

内外兼修，优选个股α制胜
—— 家居/包装/玩具行业 2026 年度策略报告

分析师：陈柏儒 分析师：韩勉

内外兼修，优选个股α制胜

—— 家居/包装/玩具行业 2026 年度策略报告

2025 年 11 月 21 日

核心观点

- 2025 年回顾：**2025 年以来，轻工行业利好政策频出，为行业健康发展提供坚实底部支撑。2025 年初至今（截至 2025 年 11 月 18 日），轻工制造板块 /沪深 300 涨跌幅分别为 16.83%/16.85%，其中包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品涨跌幅分别为 21.2%/16.3%/6.1%/15.8%，各板块表现有所分化。
- 2026 年展望：**下行周期内，行业需求整体承压，板块估值位于历史低位，但细分板块存在投资机会：1) 家具板块，国补回归重铸行业 β，龙头公司海外布局+智能赛道深耕构建个股 α；2) 包装板块，资源整合后竞争格局持续优化，盈利中枢有望上行；3) 玩具板块，文化出海加速，构建强大的第二增长曲线。
- 家居：建议关注国补恢复对需求的修复效果。**受 Q3 国补退坡影响，家居板块业绩整体承压，其中相比定制家居，软体家居行业呈现更高的韧性。展望未来，**定制家居：**全品类+全球化，需求承压背景下龙头公司积极自救，Q4 国补回归有望拉动下游需求进一步修复；**软体家居：**各公司 AI 产品布局进一步提速，以 AI 床垫产品为例，预计智能床垫市场规模在 2030 年将达近 600 亿元，20-30 年复合增速达 15%，拉动行业天花板持续向上。
- 包装：竞争格局优化，行业盈利中枢有望上行。****金属包装：**伴随奥瑞金完成对中粮包装的收购，二片罐包装行业 TOP3 市占率近 80%，参考上一轮产业整合（2017-2019 年）后行业毛利率回升至 10%以上；及对标海外龙头当前毛利率水平（15%-20%，远高于国内），预计 2026 年行业均价有望修复，带动龙头公司盈利能力回升。**软体包装：**行业需求整体承压背景下，龙头公司一方面积极拓展大客户，一方面加强多元化业务布局构建收入增量，如由传统快递纸箱包装向烟酒包、日化食品包装、药包等利润水平更高的业务拓展，构建第二增长曲线。
- 玩具：泛 IP 周边经济，潮玩出海正当时。**据弗若斯特沙利文数据，以 GMV 计，预计 2028 年我国玩具规模将达 1655 亿元，占全球玩具市场比重上升至 16.7%。伴随 Z 世代兴起，悦己文化逐步壮大，以泡泡玛特 The Monster 系列为代表的 IP 逐步壮大并走出国门，在全球范围内产生影响。25H1，泡泡玛特/布鲁可海外业务收入分别同比+440%/895%，东南亚等市场表现亮眼，文化出海进程不断提速，潮玩行业迎来新机遇。
- 投资建议：**家居行业，持续关注国补对公司业绩的催化作用，建议关注定制家居【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌家居】；软体家居【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】；民用电工龙头【公牛集团】。包装行业竞争格局优化，市占率提升背景下龙头公司议价能力增强，有望拉动行业均价修复，盈利中枢上行。软体包装行业建议关注【裕同科技】；金属包装行业建议关注【奥瑞金】。玩具行业细分赛道机遇广阔，文化出海有望构建行业增长新动能，建议关注：潮玩赛道【泡泡玛特】、【布鲁可】。
- 风险提示：**房地产市场景气度不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；行业竞争加剧的风险。

轻工制造行业

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

电话：010-80926000

邮箱：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

韩勉

电话：010-80927653

邮箱：hanmian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080001

相对沪深 300 表现图

2025 年 11 月 20 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河轻工】行业月报_国补回归赋能需求回暖，潮玩赛道续高景气
- 【银河轻工】行业月报_持续关注各板块差异化催化因子
- 【银河轻工】行业深度_科技进步+龙头布局，AI 智能床垫乘风方兴

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
603195.SH	公牛集团	3.31	2.20	2.39	13.15	19.78	18.21	推荐
603833.SH	欧派家居	4.27	4	4.31	12.30	13.13	12.19	推荐
603008.SH	喜临门	0.85	1.31	1.45	22.55	14.63	13.22	推荐
002701.SZ	奥瑞金	0.31	0.52	0.53	0.00	11.27	11.06	推荐
9992.HK	泡泡玛特	2.35	7.56	11.24	18.90	28.76	19.34	推荐

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 回顾：政策稳步驱动，板块估值具备上涨空间	4
(一) 利好政策频出，提振消费信心.....	4
(二) 板块表现有所分化	6
二、 家居：建议关注国补恢复对需求的修复效果	7
(一) 下行周期内，公司业绩普遍承压.....	7
(二) 定制家居：国补回归+全品类、全球化布局，龙头公司积极自救.....	11
(三) 软体家居：AI 床垫方兴未艾，健康睡眠赛道前景广阔.....	14
三、 包装：竞争格局优化，行业盈利中枢有望上行	18
(一) 金属包装：竞争格局改善，看好龙头公司价值回归	18
(二) 软体包装：下游需求承压背景下，业务多元化拓利	24
四、 玩具：泛 IP 周边经济，潮玩出海正当时	27
(一) 大 IP 构建护城河，泛 IP 经济逐步崛起	27
(二) 海外市场机遇广阔，构建第二成长曲线	28
五、 投资建议	36
(一) 机构持仓数据	36
(二) 行业收益率及估值表现	37
(三) 重点公司推荐	39
六、 风险提示	40

一、回顾：政策稳步驱动，板块估值具备上涨空间

(一) 利好政策频出，提振消费信心

25H1以来，轻工行业“家居以旧换新”、“智能家居”、“AI赋能”等方面利好政策频出，

1) **“国补”作为常态化政策持续推进**，社零数据回暖，拉动下游需求修复，2025年1月、4月、8月，国家发改委会同财政部共向地方下达三批超长期特别国债资金共2310亿元，以支持消费品以旧换新。今年1—8月，全国共有3.3亿人次申领消费品以旧换新补贴，带动相关商品销售额超过2万亿元，其中，截至2025年5月31日，2025年家装厨卫焕新累计达5763万单。伴随第四批国补资金下达地方，Q4国补将恢复，拉动下游需求继续回暖。

虽然Q3国补暂停对上市公司业绩产生一定影响，但伴随第四批国补资金下达地方，预计下游需求将进一步修复；

2) **AI+技术不断进步，智能化成为行业主旋律**。伴随AI技术逐步成熟，智能化、定制化服务能力的重要性持续上升，2025年国家在智能家居层面出台多项相关政策，持续推动AI智能对轻工行业的赋能作用。2025年8月国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，提出培育产品消费新业态，推动智能终端“万物智联”，培育智能产品生态，大力发展战略网联汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人、智能家居、智能穿戴等新一代智能终端，打造一体化全场景覆盖的智能交互环境。在此背景下，行业中AI床垫、AI设计等领域的结合层出不穷。

3) **新消费浪潮风起云涌**。随着人口结构、消费理念变化，新消费快速发展，成为市场关注点。顺应需求变化，大力发展战略新消费已成为消费重要的增长点。2025年以来，政策持续打造消费新产品新场景新热点，如中央办公厅、国务院印发《提振消费专项行动方案》提出“支持新型消费加快发展。深入实施数字消费提升行动，开辟高成长性消费新赛道”为新兴产业的迅速发展奠定扎实基础。以潮玩为代表的新消费行业高速发展，同时龙头企业不断加速海外布局，文化出海正当时。

表1：25年轻工行业相关利好政策

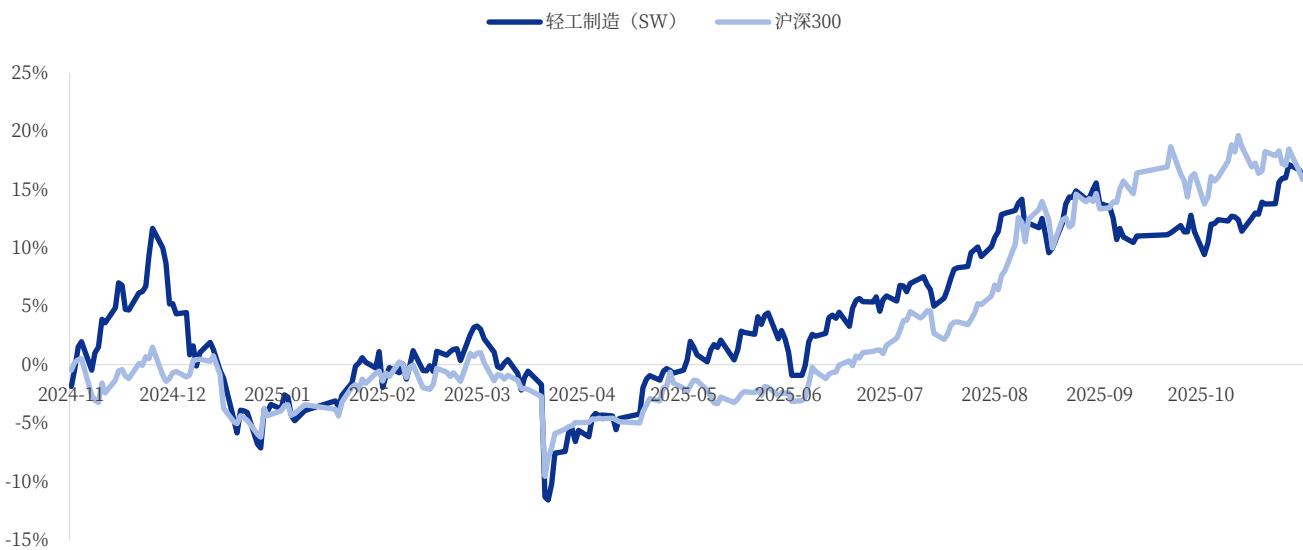
	政策	落地时间	政策内容
以旧换新	关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知	2025.1.5	加力支持家电产品以旧换新，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加快推进电动自行车以旧换新。
	商务部等4部门办公厅关于做好2025年家电以旧换新工作的通知	2025.1.13	明确享受补贴范围、优化申领支付流程、公平支持各类主体、营造规范市场环境、强化数字赋能。
	商务部等6部门关于组织开展“购在中国”系列活动的通知	2025.4.18	落实消费品以旧换新加力扩围政策，组织汽车、家电、家居、电动自行车、数码产品等重点品类专题活动，稳住大宗商品消费。
	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	2025.6.24	鼓励金融机构多渠道、多方式做好消费品以旧换新金融服务。加大对报废机动车回收拆解、废旧家电回收及家电以旧换新、家装厨卫“焕新”、生活必需品保供相关企业信贷支持力度。
	国务院常务会：确保“两新”补贴资金用到实处、见到实效	2025.8.31	大规模设备更新和消费品以旧换新政策，在稳投资、扩消费、促转型、惠民生等方面取得明显成效。要在对政策实施情况进行认真总结评估的基础上，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用。要严厉打击骗套补行，确保补贴资金用到实处、见到实效。
	《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》	2025.9.24	按照“购在中国”系列活动总体安排，指导开展“全国网上年货节”“双品网购节”“国际消费季”“服务消费季”“老字号嘉年华”等线上线下融合促消费活动。发挥电子商务渠道优势，开展消费品以旧换新。
智能家居/AI	国务院国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动	2025.2.22	抓住人工智能产业发展的战略窗口期，坚定攻关大模型，在编制企业“十五五”规划中将发展人工智能作为重点
	三部门关于印发轻工业数字化转型实施方案的通知	2025.3.8	加快先进技术推广应用，鼓励家电、家具、造纸、皮革、轻工机械等重点行业编制数字化转型关键技术创新应用路线图；深化人工智能赋能应用，支持家电、家具、照明等行业骨干企业在智能制造、智能家居等领域打造一批人工智能技术应用场景。
	三个更加突出”深化央企“AI+”专项行动	2025.3.25	深化央企“AI+”专项行动，突出应用领航、数据赋能、智算筑基，启动央企“AI+”专项行动，推动国资央企在人工智能领域实现更好发展
	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	2025.6.24	加强对绿色智能家电家居生产和消费的金融支持，优化审批流程，提升服务质量。
	《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	2025.8.21	培育产品消费新业态。推动智能终端“万物智联”，培育智能产品生态，大力发展战略网联汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人、智能家居、智能穿戴等新一代智能终端，打造一体化全场景覆盖的智能交互环境。
	《轻工业稳增长工作方案》	2025.9.19	通过“链长制”“揭榜挂帅”等举措，加速智能家电、生物制造、高端自行车等领域关键技术突破。指导行业协会制定发布家电、造纸、照明电器、洗涤用品、食品等重点领域技术创新路线图，引领产品创新。
新消费	研究提振消费有关工作	2025.2.10	强化消费品牌引领，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”、健康消费等，持续打造消费新产品新场景新热点。
	《提振消费专项行动方案》	2025.3.16	支持新型消费加快发展。深入实施数字消费提升行动，开辟高成长性消费新赛道。
	《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》	2025.3.26	推动人工智能、虚拟现实、大数据等技术在消费领域深化应用，打造一批“人工智能+消费”场景。持续开展消费品以旧换新，加快推广智能家居、智能家电、智能网联新能源汽车等产品。
	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	2025.6.24	探索金融支持数字消费、绿色消费、健康消费等新型消费的有效渠道和方式。

资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院

(二) 板块表现有所分化

2025 年年初至今(截至 2025 年 11 月 18 日),轻工制造板块、沪深 300 涨跌幅分别为 16.83%、16.85%,其中包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品年初至今涨跌幅分别为 21.2%/16.3%/6.1%/15.8%,各板块市场表现有所分化。

图1：轻工制造板块相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、家居：建议关注国补恢复对需求的修复效果

(一) 下行周期内，公司业绩普遍承压

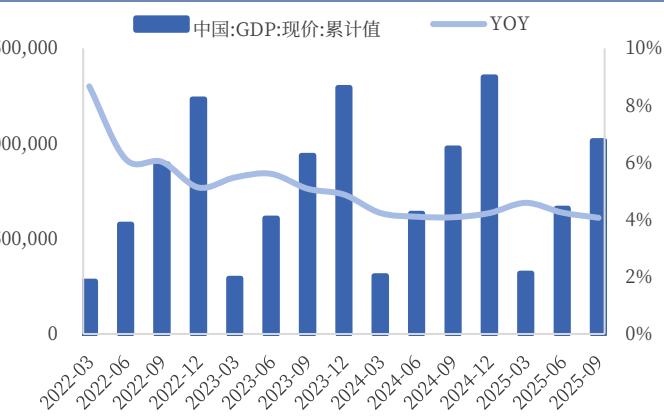
2025年1-9月，我国GDP当季值为101.5万亿元，同比+4.1%。

图2: GDP现值: 当季值(亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图3: GDP现值: 累计值(亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

地产下行周期，下游需求承压。

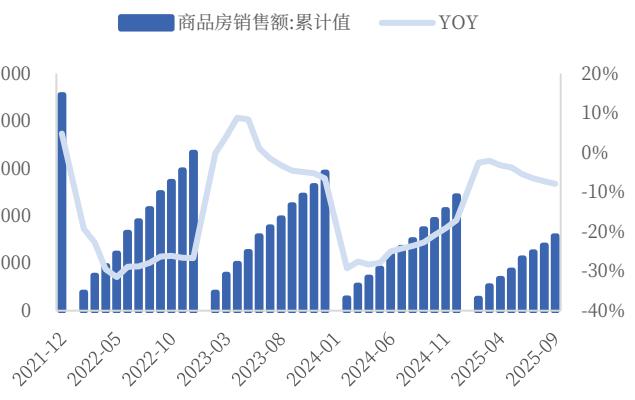
新房方面: 2025年1-9月，我国商品房累计销售面积达65834.79万平方米，同比-5.5%；累计销售额达63040.49亿元，同比-7.9%。房屋新开工面积累计值达45399.32万平方米，同比-18.9%；房屋竣工面积累计值达31128.88万平方米，同比-15.3%。

图4: 我国商品房销售面积累计值及同比变动(万平方米)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

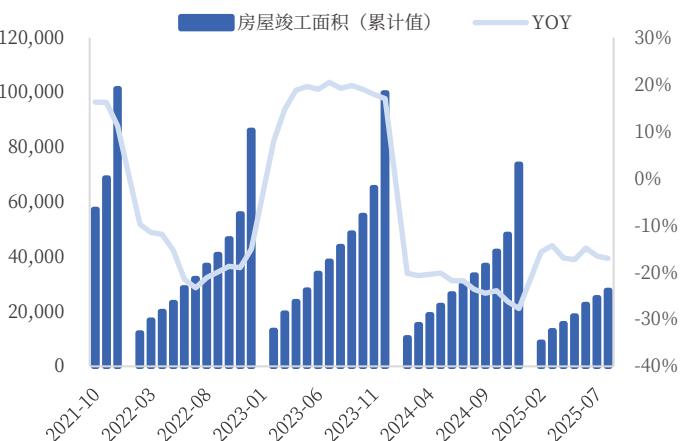
图5: 我国商品房销售额累计值及同比变动(亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

