



Research and
Development Center

新消费 2026 年度策略报告：星河长明，向阳而生

2025 年 12 月 11 日

姜文铨 新消费行业首席分析师
执业编号：S1500524120004
邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师
执业编号：S1500525060001
邮箱：lichen@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师
执业编号：S1500525020001
邮箱：luozheng1@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锬 新消费行业首席分析师
执业编号: S1500524120004
邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师
执业编号: S1500525060001
邮箱: lichen@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师
执业编号: S1500525020001
邮箱: luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

新消费 2026 年度策略报告：星河长明，向阳而生

2025 年 12 月 11 日

本期内容提要：

中国股票的定价逻辑正在潜移默化改变，三大核心逻辑逐步强化：1) 中美贸易中逐步占据更主动地位，中国制造业进入全球化发展周期；2) 地产止跌在途，反内卷构成经济思路转折，宏观尾部风险降低；3) 新技术/新产业涌现，结构性发展领域涌现更多机会。核心板块配置方向，1、结构性成长的新消费趋势，2、全球资源配置能力提升的出海，3、高股息策略长期占优，4、价值低估的消费白马。

新消费：时代的选择（1）个护&宠食&婴护：宠食行业呈量价齐升趋势，多元化增长驱动有望抬高天花板且消费者教育壁垒更高、品牌粘性强，具备显著大单品效应，头部品牌具备较高壁垒；婴童行业格局分散，但优秀品牌依托质价比&爆款产品快速迭代提份额，行业向精细化、功能化和专业化的方向深度发展，前者注重女性情感营销，后者强调产品功能营销。上述赛道均受益于消费升级与国货品牌本土化优势，在产品、渠道、营销等维度持续创新，推动行业向高端化、细分化方向发展。建议关注乖宝宠物、中宠股份、依依股份、百亚股份、登康口腔、润本股份等。（2）黄金珠宝：我们看好 2026 年精品金饰延续良好景气度，核心源于金饰保值增值属性以及头部企业产品&品牌逻辑强化，份额加速向头部品牌集中。建议关注品牌价值持续凸显、有望保持靓丽增长的老铺黄金、潮宏基、曼卡龙、菜绅通灵等，具备投资金产品及全直营模式特色的菜百股份，景气持续恢复的传统品牌六福集团、周六福、周大福、老凤祥、周大生等。（3）潮玩：情绪消费代表，企业龙头正处于业务布局全球化，业务模式从“单一产品驱动”向“IP+产业链+生态”驱动的升级阶段，建议优先布局全产业链能力突出、IP 壁垒深厚、增长确定性强的龙头企业如泡泡玛特，关注细分赛道龙头布鲁可、名创优品、晨光股份、小黄鸭德盈等。（4）新型烟草：雾化监管趋严、合规市场稳步复苏；HNB 行业渗透率加速提升，全球烟草龙头新品迭代加快、品牌竞争加剧。思摩尔国际作为雾化制造龙头，绑定核心品牌客户开辟 HNB 第二成长曲线，我们预计 25Q3 公司报表增长已部分体现 HNB 增量贡献，未来多元矩阵有望共助成长。此外，中烟香港、华宝国际、恒丰纸业、仙鹤股份等产业链上下游公司多年前已实现深度布局、深度参与。（5）智能眼镜：2025Q1-3 全球 AI 智能眼镜销量达 312 万台（同比+285%），Wellsenn 预计 26 年行业有望大幅增长，全球销量达 1800 万台；目前头部厂家研发思路逐步转变，舒适度、美观度、AI 交互等维度重要性升级，预计未来对产业链配套要求提升，关注康耐特光学、明月镜片、博士眼镜等。（6）两轮车：新国标产品平滑过渡、监管驱动行业格局优化，龙头产品结构改善，建议关注科技引领、增速领先的九号公司，出海表现靓丽、积极布局机器人新曲线的涛涛车业、综合优势突出，市场份额有望提升的雅迪控股、爱玛科技。

顺周期：周期的魅力（1）家居：我们预计 25-26 年行业仍处调整期，27

年有望企稳。25 年软体、智能家居依托更新需求，内生渠道变革、品类扩张实现稳健增长。定制新房依赖度较高，门店数量收缩显著、存活门店改革成效逐步显现，经营保持韧性。建议关注更新需求占比较高的**顾家家居、喜临门、慕思股份、敏华控股、好太太、瑞尔特**等，地产链政策预期加码，建议关注定制龙头**欧派家居、兔宝宝、索菲亚、志邦家居、金牌家居、我乐家居**等。（2）**造纸**：全球木片供给收缩，需求受下游纸浆投产预计持续提升，木片资源偏紧或将成为常态，中长期支撑浆价底部抬升。26 年纸浆新增产能有限、海外降息或将延续，且贸易冲突边际减弱，我们判断需求有望稳步回暖，考虑到国内自制浆投产、我们预计整体供需或基本平衡，浆价预计温和上涨。造纸龙头在建工程高位回落，行业供需压力逐步缓解，静待未来需求端改善加速产能消化，龙头在此期间凭借林浆纸一体化有望扩大竞争优势。大宗纸建议关注底层利润夯实向上的**太阳纸业**，关注**玖龙纸业、博汇纸业、山鹰国际、岳阳林纸、晨鸣纸业**等；特种纸建议关注产品多元、抗周期能力优异，成长动能充沛的**仙鹤股份、恒丰纸业、华旺科技、五洲特纸**等。（3）**包装**：金属包装行业集中度进一步提升，未来两片罐国内新增供给有限、供需压力趋缓，行业盈利低位，龙头有望由份额导向转向盈利导向，我们判断 26 年基准价格或将实现小幅提升。当前节点，纸&塑包装下游需求平稳，龙头收入表现稳健、盈利领先同行，现金流表现优异，高比例分红，且出海征程加速展开。关注**裕同科技、永新股份、美盈森、紫江企业、宝钢包装、奥瑞金、昇兴股份**等。

出口：供应格局重塑，品牌出海当时。美国降息后地产改善预期逐步建立、关税纷争缓和，Q4 企业订单已显改善。本轮关税纠纷中，产业链利润分配并未发生显著变化，多数公司仅承担小部分税率，盈利影响有限。中期来看，龙头海外基地本土化自制领先，先发优势明确，全球供应份额有望提升。涛涛、致欧、匠心为代表的品牌出海企业逆势展现较强韧性，未来凭借趋于成熟的本土化运营，品牌影响力扩张。建议关注 1）全球布局深化的**匠心家居、涛涛车业、众鑫股份、英科医疗、浩洋股份、英科再生、永艺股份、巨星科技、共创草坪、哈尔斯、浙江自然、建霖家居、天振股份、英派斯、西大门、恒林股份、乐歌股份、玉马科技、嘉益股份**等。2）跨境电商头部品牌**安克创新、致欧科技、赛维股份、卡罗特、傲基股份**等。

纺织服饰：服装家纺结构性景气，制造出海持续。展望 2026 年，三大主线值得关注：一是运动户外景气度高企，2025-2029 年户外服装/鞋类 CAGR 预计达 9.6%/9.2%，产品创新驱动增长，建议关注**安踏体育、特步国际、李宁**；二是男装与家纺龙头展现业绩韧性，男装 CR10 达 23%，家纺大单品和线上化打开新增量空间，头部企业高分红特征显著，建议关注**海澜之家、水星家纺、罗莱生活**；三是纺织制造外需乐观，渠道库存健康，订单有望改善。产能转移持续深化，印尼凭借零关税窗口、人口红利及政策力挺，成为继越南后重要目的地，建议关注在印尼布局的纺织及代工企业，相关标的**申洲国际、华利集团、伟星股份、开润股份**。

风险因素：国内&海外消费复苏不及预期、全球贸易摩擦加剧、地产销售复苏低于预期、原材料价格大幅波动、新型烟草政策风险。

目录

前情.....	10
1. 新消费：时代的选择.....	11
1.1 个护、宠食赛道成长逻辑再梳理，关注品牌份额提升.....	11
1.2 黄金珠宝：精品金饰景气延续，品牌分化、优选标的.....	17
1.3 潮玩：新兴市场规模持续扩张，多渠道实现 IP 全产业链布局.....	22
1.4 新型烟草：雾化执法趋严，HNB 渗透率提升加速.....	30
1.5 智能眼镜：新品泉涌而出，静待“iPhone 时刻”.....	35
1.6 两轮车：新旧国标有望平滑切换，关注行业格局优化.....	37
2. 顺周期：周期的魅力.....	40
2.1 家居：地产压力延续，企业表现分化.....	40
2.2 造纸：龙头峥嵘凸显，林浆纸布局优势显现.....	48
2.3 永新&裕同稳健红利，金属包装提价在即.....	57
3. 出口：供应格局重塑，品牌出海当时.....	63
3.1 美国仍为海外主要市场，降息有望拉开地产后周期修复序幕.....	63
3.2 全球供应格局重塑，出口龙头份额有望持续提升.....	66
3.3 品牌出海：需求端前景广阔，盈利能力提升空间可观.....	69
4. 纺织服装：寻找细分景气和优秀制造.....	74
4.1 户外运动：产品驱动景气成长.....	75
4.2 男装&家纺：业绩韧性与红利.....	77
4.3 纺织制造：订单景气，产业转移持续，关注印尼.....	80
5. 风险因素.....	86

图目录

图 1：我国 M1、M2 同比增速差值.....	10
图 2：我国 CPI、PPI 同比增速.....	10
图 3：我国城镇居民当期及未来收入信心指数.....	10
图 4：我国商品房销售&新开工面积累计同比.....	10
图 5：我国城镇储户就业感受指数及就业预期指数.....	10
图 6：我国居民未来 3 个月准备增加支出情况.....	10
图 7：我国 70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速.....	10
图 8：我国社会消费品零售总额当月同比增速.....	10
图 9：日本卫生巾、牙膏、宠食、婴护行业对比.....	11
图 10：我国卫生巾市场规模及增速（亿元、%）.....	11
图 11：我国牙膏市场规模及增速（亿元、%）.....	11
图 12：我国宠食市场规模及增速（亿元、%）.....	12
图 13：我国婴护市场规模及增速（亿元、%）.....	12
图 14：我国卫生巾市场量价增长拆分（千亿片、元/片）.....	12
图 15：我国牙膏市场量价增长拆分（万吨、元/100g）.....	12
图 16：我国宠食市场量价增长拆分（万吨、元/kg）.....	12
图 17：我国婴护市场单童消费及增速（元/人）.....	12
图 18：我国卫生巾行业品牌集中度.....	13
图 19：我国牙膏行业品牌集中度.....	13
图 20：我国宠食行业品牌集中度.....	13
图 21：我国婴护行业品牌集中度.....	13
图 22：天猫“双 11”宠物品牌销售排名.....	14
图 23：抖音“双 11”宠物品牌销售排名.....	14
图 24：天猫“双 11”洗护清洁品牌销售排名.....	14
图 25：京东“双 11”洗护清洁品牌销售排名.....	14
图 26：代表性公司毛利率对比.....	14
图 27：代表性公司销售费用率对比.....	14

图 28: 我国卫生巾、牙膏、宠食、婴护行业对比	15
图 30: 我国黄金珠宝市场规模 (亿元、%)	17
图 31: 我国黄金珠宝市场品类结构	17
图 32: 我国黄金首饰消费量价增速拆分	18
图 33: 我国黄金首饰市场工艺结构	18
图 34: 周大福内地定价黄金销售占比	18
图 35: 部分黄金珠宝公司单店毛利额贡献 (万元)	19
图 36: 估算加盟商环节盈利能力指数 (非毛利率口径)	19
图 37: 我国部分黄金珠宝品牌渠道门店数量	19
图 38: 新黄金市场增值税政策图解	20
图 39: 深圳水贝市场黄金增值税改后生意冷淡	20
图 40: 老铺黄金店均营收及增速 (亿元、%)	20
图 41: 老铺黄金客群与国际奢侈品牌重叠度	20
图 42: 潮宏基×蜡笔小新新品首发线下体验活动	21
图 43: 潮宏基泰国暹罗天地 ICONSIAM 店	21
图 44: 菜百股份北京总店	21
图 45: 菜百股份投资金动销靓丽	21
图 46: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)	22
图 47: 全球 IP 玩具市场规模 (十亿元)	22
图 48: 2020 年-2025H1 存续企业数量 (家)	23
图 49: 2019-2025 年中国泛娱乐玩具产品行业市场规模及预测	23
图 50: 2023-2025 年闲鱼平台潮玩交易额	23
图 51: 潮玩买家为“反骨”买单	23
图 52: 超六成成人买过潮玩	24
图 53: 近 7 成“大小孩”挂毛绒玩具出门	24
图 54: 购买潮玩的消费者关注维度占比	24
图 55: 泡泡范儿视频号	24
图 56: labubu 娃衣	25
图 57: labubu 娃衣溢价	25
图 58: 《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》发布潮玩销量榜单	25
图 59: 泡泡玛特自有艺术家 IP 收入占比约 88%	26
图 60: 泡泡玛特卢浮宫门店	26
图 61: Labubu 在新加坡推出“鱼尾狮限定款”	26
图 62: 2024 潮玩消费者年龄分布	27
图 63: 潮玩消费者月收入区间分布	27
图 64: 63.4%的消费者将在 2025 年增加潮玩领域消费	27
图 65: 潮玩行业全产业链布局	28
图 66: 各公司要素特征对比	28
图 67: 潮玩行业公司总市值 (十亿美元)	29
图 68: 潮玩行业公司 ROE	29
图 69: 潮玩行业公司 PE	29
图 70: 潮玩行业公司 PB	29
图 71: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)	29
图 72: 全球新型烟草分品类规模 (亿美元)	30
图 73: 美国电子烟分口味	30
图 74: 美国电子烟分产品	31

图 75: 东欧&西欧雾化格局变化 (百万美元)	31
图 76: BAT 核心数据拆解	32
图 77: PMI 核心数据拆解	32
图 78: 日本烟草核心数据拆解	33
图 79: 全球主要市场核心品牌促销力度	33
图 80: 主流市场不同品牌 GOOGLE 搜索热度 (依次为日本、意大利、波兰, 蓝色为 GLO HILO、红色为 IQOS ILUMA, 黄色为 Ploom Aura)	34
图 81: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)	34
图 82: 全球智能眼镜销量 (百万台)	35
图 83: 全球智能眼镜销量 (年度, 万台)	35
图 84: 中国智能眼镜销量 (万台)	35
图 85: 海外智能眼镜销量 (万台)	35
图 86: 2025 年部分智能眼镜新品信息梳理	36
图 87: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)	36
图 88: 我国电动两轮车销量及增速 (万辆、%)	37
图 89: 电动两轮车行业部分上市公司营收增速	37
图 90: 电动两轮车行业部分上市公司盈利能力 (上为毛利率、下为净利率)	37
图 91: 我国电动两轮车销量及增速 (万辆、%)	38
图 92: 各品牌旗下符合《电动自行车行业规范条件》企业数量	39
图 93: 九号电动两轮车“玩家模式”	39
图 94: 九号电动支持百度地图导航	39
图 95: 雅迪符合新国标的“小包车”毛豆	40
图 96: 九号公司自研凌波 OS 系统	40
图 97: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)	40
图 98: 单月地产投资及同比 (百亿元)	41
图 99: 单月房屋新开工面积及同比 (亿平方米)	41
图 100: 单月房屋竣工面积及同比 (亿平方米)	41
图 101: 单月商品房销售面积及同比 (亿平方米)	41
图 102: 历年前 10 月 30 个重点城市一二手房成交面积	41
图 103: 部分核心城市二手房销售面积仍在正增通道	41
图 104: 潜在装修市场规模测算	42
图 105: 不同省市房屋建成时间结构占比	42
图 106: 2024 年装修房屋类型占比	42
图 107: 精装改造需求调研	43
图 108: 二手旧房空间改造需求	43
图 109: 二手旧房改造家具各品类换新需求	43
图 110: 床垫使用年限	43
图 111: 不同能级城市家装消费者装修方式选择偏好	43
图 112: 家居产品信息了解渠道 TOP5	43
图 113: 家居行业增长驱动拆解	44
图 114: 家居服务产业链拆解	44
图 115: 装修用户选择的装修方式	45
图 116: 不同装修模式对比	45
图 117: 贝壳家装业务收入及增速 (亿元)	45
图 118: 家居公司与家装公司主要的四种合作模式	45
图 119: 家居亏损企业数量比例	45

图 120: 家居企业 2025 年收入一揽 (百万元)	45
图 121: 定制家居公司零售单店收入对比	46
图 122: 软体家居公司零售单店收入对比	46
图 123: 重点智能家居公司收入&利润及增速 (百万元)	47
图 124: 重点家居公司盈利能力变化 (%)	47
图 125: 重点标的盈利预测与估值 (亿元)	48
图 126: 全球森林面积逐年下降	48
图 127: 2020 年全球森林面积按国家分布 (%)	48
图 128: 2022 年全球原木用途 (分工业/薪材)	49
图 129: 分地区原木用途 (锯材原木/浆材/薪材)	49
图 130: 全球木片产量	49
图 131: 全球主要木片生产国产量变化 (亿立方米)	49
图 132: 全球木片主要进出口地区概览	49
图 133: 中国阔叶木片进口情况	50
图 134: 东南亚阔叶木片出口情况	50
图 135: 大洋洲阔叶木片出口情况	50
图 136: 非洲阔叶木片出口情况	50
图 137: 南美洲阔叶木片出口情况	50
图 138: 北美洲阔叶木片出口情况	50
图 139: 欧洲阔叶木片出口情况	51
图 140: 欧洲针叶木片出口情况	51
图 141: 商品浆投产表	51
图 142: 国内自制浆投产表	51
图 143: 装饰原纸市场规模 (万吨)	52
图 144: 2016-2025 年浆价走势	52
图 145: 中国纸浆进口量 (万吨)	53
图 146: W20 纸浆出货量分国别梳理	53
图 147: Suzano 木浆生产吨成本走势 (巴西雷亚尔/吨)	53
图 148: 太阳纸业山东基地木片采购价格 (元/吨)	53
图 149: 全球阔叶浆成本	53
图 150: 纸价跟踪 (元/吨)	54
图 151: 造纸库存&PPI&扩张周期判断	54
图 152: 造纸龙头在建工程 (亿元)	55
图 153: 各细分纸种开工率 (%)	55
图 154: 各纸种供需情况	56
图 155: 特种纸分品类供需梳理	56
图 156: 太阳纸业在文化纸&包装纸领域原材料优势显著	57
图 157: 盈利预测与估值 (亿元)	57
图 158: 化妆品零售额累计值及增速 (亿元)	58
图 159: 烟酒零售额累计值及增速 (亿元)	58
图 160: 2022-2025 中国手机市场出货量及增长率 (百万台, %)	58
图 161: 2025 年 10 月中国智能手机主要厂商销量占比 (%)	58
图 162: iPhone 在中国智能手机销量中的占比进入 Q3 后持续提升	58
图 163: 金属包装企业在建工程 (亿元)	59
图 164: 金属包装企业资本支出/折旧摊销	59
图 165: 金属包装企业毛利率	59

图 166: 金属包装企业归母净利率	59
图 167: 铝锭价格 (元/吨)	59
图 168: 镀锡板价格 (元/吨)	60
图 169: 永新股份彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)	60
图 170: 永新股份薄膜业务收入、增速及毛利率 (亿元)	60
图 171: 宏裕包材彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)	60
图 172: 苹果公司包装供应商名单, 裕同份额稳定	61
图 173: 苹果公司包装供应商生产设施数量及分布 (处)	61
图 174: 各公司外销收入及同比 (亿元)	62
图 175: 各公司 25H1 外销&内销毛利率对比	62
图 176: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)	62
图 177: 欧洲消费信心指数	63
图 178: 美国消费信心指数	63
图 179: 美国新房数据 (千套)	63
图 180: 美国成屋数据 (万套)	63
图 181: 法国新房销售量	63
图 182: 欧元区 GDP 增速	63
图 183: 美国降息&地产周期呈背离趋势	64
图 184: 美国降息&地产周期呈背离趋势	64
图 185: 美国家居零售商/批发商库销比	64
图 186: 美国家居零售商库存&同比 (亿美元)	65
图 187: 美国批发商库存及同比 (亿美元)	65
图 188: 美国家居零售商/批发商库销比	65
图 189: 美国对华关税梳理	66
图 190: 美国对越南关税梳理	66
图 191: 轻工出口公 2025Q1-3 业绩一览 (百万元)	67
图 192: 不同品类美国进口国别份额变化	68
图 193: 不同地区成本要素拆分	69
图 194: 我国品牌出海阶段划分	69
图 195: 跨境电商模式下品牌出海飞轮效应	70
图 196: 不同出海模式营收增速	70
图 197: 不同出海模式毛利率	71
图 198: 不同出海模式净利率	71
图 199: 不同出海模式销售费用率	71
图 200: 不同出海模式研发费用率	71
图 201: 新品牌 TEKO 经销商网点图	72
图 202: 涛涛车业全球产能布局	72
图 203: 致欧科技海外仓储物流网络布局	72
图 204: 匠心家居关键指标汇总 (收入单位为亿元)	73
图 205: 相关公司盈利预测与估值 (收入&利润单位均为亿元)	73
图 206: 社会消费品零售及限额以上服装鞋帽零售增速 (%)	74
图 207: 消费者信心指数:消费意愿	74
图 208: 中国纺织品和服装出口增速 (%)	74
图 209: 越南服装和鞋类出口增速 (%)	74
图 210: 中国运动服饰行业规模及增速	75
图 211: 中国运动服饰各细分品类预计增速, 户外服装扩容最快 (单位: 亿元)	75

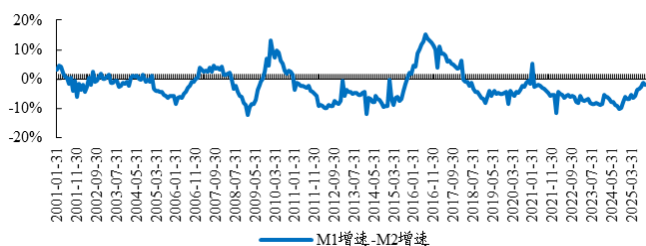
图 212: 中国运动鞋各品类增速, 户外鞋扩容最快 (单位: 亿元)	76
图 213: 安踏体育广宣费用和研发费用情况 (亿元)	76
图 214: 李宁广宣费用和研发费用情况 (亿元)	76
图 215: 2024 年来主要品牌的流水增速	77
图 216: 中国男装行业规模及增速 (亿元)	78
图 217: 中国男装行业 CR10 情况	78
图 218: 中国女装行业 CR10 情况	78
图 219: 海澜之家主品牌渠道数量	78
图 220: 中国家纺行业规模及增速	79
图 221: 中国家纺行业电商销售占比近年明显提升	79
图 222: 水星家纺和罗莱生活的大单品策略	79
图 223: 美国服装零售额及同比状况 (单位: 左轴百万美元, 右轴%)	80
图 224: 美国服装库销比情况	80
图 225: 部分鞋服品牌最新季度收入及未来指引	81
图 226: 纺织制造板块 2023 年以来逐季度收入增速、利润增速 (单位: %)	81
图 227: 纺织制造毛利率、净利率	82
图 228: 纺织制造费用率情况	82
图 229: 部分面辅料企业境内外产能布局	82
图 230: 部分代工企业境内外产能布局	83
图 231: 2025 年我国典型纺织制造上市公司产能扩张项目	83
图 232: 印尼人口数排全球第四	84
图 233: 印尼、中国、越南 15-64 岁人口比重	84
图 234: 主要纺织企业在印尼的产能布局	84
图 235: 纺织服装相关公司盈利预测与估值	85

前情

过去 1 年，经济周期仍在磨底，但经济底部更为明确，国内经济总量稳定，但量、价分化，稳增长的核心是稳价格，稳收入、稳房价、反内卷。权益类资产风险定价较为充分，消费长周期估值或逐步进入修复区间，结构性机会（新消费+出海）和高股息机会仍是核心主线，底部优质公司或迎来基本面触底和估值修复。

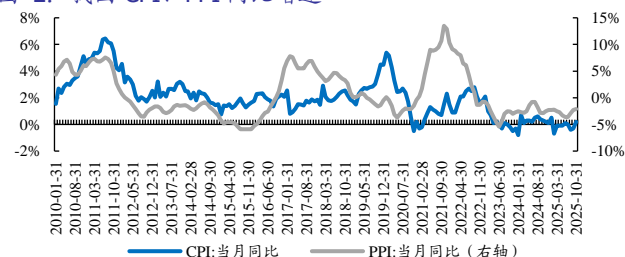
中国股票的定价逻辑正在潜移默化改变，三大核心逻辑逐步强化：1）中美贸易中逐步占据更主动地位，中国制造业进入全球化发展周期；2）地产止跌在途，反内卷构成经济思路转折，宏观尾部风险降低；3）新技术/新产业涌现，结构性发展领域涌现更多机会。核心板块配置方向，1、结构性成长的新消费趋势，2、全球资源配置能力提升的出海、3、高股息策略长期占优，4、价值低估的消费白马。

图 1：我国 M1、M2 同比增速差值



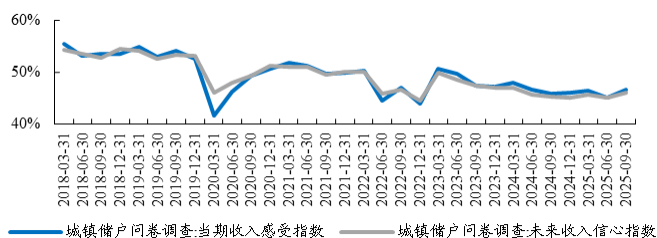
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 2：我国 CPI、PPI 同比增速



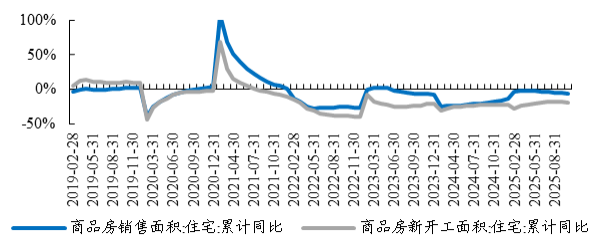
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 3：我国城镇居民当期及未来收入信心指数



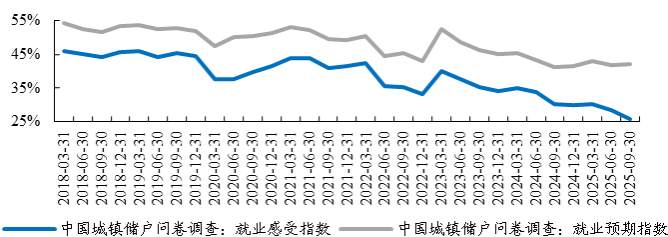
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 4：我国商品房销售&新开工面积累计同比



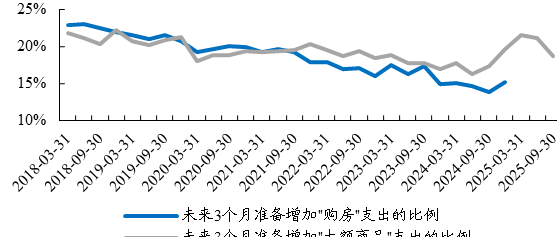
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 5：我国城镇储户就业感受指数及就业预期指数



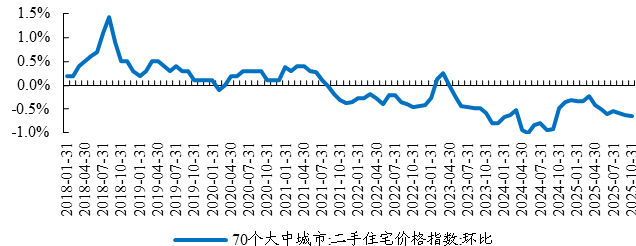
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 6：我国居民未来 3 个月准备增加支出情况



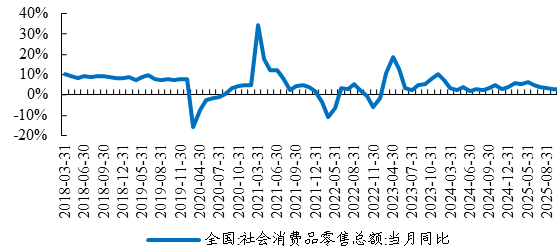
资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 7：我国 70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速



资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 8：我国社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：iFind、信达证券研发中心

1. 新消费：时代的选择

1.1 个护、宠食赛道成长逻辑再梳理，关注品牌份额提升

镜鉴日本：宠食市场未见顶，品牌本土化是共同趋势。穿越经济周期后，日本宠食市场规模仍保持稳健增长，卫生巾&牙膏&婴护市场规模均有所下降；整体看，量价或有一定压力，卫生巾与牙膏销量相对稳定，宠物食品以价升为核心驱动力。卫生巾品牌格局高度集中、基本被本土品牌垄断；牙膏&婴护集中度偏高、本土份额稳定高位；宠食集中度较低、趋于提升，且本土替代正持续进行。

图 9：日本卫生巾、牙膏、宠食、婴护行业对比

指标	卫生巾	牙膏	宠物食品	婴童护理
市场规模（亿人民币）	约32（已见顶）	约69亿（已见顶）	约303亿（未见顶）	约20亿（已见顶）
2018-2024年规模CAGR	-2.5%	-1.5%	1.3%	-5.0%
2018-2024年零售量CAGR	1.4%	-0.5%	-2.4%	0-14岁婴童数量CAGR为-1.8%
2018-2024年均价CAGR	-3.9%	-1.0%	3.7%	单童消费额CAGR为-3.9%
品牌CR5	99%	58%	35%	55%
品牌CR10	99%	73%	49%	67%
集中度变化	提升	提升	提升	下降
CR10本土品牌占比	100%（提升）	80%（平稳）	50%（提升）	76%（平稳）

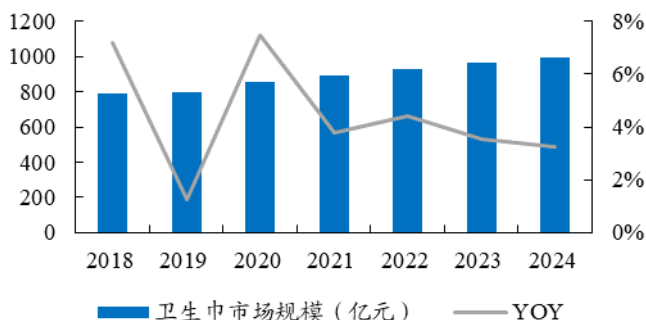
资料来源：欧睿、iFind、信达证券研发中心

我们将针对我国卫生巾、牙膏、宠食、婴护市场进行多维数据分析，参考日本成熟市场判断对应成长逻辑。

（1）卫生巾、牙膏、宠食、婴护市场空间&增速对比：卫生巾&宠食&婴护系增量市场，宠食增速保持领先、但有所放缓，牙膏市场则较为稳定。

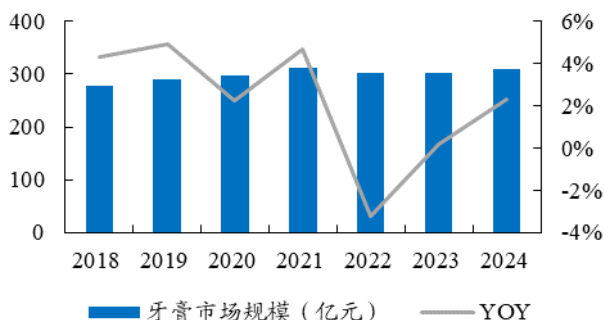
- **卫生巾**：2024年市场规模995亿元（同比+3.3%），2018-2024年市场规模CAGR为3.9%。
- **牙膏**：2024年市场规模309亿元（同比+2.3%），2018-2024年市场规模CAGR为1.8%。
- **宠食**：2024年市场规模529亿元（同比+3.7%），2018-2024年市场规模CAGR为11.9%。
- **婴护**：2024年市场规模314亿元（同比+0.8%），2018-2024年市场规模CAGR为5.9%。

图 10：我国卫生巾市场规模及增速（亿元、%）



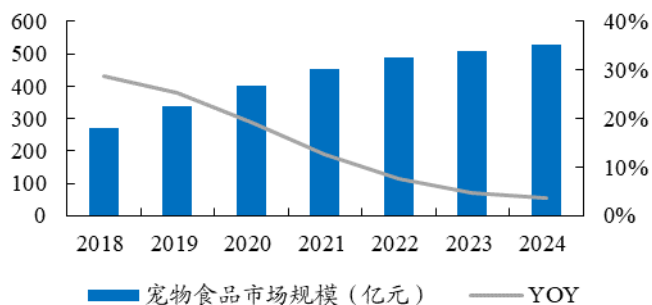
资料来源：欧睿、信达证券研发中心

图 11：我国牙膏市场规模及增速（亿元、%）



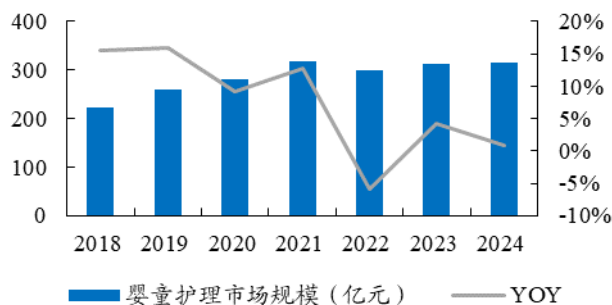
资料来源：欧睿、信达证券研发中心

图 12: 我国宠食市场规模及增速 (亿元、%)



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 13: 我国婴护市场规模及增速 (亿元、%)

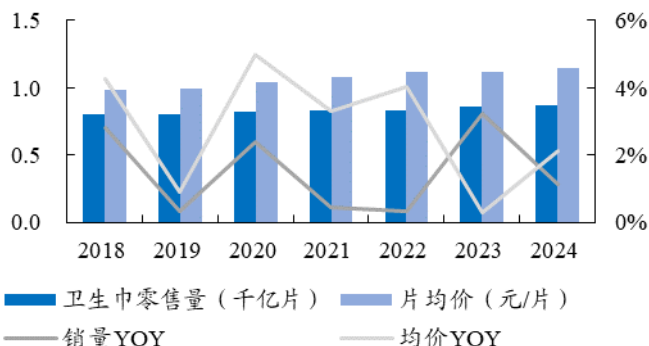


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

(2) 行业增长驱动力对比: 宠食量价齐升、快速成长, 而卫生巾&牙膏量价驱动均较为平缓、步入成熟期; 婴护趋向产品功能化、品类持续拓宽。

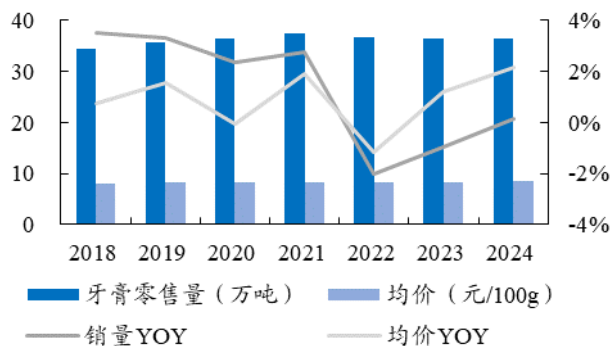
- **卫生巾:** 2024 年卫生巾零售量为 868 亿片 (同比+1.1%)、均价为 1.15 元/片 (同比+2.1%), 2018-2024 年零售量 CAGR 为 1.3%、均价 CAGR 为 2.6%。
- **牙膏:** 2024 年牙膏零售量为 36 万吨 (同比持平)、均价为 8.5 元/100g (同比+2.1%), 2018-2024 年零售量 CAGR 为 0.9%、均价 CAGR 为 0.9%。
- **宠食:** 2024 年宠食零售量为 143 万吨 (同比+3.7%)、均价为 37.1 元/kg (同比持平), 2018-2024 年零售量 CAGR 为 8.5%、均价 CAGR 为 3.2%。
- **婴护:** 2024 年婴童 (0-14 岁) 数量为 2.2 亿人 (同比-3.9%)、单童消费额 142 元 (同比+4.8%), 2018-2024 年婴童数量 CAGR 为 -1.2%、单童消费额 CAGR 为 7.1%。

图 14: 我国卫生巾市场量价增长拆分 (千亿片、元/片)



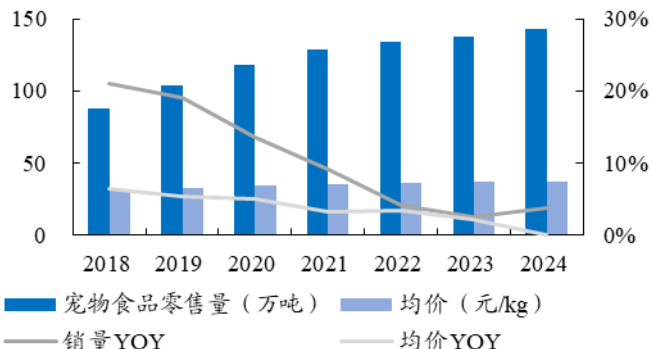
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 15: 我国牙膏市场量价增长拆分 (万吨、元/100g)



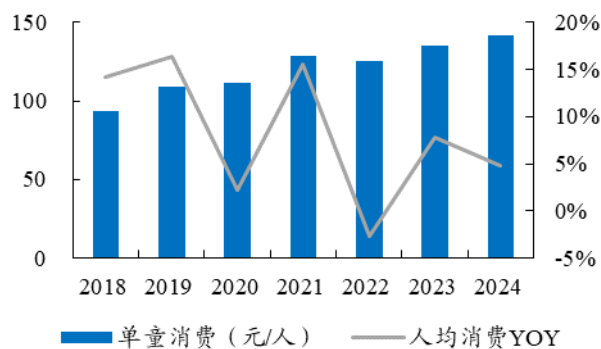
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 16: 我国宠食市场量价增长拆分 (万吨、元/kg)



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 17: 我国婴护市场单童消费及增速 (元/人)

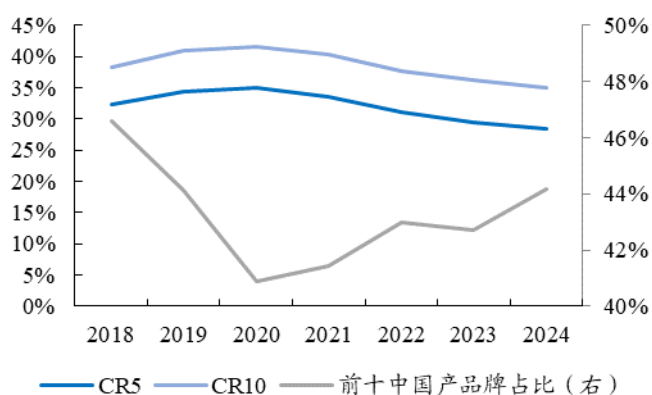


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

(3) 行业成熟度&格局对比：卫生巾&牙膏处于二线品牌突围期，依托差异化电商打法+细致线下渠道管控突围，国产份额稳步提升；宠食集中度由分散走向集中，线上化率高，国产高端化空间较大；婴护仍处于百花齐放阶段、集中度分散、国产份额快速提升。

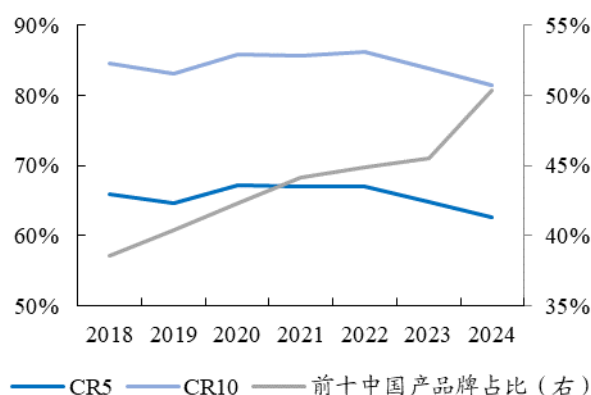
- **卫生巾：**2024 年行业 CR5、CR10 分别为 29%、35%，2020-2024 年行业趋于分散，前十品牌中国产品牌份额占比从 41%提升至 44%。
- **牙膏：**2024 年行业 CR5、CR10 分别为 63%、81%，2020-2024 年行业集中度保持稳定，前十品牌中国产品牌份额占比从 42%提升至 50%。
- **宠食：**2025 年行业 CR5、CR10 分别为 19%、26%，2020-2024 年行业趋于集中，前十品牌中国产品牌份额占比先提升后下降、2024 年占比为 49%。
- **婴护：**2023 年行业 CR5、CR10 分别为 19%、29%，行业拉长看趋于分散，前十品牌中国产品牌份额占比近年来快速提升，2024 年达 93%。

图 18：我国卫生巾行业品牌集中度



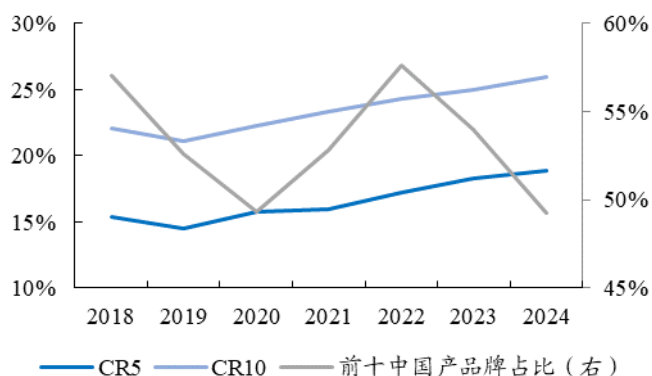
资料来源：欧睿、信达证券研发中心

图 19：我国牙膏行业品牌集中度



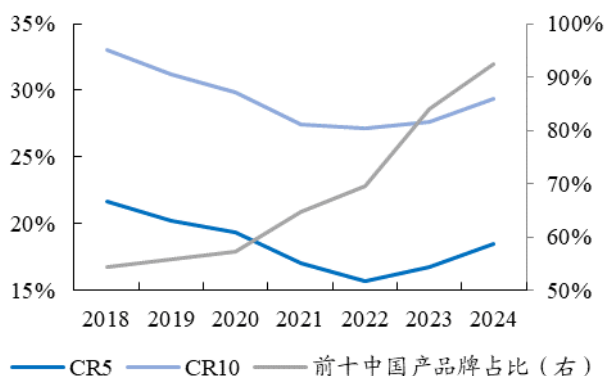
资料来源：欧睿、信达证券研发中心

图 20：我国宠食行业品牌集中度



资料来源：欧睿、信达证券研发中心

图 21：我国婴护行业品牌集中度



资料来源：欧睿、信达证券研发中心

流量竞争（宠物）：竞争持续激化，乖宝宠物旗下品牌表现突出。从天猫、抖音等主流电商平台近年“双 11”大促排名看，宠食赛道竞争激烈，每年都可见新品牌冲上榜单前十名，头部品牌排名亦有一定波动。其中，我们看到上市公司乖宝宠物旗下品牌麦富迪在多平台始终保持第一/第二的领先地位，弗列加特品牌 25 年天猫平台排名进一步提高，自主品牌矩阵优势明显；另一方面，鲜朗、许翠花、金故势头强劲，面对宠食增量市场，仍有新品牌依托差异化竞争力进入行业，如金故（GOLDEN TALES）是邓峰猫舍旗下生骨肉品牌，该公司以猫舍起家，基于自媒体流量与良好口碑，依托信任感快速发展。

