	-1159.9%	71.4%	335.4%
	1044.HK	恒安国际	-	-	14.1	-	-	8.9	-	-	13.7	-	-	-17.9%	-	-	-2.6%	-
	300888.SZ	稳健医疗	1.8	2.0	3.8	1.7	1.4	3.1	2.5	2.4	4.9	2.4	-	19.8%	36.3%	20.7%	28.1%	42.1%
个护合计			5.2	4.2	23.5	3.4	3.6	15.9	6.0	4.9	24.7	4.8	23.5%	-6.4%	14.6%	17.8%	4.9%	42.3%

来源：iFind，国金证券研究所



## 3.2 行业展望&投资建议：推荐优质国货品牌

➤ 我们观察到国货老树新芽、依托大单品爆发的趋势显著，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。3Q行业进入阶段性淡季，重点关注4Q双十一进展，以及更中期的【新品周期】、更长期的渠道渗透成长（线下为主）逻辑空间。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（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&4Q双十一进展；

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) 百亚股份：优秀&灵活的组织机制和能力在国货卫生巾品牌中仍具备稀缺性。公司短期依托持续推新迭代（益生菌、有机棉等）&线上试销（万里挑E）强化品牌力，后续新品或加速对增量人群/价格带进一步渗透，继续积极变革应对电商挑战，助力电商销售重回快车道。中期来看，公司线下突破趋势较优，后续有望加速全国渗透&中高端品牌升级，线下渠道发展成效有望加速显现。

2) 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 潮玩新消费：IP驱动增长&破局， AI眼镜加速向大众消费渗透

## 4.1 行业回顾：IP驱动增长&破局，AI眼镜加速向大众消费渗透

### 4.1.1 公司端：头部潮玩延续高景气，传统轻工公司加速IP破局

➤ **轻工消费潮玩**: 重点公司25H1/25Q3收入同比+43.8%/+7.7%，归母净利润同比+111.5%/+1.8%（3Q不包含港股），IP、潮玩等情绪消费类延续高景气（泡泡3Q+245%-250%），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。

➤ **【泡泡玛特】**3Q中国同店表现或超预期，近期不断优化选址、布局等；线上增长靓丽持续放量。海外线上（官网、TikTok、Shopee等）与线下（地标商圈旗舰店）互促，线上占比提升与线下“面积/点位/主题”升级并行。美洲延续1H高增，近期与Books-A-Million合作加速铺货，亚太与欧洲亦保持三位数高增；高端门店密集布局地标城市。**【晨光股份】**3Q零售大店（含九木）营收4.15亿元（+6.57%），其中九木杂物社营收3.99亿元（+8.57%）。3Q零售大店共超870家，同比+130家店，积极与史努比等大势IP合作，线下独家首发IP NONO SOVA，品牌势能持续提升，后续盈利能力提升可期。

图表59：潮玩新消费重点公司营业收入变化情况

			收入(亿元)							收入同比						
行业分类	代码	公司名称	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
潮玩新消费	603899.SH	晨光股份	54.9	55.7	110.5	60.6	71.1	131.8	52.4	55.6	108.1	65.2	-4.4%	0.0%	-2.2%	7.5%
	9896.HK	名创优品	37.2	40.4	77.6	45.2	47.1	92.4	44.3	49.7	93.9	-	-	23.1%	21.1%	-
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	45.6	-	-	84.8	-	-	138.8	-	165%~170%	-	204.4%	245%-250%
	2276.HK	康耐特光学	-	-	9.8	-	-	10.8	-	-	10.8	-			11.0%	
	301101.SZ	明月镜片	1.9	1.9	3.9	2.0	1.9	3.9	2.0	2.0	4.0	2.3	2.6%	4.7%	3.7%	14.6%
潮玩新消费合计			94.0	97.9	247.3	107.8	120.1	323.6	98.7	107.3	355.6	67.5	5.0%	9.6%	43.8%	7.7%