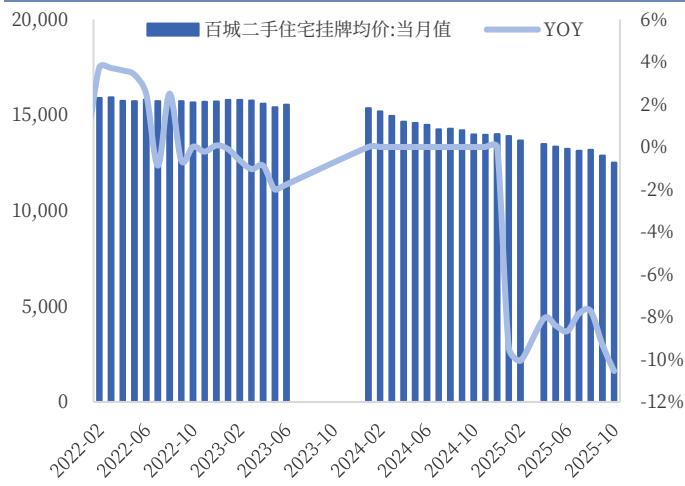
图6：我国房屋新开工面积累计值及同比变动（万平方米）


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

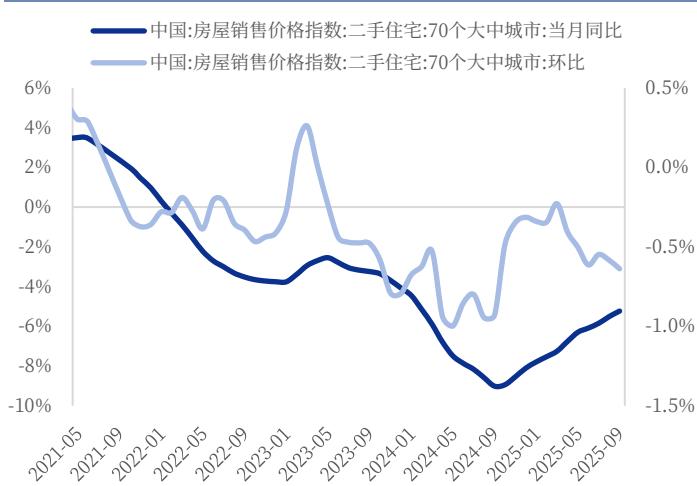
图7：我国房屋竣工面积累计值及同比变动（万平方米）


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

二手房方面：2025年10月，我国百城二手住宅挂牌均价1.25万元/平方米，同比-10.5%，环比2025年9月-2.9%。2025年9月，二手住宅房屋销售价格指数同比-5.24%，环比-0.64%。

图8：我国百城二手房住宅挂牌均价及同比变动（元/平方米）


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图9：二手住宅销售价格指数同比及环比变动


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

2025年9月，我国限额以上家具类企业商品零售额175.6亿元，同比+16.2%；1-9月限额以上家具类企业累计商品零售额1516.8亿元，同比+21.3%。2025年9月，规模以上家具制造企业累计实现营业收入/利润总额4562.0 /196.8亿元，同比-6.7%/-19.1%。截至2025年9月，我国规模以上家具制造企业共有7435个，其中亏损企业2254个，亏损企业占比30%。

图10：限额以上企业商品零售额:家具类:当月值（亿元）


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11：限额以上企业商品零售额:家具类:累计值（亿元）


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12：规模以上工业企业:营业收入:家具制造业:累计值（亿元）


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图13：规模以上工业企业:利润总额:家具制造业:累计值（亿元）


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图14：亏损企业数量及占比（个）


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

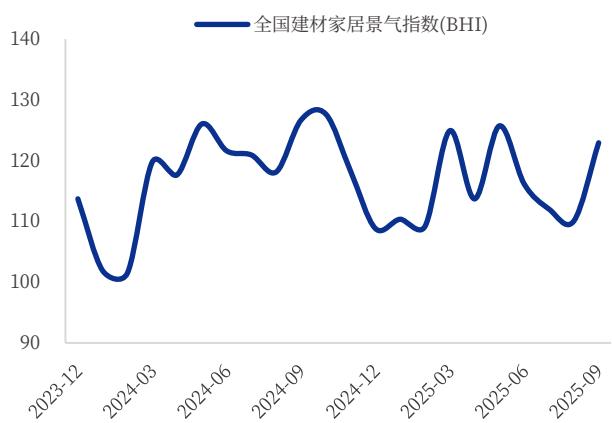
从家居卖场景气度上来看，2025年9月我国规模以上建材家居卖场销售额达1308.4亿元，同比-8.02%；建材家居景气指数同比-3.0%，环比+11.7%。

图15：全国规模以上建材家居卖场销售额:当月值（亿元）



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图16：全国建材家居景气指数(BHI) (2010年3月=100)



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

1.定制家居：地产链强相关，国补退坡致Q3业绩承压

受到国补暂停影响，25年前9月定制家居行业上市公司业绩普遍承压，欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居/尚品宅配/好莱客营业收入分别同比-4.79%/-8.46%/-16.36%/-2.01%/-6.66%/-12.38%，归母净利润分别同比-21.79%/+1.44%/-70.09%/-97.88%/-114.39%/-85.40%，仅索菲亚净利润实现小幅增长。

表2：定制家居行业代表性公司 2025年三季度业绩情况

	营业收入 (亿元)		营业收入 YOY		归母净利润 (亿元)		归母净利润 YOY		净利率		净利率变动(pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
欧派家居	132.14	49.73	-4.79%	-6.10%	18.32	8.14	-9.77%	-21.79%	13.87%	16.37%	(0.76)	(3.29)
索菲亚	70.08	24.57	-8.46%	-9.88%	6.82	3.62	-26.05%	1.44%	9.73%	14.74%	(2.31)	1.65
志邦家居	30.74	11.74	-16.36%	-19.73%	1.73	0.35	-34.94%	-70.09%	5.63%	2.99%	(1.61)	(5.03)
金牌家居	23.68	8.99	-2.01%	0.30%	0.65	0.01	-45.87%	-97.88%	2.73%	0.12%	(2.22)	(5.47)
尚品宅配	25.50	9.98	-6.66%	-2.34%	(0.79)	0.01	-30.38%	-114.39%	-3.12%	0.12%	1.06	0.93
好莱客	12.65	4.35	-12.38%	-16.44%	0.31	0.07	-65.53%	-85.40%	2.48%	1.55%	(3.82)	(7.31)
	毛利率		毛利率变动 (pct)		销售费用率		销售费用率变动 (pct)		管理费用率		管理费用率变动 (pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
欧派家居	37.19%	38.77%	1.65	(1.59)	9.59%	8.64%	(0.56)	0.50	6.94%	6.33%	0.27	0.23
索菲亚	35.24%	36.83%	(0.55)	0.97	9.31%	9.37%	(0.30)	0.51	8.49%	7.56%	1.57	0.72
志邦家居	34.24%	31.46%	(2.58)	(5.58)	17.38%	17.00%	(0.02)	(1.22)	6.40%	6.43%	0.27	1.33
金牌家居	26.54%	24.38%	(0.76)	(3.95)	12.34%	12.13%	0.81	0.95	6.58%	6.28%	0.85	0.99
尚品宅配	33.57%	32.55%	1.64	(1.63)	21.47%	18.27%	(2.49)	(3.79)	8.09%	7.32%	0.32	0.90
好莱客	31.48%	29.17%	(3.20)	(4.88)	15.34%	15.99%	1.41	3.18	8.27%	7.95%	0.07	0.45

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

2. 软体家居：业绩现韧性，龙头公司保持稳健

软体家居受地产下行周期影响相对小于定制家居，因此上市公司业绩方面整体优于定制家居，展现出了较强的韧性。25年1-9月，顾家家居/慕思股份/喜临门营业收入分别同比+8.77%/-3.01%/+3.68%，归母净利润分别同比+13.24%/-10.61%/+6.45%。

表3：软体家居行业代表性公司 2025年三季度业绩情况

	营业收入(亿元)		营业收入 YOY		归母净利润(亿元)		归母净利润 YOY		净利率		净利率变动(pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
顾家家居	150.12	52.11	8.77%	6.50%	15.39	5.18	13.24%	11.99%	10.25%	9.94%	0.40	0.49
慕思股份	37.61	12.84	-3.01%	2.79%	4.67	1.09	-10.61%	-26.80%	12.41%	8.51%	(1.06)	(3.44)
喜临门	61.96	21.76	3.68%	7.78%	3.99	1.33	6.45%	-6.10%	6.44%	6.10%	0.17	(0.90)
	毛利率		毛利率变动 (pct)		销售费用率		销售费用率变动 (pct)		管理费用率		管理费用率变动 (pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
顾家家居	32.38%	31.42%	0.50	1.62	15.64%	13.82%	(0.30)	(0.17)	1.59%	1.42%	(0.56)	(0.32)
慕思股份	52.34%	53.18%	1.53	3.33	28.69%	32.22%	3.48	7.00	6.74%	6.82%	0.15	(0.70)
喜临门	36.03%	35.58%	0.68	(0.91)	21.14%	21.89%	0.95	0.21	4.82%	4.13%	(0.55)	(0.75)

资料来源：顾家家居/慕思股份/喜临门公司公告、中国银河证券研究院

(二) 定制家居：国补回归+全品类、全球化布局，龙头公司积极自救

1.Q4 国补回归有望拉动下游需求修复

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

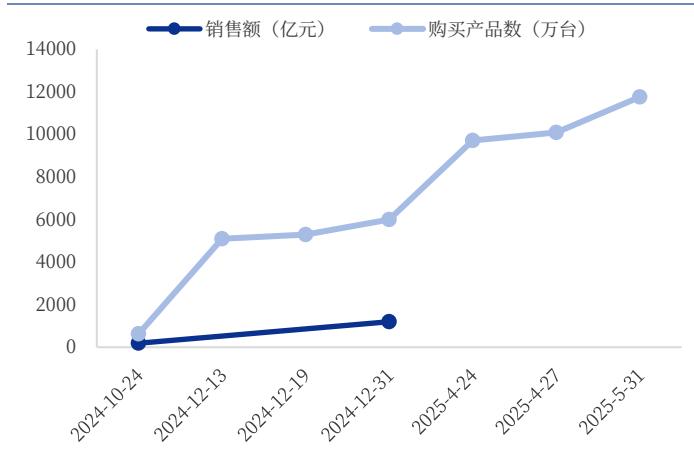
图17：家居国补政策梳理

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

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

2025年1月、4月、8月，国家发改委会同财政部共向地方下达三批超长期特别国债资金共2310亿元，以支持消费品以旧换新。今年1—8月，全国共有3.3亿人次申领消费品以旧换新补贴，带动相关商品销售额超过2万亿元，其中，截至2025年5月31日，2025年家装厨卫焕新累计达5763万单。

图18：家居补贴效果



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图19：两轮车补贴效果



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

Q3各地陆续出现国补资金额度用完，国补停滞情况，一定程度上对上市公司业绩修复造成拖累，9月末第四批国补资金690亿元下达地方，至此，全年3000亿元中央资金已全部下达。Q4国补恢复，预计拉动下游需求继续回暖。

图20：家居国补资金下达进展及国补成效梳理



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

2.全品类布局，全面拥抱大家居时代

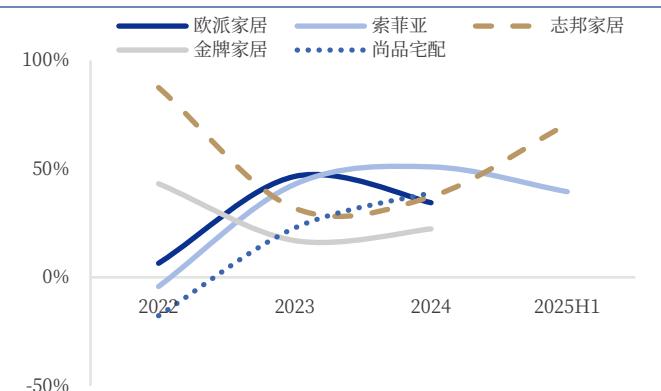
伴随消费者对个性化设计、智能科技与一站式服务的综合需求逐步上升，家居行业对于供给端的要求已经从单一品类向全案设计、全屋经营演变，大家居生态逐渐成为行业必由之路。

表4：各定制家居公司大家居战略布局

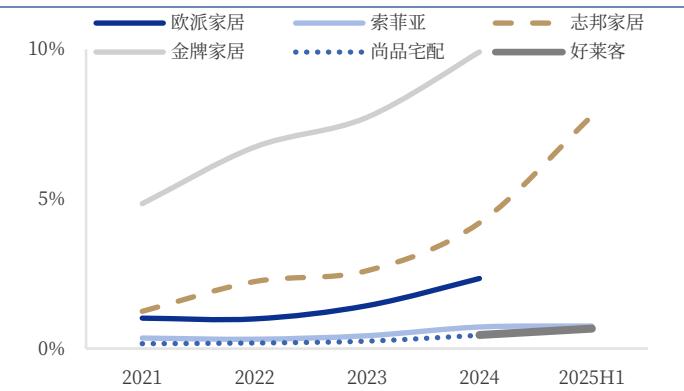
公司	大家居战略布局情况			
欧派家居	自 2023 年起启动“七大核心改革” 推进“大家居”战略布局，加速构建覆盖采购、制造、服务的泛家居产业生态圈 推进终端系统性减负改革、推进产品研发和空间设计从单品向大家居转型落地、以平台思维构建更完善的大家居供应链体系、通过“一城一势、一城一策”的本地化运营模式，协助经销商制定本地化大家居转型方案，加速迭代总部培训赋能资源、以“1+N+X”创新门店布局策略			
	2024 年，全面深化布局整装渠道， 加大装企合作深度和广度， 构建一体化整装交付解决方案。 存量市场布局：产品端抢占旧改流量中的高频需求产品， 渠道端打造装企渠道的整家定制模式			
	“1+N+X”战略	整家 5.0 战略，实现全案设计交付	“大家居”战略	“多品牌、全渠道、全品类”战略
索菲亚	“整家集成、产品领先， 数智驱动、服务致胜”为公司战略主轴 “整家一体化”战略，通过“品效销一体协同”实现品牌价值、营销效能与销售转化的深度融合，开辟出高质量发展新路径 通过“品效销一体协同”实现品牌价值、营销效能与销售转化的深度融合，开辟出高质量发展新路径			
	整家模式战略、设计领先战略、产品力战略、全球化战略、数智运营战略			
	一城多商多渠道布局 “1+5+1”基础设施的布局 “四驾马车（零售、家装、精装、海外）”业务战略			
金牌家居	2024 年新零售 1.0（140 战略）落地（其中“1”指门店，“4”指家装、拎包、局改、线上营销，“0”指商的整装能力）			
	围绕“装 2 次，才省心”战略定位持续深化布局，通过 BIM 系统搭建覆盖“专家会审-交付评价-营销转化工程验收”的质量管控体系，持续提升实装 1 次的精准性及客户体验价值。			
	ALL-IN-AI 的技术战略 紧扣“定制+配套+技术”的核心战略			
尚品宅配	公司推出 BIM 整装模式，以“装 2 次，才省心”的战略定位，对前后端协同流程、施工工序、现场材料、需客户参与事项节点、家具复尺下单配送安装、客户满意度回访机制等进行流程重构			
	同步围绕“全品类安装、全渠道布局、全流程管控、全维度赋能、服务体验升级”五大关键举措，推出“全国百城千匠提效行动”			
	研发家庭端“智能融合网关”产品，实现全屋自动组网连接和智能控制			
资料来源：欧派/索菲亚/志邦/金牌/好莱客/尚品宅配公司公告、中国银河证券研究院				

3. 向海而兴，海外业务构建新增量

在国内需求承压背景下，龙头公司积极布局海外市场，海外业务拓展提速，构建收入增长的第二成长曲线，具体包括投资设立海外子公司、加强国际产能布局、加速海外开店等，24-25H1，代表性公司海外业务收入占比均呈上升趋势。