图 22: 天猫“双 11”宠物品牌销售排名

排名	2023	2024	2025	25年变化
1	麦富迪	麦富迪	鲜朗	+1
2	皇家	鲜朗	麦富迪	-1
3	蓝氏	蓝氏	弗列加特	+1
4	网易严选	弗列加特	蓝氏	-1
5	诚实一口	诚实一口	皇家	+1
6	鲜朗	皇家	诚实一口	-1
7	天然百利	天然百利	渴望	+2
8	渴望	网易严选	许翠花	首次上榜
9	伯纳天纯	渴望	网易严选	-1
10	卫仕	爱肯拿	爱肯拿	持平

资料来源: 天下网商公众号、信达证券研发中心

图 23: 抖音“双 11”宠物品牌销售排名

排名	2024	2025	变化
1	麦富迪	麦富迪	持平
2	弗列加特	金故	首次上榜
3	诚实一口	卫仕	+2
4	喵梵思	弗列加特	-2
5	卫仕	蓝氏	+2
6	鲜朗	喵梵思	-2
7	蓝氏	诚实一口	-4
8	宽福	宽福	持平
9	网易严选	鲜朗	-3
10	伯纳天纯	网易严选	-1

资料来源: 抖音电商营销观察公众号、信达证券研发中心

流量竞争（洗护清洁）：格局动态调整，头部品牌与新势力博弈。从天猫、京东、抖音、快手等主流电商平台“双 11”大促排名看，洗护清洁赛道竞争激烈，品牌排名每年均有变化，头部品牌地位相对稳固，也有新品牌持续跻身榜单。天猫平台上，卡诗、护舒宝持续领跑，维达、潘婷排名出现波动；京东平台维达、洁柔位次互换，蓝月亮首次上榜；抖音、快手平台蓝月亮、立白等品牌表现亮眼。一方面，卡诗、护舒宝等头部品牌凭借产品力和品牌力在多平台保持优势；另一方面，蓝月亮等品牌势头强劲，面对洗护清洁市场，新品牌或通过加投流、品类拓展等方式进入消费者视野，行业竞争格局持续变化。

图 24: 天猫“双 11”洗护清洁品牌销售排名

排名	2024	2025	变化
1	卡诗	卡诗	持平
2	护舒宝	护舒宝	持平
3	潘婷	维达	+3
4	欧莱雅	潘婷	-1
5	维达	欧莱雅	-1

资料来源: 星图数据公众号、信达证券研发中心

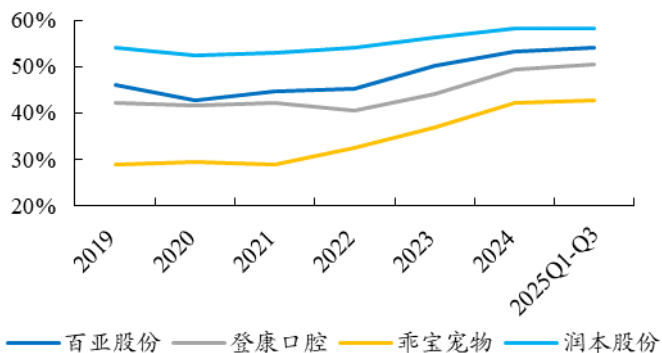
图 25: 京东“双 11”洗护清洁品牌销售排名

排名	2024	2025	变化
1	洁柔	维达	+1
2	维达	洁柔	-1
3	清风	心相印	+1
4	心相印	清风	-1
5	海飞丝	蓝月亮	首次上榜

资料来源: 星图数据公众号、信达证券研发中心

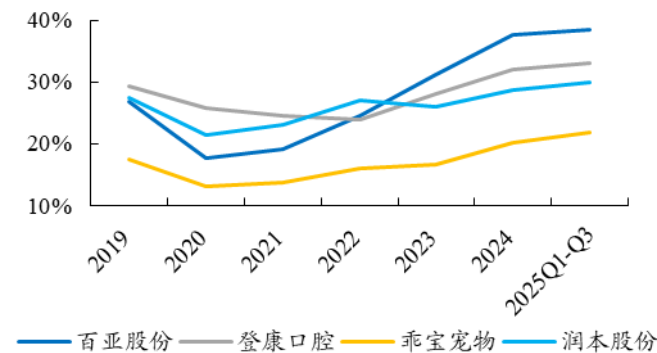
代表性公司产品附加值持续提升，但营销投入持续增大。我们选取百亚股份、登康口腔、乖宝宠物、润本股份分别作为上述赛道代表性企业进行盈利能力分析：各家毛利率近年来均呈现上升趋势，我们认为主要得益于品牌方从产品、品牌、渠道等多维度发力顺应消费趋势，提升产品附加值；但另一方面，各品牌销售费用率持续提升，我们认为反映出当前线上渠道流量竞争持续激烈，巩固品牌心智、开拓新客等方面均对市场营销提出较高要求，短期或难见转折。

图 26: 代表性公司毛利率对比



资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 27: 代表性公司销售费用率对比



资料来源: iFind、信达证券研发中心

行业对比总结：结合赛道空间、竞争格局、成长阶段等，宠食赛道>婴护赛道>卫生巾&牙膏赛道。宠食行业呈现量价齐升趋势，多元化增长驱动有望抬高天花板且消费者教育壁垒更高、品牌粘性强，具备显著大单品效应，头部品牌具备较高壁垒。**婴童行业格局分散，但优秀品牌依托性价比&爆款产品快速迭代提份额，线上依赖度高，毛利率高、SKU 相对分散，行业向精细化、功能化和专业化的方向深度发展。****卫生巾和牙膏**国产二线品牌提份额，新锐品牌策略多为通过抖音等平台引流、赋能其他平台&线下市场；线下经销体系密度高、考验综合运作能力；更偏流量型、种草型策略，卫生巾注重女性情感营销，牙膏强调产品功能营销。四大行业均受益于消费升级与国货品牌本土化优势，在产品、渠道、营销等维度持续创新，推动行业向高端化、细分化方向发展。

图 28：我国卫生巾、牙膏、宠食、婴护行业对比

指标	卫生巾	牙膏	宠物食品	婴童护理
规模增速	2024年市场规模995亿元， 2018-2024年CAGR为3.9%	2024年市场规模309亿元， 2018-2024年CAGR为1.8%	2024年市场规模529亿元， 2018-2024年CAGR为11.9%	2024年市场规模314亿元， 2018-2024年CAGR为5.9%
行业格局	传统国际龙头及本土老牌份额持续下滑， 2024年国产品牌市场份额达44% 。	行业集中度高，国产头部品牌合计市场份额超过50%，但外资品牌份额持续下滑，国产品牌加速突围。	市场份额较为分散， 2024年CR5不到20% ，但呈现向头部集中趋势；国产品牌份额短期有所波动，高端价格带外资品牌份额较高。	格局分散（ CR10不足30% ）， 国产品牌加速崛起 ；外资品牌坚守高端市场，份额有所下滑。
行业逻辑	产品高端化 （超薄、液体卫生巾、有机棉等新兴品类市场渗透率提升）、渠道线上线下协同、国货品牌本土化优势	功效化升级 （从清洁美白到牙釉质修复、牙龈护理、抗菌抗敏等多重功能）、渠道线上渗透、国货性价比优势（下沉市场份额提升）	养宠渗透率提升*户均宠数提升*宠均消费额提升*国产替代	产品精细化 （从婴童拓展至青少年护理）、渠道全渠道协同、 科学育儿理念推动消费升级
底层驱动	女性对产品安全性、舒适性、及环保属性的关注显著高于以往，推动品牌加速向有机棉、生物基材料等绿色可持续方向转型	国民口腔健康意识提升；消费升级下对功效型产品需求增加	生活理念变化，单身人群情感需求提升，已婚人群接受度提升；精细化、拟人化喂养、品类需求多元化	新生代父母科学育儿意识增强，对产品安全性、成分透明度要求提升；消费升级下愿意为高端化、功能化产品支付溢价
渠道	线上+线下， 线上化率提升 ，线下向社区便利店、高端商超及药房场景延伸，智能售货机等即时性消费场景加速布局	线上渠道占比约38%，低于个护品类整体水平，在内容电商平台增速快；线下以商超、便利店为主，逐步下沉至县域市场	线上化率高，龙头基本以线上销售为主，渠道迭代速度快，对品牌方渠道把控能力要求高	线下以线下商超、母婴专卖店等为主；线上除传统电商平台以外，贝贝、蜜芽等垂直电商平台及亲宝宝、宝宝树等也是婴童护理类产品的主要消费阵地。
竞争要素	营销 偏流量型、种草型打法，注重女性情感营销，通过抖音等新兴平台内容种草实现精准引流，赋能全渠道	营销 偏功能型营销，聚焦产品核心功效（如冷酸灵强调抗敏技术）；线上通过KOL/KOC科普口腔知识种草，线下结合终端体验活动提升转化	营销 消费者教育能力、内容营销能力要求高（有购买者与使用者非同一主体的天然属性），国货品牌尤其擅长利用小红书、抖音等平台，通过KOL/KOC种草扩大影响力	营销 侧重消费者教育与内容营销，通过育儿博主、儿科医生科普建立专业信任；线上短视频、直播展示使用场景，线下亲子活动增强互动，品牌价值观营销提升认同感
品牌	国产品牌凭借本土化研发、渠道下沉与数字化营销优势，逐步打破国际品牌高端垄断，恒安国际旗下七度空间为国产品牌市占率第一，消费频次较高，品牌粘性较强。	外资品牌（高露洁、佳洁士）仍占一定份额，但国产品牌认知度提升；冷酸灵、云南白药等品牌凭借功效差异化建立壁垒，消费频次高、品牌粘性较卫生巾略弱	消费频次较高，品牌粘性较强，国产品牌通过卷成分、卷工艺等方式体现科学喂养，聚焦健康与细分，强化人宠情感连接	国产品牌优势在于供应链响应快、产品适配性强， Babycare、润本 等品牌用户粘性强；品牌竞争聚焦性价比+爆款，头部品牌向全品类生态拓展

资料来源：欧睿，中研普华集团公众号、仙桃市非织造布产业协会公众号、勤策消费研究公众号、沃顿信力战略营销公众号、尼尔森 IQ 公众号、新商业 NXT 公众号、Pet Notes 宠物商业研究公众号、易观数字商业公众号、华经产业研究院公众号、信达证券研发中心

个股业务对比：产品端，登康医研系列（如重组蛋白原生修护牙膏）依托差异化功能，线上渠道、尤其抖音快速放量；润本通过细分品类拓展（防晒系列、青少年护理）实现 SKU 快速迭代，2025H1 推出 40 余款新品；乖宝宠物强调精细化喂养理念，麦富迪旗下霸弗与央视网共同举办“天性有道，进化有理”丛林食谱 2.0 升级发布会，品牌 2.0 升级的弗列加特以“鲜肉精准营养”为核心竞争力。渠道端，百亚股份深化“核心区域深耕+外围省份快速拓展+线上均衡发展”战略；登康口腔电商渠道 2025 年上半年营收增长 81.13%，线上反哺线下成效明显；润本线上线下发展均衡、重点突破非平台经销；乖宝宠物连续多年领跑主流电商平台大促品牌榜，势能强劲。

- **百亚股份：**线上份额竞争愈发激烈，但基本以存量品牌竞争为主，公司线上策略从过往侧重抖音，逐步调整为抖音、天猫、拼多多三驾马车齐驱。线下核心逻辑为现金牛核心省份业务稳健增长，外围省份高速增长、且利润率向上。公司持续优化产品结构，以益生菌、有机纯棉为代表的大健康系列产品表现亮眼，益生菌 Pro 等高价值新品占比提升。此外，公司积极布局即时零售渠道，已成立独立部门并设计渠道区隔产品。
- **登康口腔：**登康产品结构升级逻辑顺畅，依托差异化功能性产品，聚焦抗敏感核心技术，并积极推动高端产品线上快速放量、线下稳步铺货，以“医研”系列为代表的中高端产品占比持续提升，带动产品结构显著优化，公司前三季度毛利率提升 1.3pct 至 50.5%。公司于 8 月推出“角蛋白原生修护牙膏”等新品，该产品采用“重组蛋白原生修护”技术，定价 49.9 元，上市后表现强劲，有望成为公司增长的新爆品。
- **润本股份：**公司通过驱蚊-婴童-青少年，逐步积累巨大的用户群体基数且依托产销研一体化，差异化质价比营销，建立用户资产沉淀，高速推新实现持续高增。公司产品结构持续丰富，驱蚊产品受天气影响季度有所波动、整体表现靓丽，儿童防晒啫喱+蛋黄油+抗静电喷雾快速放量，青少年护肤市场潜在空间广阔，公司青少年系列上市、目前冷启动中，成长空间有望打开。海龟&袋鼠等新势力品牌投放较为积极，对公司短期线上 ROI 造成冲击，但行业小品牌有出清迹象（收税正规化），且润本内生自转播+高复购属性有望穿越周期。
- **乖宝宠物：**公司强调数据赋能体系，通过全球首个犬猫数字生命库麦富迪 WarmData 收集上亿喂养记录，依托达索系统数字孪生技术和华大基因测序技术，打造覆盖 200 万犬猫个体的动态数据库，以科研实力造就产品优势。公司旗下主力品牌麦富迪持续领跑行业，持续提升 Barf、羊奶等高端系列占比，弗列加特以“鲜肉精准营养”为方向、高端化战略成效显著，品牌矩阵多元化，全新推出的超高端犬粮品牌汪臻醇。代工业务方面，25 年受公司战略调整影响及阶段性海外基地爬坡，我们预计后续订单有望回归正常。
- **中宠股份：**国内自主品牌产品结构持续优化、中高端主粮占比稳步提升，策略持续丰富，如与人民网、欧阳娜娜合作，推动品牌专业度提升&年轻化；大单品策略成效渐显，带动境内毛利率持续同比提升。伴随 25H2 加拿大二期、26H1 美国二期投产，我们预计海外子公司有望延续高速增长；目前国内订单已基本转至柬埔寨、接单&出货影响较小，国内产能承接欧洲&东南亚订单，全球化布局充分。
- **依依股份：**宠物尿垫行业龙头、客户粘性深厚，且前瞻性布局柬埔寨产能（5 月已顺利投产尿垫 3 亿片，后续或将结合市场情况推进布局），我们预计伴随海外产能持续爬坡，Q4 收入趋势良好，且未来供应份额提升逻辑顺畅，有望维系稳健增长。公司拟通过发行股份及支付现金收购高爷家 100% 股权。高爷家核心双品牌为许翠花（猫砂）+高爷家（猫粮），目前许翠花品牌为天猫猫砂品牌第一，24 年高爷家实现收入 4.60 亿元、净利润 0.18 亿元，预计 25 年收入保持高增、且利润增速更高（其中许翠花贡献主要增量），26 年经营业绩势能良好。

图 29：重点公司盈利预测与估值（亿元）

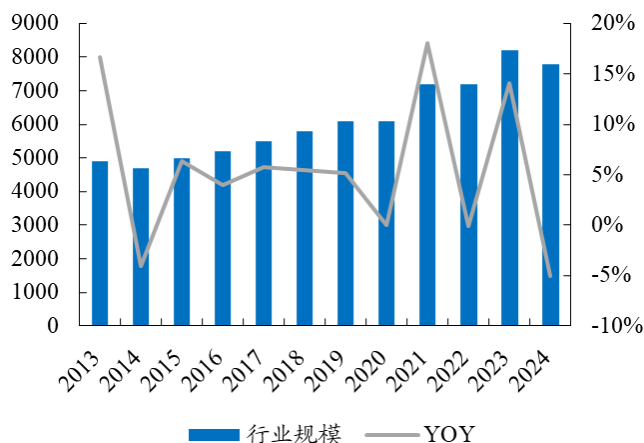
股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
百亚股份	85.59	32.54	38.15	47.20	2.88	3.38	4.46	29.8	25.3	19.2
豪悦护理	66.82	29.29	39.02	43.23	3.88	3.57	4.38	17.2	18.7	15.3
登康口腔	63.55	15.60	18.27	21.59	1.61	1.94	2.38	39.4	32.7	26.7
乖宝宠物	278.65	52.45	65.50	80.30	6.25	7.22	9.22	44.6	38.6	30.2
中宠股份	166.16	44.65	54.27	66.34	3.94	4.60	5.78	42.2	36.1	28.7
源飞宠物	47.05	13.10	17.22	21.73	1.64	1.82	2.20	28.6	25.8	21.3
佩蒂股份	43.77	16.59	17.18	20.58	1.82	1.75	2.17	24.0	25.0	20.1
依依股份	55.39	17.98	19.59	23.88	2.15	2.35	2.84	25.8	23.5	19.5
恒安国际	305.37	226.69	229.71	238.98	22.99	23.68	25.03	13.3	12.9	12.2

资料来源：iFind、信达证券研发中心（盈利预测来自 iFind 一致预期，股价日期为 2025/12/11）

1.2 黄金珠宝：精品金饰景气延续，品牌分化、优选标的

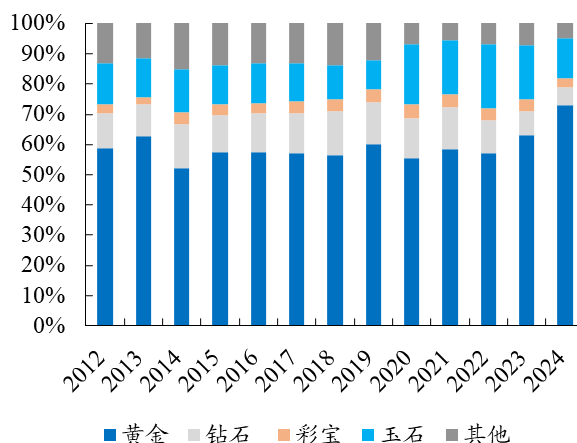
我国黄金珠宝市场规模迈上新台阶，黄金品类贡献比重愈发明显。据中宝协统计，我国黄金珠宝市场规模 2014-2024 年 CAGR 为 5.2%，2024 年达 7788 亿元，2021 年起整体迈上 7000 亿台阶，黄金品类在金价上行带动下起到核心贡献作用。品类结构方面，黄金产品近年来占比持续提高，2024 年占比 73% 创历史新高，金价进入上行通道后，消费者普遍基于保值增值和产品升级等原因加大购买黄金产品，而钻石产品占比则持续下滑，一定程度上反映出居民在高溢价高单价商品上的消费意愿仍然低迷，行业后续核心关注点或仍是黄金产品。

图 30：我国黄金珠宝市场规模（亿元、%）



资料来源：中宝协、信达证券研发中心

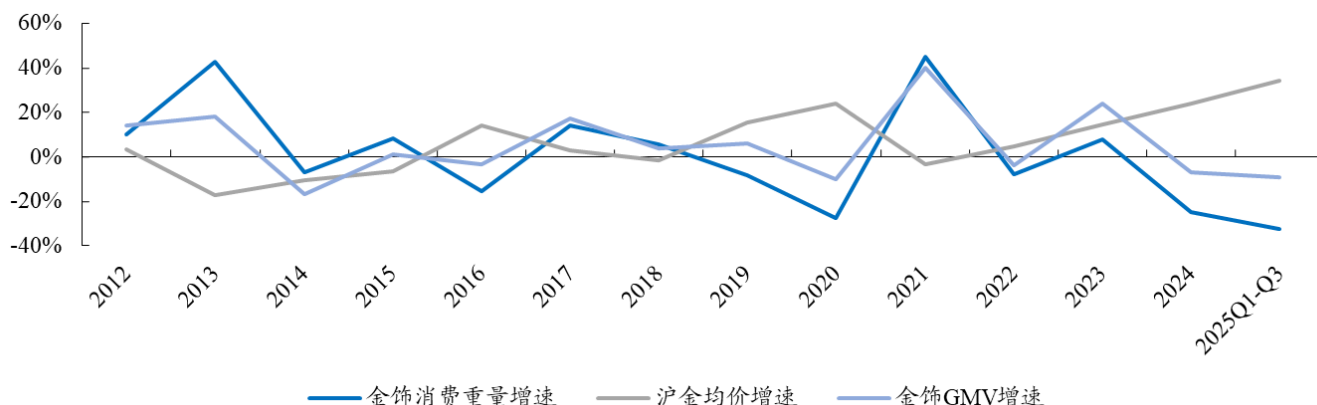
图 31：我国黄金珠宝市场品类结构



资料来源：中宝协、信达证券研发中心

黄金首饰品类价增量减表现悬殊，导向消费轻量化、品牌化趋势。我们基于中国黄金协会披露的黄金首饰消费重量与上海金交所金价进行测算，得到金饰品类历年的量价拆分情况，总体来说，消费重量和金价呈现一定负向关系，但不同阶段，考虑金价上行斜率以及产品创新，呈现不同消费心理，**（1）2014-2018 年低位平稳期：**金饰消费 GMV 呈现稳步上涨趋势，CAGR 约 4.4%，与国民经济水平增长基本相符；**（2）2019-2023 年金价上行初期：**金价进入上行通道但涨幅相对平稳，金饰消费 GMV 的 CAGR 约 10.7%，较上一阶段提升显著，反映出消费者在金价带动之下已开始主动加大黄金首饰消费；**（3）2024-2025Q3 金价加速上行期：**金饰消费 GMV 的 CAGR 不升反降，且沪金价格与销量的同比表现剪刀差持续扩大，我们认为这一特殊现象主要因为金饰本质是消费品而非投资品，难以脱离价增量减基本框架，金价过高已普遍引起终端消费者观望情绪。金价高位对消费趋势的影响主要体现在两方面，一是轻量化，即通过工艺设计革新实现用更轻材料做更高颜值，二是品牌化，即消费者在同价格段下对品牌价值更挑剔，优选知名品牌。

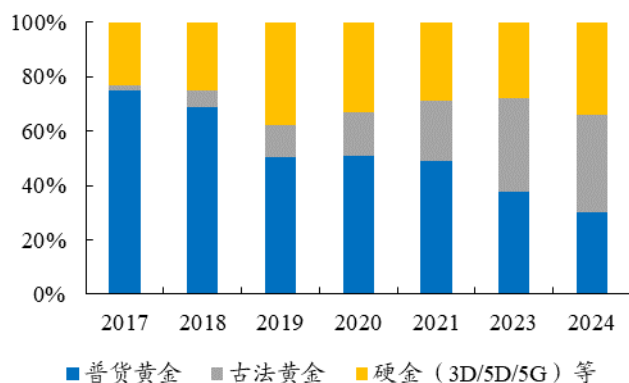
图 32: 我国黄金首饰消费量价增速拆分



资料来源: 中国黄金协会, iFind, 信达证券研发中心

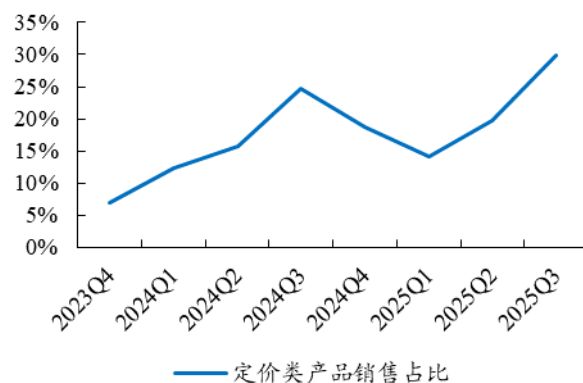
金饰中古法金与硬金占比持续提升, 定价黄金趋势向好。按制造工艺与设计通常将金饰划分为普货与非普货, 与缺乏特色的普货对应, 古法黄金与硬金等均运用特殊工艺搭配独特设计, 赋予产品情绪价值、审美价值、文化价值等。在当前金价高企背景之下, 金饰 GMV 总量虽有所承压, 但产品附加值更高的古法黄金与硬金反而逐渐成为金饰主流, 反映出消费者金饰需求正在趋于理性化, 首要关注金饰材质价值的消费者逐步转向投资金, 而继续购买金饰的消费者更加愿意为产品附加值买单, 其理性体现在将金饰视为可选消费品, 在满足情绪价值等一系列需求之外, 其保值增值属性当下具备突出优势, 这亦是我们继续看好精品金饰未来景气的基础。作为精品金饰销售模式的一类细分, 定价黄金近年亦呈现出突出景气度, 以龙头周大福为例, 其内地定价黄金销售占比从 2023Q4 的 6.9% 提升至 2025Q3 的 29.9%, 我们认为驱动来自供需两端, 供给端定价黄金盈利能力较好, 有效提升各环节盈利水平, 需求端定价黄金大部分为强设计产品, 契合消费者差异化佩戴需求。

图 33: 我国黄金首饰市场工艺结构



资料来源: 中宝协, 信达证券研发中心

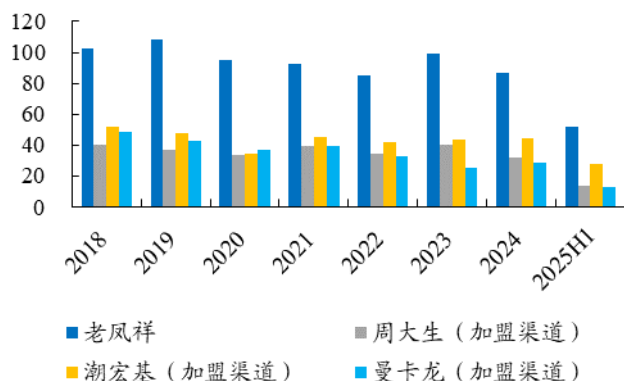
图 34: 周大福内地定价黄金销售占比



资料来源: 周大福公司公告, 信达证券研发中心

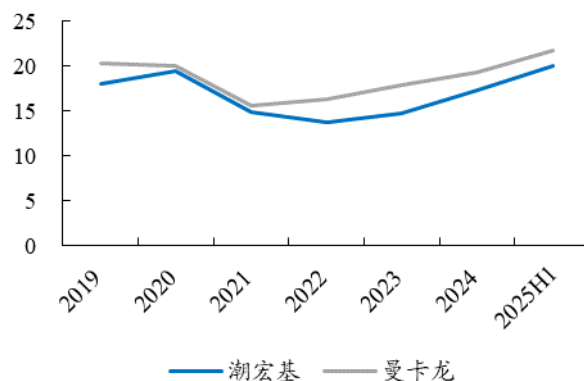
单店毛利贡献方面品牌分化加剧, 差异化品牌表现更优。我们独创性提出通过单店毛利额贡献衡量品牌门店质量, 核心原因是各品牌销售模式大相径庭, 导致毛利率指标缺乏可比性, 但单店毛利额贡献具备较强可比性。从结果来看, 2018-2022 年头部品牌单店毛利额贡献整体呈下滑趋势, 可能与高盈利的钻石品类走弱相关, 而 2023 年起, 传统品牌如老凤祥、周大生单店毛利额逐渐趋稳, 差异化品牌如潮宏基、曼卡龙单店毛利额则开始提升, 我们认为超额表现主要得益于金价上涨、单店销售额提升, 同时产品结构改善。加盟商环节我们计算得出盈利能力指数, 自 2023 年起, 潮宏基与曼卡龙加盟商盈利能力开始显著向上, 一方面因为金价上行带动存货增值, 另一方面则是精品黄金占比提升持续优化产品结构。由此可见, 本轮精品金饰消费潮流下, 核心受益的差异化品牌有望实现产业链多环节经营质量提升。

图 35: 部分黄金珠宝公司单店毛利贡献 (万元)



资料来源: iFind、老凤祥、周大生、潮宏基、曼卡龙公司公告、信达证券研发中心

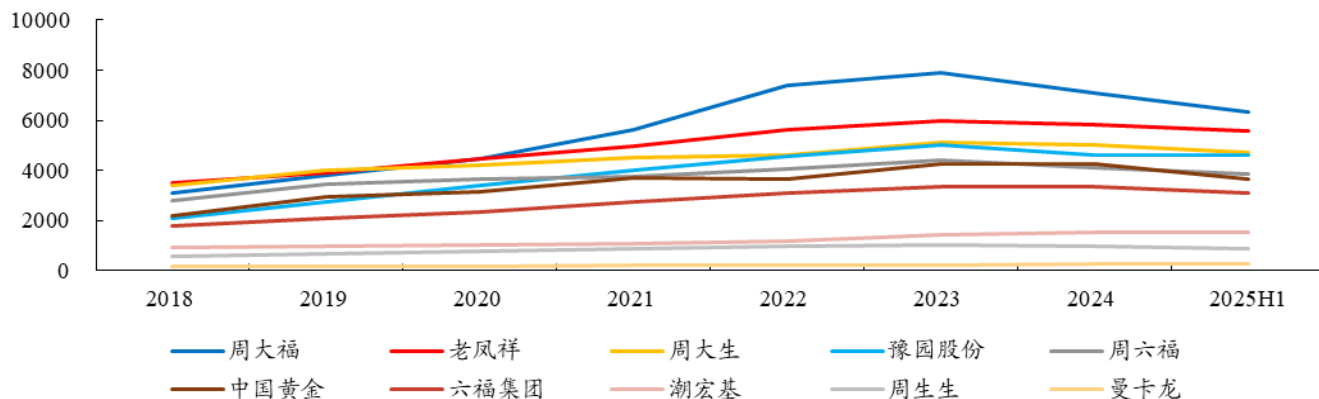
图 36: 估算加盟商环节盈利能力指数 (非毛利率口径)



资料来源: 潮宏基、曼卡龙公司公告、信达证券研发中心

品牌门店数量与金饰消费 GMV 变化高度契合，渠道扩张还看差异化品牌。历数头部品牌门店数量变化,我们认为其阶段特征与之前测算的金饰消费 GMV 变化高度契合,即 2019-2023 年金饰消费 GMV 增速提升,行业整体景气度提振,品牌渠道进入积极扩张阶段,开店速度显著加快,但 2024 年以来,金饰消费 GMV 增速开始承压,品牌渠道开始收缩,门店数领先品牌尤其明显,反映出面对行业景气变化,加盟商已选择“用脚投票”。但展望未来,我们认为无需悲观,复盘来看,2024 年之前十余年金饰消费 GMV 增速从未出现过连续两年负增长情况,说明我国居民金饰需求韧性强,尽管 2024 年与 2025 年金价的历史性上涨打破这一规律,但除开 2026 年再度出现极端走势的情况,金饰消费 GMV 增速大概率有望迎来回正,头部品牌门店数量有望趋稳,而潮宏基、曼卡龙等差异化品牌则有望呈现超额增长,主要驱动来自其产品结构与品牌形象优势凸显带来的产业链多环节经营质量逆势提升。

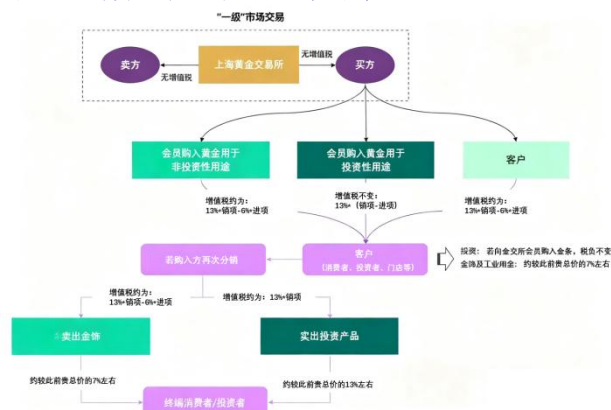
图 37: 我国部分黄金珠宝品牌渠道门店数量



资料来源: 周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、周六福、中国黄金、六福集团、潮宏基、周生生、曼卡龙公司公告、信达证券研发中心

黄金增值税改革，规范纳税倒逼低价策略商家出清。逻辑层面,我们始终认为市场份额向头部品牌集中是黄金珠宝行业大势所向,原因在于黄金珠宝消费逻辑从渠道走向产品和品牌,头部品牌突出的综合能力能够更好契合消费趋势演化。事件层面,我们认为需要重点关注 2025 年黄金增值税改革。具体来看,此次税改或将带给金饰产品约 7pct 增值税率提升,带给部分模式下投资金产品约 13pct 增值税率提升。近年来我国黄金珠宝行业出现大量白牌商家(以深圳水贝商家为代表)以低价策略参与市场竞争,实质是以黄金板料价格采购原材料,工厂机加工后以极低附加值在终端销售,税改后税务成本有望倒逼卖家提价,显著削弱其性价比优势,而头部品牌聚焦产品差异化和品牌调性,部分定价脱离金价,消费者对提价的体感反而不明显。目前我们看到深圳水贝市场在税改后已出现卖家销售断崖式下降、原材料流转断档等现象,拉长看行业在规范纳税大背景下有望加速出清。

图 38: 新黄金市场增值税政策图解



资料来源：国家税务总局、上金所、世界黄金协会、信达证券研发中心

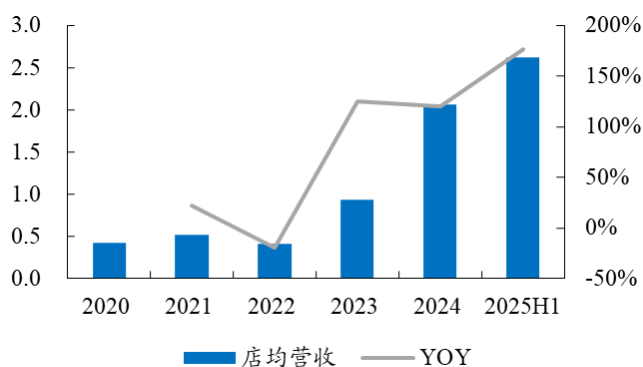
图 39: 深圳水贝市场黄金增值税改后生意冷淡



资料来源：国际珠宝网公众号、信达证券研发中心

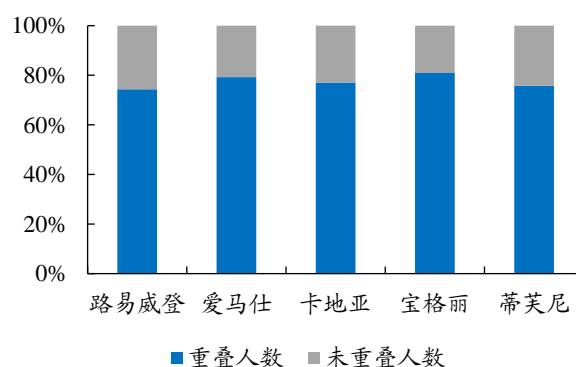
精品金饰潮流下的高端定位范式——老铺黄金。老铺黄金定位高端市场，我们认为其经营特点主要体现在两方面，一是门店盈利水平高，所有产品均以定价模式销售，二是单店销售规模高，数亿元的店效足以在多数商圈体系内领跑。究其成因，我们认为有几点经验值得行业参考，**（1）线下门店是打造品牌认知的核心**，黄金珠宝属于具备装饰属性的高价低频消费品，因此主要消费场景始终在线下，商场、区位、门头、店员、产品等多维度共同构成消费者对品牌的第一印象，其中**高端且稀缺的渠道可能是品牌拔高定位的入场券**；**（2）讲好故事与做好产品同样重要**，我国黄金珠宝产业链高度发达，爆款极易在短期内被全行业“复刻”，故独创工艺与设计固然重要，**通过门店接待、线上普及等方式围绕品牌定位讲好产品故事亦是关键**，门店人员传递文化理念的能力与素质往往需要品牌自主内生培养。截至 25 年 10 月上海恒隆广场店开业，老铺黄金已完成对国内 10 大头部商业中心的全部入驻，在高端化道路上为国内消费品牌探索前路，其客群与国际奢侈品牌亦有较高重叠度。

图 40: 老铺黄金店均营收及增速（亿元、%）



资料来源：老铺黄金公司公告、信达证券研发中心

图 41: 老铺黄金客群与国际奢侈品牌重叠度



资料来源：老铺黄金公司公告、弗若斯特沙利文、信达证券研发中心

精品金饰潮流下的大众定位范式——潮宏基。潮宏基 25 年以来经营业绩、渠道规模表现良好，核心在于其知行合一，通过渠道、产品等抓手树立年轻时尚的品牌形象，而这一品牌形象与当下精品金饰消费潮流实现双向奔赴。我们认为，潮宏基的成功有以下方面可供行业参考，**（1）数智化运营把脉需求**：公司通过社交媒体互动、销售数据分析等方式，实时捕捉消费趋势变化，并将其转化为产品创意，“数据驱动设计”模式让公司能在激烈的市场竞争中保持敏锐产品嗅觉，25H1 产品复购率提升至 60%；**（2）精准渠道布局明晰品牌定位**：公司围绕年轻时尚品牌定位确立渠道布局思路，以高线城市商场区位为主，并开创性推出“一城一非遗”项目，深入不同城市挖掘在地文化，如成都花丝×竹编、杭州花丝×杭扇、武汉花丝×汉绣等。此外，公司积极探索海外市场，海外客群已突破华人圈层，凭借原创设计与时尚基因，吸引众多本土消费者乃至欧美时尚人士。公司计划于 2028 年底前在海外开设 20 家潮宏基 CHJ 珠宝店，展现了黄金珠宝品牌出海的广阔前景。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

图 42: 潮宏基×蜡笔小新新品首发线下体验活动



资料来源: 宝创家公众号, 信达证券研发中心

图 43: 潮宏基泰国暹罗天地 ICONSIAM 店



资料来源: 暹罗天地 ICONSIAM, 信达证券研发中心

传统品牌依托经营模式特色突围范式——菜百股份。菜百股份是国民度良好的传统品牌，以北京等华北地区市场为核心，发力全国化、全渠道布局，近年来实现经营业绩稳健增长，依托多重经营模式特色突围，**(1) 全直营模式快速响应消费趋势：**公司直营连锁模式能确保消费者在全渠道获得一致性的良好体验，直接获取第一手消费需求反馈并快速传导至供应链、设计端及运营端，从而快速响应消费趋势变化。**(2) 大店模式丰富购物体验：**公司北京总店是国内黄金珠宝行业规模领先的单体零售门店，营业面积达 8800 m²，为消费者提供集“博物馆式的鉴赏、专业知识的普及、体验式的购物、个性化的定制”于一体的沉浸式购物体验；此外，菜百祥云小镇店营业面积 1600 余 m²，创新升级总店“馆店结合”模式，有望构筑文化消费新场域。**(3) 投资金优势突出：**公司作为上海黄金交易所第一批综合类会员单位，具有直接从上金所采购黄金原材料的会员资格，可直接现货交易提取黄金实物，黄金增值税改革后，其投资金业务成本环节的相对优势有望进一步凸显。

图 44: 菜百股份北京总店



资料来源: 菜百股份公司官网, 信达证券研发中心

图 45: 菜百股份投资金动销靓丽



资料来源: 西藏财政公众号, 信达证券研发中心

投资观点：我们看好 2026 年精品金饰延续良好景气度，一方面因为消费者持续关注金饰保值增值属性，另一方面头部品牌产品逻辑持续强化。行业格局方面，在品牌、产品、渠道、税务政策等多维度驱动下，份额有望加速向头部品牌集中。建议关注品牌价值持续凸显、有望保持靓丽增长的老铺黄金、潮宏基、曼卡龙、菜绅通灵等，具备投资金产品及全直营模式特色的菜百股份，景气持续恢复的传统品牌六福集团、周六福、周大福、老凤祥、周大生等。

图 46: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)

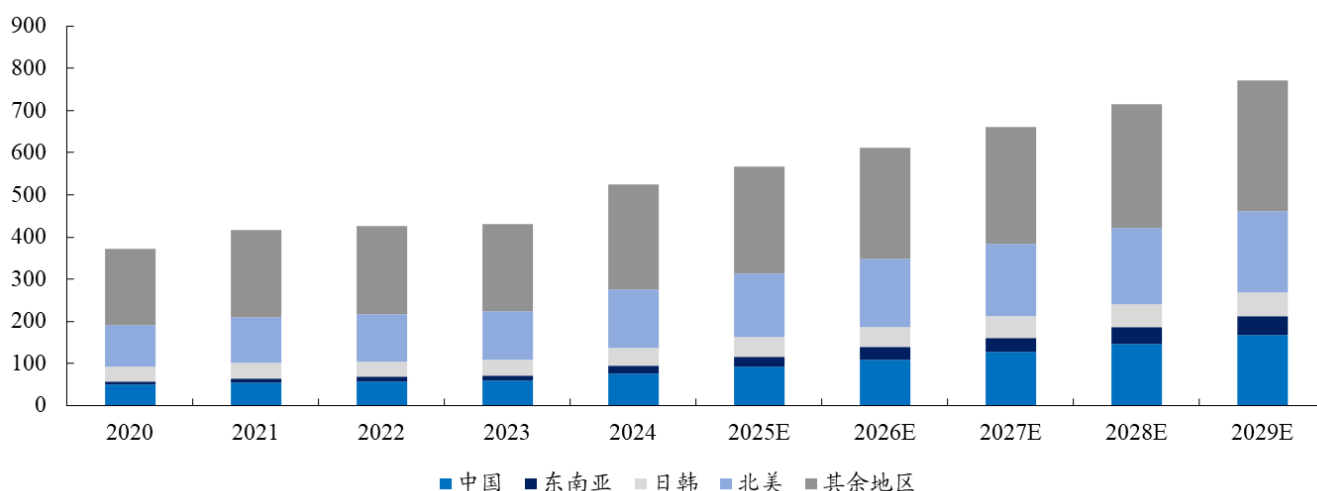
股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
潮宏基	113.64	65.18	80.80	95.60	1.94	4.74	6.38	58.7	24.0	17.8
莱百股份	115.34	202.33	257.64	288.63	7.19	8.15	9.09	16.0	14.1	12.7
老凤祥	190.82	567.93	514.27	547.49	19.50	16.53	18.24	9.8	11.5	10.5
周大生	129.28	138.91	110.04	119.99	10.10	11.19	12.57	12.8	11.6	10.3
曼卡龙	43.16	23.57	30.19	37.39	0.96	1.26	1.61	44.9	34.3	26.8
莱绅通灵	29.57	12.22	18.15	23.69	-1.84	0.90	1.36	-	33.0	21.8
豫园股份	199.68	469.24	434.26	464.14	1.25	0.50	9.13	159.4	399.6	21.9
迪阿股份	114.68	14.82	15.71	17.56	0.53	1.36	1.86	216.3	84.5	61.7
老铺黄金	1025.73	85.06	256.28	344.60	14.73	47.89	66.06	69.6	21.4	15.5
周大福	1152.75	836.15	837.10	884.18	55.17	73.33	83.26	20.9	15.7	13.8
六福集团	132.62	124.42	139.99	156.38	10.26	14.37	16.09	12.9	9.2	8.2
周六福	154.22	57.18	63.84	72.19	7.06	8.18	9.20	21.8	18.9	16.8