图表60：潮玩新消费重点公司归母净利润变化情况

			归母净利润(亿元)							归母净利润同比						
行业分类	代码	公司名称	24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q1	25Q2	25H1	25Q3
潮玩新消费	603899.SH	晨光股份	3.8	2.5	6.3	3.9	3.7	7.6	3.2	2.4	5.6	3.9	-16.2%	-5.6%	-12.0%	0.6%
	9896.HK	名创优品	5.9	5.9	11.8	6.5	8.1	14.5	4.2	4.9	9.1	-	-29.0%	-17.1%	-23.0%	-
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	9.2	-	-	22.0	-	-	45.7	-	-	-	396.6%	-
	2276.HK	康耐特光学	-	-	2.1	-	-	2.2	-	-	2.7	-			30.6%	-
	301101.SZ	明月镜片	0.4	0.5	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5	1.0	0.5	11.7%	3.4%	7.4%	11.6%
潮玩新消费合计			10.1	8.9	30.3	10.8	12.2	47.3	7.8	7.8	64.1	4.4	-22.5%	-12.7%	111.5%	1.8%

来源：iFind，国金证券研究所



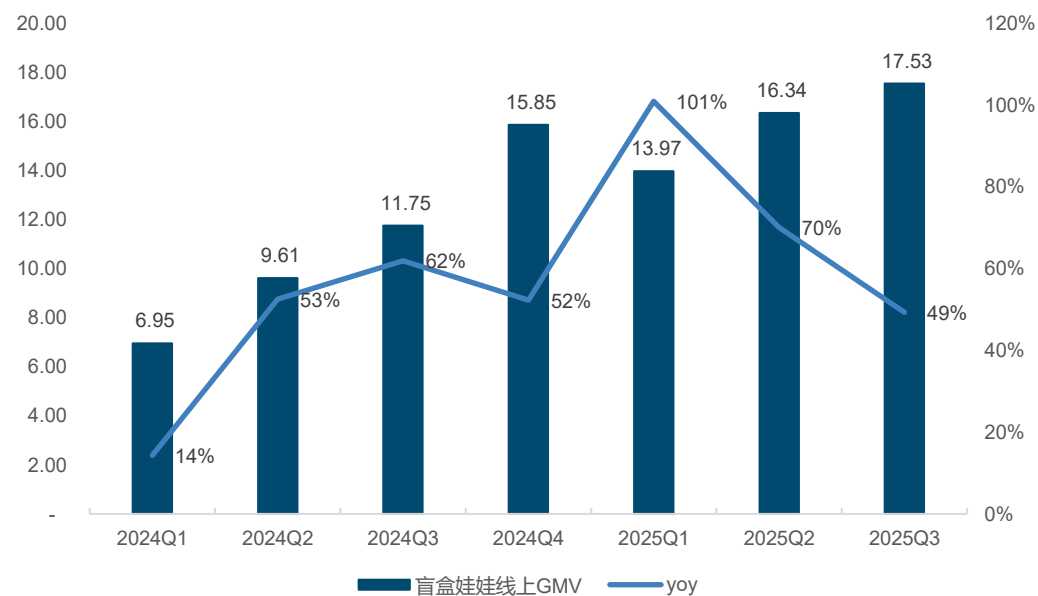
## 4.1 行业回顾：IP驱动增长&破局，AI眼镜加速向大众消费渗透

### 4.1.2行业端：盲盒娃娃/XR设备3Q线上GMV同比+49%/+35%

①潮玩：盲盒娃娃品类25Q1/25Q2/25Q3同比+101%/+70%/+49%，头部延续高增（泡泡+134%）。展望Q4，西方传统节日（圣诞节、万圣节）密集，有望对销售形成额外拉动。