图21：各公司海外业务收入增速


资料来源：欧派/索菲亚/志邦/金牌/尚品宅配公司公告，中国银河证券研究院

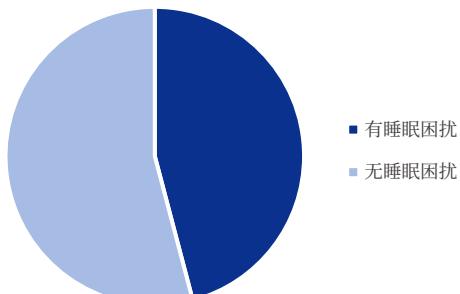
图22：各公司海外业务收入占比


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

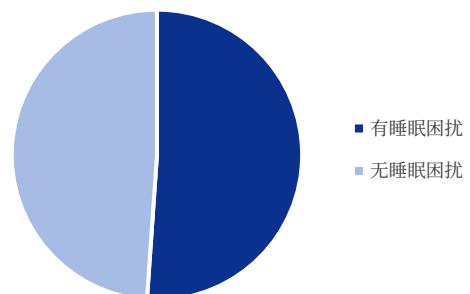
(三) 软体家居：AI 床垫方兴未艾，健康睡眠赛道前景广阔

伴随消费者对睡眠问题和睡眠质量要求的意识逐步提高，智能家居和睡眠科技已逐步成为软体家居行业的创新主战场，智能家居渗透率持续提升，打造行业发展第二成长曲线。

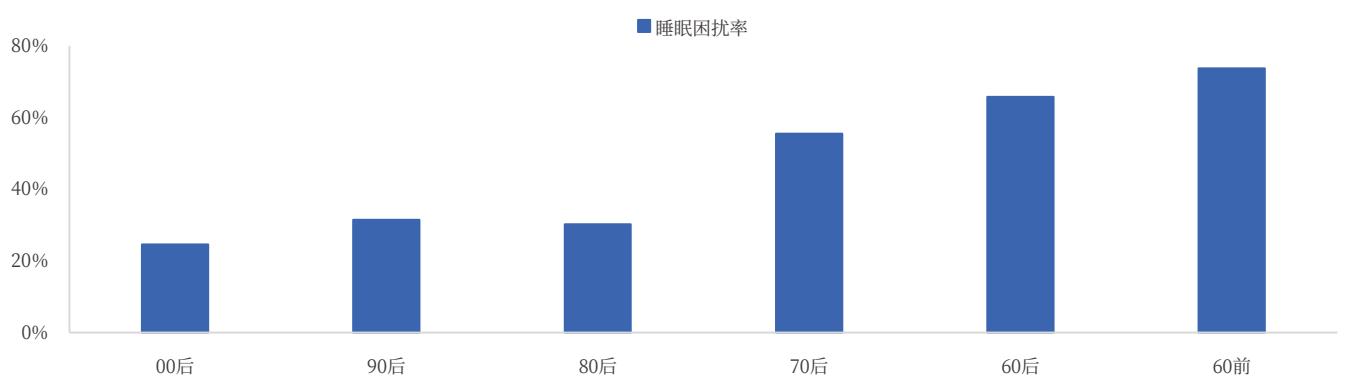
睡眠障碍问题日益凸显。据中国睡眠研究会发布《2025年中国睡眠健康调查报告》，我国当前18岁及以上人群睡眠困扰率高达48.5%，其中男性/女性有睡眠困扰的占比分别为45.9%、51.1%。随着年龄的增长，睡眠困扰率逐渐上升，65岁及以上人群睡眠困扰率达73.7%。

图23：我国18岁及以上男性睡眠困扰率情况


资料来源：中国睡眠研究会，中国银河证券研究院

图25：不同年龄段睡眠困扰率情况
图24：我国18岁及以上女性睡眠困扰率情况


资料来源：中国睡眠研究会，中国银河证券研究院



资料来源：中国睡眠研究会，中国银河证券研究院

在睡眠问题日趋严重的背景下，睡眠经济市场迅速扩容。据艾媒咨询，我国睡眠经济市场从 2016 年的 2616.3 亿元扩张至 2023 年的 4955.8 亿元，16-23 年复合增长率 9.7%，预计 2027 年市场规模将达 6586.8 亿元。床垫、枕头等产品作为改善睡眠的核心载体，随着消费者对于健康睡眠理念的深化以及床垫行业技术的不断创新，健康睡眠指标逐步跃居决策核心。床垫市场亦保持稳健的增长态势，功能属性持续丰富，致力于满足个性化的睡眠需求。

24 年以来智能床垫产品展现出旺盛的生命力和巨大发展潜力，龙头企业利用过 AI、大数据、物联网等技术，推动睡眠产品从单一功能向“监测-反馈-调节”的一体化解决方案升级，行业壁垒持续提高。2025 年，各公司 AI 产品布局进一步提速，带动国内 AI 床垫产品市场渗透率持续提升。

如：**慕思股份** 24 年推出 AI 智能床垫 T11+，搭载 AI 潮汐算法 2.0、健康监测系统和 IoT 智能互联等技术，能实时感知用户睡眠状况并自适应调节；还打造了智慧健康睡眠生态系统。2024 年国际消费电子展（CES），AI 系列 T11 Pro 智能床垫的斩获四项大奖。24 年 T11 系列累计销售额达 1.3 亿元。公司 2025 年进一步推出 AI 智能床垫 T11+，同时与华为签署鸿蒙智选合作备忘录，推出鸿蒙智选慕思智能床系列产品，2025H1 公司 AI 产品实现收入 1.21 亿，同比超三倍增长。

喜临门：公司 2014 年即率先布局智能床垫赛道，发布全球首个智能床垫健康睡眠系统；2020 年发布第一款智能床垫 Smart1，运用空气弹簧、睡姿智适应和 AI 睡眠数据三大核心技术，根据每次睡眠的数据动态优化睡眠方案。2023 公司与诺奖得主合作研发推出 iSleep AI 空气能助眠床垫。

公司 24 年进一步推出汇集其百项专利技术的新智慧睡眠生态品牌 aise 宝褓，集成 CloudHold、CloudSleep、iRoomy 等三大睡眠科技模块，旨在为客户提供更优质的个性化睡眠体验，定位于高端价位。2024 年公司功能智能产品销售额破亿。

2025 年 3 月 19 日，喜临门与清华大学共建的“智慧睡眠技术联合研究中心”正式揭牌。7 月与强脑科技合作发布联名新品 AI “宝褓·BrainCo” AI 床垫，通过非侵入式脑机接口专利技术，将医院复杂的脑电监测设备转化为便携方案，引领睡眠健康产业迈向新高度。25H1 除宝褓品牌外，喜临门自主品牌亦推出“AI 净眠 E100 PRO+” AI 智能床垫产品，智慧床垫产品布局再提速。

趣睡科技 24 年推出了 AI 睡眠监测改善床垫，集成了睡眠监测、语音控制及智能家居等联动功能，采用机器学习算法分析用户数据，提供个性化的建议。同年推出了“趣睡智能床 ONE”，通过与米家生态链设备联动，可以结合 AI 睡眠监测改善床垫的数据，动态调节床体角度与家居环境。8H 系列自 2016 年起在京东睡眠节连续 7 年销量冠军；2018 年至 2021 年在小米有品平台连续四年获得家居类销售冠军；2022 年获得小米有品年度最佳品牌称号。

表5：慕思股份与趣睡科技 AI 床垫产品

品牌	产品	图片	推出时间	价格	产品技术	产品使用效果
慕思股份	T11 系列 AI 床垫		2024 年	19800-35800 元	引入 AI 潮汐算法, AutoFit 智适应技术, 可适配智能排骨架	入睡时间减少 37.3%、翻身次数减少 34.2%、清醒次数减少 19.6%
	T11+AI 床垫		2025 年	29800 元	潮汐算法 2.0, 依托超 100 万 + 人体工学数据库, 实现动态调节	入睡时间减少 37.3%、翻身次数减少 34.2%、清醒次数减少 19.6%
喜临门	AISE 宝裸智慧睡眠生态床垫		2024 年	19800-98800 元	集成 cloudhold、cloudsleep、iRoomy 等三大睡眠科技模块	均深睡时长增加 21 分钟 入睡效率提升 20.5% 失眠严重率下降 26.2% 入睡困难-50% 入睡潜伏期-60% 失眠严重度-50% 匹兹堡睡眠质量+45% 平均深睡时间+12%
	喜临门 AI 净眠 E100 PRO+		2025 年	23999 元	搭载 9 个 AI 调节单元, 8 个控制单元, 2 个驱动引擎; 内置智慧控制盒 (含算法, 支持 OTA)	翻身次数减少 50% 入睡效率+20.5% 入睡潜伏期-30% 失眠严重度-26.2% 匹兹堡睡眠质量+44.5%
	宝裸 · BrainCo		2025 年		融入脑电技术, 实现数据传感的多模态融合, 通过非植入式接收用户脑电信号的眼罩, 信号采集方式上, 以脑电信号代替传统压力传感器	
趣睡科技	8H AI 睡眠监测改善床垫		2021 年	1999-2999 元	采用高精准传感技术; 智能医养级 AI 匹配算法	适合有老人、小孩的家庭, 以及对睡眠监测和改善有需求的人群。
	8H 人工智能床垫 damo		2024 年	3199-3699 元	瑜伽放松助眠, 体感轻柔唤醒, 睡眠报告, 高速 AI 人工智能芯片技术; 气囊控制技术	中高端智能床垫, 追求高品质睡眠、注重床垫科技含量和个性化体验的人群
	8H 智能撑腰护眠床垫		2024 年	4199-4699 元	AI 护腰, 睡眠报告, AI 算法技术、气囊控制技术、睡眠监测技术、智能互联技术	注重腰部健康、追求科技感和智能化生活体验的人群
	8H 自适应智能床垫 Zero		2020 年	6799-7299 元	支持手动或者 APP 调节床垫硬度, 适配不同睡感需求。集成智能传感器技术, 可监测睡眠数据	面向追求高科技睡眠体验, 对床垫智能化有需求, 愿意为智能功能支付较高价格的人群。

资料来源：慕思股份官网、喜临门官网、趣睡科技官网、中国银河证券研究院

展望未来，我们认为，一方面，健康睡眠市场持续扩容，带动智能床垫市场天花板持续上升；另一方面，在健康睡眠客观需求持续上升、龙头企业产品研发提速和消费者教育加强的背景下，智能床垫产品的市场渗透率有望快速提升。

据喜临门年报，我国睡眠经济规模从 2016 年 2616 亿元增至 2020 年 3778 亿元，年增速 9.6%，在保守/一般/乐观估计下，分别以 8%、10%、12% 的十年复合增速测算，预计我国睡眠经济 2030 年市场规模将达万亿。

一般估计下，若我国健康睡眠市场 2020-2030 年复合增速为 10%，智能床垫占比自 2025 年的 4% 上升至 6%，则智能床垫市场规模在 2030 年将达近 600 亿元，20-30 年复合增速达 15%。

表6：我国智能床垫市场规模测算

		睡眠经济 10 年 CAGR	睡眠经济市场规模 (亿元)	智能床垫占比	智能床垫市场规模 (亿元)	智能床垫 CAGR
2015					9	15-23 年：36.11%
2020		9.6%	3778	4% (2025 年数据)	151	
2030	保守估计	8%	8156	4%	326	8%
	一般估计	10%	9799	6%	588	15%
	乐观估计	12%	11734	8%	939	20%

资料来源：喜临门年报、智研咨询、艾瑞咨询、慕思：《2025AI 世代健康睡眠白皮书》、中国银河证券研究院

三、包装：竞争格局优化，行业盈利中枢有望上行

(一) 金属包装：竞争格局改善，看好龙头公司价值回归

1. 业绩回顾：行业均价亟待修复，盈利能力暂时承压

2025年前9月，受到铝价短期波动及行业均价下行影响，上市公司毛利率整体呈现负增长，行业盈利能力亟待修复。2025年前9月奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/嘉美包装营业收入分别同比+68.97%/+6.83%/+1.51%/-1.94%，归母净利润同比分别-23.74%（扣非）/+11.97%/-36.99%/-47.25%。

表7：金属包装行业代表性公司2025年三季度业绩情况

	营业收入(亿元)		营业收入YOY		归母净利润(亿元)		归母净利润YOY		净利率		净利率变动(pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
奥瑞金	183.46	66.19	68.97%	81.28%	5.68 (扣非)	1.67 (扣非)	-23.74%	-22.69%	3.10% (扣非)	2.52% (扣非)	(3.76) (扣非)	(3.39) (扣非)
宝钢包装	65.81	23.06	6.83%	6.78%	1.76	0.73	11.97%	15.15%	2.67%	3.17%	0.12	0.23
昇兴股份	50.70	18.45	1.51%	4.03%	2.17	0.69	-36.99%	-37.13%	4.27%	3.75%	(2.61)	(2.46)
嘉美包装	20.39	7.83	-1.94%	11.38%	0.39	0.19	-47.25%	15.08%	1.92%	2.48%	(1.65)	0.08
	毛利率		毛利率变动(pct)		销售费用率		销售费用率变动(pct)		管理费用率		管理费用率变动(pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
奥瑞金	13.52%	12.44%	(3.78)	(3.83)	1.65%	1.49%	(0.04)	(0.39)	4.15%	3.93%	(0.54)	(0.47)
宝钢包装	7.43%	8.08%	(0.93)	(1.12)	0.81%	0.73%	(0.42)	(0.49)	2.25%	2.30%	(0.25)	(0.22)
昇兴股份	10.03%	9.47%	(4.32)	(4.19)	0.39%	0.30%	(0.16)	(0.25)	3.80%	3.70%	0.13	0.33
嘉美包装	11.12%	10.44%	(2.00)	(0.84)	0.91%	0.84%	0.08	(0.01)	5.11%	3.74%	0.08	(0.53)

资料来源：奥瑞金/昇兴股份/嘉美包装/宝钢包装公司公告、中国银河证券研究院

2. 供给端：行业竞争格局优化，价格有望修复

2025年4月，奥瑞金对中粮包装的收购事项完成，伴随收购完成，二片罐包装行业TOP3市占率近80%，龙头公司近年均无新增国内产能规划，竞争格局大幅改善，且龙头公司对于利润修复的诉求较为统一。2026年对下游啤酒、碳酸饮料等客户的定价有望提高，带动行业盈利能力改善，价值回归。

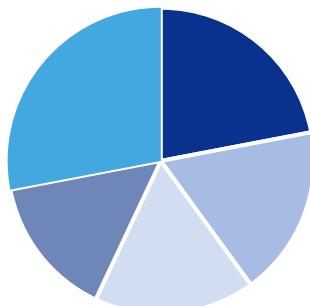
图26：奥瑞金收购中粮包装时间线



资料来源：奥瑞金公司公告，中国银河证券研究院

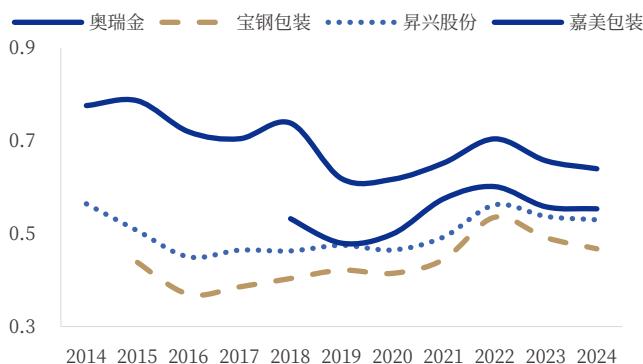
图27：奥瑞金收购前我国二片罐市场竞争格局

■ 宝钢包装 ■ 奥瑞金 ■ 中粮包装 ■ 昇兴股份 ■ 其他

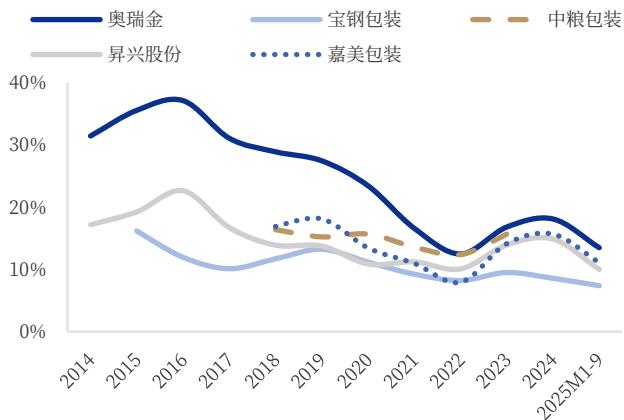


资料来源：中国包装信息网，中国银河证券研究院

2025年前9月，奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/嘉美包装毛利率分别为13.5%/7.4%/10.0%/11.1%，净利率分别为5.9%/2.7%/4.3%/1.9%，行业盈利能力整体处于亟待修复的低点，未来伴随行业均价逐步修复，行业盈利中枢有望上升。

图29：金属包装行业单价变动情况（元/罐）


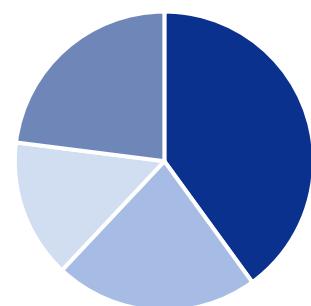
资料来源：奥瑞金/宝钢包装/中粮包装/昇兴股份/嘉美包装公告，中国银河证券研究院

图31：金属包装行业毛利率变动情况


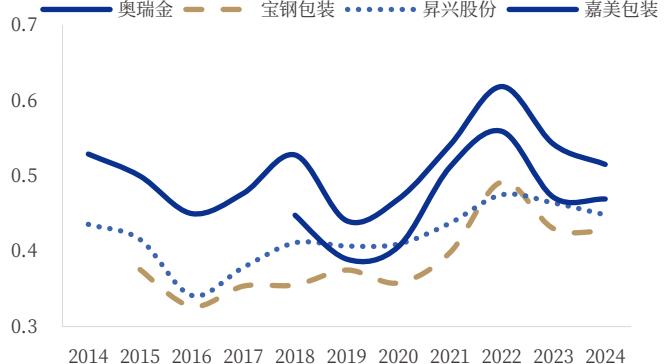
资料来源：奥瑞金/宝钢包装/中粮包装/昇兴股份/嘉美包装公告，中国银河证券研究院