资料来源: iFind、信达证券研发中心 (盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价日期为 2025/12/11)

1.3 潮玩: 新兴市场规模持续扩张, 多渠道实现 IP 全产业链布局

全球潮玩市场持续扩张, 亚洲新兴市场高速增长。根据 GMV 计算, 2024 年全球 IP 玩具市场规模达到 5251 亿元 (同比+21.7%), 2020-24 年 CAGR 达 9.0%。据 The Japanese Toy Association 和灼识咨询预测, 2029 年全球 IP 玩具市场规模将达到 7717 亿元。2024 年, 北美是全球最大的 IP 玩具区域市场, 规模达到 1390 亿元, 占全球市场的 26.5%, 预计于 2029 年增长至 1927 亿元; 中国与东南亚两个新兴市场增速最快, 2020-24 年 CAGR 分别为 11.7%/19.1%, 预测 2024-29 年 CARG 分别达 17.2%/20.0%。随着全球范围内 IP 创作与授权衍生品的多样化, 潮玩的消费群体不断扩张, 同时中国、东南亚等新兴市场被挖掘并保持快速增长, 预计未来全球潮玩市场将保持持续增长态势。

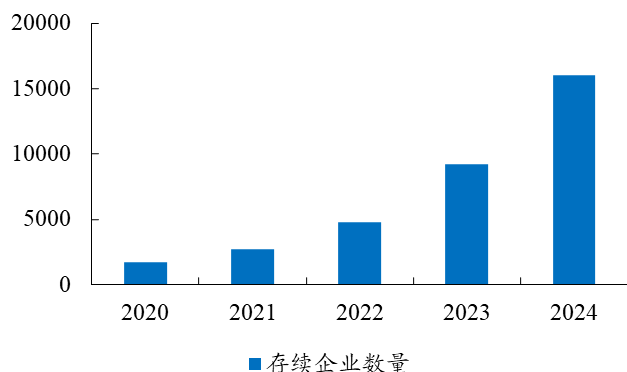
图 47: 全球 IP 玩具市场规模 (十亿元)



资料来源: 乐自天成招股书, The Japanese Toy Association, 灼识咨询, 信达证券研发中心

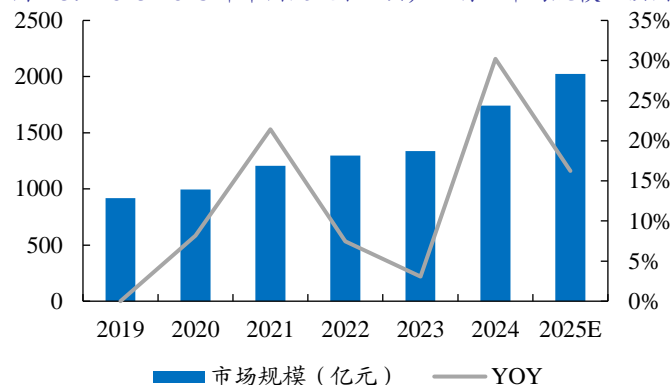
中国市场总额增长, 潮玩企业数量 5 年增长 10 倍。中国玩协数据显示, 2024 年中国泛娱乐玩具市场规模已突破千亿元大关, 达到 1018 亿元, 并预计在 2029 年冲击 2000 亿规模。就市场主体数量而言, 启信宝数据显示, 截至 2025 年 6 月, 国内现存潮玩相关企业达 2.07 万家, 相较于 2020 年的 1760 家, 实现超 10 倍的增长。弗若斯特沙利文预计, 2025-2028 年, 中国 IP 玩具市场规模将从 578 亿元增至 911 亿元, 平均增速 17.0%, 高于全球增速, 全球份额占比预计由 14.0% 增至 16.9%。潮玩产业正在从“少数人的玩具”变成名副其实的“大生意”, 吸引着资本与创业者争相入场。

图 48: 2020 年-2025H1 存续企业数量 (家)



资料来源: 启信宝, 信达证券研发中心

图 49: 2019-2025 年中国泛娱乐玩具产品行业市场规模及预测

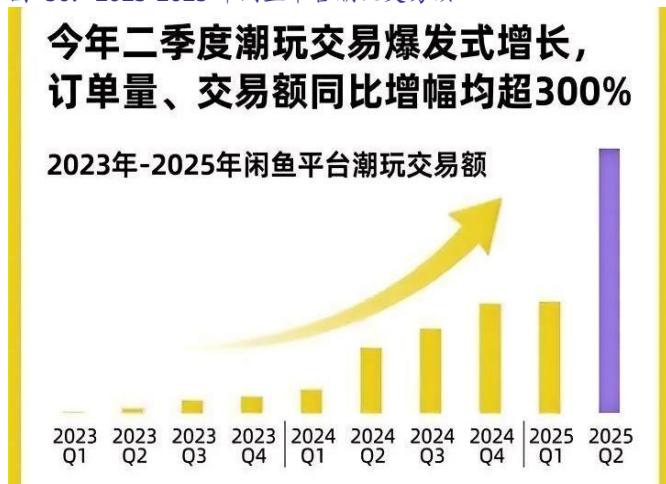


资料来源: 观研报告网, 信达证券研发中心

潮玩交易爆发式增长, 主力消费群体聚焦 90 后女性。据《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》显示, 2025 年潮玩交易迎来爆发式增长, 二季度闲鱼平台订单量同比+330.2%, 交易额同比+309.7%, 潮玩文化从小众圈层向大众消费加速渗透。2025 年闲鱼平台月均潮玩消费人数同比+43.4%, 人均单次潮玩消费金额达 218 元。相较于受众年龄更低的谷圈, 潮玩消费人群主要为 95 后及 00 后职场年轻人, 女性占比 70%。潮玩类轻 IP 自带的轻松治愈属性, 正契合当下年轻人释放压力和即时满足的需求。

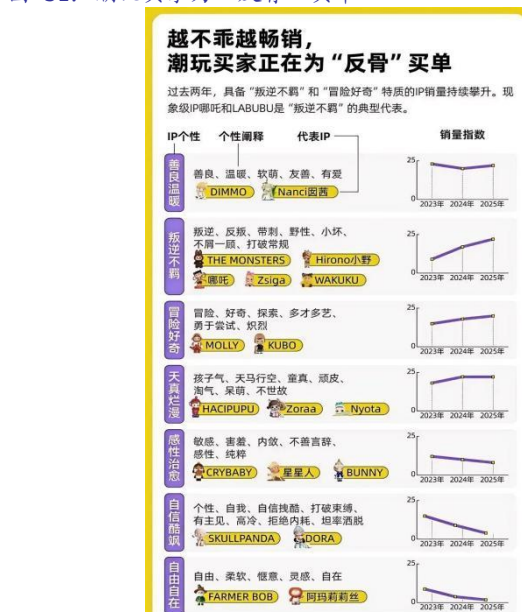
越“不乖”越畅销, 潮玩成为年轻人的精神代餐。《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》研究了过去三年闲鱼平台销量 TOP100 的潮玩 IP, 发现 THE MONSTERS (LABUBU)、Hirono 小野、哪吒、Zsiga 等具备“叛逆不羁”、“冒险好奇”特质的 IP 销量持续攀升。潮玩作为典型的情绪消费, 不同时期的畅销 IP 反映出消费者的情感投射, 相比过去, 当下潮玩爱好者更愿意为“反骨”买单。

图 50: 2023-2025 年闲鱼平台潮玩交易额



资料来源: 《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》, 信达证券研发中心

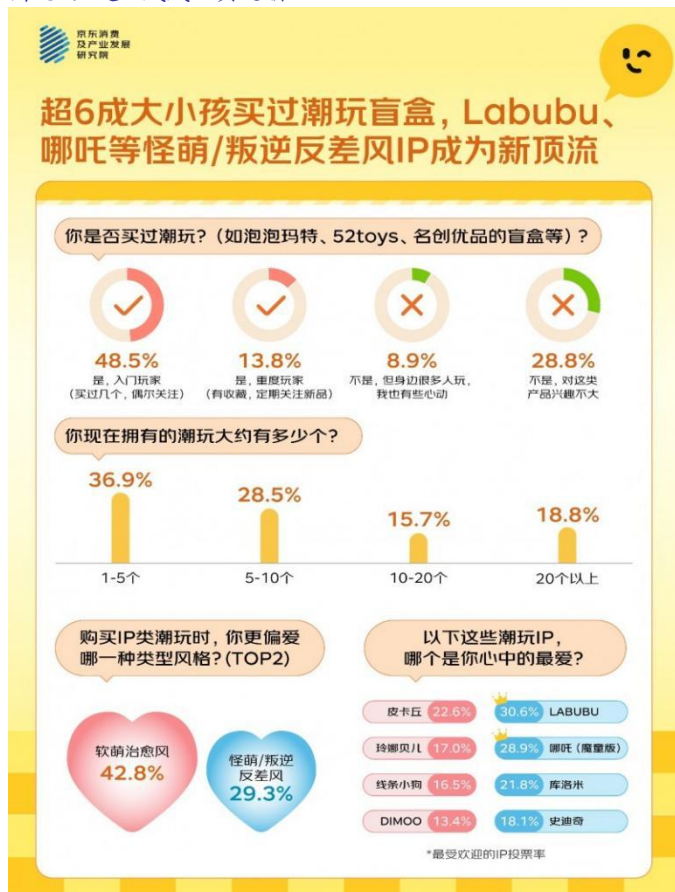
图 51: 潮玩买家为“反骨”买单



资料来源: 《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》, 信达证券研发中心

超六成成人买过潮玩, 怪萌叛逆风成审美新势力。据京东消费及产业发展研究院联合京洞察数据, 超六成“大小孩”买过潮玩盲盒, 其中 63.1% 的人拥有 5 件以上潮玩玩具。软萌可爱风的潮玩以 42.8% 的投票率占据主流, 但怪萌/叛逆风以近三成投票率强势崛起。同时, 毛绒玩具正突破居家场景, “包挂化/随身化”趋势明显。调研显示, 近七成“大小孩”有随身携带毛绒挂件的习惯, “随时摸到、看到就安心”的治愈感是主要动因。

图 52: 超六成成人买过潮玩



资料来源:《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》, 信达证券研发中心

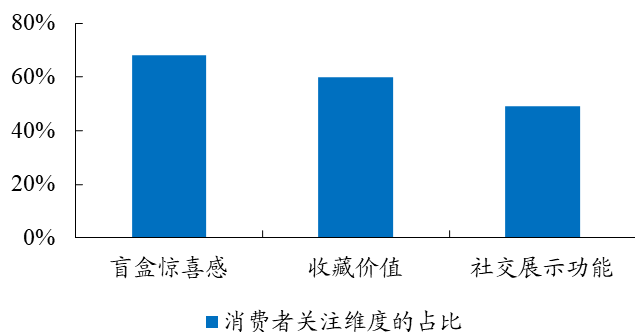
图 53: 近7成“大小孩”挂毛绒玩具出门



资料来源:《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》, 信达证券研发中心

用户不再满足静态摆件, 更需要能互动、可成长的情感陪伴型潮玩。艾媒咨询数据显示, 68.1%的消费者关注盲盒惊喜感, 60.1%重视收藏价值, 49.1%看重社交展示功能。这些数据勾勒出当代年轻消费者的复杂画像: 他们既追求即时满足, 也看重长期情感联结。

图 54: 购买潮玩的消费者关注维度占比



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 55: 泡泡范儿视频号



资料来源: 泡泡范儿视频号, 信达证券研发中心

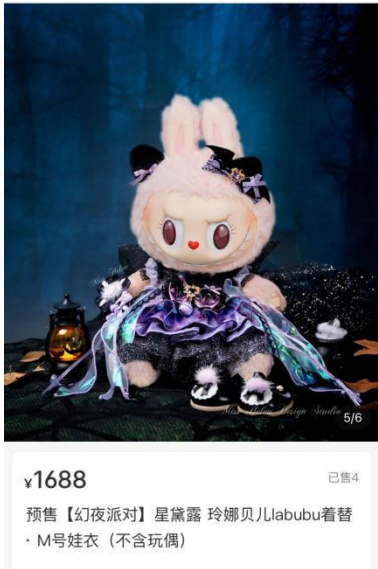
潮玩衍生需求爆发, “娃衣经济”崛起。根据“科技 Times”报导, 某国内社交平台数据显示, 目前“娃衣”相关词条的笔记数量已超 13 万篇, 相应话题浏览量突破 12.6 亿次。电商平台的销售数据同样亮眼, 热门 IP 如 Labubu 的相关娃衣产品销量动辄数千乃至数万件。价格方面, 娃衣从十几元到近百元不等, 奢华设计款甚至可达上千元, 出现了“娃衣比娃贵”的有趣现象。即便如此, 消费者还是会愿意买单, 部分稀缺款式在二级市场还出现溢价。社交平台甚至涌现出专门的“娃衣创业课”内容, 持续推高社会对“娃衣经济”的关注。

图 56: labubu 娃衣



资料来源：中新经纬，信达证券研发中心

图 57: labubu 娃衣溢价



资料来源：中新经纬，信达证券研发中心

国内潮玩市场加速分化，本土 IP 迎来黄金上升期。根据《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》显示，近两年，国内设计师创作的新生代潮玩 IP 销量排名大幅跃升，例如除了泡泡强势 IP 以外，2025 年星星人上升 15 位，WAKUKU 酷酷豹上升 168 位，2024 年 Zorra 上升 56 位。这表明潮玩市场对本土设计的接受度高。内容型 IP 例如《甄嬛传》和《哪吒》则受作品热度影响，商品销量波动大。当前国内潮玩市场由中国原创 IP 主导，海外 IP 的市场份额逐步被国内 IP 取代。据报告统计，今年上半年仅有 4 个海外 IP 进入潮玩销量榜前 20，海外 IP 占比从 2024 年的 30% 下滑至 20%。去年在榜的韩国卡通 IP 线条小狗，日本 IP 蜡笔小新均跌出榜单，老牌海外 IP 三丽鸥和迪士尼排名下滑。

图 58: 《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》发布潮玩销量榜单

分类

潮玩IP

影视IP

动漫IP

综合IP





首次上榜

NEW

海外IP

2024年潮玩销量榜

2025年潮玩销量榜

排名	IP	排名变化	排名	IP	排名变化
1	 THE MONSTERS (LABUBU)	+6▲	1	 THE MONSTERS (LABUBU)	0
2	 SKULLPANDA	-1▼	2	 SKULLPANDA	0
3	 DIMOO	0	3	 DIMOO	0
4	 MOLLY	+2▲	4	 Hirono小野	+1▲
5	 Hirono小野	+3▲	5	 MOLLY	-1▼
6	 甄嬛传	+5▲	6	 哪吒 NEW	+214▲
7	 三丽鸥Sanrio	-3▼	7	 CRYBABY	+3▲
8	 迪士尼	-6▼	8	 星星人 NEW	+15▲
9	 DORA	+9▲	9	 三丽鸥Sanrio	-2▼
10	 CRYBABY NEW	+97▲	10	 Zsiga	+1▲
11	 Zsiga NEW	+17▲	11	 迪士尼	-3▼
12	 FARMER BOB	+2▲	12	 Zoraa	+1▲
13	 Zoraa NEW	+56▲	13	 DORA	-4▼
14	 阿玛莉莉丝 NEW	+45▲	14	 HACIPUPU	+4▲
15	 KUBO NEW	+15▲	15	 Chiikawa NEW	+6▲
16	 线条小狗 NEW	+93▲	16	 甄嬛传	-10▼
17	 Nanci因茜	-12▼	17	 小甜豆	+8▲
18	 HACIPUPU NEW	+18▲	18	 Rayan NEW	+4▲
19	 蜡笔小新	+7▲	19	 WAKUKU酷酷豹 NEW	+168▲
20	 毕奇	-6▼	20	 KUBO	-5▼

资料来源：《2025 闲鱼潮玩消费洞察报告》，信达证券研发中心

国创 IP 带动潮玩产业链升级。从终端数据来看，泡泡玛特自有艺术家 IP 收入占比约 88%；从上游工厂角度来看，随着自主品牌崛起，东莞潮玩正从“制造出口”迈向“品牌出海”，这一转变在广交会平台上得到生动体现。采购商不再只关注代工价格，更深入探寻 IP 背后的文化内涵与设计理念，推动莞企从“代工生产”向“价值输出”升级，实现从“制造出口”到“品牌出海”的转变。东莞拥有超 4000 家玩具生产企业和近 1500 家上下游配套企业，产出全国约 85% 的潮玩。

图 59：泡泡玛特自有艺术家 IP 收入占比约 88%

占比总收入	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1
艺术家IP					
-THE MONSTERS	5.7%	5.7%	13.8%	28.5%	34.7%
-MOLLY	14.6%	16.6%	17.2%	15.5%	9.8%
-SKULLPANDA	18.7%	13.6%	12.6%	8.7%	8.8%
-CRYBABY			7.7%	9.6%	8.8%
-DIMOO	12.9%	10.3%	8.3%	6.3%	8.0%
-小野	3.9%	6.6%	5.4%	5.7%	5.2%
-星星人					2.8%
-Zsiga	0.0%	2.7%	2.7%	1.4%	0.0%
-HACIPUPU	2.5%	2.3%	2.1%	1.5%	2.4%
-小甜豆	2.7%	3.5%			
-其他艺术家IP	16.0%	16.0%	11.3%	10.6%	7.7%
艺术家IP小计	76.9%	77.3%	80.9%	87.7%	88.1%
非独家IP	15.0%	16.8%	15.2%	10.7%	11.0%
自主产品小计	91.9%	94.1%	96.2%	98.3%	99.1%
外采及代销	8.1%	5.9%	3.8%	1.7%	0.9%
其他					
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：泡泡玛特年报，信达证券研发中心

本土文化与潮玩的深度融合，不仅催生极具差异化的原创产品，更让潮玩成为中国文化出海的全新载体。海关总署在国新办新闻发布会上公布的数据显示，2025 年前三季度，我国出口节日用品、玩偶、动物造型的玩具超过 500 亿元，销往全球 200 多个国家和地区，其中就有许多属于国货“潮品”。中国潮玩外贸出口的爆发式增长，不仅回应我国外贸优化升级的要求，更以轻量化、趣味性的方式，为中国文化“走出去”提供了新路径。2025 年上半年，泡泡玛特在英国剑桥、印尼巴厘岛等地开设门店，截至 6 月底，泡泡玛特已在全球 18 个国家落地 571 家门店，其中海外门店 128 家（较上年同期净增 70 家）；名创优品旗下潮玩品牌 TOP TOY 正加速海外开店，此前 TOP TOY 创始人孙文元曾公开透露，公司今年的战略部署是在海外 5 个至 6 个国家开设门店。比如，LABUBU 系列潮玩化身卢浮宫名画主角、新加坡鱼尾狮守护者，以属地化符号唤起不同国家地区用户的文化归属感，避免文化输出的生硬感。

图 60：泡泡玛特卢浮宫门店



资料来源：新周刊微信公众号，信达证券研发中心

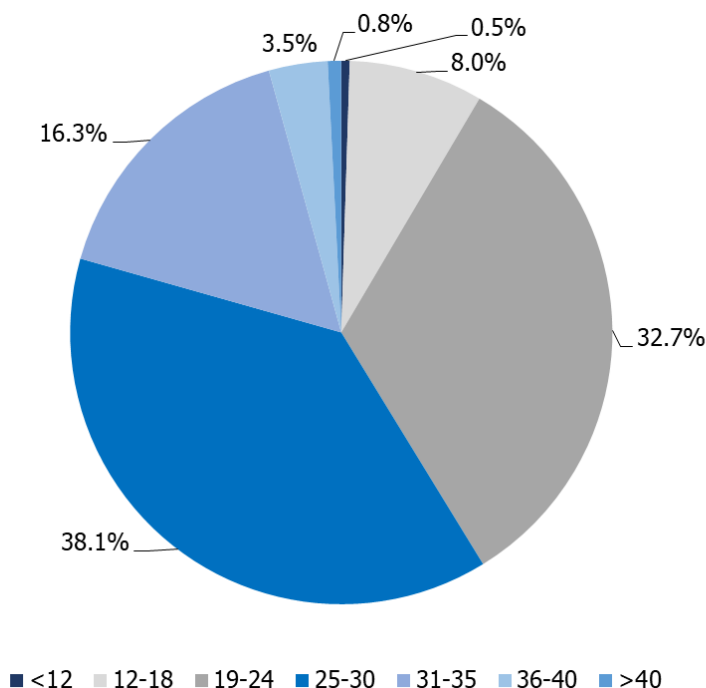
图 61：Labubu 在新加坡推出“鱼尾狮限定款”



资料来源：得物 APP，信达证券研发中心

潮玩消费群体中，超七成是 Z 世代人群。Z 世代（出生于 1995-2009 年间人群）已成为新消费的主力群体，Z 世代人群总人口达 2.64 亿，占中国总人口 19%，截至 2020 年，该群体月均可支配收入超 3500 元，具备较强消费能力。中国 Z 世代消费意愿高，其消费支出占全部家庭支出的 15% 以上，同一数据在英、美同龄人中为 4%。

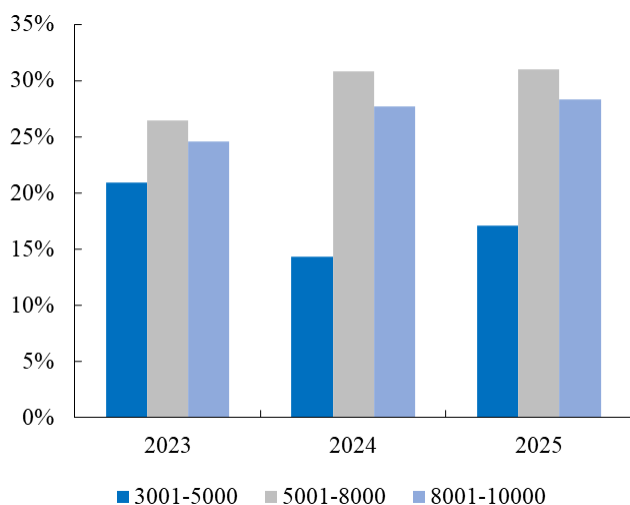
图 62：2024 潮玩消费者年龄分布



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

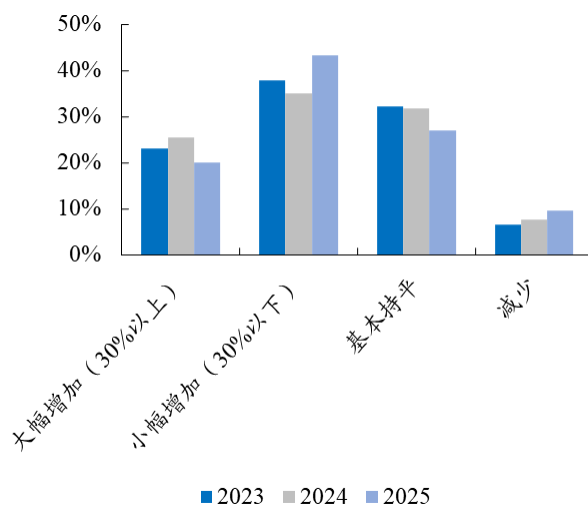
潮玩消费群体具备长期购买能力，消费意愿逐年提高。截至 2025 年，潮玩消费人群月收入在 5001-10000 元区间者占 59.3%（2024 年占 58.5%、2023 年占 51.1%），该分布比例逐年增长。因潮玩消费者多为 95 后年轻人群，收入水平有望在未来继续提高，赋予其持续消费能力。同时，63.4% 的消费者将在 2025 年增加潮玩领域消费，消费意愿与潮玩消费潜力逐年增长

图 63：潮玩消费者月收入区间分布



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

图 64：63.4% 的消费者将在 2025 年增加潮玩领域消费

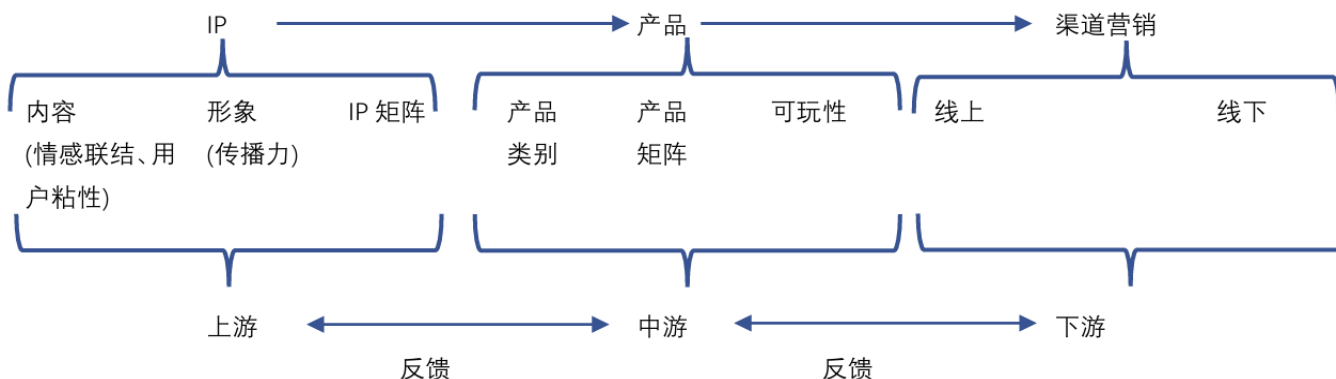


资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

潮玩行业的成熟发展离不开全产业链的深度布局与协同。潮玩行业全产业链涵盖上游 IP 构建、中游产品开发、下游渠道营销三大核心环节，且各环节间通过“反馈机

制”形成双向赋能：上游以“内容（情感联结、用户粘性）+ 形象（传播力）+ IP 矩阵”构建核心壁垒；中游聚焦“产品类别、产品矩阵、可玩性”实现 IP 的实体化落地；下游则通过“线上+线下”渠道营销完成用户触达与品牌传播。行业发展逻辑清晰指向——企业可从产业链任一环节切入，但向上下游延伸并覆盖全产业链是必然趋势，这既是潮玩企业构建竞争壁垒、实现从“单一环节参与者”到“生态型玩家”跃迁的关键，也是行业从分散走向成熟的必经之路。

图 65：潮玩行业全产业链布局



资料来源：信达证券研发中心

迪士尼、乐高起点各异，扩张产业链成为行业巨头。迪士尼起步于 IP 内容生产，依托创作与收购，积累大量兼具内容与形象的高价值 IP，并借助影视作品实现全球预传播。产品端，迪士尼广泛授权外部厂商，凭借长期积累的品牌认可度、消费号召力获得议价空间，最终通过自有强势线上/线下渠道（流媒体/平台主题公园）完成价值转化。

万代和三丽鸥在产业链布局均有偏科。万代从玩具/模型产品端起步，后与深度内容 IP 实现协同；具备优质 IP 与成熟模型产品力，但在渠道建设方面存在短板；三丽鸥长期困于产业链上游，以形象 IP 为主、缺乏内容生态，2020 年后进军产业链中下游。三丽鸥旗下轻量级 IP 丰富，线上营销成效显著，曝光度高，但缺乏 IP 内容，商品以授权为主，缺乏标志性产品和渠道控制力。

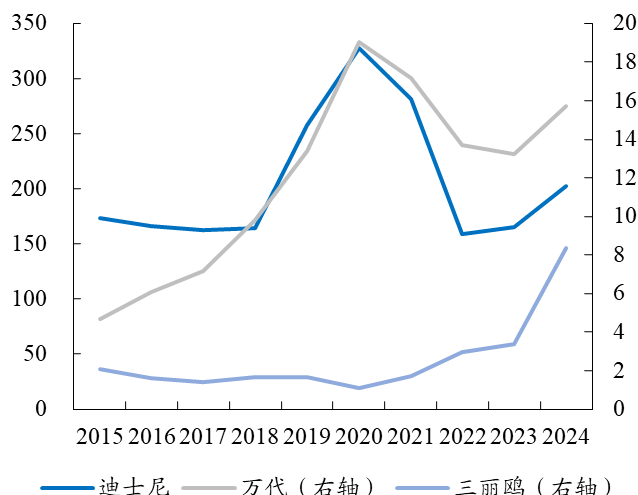
泡泡玛特业务相对而言较为全面：涵盖全球艺术家发掘，IP 运营孵化，多渠道消费者触达、创新业务孵化与投资等 IP 潮玩全产业链，成功培育和运营了包括 LABUBU、MOLLY、SKULLPANDA 和 DIMOO 等知名形象 IP 在内的数十个 IP，推出产品涵盖盲盒、手办等多种产品形式。据 The Hollywood Reporter 报道，索尼影业已获得 LABUBU 电影的屏幕版权，泡泡的全产业链规划进一步完善，我们预计这将进一步提升该 IP 在全球的认知度。

图 66：各公司要素特征对比

	迪士尼	乐高	万代南梦宫	三丽鸥
IP	海量优质内容/形象IP，跨越动画、超级英雄等多个赛道	多个授权IP； +自有IP 系列	多个热门动漫授权IP；自有IP高达系列	自有多个形象IP，以Hello Kitty、大耳狗等为代表
产品	大量授权，类型庞杂（玩具、日用品、服装等）	自产积木为核心产品	自产模型为核心产品	授权为主，品类庞杂（玩具、日用品、服装等）
线下渠道	6所头部主题乐园覆盖北美、欧洲、亚洲	全球1069家旗舰店	旗舰店覆盖东亚、部分东南亚	本土2所主题乐园，海外授权为主
线上渠道	Disney+为代表的头部流媒体平台	官网、APP	官网，社媒账号	官网，社媒账号
目标客户	全年龄向	全年龄向	全年龄向，男性偏多	全年龄向

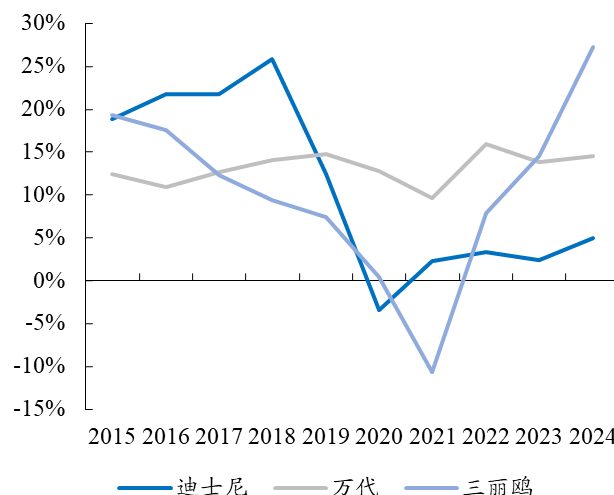
资料来源：去哪儿官网，文创潮微信公众号，信达证券研发中心

图 67: 潮玩行业公司总市值 (十亿美元)



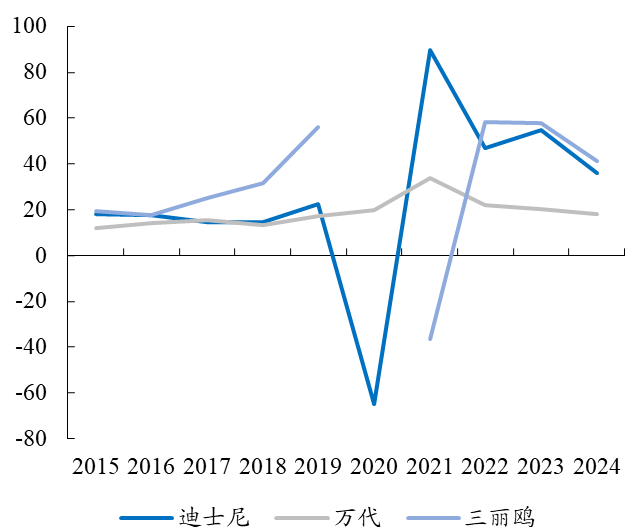
资料来源: CompaniesMarketCap, Wiseshets, 信达证券研发中心

图 68: 潮玩行业公司 ROE



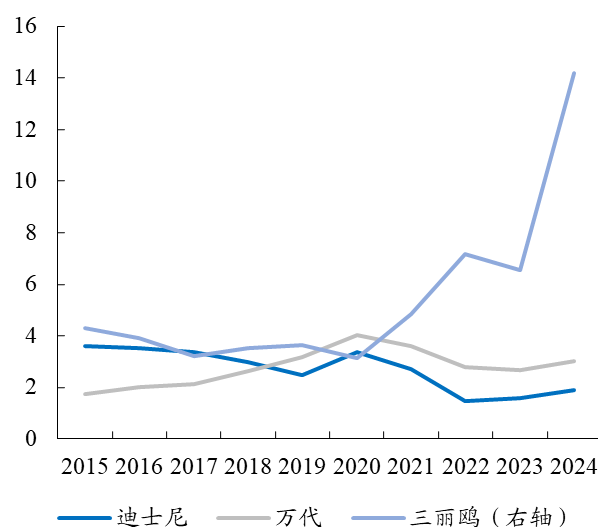
资料来源: CompaniesMarketCap, Wiseshets, 信达证券研发中心

图 69: 潮玩行业公司 PE



资料来源: CompaniesMarketCap, Wiseshets, 信达证券研发中心

图 70: 潮玩行业公司 PB



资料来源: CompaniesMarketCap, Wiseshets, 信达证券研发中心

潮玩行业正处于从“单一产品驱动”向“IP + 产业链+生态”驱动的升级阶段, 建议优先布局全产业链能力突出、IP 壁垒深厚、增长确定性强的龙头企业, 如**泡泡玛特**; 细分赛道龙头**布鲁可**, 其在积木细分市场的品牌认知度和产品创新能力突出, IP 矩阵多元化布局 (如 IP 联名、原创 IP) + 出海, 有望持续打开增长空间; **名创优品**凭借全球超 8000 家门店的渠道网络和高效供应链, 加速从“平价零售”向“IP 零售”转型; **晨光股份**依托渠道深耕和品牌信任, 在潮玩、文创等领域逐步起量; **小黄鸭德盈**在 IP 运营 (B.Duck 小黄鸭) 和潮玩衍生品开发上具备特色, 存在业绩弹性机会。

图 71: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)

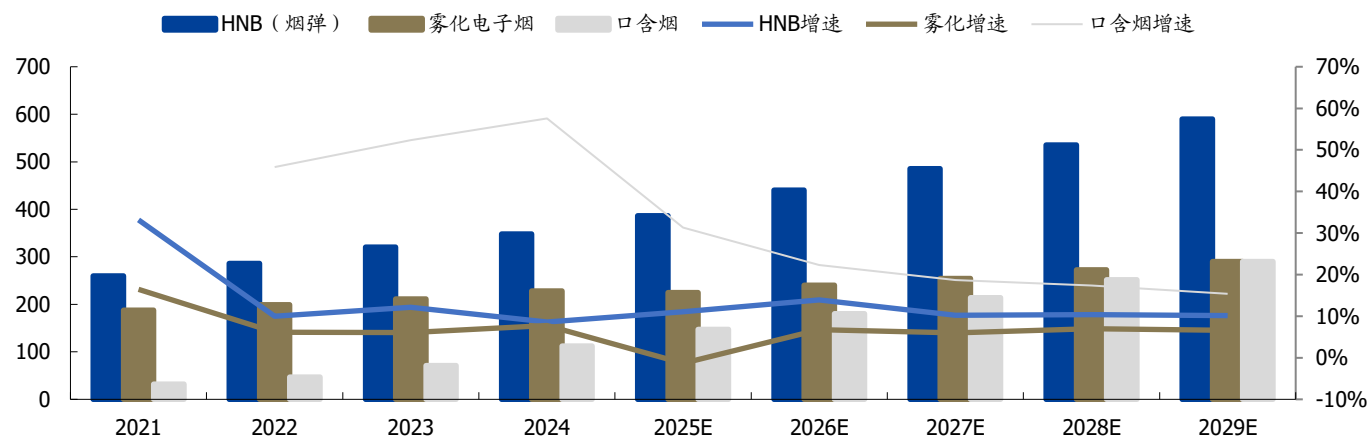
股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
泡泡玛特	2359.92	130.38	361.36	499.99	31.25	121.51	170.43	75.5	19.4	13.8
名创优品	419.43	169.94	253.72	298.20	26.18	32.56	40.60	16.0	12.9	10.3
布鲁可	154.68	22.41	33.39	45.62	-4.01	7.66	11.06	-	20.2	14.0
小黄鸭德盈	9.09	1.21	2.80	4.95	-0.44	0.09	0.38	-	100.1	23.8
晨光股份	253.73	242.28	254.60	280.02	13.96	14.03	15.72	18.2	18.1	16.1

资料来源: iFind、信达证券研发中心 (注: 盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价日期为 2025/12/11)

1.4 新型烟草：雾化执法趋严，HNB 渗透率提升加速

HNB 增长稳健，雾化结构分化，口含烟高增。2024 年 HNB 烟弹/雾化/口含烟全球市场规模分别为 348/228/112 亿美元（2020-2024 年 CAGR 分别为 15.6%/9.0%/61.6%，2024 年同比分别为+8.6%/+7.8%/+57.6%），其中雾化结构分化，换弹同比+13.1%、重返增长通道，一次性保持平稳、我们预计 25 年同比下滑；HNB 龙头品牌加速产品迭代，市场竞争加剧，烟弹销量/均价同比分别+10.4%/-1.7%。

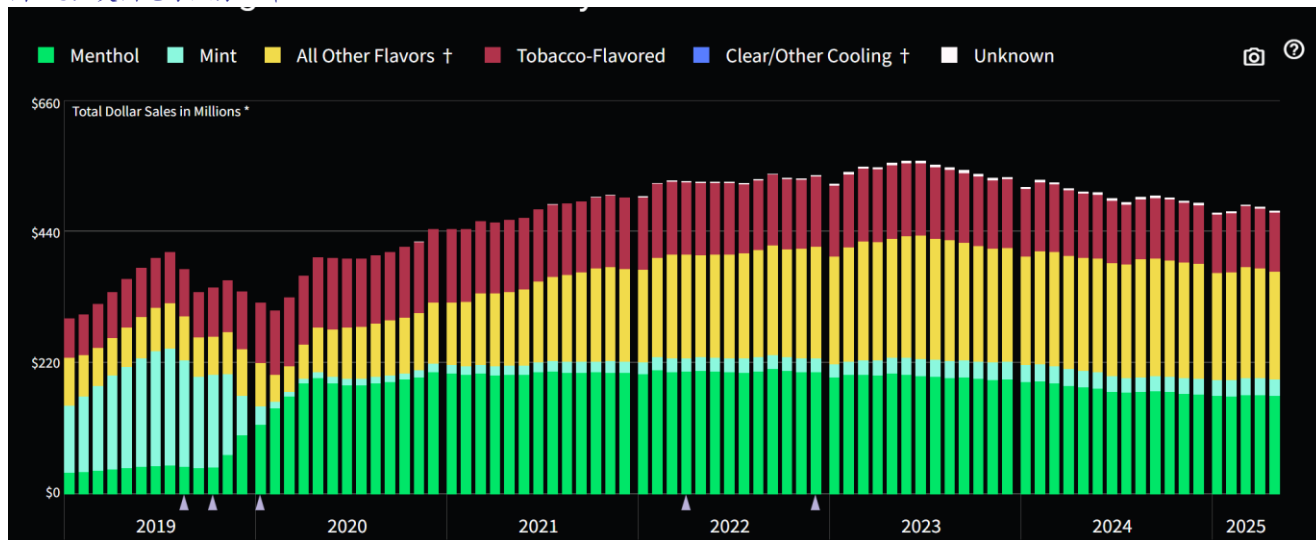
图 72：全球新型烟草分品类规模（亿美元）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