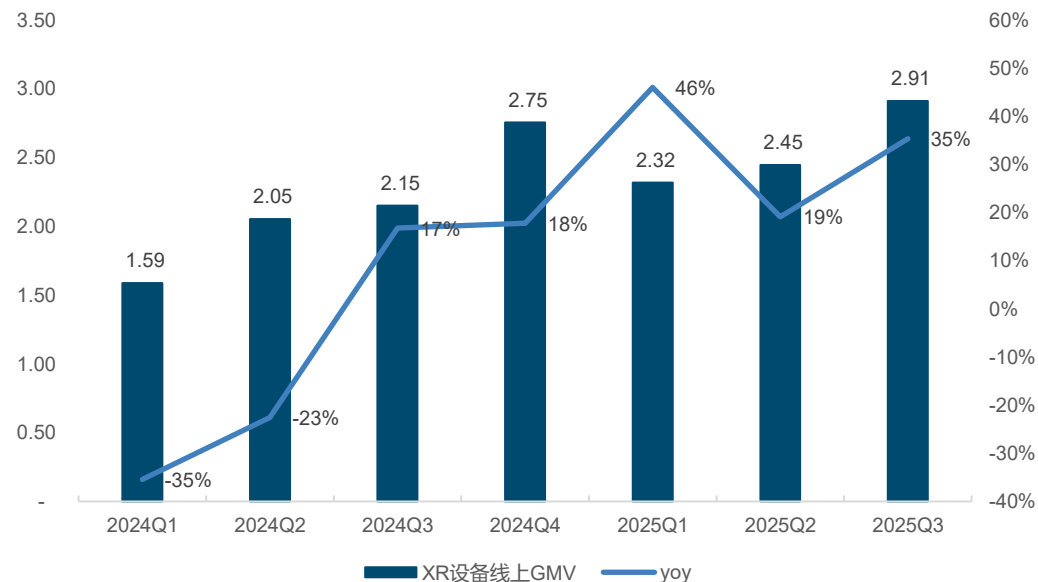
②XR设备：25Q1/25Q2/25Q3同比+46%/+19%/+35%。AI眼镜3Q新品密集发布，市场竞争进一步加剧。Meta连发三款AI+AR眼镜，进一步丰富其产品矩阵；同时，雷鸟创新的Air 4（首款支持HDR的观影眼镜）与阿里巴巴的夸克AI眼镜（康耐特光学为夸克AI眼镜的独家镜片供应商）也相继进入市场。

图表61：盲盒娃娃线上销售情况



来源：久谦中台，国金证券研究所

图表62：XR设备线上销售情况



来源：久谦中台，国金证券研究所



## 4.2 行业展望&投资建议：关注潮玩龙头/AI眼镜关键卡位标的

- 潮玩新消费：1) 潮玩行业：龙头延续强势/关注传统龙头转型。一方面，龙头企业在品牌、IP与渠道方面持续夯实壁垒，增长势头强劲；另一方面，产业链中不断有新公司、新渠道与新型运营模式涌现，推动行业持续迭代。重点关注潮玩龙头泡泡玛特、布鲁可等以及积极转型IP开发的传统头部企业、受益产业红利扩散的细分环节标的。2) AI眼镜：产业趋势爆发前期，跟踪大厂突破性产品/放量节奏，重点围绕绑定优质大厂的具备品牌力的镜片制造标的。重点关注 1) 4Q科技大厂新品发布节奏；2) 镜片关键卡位标的，如康耐特光学等。
- 1) 泡泡玛特：公司采用直营+自有IP的商业模式，持续孵化热门IP。我们认为公司具备1) 优秀的IP筛选体系：头部IP依赖度降低且仍保持较强成长生命周期的活力。2) 领先的优质运营能力：滋养型长线培育模式保障产品输出质量。公司积极多元品类拓展，丰富IP变现模式。出海伴随能力夯实由近到远辐射全球；IP本地化运营能力不断迭代、高势能店铺+明星助力+社媒精细化运营助力破圈。中期对标乐高，我们认为公司在开店（拓区域、优质铺位获取能力）、精细化运营方面都有较大提升空间。
- 2) 康耐特光学：公司作为国内镜片第一制造企业，受益于产品结构优化、客户开拓等，边际成长呈加速趋势。标准化镜片高折射率方向清晰，定制镜片盈利优势凸显；自动化强化成本管控，提升人效、强化品质稳定性。中长期来看，我们认为成长驱动因素：1) AI硬件落地开拓新篇章，获歌尔投资确定性提升。2) 自主品牌建设加深，传统需求老树新芽驱动客单提升。

- 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