图28：奥瑞金收购后我国二片罐市场竞争格局

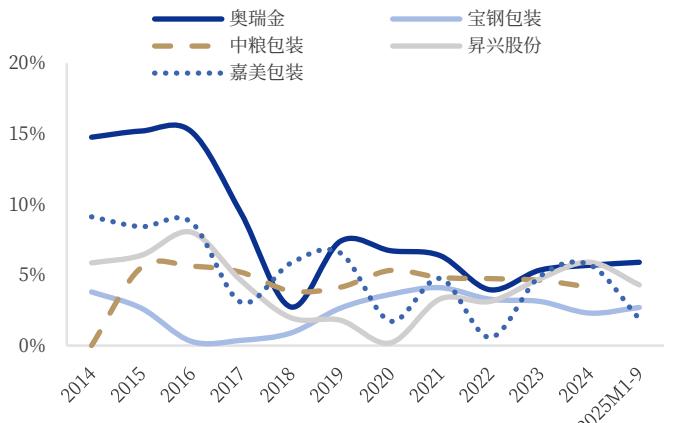
■ 奥瑞金 ■ 宝钢包装 ■ 昇兴股份 ■ 其他



资料来源：中国包装信息网，中国银河证券研究院

图30：金属包装行业单位成本变动情况（元/罐）


资料来源：奥瑞金/宝钢包装/中粮包装/昇兴股份/嘉美包装公告，中国银河证券研究院

图32：金属包装行业净利率变动情况


资料来源：奥瑞金/宝钢包装/中粮包装/昇兴股份/嘉美包装公告，中国银河证券研究院

行业盈利能力修复逻辑一：行业新一轮资源整合，资本开支边际向下。

2017-2019年，行业经历一轮产业整合，中小企业出清、外资企业波尔、太平洋相继退出中国市场，龙头企业奥瑞金、宝钢包装、中粮包装等完成多轮并购重组，推动行业产能集中。伴随产业整合，2017-2019年，行业均价有所回升，带动上市公司的毛利率和净利率修复，2019年奥瑞金、宝钢包装、嘉美包装三片罐业务毛利率分别修复至10%/13%/12%。

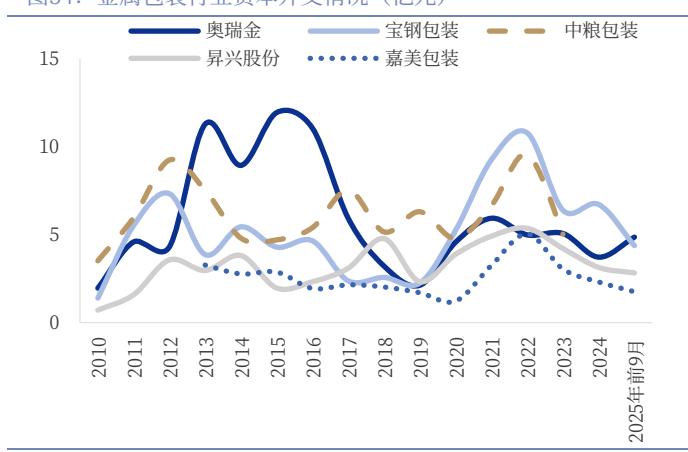
图33：国内三片罐毛利率情况



资料来源：奥瑞金/宝钢包装/嘉美包装公告，中国银河证券研究院

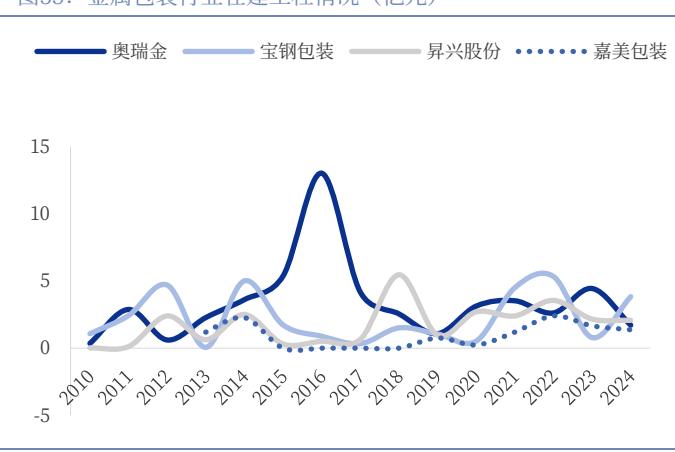
2025年伴随奥瑞金完成对中粮包装的收购，行业竞争格局进一步优化。从资本性开支的角度来看，23年以来龙头企业资本开支大幅下降，产能投放趋于平缓，早期密集投放的产能逐步消化，市场供求关系趋于合理，推动龙头企业对下游的议价能力增强。

图34：金属包装行业资本开支情况（亿元）



资料来源：奥瑞金/宝钢包装/中粮包装/昇兴股份/嘉美包装公告，中国银河证券研究院

图35：金属包装行业在建工程情况（亿元）



资料来源：奥瑞金/宝钢包装/中粮包装/昇兴股份/嘉美包装公告，中国银河证券研究院

表8：行业近年来部分并购事件统计

公司名称	时间	标的	品类	交易价格
奥瑞金	2016年	中粮包装 27%股份	二片罐	16.16亿港元
	2019年	波尔亚太（佛山）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（北京）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（青岛）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（湖北）金属容器有限公司 95.69%股权	二片罐	2.05亿美元
		黄山永新股份有限公司 9.80%股份	复合彩印包装	3.76亿元
	2025年	中粮包装全部股份	二片罐	55亿元
宝钢包装	2019年	河北宝钢制罐北方有限公司 47.51%股权	二片罐	1.90亿元
		武汉宝钢包装有限公司 47.51%股权	二片罐	3.23亿元
		佛山宝钢制罐有限公司 47.51%股权	二片罐	4.49亿元
		哈尔滨宝钢制罐有限公司 47.51%股权	二片罐	1.98亿元
中粮包装	2017年	浙江纪鸿包装有限公司 51%股权	二片罐	0.67亿元
		成都高森包装容器有限公司 100%股权	二片罐	0.75亿元
	2019年	无锡华鹏瓶盖有限公司 23%股权	瓶盖	0.53亿元
		浙江纪鸿包装有限公司 14.1%股权	二片罐	0.79亿元
昇兴股份	2017年	温州博德科技有限公司 70%股权	单片罐	1.94亿元
	2019年	收购太平洋制罐（漳州）有限公司、太平洋制罐（武汉）有限公司 100%股权及原股东债权	二片罐	3.31亿元
	2021年	收购太平洋制罐（沈阳）有限公司 100%股权	二片罐	1.71亿元
		收购太平洋制罐（青岛）有限公司 100%股权	二片罐	2.62亿元
	2022年	收购太平洋制罐（北京）有限公司 100%股权	二片罐	3.01亿元
		收购太平洋制罐（肇庆）有限公司 100%股权	二片罐	1.68亿元

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

行业盈利能力修复逻辑二：铝价平稳，上游原料供应稳定。

金属包装行业的上游产业主要为马口铁、铝材等原材料的冶炼及加工行业，以及金属盖子的加工业。由于这些主要原材料在金属包装成本中占比较高，而其价格波动具有一定的周期性，因此主要原材料的价格波动与金属包装行业的盈利能力高度相关。2022年以来，铝价自高位回落，当前上游原材料供应充足，价格整体平稳，为中游提供稳定的原料供应和盈利空间。另一方面，伴随金属包装行业竞争格局优化，议价能力加强，龙头公司可以更好的把原料成本变动的风险传导至下游产品定价中，从而分散风险。

图36：铝价（元/吨）

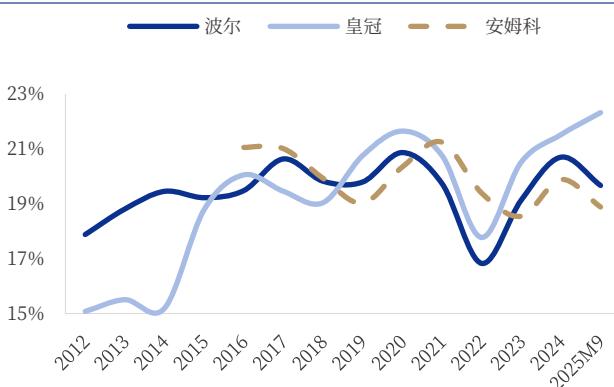


资料来源：上海期货交易所，中国银河证券研究院

行业盈利能力修复逻辑三：对标海外，盈利能力上升空间较大。

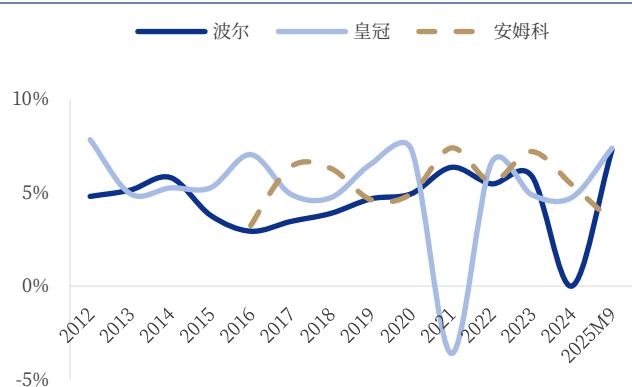
国内金属包装行业历史竞争较为激烈，导致行业均价较低。参考海外金属包装龙头的毛利率水平，波尔/皇冠/安姆科的毛利率整体处于 15%-20% 区间内，而国内龙头企业二片罐业务毛利率平均水平不足 10%，未来提升空间较大。

图37：海外金属包装毛利率



资料来源：波尔/皇冠/安姆科公告，中国银河证券研究院

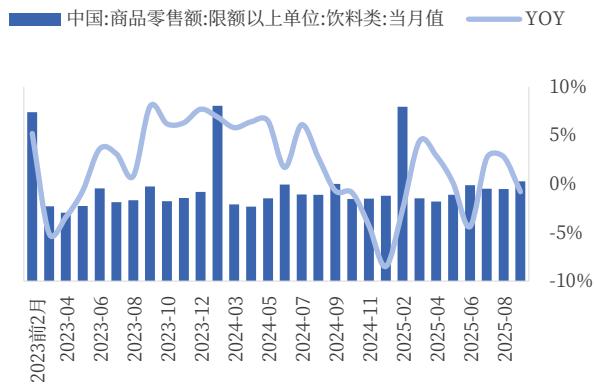
图38：海外金属包装净利率



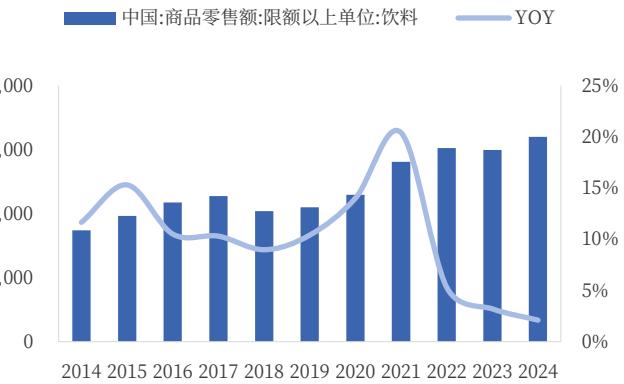
资料来源：波尔/皇冠/安姆科公告，中国银河证券研究院

3.需求端：下游需求整体平稳，罐化率提升利好行业

2024 年，我国饮料类商品零售额 3200.3 亿元，同比+2.1%；2025 年 9 月，我国饮料类商品零售额 308.2 亿元，同比-0.8%，下游需求整体平稳。

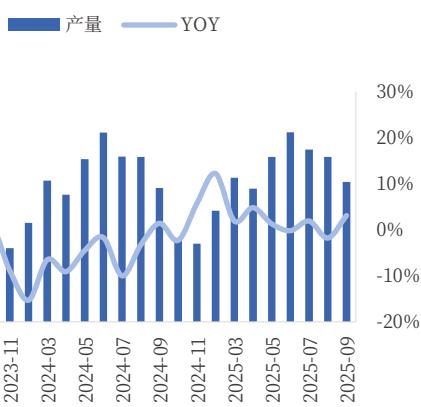
图39：我国饮料类月度商品零售额及 YOY（亿元）


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

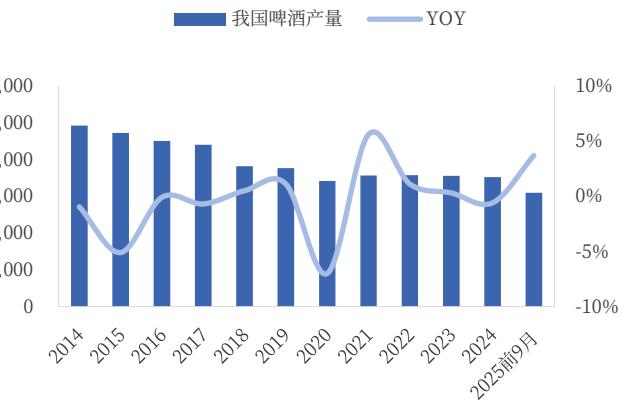
图40：我国饮料类年度商品零售额及 YOY（亿元）


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

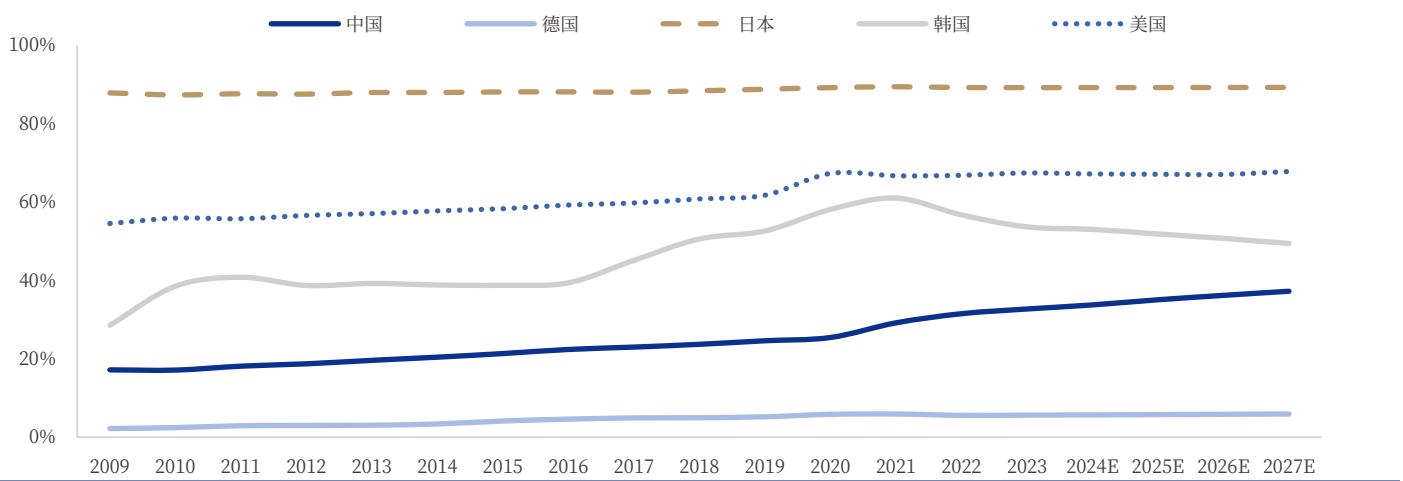
近年来，我国啤酒产量整体维持在较平稳水平，其中，2024年啤酒年产量3521万千升，同比-0.6%；2025年前9月啤酒产量3095万千升，同比+3.7%。下游需求整体平稳背景下，从中长期看，啤酒罐化率的逐步提升有望进一步拉动下游需求提高（2023年我国啤酒罐化率为32.69%，日本（89.18%）、韩国（53.65%）、美国（67.4%），提升空间较广阔）。

图41：我国啤酒月产量及 YOY（万千升）


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图42：我国啤酒年产量及 YOY（万千升）


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图43：各国啤酒罐化率


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

(二) 软体包装：下游需求承压背景下，业务多元化拓利

1. 业绩回顾

下游需求承压背景下，上市公司积极通过拓展多元化业务构建收入增量，报告期业绩有所分化。

25 年 1-9 月，裕同科技 / 永新股份 / 翔港科技 / 大胜达 / 合兴包装营业收入分别同比 +2.80% / +6.56% / +26.47% / +5.15% / -9.84%。

表9：软体包装行业代表性公司 2025年三季度业绩情况

	营业收入(亿元)		营业收入 YOY		归母净利润(亿元)		归母净利润 YOY		净利率		净利率变动(pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
裕同科技	126.01	47.26	2.80%	-3.66%	11.81	6.27	6.00%	1.62%	9.37%	13.27%	0.28	0.69
永新股份	27.06	9.60	6.56%	8.02%	3.09	1.26	1.43%	1.00%	11.43%	13.12%	(0.58)	(0.91)
翔港科技	7.42	2.27	26.47%	-0.67%	0.95	0.17	186.19%	-7.98%	12.86%	7.56%	7.18	(0.60)
大胜达	15.87	5.62	5.15%	5.85%	0.91	0.32	9.92%	-7.50%	5.73%	5.65%	0.25	(0.82)
合兴包装	77.43	25.95	-9.84%	-10.47%	1.60	0.44	10.52%	-21.24%	2.06%	1.71%	0.38	(0.23)
	毛利率		毛利率变动 (pct)		销售费用率		销售费用率变动 (pct)		管理费用率		管理费用率变动 (pct)	
	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3	25M1-9	25Q3
裕同科技	25.01%	28.74%	(0.17)	1.17	2.83%	2.70%	(0.09)	(0.00)	6.26%	5.59%	(0.01)	0.25
永新股份	22.33%	24.44%	(0.63)	0.38	1.56%	1.45%	(0.07)	0.30	3.25%	3.18%	(0.33)	0.18
翔港科技	26.57%	22.43%	4.45	(1.42)	2.31%	2.87%	(0.67)	(0.16)	6.48%	6.96%	(1.79)	(0.04)
大胜达	19.17%	18.82%	1.71	(0.62)	1.99%	1.97%	0.04	(0.17)	5.68%	5.01%	(0.62)	(0.90)
合兴包装	13.47%	13.54%	1.32	1.14	3.46%	3.72%	0.49	0.72	3.90%	3.79%	(0.17)	(0.28)