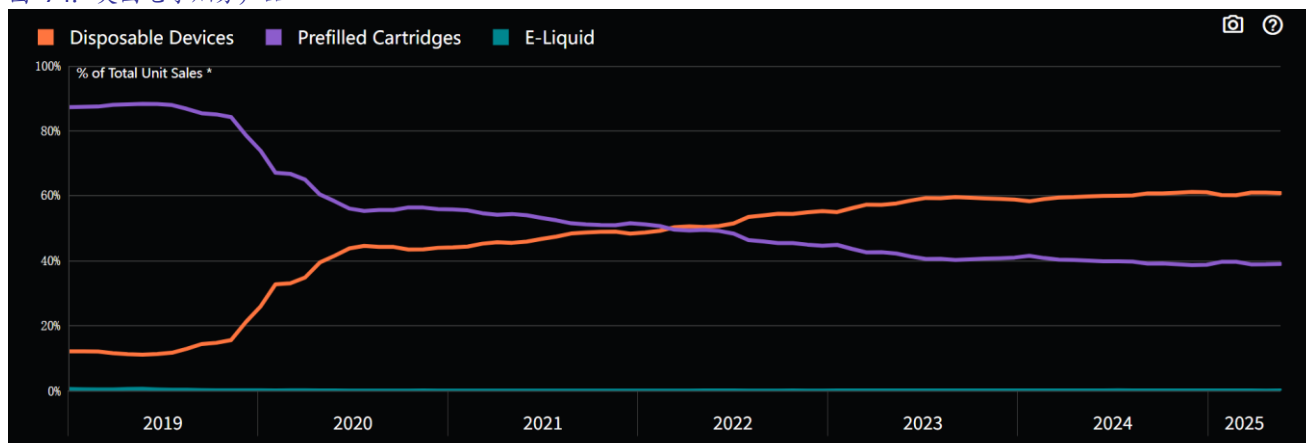
分品类来看：雾化：美国政策趋严，合规市场稳步复苏。1) FDA 层面：9 月美国 FDA 与 CBP 联合公告称，在芝加哥开展的一周执法行动中，共查获逾 400 万件未经授权电子烟产品，估算零售价值超过 8600 万美元，官方表示这是美国迄今为止最大规模的电子烟查获行动。2) 州政府层面：美国多个州在今年更新电子烟相关新规，加速出台允许上架产品名录，其中威斯康星州 9 月起仅允许销售 FDA 过审产品，部分门店被迫清除 80% 非法库存。我们预计 Q3 起美国主要渠道合规产品上架率有望逐步提升。截止 25 年 5 月中旬美国合规口味（烟草+薄荷醇）市占率仅为 44%、一次性小烟占比仍超 60%。目前 PMTA 审核产品总数仅有 39 款，执法力度加强有望极大释放合规产品增长空间（但期间灰色渠道&非法库存将持续影响），合规供应商有望充分受益。

图 73：美国电子烟分口味



资料来源：CDC，信达证券研发中心

图 74: 美国电子烟分产品



资料来源: CDC, 信达证券研发中心

雾化: 欧洲结构分化, 产品形态迭代。疫情期间一次性从美国逐步流入欧洲, 凭借高易得率等优势强势抢占份额。目前由于青少年滥用/环保等原因, 英国、比利时、法国、波兰等国相继出台法规限制一次性产品销售。2024 年西欧一次性增速已回落至-3.3%, 未来市场预计保持下降态势。同时, 部分用户有望转向换弹&开放产品(欧洲监管本质偏开放, 因此各品类都无严格口味限制, 转换难度低), 带来增量空间。传统雾化产品(含一次性)均为油仓(烟弹)+烟杆(充电杆)形态, 我国制造商为适应全球政策高速变化, 持续加速产品迭代, 发展多合一、预注油等合规新品类, 思摩尔 25H1 已凭借其各类新品在欧洲(及其他地区)实现收入增长超 38%。

图 75: 东欧&西欧雾化格局变化(百万美元)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024YOY	2020-2024CAGR
西欧								
烟草行业	165717.00	175364.60	189147.10	169991.30	184041.00	192126.30	4.39%	2.31%
雾化电子烟	2911.30	3010.70	3864.10	5241.20	8477.60	9396.20	10.84%	32.91%
一次性小烟	48.50	59.80	473.70	1528.20	3306.40	3196.00	-3.34%	170.38%
换弹电子烟	483.00	645.50	906.50	1262.20	2307.00	3288.30	42.54%	50.23%
开放式电子烟	2379.80	2305.40	2483.90	2450.70	2864.10	2911.90	1.67%	6.01%
东欧								
烟草行业	60,043.20	60,727.20	66,099.80	69,560.80	72,194.40	77,717.60	7.65%	6.36%
雾化电子烟	843.60	1052.90	1278.50	1556.20	2208.80	2632.00	19.16%	25.74%
一次性小烟	36.50	129.50	304.60	715.00	1,285.60	1,552.00	20.72%	86.06%
换弹电子烟	171.90	227.10	239.60	215.10	247.10	323.80	31.04%	9.27%
开放式电子烟	635.10	696.30	734.20	626.10	676.00	756.20	11.86%	2.08%

资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

HNB: 产品加速迭代, 烟草龙头深化布局。1) 龙头加速产品迭代。菲莫国际/英美烟草/日本烟草 2024 年全球 HNB 市占率达 90%, 2025 前三季度(英美为 25H1 数据) HNB 销量增速分别为 12.2%/1.6%/37.8%, Q3 菲莫、日烟 HNB 增长均明显提速、验证全球渗透率曲线提升加速。英美烟草 24 年底塞尔维亚推出新品 HILO, 设备重量更轻、加热速度更快、采用微波/电阻结合发热, 我们认为产品力逼近龙头 IQOS ILUMA, 25 年陆续在日本、意大利、波兰等全球主流市场上市; 日本烟草年中发布新品 PLOOM AURA, 凭借产品力优化&极致性价比优势, 在日本快速抢占份额, 助力 PLOOM 市占率 25Q3 环比提升 1.9pct; 菲莫国际凭借跨世纪产品 IQOS ILUMA 稳坐龙头, 虽在产品底层模式&形态无变化, 但新增触屏&暂停等全球功能, 产品力持续增强。

图 76: BAT 核心数据拆解

	24H1	24H2	2024A	25H1
收入 (亿英镑)	123.4	135.3	258.7	120.7
YOY	-8.2%	-2.3%	-5.2%	-2.2%
新型烟草收入	16.5	17.8	34.3	16.5
YOY	-0.3%	5.3%	2.5%	0.0%
新型烟草收入占比	13.4%	13.2%	13.3%	13.7%
新型烟草用户数 (百万人)	26.4	29.1	29.1	30.5
雾化收入 (亿英镑)	8.7	8.5	17.2	7.4
YOY	0.3%	-9.9%	-5.0%	-15.3%
雾化销量 (亿颗)	2.9	3.3	6.2	2.5
YOY	-9.1%	-2.7%	-5.8%	-12.9%
加热收入 (亿英镑)	4.4	4.8	9.2	4.4
YOY	-19.8%	7.6%	-7.5%	0.8%
加热销量 (亿颗)	99.0	110.0	209.0	101.0
YOY	-18.2%	-5.2%	-11.8%	1.6%
口含收入 (亿英镑)	3.4	4.5	7.9	4.7
YOY	42.1%	50.2%	46.6%	38.1%
口含销量 (亿颗)	35.2	47.8	83.0	5.0
YOY	50.0%	58.6%	54.9%	42.2%
VUSE市占率	40.9%	40.0%	40.0%	38.2%
GLO市占率	16.8%	16.7%	16.7%	15.7%
VELO市占率	25.8%	28.4%	28.4%	30.2%
美国: 雾化收入 (亿英镑)	5.1	4.9	10.0	4.3
美国: 雾化销量 (亿颗)	1.4	1.5	2.9	1.2
美国: 口含收入 (亿英镑)	0.2	0.6	0.8	1.0
美国: 口含销量 (亿颗)	3.7	6.4	10.0	11.0
AME(美洲及欧洲): 雾化收入 (亿英镑)	3.0	3.1	6.1	2.7
AME: 雾化销量 (亿颗)	1.2	1.5	2.8	1.1
AME: HNB收入 (亿英镑)	2.4	2.1	4.4	2.2
AME: HNB销量 (亿颗)	42.0	38.0	80.0	3.9
AME: 口含收入 (亿英镑)	3.0	3.7	6.8	3.5
AME: 口含销量 (亿颗)	26.6	36.4	63.0	3.3
APMEA (亚太、中东和非洲): 雾化收入 (亿英镑)	0.6	0.5	1.1	0.4
APMEA: 雾化销量 (亿颗)	0.3	0.3	0.5	0.2
APMEA: HNB收入 (亿英镑)	2.1	2.7	4.8	2.3
APMEA: HNB销量 (亿颗)	5.7	7.3	13.0	6.2
APMEA: 口含收入 (亿英镑)	0.2	0.2	0.3	0.2
APMEA: 口含销量 (亿颗)	5.0	5.0	10.0	0.6

资料来源: BAT 公告, 信达证券研发中心

图 77: PMI 核心数据拆解

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3
收入 (亿美元)	87.9	94.7	99.1	97.1	378.8	93.0	101.4	108.5
YOY	9.7%	5.6%	8.4%	7.3%	7.7%	5.8%	7.1%	9.4%
新型烟草收入 (亿美元)	33.9	35.3	37.0	38.0	144.2	39.0	41.6	44.5
YOY	24.9%	13.8%	14.4%	8.9%	15.0%	15.0%	15.2%	17.7%
新型烟草收入占比	38.5%	37.3%	37.3%	39.2%	38.1%	41.9%	41.0%	41.0%
PMI毛利率	63.6%	64.2%	65.7%	64.9%	64.6%	67.7%	68.3%	68.5%
卷烟毛利率	61.8%	63.9%	63.9%	63.8%	63.8%	64.8%	66.7%	67.2%
新型烟草毛利率	64.8%	64.4%	68.4%	66.7%	66.0%	69.2%	69.0%	70.5%
净利润 (亿美元)	21.5	24.1	30.8	(5.8)	70.6	26.9	30.4	34.8
YOY	7.7%	53.4%	50.0%	-	-9.7%	25.2%	25.2%	12.8%
HTU销量 (亿颗)	331.3	355.4	353.5	357.2	1397.4	370.9	388.1	408.4
YOY	20.9%	13.1%	8.9%	5.1%	11.6%	11.9%	9.2%	15.5%
口含烟 (亿颗)	4.2	4.2	4.4	4.4	17.4	5.3	5.2	5.2
YOY	35.8%	20.0%	22.2%	22.0%	24.6%	27.2%	23.8%	16.9%
其中: 美国ZYN尼古丁袋 (百万罐)	132.0	135.0	149.0	165.0	581.0	202.0	190.0	204.9
YOY	80.8%	50.0%	41.9%	42.2%	51.3%	53.0%	40.7%	37.5%
电子烟销量 (亿颗)	0.3	0.4	0.4	0.4	1.5	0.6	0.9	0.9
YOY	-	-	-	-	-	100.0%	100.0%	91.0%
用户数 (百万人)	-	36.5	-	38.6	38.6	-	41.5	-
转化率	-	60.5%	-	72.0%	72.0%	-	-	-
全球渗透率 (PMI烟弹销量/全球卷烟&HNB)	5.2%	5.1%	5.3%	5.4%	5.2%	5.7%	5.7%	5.8%
法国	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
德国	6.3%	6.0%	5.9%	6.6%	6.2%	7.7%	6.8%	6.5%
意大利	17.7%	16.7%	16.6%	16.5%	16.9%	18.4%	17.7%	18.2%
波兰	9.0%	9.1%	8.6%	9.5%	9.1%	9.7%	9.9%	9.5%
西班牙	2.7%	2.6%	2.7%	3.5%	2.9%	3.1%	3.4%	3.3%
埃及	1.9%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	2.1%
印尼	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%
菲律宾	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%
俄罗斯	9.5%	8.2%	8.1%	8.7%	8.6%	10.1%	9.0%	8.7%
日本	29.4%	29.4%	30.0%	30.5%	29.8%	32.4%	31.7%	31.7%
韩国	8.2%	7.7%	8.2%	8.2%	8.1%	10.1%	8.9%	9.1%
墨西哥	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%

资料来源: PMI 公告, 信达证券研发中心

图 78: 日本烟草核心数据拆解

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3
收入 (亿日元)	7403	8296	8234	7565	31498	8270	9076	9472
YOY	11.3%	14.0%	7.7%	10.6%	10.9%	11.7%	9.4%	15.0%
新型烟草收入 (亿日元)	239	269	249	232	989	266	292	355
YOY	17.7%	40.1%	9.7%	19.0%	21.1%	11.3%	8.6%	42.6%
新型烟草收入占比	3.2%	3.2%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.7%
RRP销量 (亿颗)	25	27	27	30	109	30	33	38
YOY	25.0%	28.6%	17.4%	25.0%	23.9%	19.0%	21.4%	40.1%
其中: HNB烟弹	18	20	20			23	26	31
YOY						27.7%	31.2%	53.4%
Ploom 日本市占率	10.9%	11.3%	11.6%	11.7%	12.5%	12.7%	13.6%	15.5%

资料来源: 日本烟草公告, 信达证券研发中心

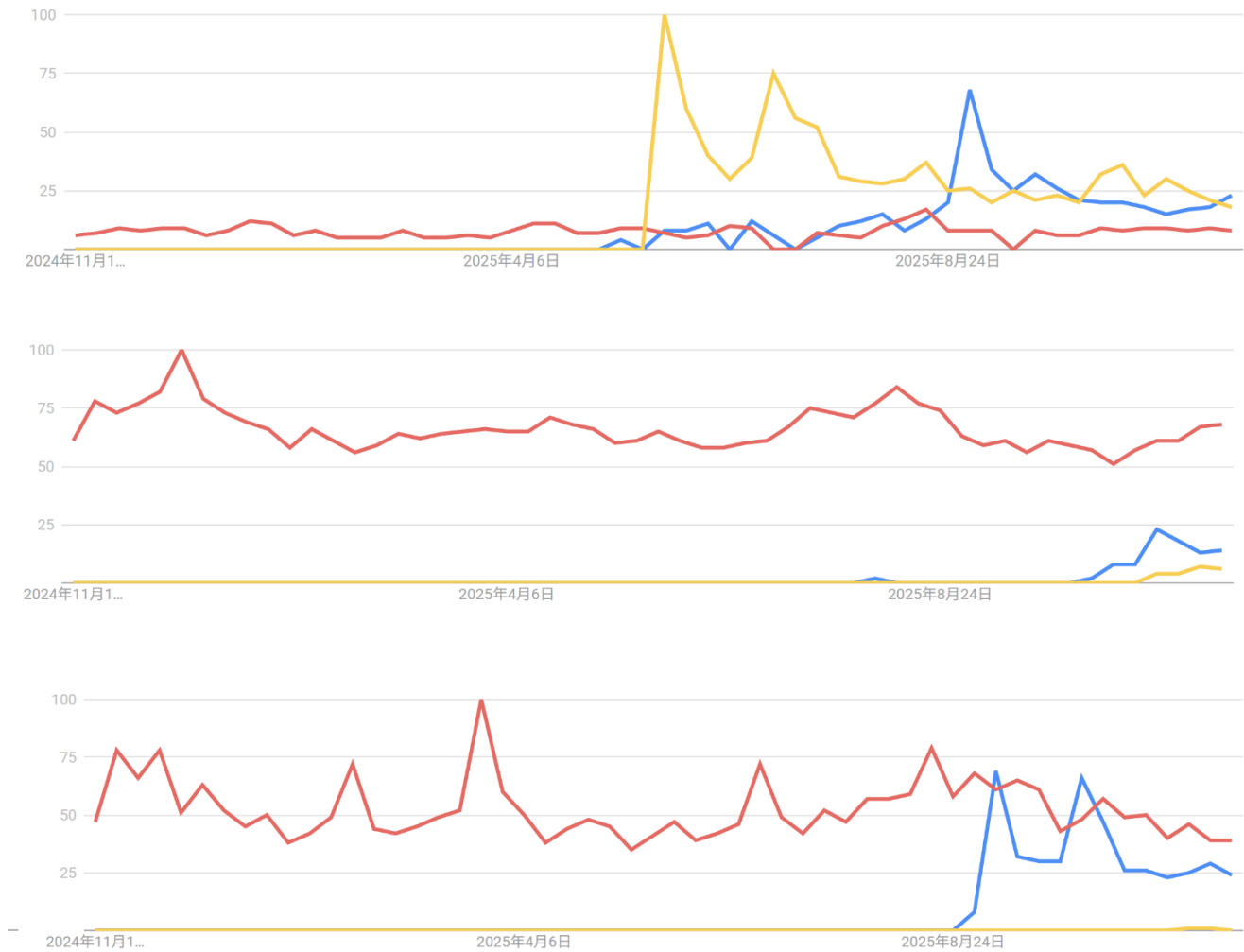
2) 行业竞争加剧。自英美新品 9 月上市日本后, 行业竞争明显加剧。其中, IQOS 分体烟具 6980 日元减 2000 日元, 一体烟具 3980 日元减 1000 日元; PLOOM Auro: 烟具原价 2980 日元, 直降 2000 日元。英美营销方案 10 月中旬最终落地, 烟具立减 1000 日元 (原价分体/一体分别为 6980/3980 日元), 并赠送两包烟弹 (单包 580 日元)。我们预计伴随英美促销落地, 11 月后公司在日份额有望显现拐点, 26 年伴随各家活动结束, HILO 份额有望逆势提升。此外, 根据 GOOGLE TREND, GLO HILO 搜索量在意大利、波兰上市后迅速提升且高搜索量趋势仍在延续, 甚至在波兰部分时段超越 IQOS iluma。我们始终强调, HILO 焦香味道以及快速出烟等特性更加符合欧美审美, 未来在欧美有望延续靓丽表现。

图 79: 全球主要市场核心品牌促销力度

日本				
(单位: 日元)	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	PLOOM AURA
分体烟具	6980 (326元)	3980 (pro版本, 186元)	6980 (326元)	2980 (139元)
一体烟具	3980 (186元)	1480 (普通版本, 69元)	3980 (186元)	
烟弹价格	580 (27元)	480 (18元)	580 (27元)	550 (26元)
折扣力度	烟具减1000日元, 送两包烟弹	-	分体减2000, 一体减1000 (10月13日已结束)	烟具减2000日元
波兰				
(单位: 波兰兹罗提)	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	
分体烟具	289 (562元)	99 (pro版本, 193元)	219 (427元, 引用网络文章价格)	
一体烟具	149 (290元)		149 (290元, 引用网上渠道价格)	
烟弹价格	20 (39元)	14 (27元)	18.2-19.2 (约37-40元)	
折扣力度	部分渠道烟具4折销售且送3盒烟弹; 官网原价买烟具可送4盒烟弹。	买烟具送2盒烟弹		
意大利				
(单位: 欧元)	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	
分体烟具	69 (570元)	19 (pro版本, 157元)	69 (570元)	
一体烟具	29 (240元)		29 (240元)	
烟弹价格	预计和IQOS类似	3.8 (31元)	7 (58元)	
折扣力度	2027天免费试用, 并有10欧元新会员奖励	10月烟具折扣价9欧元	新用户最高减20欧 (老用户推荐或折扣码)	
塞尔维亚				
(单位: 塞尔维亚第纳尔)	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	
分体烟具	2190 (153元, 折扣价)	500 (28元, 折扣价)	4990 (351元)	
一体烟具	1490 (104元, 折扣价)		2990 (210元)	
烟弹价格	370 (26元)		380 (27元)	
折扣力度	10月中-11月中分体从3990降至3190	10月中-11月中折扣期	新用户通过好友推荐码享受打折	

资料来源: Narnay 平台、skleptytoniowy 官网、ALLEGRO 平台、GLO HILO 官网、乐天日本官网、Relazo、jiti 官网、IQOS 官网, 信达证券研发中心

图 80: 主流市场不同品牌 GOOGLE 搜索热度 (依次为日本、意大利、波兰, 蓝色为 GLO HILO、红色为 IQOS ILUMA, 黄色为 Ploom Aura)



资料来源: GOOGLE TRENDS, 信达证券研发中心

投资建议: 思摩尔国际作为雾化制造龙头, 绑定核心品牌客户开辟 HNB 第二成长曲线, 我们预计 25Q3 公司报表增长已部分体现 HNB 增量贡献, 且前期多数收入预计来自于烟具业务; 未来伴随烟弹放量, 盈利能力有望持续修复。此外, 公司多元产品矩阵齐头并进, 雾化受益于全球合规趋严、稳步修复; 医疗&美容新品逐步落地, 未来成长空间可期。此外, 中烟香港、华宝国际、恒丰纸业、仙鹤股份等产业链上下游公司多年前已实现深度布局、深度参与, 未来有望持续享受行业成长红利。

图 81: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
思摩尔国际	696.17	117.99	137.96	161.84	13.03	11.59	18.83	53.4	60.1	37.0
中烟香港	210.66	123.33	137.13	148.73	8.05	8.64	9.66	26.2	24.4	21.8
华宝国际	118.86	33.73	35.98	40.75	-3.86	3.19	4.47	-	37.3	26.6
恒丰纸业	25.33	27.74	32.38	36.65	1.16	1.98	2.31	21.9	12.8	11.0
仙鹤股份	159.10	102.74	127.94	152.91	10.04	10.90	13.44	15.8	14.6	11.8

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价日期为 2025/12/11)

1.5 智能眼镜：新品泉涌而出，静待“iPhone 时刻”

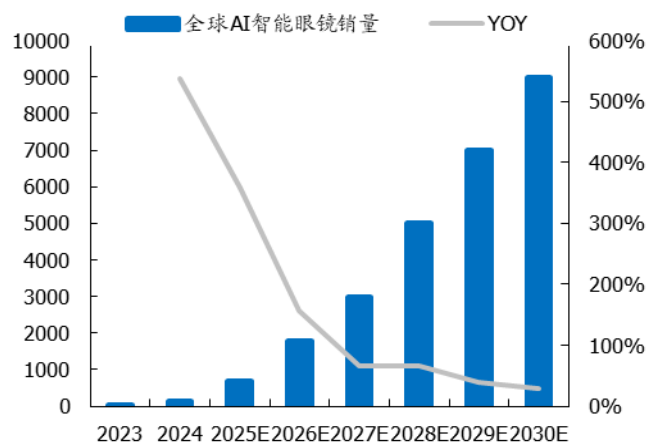
全球销量延续高增，头部厂家预期乐观。根据 Wellsenn XR 数据，2025Q1-3 全球 AI 智能眼镜销量达 312 万台（同比+285%），其中中国 AI 智能眼镜销量 32 万台（同比+731%）、海外销量为 280 万台（同比+264%）。展望未来，Wellsenn 已将 25 年全球销量预计提高至 700 万台（其中 Meta 为 500 万台、小米为 20+万台），并预计 26 年行业高速增长，全球销量达 1800 万台。回顾 25 年，全球大厂相继入局推动行业快速发展，Meta Ray-Ban Display 将全彩高分辨率显示屏与神经腕带结合，产品高景气并为国内品牌带来未来发展范式；雷鸟创始人李宏伟表示 AI 眼镜未来必然要过渡到带彩显 AI、行业 iPhone 时刻将在 27-28 年到来；Rokid 在 25 年末发布会定下 26 年破百万、27 年破千万的宏伟目标。

图 82：全球智能眼镜销量（百万台）



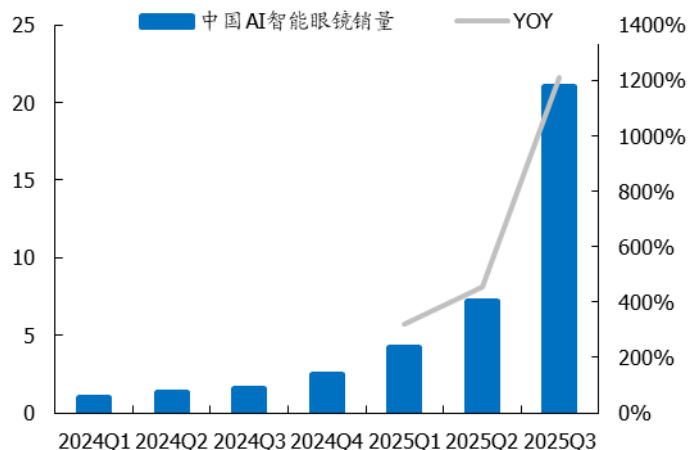
资料来源：Wellsenn XR，信达证券研发中心

图 83：全球智能眼镜销量（年度，万台）



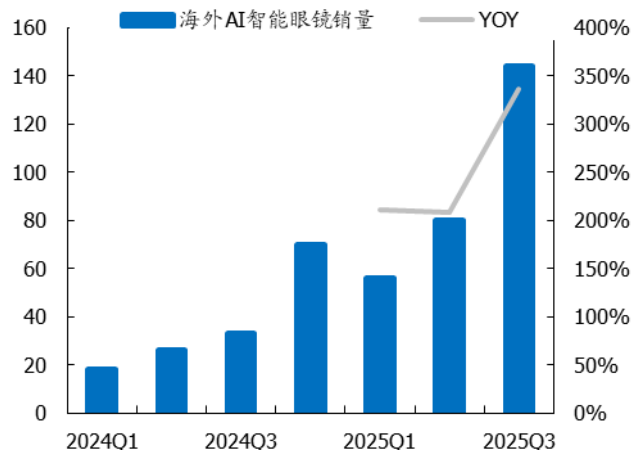
资料来源：Wellsenn XR，信达证券研发中心

图 84：中国智能眼镜销量（万台）



资料来源：Wellsenn XR，信达证券研发中心

图 85：海外智能眼镜销量（万台）



资料来源：Wellsenn XR，信达证券研发中心

产业趋势明确，产品研发向普通消费者靠拢。国内近视群体庞大，智能眼镜受制于产品自身较重、形态单一、价格较贵、续航时间段等因素在国内市场突破节奏较慢。根据我们跟踪，目前头部厂家研发思路逐步转变，舒适度、美观度、AI 交互等维度重要性持续提升。其中，**Ray-Ban Meta Display** 在 9 月重磅上市，具备单目全彩显示、并设计出跨时代的腕带神经交互，奠定全球未来发展主线；**小米&阿里**亦分别推出首款智能眼镜，除搭配所有基础功能外、完美融合自家生态，构建全方位使用场景；**影目 Go 3** 则进攻多 SKU 美观赛道，拥有 4 种框型供用户选择，且设计规避鼻梁压迫感；**EVEN** 与 **李白** 则在普适度层面提升、推动行业客群扩容，其中 **EVEN G2** 最高支持 1200 度近视和 1200 度远视并拥有智能戒指作为交互中心&健康监测中心，李白“懂我心境”则将重量压在 15g，重新定义生活 AI 眼镜。

图 86：2025 年部分智能眼镜新品信息梳理

类型	厂商	发布时间	产品名称	定价	续航	重量	亮点
AI摄像眼镜	致敬未知	2025年3月	Bleeq Up Ranger	449美元	5h	40+g	全球首款实现量产交付的AI运动眼镜，身兼专业级运动护目镜、高清AI运动相机、开放式定向音频耳机及一键对讲模块等四大功能。
AI+AR眼镜	雷鸟	2025年5月	X3 Pro	8999	10h	76g	全球首个量产光刻波导AR眼镜；光效率+25%，镜片重量-25%，镜片厚度-6mm，在显示上等效43寸透明屏幕。并首次实现了AppleWatch手表控制。
AI摄像眼镜	李未可	2025年5月	ViewAI旅拍版	1699	8h	38g	中国最早通过备案的AI眼镜大模型，轻量化&长续航&性价比优势显著
AI摄像眼镜	小米	2025年6月	小米AI眼镜	1999	8.6h	40g	国内首个大厂直研AI智能眼镜，发售后驱动行业破圈，具备所有常见功能且打通小米生态。
AI+AR眼镜	阿里	2025/7/1 (11月正式发售)	夸克AI眼镜	3699	7h	51g	国内首款集成生物识别支付的人工智能眼镜，完美搭配阿里生态链，用户可通过热插拔主电池实现24小时续航。
AR眼镜	XREAL	2025年7月	XREAL One Pro	4299	-	91g	定位“消费级AR眼镜体验天花板”，延续轻量化设计，搭载自研芯片，可插拔摄像头XREALEye升级6DoF体验，满足普通用户对AR智能眼镜的使用需求
AI+AR眼镜	Meta	2025年9月	Ray-Ban Meta Display	799美元	6h	69g	量产落地版AR眼镜（发售后全面缺货），具备单目全彩显示，搭配腕带实现革命性的神经交互，具备所有基础功能。
AI摄像眼镜	Meta	2025年9月	Oakley Meta Vanguard	499美元	9h	未公开	首款具备IP67级防尘防水性能的Meta智能眼镜，能够应对复杂户外环境，电池在低温下的表现也特别优化；音频、续航与交互体验全面升级。
AI+AR眼镜	影目科技	2025年10月	INMO GO3	2999	8h	未公开	多SKU，拥有4种框型供用户选择（未来持续增加），且设计规避鼻梁压迫感，体验感&舒适度升级
AI摄像眼镜	BOLON+Rokid	2025年11月	BOLONAI	2199	12h	38.5g	推出了行业首个AR眼镜碎屏险“RokidCare”，融合阿里&京东&腾讯生态，可同时接入多个大模型
AI音频眼镜	LIPO李白	2025年11月	“懂我心境”	未知	未知	15g	以“15g轻量化形态与全场景智能交互”为核心，拓展日常全天候佩戴场景，重新定义“生活AI眼镜”新标准
AI摄像眼镜	逸文科技	2025年11月	EVEN G2	599美元	一次充电续航2天	-	专门设计智能空间3D双层信息显示（不同信息显示远近不同），一次充电续航两天，最高支持1200度近视和1200度远视，新增Even R1智能戒指作为交互中心&健康监测中心

资料来源：极客公园，钛媒体，VRAR 星球，XR 控，VR 陀螺，XR Vision，智东西，MicroDisplay，腾讯网，财经网科技，京东，IT之家，我爱音频网，信达证券研发中心

产业链环节：

1) 康耐特光学：根据公司公告，截止 8 月底 XR 业务累计收入约 1000 万元，其中 H1 约 300 万，7-8 月高斜率增长、收入约 700 万。随着国内外客户的若干重点专案陆续扩大试生产规模或者进一步进入正式量产，公司预计来自于 XR 业务的收入将在 2025H2 和 2026 年进一步增长。此外，公司宣布成为阿里夸克智能眼镜的独家镜片供应商，未来伴随行业规模持续攀升，公司与头部品牌客户有望实现同步成长。

2) 明月镜片：25Q2 末小米发布 AI 眼镜且同步官宣明月镜片为其官方独家光学合作伙伴。截至 Q3 末，公司累计合作的小米 AI 眼镜业务收入实现 651 万元，且毛利率高达 78.6%。公司在光学设计、材料工艺及全渠道服务网络等维度积累深厚，并与全球顶尖眼科机构合作（8 月与爱尔眼科医院集团股份有限公司正式签署全面战略合作协议），我们认为公司在镜片技术研发&渠道等方面壁垒深厚，未来有望依托小米成功案例持续开拓新客户，远期空间乐观。

3) 博士眼镜：公司布局前瞻，截至 25Q3 末，已与业内头部智能眼镜厂商星纪魅族、雷鸟创新、XREAL、界环、李未可、小米、雷神科技、微光科技、光粒科技等品牌开展合作。此外，公司逐步推进连锁眼镜门店升级改造，目前已在 150 余家零售门店内铺设智能眼镜专柜，构建“先体验、后购买”的沉浸式消费场景以提升进店客流转化率。

图 87：重点公司盈利预测与估值（亿元）

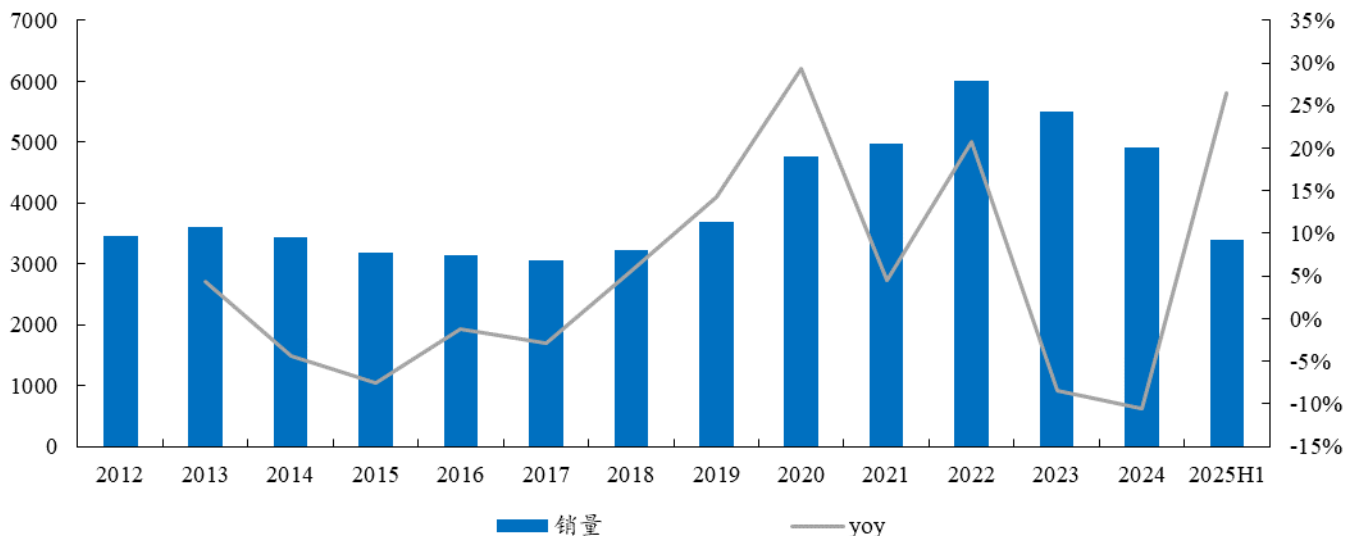
股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
博士眼镜	69.84	12.03	13.25	15.58	1.04	1.27	1.58	67.4	54.8	44.3
明月镜片	80.77	7.70	8.44	9.42	1.77	2.01	2.30	45.7	40.2	35.1
康耐特光学	218.03	20.61	23.96	27.99	4.28	5.47	6.67	50.9	39.8	32.7

资料来源：iFind，信达证券研发中心（盈利预测来自 iFind 一致预期，股价日期为 2025/12/11）

1.6 两轮车：新旧国标有望平滑切换，关注行业格局优化

2025 年电动两轮车行业规模（销量）在国补及新旧国标切换带动下强劲反弹。复盘我国电动两轮车行业发展，2019 年国标更新并实施，通过强制淘汰不合格车辆刺激替换需求，叠加快递、外卖等配送服务以及共享电动车兴起，促进行业快速扩容，2020-2022 年行业销量迎来显著增长；2023-2024 年行业受价格战、消费环境低迷、安全事故、政策监管等因素影响，销量有所下滑；2025H1 行业销量迎来强劲反弹，我们认为驱动来自国补叠加新旧国标切换带动，以及终端经销商短期补库行为。2025 年景气基调在上半年已基本奠定，2026 年将是全面推广新国标产品首年，我们认为行业整体景气仍存在不确定性，对头部品牌而言，投资重点在于新国标产品的市场接受度和行业格局变化趋势。

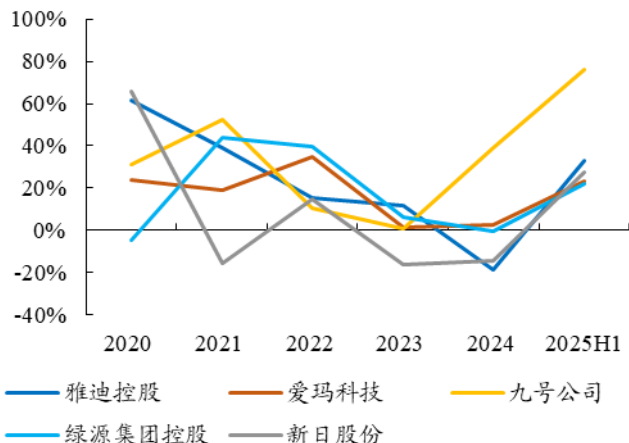
图 88：我国电动两轮车销量及增速（万辆、%）



资料来源：营商电动车公众号、快科技、奥维云网、信达证券研发中心

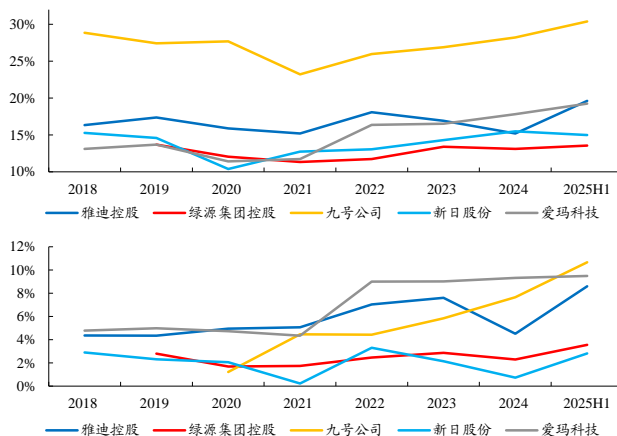
2025H1 上市公司营收增速恢复，盈利能力提升明显。从行业部分上市公司表现看，2025H1 营收端普遍取得 20% 以上增长，其中雅迪控股、九号公司等实现较明显超额增长。盈利能力方面，2025H1 样本公司毛利率、净利率均较 2024 年取得较为明显增长，我们认为一方面因为销售显著增长实现规模效应，另一方面得益于各品牌顺应智能化消费趋势，推出中高端产品有效优化产品结构。未来在新国标下，品牌中高端布局有望延续，产品结构优化仍会是重要经营目标。

图 89：电动两轮车行业部分上市公司营收增速



资料来源：iFind、信达证券研发中心

图 90：电动两轮车行业部分上市公司盈利能力（上为毛利率，下为净利率）



资料来源：iFind、信达证券研发中心

我们选取雅迪品牌旗下相同价格段的新旧国标产品进行对比：核心结论是相同价位已推出的新国标产品外观颜值、骑行速度可能弱于旧国标产品，对消费者而言整体吸引力略低；展望后续行业发展，我们认为无需悲观，因为接下来各品牌主力车型有望通过新材料运用提升产品颜值，调整电机等硬件配置，有较大机会对齐旧国标产品使用体验，并在智能化功能上更胜一筹。

（1）整车质量&外观：新国标下，铅酸电池整车质量限制为 63kg，锂电池整车质量限制为 55kg，旧国标样本或因为降低电池组数满足重量限制，电池容量低于新国标样本；新国标样品距上限仍有较大余量，说明品牌方对整车设计尚处于探索阶段，仍有较大调整空间。实用方面，新旧国标车辆均可满足正常载人需求，但新国标产品外观相对简单，类似“骨架车”，旧国标产品外观则属于常见的“小包车”，区别在于塑料外壳的包覆程度。新国标要求塑料总质量不超过整车质量 5.5%，因此首批产品一定程度上放弃塑料外壳包覆，颜值有所下滑。未来通过新材料替代塑料，有望复刻“小包车”外观，生产成本及售价或将提高。

（2）车辆限速：首要要分清限制落脚在控制器还是电机，例如新国标样品最高时速 25km/h，符合国标要求，通过电机效能实现限制；旧国标样品最高时速 42km/h，但这只能说明电机输出上限高，实际出厂时会通过控制器实现限制。新国标并未对产品电机做出直接限制，亦未对电动自行车中部件间的“互认协议”及“防篡改”做出具体技术参数要求。我们认为当前新国标产品直接采用低功率电机限制速度是试水新标准的保险举措，待 3C 认证常态化后，产品仍可回到之前以控制器限制高功率电机的模式，通俗来说就是硬件不变，实际驾驶速度取决于消费者个体行为。

（3）智能化功能：新国标下经营性车辆（如物流、租赁）强制安装北斗模块，普通家用车辆可选装，便于安全监测与异常预警。我们认为该导向有望推动电动两轮车智能化加速普及，如智能定位、智能解锁、智能驾驶辅助等功能有望显著优化使用体验，在一定程度上说服消费者接受新国标产品的价格变化。

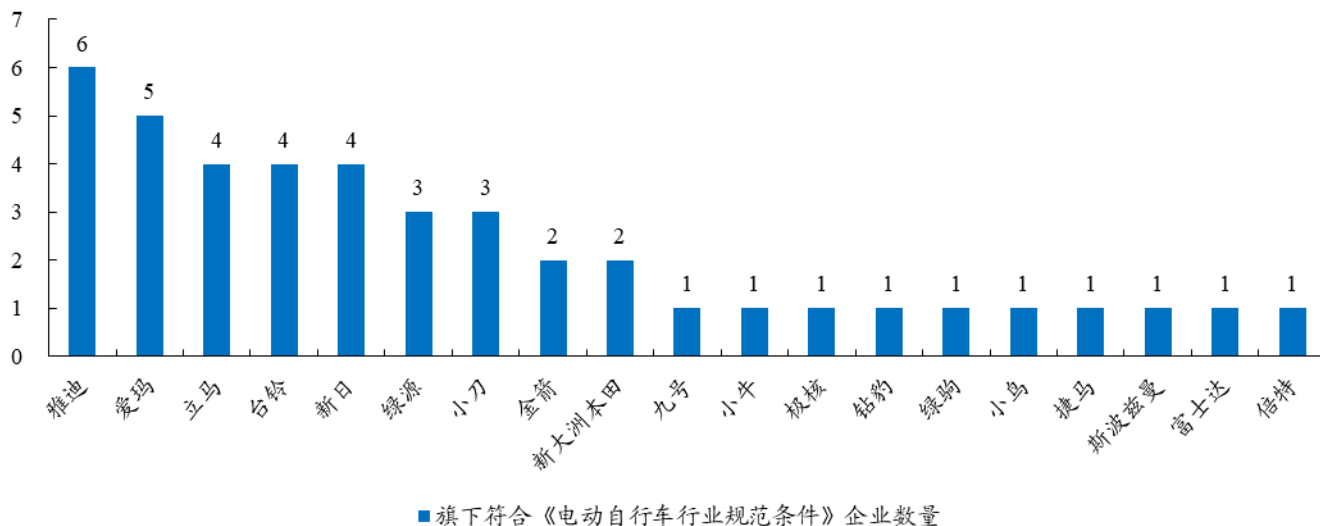
图 91：我国电动两轮车销量及增速（万辆、%）

指标	新国标产品样本	旧国标产品样本
品牌	雅迪	雅迪
型号	C09	摩登莱茵
零售价	2599 元	2899 元
外观		
整备质量	48kg	55kg
载重	150kg	-
电机功率	400W	400W
最高时速	25km/h	25km/h
电池	锂电池（48V24Ah）	铅酸电池（48V12Ah）
刹车	前后鼓刹	前后鼓刹
减震	机械减震	液压减震
智能功能	智能解锁、TCS 牵引力控制系统、HDC 陡坡缓降	智能 APP、TCS 防滑、陡坡缓降、边撑感应等

资料来源：天猫雅迪电动车官方旗舰店、信达证券研发中心

工信部严格审核符合《电动自行车行业规范条件》企业，有望加速行业出清。我们统计工信部公布的各品牌旗下符合《电动自行车行业规范条件》企业数量，截至 2025 年 9 月最新第三批名单为止，仅 19 个品牌旗下合计 43 家企业（即生产工厂）取得认证。基于该数量可大致推算目前有能力推出新国标 3C 资质认证产品的企业数量，而 2024 年我国活跃的电动两轮车品牌超 300 个。我们认为 2026 年如果监管部门对电动两轮车生产端政策执行到位，行业有望迎来加速出清，已获得资质认证的品牌尤其头部品牌，有望实现市场份额提升。

图 92：各品牌旗下符合《电动自行车行业规范条件》企业数量



资料来源：工信部、信达证券研发中心

九号公司新消费属性凸显，打开行业智能化新思路。我们认为九号公司品牌力领跑中高端市场，用电子产品思路做电动两轮车，围绕九号出行 APP 构建生态，并推出玩家模式进一步提升骑乘乐趣，社群玩法业内领先，持续巩固年轻客群品牌心智；产品方面，九号中高端化软、硬件双线并行，基于年轻化品牌形象和智能化优势，实现较高定价水平，单车 ASP、单车毛利等指标行业领先；渠道方面，我们认为行业已度过跑马圈地阶段，未来行业终端渠道数量中枢或将趋稳，头部品牌主要拓店空间或来自成熟经销商翻牌等行为，故渠道竞争重心将聚焦网点质量，九号公司一方面挖掘增量需求，另一方面渗透存量大众市场中品质化客群，有望以更丰厚的利润空间吸引产业链其他参与者的合作，持续扩大影响力。此外，公司在割草机器人、E-Bike 等新品类方面布局亦有望迎来快速增长。

图 93：九号电动两轮车“玩家模式”



资料来源：九号电动公众号、信达证券研发中心

图 94：九号电动支持百度地图导航



资料来源：九号电动公众号、信达证券研发中心

投资观点：我们立足新国标产品平滑过渡+格局优化看好头部企业 2026 年发展。我们看好 26 年电动两轮车头部企业发展，核心逻辑在于（1）新国标产品平滑过渡：从产品对比分析可以看到，新旧国标产品在外观、限速方面可能存在差异，前者通过新材料运用有望有效补足，可能存在一定提价问题，但在电动两轮车刚需属性及智能化功能赋能支撑下无需担忧需求基本盘；速度方面，电机等硬件如果回归常态配置，限制与否大概率还是回归消费者个体决策，亦不会对需求端有持续显著影响。（2）格局优化：若后续监管部门对电动两轮车生产端政策执行到位，行业或将迎来加速出清，头部企业在产品设计、智能化功能研发等维度综合优势有望进一步彰显，基于市场份额提升保障销售增长。节奏方面，建议关注头部品牌的新国标主力车型推向市场后的销售反馈，以及春节后业内非白名单企业复工情况。建议关注科技引领、增速领先的九号公司，出海表现靓丽、积极布局机器人新曲线的涛涛车业，关注综合优势突出，市场份额有望提升的雅迪控股、爱玛科技。

图 95：雅迪符合新国标的“小包车”毛豆



资料来源：天猫雅迪电动车官方旗舰店、信达证券研发中心

图 96：九号公司自研凌波 OS 系统



资料来源：九号公司公众号、信达证券研发中心

图 97：重点公司盈利预测与估值（亿元）

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
爱玛科技	258.83	216.06	261.74	302.13	19.88	24.50	28.78	13.0	10.6	9.0
九号公司	412.33	141.96	209.95	267.28	10.84	20.03	26.61	38.0	20.6	15.5
涛涛车业	259.53	29.77	39.62	51.67	4.31	7.62	10.19	60.2	34.1	25.5
雅迪控股	348.44	282.36	379.81	432.92	12.72	29.75	34.41	27.4	11.7	10.1
绿源集团控股	50.20	50.72	63.47	73.53	1.17	1.78	2.47	43.0	28.2	20.3

资料来源：iFind、信达证券研发中心（盈利预测来自 iFind 一致预期，股价日期为 2025/12/11）

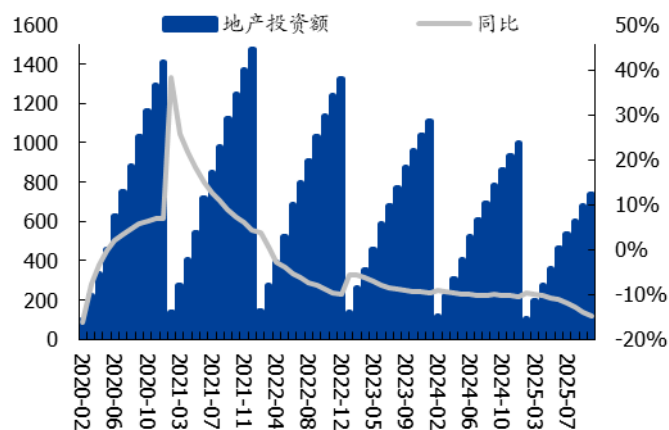
2. 顺周期：周期的魅力

2.1 家居：地产压力延续，企业表现分化

2.1.1 地产：地产压力延续，存量市场企稳

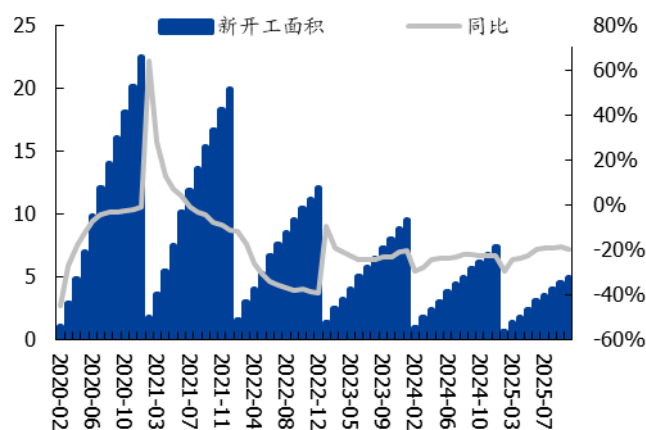
地产周期磨底，二手房销售量企稳。2025 年 1-10 月地产开发投资完成额/房屋新开工面积分别累计同比-14.7%/-19.8%；商品住宅竣工/销售面积分别同比-18.9%/-6.8%。地产新开工仍面临较大压力，但竣工&销售同比降幅已逐步收敛，我们预计 26 年低基数背景下销售、竣工降速有望进一步收敛。二手房韧性较优，25 年 1-10 月 30 个重点城市一二手房成交面积 27443 万平方米，其中新房同比-7%、二手房同比+6%。住宅销售总量存在超调可能性，核心城市二手房交易已逐步企稳、但房价预期仍弱背景下量在价前，我们预计后续销量预期稳定仍依赖于居民收入预期恢复、房贷利率进一步下降叠加收储等政策出台消化市场库存。

图 98: 单月地产投资及同比 (百亿元)



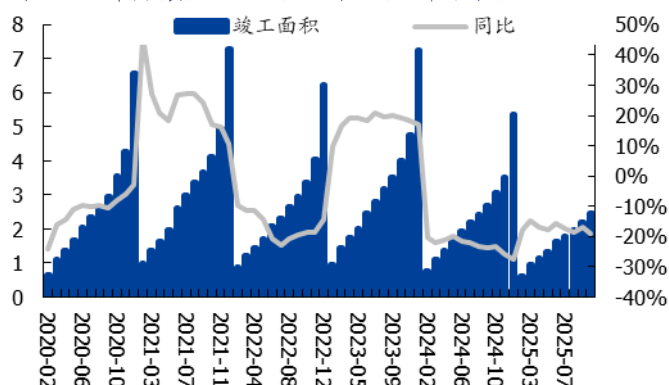
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 99: 单月房屋新开工面积及同比 (亿平方米)



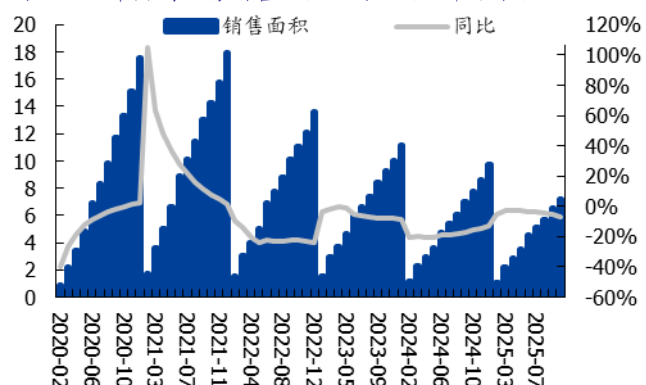
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 100: 单月房屋竣工面积及同比 (亿平方米)



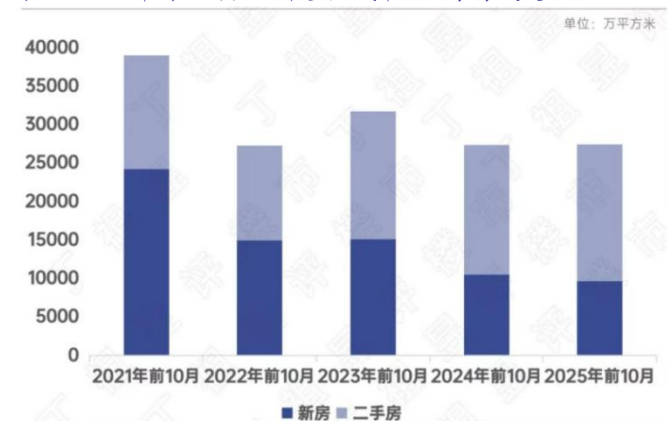
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 101: 单月商品房销售面积及同比 (亿平方米)



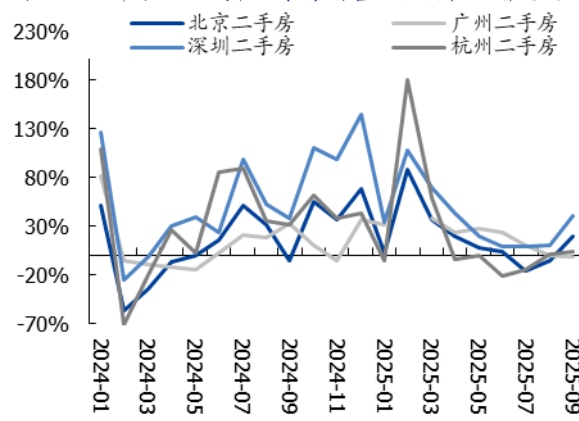
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 102: 历年前 10 月 30 个重点城市一二手房成交面积



资料来源: 克而瑞房产信息微信公众号, 信达证券研发中心

图 103: 部分核心城市二手房销售面积仍在正增通道



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

我们预计 2026 年家装总需求压力延续、预计下滑 7.7%，27 年下滑压力有望显著缓解，后续或保持相对平稳。细分假设如下：

1) 新房交付=滞后两年期房销售面积*60%+滞后一年期房销售面积*40%+当年现房销售面积+保交楼面积+三大工程面积（60%、40%为我们假设）；

2) 新房、期房比例: 根据 2025 年前 10 月数据测算, 期房交付面积比例下降至 67.5%，假设未来延续下滑趋势。

3) 三大工程面积: 城中村改造拆除面积为 20%，改造地块新建住宅容积率为 2。

4) 保交楼面积: 根据《每日经济新闻》披露数据,截至2023年末,保交楼项目已实现交付超过268万套;根据《中房网》披露数据,2024年实现保交楼338万套;2025上半年55家房企累计交付超50万套,较24年同期明显下降,交付高峰已过。

5) 二手房需求: 根据克而瑞房产信息数据,25年前10月,30个重点城市二手房累计成交同比约+6%,假设未来平稳增长;其假设家装市场旧房翻新率维持在80%。

6) 精装修渗透率: 奥维云网数据显示,25H1精装渗透率为38.1%,我们预计未来精装修渗透率稳步线性提升。

图 104: 潜在装修市场规模测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房市场测算									
期房销售面积(万平方米)	98656	77031	59483	50759	48221	45810	44435	43102	42671
yoy (%)	-29.6%	-21.9%	-22.8%	-14.7%	-5.0%	-5.0%	-3.0%	-3.0%	-1.0%
占比 (%)	86.1%	81.3%	73.0%	67.5%	65.3%	63.0%	61.6%	60.1%	59.7%
现房销售面积(万平方米)	15974	17765	21967	24432	25654	26936	27744	28577	28862
yoy (%)	-2.3%	11.2%	23.7%	11.2%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	1.0%
占比 (%)	13.9%	18.7%	27.0%	32.5%	34.7%	37.0%	38.4%	39.9%	40.3%
新房交付(万平方米)	155530	141333	111973	94444	81647	76680	75001	73837	72765
其中:精装房(万套)	62367	50880	30233	35983	34210	35043	37125	39355	41549
其中:毛坯房(万套)	93162	90453	81740	58461	47437	41637	37875	34482	31216
精装房渗透率	40.1%	36.0%	27.0%	38.1%	42%	46%	50%	53%	57%
交付增量(万平方米)	8000	20367	5587	3934	3734	4100	4100	4100	2734
其中:保交楼套数(万套)	80	190	34	12	10				
其中:保交付面积(万平方米)	8000	19000	3400	1200	1000				
其中:三大工程套数(万套)		23	36	46	46	68	68	68	46
其中:三大工程面积(万平方米)		1367	2187	2734	2734	4100	4100	4100	2734
新房总交付面积(万平方米)	163530	161700	117560	98377	85380	80780	79101	77937	75498
yoy (%)	8.2%	-1.1%	-27.3%	-16.3%	-13.2%	-5.4%	-2.1%	-1.5%	-3.1%
二手房市场测算									
二手房成交面积(万平方米)	39583	57000	59565	62543	64420	66352	68343	70393	72505
yoy (%)	0.7%	44.0%	4.5%	5.0%	3%	3%	3%	3%	3%
翻新比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
二手房翻新需求面积(万平方米)	31667	45600	47652	50035	51536	53082	54674	56314	58004
总家装市场测算									
家装需求总量(万平方米)	195196	207300	165212	148412	136916	133862	133775	134251	133502
yoy (%)	6.9%	6.2%	-20.3%	-10.2%	-7.7%	-2.2%	-0.1%	0.4%	-0.6%

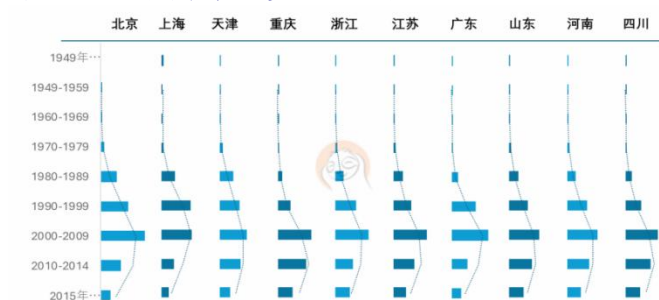
资料来源: iFind、奥维云网、中国经济网、克而瑞房产信息微信公众号、丁建刚房产微信公众号、界面新闻、住建部官网、中国经营报微信公众号、深圳市官网、统计局网站、信达证券研发中心

2.1.1 格局变化: 存量市场主导, 渠道分散化, 业务一体化

1) 渠道分散化: 存量市场主导, 流量入口碎片化, 整装流量放大, 渠道深度变革。

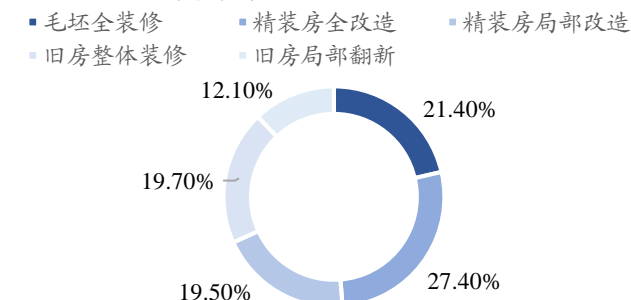
存量市场广阔, 局改需求扩张。根据树懒生活发布的《2025中国家居家装行业发展研究报告》,通过对中国人口普查年鉴2020中选取的10大省市比较分析,发现房龄超过10年的房屋比例均高于80%。存量市场已成为当下家居市场的主导力量,根据未来商业智库&库润数据《2024年中国家装消费调研报告》,2024年房屋装修类型中,毛坯房装修订单占21.4%,其余均为精装&旧房的全改或局部翻新,伴随着精装房渗透率攀升、老房市场改造逐年增加,含拆改在内的翻新需求有望持续提升。

图 105: 不同省市房屋建成时间结构占比



资料来源: 树懒生活, 信达证券研发中心

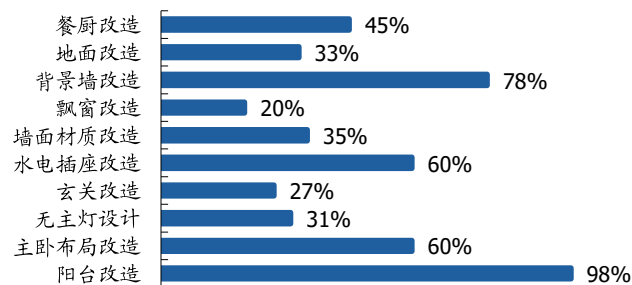
图 106: 2024年装修房屋类型占比



资料来源: 未来商业智库&库润数据, 信达证券研发中心

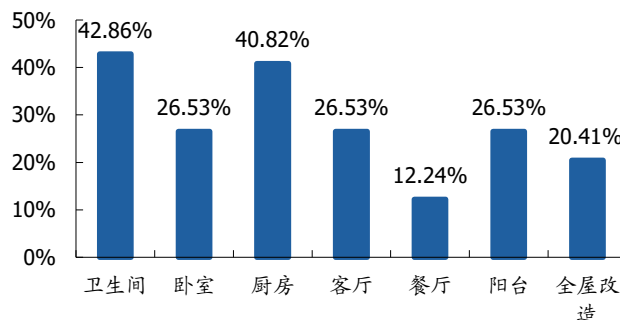
厨卫阳为重点改造区域，软体内生更新需求较强。1) 精装改造：伴随家装群体年轻化趋势，屋主对装修风格、功能需求逐步提升。根据大境软装《家装空间改造白皮书》，98%业主选择阳台改造，78%选择背景墙改造，60%选择主卧格局改造，45%选择厨房和餐厅改造。**2) 二手房翻新：**根据今日家具，二手房旧房空间改造需求中卫生间（43%）、厨房（41%）改造需求最为突出，其中卫浴家具、橱柜换新需求占比达60%、46%。此外，根据优居视界《2021 床垫新消费趋势报告》，约50%的消费者会在5年内更换床垫。

图 107：精装改造需求调研



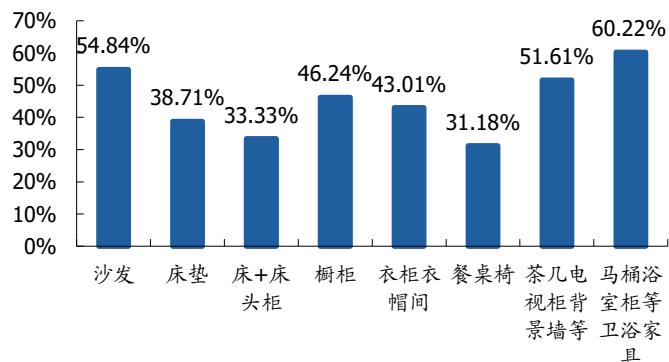
资料来源：大境软装《家装空间改造白皮书》，信达证券研发中心

图 108：二手旧房空间改造需求



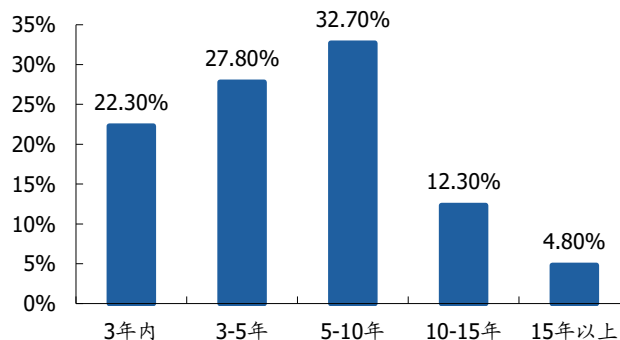
资料来源：今日家具，信达证券研发中心

图 109：二手旧房改造家具各品类换新需求



资料来源：今日家具，信达证券研发中心

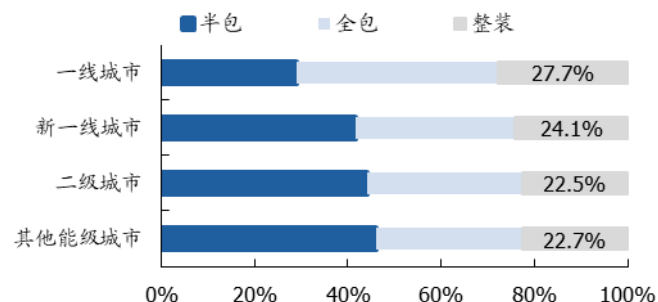
图 110：床垫使用年限



资料来源：优居视界，信达证券研发中心

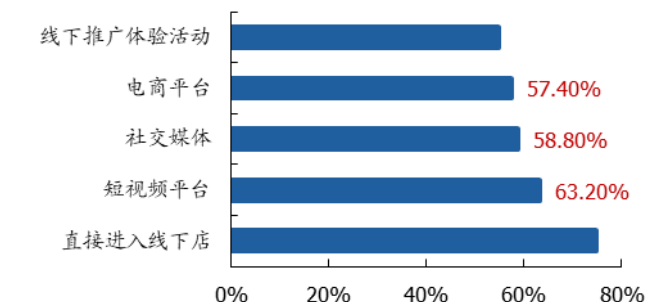
流量入口多元化。新房时代下，门店往往可以通过跟踪楼盘信息等途径直接触达装修用户，且消费者通常会来到家居卖场进行体验、成交，卖场是过往最重要的引流入口，门店对卖场依赖度高。存量房时代下，需求碎片化、难以捕捉，装修作为难以绕过的环节叠加消费者对便捷一站式整装需求提升，家装公司逐步成为新的流量入口。此外，shopping mall、小区拎包、电商等渠道也逐步兴起，根据艾瑞咨询，通过电商平台/社交媒体/短视频平台了解家居产品信息的消费者比例分别高达57%/59%/63%。

图 111：不同能级城市家装消费者装修方式选择偏好



资料来源：贝壳研究院，信达证券研发中心

图 112：家居产品信息了解渠道 TOP5

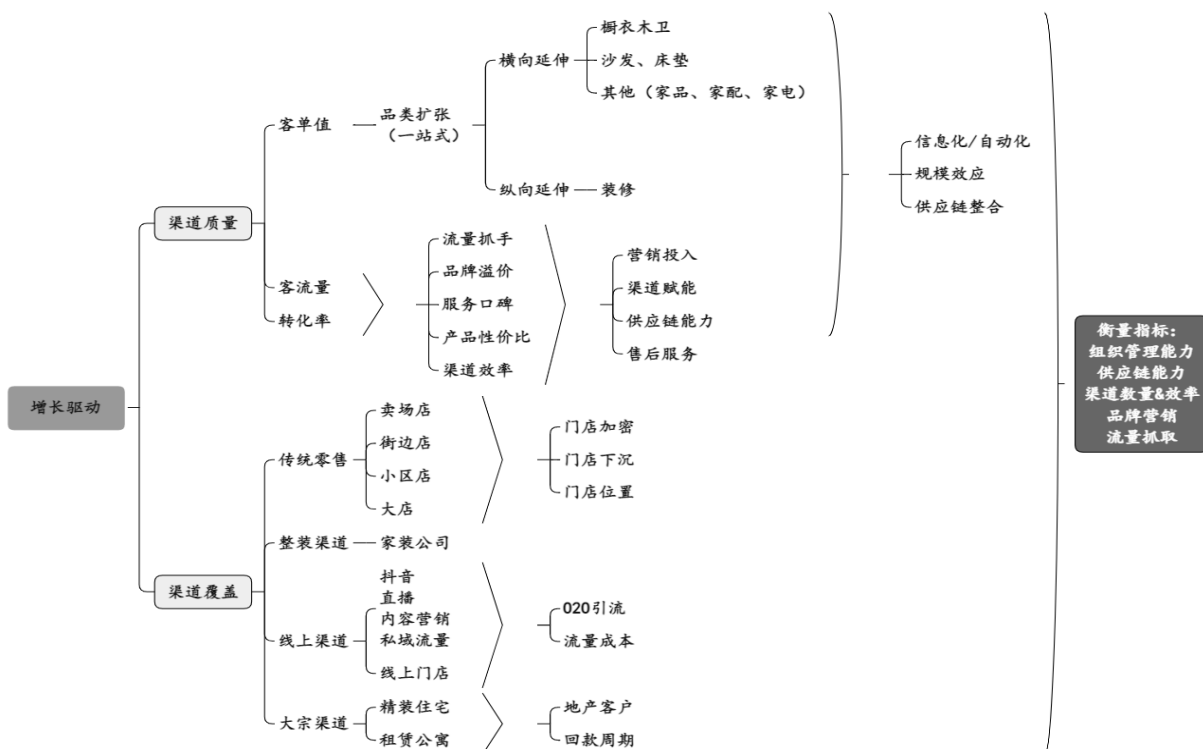


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2) 业务一体化：横向多品类拓展，纵向上下游整合。

横向：品类扩张趋势延续，各品类间界限愈发模糊。过去几年，家居企业纷纷横向扩张品类，主要包括核心品类的集成（橱衣木卫）、定制与软体的相互拓展、向家电、客餐厅等泛家居品类拓展等。存量竞争、需求萎缩的行业背景下，叠加消费者对一站式购买需求的提升，欧派、顾家等龙头家居企业相继选择打破品类局限，通过自营或合作模式，构建多品类、全流程服务体系，行业逐步转向“品牌化、一站式”服务能力的比拼。展望后续，若宏观环境改善，前瞻布局多品类的龙头有望重新跑赢行业。

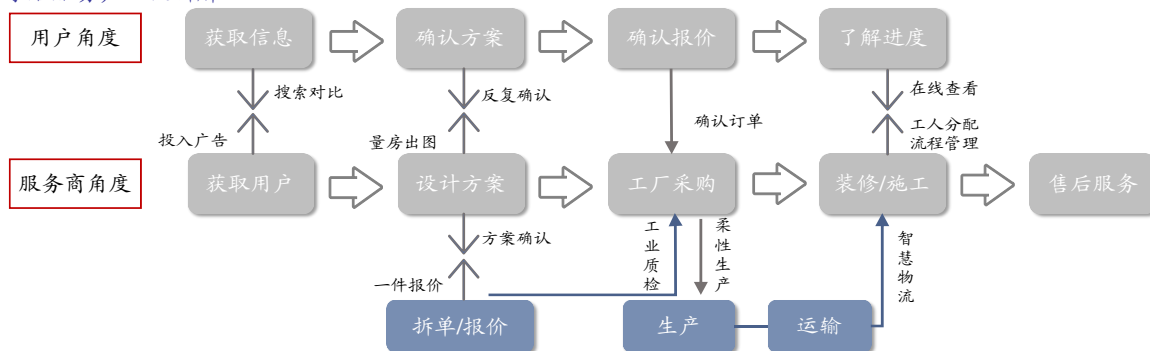
图 113: 家居行业增长驱动拆解



资料来源：信达证券研发中心

纵向：家居产业链冗长，各环节业务边界趋于模糊，产业链利润重新分配。完整的家居产业链是引流获客→设计下单→工厂生产→装修/施工→售后服务。伴随流量入口向家装等新渠道迁移和整装趋势兴起，家居零售经销商进一步深化与家装公司的合作、部分介入局改整装，家装公司产品组合延伸至上游定制/成品，部分家装公司转型成为家居零售经销商，众多设计师/施工队转型成为家装公司，各类企业依托自己的“矛”实现业务范围拓展，各环节之间相互赋能、合作加深。

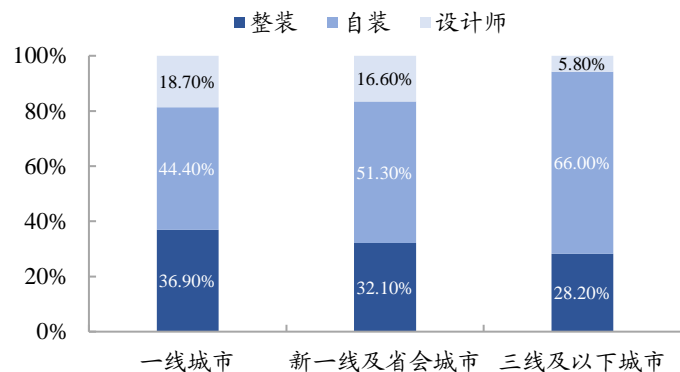
图 114: 家居服务产业链拆解



资料来源：信达证券研发中心

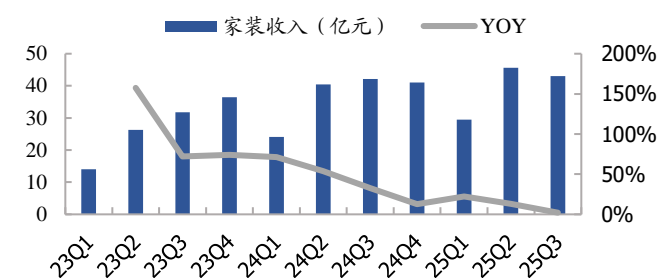
整装成为行业趋势，贝壳家装业务快速扩张。根据树懒生活调研数据，从地区来看，所有城市的自装占比都比较高，但在一线城市整装市场逐步发展为主流，随着整装趋势的不断发展，新一线及省会城市未来具备较大的整装潜力空间。贝壳家装业务25Q1-3收入118.1亿元（同比+10.8%）、单Q3同比+2%，主要系房产交易与家装家居业务在获客及转化的协同效应带动订单增加、新零售（定制家具、软装家具和电器等）贡献增加、交付能力提升带动交付周期缩短。

图 115: 装修用户选择的装修方式



资料来源: 树懒生活, 信达证券研发中心

图 117: 贝壳家装业务收入及增速 (亿元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 116: 不同装修模式对比

	设计	主体拆除	辅材选购	主材选购	水电施工	泥瓦施工	木工施工	油漆施工	成品安装	家电	软装	售后服务
清包	消费者自负	施工队负责	消费者自负	消费者自负	施工队负责	施工队负责	施工队负责	施工队负责	施工队负责	消费者自负	消费者自负	无保障
半包	部分装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	消费者自负	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责
全包	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责
整装	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责	装修公司负责

资料来源: 杭州圣都整装, 信达证券研发中心

图 118: 家居公司与家装公司主要的四种合作模式

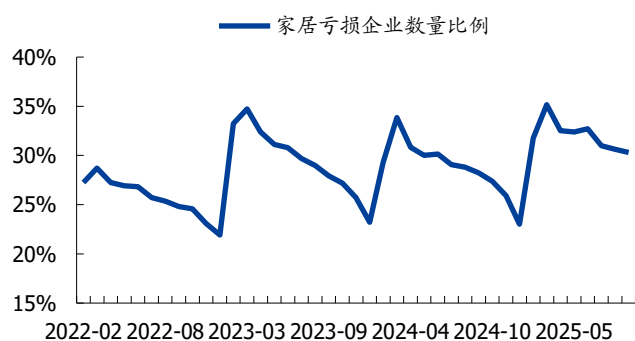
序号	合作模式
1	家居零售经销商负责引流, 与设计师&装修公司合作
2	家居零售经销商给家装公司供货&服务, 成为家装公司的供应链
3	家居品牌给TOP装企直供或合资经营
4	将装企发展成为家居品牌的经销商

资料来源: 信达证券研发中心

2.1.3 公司层面: 软体逆势增长、定制表现分化, 聚集渠道转型

25 年地产&消费压力延续, 业绩普遍承压。截至 2025 年 9 月, 家居亏损企业数量占比达 30.3%, 24-25 年亏损企业比例逐步提升。收入方面, 25 年家居龙头整体依旧有所承压, 定制家具方面, Q1-3 欧派收入同比-4.8%, 索菲亚-8.5%, 志邦-16.4%, 金牌-2.0%, 软体家居方面, 慕思-3%, 但顾家、喜临门逆势增长, 同比分别提升 8.8%、3.7%; 外销方面, 尽管贸易摩擦加剧, 但我们预计 25Q1-3 顾家/敏华凭海外充分产能布局, 均保持平稳增长; 伴随关税缓和&美国降息落地, Q4 外销订单有望保持稳健。此外慕思、欧派、索菲亚、志邦、金牌等也持续加大海外市场开拓力度。

图 119: 家居亏损企业数量比例



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 120: 家居企业 2025 年收入一揽 (百万元)

	25Q1	25Q2	25Q3
软体家居			
顾家家居	4913.78	4887.27	5211.01
YOY	12.9%	7.2%	6.5%
喜临门	1730.22	2290.29	2175.65
YOY	-1.8%	4.3%	7.8%
慕思股份	1121.25	1356.35	1283.51
YOY	-6.7%	-5.0%	2.8%
定制家具			
欧派家居	3447.33	4793.55	4972.98
YOY	-4.8%	-3.4%	-6.1%
索菲亚	2038.10	2512.71	2456.74
YOY	-3.5%	-10.8%	-9.9%
志邦家居	817.58	1081.83	1174.38
YOY	-0.3%	-22.3%	-19.7%
金牌家居	587.14	881.81	898.63
YOY	-8.4%	0.3%	0.3%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

拆分来看：软体、智能家居依托更新需求，结构内生渠道变革、品类扩张实现稳健增长，定制新房依赖度较高，门店数量收缩显著、存活门店改革成效逐步显现，经营保持韧性。

1) 定制：龙头公司加速转型。存量市场主导下，定制龙头积极挖掘细分需求，聚焦整家定制，多品类深度交融，并加大营销力度、加速行业整合。其中索菲亚推出整家 5.0 战略，实现全案设计交付，以专业柜类定制为核心，带动整家生态发展，构筑多品牌、全品类、全渠道协同发展体系；并强势在 9 月推出千元内套餐，让利不降质进一步打造品牌势能；欧派构建以“非标定制木作+标品建材+个性软装”为核心的组合模式，从大家具向泛大家居迈进；志邦整家 3.0 融合展厅加速导入线下渠道，并针对存量房市场，创新开启焕新家、家链优材等老房局改业务；金牌 25 年新零售战略布局初见成效，25Q1-3 零售收入同比+18.4%，零售窗口店、零售家装选材店、共享大店以及社区店四级店态布局已经初步成型。渠道层面，龙头定制企业零售门店数普遍维持下滑趋势，但内部体质增效，单店收入逆势改善；工程方面，欧派/志邦/金牌 25Q1-3 同比分别-11.9%/-43.0%/-23.8%，未来基数持续降低，26 年对公司业绩拖累或将收敛。

2) 软体：产品智能化升级，线上渠道扩张、挖掘细分需求。慕思主动布局 AI 智能床垫，构建中高端及年轻时尚全品类品牌矩阵，满足多场景消费需求；喜临门床垫市占率持续提升（Q3 收入同比+14%），积极推动向 AI 智慧健康产业的转型升级；顾家聚焦整家战略与软体创新，继续向“综合家居零售运营商”转型，Q3 内销仍实现小幅增长（其中核心品类功能沙发市占率预计加速提升）；敏华 FY26H1 线上同比+13.6%，未来有望持续加大资源投入。渠道方面，各龙头线下门店维持收缩趋势，但单店收入均保持平稳，未来龙头聚焦产品&渠道转型升级、细分需求挖掘，门店扩张有望放缓。

图 121：定制家居公司零售单店收入对比

		2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025Q1-3
欧派家居	零售收入（百万元）	8045	18403	6730	14875	6485	10484
	门店数	7532	8716	8329	7813	7709	7480
	单店收入（万元）	106.8	211.1	80.8	190.4	84.1	140.2
	YOY	2.7%	-12.1%(+0.1%)	-24.4%	-9.8%	4.1%	6.1%
索菲亚	零售收入（百万元）	3983	9942	4072	8882	3742	-
	门店数	3743	3767	3557	3502	3484	3521
	单店收入（万元）	106.41	263.92	114.48	253.62	107.40	-
	YOY	8.1%	13.9%	7.6%	-3.9%	-6.2%	-
志邦家居	零售收入（百万元）	1499	3595	1341	2999	1292	2005
	门店数	4577	4583	4931	4094	3779	3685
	单店收入（万元）	32.76	78.44	27.2	73.3	34.2	54.4
	YOY	-3.6%	0.7%	-17.0%	-6.6%	25.7%	20.7%
金牌家居	零售收入（百万元）	814	1977	692	1766	820	1357
	门店数	4019	3909	3909	3886	3639	3806
	单店收入（万元）	20.26	50.58	17.70	45.46	22.53	35.67
	YOY	-11.2%	-3.8%	-12.6%	-10.1%	27.3%	19.6%

资料来源：Wind，索菲亚投资者关系微信公众号，各公司公告（注：金牌门店数未包含阳台卫浴和玛尼欧门店，且自 25H1 后采用调整后口径；欧派门店口径调整，括号内为按照调整后计算的值），信达证券研发中心

图 122：软体家居公司零售单店收入对比

		2021	2022	2023	2024H1	2024	2025H1
顾家家居	内销收入（百万元）	10712	10304	10935	4722	9361	5225
	门店数	6456	6743	6946	-	5984	-
	单店收入（万元）	165.9	152.8	157.4	-	156.4	-
	YOY	45.1%	-7.9%	3.0%	-	-0.6%	-
喜临门	自主品牌零售（百万元）	5054	5092	5489	2400	5330	2530
	门店数	3899	4702	5163	5115	5065	4883
	单店收入（万元）	129.63	108.29	106.32	46.92	105.23	51.81
	YOY	-1.7%	-16.5%	-1.8%	-	-1.0%	10.4%
慕思股份	内销收入（百万元）	6377	5707	5482	2566	5447	2369
	门店数	4900	5600	5700	5700.00	5400	5300
	单店收入（万元）	130.15	101.90	96.18	45.03	100.88	44.69
	YOY	-	-21.7%	-5.6%	-	4.9%	-0.7%

资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心

智能家居：行业洗牌延续，价格有望触底。1) 智能马桶：瑞尔特 25 年收入承压主要系终端需求走弱&供给端竞争加剧，且促销加大&价格下滑压制利润空间。我们判断公司目前产品价格带已相对触底，凭借未来渠道优化（线下融合京东自营、传统经销优化升级、海外维持客户&品类扩张），经营有望底部回升。2) 电动晾衣机：好太太尽管亦受行业需求影响，但我们预计凭借线上质价比，市占率有望稳定提升；25 年公司加速线下门店调改，我们预计调改后门店经营趋势有望提升。

图 123：重点智能家居公司收入&利润及增速（百万元）

	2021	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3
营收规模及增速							
箭牌家居	8373.48	7513.46	7648.18	7131.47	1049.96	1787.15	1634.55
YOY		-10.3%	1.8%	-6.8%	-7.5%	-8.5%	-6.3%
瑞尔特	1868.29	1959.59	2184.42	2358.32	412.20	507.59	443.58
YOY		4.9%	11.5%	8.0%	-21.2%	-18.0%	-21.8%
好太太	1425.45	1382.02	1688.33	1556.94	258.86	417.99	382.30
YOY		-3.0%	22.2%	-7.8%	-11.4%	-0.6%	7.3%
归母净利润及增速							
箭牌家居	577.15	593.03	424.64	66.77	-73.13	101.58	4.11
YOY		2.8%	-28.4%	-84.3%	-19.1%	-20.9%	扭亏
瑞尔特	139.36	210.94	218.58	181.05	21.48	30.18	9.91
YOY		51.4%	3.6%	-17.2%	-63.3%	-6.9%	-72.0%
好太太	300.22	218.59	327.26	248.49	33.48	52.69	57.05
YOY		-27.2%	49.7%	-24.1%	-39.7%	-40.1%	21.7%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

盈利能力：价格竞争趋于激烈，毛利率承压、龙头相对较优。25 年我们判断龙头家居公司加大降价促销力度，或加速线上渠道&品牌费用投放，盈利能力普遍呈现承压趋势。龙头企业强化降本增效，依托效率提升&规模效应对冲价格竞争压力，盈利能力表现更为稳健；其中，定制龙头欧派通过降本增效、优化产品结构，Q1-3 毛利率同比+1.7pct；志邦&金牌受行业价格下滑影响，Q1-3 毛利率同比分别-2.6pct/-0.8pct；软体整体表现偏稳，其中慕思通过供应链降本&产品结构升级，Q3 毛利率表现靓丽，但销售费用率同比+3.5pct，净利率表现相对承压。