资料来源：裕同科技/永新股份/翔港科技/大胜达/合兴包装公司公告、中国银河证券研究院

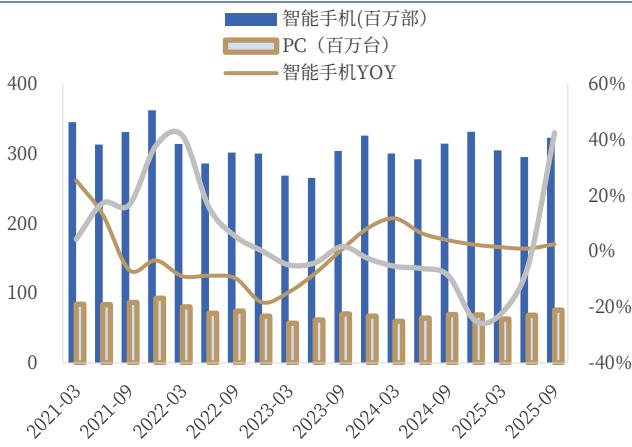
2. 龙头公司积极推动业务多元化，构建第二收入增长曲线

行业需求整体承压背景下，龙头公司一方面积极拓展大客户，一方面加强多元化业务布局构建收入增量，如由传统快递纸箱包装向烟酒包、日化食品包装、药包等利润水平更高的业务拓展。

裕同科技：多元布局构建业绩韧性。

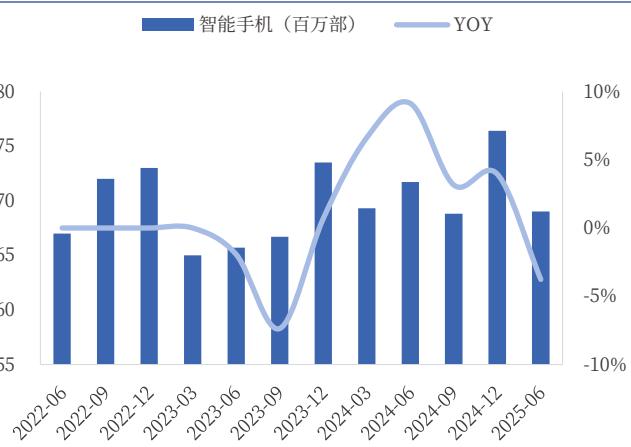
受制于国内消费需求疲软，消费电子行业增速有所放缓，公司积极通过国内外多元化布局积极构建业绩增量，分散风险。

图44：全球3C出货量及YOY



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图45：我国手机出货量



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

1) 文创潮玩新消费：2025年，以潮玩、卡牌为代表的新消费行业展现出较高的成长性，公司积极进行战略布局，与头部大客户建立合作，构建国内业务收入增量。

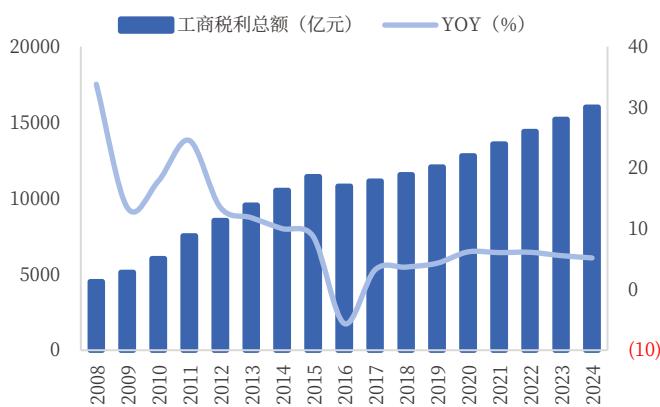
2) 环保包装：伴随欧美限塑令政策趋严，环保包装成为了未来海外业务发展的重要机遇点，积极打造旗下环保子品牌“YUTOECO”，在国内环保包装领域占据领先地位。2024/2025H1，公司环保包装业务分别同比+19.5%/6.8%，实现稳健成长。

3) 工业业务：公司通过控股子公司华宝利介入机器人产品组装、电声元器件生产等业务，近年来展现出较强的增长潜力。

翔港科技：烟包业务构建收入新增量。

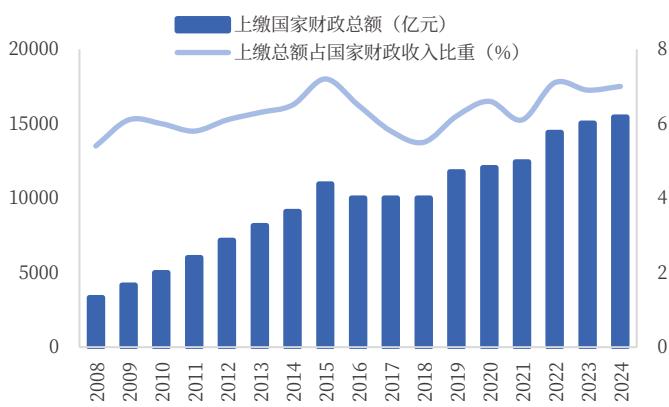
烟包蓝海市场，机遇广阔。2024年我国烟草制品行业营业收入/利润总额分别达13731/110亿元，同比分别+2.8%/3.4%。烟草行业为我国财政贡献稳定收入，2008-2024年，我国烟草行业上缴国家的财政总额从3312亿元增长到15446亿元，17年间增长了4.7倍。其中，2019-2024年，烟草行业上缴国家财政总额呈现出稳步增长趋势。2024年烟草行业上缴国家财政收入总额占全国财政总收入的比重达到7.0%。

图46：我国烟草行业工商税利情况及YOY



资料来源：中国烟草，中国银河证券研究院

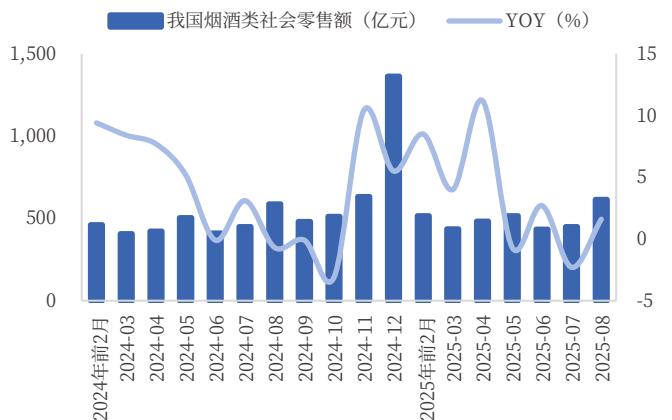
图47：我国烟草行业上缴财政总额及占比



资料来源：中国烟草，中国银河证券研究院

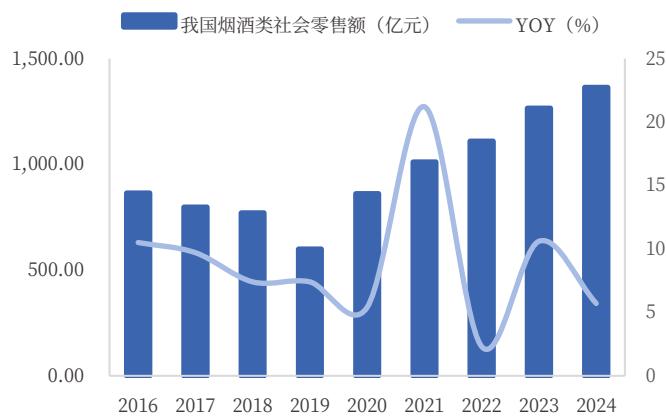
作为烟草制品重要的上游行业，烟包市场规模近年来持续扩容。据中研普华，2023年全球烟包市场规模达1263亿人民币，预计2029年将达1582亿人民币，年均复合增长率3.73%。中国作为烟草大国，其烟包市场规模在全球市场中占重要地位。2023年我国烟包市场规模达335亿人民币，市场规模的扩大主要得益于全球烟草消费量的稳定增长以及消费者对包装品质和个性化的需求。

图48：我国烟酒类月度社会零售额及 YOY



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图49：我国烟酒类年度社会零售额及 YOY



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

行业洗牌，新入局公司获新机遇。政策层面的多重调整，为烟包行业设立了更高的合规门槛，也直接重塑了市场竞争规则，成为推动企业主动转型的核心外部动力。当前全国规模以上的烟标印刷企业约有 200 家左右，烟标市场集中度低，竞争分散，2023 年 CR10 上市公司市占率总和不足 20%。历史上市占率较高的公司有劲嘉股份、东峰集团、裕同科技等，但伴随行业洗牌，多家公司退出或业务缩水，烟包市场迎来新机遇。

表10：烟包市场竞争格局

公司	2023 年烟包业务收入 (亿元)	市占率	毛利率	客户构成
劲嘉股份	14.8	4.4%	35.9%	贵州、四川中烟等
东峰集团	10.8	3.2%	24.3%	
裕同科技	10.0	3.0%	-	13 家中烟公司+3 家卷烟厂
陕西金叶	6.2	1.8%	19.5%	陕西中烟、云南中烟等
永吉股份	5.6	1.7%	29.66%	贵州中烟、江苏中烟、云南中烟
力图控股	5.7	1.7%	16.67%	
集友股份	4.2	1.3%	40.35%	
大胜达	2.9	0.9%	25.40%	浙江、江苏、重庆、贵州、张家口等中烟公司
新宏泽	1.7	0.5%	28.56%	6+2, 云南中烟、浙江中烟、重庆中烟、贵州中烟、湖南中烟、福建中烟、甘肃烟草、深圳烟草
翔港科技	0.3	0.1%	-	广西、安徽、四川、陕西中烟, 海南卷烟

资料来源：各公司年报、中研网、中国银河证券研究院

大客户贡献稳定收入来源，未来成长空间充足。公司现已进入陕西中烟、上海烟草、四川中烟、江西中烟、广西中烟等 8 家中烟公司。24 年中标中华金中支项目，未来有望继续拓展中华内部其他品类，烟包业务成长动力充足。

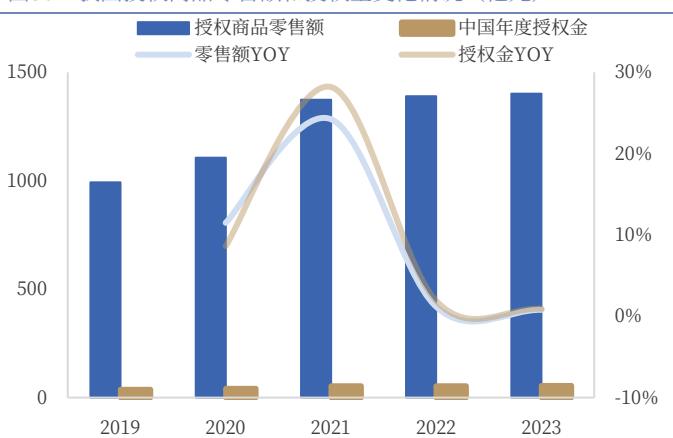
四、玩具：泛 IP 周边经济，潮玩出海正当时

(一) 大 IP 构建护城河，泛 IP 经济逐步崛起

欧美、日本为 IP 经济强国，如迪士尼旗下拥有唐老鸭、玩具总动员、漫威系列、星球大战系列等；万代旗下拥有高达、龙珠、海贼王等，这些知名国际 IP 巨头经过近百年的积累，在玩具手办、动画电影、游戏、主题乐园等衍生领域都有较好的表现，形成了稳定的受众圈层，展现出较强的商业价值。

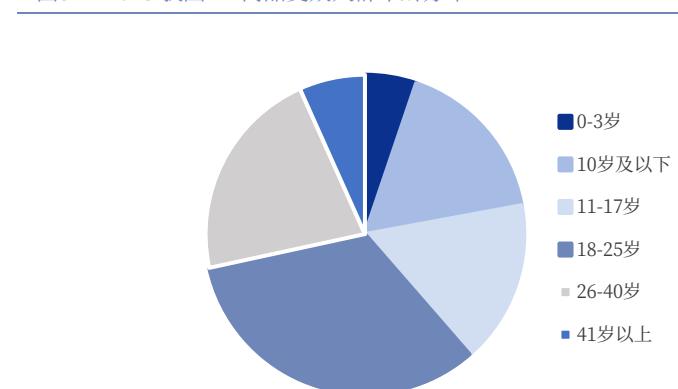
对于国内市场，伴随 Z 世代兴起，悦己文化逐步壮大，以《哪吒》、《白蛇》为代表的影视 IP；《斗罗大陆》《原神》为代表的游戏 IP；包括以泡泡玛特 The Monster 系列为代表的潮流 IP 亦逐步积累了较多的粉丝，且逐步走出国门，在全球范围内产生影响。据中国玩具和婴童用品协会，2023 年我国年度授权商品零售额为 1401 亿元，同比+0.8%；2023 年中国年度授权金为 54.7 亿元，同比+0.9%，实现五年来授权商品零售额和授权金规模持续增长。其中，18-40 岁中青年群体为 IP 消费主力军，其占比在 2023 年达到 54.7%

图50：我国授权商品零售额和授权金变化情况（亿元）



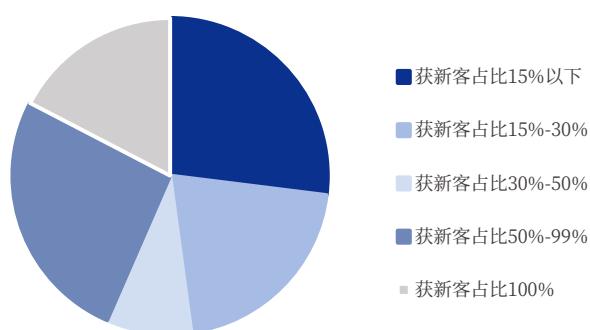
资料来源：中国玩具和婴童用品协会，中国银河证券研究院

图51：2023 我国 IP 商品受众人群年龄分布

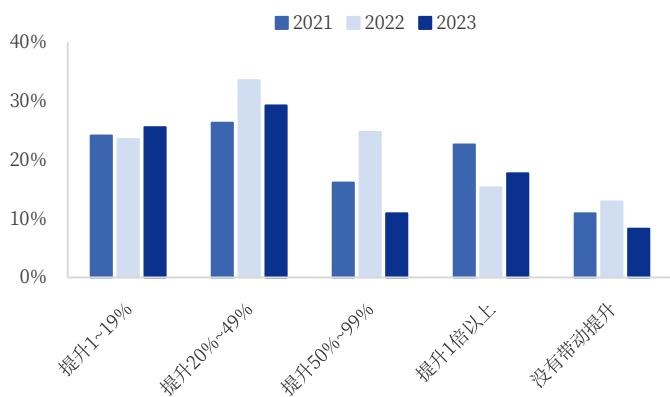


资料来源：中国玩具和婴童用品协会，中国银河证券研究院

IP 授权有效拉动相关产品销售。知名 IP 加持为玩具类产品创造了更强的吸引力，据中国玩具和婴童用品协会，2023 年有较多商户通过 IP 授权产品获取新客，其中获取新客占总客户比重在 50% 以上的商户达 44%。大多数商户凭借 IP 授权获得了销售收入的增长，2023 年 IP 授权带动销售增长在 20% 以上的商户占比为 58%。