图 124：重点家居公司盈利能力变化（%）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1-3	
	毛利率				销售费用率				净利率				
	软体家居												
顾家家居	32.39%	33.40%	31.42%	32.38%	15.21%	18.03%	13.82%	15.64%	10.56%	10.26%	9.94%	10.25%	
YOY(±)	-0.69%	0.42%	1.62%	0.50%	-2.20%	1.38%	-0.17%	-0.30%	0.90%	-0.18%	0.49%	0.40%	
喜临门	33.44%	38.42%	35.58%	36.03%	20.24%	21.11%	21.89%	21.14%	4.11%	8.53%	6.10%	6.44%	
YOY(±)	-0.02%	2.60%	-0.91%	0.68%	1.08%	1.46%	0.21%	0.95%	-0.10%	1.27%	-0.90%	0.17%	
慕思股份	51.84%	51.95%	53.18%	52.34%	25.56%	27.92%	32.22%	28.69%	10.53%	17.67%	8.51%	12.41%	
YOY(±)	1.69%	-0.24%	3.33%	1.53%	-0.99%	3.87%	7.00%	3.48%	-1.23%	1.43%	-3.44%	-1.06%	
	定制家居												
欧派家居	34.29%	37.64%	38.77%	37.19%	11.70%	9.05%	8.64%	9.59%	8.93%	14.82%	16.37%	13.87%	
YOY(±)	4.31%	3.18%	-1.59%	1.65%	0.11%	-2.20%	0.50%	-0.56%	2.91%	-0.74%	-3.29%	-0.76%	
索菲亚	32.61%	35.82%	36.83%	35.24%	9.73%	8.90%	9.37%	9.31%	0.59%	12.23%	14.74%	9.73%	
YOY(±)	-0.01%	-2.29%	0.97%	-0.55%	-0.42%	-1.02%	0.51%	-0.30%	-7.24%	-1.93%	1.65%	-2.31%	
志邦家居	32.16%	38.84%	31.46%	34.24%	17.07%	18.03%	17.00%	17.38%	5.15%	8.87%	2.99%	5.63%	
YOY(±)	-5.06%	2.47%	-5.58%	-2.58%	-1.72%	2.31%	-1.22%	-0.02%	-0.61%	1.58%	-5.03%	-1.61%	
金牌家居	29.96%	26.46%	24.38%	26.54%	13.72%	11.64%	12.13%	12.34%	0.00%	3.26%	0.12%	2.73%	
YOY(±)	1.95%	0.72%	-3.95%	-0.76%	0.42%	1.02%	0.95%	0.81%	-5.68%	-0.50%	-5.47%	-2.22%	
江山欧派	13.11%	21.52%	17.48%	17.58%	7.81%	7.68%	7.39%	7.63%	0.86%	1.42%	-12.39%	-3.23%	
YOY(±)	-5.64%	-3.38%	-6.36%	-5.23%	-0.36%	0.48%	0.83%	0.39%	-3.73%	-7.91%	-19.58%	-10.48%	
王力安防	27.48%	26.64%	27.46%	27.14%	13.89%	11.20%	10.63%	11.55%	4.81%	4.77%	5.62%	5.11%	
YOY(±)	4.39%	0.17%	1.15%	1.43%	1.14%	-0.15%	-2.37%	-0.73%	1.11%	0.22%	2.41%	1.25%	
曲美家居	36.83%	36.30%	35.80%	36.32%	20.63%	22.63%	23.15%	22.11%	-0.48%	-5.00%	-2.44%	-2.62%	
YOY(±)	5.86%	3.91%	-1.01%	3.01%	0.21%	2.74%	2.48%	1.80%	8.47%	-0.06%	0.05%	2.89%	
尚品宅配	35.23%	33.30%	32.55%	33.57%	23.54%	23.51%	18.27%	21.47%	-5.24%	-5.16%	0.12%	-3.12%	
YOY(±)	7.43%	0.42%	-1.63%	1.64%	-2.82%	-0.51%	-3.79%	-2.49%	5.90%	-3.08%	0.93%	1.06%	
皮阿诺	19.46%	26.97%	26.93%	24.70%	12.24%	13.07%	12.20%	12.50%	-3.14%	-6.07%	3.33%	-1.79%	
YOY(±)	-2.31%	2.76%	2.70%	1.11%	-2.73%	2.39%	-0.13%	0.17%	1.57%	-10.64%	1.60%	-3.02%	
好莱客	29.82%	35.23%	29.17%	31.48%	14.05%	15.85%	15.99%	15.34%	0.56%	5.10%	1.55%	2.48%	
YOY(±)	-3.36%	-1.23%	-4.88%	-3.20%	-1.26%	1.86%	3.17%	1.41%	-2.58%	-1.09%	-7.31%	-3.82%	
兔宝宝	20.86%	16.87%	16.70%	17.60%	5.07%	3.51%	3.29%	3.73%	7.96%	7.05%	13.46%	9.96%	
YOY(±)	2.99%	-0.35%	-0.37%	0.29%	0.75%	-0.09%	-0.13%	0.03%	1.99%	0.64%	4.14%	2.50%	
我乐家居	45.94%	47.21%	46.52%	46.58%	20.48%	22.62%	19.54%	20.85%	12.64%	14.84%	11.76%	13.05%	
YOY(±)	1.88%	-0.28%	-1.20%	-0.06%	-7.86%	-2.34%	-5.15%	-4.94%	5.89%	7.80%	2.40%	5.25%	

资料来源：iFind，信达证券研发中心

地产周期磨底，关注二手房结构成长贡献更新需求增量；我们预计 25-26 年行业仍处调整期，27 年有望企稳。25 年软体、智能家居依托更新需求，结构内生渠道变革、品类扩张实现稳健增长。定制新房依赖度较高、门店数量收缩显著、存活门店改革成效逐步显现，经营保持韧性；龙头主动收缩工程业务，未来基数持续降低，26 年业绩拖累或将收敛。存量时代家居企业商业模式亟待重塑，在产品开发、渠道管理、品牌营销上率先完成革新的公司或通过市场份额提升再次实现增长。建议关注更新需求占比较高的顾家家居、喜临门、慕思股份、敏华控股、好太太、瑞尔特等，地产链政策预期加码，建议关注定制龙头欧派家居、兔宝宝、索菲亚、志邦家居、金牌家居、我乐家居等。

图 125: 重点标的盈利预测与估值 (亿元)

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
欧派家居	309.45	189.25	183.32	191.92	25.99	24.82	26.73	11.9	12.5	11.6
索菲亚	133.19	104.94	99.94	105.94	13.71	10.54	11.99	9.7	12.6	11.1
志邦家居	39.57	52.58	47.85	51.53	3.85	3.29	3.60	10.3	12.0	11.0
金牌家居	32.30	34.75	35.76	38.22	1.99	1.84	2.16	16.2	17.5	15.0
顾家家居	241.59	184.80	200.11	217.17	14.17	19.00	20.82	17.1	12.7	11.6
慕思股份	114.60	56.03	56.03	59.52	7.67	7.08	7.61	14.9	16.2	15.1
喜临门	84.30	87.29	91.49	98.21	3.22	4.55	5.28	26.2	18.5	16.0
好太太	74.73	15.57	16.31	18.17	2.48	2.16	2.52	30.1	34.6	29.6
我乐家居	27.93	14.32	14.77	16.81	1.21	1.82	2.12	23.0	15.3	13.2
兔宝宝	111.77	91.89	92.20	99.28	5.85	7.67	8.61	19.1	14.6	13.0
好太太	74.73	15.57	16.31	18.17	2.48	2.16	2.52	30.1	34.6	29.6
瑞尔特	39.49	23.58	19.37	20.86	1.81	0.99	1.19	21.8	40.1	33.2
敏华控股	158.21	170.70	166.17	153.75	21.35	21.46	19.87	7.4	7.4	8.0

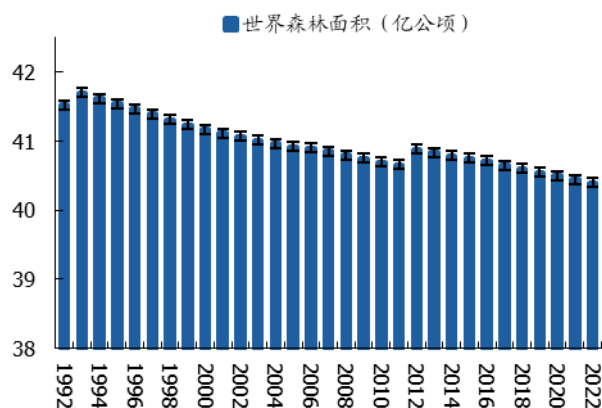
资料来源: iFind, 信达证券研发中心测算 (盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价日期为 2025/12/11)

2.2 造纸: 龙头峥嵘凸显, 林浆纸布局优势显现

2.2.1 木片新增供给有限, 中国自制浆投产带动需求提升

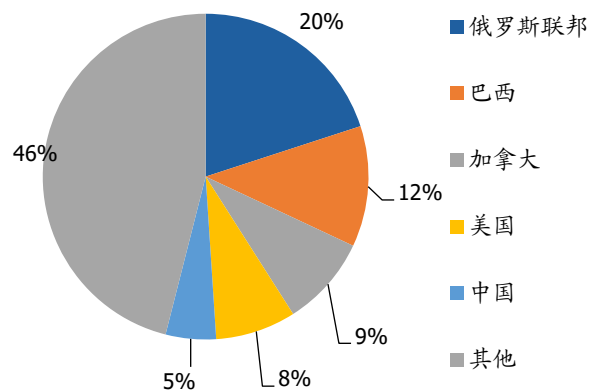
全球森林面积逐年下降, 浆材占比地域分化严重。2022 年世界森林总面积为 40.40 亿公顷, 较 1992 年减少 2.7%。从区域分布来看, 2020 年全球约 54% 的森林分布在俄罗斯联邦、巴西、加拿大、美国与中国五个国家。从用途来看, 全球工业原木/薪材占比分别为 51%/49%; 森林砍伐量靠前的国家中, 1) 印度/刚果/尼日利亚等原木用途主要为薪材, 2) 中国/巴西的薪材&工业原木占比接近 (巴西浆材更多、中国锯材更多), 3) 美国/俄罗斯/加拿大/印尼/德国/瑞典/芬兰等国工业用途更多 (其中加拿大主要为锯材、其余国家锯材/浆材占比大致贴近)。

图 126: 全球森林面积逐年下降



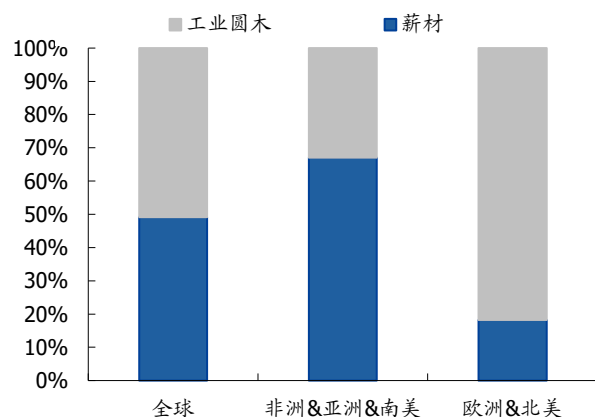
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 127: 2020 年全球森林面积按国家分布 (%)



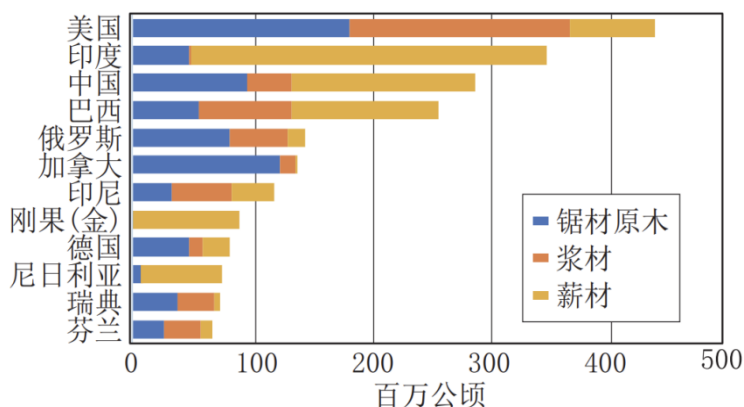
资料来源: FAO, 信达证券研发中心

图 128: 2022 年全球原木用途 (分工业/薪材)



资料来源: FAO, 信达证券研发中心

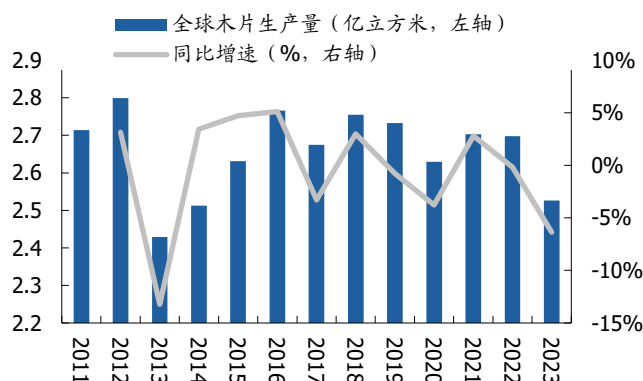
图 129: 分地区原木用途 (锯材原木/浆材/薪材)



资料来源: 释放木纤维储备潜力 ——《全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮, 信达证券研发中心 (备注: 锯材可直接用于建筑、家具、木工等领域)

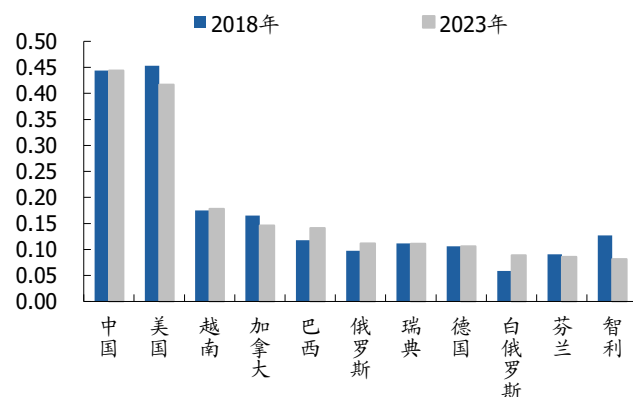
木片产量逐年下滑, 中国为主要进口增量国。受制于全球森林面积下降&各国砍伐政策收缩, 全球木片产量从 2018 年 2.75 亿立方米减少至 2023 年 2.53 亿立方米 (CAGR 为 -1.7%), 主要产区均保持平稳或下滑态势。从贸易角度来看, 亚洲是全球木片贸易主要目的地, 其中中国是最大的单一进口国以及最大进口增量国; 东南亚为主要出口地区, 但近年来增速逐步放缓。

图 130: 全球木片产量



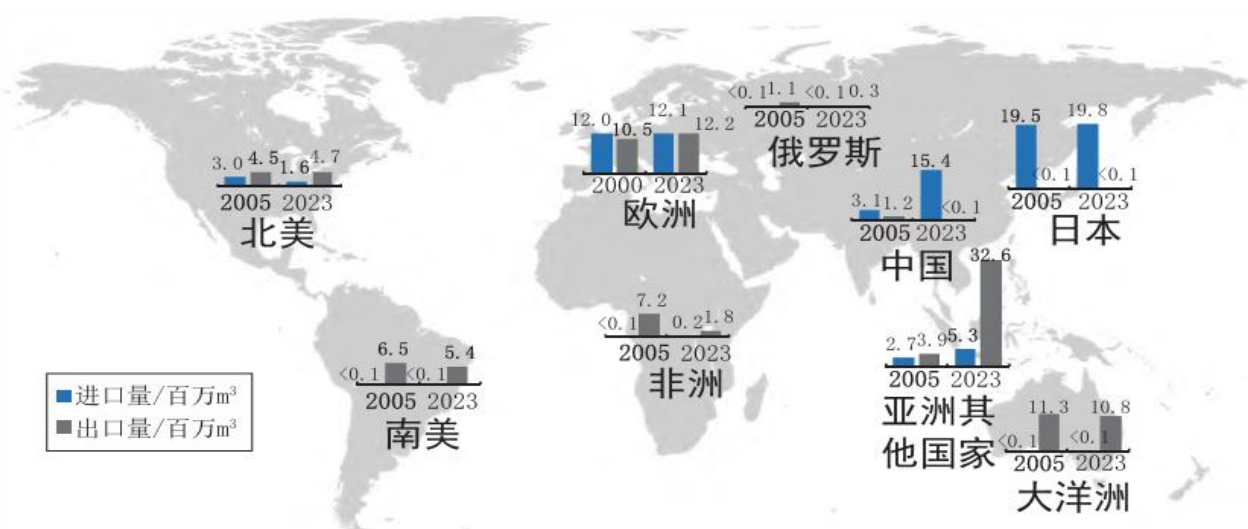
资料来源: FAO, 信达证券研发中心

图 131: 全球主要木片生产国产量变化 (亿立方米)



资料来源: FAO, 信达证券研发中心

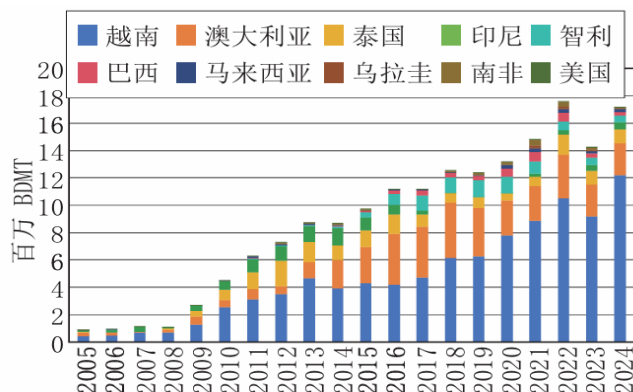
图 132: 全球木片主要进出口地区概览



资料来源: 《释放木纤维储备潜力 ——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮, 信达证券研发中心

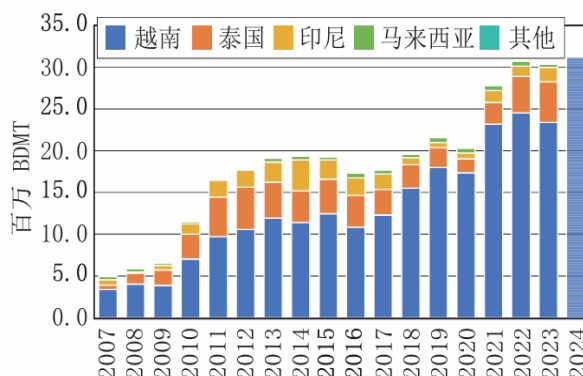
中国主要进口地区增量有限，未来木片供给偏紧。我国木片进口以阔叶为主（占比达 97%），自越南进口比例接近 3/4（唯一一个逐年增加供应量的国家）；澳大利亚为我国第二进口国，但由于其自身野火损失&人工林转至农业用地（人工林税收激励已结束），未来对我国供应量预计持续收缩；其余泰国、南美、非洲等地近年来出口量增长停滞，未来亦难贡献显著增量。此外，北美木片贸易洲内进行、交易量仅 40 万吨；欧洲亦在洲内进行，80% 交易为针叶木片、阔叶木仅有 100 万绝干吨；因此两地未来也无法成为我国主要进口地区。目前我国木片进口依赖度较高（23 年产量/进口量分别为 0.44/0.16 亿立方米，出口量仅 700 立方米），考虑到十五五规划中对环保低碳要求进一步提升，我们预计我国自产木片量提升空间有限，未来整体木片供应或将持续偏紧。

图 133: 中国阔叶木片进口情况



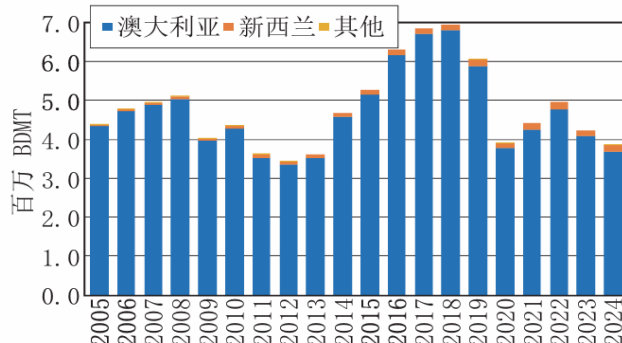
资料来源：《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮，信达证券研发中心

图 134: 东南亚阔叶木片出口情况



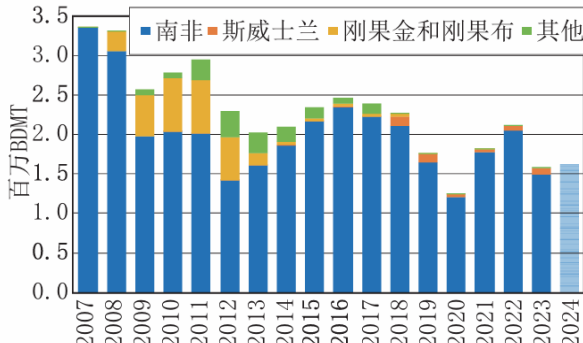
资料来源：《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮，信达证券研发中心

图 135: 大洋洲阔叶木片出口情况



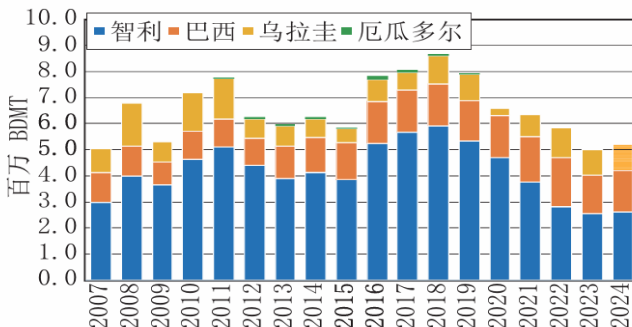
资料来源：《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮，信达证券研发中心

图 136: 非洲阔叶木片出口情况



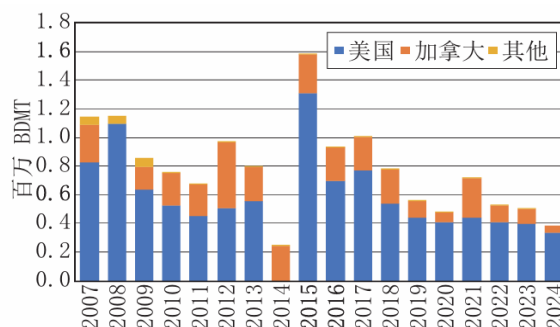
资料来源：《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮，信达证券研发中心

图 137: 南美洲阔叶木片出口情况



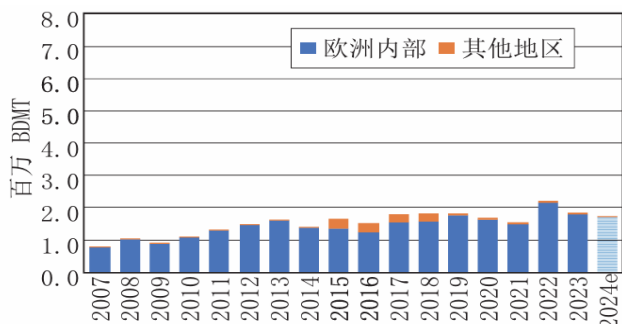
资料来源：《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮，信达证券研发中心

图 138: 北美洲阔叶木片出口情况



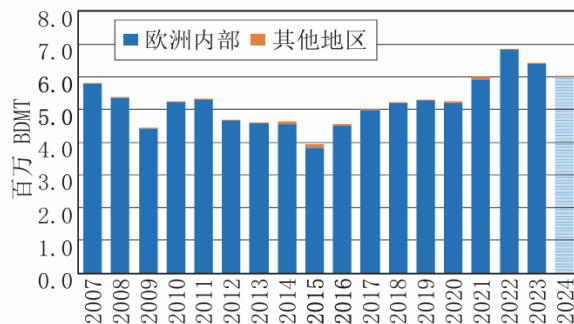
资料来源：《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮，信达证券研发中心

图 139: 欧洲阔叶木片出口情况



资料来源:《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮, 信达证券研发中心

图 140: 欧洲针叶木片出口情况



资料来源:《释放木纤维储备潜力——全球木片流动情况及中国木片来源展望》史东亮, 信达证券研发中心

国际商品浆增量有限, 中国自制浆加速投产, 木片供需缺口扩大。从商品浆角度来看, 自 Suzano24 年 225 万吨阔叶浆投产后, 25-26 年全球无新增商品浆投产; 从自制浆角度来看, 中国纸企仍在加速投产自制浆, 24 年化学/化机浆新增产能分别为 327/406 万吨, 25 年为 176/160 万吨, 26 年为 40/170 万吨, 27 年为 96/230 万吨, 27 年后的联盛仍有 96 万吨化机浆/120 万吨化学浆落地。我国 24 年进口木片量约 1600-1800 万绝干吨, 根据我们测算, 26 年/27 年新增制浆用木片需求分别为 420+/600+万吨。此外, 木片下游仍有家居板材等领域, 从装饰原纸需求量来看, 18-24 年销量 CAGR 为 4.0%, 但 25 年同比达-5.1%, 因此我们预计未来板材需求边际增长有限。全球木片供给收缩背景下, 伴随我国木片需求持续增加, 我们判断供需缺口持续扩大, 供需错配下中枢价格有上行。

图 141: 商品浆投产表

时间	国家	公司	产能 (万吨)	种类	投产时间	年度新产能 (万吨)
2023年	智利	Arauco	156	阔叶浆	1月20日出浆	491
	乌拉圭	UPM	210	阔叶浆	4月投产	
	芬兰	Metsä Group	90	针叶浆&阔叶浆	9月20日开机	
	智利	CMPC	35	阔叶浆	12月投产	
2024年	巴西	Suzano	225	阔叶浆	7月投产	255
2027E	巴拉圭	Paracel	150-180	阔叶浆	-	150-180
	巴西	Arauco	350	阔叶浆	2027Q4	350
-	巴西	Eldorado	260	阔叶浆	-	260

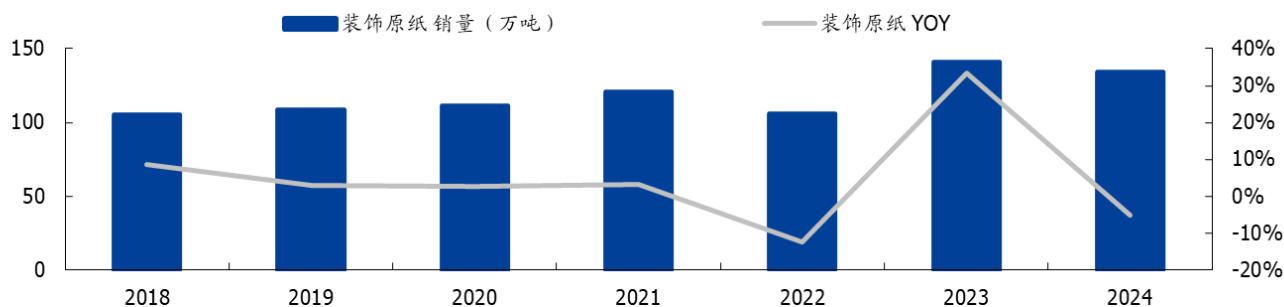
资料来源: CMPC PULP, 纸业网, 纸视界, UPM 官网, 纸业联讯, 信达证券研发中心

图 142: 国内自制浆投产表

2024年新增化机浆				2024年新增化学浆			
投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类	投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类
2024Q1	五洲特纸	30	化机浆	2024Q3	联盛纸业	166	阔叶浆
2024Q2	仙鹤股份 (广西)	20	化机浆	2024Q3	仙鹤股份 (广西)	40	化学浆
2024Q2	仙鹤股份 (湖北)	20	化机浆	2024Q3	仙鹤股份 (湖北)	20	化学浆
2024Q3	岳阳林纸	20	化机浆	2024Q3	玖龙纸业 (北海)	110	化学浆
2024Q3	玖龙纸业 (北海)	60	化机浆	2024Q4	华泰纸业	70	化学浆
2024Q4	内蒙古五方能源浆纸	51	化机浆	合计新增产能 406			
2024Q4	广西金桂	75	化机浆	2025年新增化学浆			
2024Q4	金天和	20	化机浆	投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类
2024Q4	建辉纸业 (广西)	30.6	化机浆	2025Q2	玖龙纸业 (湖北)	65	化学浆
合计新增产能 326.6				2025Q4	太阳纸业 (南宁)	35	化学浆
2025年新增化机浆				2025Q4	建辉纸业 (广西)	60	化学浆
投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类	合计新增产能 160			
2025Q2	玖龙纸业 (湖北)	70	化机浆	2026年新增化学浆			
2025M10	联盛纸业	50	化机浆	投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类
2025	亚洲浆纸	40.8	化机浆	2026Q4	玖龙重庆	70	化学浆
2025Q4	太阳纸业 (南宁)	15	化机浆	2026Q4	玖龙天津	50	化学浆
合计新增产能 175.8				2026	云投林浆	50	化学浆
2026年新增化机浆				合计新增产能 170			
投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类	2027年新增化学浆			
2026Q1	冠豪高新	40	化机浆	投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类
合计新增产能 40				2027Q1	玖龙北海	80	化学浆
27年后新增化机浆				27年 (25年开工建设)	仙鹤广西二期	60	绒毛、化学等互相转产
投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类	2027	太阳山东	60	化学浆
-	联盛纸业	96	化机浆	2027M12	银河瑞雪	30	化学浆
合计新增产能 96				合计新增产能 230			
27年后新增化学浆				27年后新增化学浆			
投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类	投产时间	投产公司	投产产能 (万吨)	投产品类
-	联盛纸业	120	化学浆	-	联盛纸业	120	化学浆
-	仙鹤股份	80 (分两期)	竹浆	-	仙鹤股份	80 (分两期)	竹浆
合计新增产能 200				合计新增产能 200			

资料来源: 卓创资讯, 玖龙纸业年报, 华印纸箱彩盒, 纸视界, 纸业联讯, 新乡市新平航空机械有限公司, 纸业网, 冠豪高新公司公告, 仙鹤股份公司公告, 信达证券研发中心

图 143: 装饰原纸市场规模 (万吨)



资料来源: 智研咨询, 中国林产工业协会, 信达证券研发中心

2.2.2 纸浆: 供需趋于平衡, 中期温和上涨

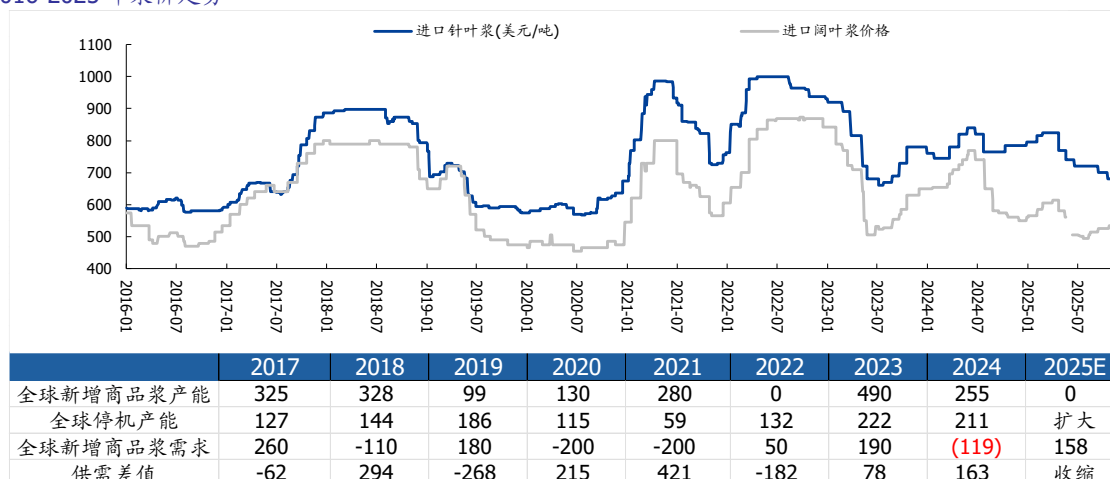
2025 年: 波荡起伏, 博弈加剧, 下有底、上有顶。

25H1: 2025 年初, 阔叶浆自底部连续 3 月提价 20 美金/吨至阶段性高点 620 美金/吨, 但实际中国纸企反抗情绪浓厚, 2-3 月成交量萎缩; 4 月 Arauco 率先继续提价以涨促销, 但后续重新调整 4 月报价 (阔叶直降至 560 美金/吨); 5-6 月 Arauco 宣布无阔叶供应, 同时南美部分浆厂价格走弱至 500-510 美元/吨)、部分欧洲供应商报价已降至 470-480 美元/吨。

25H2: 1) 国内纸企库存降低、补库需求提升 (Suzano 称 6 月订单保持正常)、2) 欧洲小厂加速出清, 3) 浆厂联合控量 (Arauco 两月无供应; Bracell 加速阔叶转产至溶解将、减少 30 万吨供应; Suzano 宣布未来 1 年减产 3.5%), 浆价底部反弹, Suzano 在 8/9/10 月分别提张 20 美金/吨, Arauco 报价目前稳定在 540 美金/吨。当前阶段, 我们认为纸浆需求端面临季节性需求复苏, 供给端海外龙头减产停价态度坚决, 叠加木片价格攀升, 浆价短期易涨难跌。

中期来看: 供需差值收缩, 降息或将刺激浆价稳步上行。1) 供给层面: 25 年全球商品浆无新增产能落地, 国内自制浆未来数年尽管仍在投产周期, 但较 24 年边际增量弱化, 叠加海外浆厂确定性短期收缩产能, 我们预计 26 年供给端呈持续偏紧状态。**2) 需求层面:** 25 年 1-10 月欧洲累计木浆需求量同比-9.5%; 2025 年 1-6 月世界 20 国出货量累计同比+4.3%, 其中向中国发货量同比+10.8%, 而北美、西欧、东欧分别同比-2.2%、-4.6%、+8.3%; 25 年 1-9 月我国纸浆进口量累计同比+5.5%, 纸及纸板累计生产量同比+4.1%, 中国市场贡献稳健需求增量。展望未来, 新增商品浆产能有限、海外降息或将延续, 且贸易冲突边际减弱, 我们判断需求有望稳步回暖, 26 年商品浆市场有望呈现供小于求, 但考虑到国内纸厂自制浆加速落地, 我们预计整体供需或将基本平衡, 纸浆价格温和上涨。

图 144: 2016-2025 年浆价走势



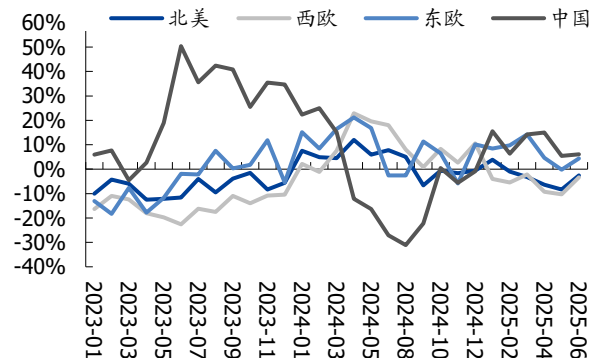
资料来源: 卓创咨询, 信达证券研发中心

图 145: 中国纸浆进口量 (万吨)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

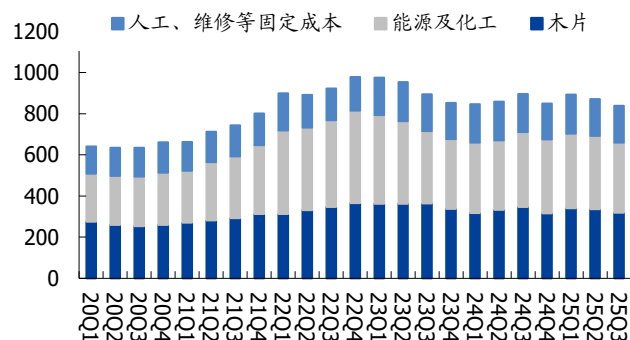
图 146: W20 纸浆出货量分国别梳理



资料来源: PPC, 信达证券研发中心

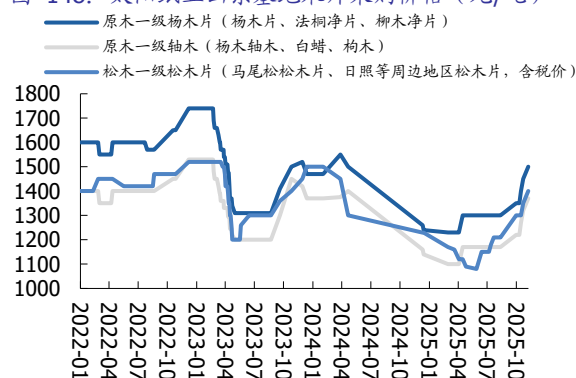
成本端：制浆成本持续抬升，全球浆厂挺价诉求一致。20Q1-25Q3 全球制浆龙头 Suzano 单吨木片成本从 275 BRL（巴西特雷尔）抬升至 319 BRL，单吨制浆现金成本从 597 BRL 提升至 801 BRL（111-159 美元）；2019 年-2023 年全球阔叶浆制浆成本平均提升 86 美金。根据 Hawkings Wright，中国阔叶浆 2023 年生产现金成本约 500 美金/吨，叠加 25 年木片价格持续抬升，我们预计当前水平或将更高。因此，本轮纸浆周期中，海外阔叶浆厂报价低点在 500 美金/吨左右（若跌破，中国自制浆则市场化合理选择停机外采）。我们判断，未来由于全球木片供需紧张，纸浆价格周期底部中长期有望缓慢上行，但顶部受国内纸浆自制率持续提升、或难达之前的高度。

图 147: Suzano 木浆生产吨成本走势 (巴西雷亚尔/吨)



资料来源: Suzano 公司公告, 信达证券研发中心

图 148: 太阳纸业山东基地木片采购价格 (元/吨)



资料来源: 太阳纸业公众号, 信达证券研发中心

图 149: 全球阔叶浆成本



资料来源: 全球纸浆供应链, 信达证券研发中心

2.2.3 造纸：价格底部回暖，供需压力缓解，龙头林浆纸布局优势显现

短期景气：纸价回暖，吨盈利磨底。1) 浆纸系：25Q1 受益于海外浆厂提价，纸企顺势涨价传导压力，但伴随浆价高位回落&供需矛盾冲突，文化纸、白卡纸 Q2/Q3 均价持续下滑。当前节点，浆价底部回暖，白卡价格已自 9 月平稳上行，我们预计 Q4 吨盈利稳步改善；文化纸目前虽已止跌、但持续磨底，Q4 伴随成本攀升、吨盈利预计延续压力。2) 废纸系：国废自 7 月起由于极端气候影响供给，价格底部持续攀升；下游箱板/瓦楞 Q3&Q4 顺价通畅，但成本压力或将压制利润空间释放，我们预计 Q4 吨盈利保持稳定。

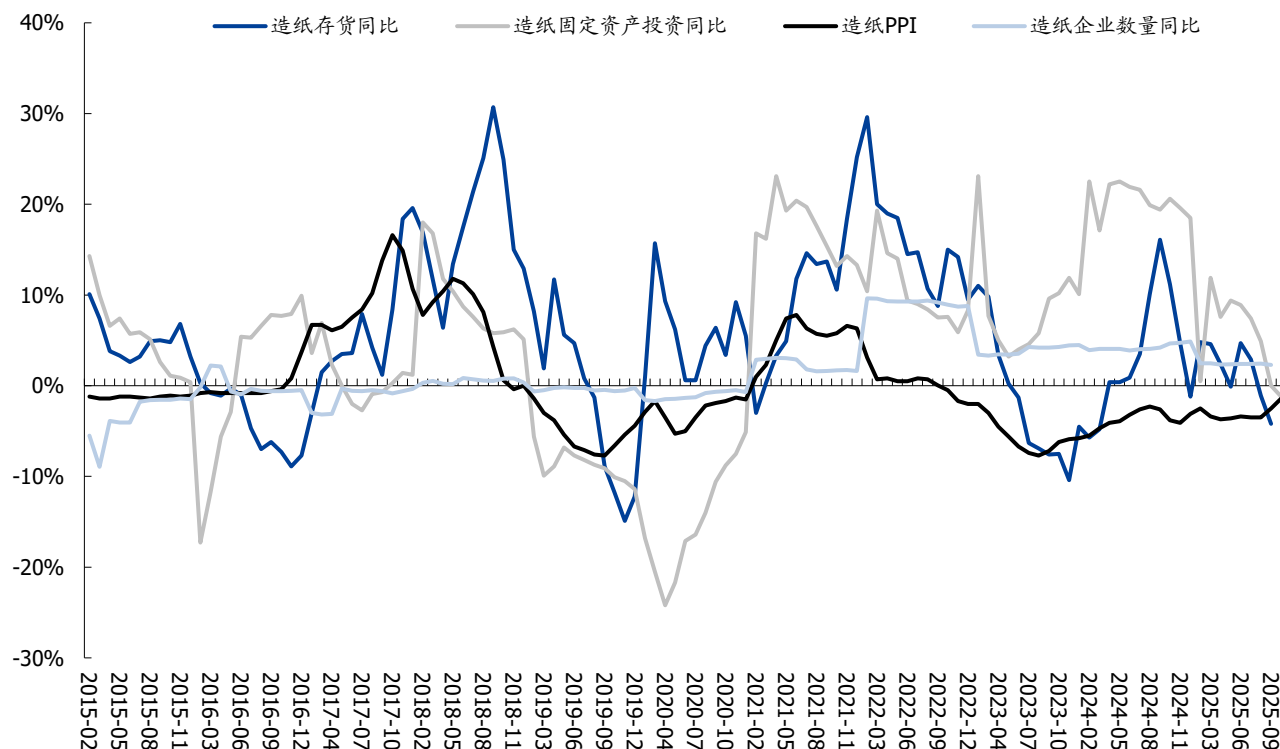
图 150: 纸价跟踪 (元/吨)

	双胶纸	铜版纸	白卡纸	A级国废黄板纸	瓦楞纸	箱板纸
23Q1	6693.85	5689.35	5105.97	1666.16	3125.88	4262.25
23Q2	6060.48	5429.92	4486.61	1584.03	2847.80	3945.43
23Q3	5559.77	5325.87	4380.47	1526.24	2763.30	3748.30
23Q4	6113.91	5977.26	4897.35	1575.44	2926.51	3843.39
24Q1	5788.33	5792.13	4761.89	1513.64	2854.69	3832.96
24Q2	5782.66	5740.32	4417.10	1441.87	2645.31	3655.62
24Q3	5444.52	5545.85	4393.15	1473.61	2609.01	3620.10
24Q4	5228.02	5434.68	4194.71	1530.29	2745.62	3660.17
25Q1	5425.85	5672.88	4307.12	1480.31	2820.60	3714.19
25Q2	5240.37	5554.75	4128.85	1456.64	2548.84	3520.06
25Q3	4943.56	5171.79	3981.78	1559.46	2643.90	3501.75
25Q4至今 (截至11月21日)	4732.95	4780.30	4119.30	1781.54	3056.38	3751.02
25Q1环比	3.8%	4.4%	2.7%	-3.3%	2.7%	1.5%
25Q2环比	-3.4%	-2.1%	-4.1%	-1.6%	-9.6%	-5.2%
25Q3环比	-5.7%	-6.9%	-3.6%	7.1%	3.7%	-0.5%
25Q4至今环比	-4.3%	-7.6%	3.5%	14.2%	15.6%	7.1%

资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

中期供需压力缓解。我们判断行业 CAPEX 领先于 PPI 领先于库存。目前行业企业数量虽仍在扩张，但同比增速已趋于平缓；25 年 1-10 月行业固定资产投资完成额累计同比为-1.2%，PPI 已呈现边际探涨趋势。目前行业主要龙头公司在建工程高位回落，考虑前期投产产能开工率较低，需要一定时间消化，我们判断行业自 2026 年供需压力逐步缓解，真实供需关系好转仍有待需求端改善加速产能去化，价格压力有望缓解、但短期向上空间估计仍有限。分品类来看：

图 151: 造纸库存&PPI&扩张周期判断



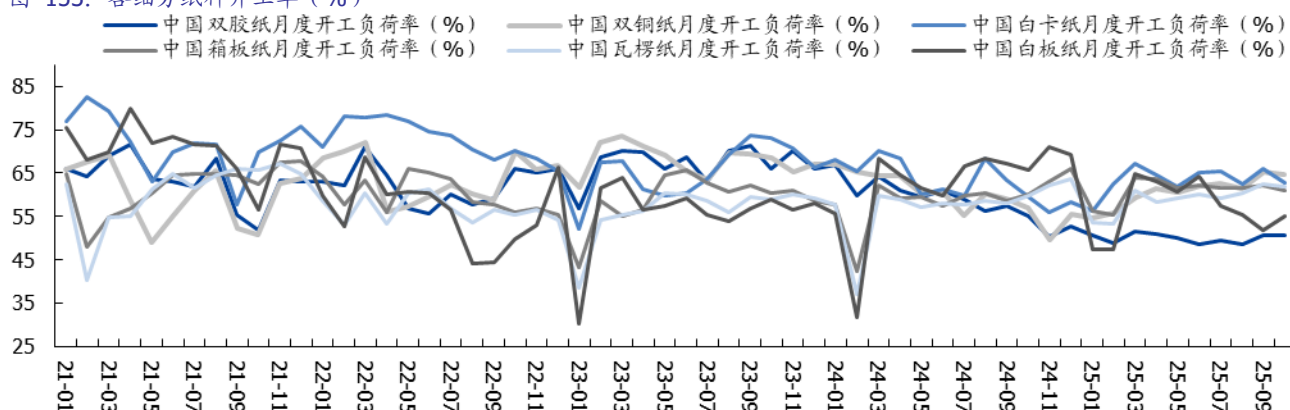
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 152: 造纸龙头在建工程 (亿元)

	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1
太阳纸业	50.74	2.94	17.32	32.73	47.34	5.73	10.23	34.66	61.91
yoy	1.07%	-87.92%	-65.87%	1012.54%	173.35%	-82.50%	-78.40%	505.06%	505.41%
博汇纸业	4.25	9.31	15.43	30.01	37.82	20.59	24.19	14.97	18.26
yoy	303.47%	132.36%	263.17%	222.36%	145.10%	-31.38%	-36.05%	-27.32%	-24.52%
岳阳林纸	3.54	2.31	2.70	3.06	3.75	6.23	11.88	23.11	2.16
yoy	-54.40%	-73.51%	-23.93%	32.43%	39.10%	103.66%	216.98%	271.20%	-81.86%
华泰股份	4.54	7.22	5.31	5.91	4.58	8.00	10.01	19.00	3.75
yoy	39.82%	84.56%	16.80%	-18.15%	-13.67%	35.36%	118.59%	137.40%	-62.51%
ST晨鸣	2.12	1.90	7.95	5.51	6.67	8.52	10.92	5.87	6.04
yoy	-63.96%	10.89%	274.14%	190.29%	-16.11%	54.65%	63.83%	-31.16%	-44.69%
山鹰国际	61.95	49.65	67.05	59.92	64.78	34.01	40.84	47.66	61.56
yoy	-5.30%	-6.07%	8.24%	20.69%	-3.38%	-43.23%	-36.96%	40.11%	50.73%
仙鹤股份	2.20	3.57	5.76	11.50	20.02	42.22	65.26	43.49	28.70
yoy	-47.91%	29.49%	161.75%	222.37%	247.61%	267.17%	225.96%	3.00%	-56.02%
华旺科技	0.54	0.09	0.52	2.03	0.03	0.21	0.91	0.31	0.34
yoy	-80.47%	-37.48%	-3.69%	2121.44%	-93.95%	-89.47%	2810.73%	46.07%	-62.28%
五洲特纸	5.89	5.08	7.19	12.81	13.60	21.59	23.72	15.99	23.74
yoy	-15.78%	35.19%	22.04%	152.08%	89.23%	68.48%	74.38%	-25.95%	0.06%
冠豪高新	0.19	0.67	0.88	2.22	3.64	8.09	9.75	8.26	5.55
yoy	-13.37%	161.71%	358.62%	229.12%	313.61%	264.47%	167.86%	2.03%	-43.09%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 153: 各细分纸种开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 信达证券研发中心

1) 文化纸: 需求方面, 短期出版订单表现较弱, 我们预计 26 年 3-5 月新一轮教辅教材备货有望提振需求, 长期整体偏刚性稳定; 供给方面, 2025 年新增供给合计超 130 万吨 (晨鸣复产、实际供给增量更显著), 主要由玖龙自身投产扩张品类。2026 年仅有五洲特纸 15 万吨新增产能 (联盛 120 万吨预计 27 年或之后落地), 我们预计 2026 年供需压力仍存、但边际有望缓和。

2) 白卡纸: 需求方面, 白卡与国内食品、烟、酒包装需求高度相关, 短期需求有所波动、但依然保持较好韧性、长期“以纸代塑”有望催化需求弹性; 供给方面, 2025 年新增供给合计约 320 万吨, 其中博汇/玖龙/联盛分别投产 80/120/120 万吨。2026 年仍有亚太森博 120 万吨产能有待落地 (广西金桂 110 万吨预计 27 年或之后落地), 我们预计 2026 年供需压力仍存、但边际有望缓和。

3) 特种纸: 需求方面, 特纸品类多元, 食品卡/热转印/格拉辛等日用消费品类应用场景持续扩张, 需求增量预计表现突出; 装饰原纸与家居紧密相关、政策落地预计驱动需求逐步企稳; 医疗用纸预计需求稳定、烟草配套保持稳定, 无碳纸等预计延续弱势 (下游发票行业收缩)。供给方面, 细分龙头 26 年新增产能边际减弱, 但大宗纸企产品逐步切入特纸领域, 我们预计各细分赛道供需压力维持。

4) 箱板/瓦楞纸: 需求方面, 箱板瓦楞纸需求与我国社零、GDP 增速等宏观经济指标具备关联性, 且受益于快递&线上购物持续增长, 我们预计 26 年需求维持稳定复苏。供给方面, 2025 年龙头企业合计新增产能为 155 万吨, 其中五洲特纸/新乡亨利/太阳纸业分别新增 25/10/120 万吨; 2026 年仅有太阳纸业 70 万吨产能有待落地 (联盛 120 万吨预计 27 年或之后落地), 我们预计表观供需压力延续缓和趋势。此外, 2024 年 1-10 月我国箱板/瓦楞进口总量均下滑超 20%, 零关税影响逐步减弱。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 55

图 154：各纸种供需情况

	2024年			2025年			2026年及未来		
	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	预计投产时间
文化纸	华泰纸业	52万吨	2024-01	玖龙纸业-荆州	60万吨	2025M2&M4	五洲特纸	15万吨	2025年中
	玖龙纸业	55万吨	2024-01	玖龙纸业-北海	35万吨	2025M7	联盛纸业	120万吨	27年或之后
	岳阳林纸	45万吨	预计2024年底	玖龙纸业-北海	35万吨	2025Q4			
新增产能		152			130			15	
新增需求		-123			-97			-4	
供给-需求		275			227			19	
白卡纸	玖龙纸业	120万吨	2024Q3	博汇纸业	80万吨	2025年	亚太森博	120万吨	2026年
	冠豪高新	30万吨	2024Q2	玖龙纸业	120万吨	2025M8	广西金桂	110万吨	27年或之后
				联盛纸业	120万吨	2025年			
新增产能		150			320			120	
新增需求		2			-4			16	
供给-需求		148			324			104	
包装纸	五洲特纸	78万吨	2024Q3	五洲特纸	25万吨	2025Q1	太阳纸业	70万吨	2026年
	山鹰国际-吉林	30万吨	2024-01	新乡亨利	10万吨	2025E	联盛纸业	102万吨	27年或之后
	山鹰国际-宿州	90万吨	2024Q4	太阳纸业	120万吨	2025Q4			
	河南龙源	35万吨	2024M8						
新增产能		233			155			70	
新增需求		232			257			317	
供给-需求		1			-102			-247	

资料来源：纸视界、纸业网、纸业联讯、玖龙纸业年报、Wind、纸引未来网、亚太森博（江苏）浆纸有限公司二期年产 120 万吨高档白卡纸项目环评报告书、360pack、中国轻工机械协会、拂晓报视频号、新乡亨利、隆众资讯、商都网、信达证券研发中心

图 155：特种纸分品类供需梳理

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2026年预计新增需求	新增供给（25-26年）
食品包装纸	产量（万吨）	161.2	205.4	236.5	267.0	307.3	338.0	354.9	372.7	391.3	18.6	仙鹤股份： 1）广西一期（24-25年）：热转印6-7万吨、食品纸10万吨、格拉辛10万吨、描图纸1.5万吨、文化&格拉辛30-40万吨； 2）湖北项目（24-25年）：综合特种纸15万吨、热转印4万吨、综合特纸10万吨； 3）广西二期（26-27年）：70万吨特纸
	YOY	6.0%	27.4%	15.1%	12.9%	15.1%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%		
装饰原纸	销量（万吨）	105.5	108.5	111.3	120.5	105.7	141.1	133.8	133.8	133.8	0.0	五洲特纸： 25万吨格拉辛（25Q4投产） 华旺科技： 暂无新增产能规划（25-26年） 冠豪高新： 暂无新增产能规划（25-26年） 齐峰新材： 剩余12万吨特种纸项目待投产
	YOY	8.5%	2.9%	2.6%	3.3%	-12.3%	33.5%	-5.1%	0.0%	0.0%		
格拉辛纸	产量（万吨）	30.2	34.2	38.9	44.3	52.5	60.2	66.3	72.9	80.2	7.3	民丰特纸： 1.5万吨描图纸、2.1万吨综合特纸（卷烟纸、普通成型纸、高透成型纸、非热封茶叶袋纸等） 恒丰纸业： 绿色低定量特种涂布纸4万吨（2025） 太阳纸业： 山东3.7万吨&南宁40万吨（25年投产）、山东14万吨二期（26Q1投产） 广西富利华纸业： 10万吨无碳复写原纸&热敏纸（25年投产） 浙江吉鼎新材料： PM3装饰原纸生产线（25年投产）
	YOY	34.8%	13.2%	13.7%	14.0%	18.3%	14.8%	10.0%	10.0%	10.0%		
热敏纸	产量（万吨）	49.0	52.0	53.0	53.0	55.1	56.8	58.5	60.2	62.0	1.8	
	YOY	16.7%	6.1%	1.9%	0.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%		
无碳纸	产量（万吨）	46.7	44.7	43.1	42.2	41.4	40.1	38.9	37.8	36.6	(1.1)	
	YOY	-0.6%	-4.3%	-3.6%	-2.0%	-2.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%		
热转印	产量（万吨）	19.2	20.4	21.0	23.0	25.0	26.7	28.5	31.4	34.5	3.1	
	YOY	3.2%	6.4%	2.8%	9.5%	8.7%	6.8%	6.8%	10.0%	10.0%		
医疗用纸	产量（万吨）	13.8	16.2	21.0	23.5	24.2	19.4	20.3	21.3	22.4	1.1	
	YOY	3.1%	17.0%	29.8%	11.9%	3.0%	-20.0%	5.0%	5.0%	5.0%		
烟草配套纸	产量（万吨）	8.8	8.5	9.0	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	0.0	
	YOY	-1.1%	-3.4%	5.9%	16.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		

资料来源：中国林产工业协会、恒达新材招股书、华经产业研究院、共研网、观研天下、智研咨询、知网文化、中国家居产业、中商情报网、各公司公开投资者交流纪要、各公司公告、湛江经济开发区门户网站、皖江在线、纸视界、信达证券研发中心（备注：E数据为我们预测）

长期竞争：纵深布局产业链为核心抓手。多数大宗纸龙头已在国内逐步构建浆纸一体化布局，**太阳纸业**（纸产能 888 万吨/浆产能 550 万吨）、**玖龙纸业**（纸产能 2350 万吨/浆产能 750 万吨）、**晨鸣纸业**（纸产能 681 万吨/浆产能 430 万吨）等布局领先；**仙鹤股份**（广西/湖北林浆纸一体化项目）、**五洲特纸**（30 万吨化机浆 2023Q4 投产、仍有 60 万吨化学浆待投产）、**华旺科技**（木浆贸易）、**冠豪高新**（40 万吨化机浆项目）近年来加速布局。各纸企自制浆成本偏差有限、未来林木资源或为核心资源禀赋。太阳纸业老挝林地目前已进入加速发展期，公司预计未来年均新种植面积超 1 万公顷，轮伐面积有望呈非线性增长。我们预计公司老挝基地单吨自产木片成本低于采购成本，目前公司已凭借纸浆布局显现突出成本优势，未来伴随上游木片资源供应能力提升，公司底层利润有望进一步夯实、竞争优势有望持续扩大。

图 156: 太阳纸业在文化纸&包装纸领域原材料优势显著

原材料占收入比例		2019	2020	2021	2022	2023	2024
文化纸	太阳纸业（双胶纸）	59.78%					
	太阳纸业（铜版纸）	59.62%	57.80%	63.02%	63.90%	67.03%	66.46%
	博汇纸业（文化纸）	71.44%	71.04%	67.07%	63.74%	59.51%	59.10%
	华泰股份（铜版纸）	66.31%	59.37%	62.76%	67.61%	68.93%	64.16%
原材料占收入比例		2019	2020	2021	2022	2023	2024
包装纸	太阳纸业（牛皮箱板纸）	67.66%	68.31%	68.76%	71.23%	66.07%	64.89%
	太阳纸业（瓦楞纸）	66.31%	64.55%	79.03%	76.73%	71.32%	73.14%
	博汇纸业（箱板纸）	78.90%	79.48%	76.15%	71.06%	71.02%	73.07%
	博汇纸业（瓦楞纸）	69.94%	78.68%	--	--	--	--
	华泰股份（包装纸）	62.89%	64.77%	67.58%	66.67%	66.04%	62.31%
	山鹰国际（箱板纸）	73.89%	73.53%	83.28%	90.28%	86.98%	88.89%
	山鹰国际（瓦楞纸）	77.49%	77.32%	79.25%	87.11%	82.50%	86.29%
	岳阳林纸（包装纸）	78.41%	82.79%	90.93%	60.32%	89.08%	82.21%

资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

投资建议：全球木片供给收缩，需求受下游纸浆投产预计持续提升，木片资源偏紧或将成为常态，中长期支撑浆价底部抬升。**25**年纸浆博弈加剧，目前易涨难跌；**26**年新增产能有限、海外降息或将延续，且贸易冲突边际减弱，我们判断需求有望稳步回暖，考虑到国内自制浆投产、我们预计整体供需或基本平衡，纸浆价格温和上涨。造纸龙头在建工程高位回落，行业自**2026**年供需压力逐步缓解，静待未来需求端改善加速产能去化，龙头在此期间凭借林浆纸一体化有望持续扩大竞争优势。**1）大宗纸：**建议关注底层利润夯实向上的太阳纸业，关注玖龙纸业、博汇纸业、山鹰国际、岳阳林纸、晨鸣纸业等。**2）特种纸：**建议关注产品多元、抗周期能力优异，成长动能充沛的仙鹤股份、恒丰纸业、华旺科技、五洲特纸，关注冠豪高新、恒达新材、齐峰新材等。

图 157: 盈利预测与估值（亿元）

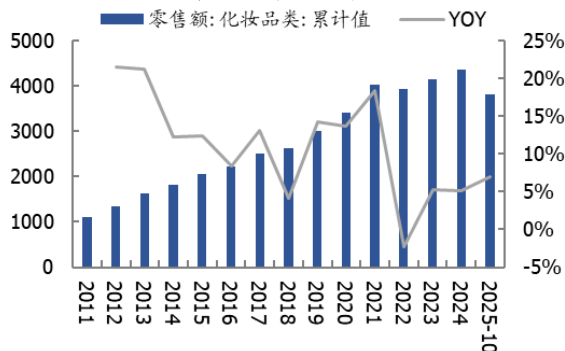
股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
太阳纸业	420.58	407.27	411.41	450.51	31.01	34.11	38.97	13.6	12.3	10.8
仙鹤股份	159.10	102.74	127.94	152.91	10.04	10.90	13.44	15.8	14.6	11.8
山鹰国际	97.12	292.29	295.97	311.43	-4.51	0.78	3.73	-	125.3	26.1
岳阳林纸	74.52	81.35	-	-	1.67	-	-	44.7	-	-
博汇纸业	79.14	189.30	190.98	202.82	1.76	2.21	3.75	45.0	35.8	21.1
晨鸣纸业	42.54	227.29	-	-	-74.11	-	-	-	-	-
华旺科技	42.86	37.68	38.28	41.63	4.69	3.95	4.51	9.1	10.8	9.5
冠豪高新	54.96	75.88	-	-	1.84	-	-	29.9	-	-
齐峰新材	48.50	33.88	34.31	37.09	1.12	1.52	1.85	43.2	31.9	26.2
五洲特纸	55.76	76.56	90.23	104.28	3.62	2.67	3.66	15.4	20.9	15.2
恒达新材	24.68	10.08	-	-	0.68	-	-	36.0	-	-
恒丰纸业	25.33	27.74	32.38	36.65	1.16	1.98	2.31	21.9	12.8	11.0
玖龙纸业	259.22	594.96	634.06	702.65	7.51	17.83	29.61	34.5	14.5	8.8

资料来源：iFind，信达证券研发中心（盈利预测来自 iFind 一致预期，股价日期为 2025/12/11）

2.3 永新&裕同稳健红利，金属包装提价在即

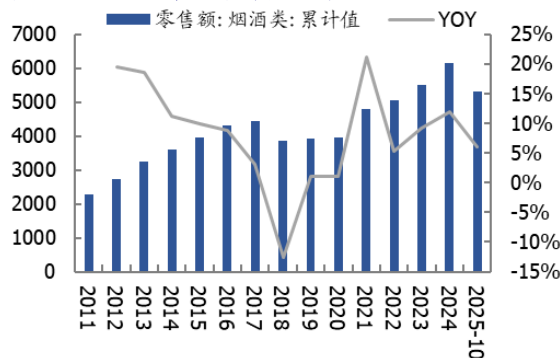
下游需求平稳增长，苹果销量表现靓丽。根据国家统计局发布数据，2025 年 1-10 月塑料包装相关下游行业零售端数据相较 24 年均平稳增长。化妆品、烟酒类市场零售额自 2022 年后持续扩容，26 年伴随宏观经济修复、我们判断市场需求有望维持平稳增长。3C 方面，25Q3 我国手机市场出货量同比-3%、但较 Q2 降幅收窄；Iphone17 上市后表现突出，10 月苹果销量同比涨幅超 37%，且进入 11 月后热销势头依旧延续，果链有望充分受益。

图 158: 化妆品零售额累计值及增速 (亿元)



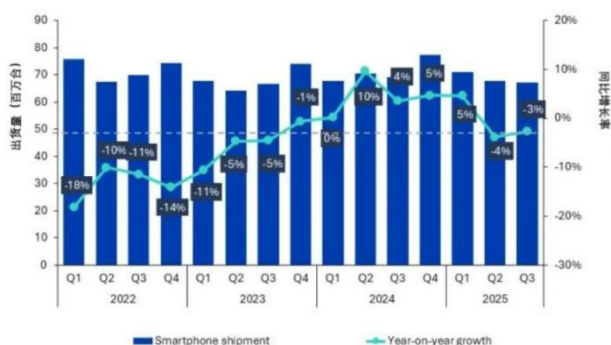
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 159: 烟酒零售额累计值及增速 (亿元)



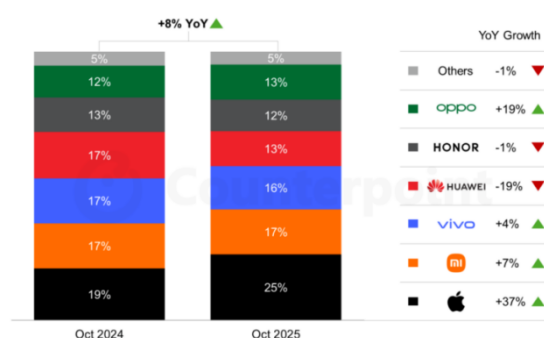
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 160: 2022-2025 中国手机市场出货量及增长率 (百万台, %)



资料来源: Omdia, 信达证券研发中心

图 161: 2025 年 10 月中国智能手机主要厂商销量占比 (%)



资料来源: Counterpoint Research, 信达证券研发中心

图 162: iPhone 在中国智能手机销量中的占比进入 Q3 后持续提升

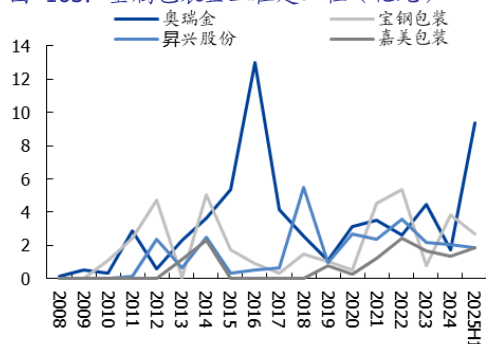


资料来源: Counterpoint Research, 信达证券研发中心

金属包装: 龙头并购整合落地, 供需压力趋缓。25 年上半年奥瑞金并购中粮包装落地, 行业集中度进一步提升, 合并后 2024 年二片罐 CR3 已达 70%+。展望未来, 两片罐国内新增供给有限 (25 年后龙头国内增量基地仅有宝钢包装厦门 11 亿罐产线)、供需压力趋缓, 且各公司盈利压力扩大, 未来行业龙头有望由份额导向转向盈利导向, 我们判断 26 年基准价格或将实现小幅提升。

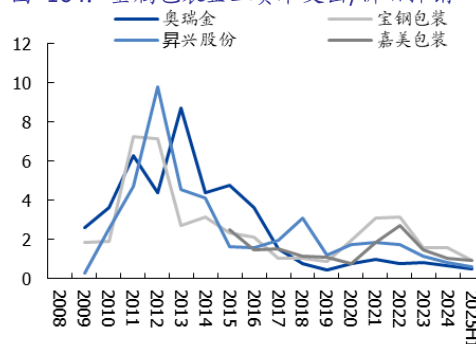
资本开支: 高点向下, 产能扩张有限。自 1985 年我国开始铝制二片罐制造, 行业产能持续扩张; 伴随 2009 年开始王老吉逐步将三片罐改为二片罐, 基于对二片罐行业前景的一致看好, 11-13 年国内外金属包装企业纷纷加码二片罐市场, 14-15 年新建产能集中投产, 而后全国二片罐供需出现严重失衡、价格战激烈。此后产能逐步消化, 22 年迎新一轮扩产, 23 年各企业扩产意愿明显下降, 24-25 年行业扩产明显放缓 (奥瑞金在建工程 25 年显著增加主要系增加泰国和哈萨克斯坦等海外基地扩张、国内资本开支显著减少), 未来行业盈利有望伴随供给端扩产意愿下降而逐渐修复。

图 163: 金属包装企业在建工程 (亿元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

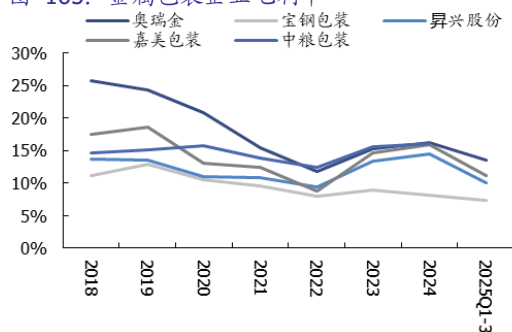
图 164: 金属包装企业资本支出/折旧摊销



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

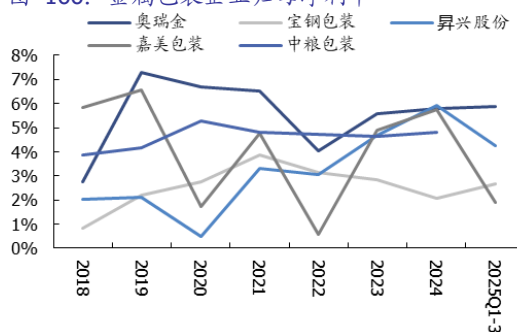
盈利能力周期: 盈利能力跌至低点。2023 年至今行业延续承压, 2025Q1-3 宝钢/奥瑞金/昇兴/嘉美毛利率分别为 7.43%/13.52%/10.03%/11.12%。综合考虑低罐价、高铝材成本、低毛利率及较高开工率, 我们判断当前金属包装的盈利水平已处于低位区间, 进一步恶化空间有限。未来随着行业供需格局的改善, 各公司盈利能力有望提升。

图 165: 金属包装企业毛利率



资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (注: 中粮包装 2024 年数据为中报数据)

图 166: 金属包装企业归母净利润率



资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (注: 中粮包装 2024 年数据为中报数据)

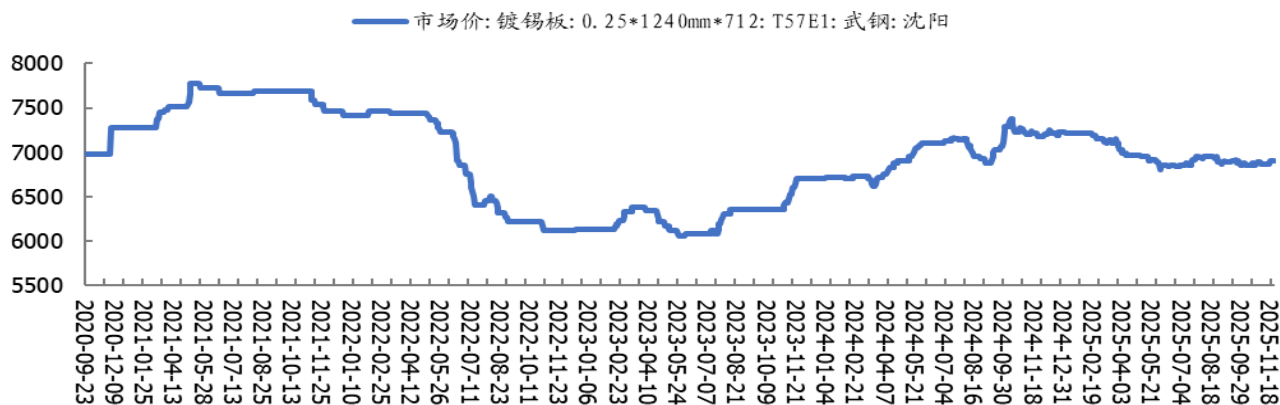
原材料周期: 历史较高水平, 边际影响预计减弱。原材料成本为金属包装主要成本 (原材料成本占比在 80%以上), 其中铝材为二片罐主要原材料, 马口铁为三片罐主要原材料。2025Q2 以来, 反内卷+美国降息背景下, 铝材价格再次迎来上涨, 马口铁价格整体表现平稳。展望未来, 大宗商品受益于降息周期, 26 年价格有望保持坚挺, 但高斜率增长概率有限, 平稳状态下金属包装企业可通过季度调价机制传导成本压力。

图 167: 铝锭价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (注: 截至 2025 年 11 月 10 日)

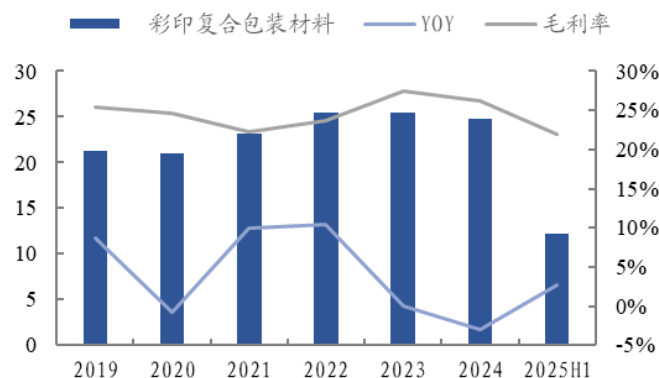
图 168: 镀锡板价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (注: 截至 2025 年 11 月 21 日)

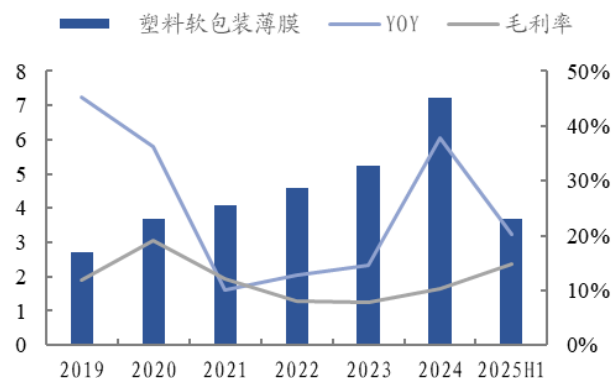
塑料包装-永新股份: 经营表现稳健, 结构成长突出。公司下游领域分散、需求韧性显著, 且我们预计薄膜、海外收入等高潜业务贡献结构成长, Q1-3 收入表现稳健, 整体盈利能力保持平稳。公司客户均为头部且较为分散, 抵御风险能力较强, 近年来行业洗牌加速, 部分地方性企业小企业经营难度提升 (对比宏裕包材彩印业务增速及毛利率可知)。出海方面, 公司持续加强与跨国企业深度合作、建设本地化服务团队, 目前出海东南亚市场为主, 南非、欧洲、日本等市场陆续突破。未来随功能性差异化产品占比提升、海外业务快速增长, 盈利能力有望持续提升、成长动能充足。此外, 公司现金分红率 2015 年至今保持 70% 以上 (25H1 超 90%), 高红利属性凸显。

图 169: 永新股份彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)



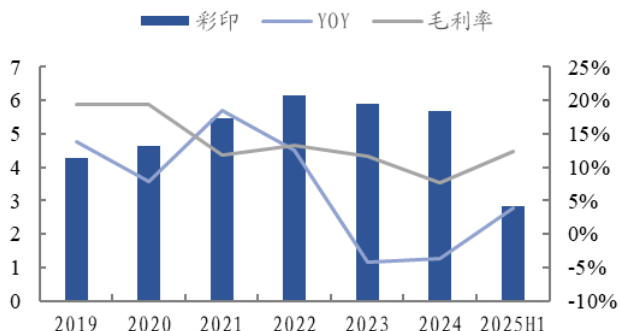
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 170: 永新股份薄膜业务收入、增速及毛利率 (亿元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 171: 宏裕包材彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

纸包装:

1) 裕同科技: 多元产品矩阵驱动成长。3C 核心客户新品销售表现靓丽&公司份额稳定保持高位、且其余客户产品迭代加速、更多包材配套机遇涌现, 3C 精品基本盘有望延续稳健增长趋势; 消费方面, 公司在原有烟酒/化妆品等方面持续开拓新兴领域, 未来有望在卡牌及新消费包装(规模大、工艺水平要求高)等高端差异化市场持续放量; 环保纸塑方面, 尽管 25H1 受关税&双反扰动, 但公司得益于越南产能布局优势, 未来成长有望加速。

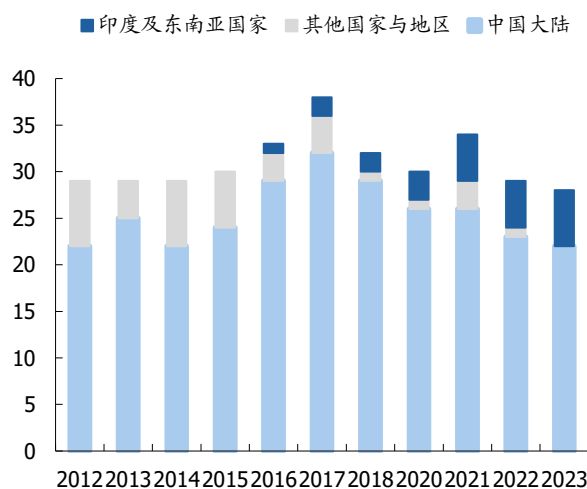
2) 美盈森: 公司目前下游中消费电子占比约 40%, 家居&家电占比约 30%, 汽车及新能源汽车产业链约占 10%, 白酒类约占 10%, 其余客户涵盖医疗器械、食品饮料、保健品、快递包装等。整体客户结构分散、需求稳健, 且战略性聚焦高毛利客户, 盈利能力优于同行。公司出海较早, 卡位核心客户、先发优势显著, 我们预计出海后份额有望显著提升(竞争格局亦在优化), 且未来盈利结构优化有望持续推动利润中枢向上,

图 172: 苹果公司包装供应商名单, 裕同份额稳定

年份	企业数量	企业名单
2011	6	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美印刷、嘉艺包装、鹏达精密
2012	10	华彩印刷、大道工业、正隆股份、整合图形公司、正美印刷、明翔科技、多元包装、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技
2013	10	华彩印刷、大道工业、正隆股份、整合图形公司、正美集团、明翔科技、多元包装、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技
2014	9	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美集团、明翔科技、多元包装、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技
2015	9	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美集团、明翔科技、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技、泰勒公司
2016	9	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美集团、明翔科技、鹏达精密、当纳利集团、上海实业、裕同科技
2017	10	华彩印刷、正隆股份、正美集团、明翔科技、美盈森集团、鹏达精密、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2018	8	正隆股份、正美集团、明翔科技、美盈森集团、金箭印刷、裕同科技、当纳利集团、斯道拉恩索
2020	8	正美集团、金箭印刷、美盈森集团、凯成科技、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2021	7	正美集团、美盈森集团、凯成科技、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2022	6	正美集团、美盈森集团、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2023	7	正美集团、金箭印刷、凯成科技、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索

资料来源: 纸视界, 信达证券研发中心

图 173: 苹果公司包装供应商生产设施数量及分布(处)



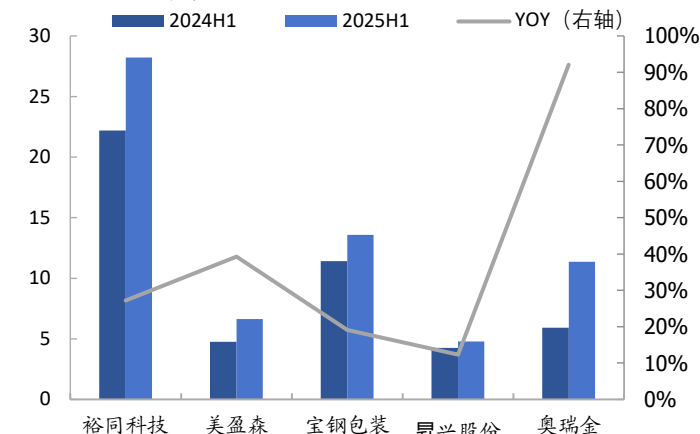
资料来源: 纸视界, 信达证券研发中心(注: 年份为财年)

出海大势所趋, 龙头优先布局。25H1(宝钢为 24 年数据)裕同科技/美盈森/宝钢包装/昇兴股份/奥瑞金海外收入分别为 28.23 亿元/6.63 亿元/13.59 亿元/4.79 亿元/11.35 亿元(同比分别+27.21%/39.29%/19.14%/12.32%/92.07%), 毛利率分别为 28.79%/33.50%/14.33%/24.68%/6.78%(同期国内分别为 19.41%/23.70%/5.60%/7.85%/14.91%); 全球贸易摩擦背景下, 优质订单外移, 且海外竞争格局更优, 我们预计定价更高, 因此利润水平远超国内。包装龙头近年来加速出海征程, 其中:

1) 纸包装: 裕同科技东南亚及墨西哥布局基本完成, 未来计划在未来 2-3 年内考虑在欧洲、中东、美国等地布局新基地(目前海外产能占比 20%, 长期目标高达 50%)。此外, 当前阶段海外产能均处爬坡阶段, 公司预计 2-3 年稳定后净利率进一步提升, 中长期盈利扩张逻辑顺畅; 美盈森在越南/泰国/马来西亚/墨西哥合计拥有 5 个工厂(墨西哥今年即将投产), 我们预计海外产能利用率较高, 未来 2-3 年内外销或将保持高增趋势(国内预计整体保持平稳);

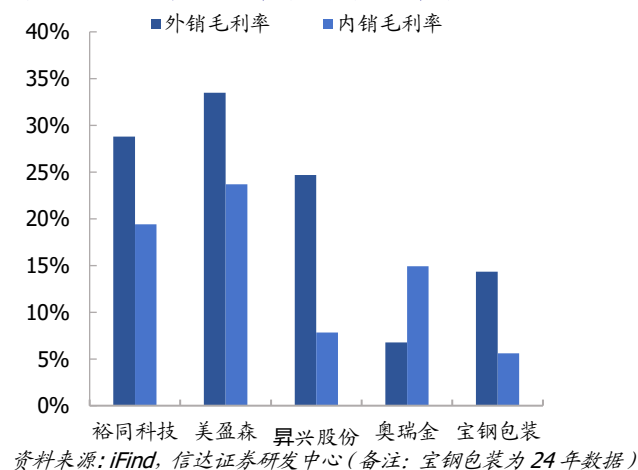
2) 金属包装: 宝钢包装已在越南、马来西亚、柬埔寨形成三国四基地五产线的稳定格局; 昇兴股份柬埔寨基地已爬坡多年, 越南新基地 26 年有望投产; 奥瑞金内生外延扩张海外基地, 目前在沙特/泰国/哈萨克斯坦均有明确规划, 且仍在研判海外项目, 未来出海有望持续贡献增量。

图 174: 各公司外销收入及同比 (亿元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (备注: 宝钢包装为 24 年数据)

图 175: 各公司 25H1 外销&内销毛利率对比



资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (备注: 宝钢包装为 24 年数据)

投资建议: 金属包装 25 年行业集中度进一步提升, 未来两片罐国内新增供给有限、供需压力趋缓, 且目前各公司盈利低位, 未来行业龙头有望由份额导向转向盈利导向, 我们判断 26 年基准价格或将实现小幅提升。当前节点, 纸&塑包装下游需求平稳, 龙头凭借自身结构成长, 收入表现稳健、盈利领先同行, 未来凭借在产能&客户&规模等角度的先发布局优势, 行业集中度有望进一步提升。此外, 全球贸易摩擦背景下, 海外优质订单外移, 且海外竞争格局&定价更优, 行业出海征程已徐徐展开。关注裕同科技、永新股份、美盈森、紫江企业、宝钢包装、奥瑞金、昇兴股份等。

图 176: 重点公司盈利预测与估值 (亿元)

股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
裕同科技	262.81	171.57	186.54	206.81	14.09	16.35	18.58	18.7	16.1	14.1
永新股份	71.91	35.25	37.87	41.42	4.68	4.86	5.38	15.4	14.8	13.4
美盈森	61.41	40.07	41.75	48.65	2.82	3.51	4.40	21.8	17.5	14.0
宝钢包装	66.09	83.18	85.97	97.90	1.72	1.93	2.96	38.3	34.3	22.3
奥瑞金	146.67	136.73	229.07	242.41	7.91	12.52	12.76	18.6	11.7	11.5
昇兴股份	75.52	71.30	72.09	78.88	4.23	3.19	4.51	17.8	23.7	16.8
上海艾录	34.93	11.91	-	-	0.53	-	-	65.5	-	-
新巨丰	35.41	17.06	22.20	25.28	1.84	1.85	2.29	19.3	19.1	15.5
紫江企业	109.05	106.37	111.21	117.77	8.09	10.95	8.60	13.5	10.0	12.7

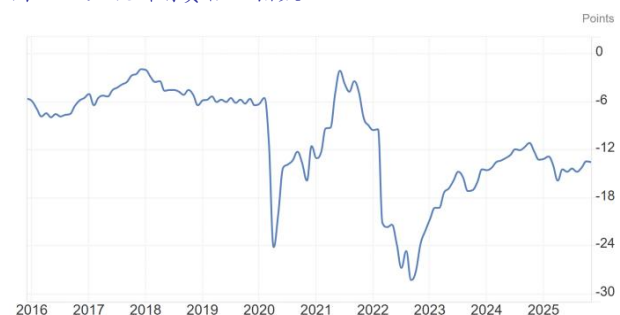
资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价日期为 2025/12/11)

3. 出口：供应格局重塑，品牌出海当时

3.1 美国仍为海外主要市场，降息有望拉开地产后周期修复序幕

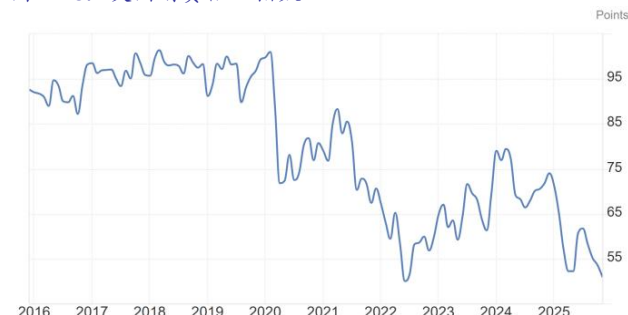
海外消费信心偏弱，美国新屋销售抬头。欧美市场疫后消费信心普遍下滑，其中欧盟 2022 年 9 月创历史最低记录-28.30 点，此后虽底部稳步攀升，但整体仍处于-12 点以下（1985 年至今平均为-10.24 点）；美国整体趋势类似，且 25 年由于关税政策扰动、消费信心持续走低。展望未来，1）欧洲：以法国为例，新屋销售疫后始终保持低位；欧元区 GDP 增速近年来维持 2% 以下波动（安永《欧盟经济展望》预测 26 年欧元区 GDP 将从 2025 年 1.3% 下降至 1.1%），且欧洲央行行长近期表示未来货币政策将“谨慎而渐进”，我们预计欧洲短期需求增量或将有限；2）美国：25 年 8 月新房销售同比+17.8%、10 月成屋销售同比+1.7%，受益降息刺激，美国地产复苏态势或已显现；此外，美国 26 年大概率延续降息周期，我们判断 26 年美国需求有望稳步提升，仍将为我国轻工企业主要出口市场。