图52：2023年商家通过IP授权获得的新客户占总客户比重情况


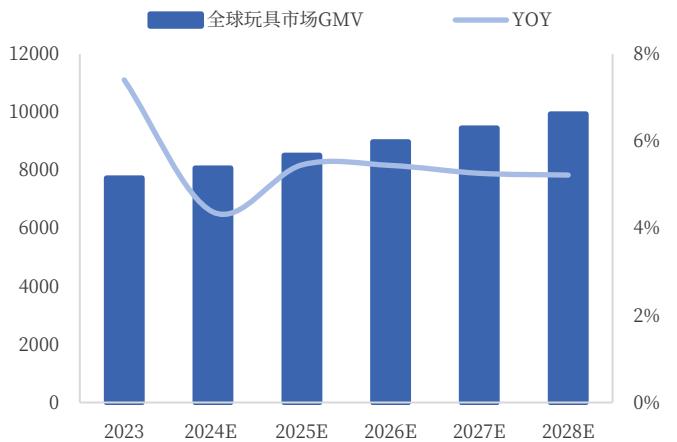
资料来源：中国玩具和婴童用品协会，中国银河证券研究院

图53：IP授权带动销售提升情况


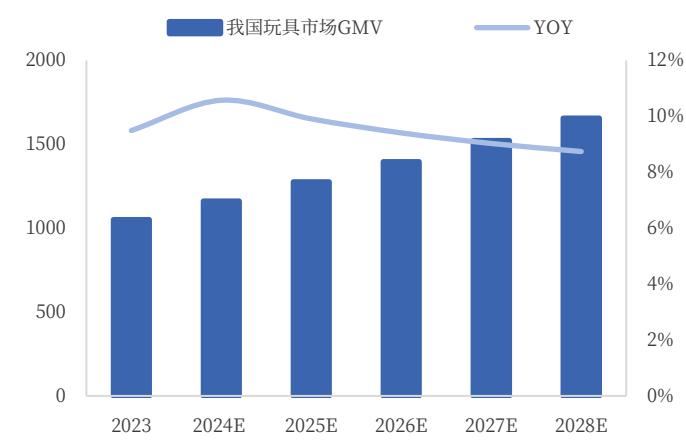
资料来源：中国玩具和婴童用品协会，中国银河证券研究院

(二) 海外市场机遇广阔，构建第二成长曲线

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

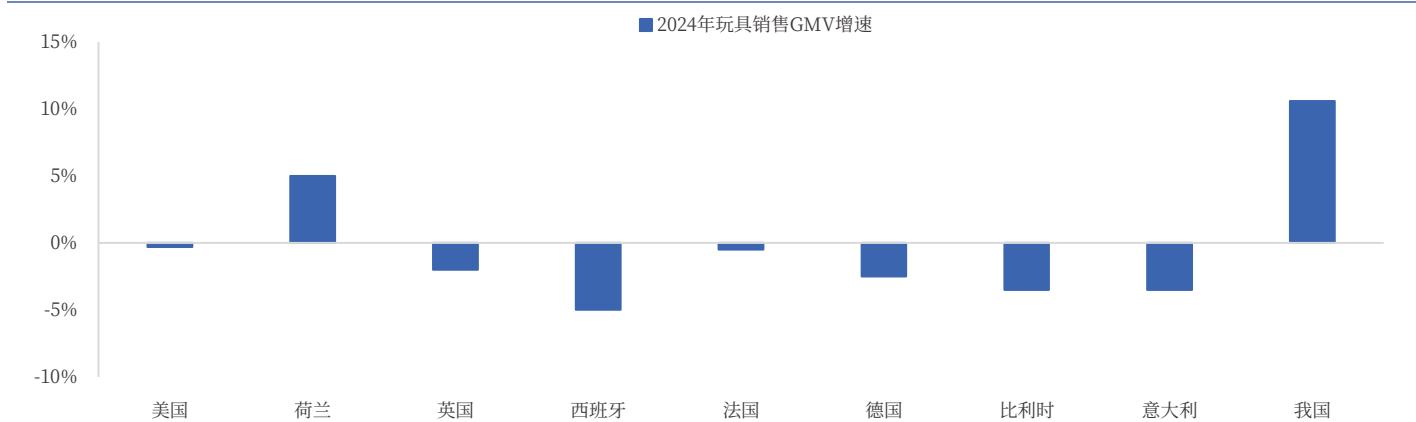
图54：全球玩具市场GMV（亿元）


资料来源：弗若斯特沙利文，布鲁可招股书，中国银河证券研究院

图55：我国玩具市场GMV（亿元）


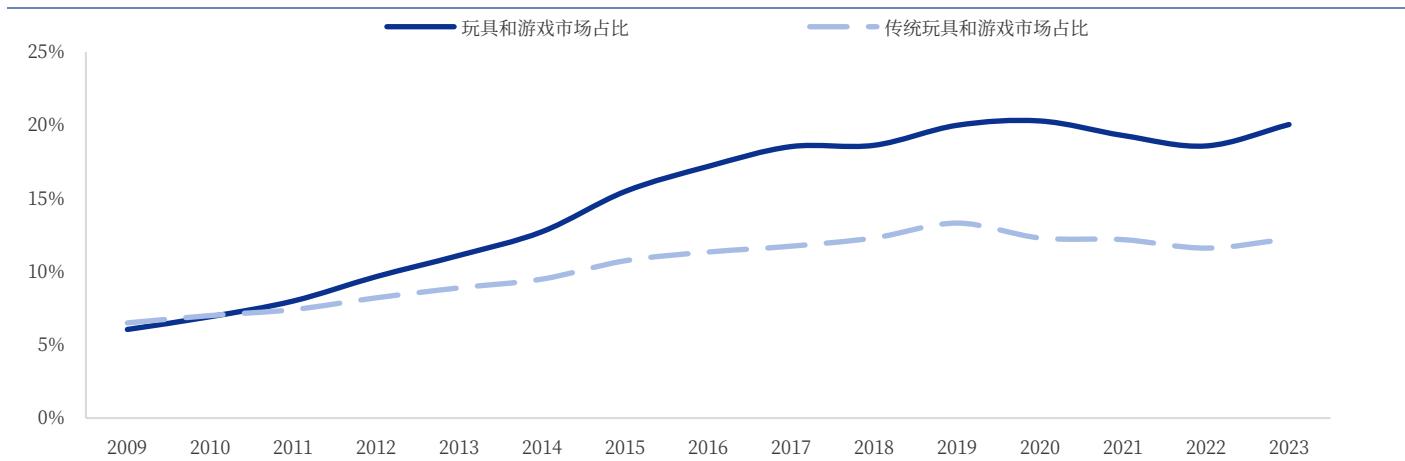
资料来源：弗若斯特沙利文，布鲁可招股书，中国银河证券研究院

图56：2024年各区域玩具GMV增速情况



资料来源：Circana, 布鲁可招股书, 中国银河证券研究院

图57：中国玩具市场占全球玩具市场比重历年变化



资料来源：欧睿, 中国银河证券研究院

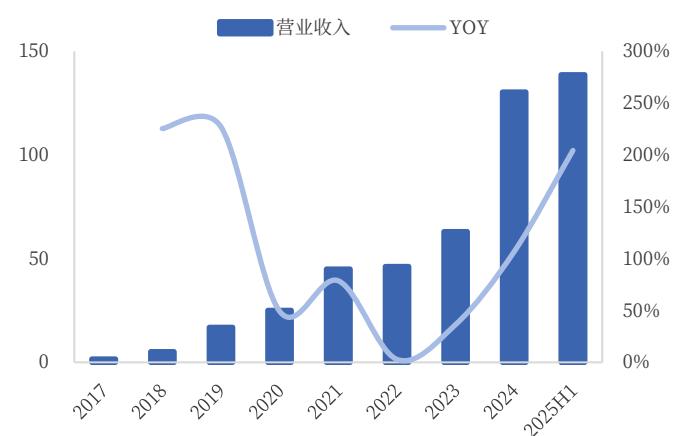
以泡泡玛特 The Monster 系列为代表的艺术 IP 逐步积累了较多的粉丝，且逐步走出国门，在全球范围内产生影响。25H1，泡泡玛特/布鲁可海外业务收入分别同比+440%/895%，东南亚等市场表现亮眼，文化出海驶上快车道，为公司业绩增长提供了强大的长足支撑力。

1. 泡泡玛特：IP 筑基，渠道赋能，品牌出海势能强势

泡泡玛特港澳台及海外市场收入呈现“从无到有、快速放量”的显著特征。2021 年首次实现收入 1.84 亿元，标志着海外市场正式突破；此后进入高速增长通道，2022 年收入达 4.53 亿元，同比增速 147.09%；2023 年收入增至 10.66 亿元，同比增速 134.86%；2024 年增长进一步提速，收入跃升至 50.66 亿元，同比+375.16%；2025H1，公司中国内地/港澳台及海外分别实现营收 82.8/55.9 亿元，同比分别+135%/440%，其中，亚太/美洲/欧洲及其他地区分别同比+258%/1142%/729%，美洲/欧洲线下零售店分别达 41/18 家，带动线下收入分别同比+744%/570%，单店坪效快速提升。美洲占比持续提高，欧洲市场亦驶入收入增长快车道。

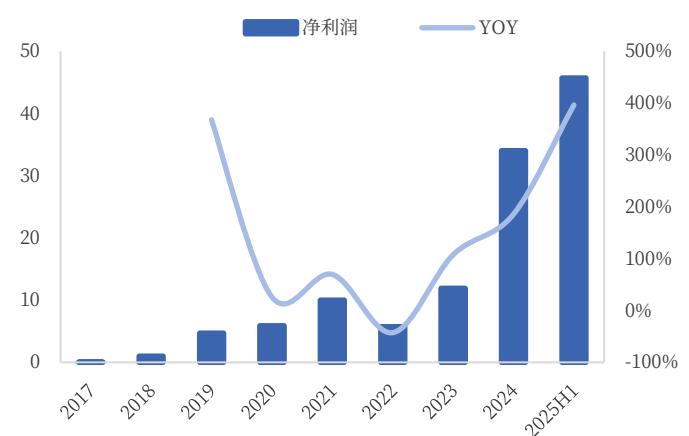
目前，港澳台及海外市场已成为泡泡玛特业绩增长的全新引擎，其增速显著高于中国内地市场，推动海外收入在公司整体营收结构中的占比持续提升，为业绩增长提供重要支撑。这一成果不仅验证了公司全球化战略的有效性，也体现出其在海外市场渠道拓展、本土化运营及 IP 文化输出方面的显著成效，为后续全球市场进一步渗透奠定基础。

图58：泡泡玛特营业收入及 YOY（亿元）



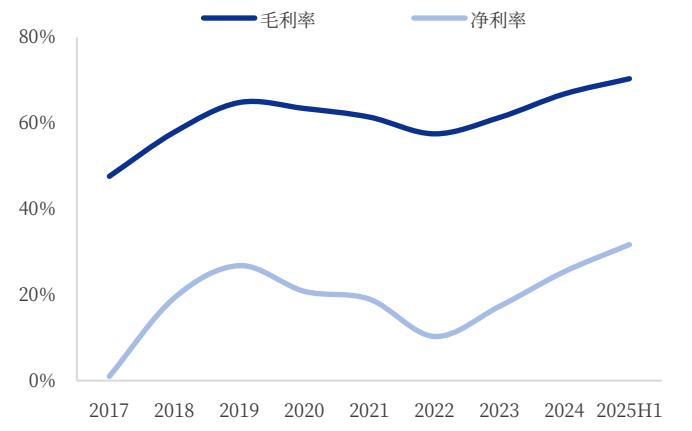
资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

图59：泡泡玛特净利润及 YOY（亿元）



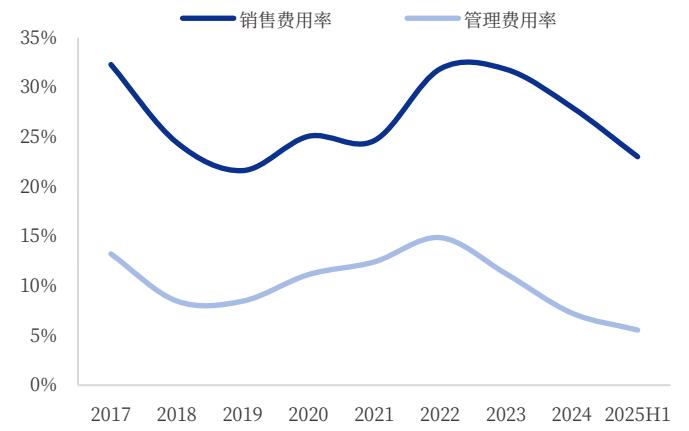
资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

图60：泡泡玛特毛利率、净利率



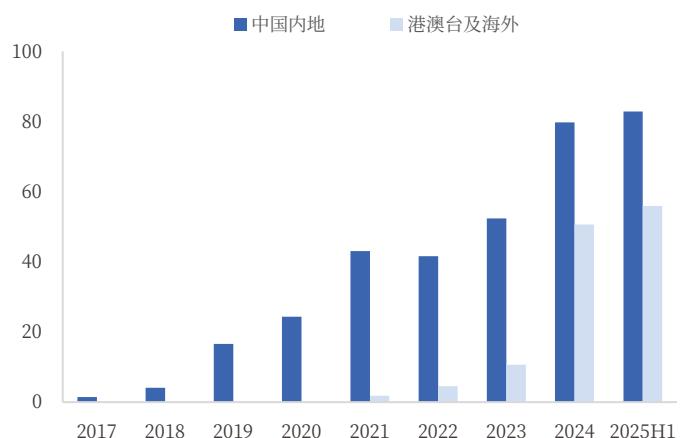
资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

图61：泡泡玛特费用率



资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

图62：泡泡玛特海内外营收（亿元）



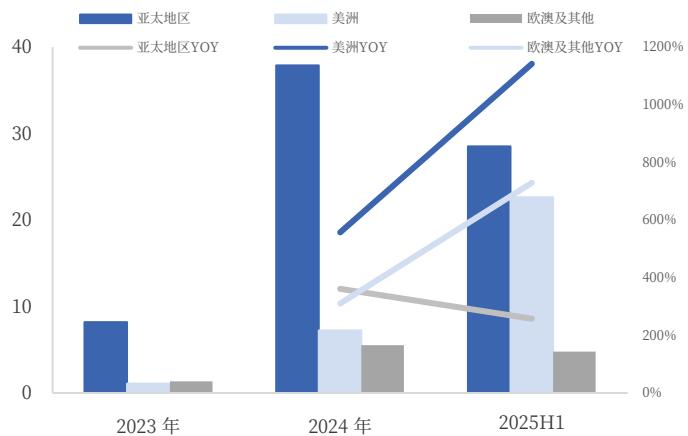
资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

图63：泡泡玛特海内外营收增速



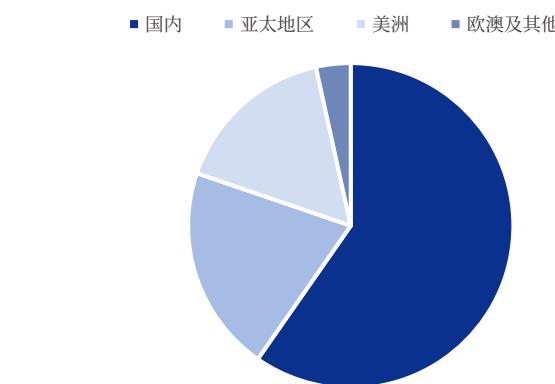
资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

图64：泡泡玛特海外分地区营收（亿元）及增速



资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

图65：2025H1 泡泡玛特海内外营收占比

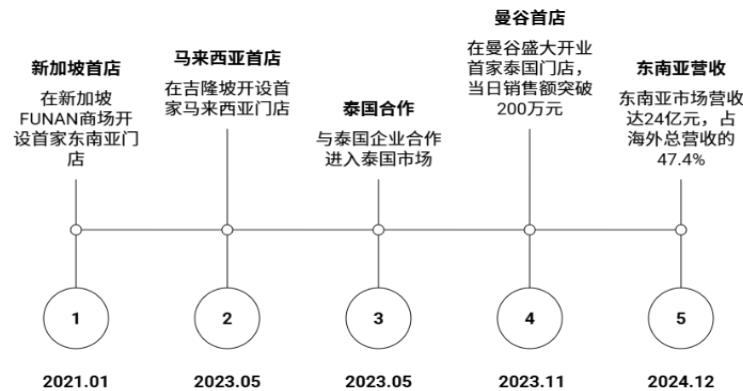


资料来源：泡泡玛特公司公告，中国银河证券研究院

东南亚：借 LABUBU 东风，大力推广 IP 文化出海

自 2018 年开启全球化布局，在东南亚市场，泡泡玛特 2021 年 1 月在新加坡开设首家东南亚门店，落地新加坡吉隆坡商业地标 FUNAN 商场，2023 年 5 月在马来西亚吉隆坡开设首家门店，同年同月，泡泡玛特成功进驻泰国市场，与当地企业展开合作，并于 9 月在曼谷盛大开业首家门店，当日销售额突破 200 万元。截至 2024 年底，东南亚市场营收达 24 亿元，占海外总营收的 47.4%，较 2023 年同比+619%。

图66：泡泡玛特东南亚出海里程碑

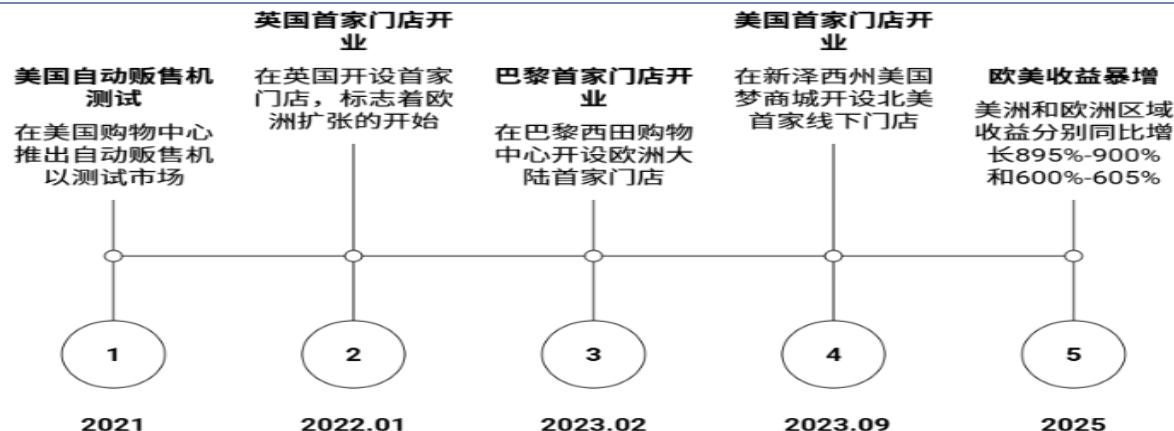


资料来源：新京报，时刻头条、新京报、商务部、极目新闻、泡泡玛特公司公告、中国经营报、中国银河证券研究院

欧美：线下门店开店加速，构建新增长引擎。

在欧美市场，2021 年进入美国，在全国购物中心投放自动贩售机测试市场；2022 年 1 月 2 日英国首家门店正式开业，此前还参加英国顶级动漫展 MCM 和国际知名潮流盛会 DesignerCon UK 积攒人气、建立粉丝基础。2023 年 2 月在巴黎西田购物中心开设欧洲大陆首店，选址位于巴黎中央地铁站附近的核心商场，直面中高端年轻消费群体，开业时准备大量限定潮玩并开展创意互动活动；2023 年 9 月在新泽西州的美国梦商城开出北美第一家线下门店，选定从亚裔较多、潮流文化更发达的西海岸切入。2025 年第一季度，美洲及欧洲区域收益分别同比暴增 895% - 900% 以及 600% - 605%。美洲/欧洲线下零售店分别达 41/18 家，带动线下收入分别同比+744%/570%，单店坪效快速提升。

图67：泡泡玛特欧美出海里程碑

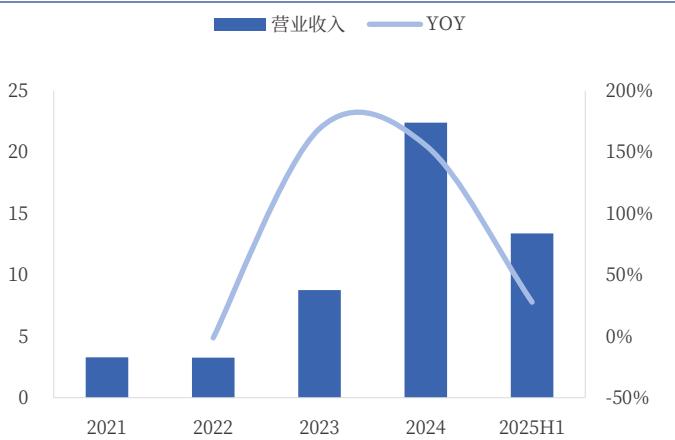


资料来源：中国新闻周刊、游娱论、界面新闻、生活日报、中国银河证券研究院

2. 布鲁可：海外收入全面加速，品牌国际影响力显著提升

布鲁可核心业务持续放量，海外高倍数增长成为最强驱动力。2023年-2025H1 布鲁可实现连续高基数增长后仍保持稳健扩张，公司重点开拓海外业务，目前仍在全球化的初级阶段，已展现出强劲且持续释放的增长潜力。2021-2024年海外收入分别为0.05/0.08/0.10/0.64亿元，2022-2024年海外营收同比分别+66.00%/+25.30%/+517.51%，2025H1公司中国/海外分别实现营收12.27/1.11亿元，同比分别+18.51%/894.72%，其中亚洲（不包括中国）/北美/其他地区分别同比+652.48%/2135.93%/594.73%，美国和印度尼西亚是海外市场中收入最高的国家。公司海外市场呈现强劲的增长势头，增长潜力远远超过国内市场。这一成绩不仅验证了公司全球化战略的有效落地，同时也体现出其IP矩阵日益丰富、渠道建设持续深化、市场推广及品牌活动不断强化等举措的显著成效，为公司下一阶段全球市场的进一步深耕与拓展奠定了坚实基础。

图68：布鲁可营业收入及YOY（亿元）

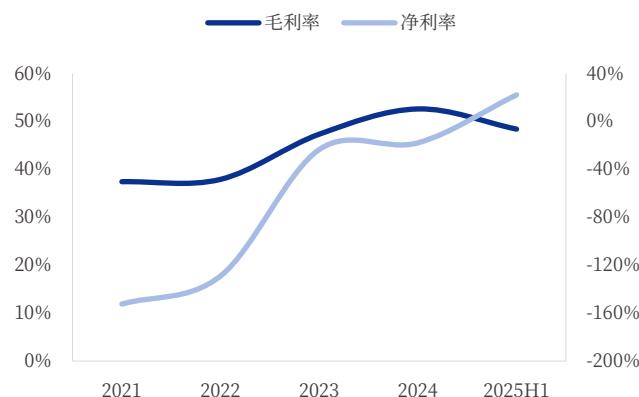


资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

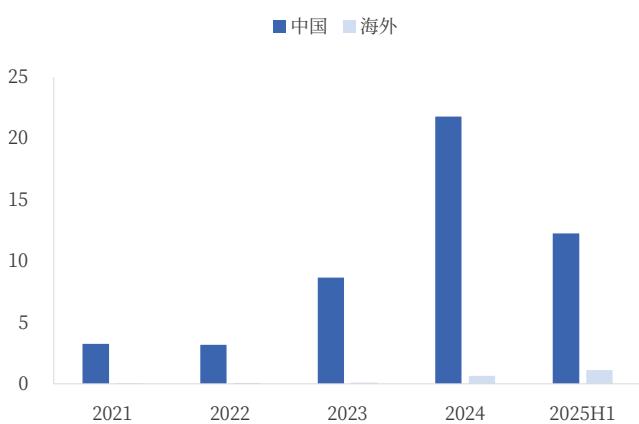
图69：布鲁可归母净利及YOY（亿元）



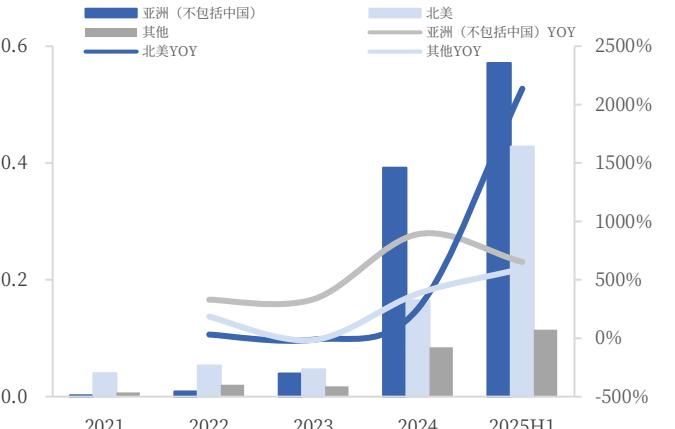
资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

图70：布鲁可毛利率（左）、净利率（右）


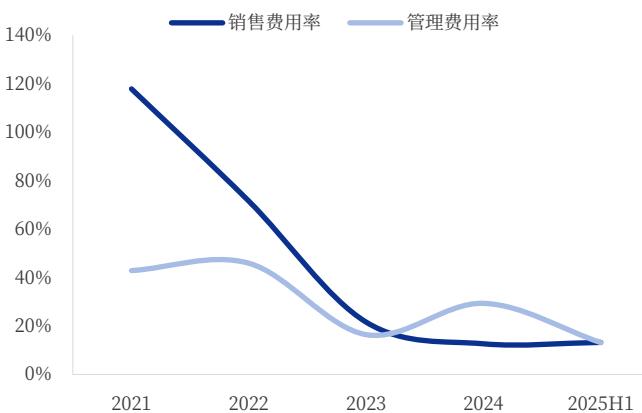
资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

图72：布鲁可海内外营收（亿元）


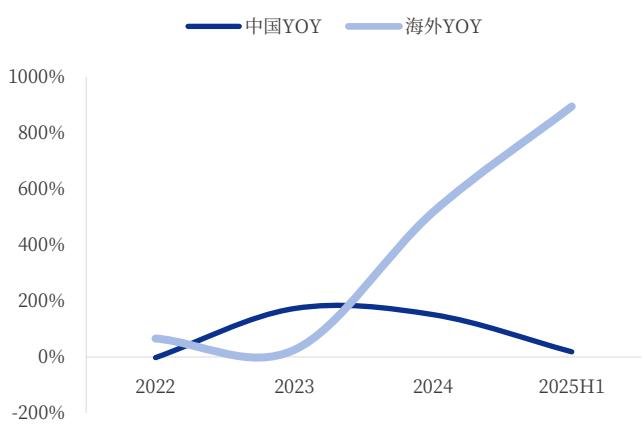
资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

图74：布鲁可海外分地区营收（亿元）及增速


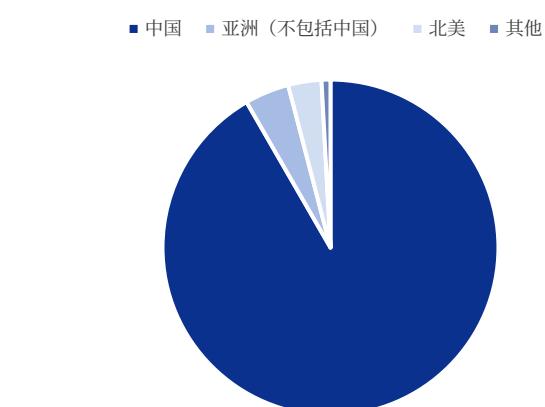
资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

图71：布鲁可费用率


资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

图73：布鲁可海内外营收增速


资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

图75：2025H1 布鲁可海内外营收占比


资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

全球顶级玩具展全面亮相，布鲁可展会矩阵加速推动品牌国际化进程。2024年12月，布鲁可在新加坡动漫展上展示了一系列全球知名IP，包括奥特曼、火影忍者等，并首次在全球发布“布鲁可积木人—芝麻街 preCOOL”庆祝《芝麻街》55周年。2025年1月，布鲁可携带其奥特曼、变形金刚、英雄无限、火影忍者、圣斗士和芝麻街等多个全球知名IP系列产品亮相德国纽伦堡玩具展。

2025年3月，布鲁可亮相美国纽约玩具展，带来小黄人神奇版第1弹、芝麻街伙伴神奇版第2弹新品的首秀，还带来了奥特曼等备受欢迎的IP积木人产品，实现中国玩具在国际舞台上的一次精彩亮相。2025年8月，布鲁可首次亮相2025印尼国际玩具展便备受瞩目，展陈了10余个全球知名IP的50余款产品，带来了近10款新品的全球首展，吸引大批经销商驻足洽谈。截止2025H1，公司已将19个IP商业化，共有925种SKU上市销售，头部IP的集中推出有效提升了产品触达与消费热度，驱动公司全球销售业绩持续走强。

图76：布鲁可亮相新加坡动漫展



资料来源：美通社，中国银河证券研究院

图77：布鲁可亮相美国纽约玩具展



资料来源：中宏网，中国银河证券研究院

东南亚战略聚焦印尼，年轻人口与IP热度驱动市场快速放量

在出海目的地选择上，布鲁可将印尼确立为东南亚战略中的核心突破点。印尼拥有2.7亿人口，平均年龄仅30.4岁，人口结构较年轻。另一方面，当地“Kidult”群体迅速崛起，成年人为兴趣、情绪价值与收藏需求买单的趋势愈发明显，为玩具行业带来新增量空间。

在IP策略上，布鲁可围绕“全人群、全价位、全球化”的三全战略，针对印尼市场的文化偏好与受众结构进行更精准的矩阵布局。东南亚深受日本动漫文化影响，奥特曼、变形金刚等经典IP在当地拥有强大的粉丝基础，布鲁可以这些国际知名IP为抓手迅速实现品牌突破。同时，公司加速女生玩家市场开拓，其首个专为女性受众打造的新品线“嗒豆”在印尼国际玩具展全球首展，进一步扩充了在印尼市场的用户覆盖面。此外，布鲁可还展示了多位印尼BFC创作者的原创作品，体现品牌对本地文化的尊重与融合，例如以粉色重新演绎变形金刚角色声波的《变革浪潮》，通过在地化创意强化品牌与本地消费者的情感连接。凭借人口红利与本地化IP策略双轮驱动，印尼成为布鲁可在东南亚市场最快进入放量阶段的核心国家。

表11：2024-2025年布鲁可参加国际展会信息

国际展会	规模体量	参与 IP	参展效果
2024 年 12 月 新加坡动漫展	新加坡动漫展是东南亚地区汇聚东西方流行文化的盛会，2024 年 12 月新加坡动漫展共有 400 多家参展商和 480 个品牌参展，包括万代、迪士尼等知名品牌。	首次全球发布“芝麻街”新品系列，并展出漫威无限传奇、小蜘蛛和他的神奇小伙伴们、变形金刚、初音未来、圣斗士、奥特曼、火影忍者、英雄无限、百变布鲁可、叶罗丽等多达十余个知名 IP 的积木人产品。	设立 BFC (Blokees Figures Creator 创作者) 作品展示区，首次将海外创作者作品引入展区。
2025 年 1 月 德国纽伦堡玩具展	德国纽伦堡玩具展作为全球三大玩具展之一，2025 年展会汇集吸引了来自 68 个国家的 2354 家参展商和来自 125 个国家的 57,000 名参观者。	奥特曼、变形金刚、火影忍者、圣斗士、芝麻街等多款核心 IP。	吸引众多渠道商与海外买家驻足洽谈，进一步提升其在欧洲及全球市场的品牌影响力。
2025 年 3 月 美国纽约玩具展	美国纽约玩具展作为美洲规模最大、历史最悠久的专业玩具展会，2025 年展会汇聚吸引了来自 87 个国家的注册参会者和来自 25 个国家和地区的参展商。	小黄人神奇版第 1 弹、芝麻街伙伴神奇版第 2 弹进行全球首秀，并展出奥特曼、变形金刚、英雄无限等多款核心 IP。	吸引大量零售商、买家与媒体关注，实现品牌曝光与渠道合作双提升。
2025 年 5 月 CCXP México 2025	CCXP 是世界上最大的流行文化节，是拉美最具影响力的流行文化展会之一，吸引拉美乃至全球的动漫、游戏、影视及玩具爱好者的目光。	新世纪福音战士、初音未来、漫威、圣斗士星矢、变形金刚、奥特曼、火影忍者等多个全球知名 IP。	此次亮相标志着继智利、秘鲁、巴拿马，巴西之后，布鲁可在拉美市场又进一城，是布鲁可全球化战略布局上的又一里程碑。
2025 年 8 月 印尼国际玩具展	印度尼西亚雅加达国际婴儿用品及玩具展览会 (IBTE) 是印尼规模最大的国际性展览活动，该展览 2025 年 8 月吸引了来自全球 24 个国家的 1000 多家参展商。	变形金刚、奥特曼、漫威、火影忍者、英雄无限等 10 余个国际知名 IP，并全球首发近 10 款新品。	进一步提升了品牌在东南亚市场的知名度与渠道拓展效率，为公司全球化战略落地奠定了扎实基础。

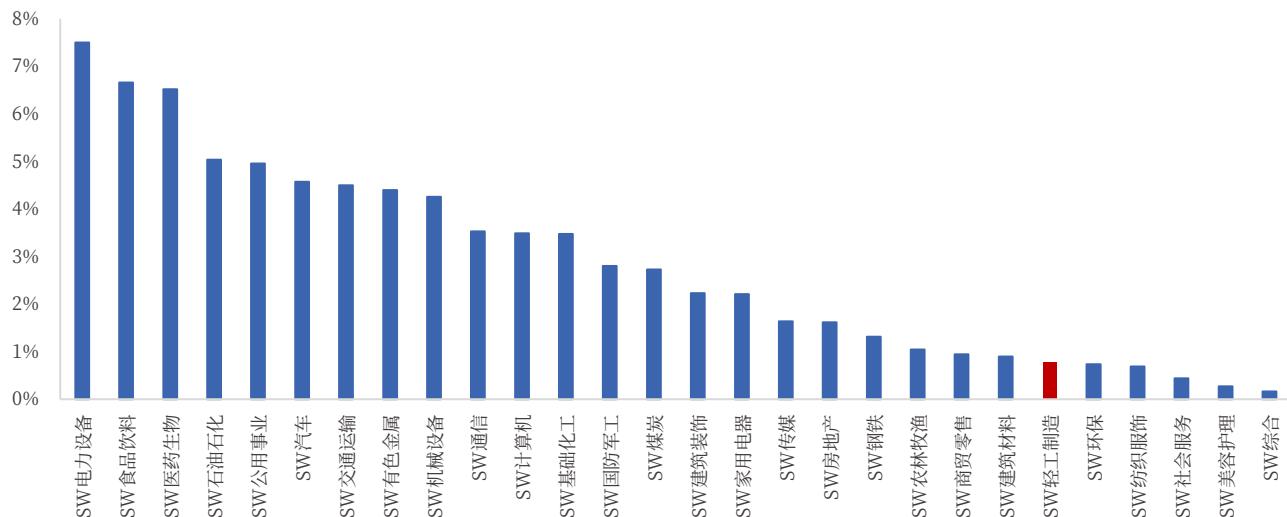
资料来源：东方网，美通社，中宏网，维基百科，香港贸发局，新加坡动漫展，商务部外贸发展局，中国日报中文网，中国银河证券研究院

五、投资建议

(一) 机构持仓数据

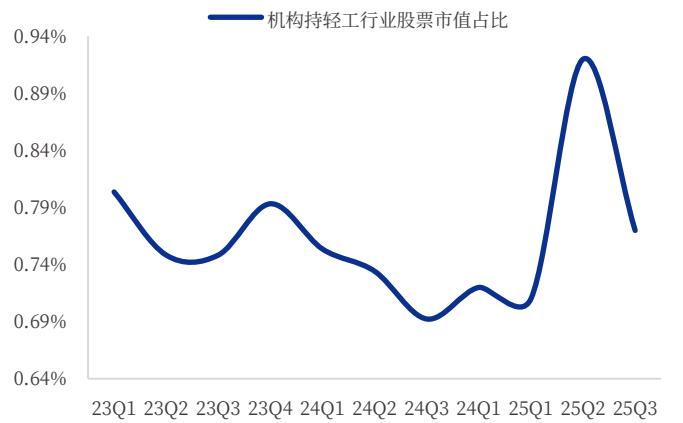
25Q3 全部机构持轻工行业股票市值占比为 0.77%，环比 25Q2 下降 0.15pct。在 31 个子行业中排名 26。其中公募基金持轻工行业股票市值占比 0.36%，环比 25Q1 下降 0.21pct。

图78：SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况



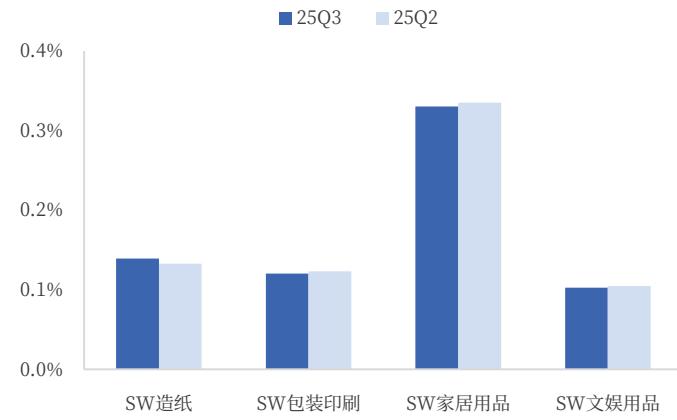
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图79：全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图80：轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

25Q2 轻工行业中机构持股占比前 10 名公司分别为公牛集团、太阳纸业、晨光股份、顾家家居、仙鹤股份、匠心家居、松霖科技、奥瑞金、菲林格尔、嘉益股份。其中仙鹤股份、松霖科技、菲林格尔占比环比有所上升。

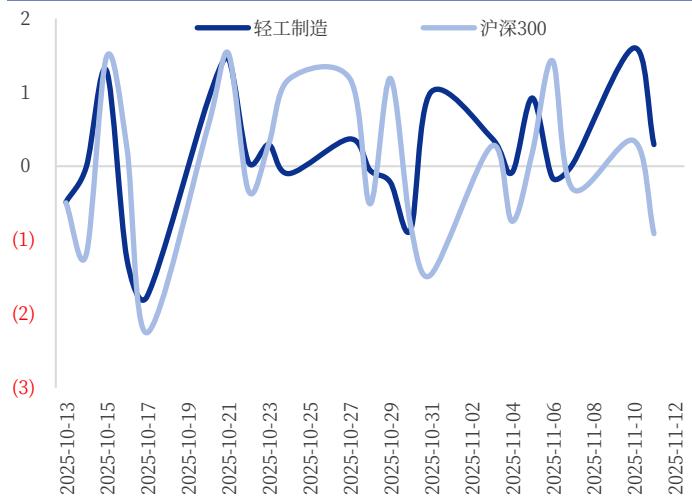
表12：轻工行业机构持股占比前10名上市公司

公司	25Q2 持股比例	25Q1 持股比例	环比变动 (PCT)
公牛集团	0.090%	0.110%	-0.020
太阳纸业	0.045%	0.055%	-0.010
晨光股份	0.035%	0.043%	-0.008
顾家家居	0.029%	0.030%	-0.001
仙鹤股份	0.026%	0.025%	0.002
匠心家居	0.016%	0.016%	-
松霖科技	0.014%	0.010%	0.003
奥瑞金	0.013%	0.017%	-0.004
菲林格尔	0.013%	0.007%	0.005
嘉益股份	0.011%	0.014%	-0.003

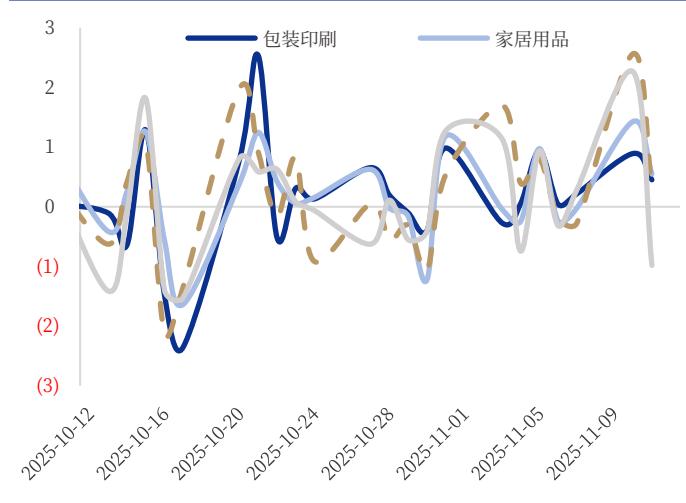
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业收益率及估值表现

2025年10-11月，沪深300指数上升0.25%，其中轻工制造板块上升3.01%，在31个子行业中的涨跌幅排名为第10名。包装印刷、家居用品、造纸和文娱用品板块分别变化+2.35%、+2.41%、+5.38%、+2.56%。

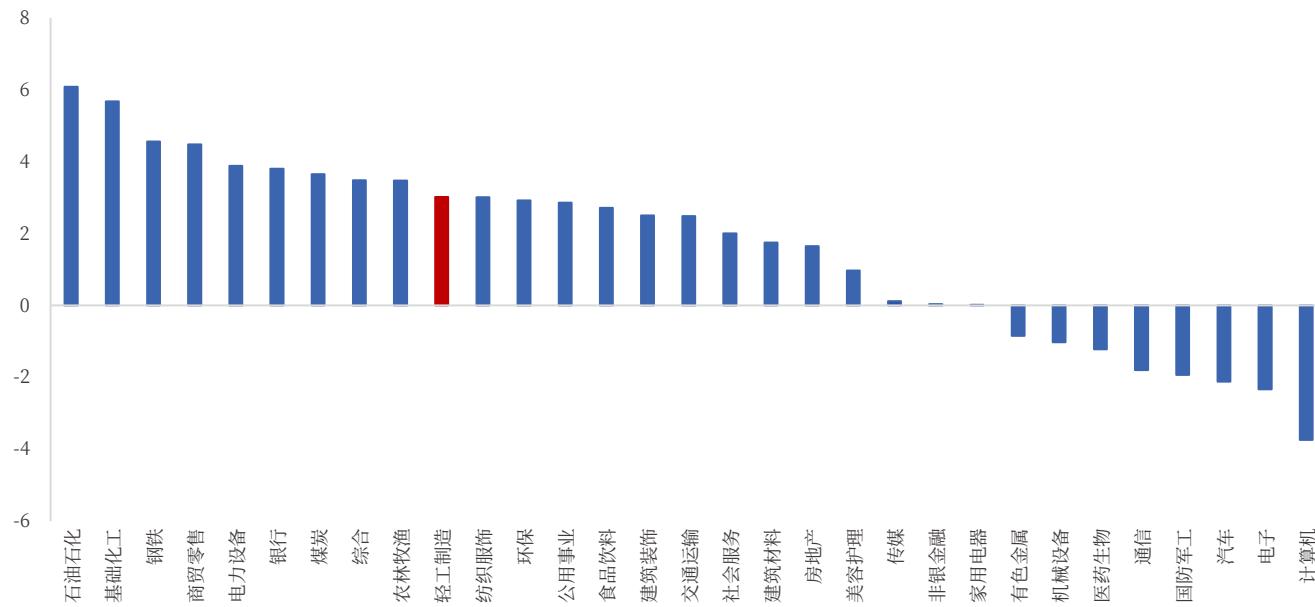
图81：2025年10月以来轻工板块行情走势(%, 截至2025.11.12)


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图82：2025年10月以来轻工子板块行情走势(%, 截至2025.11.12)


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图83: 2025年10月以来SW一级子行业涨跌幅排名(%, 截至2025.11.12)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

板块估值有所反弹但仍处在历史低位，估值具备上涨空间。截至2025年11月12日，包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品 PE-TTM 分别为 34.86/27.47/31.37/45.62X。

图84: 轻工子行业市盈率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 重点公司推荐

家居板块，看好 Q4 国补政策恢复对上市公司业绩催化作用，建议关注定制家居欧派家居 (603833.SH)、索菲亚 (002572.SZ)、志邦家居 (603801.SH)、金牌家居 (603180.SH)；软体家居顾家家居 (603816.SH)、慕思股份 (001323.SZ)、喜临门 (603008.SH)；民用电工龙头公牛集团 (603195.SH)；

包装板块资源整合加速，建议关注裕同科技 (002831.SZ)、奥瑞金 (002701.SZ)。

玩具板块展现出高成长性，建议关注泡泡玛特 (9992.HK)、布鲁可 (0325.HK)。

表13：重点公司盈利预测与估值

2025/11/18		当前股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
股票代码	股票名称			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
603195.SH	公牛集团	43.51	786.92	39.76	43.27	46.38	19.78	18.21	17.00	推荐
603833.SH	欧派家居	52.53	319.99	24.28	26.30	28.45	13.13	12.19	11.32	推荐
002572.SZ	索菲亚	13.58	130.78	98.87	104.31	111.33	12.46	11.22	10.37	推荐
603801.SH	志邦家居	9.54	41.44	2.65	2.96	3.28	15.64	14.03	12.72	推荐
603180.SH	金牌家居	22.00	33.94	1.46	1.99	2.45	23.16	17.05	13.84	推荐
603816.SH	顾家家居	30.44	250.05	19.08	21.11	22.79	13.12	11.84	10.99	推荐
001323.SZ	慕思股份	27.58	120.00	6.78	7.26	8.01	17.68	16.51	14.99	推荐
603008.SH	喜临门	19.17	70.60	4.82	5.35	6.00	14.63	13.22	11.76	推荐
002831.SZ	裕同科技	28.50	262.35	17.03	19.34	22.31	15.41	13.57	11.78	推荐
002701.SZ	奥瑞金	5.86	150.00	13.42	13.45	15.09	11.27	11.06	9.93	推荐
9992.HK	泡泡玛特	217.40	2,919.56	101.56	150.97	195.35	28.76	19.34	14.94	推荐
0325.HK	布鲁可	85.15	212.24	9.99	14.87	20.18	21.23	14.26	10.51	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

六、风险提示

房地产市场景气度不及预期的风险。中央及地方频发地产支持政策，但若地产销售及竣工仍无法得到有效提振，将直接影响未来家居需求。

原材料价格大幅上涨的风险。若原材料价格大幅上涨则将增加企业的成本压力，进而影响企业的经营利润。

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

图表目录

图 1: 轻工制造板块相对沪深 300 表现图.....	6
图 2: GDP 现值: 当季值 (亿元)	7
图 3: GDP 现值: 累计值 (亿元)	7
图 4: 我国商品房销售面积累计值及同比变动 (万平方米)	7
图 5: 我国商品房销售额累计值及同比变动 (亿元)	7
图 6: 我国房屋新开工面积累计值及同比变动 (万平方米)	8
图 7: 我国房屋竣工面积累计值及同比变动 (万平方米)	8
图 8: 我国百城二手房住宅挂牌均价及同比变动 (元/平方米)	8
图 9: 二手住宅销售价格指数同比及环比变动.....	8
图 10: 限额以上企业商品零售额:家具类:当月值 (亿元)	9
图 11: 限额以上企业商品零售额:家具类:累计值 (亿元)	9
图 12: 规模以上工业企业:营业收入:家具制造业:累计值 (亿元)	9
图 13: 规模以上工业企业:利润总额:家具制造业:累计值 (亿元)	9
图 14: 亏损企业数量及占比 (个)	9
图 15: 全国规模以上建材家居卖场销售额:当月值 (亿元)	10
图 16: 全国建材家居景气指数(BHI) (2010 年 3 月=100)	10
图 17: 家居国补政策梳理.....	11
图 18: 家居补贴效果	12
图 19: 两轮车补贴效果	12
图 20: 家居国补资金下达进展及国补成效梳理	12
图 21: 各公司海外业务收入增速.....	14
图 22: 各公司海外业务收入占比.....	14
图 23: 我国 18 岁及以上男性睡眠困扰率情况	14
图 24: 我国 18 岁及以上女性睡眠困扰率情况	14
图 25: 不同年龄段睡眠困扰率情况.....	14
图 26: 奥瑞金收购中粮包装时间线.....	18
图 27: 奥瑞金收购前我国二片罐市场竞争格局	19
图 28: 奥瑞金收购后我国二片罐市场竞争格局	19
图 29: 金属包装行业单价变动情况 (元/罐)	19
图 30: 金属包装行业单位成本变动情况 (元/罐)	19
图 31: 金属包装行业毛利率变动情况	19
图 32: 金属包装行业净利率变动情况	19
图 33: 国内二片罐毛利率情况	20
图 34: 金属包装行业资本开支情况 (亿元)	20

图 35: 金属包装行业在建工程情况 (亿元)	20
图 36: 铝价 (元/吨)	22
图 37: 海外金属包装毛利率	22
图 38: 海外金属包装净利率	22
图 39: 我国饮料类月度商品零售额及 YOY (亿元)	23
图 40: 我国饮料类年度商品零售额及 YOY (亿元)	23
图 41: 我国啤酒月产量及 YOY (万千升)	23
图 42: 我国啤酒年产量及 YOY (万千升)	23
图 43: 各国啤酒罐化率	23
图 44: 全球 3C 出货量及 YOY	25
图 45: 我国手机出货量	25
图 46: 我国烟草行业工商税利情况及 YOY	25
图 47: 我国烟草行业上缴财政总额及占比	25
图 48: 我国烟酒类月度社会零售额及 YOY	26
图 49: 我国烟酒类年度社会零售额及 YOY	26
图 50: 我国授权商品零售额和授权金变化情况 (亿元)	27
图 51: 2023 我国 IP 商品受众人群年龄分布	27
图 52: 2023 年商家通过 IP 授权获得的新客户占总客户比重情况	28
图 53: IP 授权带动销售提升情况	28
图 54: 全球玩具市场 GMV (亿元)	28
图 55: 我国玩具市场 GMV (亿元)	28
图 56: 2024 年各区域玩具 GMV 增速情况	29
图 57: 中国玩具市场占全球玩具市场比重历年变化	29
图 58: 泡泡玛特营业收入及 YOY (亿元)	30
图 59: 泡泡玛特净利润及 YOY (亿元)	30
图 60: 泡泡玛特毛利率、净利率	30
图 61: 泡泡玛特费用率	30
图 62: 泡泡玛特海内外营收 (亿元)	30
图 63: 泡泡玛特海内外营收增速	30
图 64: 泡泡玛特海外分地区营收 (亿元) 及增速	31
图 65: 2025H1 泡泡玛特海内外营收占比	31
图 66: 泡泡玛特东南亚出海里程碑	31
图 67: 泡泡玛特欧美出海里程碑	32
图 68: 布鲁可营业收入及 YOY (亿元)	32
图 69: 布鲁可归母净利润及 YOY (亿元)	32
图 70: 布鲁可毛利率 (左) 、净利率 (右)	33
图 71: 布鲁可费用率	33

图 72: 布鲁可海内外营收 (亿元)	33
图 73: 布鲁可海内外营收增速	33
图 74: 布鲁可海外分地区营收 (亿元) 及增速	33
图 75: 2025H1 布鲁可海内外营收占比	33
图 76: 布鲁可亮相新加坡动漫展	34
图 77: 布鲁可亮相美国纽约玩具展	34
图 78: SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况	36
图 79: 全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况	36
图 80: 轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况	36
图 81: 2025 年 10 月以来轻工板块行情走势 (%， 截至 2025.11.12)	37
图 82: 2025 年 10 月以来轻工子板块行情走势 (%， 截至 2025.11.12)	37
图 83: 2025 年 10 月以来 SW 一级子行业涨跌幅排名 (%， 截至 2025.11.12)	38
图 84: 轻工子行业市盈率	38
表 1: 25 年轻工行业相关利好政策	5
表 2: 定制家居行业代表性公司 2025 年三季度业绩情况	10
表 3: 软体家居行业代表性公司 2025 年三季度业绩情况	11
表 4: 各定制家居公司大家居战略布局	13
表 5: 慕思股份与趣睡科技 AI 床垫产品	16
表 6: 我国智能床垫市场规模测算	17
表 7: 金属包装行业代表性公司 2025 年三季度业绩情况	18
表 8: 行业近年来部分并购事件统计	21
表 9: 软体包装行业代表性公司 2025 年三季度业绩情况	24
表 10: 烟包市场竞争格局	26
表 11: 代表性 IP 公司信息	错误!未定义书签。
表 12: 2024-2025 年布鲁可参加国际展会信息	35
表 13: 轻工行业机构持股占比前 10 名上市公司	37
表 14: 重点公司盈利预测与估值	39

分析师承诺及简介

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

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

韩勉，轻工行业分析师，浙江大学本硕，2023年加入中国银河证券研究院，从事轻工行业研究工作。

免责声明

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

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

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

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

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

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级 推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	公司评级 推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

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

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

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

公司网址：www.chinastock.com.cn