图 177：欧洲消费信心指数



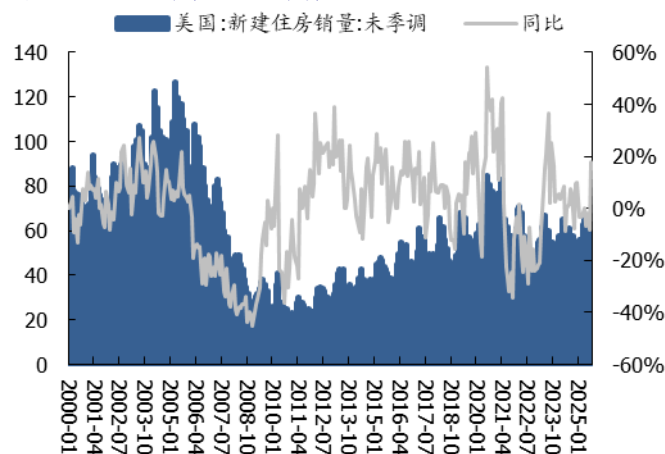
资料来源：Trading Economics，信达证券研发中心

图 178：美国消费信心指数



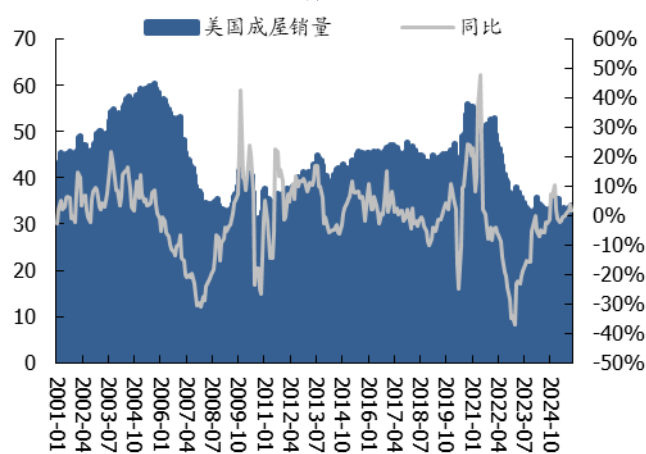
资料来源：Trading Economics，信达证券研发中心

图 179：美国新房数据（千套）



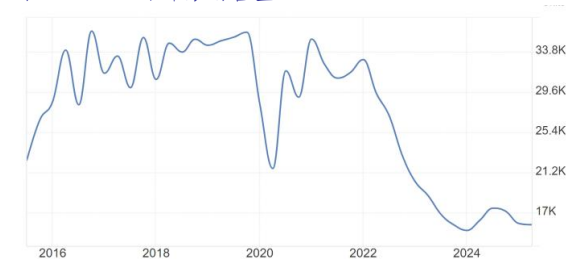
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 180：美国成屋数据（万套）



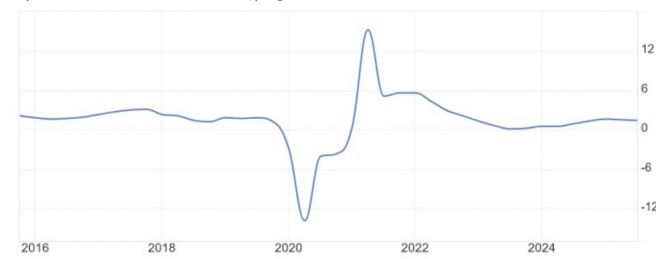
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 181：法国新房销售量



资料来源：Trading Economics，信达证券研发中心

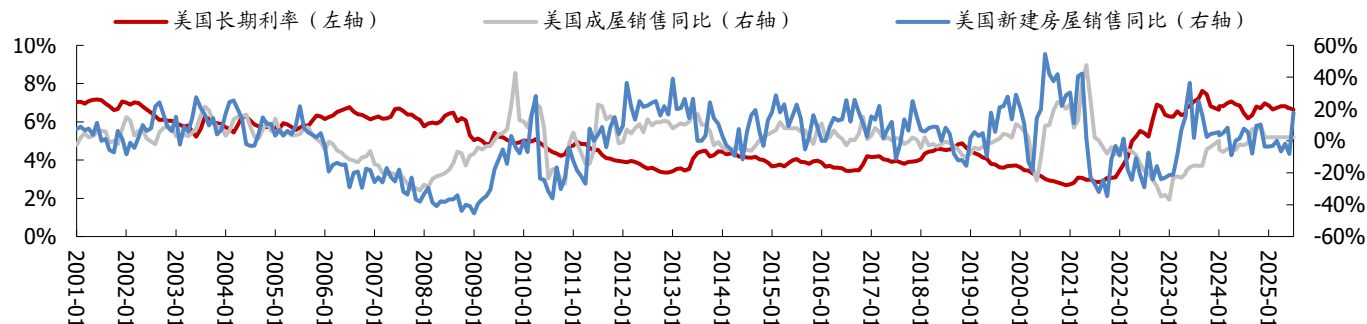
图 182：欧元区 GDP 增速



资料来源：Trading Economics，信达证券研发中心

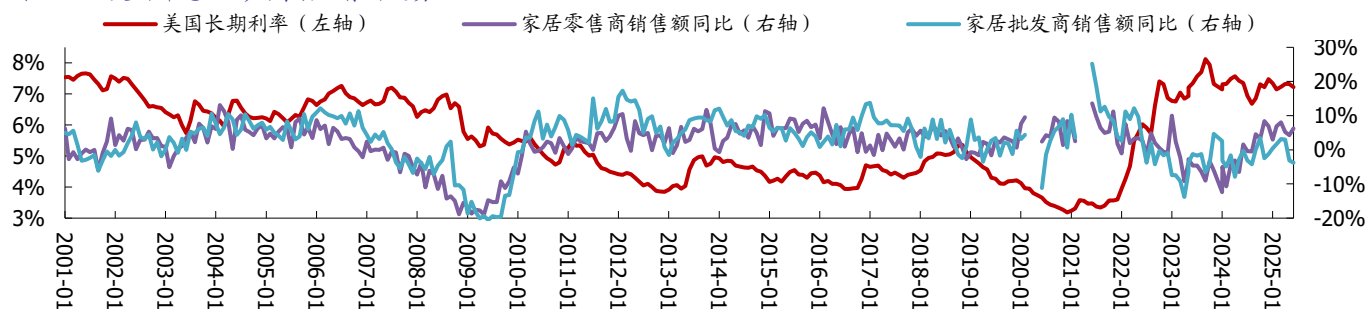
美国地产复苏有望驱动家居等消费回暖。复盘美国历次降息周期，通常利率与地产&家居消费呈现显著负相关，降息明确刺激地产修复以及家居消费复苏。自美联储 24 年 9 月开启本轮降息周期，美国家居零售商销售额 24 年 10 月至今均保持小个位数增长趋势（23 年 2 月至 24 年 10 月均在下滑）；伴随降息政策进一步落地，我们预计 26 年美国地产&家居市场有望平稳复苏。

图 183: 美国降息&地产周期呈背离趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

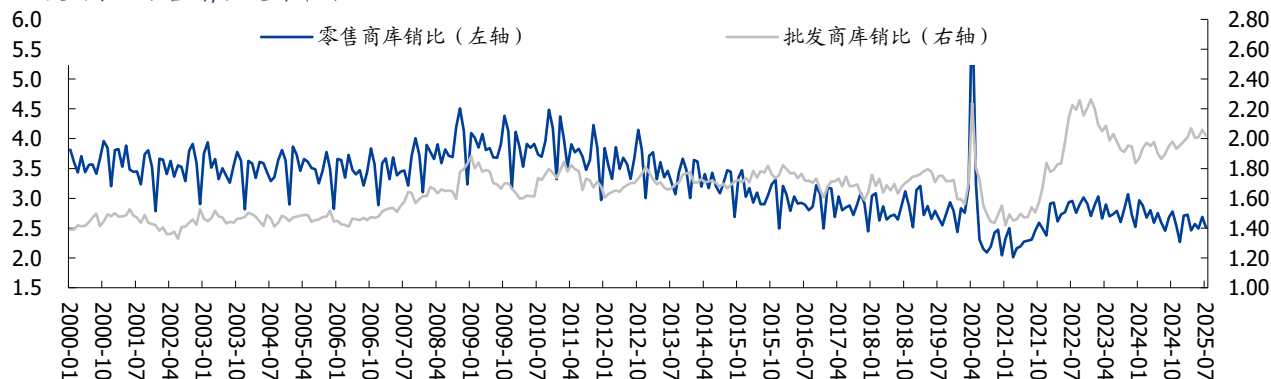
图 184: 美国降息&地产周期呈背离趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

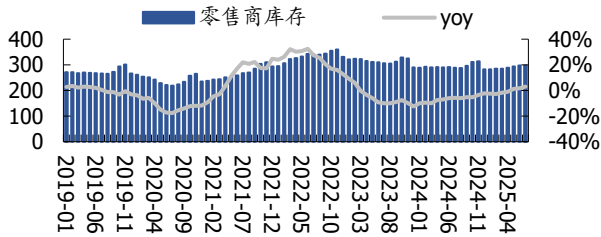
收入预期乐观、库存水平健康，订单节奏有望恢复常态。2025 年 8 月美国家居零售商/批发商库存历史分位数分别为 11.3%/74.0%（绝对值均在 22 年累库周期后低点），我们判断差异主要来自于终端零售商面对未来需求&关税不确定、订单节奏放缓，库存持续下降，导致批发商存货水平提升。我们判断 Q4 受益于降息刺激&贸易摩擦趋于温和，零售商库存已趋于平稳。26 年受益于低基数&需求持续复苏，下游客户订单节奏有望回归常态。分公司来看，美国零售&品牌商 25Q1-3 收入普遍维持平稳增长（除部分公司自身经营承压、延续此前下滑），且家得宝、沃尔玛等均持续调高全年收入预期；库存方面，虽各家 Q3 库销比环比表现不一，但均低于 22 年高点，整体库存水平保持健康。

图 185: 美国家居零售商/批发商库销比



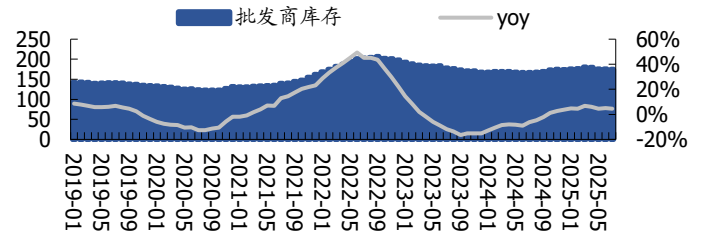
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 186: 美国家居零售商库存&同比 (亿美元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 187: 美国批发商库存及同比 (亿美元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 188: 美国家居零售商/批发商库销比

劳氏 (LOWE'S): 全年可比收入持平至+1% (维持不变)										塔吉特 (TARGET): Q4收入预计低个位数下滑									
收入 (亿美元)	213.6	235.9	201.7	185.5	209.3	239.6	208.1	收入 (亿美元)	245.3	254.5	256.7	309.2	238.5	252.1	252.7				
收入增速	-4%	-5%	-1%	0%	-2%	2%	3%	收入增速	-3%	3%	1%	-3%	-3%	-1%	-2%				
库存 (亿美元)	182.2	168.4	175.7	174.1	183.4	163.4	171.8	库存 (亿美元)	117.3	126.0	151.7	127.4	130.5	128.8	149.0				
库存增速	-7%	-3%	0%	3%	1%	-3%	-2%	库存增速	-7%	-1%	3%	7%	11%	2%	-2%				
库销比	0.85	0.71	0.87	0.94	0.88	0.68	0.83	库销比	0.48	0.50	0.59	0.41	0.55	0.51	0.59				
净利率	8.21%	10.10%	8.40%	6.06%	7.84%	10.01%	7.76%	净利率	3.84%	4.68%	3.33%	3.57%	4.34%	3.71%	2.73%				
WAYFAIR: 预计Q4收入增速为中位数										百思买 (BEST BUY): 全年可比收入增长-1%~+1% (维持不变)									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	27.3	31.2	28.8	31.2	27.3	32.7	31.2	收入 (亿美元)	88.5	92.9	94.5	139.5	87.7	94.4					
库存 (亿美元)	-2%	-2%	-2%	0%	0%	5%	8%	收入增速	-7%	-3%	-3%	-5%	-1%	2%					
库存增速	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	库存 (亿美元)	52.3	57.1	78.1	50.9	51.9	58.2					
库销比	-2%	1%	3%	1%	11%	14%	-14%	库存增速	0%	1%	3%	3%	-1%	2%					
净利率	0.03	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03	0.02	库销比	0.59	0.61	0.83	0.36	0.59	0.62					
	-9.09%	-1.35%	-2.57%	-4.10%	-4.14%	0.46%	-3.18%	净利率	2.78%	3.13%	2.89%	0.84%	2.30%	1.97%					
RH: 全年收入同比增长9%-11% (此前为10-13%)										亚马逊 (AMAZON): 预计Q4收入为2060-2130亿美元, 同比增长10%-13%									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	7.3	8.3	8.1	8.1	8.1	9.0		收入 (亿美元)	1433.1	1479.8	1588.8	1877.9	1556.7	1677.0	1801.7				
库存 (亿美元)	-2%	4%	8%	10%	12%	8%		收入增速	13%	10%	11%	10%	9%	13%	13%				
库存增速	8.0	9.2	9.8	10.2	10.1	9.6		库存 (亿美元)	311.5	341.1	361.0	342.1	358.6	408.3	414.9				
库销比	5%	24%	36%	35%	26%	4%		库存增速	-9%	-7%	2%	3%	15%	20%	15%				
净利率	1.10	1.10	1.21	1.26	1.24	1.06		库销比	0.22	0.23	0.23	0.18	0.23	0.24	0.23				
	-0.50%	3.49%	4.06%	1.72%	0.98%	5.75%		净利率	7.28%	9.11%	9.65%	10.65%	11.00%	10.83%	11.76%				
地板装饰 (FLOOR & DECOR): 全年可比门店收入同比-2%至-1% (此前为-2%至持平)										欧迪办公									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	11.0	11.3	11.2	11.1	11.6	12.1	11.8	收入 (亿美元)	18.7	17.2	17.8	16.2	17.0	15.9	16.3				
库存 (亿美元)	-2%	0%	1%	6%	7%	6%	6%	收入增速	-11%	-10%	-11%	-10%	-9%	-8%	-9%				
库存增速	10.3	10.4	10.5	11.3	11.9	12.1	11.6	库存 (亿美元)	7.3	7.8	7.6	7.7	7.5	7.5	7.0				
库销比	-13%	-12%	-5%	2%	15%	17%	11%	库存增速	-8%	-7%	-3%	1%	2%	-4%	-8%				
净利率	0.94	0.92	0.94	1.02	1.02	1.00	0.99	库销比	0.39	0.45	0.43	0.47	0.44	0.47	0.43				
	4.56%	5.00%	4.62%	4.25%	4.22%	5.19%	4.85%	净利率	0.80%	-4.25%	3.26%	-0.18%	-1.71%	0.00%	1.42%				
家得宝 (HOME DEPOT): 全年总收入增长约3% (此前为2%)										STEELCASE-CL A									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	364.2	431.8	402.2	397.0	398.6	452.8	413.5	收入 (亿美元)	7.8	7.3	8.6	8.0	7.9	7.8	9.0				
库存 (亿美元)	-2%	1%	7%	14%	9%	5%	3%	收入增速	-3%	-3%	0%	2%	2%	7%	5%				
库销比	224.2	230.6	239.0	234.5	257.6	248.4	262.0	库存 (亿美元)	2.3	2.5	2.4	2.5	2.5	2.9	2.9				
净利率	-12%	-1%	5%	12%	15%	8%	10%	库存增速	-28%	-19%	-11%	-5%	6%	16%	19%				
	0.62	0.53	0.59	0.59	0.65	0.55	0.63	库销比	0.30	0.34	0.28	0.31	0.31	0.37	0.32				
	9.89%	10.56%	9.07%	7.55%	8.61%	10.05%	8.71%	净利率	2.75%	1.50%	7.37%	2.39%	3.55%	1.80%	3.08%				
沃尔玛 (WALMART): 预计全年增长约3.75%-4.75% (此前为3%-4%)										YETI: 全年收入增速预计为1%-2% (此前为1%-4%)									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	1615.1	1693.4	1695.9	1805.5	1656.1	1774.0	1795.0	收入 (亿美元)	3.4	4.6	4.8	5.5	3.5	4.5	4.9				
库存 (亿美元)	6%	5%	5%	4%	3%	5%	6%	收入增速	13%	15%	10%	5%	3%	-4%	2%				
库存增速	553.8	556.1	633.0	564.4	574.7	577.3	654.0	库存 (亿美元)	3.6	3.8	3.7	3.1	3.3	3.4	3.2				
库销比	-3%	-2%	-1%	3%	4%	4%	3%	库存增速	5%	17%	8%	-8%	-9%	-10%	-12%				
净利率	0.34	0.33	0.37	0.31	0.35	0.33	0.36	库销比	1.07	0.82	0.77	0.57	0.94	0.77	0.66				
	3.16%	2.66%	2.70%	2.91%	2.71%	3.96%	3.42%	净利率	4.64%	10.87%	11.76%	9.69%	4.84%	11.47%	8.08%				
市南 (COSTCO)										TEMPUR SEALY INTERNATIONAL: 预计全年销售额约75亿美元 (此前为74亿美元)									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	585.2	797.0	621.5	637.2	632.1	861.6		收入 (亿美元)	11.9	12.3	13.0	12.1	16.1	18.8	21.2				
库存 (亿美元)	9%	1%	8%	9%	8%	8%		收入增速	-2%	-3%	2%	3%	35%	52%	63%				
库销比	174.3	186.5	209.8	187.5	186.1	181.2		库存 (亿美元)	4.9	5.1	5.0	4.5	6.8	7.1	6.5				
净利率	7%	12%	17%	10%	7%	-3%		库存增速	-14%	-4%	2%	-7%	39%	40%	30%				
	0.30	0.23	0.34	0.29	0.29	0.21		库销比	0.41	0.41	0.38	0.37	0.42	0.38	0.30				
	2.87%	2.95%	2.89%	2.81%	3.01%	3.03%		净利率	6.41%	8.60%	10.00%	5.96%	-2.06%	5.26%	8.36%				
LA-Z-BOY: 预计Q4收入为5.25-5.45亿美元										CRICUT: 预计25Q4销售额同比、环比均增长									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	5.5	5.0	5.2	5.2	5.7	4.9	5.2	收入 (亿美元)	1.7	1.7	1.7	2.1	1.6	1.7	1.7				
库存 (亿美元)	-1%	3%	2%	4%	3%	-1%	0%	收入增速	-8%	-6%	-4%	-10%	-3%	2%	2%				
库存增速	2.6	2.7	2.9	2.9	2.6	2.5	2.3	库存 (亿美元)	2.3	1.9	1.7	1.2	1.1	1.2	1.3				
库销比	-5%	1%	8%	4%	-3%	-7%	-22%	库存增速	-23%	-35%	-45%	-53%	-49%	-35%	-19%				
净利率	0.48	0.55	0.55	0.55	0.45	0.51	0.43	库销比	1.35	1.15	1.00	0.55	0.70	0.73	0.79				
	7.10%	5.24%	5.76%	5.36%	2.63%	3.66%	5.52%	净利率	11.74%	11.77%	6.84%	5.74%	14.72%	13.95%	12.03%				
SLEEP NUMBER: 预计全年收入为14亿美元 (此前为14.5亿美元)										PETCO HEALTH & WELLNESS: 预计全年收入低个位数下滑 (维持不变)									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	4.7	4.1	4.3	3.8	3.9	3.3	3.4	收入 (亿美元)	15.3	15.2	15.1	15.5	14.9	14.9					
库存 (亿美元)	-11%	-11%	-10%	-12%	-16%	-20%	-20%	收入增速	-2%	0%	1%	-7%	-2%	-2%					
库销比	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	库存 (亿美元)	6.8	6.7	6.9	6.5	6.5	6.3					
净利率	-14%	-21%	-20%	-11%	3%	4%	-3%	库存增速	2%	-1%	-2%	-5%	-5%	-6%					
	0.21	0.23	0.22	0.27	0.26	0.30	0.26	库销比	0.45	0.44	0.46	0.42	0.43	0.41					
	-1.59%	-1.24%	-0.74%	-1.33%	-2.29%	-7.62%	-21.29%	净利率	-3.04%	-1.64%	-1.13%	-0.90%	-0.80%	0.94%					
INI: 预计25年销量增长 (维持不变)										FRESHPET: 全年预计增长13% (原计划增长13%-16%)									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	5.9	6.2	6.7	6.4	6.0	6.7	6.8	收入 (亿美元)	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.9				
库存 (亿美元)	23%	11%	-6%	-6%	2%	7%	2%	收入增速	34%	28%	26%	22%	17%	13%	14%				
库销比	2.1	2.2	2.1	1.9	2.1	2.2	1.9	库存 (亿美元)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7				
净利率	11%	-5%	-8%	-1%	-3%	-3%	-8%	库存增速	8%	12%	23%	28%	14%	24%	-4%				
	0.36	0.36	0.31	0.30	0.34	0.33	0.28	库销比	0.32	0.31	0.29	0.31	0.31	0.34	0.24				
	3.01%	5.77%	7.07%	5.92%	2.33%	7.20%	6.03%	净利率	8.31%	-0.72%	4.70%	6.84%	-4.94%	6.04%	3.52%				
										MILLERKNOLL: 预计Q4收入为9.26-9.66亿美元									
收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	收入 (亿美元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3				
收入增速	8.7	8.9	8.6	9.7	8.8	9.6	9.6	收入 (亿美元)	8.7	8.9	8.6	9.7	8.8	9.6	9.6				
库存 (亿美元)	-11%	-7%	-6%	2%	0%	8%	11%	收入增速	-11%	-7%	-6%	2%	0%	8%	11%				
库销比	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.5	4.7	库存 (亿美元)	-19%	-12%	-7%	-4%	-3%	4%	6%				
净利率	0.50	0.48	0.51	0.44	0.49	0.46	0.49	库销比	0.50	0.48	0.51	0.44	0.49	0.46	0.49				
	2.54%	1.11%	-0.14%	3.51%	-1.48%	-5.93%	-1.63%	净利率	2.54%	1.11%	-0.14%	3.51%	-1.48%	-5.93%	-1.63%				

3.2 全球供应格局重塑，出口龙头份额有望持续提升

25年美国关税持续波动，年底中国&东南亚关税差异回归原点。25年特朗普上台以来高举关税作为外交谈判工具，2月-4月通过芬太尼&对等关税等借口，对我国加征54%关税，后最高提升至145%后恢复至30%（20%芬太尼+10%对等）；10月经中美高层会谈后，关税战已趋于平缓，目前稳定在20%（10%芬太尼+10%对等）。对比东南亚国家，以越南为例，25年7月后美国对其加征关税亦为20%，与中国关税差异重返25年前原点。

图 189: 美国对华关税梳理

时间	美国对华关税核心政策	政策细节
2025年2月4日	加征10%基准关税	通过行政令14195，以芬太尼问题为借口，对所有中国进口商品加征10%基准关税。
2025年3月4日	关税提升至20%+列实体清单	将中国商品关税从10%提高至20%。
2025年4月2日	叠加34%额外关税	发布行政令14257，在20%关税基础上，额外对中国商品加征34%对等关税，纳入全球对等关税框架。
2025年4月8日	对等关税升至84%	通过行政令14259，将中国对等关税从34%提升至84%。
2025年4月9日	总关税飙升至145%	发布行政令14266，将对等关税从84%升至125%，叠加20%芬太尼相关关税，总税率达145%。
2025年5月14日	大幅下调至30%	撤销此前多项高额关税行政令，暂停24%关税90天，保留10%基础关税；下调小额包裹从价税率至54%，撤销包裹从量税上调计划。
2025年10月30日	启动关税结构性调整	吉隆坡会谈达成共识，即时取消10%芬太尼特别关税；暂停海事运输等行业15%的301调查关税，豁免期1年。
2025年11月10日	下调特定关税+延长豁免期	发布总统行政令，将20%芬太尼关税降至10%；延长24%对等关税暂停期1年，期间维持10%基础关税；178项商品301关税豁免期延至2026年11月10日。

资料来源：德恒律师事务所，大众日报，畜牧大集网，人民日报，观察者网，山东外贸职业学院，信达证券研发中心

图 190: 美国对越南关税梳理

时间	美国对越南关税核心政策	政策细节
2025年4月2日	设定高额对等关税	宣布对所有越南商品征收46%的高额对等关税，同时同步推行10%的全球通用最低基准关税。
2025年4月9日	启动90天关税休战	暂停46%的越南专属对等关税，期间仅保留10%的通用基准关税。
2025年7月2日	达成关税框架协议（7月9日起相关条款逐步生效）	将越南原产商品关税定为20%；对经越南转运的第三国（主要为中国）货物征收40%惩罚性关税，以此遏制借道避税行为。
2025年10月26日	维持关税水平并明确豁免规则	在新签署的贸易框架协议中，维持越南商品20%的对等关税税率，同时提及将为部分产品提供关税豁免，豁免范围留待后续谈判确定。

资料来源：华尔街见闻，商业周刊，国际商报，信达证券研发中心

轻工企业关税承担有限，出货略受影响。Q2/Q3 关税剧烈波动背景下，海外客户普遍发货延缓或暂停，因此出口公司收入普遍平缓或小幅承压；但根据我们预计，8月关税缓和&美国降息预期明确后，海外客户订单已稳步改善。此外，本轮关税纠纷中，产业链利润分配并未发生显著变化，盈利能力影响有限（部分公司因汇兑、海外产能爬坡导致盈利能力低位），且 Q4 规模优势释放，出口板块盈利能力有望优化。其中，**匠心家居**受益于自身品牌放量&产品结构优化，盈利能力逆势逐季提升；**众鑫股份**泰国基地产品定价优异，25Q3 盈利能力高斜率增长；**英科医疗**伴随海外产能放量，盈利中枢有望边际持续向上；**涛涛车业**产品结构优化、规模优势起效，并积极开拓机器人作为第二成长曲线。

图 191: 轻工出口公 2025Q1-3 业绩一览 (百万元)

永艺股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3	松霖科技	2025Q1	2025Q2	2025Q3	英派斯	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	1010.31	1178.49	1294.16	营业总收入	561.89	578.29	711.96	营业总收入	290.63	283.86	281.17
YOY	17.93%	-1.42%	-3.26%	YOY	-17.50%	-24.55%	-4.33%	YOY	21.91%	-14.87%	-13.33%
归母净利润	57.55	74.99	58.94	归母净利润	45.46	47.63	65.56	归母净利润	14.19	17.48	19.08
YOY	34.81%	-10.34%	-40.15%	YOY	-59.17%	-56.66%	-34.10%	YOY	2.19%	-53.10%	-47.23%
归母净利率	5.70%	6.36%	4.55%	归母净利率	8.09%	8.24%	9.21%	归母净利率	4.88%	6.16%	6.78%
恒林股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3	久祺股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3	英科再生	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	2653.66	2693.62	3140.30	营业总收入	690.25	809.18	869.70	营业总收入	792.65	873.37	917.08
YOY	12.74%	9.92%	4.44%	YOY	30.39%	47.76%	22.21%	YOY	25.19%	8.98%	15.08%
归母净利润	51.86	129.51	97.40	归母净利润	40.84	46.26	42.20	归母净利润	72.32	73.50	80.44
YOY	-49.49%	10.42%	111.71%	YOY	90.01%	33.89%	58.94%	YOY	0.02%	-11.28%	104.08%
归母净利率	1.95%	4.81%	3.10%	归母净利率	5.92%	5.72%	4.85%	归母净利率	9.12%	8.42%	8.77%
匠心家居	2025Q1	2025Q2	2025Q3	麒盛科技	2025Q1	2025Q2	2025Q3	巨星科技	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	772.51	908.82	830.09	营业总收入	786.62	672.78	764.43	营业总收入	3656.15	3371.35	4128.80
YOY	38.16%	40.26%	29.25%	YOY	4.06%	-4.22%	0.10%	YOY	10.59%	-0.69%	-5.80%
归母净利润	194.09	237.81	225.63	归母净利润	44.48	61.18	41.33	归母净利润	460.72	812.15	882.33
YOY	60.41%	44.73%	55.06%	YOY	-1.01%	52.36%	-37.41%	YOY	11.44%	4.08%	18.96%
归母净利率	25.13%	26.17%	27.18%	归母净利率	5.65%	9.09%	5.41%	归母净利率	12.60%	24.09%	21.37%
嘉益股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3	乐歌股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3	浙江自然	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	719.51	680.05	429.71	营业总收入	1544.32	1600.26	1701.64	营业总收入	356.63	328.85	132.55
YOY	66.52%	-7.07%	-47.68%	YOY	37.69%	22.57%	9.93%	YOY	30.40%	0.67%	-30.38%
归母净利润	151.82	152.76	62.93	归母净利润	51.77	77.24	39.97	归母净利润	96.01	49.58	36.85
YOY	41.26%	-27.17%	-70.56%	YOY	-35.17%	-3.87%	-62.01%	YOY	148.29%	-20.12%	-40.63%
归母净利率	21.10%	22.46%	14.64%	归母净利率	3.35%	4.83%	2.35%	归母净利率	26.92%	15.08%	27.80%
哈尔斯	2025Q1	2025Q2	2025Q3	玉马科技	2025Q1	2025Q2	2025Q3	众鑫股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	704.08	867.34	865.55	营业总收入	150.91	213.33	189.14	营业总收入	371.99	303.16	380.37
YOY	22.50%	6.03%	-11.19%	YOY	-4.88%	5.42%	-0.28%	YOY	9.92%	-17.87%	-13.69%
归母净利润	41.44	49.91	8.77	归母净利润	30.19	43.90	36.42	归母净利润	72.19	44.31	81.34
YOY	31.64%	-48.64%	-90.89%	YOY	-17.57%	-11.60%	-12.84%	YOY	14.45%	-39.80%	-18.10%
归母净利率	5.89%	5.75%	1.01%	归母净利率	20.00%	20.58%	19.26%	归母净利率	19.41%	14.62%	21.38%
建霖家居	2025Q1	2025Q2	2025Q3	浩洋股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3	英科医疗	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	1191.62	1194.87	1336.84	营业总收入	289.85	231.79	279.16	营业总收入	2493.93	2419.51	2511.28
YOY	3.37%	-7.33%	0.19%	YOY	-8.04%	-34.44%	0.62%	YOY	13.20%	4.79%	-2.90%
归母净利润	123.38	114.86	110.27	归母净利润	53.26	24.49	56.50	归母净利润	352.72	357.72	213.97
YOY	0.46%	-15.66%	-19.86%	YOY	-47.04%	-76.08%	1.96%	YOY	48.08%	2.55%	113.04%
归母净利率	10.35%	9.61%	8.25%	归母净利率	18.37%	10.57%	20.24%	归母净利率	14.14%	14.78%	8.52%
西大门	2025Q1	2025Q2	2025Q3	家联科技	2025Q1	2025Q2	2025Q3	依依股份	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	186.81	232.41	231.92	营业总收入	505.81	617.25	741.66	营业总收入	485.47	402.91	417.72
YOY	13.33%	15.47%	3.74%	YOY	1.29%	8.75%	13.12%	YOY	26.56%	-6.05%	-16.98%
归母净利润	23.03	32.77	32.13	归母净利润	(24.96)	(39.71)	(9.14)	归母净利润	54.09	48.11	54.50
YOY	-1.14%	3.36%	0.66%	YOY	-157.54%	-316.65%	-268.27%	YOY	27.96%	-9.09%	-2.23%
归母净利率	12.33%	14.10%	13.85%	归母净利率	-4.93%	-6.43%	-1.23%	归母净利率	11.14%	11.94%	13.05%
共创草坪	2025Q1	2025Q2	2025Q3	梦百合	2025Q1	2025Q2	2025Q3	清逸车业	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入	793.12	888.66	792.35	营业总收入	2042.80	2272.93	2440.06	营业总收入	639.26	1074.03	1059.52
YOY	15.27%	8.21%	5.69%	YOY	12.31%	6.83%	11.98%	YOY	22.96%	23.33%	27.73%
归母净利润	155.99	188.64	170.58	归母净利润	58.72	55.83	46.35	归母净利润	86.21	256.01	264.32
YOY	28.73%	16.43%	54.49%	YOY	196.22%	70.39%	-122.55%	YOY	69.46%	95.25%	121.44%
归母净利率	19.67%	21.23%	21.53%	归母净利率	2.87%	2.46%	1.90%	归母净利率	13.49%	23.84%	24.95%

资料来源: Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心

美国进口占比加速变化, 产能出海企业份额有望持续提升。2024 年美国保温杯/厨房塑料制品/电动车/自行车/沙发/办公椅/床垫进口中, 中国占比分别为 96%/80%/64%/42%/33%/25%/2%, 较 2018 年分别 -1/持平/-14/-25/-35/-43/-80pct, 多数品类供应份额大幅下滑。2018 年后中国大陆部分企业逐步在越南、泰国、柬埔寨等国扩建产能, 驱动越南/柬埔寨/印尼等东南亚国家在细分赛道内对美供应份额显著提升。展望未来, 伴随海外人工&土地成本提升、以及关税差异减少, 我们预计转产增量斜率或将边际趋于平稳; 但对于龙头企业来说, 海外本土原材料、自配产业链、本地稳定员工团队等先发优势已保障其长期成本优势, 未来全球供应份额有望持续攀升。

图 192：不同品类美国进口国别份额变化

单位：亿美元		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
保温杯	美国进口总额	4.96	5.83	5.19	8.17	13.93	13.37	17.75
	YOY	21.55%	17.40%	-11.00%	57.53%	70.43%	-3.99%	32.72%
	其中：中国	4.80	5.68	5.05	8.05	13.76	13.16	17.01
	YOY	21.99%	18.22%	-11.05%	59.35%	70.87%	-4.34%	29.24%
	中国占比	96.77%	97.44%	97.38%	98.51%	98.76%	98.40%	95.81%
	泰国占比	1.65%	1.15%	1.33%	0.30%	0.52%	0.74%	1.65%
	中国台湾占比	1.01%	0.93%	0.62%	0.40%	0.30%	0.26%	0.26%
	中国香港占比	0.13%	0.07%	0.00%	0.04%	0.02%	0.14%	0.01%
	英国占比	0.08%	0.07%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%	0.03%
	美国进口总额	31.52	35.60	36.24	47.43	57.50	45.83	49.70
厨房用塑料制品	YOY	11.18%	12.93%	1.81%	30.85%	21.24%	-20.30%	8.46%
	其中：中国	25.24	28.36	28.49	37.37	45.28	35.98	39.78
	YOY	13.18%	12.36%	0.47%	31.18%	21.15%	-20.53%	10.56%
	中国占比	80.06%	79.66%	78.61%	78.80%	78.75%	78.52%	80.05%
	墨西哥占比	4.53%	4.43%	4.56%	4.59%	4.61%	5.12%	4.47%
	中国台湾占比	3.81%	4.25%	4.46%	4.58%	3.89%	4.09%	3.65%
	越南占比	1.50%	2.22%	3.26%	3.20%	3.40%	3.47%	4.07%
	多米尼加共和国占比	1.18%	1.15%	1.20%	1.42%	1.74%	1.60%	1.05%
	加拿大占比	1.14%	1.30%	1.04%	1.02%	0.95%	0.95%	0.87%
	美国进口总额	5.10	7.11	11.06	12.56	19.70	15.33	12.36
电动自行车	YOY	239.57%	39.38%	55.51%	13.56%	56.90%	-22.19%	-19.34%
	其中：中国	3.98	4.34	7.39	11.28	8.98	7.91	7.91
	YOY	237.24%	8.97%	70.24%	-2.82%	57.10%	-20.39%	-11.94%
	中国占比	78.09%	61.05%	66.84%	57.20%	57.27%	58.59%	63.97%
	台湾	14.10%	24.61%	21.08%	30.37%	26.72%	23.63%	17.15%
	柬埔寨	0.18%	0.14%	0.01%	0.65%	2.73%	4.69%	2.85%
	越南	0.90%	2.66%	2.78%	2.10%	4.45%	4.01%	3.33%
	印尼	0.03%	0.02%	0.09%	0.49%	1.17%	1.46%	0.51%
	西班牙	0.14%	0.56%	0.24%	1.16%	1.04%	1.37%	5.71%
	美国进口总额	16.00	12.88	15.01	21.52	22.06	12.51	10.86
自行车	YOY	12.56%	-19.53%	16.59%	43.34%	2.52%	-43.29%	-13.22%
	其中：中国	10.65	6.80	8.45	11.90	8.57	4.51	4.55
	YOY	12.82%	-36.11%	24.29%	40.74%	-27.96%	-47.40%	0.88%
	中国台湾占比	28.83%	37.94%	27.34%	25.51%	32.47%	42.02%	28.99%
	中国占比	66.53%	52.82%	56.31%	55.29%	38.85%	36.04%	41.89%
	柬埔寨占比	1.24%	3.68%	9.46%	11.63%	17.20%	9.54%	17.25%
	越南占比	0.07%	1.76%	2.49%	1.73%	5.46%	6.70%	4.73%
	印尼占比	0.93%	0.73%	1.25%	2.42%	2.08%	1.75%	1.79%
	美国进口总额	84.88	79.23	80.84	116.17	115.65	91.38	101.08
	YOY	9.37%	-6.65%	2.02%	43.71%	-0.45%	-20.99%	10.61%
沙发（带软垫）	其中：中国	57.81	42.61	36.29	49.23	46.13	31.62	33.11
	YOY	8.65%	-26.30%	-14.83%	35.66%	-6.29%	-31.45%	4.70%
	越南占比	11.64%	22.36%	33.07%	34.18%	31.03%	33.86%	39.48%
	中国占比	68.11%	53.78%	44.90%	42.38%	39.89%	34.61%	32.76%
	墨西哥占比	6.02%	6.87%	5.91%	7.24%	9.27%	10.55%	9.15%
	意大利占比	2.87%	3.37%	3.20%	3.42%	4.40%	4.68%	4.10%
	加拿大占比	4.39%	4.76%	3.71%	2.95%	3.50%	4.62%	3.94%
	美国进口总额	12.86	12.21	14.95	16.44	15.01	11.91	14.20
	YOY	9.91%	-5.12%	22.48%	9.96%	-8.71%	-20.62%	19.20%
	其中：中国	8.79	8.26	9.08	9.15	6.77	3.89	3.62
办公椅	YOY	14.45%	-6.08%	9.98%	0.76%	-26.08%	-42.55%	-6.96%
	中国占比	68.36%	67.67%	60.76%	55.68%	45.09%	32.63%	25.47%
	越南占比	0.26%	0.56%	10.74%	17.74%	19.72%	27.80%	35.59%
	墨西哥占比	12.35%	13.46%	9.80%	10.13%	16.75%	24.34%	22.32%
	加拿大占比	9.31%	9.03%	7.17%	6.31%	8.03%	10.40%	8.77%
	中国台湾占比	6.18%	5.42%	7.58%	6.62%	6.34%	5.19%	4.78%
	美国进口总额	9.86	11.61	12.36	17.39	26.38	33.78	23.82
	YOY	27.87%	17.78%	6.46%	40.71%	51.72%	28.02%	-29.48%
	其中：中国	0.54	0.73	1.32	4.11	8.45	8.36	10.49
	YOY	71.12%	35.56%	80.64%	211.31%	105.76%	-1.11%	25.59%
四轮车	墨西哥占比	71.09%	74.40%	69.55%	60.46%	52.93%	61.48%	44.06%
	中国占比	5.47%	6.29%	10.68%	23.62%	32.03%	24.74%	43.72%
	加拿大占比	20.67%	17.23%	16.70%	12.96%	11.69%	11.46%	10.88%
	芬兰占比	0.86%	0.34%	0.02%	0.84%	1.41%	1.89%	0.60%
	意大利占比	0.25%	0.10%	0.13%	0.21%	0.22%	0.18%	0.26%
	美国进口总额	9.88	10.23	12.32	15.35	21.61	17.11	22.16
	YOY	17.26%	3.48%	20.42%	24.63%	40.80%	-20.82%	29.46%
	其中：中国	1.51	1.63	1.99	1.99	2.24	1.40	1.88
	YOY	-4.63%	8.27%	21.86%	0.11%	12.47%	-37.49%	34.11%
	泰国占比	33.99%	34.71%	34.63%	38.17%	43.32%	34.95%	8.48%
宠物食品	加拿大占比	24.63%	24.16%	23.78%	21.73%	17.33%	23.78%	38.15%
	中国占比	15.24%	15.94%	16.13%	12.96%	10.35%	8.17%	20.24%
	墨西哥占比	0.86%	1.58%	1.38%	1.75%	2.49%	3.80%	4.56%
	柬埔寨占比	1.97%	1.31%	1.40%	2.30%	2.93%	3.78%	0.52%
	美国进口总额	12.98	12.64	15.91	14.56	16.03	14.51	9.80
	YOY	20.54%	-2.58%	25.88%	-8.51%	10.11%	-9.48%	-32.46%
	其中：中国	10.61	3.29	0.09	0.07	0.09	0.05	0.19
	YOY	21.00%	-68.98%	-97.42%	-18.06%	29.63%	-50.11%	321.82%
	印尼占比	0.45%	14.30%	25.41%	27.34%	28.76%	25.66%	32.82%
	墨西哥占比	10.68%	10.98%	7.34%	20.34%	23.87%	30.41%	17.48%
床垫	缅甸占比	-	-	-	0.07%	1.23%	10.64%	0.45%
	塞尔维亚占比	0.02%	2.59%	3.77%	7.49%	9.33%	6.56%	1.81%
	越南占比	1.08%	21.30%	23.76%	3.55%	3.17%	3.42%	1.81%
	中国占比	81.78%	26.04%	0.53%	0.48%	0.56%	0.31%	1.94%

资料来源：UN，信达证券研发中心

美国成本显著高于中国&东南亚，制造业回流困难。以巨星科技为例，越南/泰国/美国整体制造费用较我国分别高出 11%/15%/142%，其中原材料较我国 +15%/+15%/+125%、人工较我国 -33%/+10%/+200%，制造费用较我国 +50%/+20%/+100%，我国产业链完善，制造成本具备明显优势。东南亚地区目前仍享人口增长红利、人工费用明显低于国内（我们预计泰国人工费用相对较高主要系初期外派人员多&本地新员工工效率较弱），但制造费用&原材料成本高企；我们预计伴随更多基础产业链外移&企业生产效率提升，东南亚综合成本有望未来持续向我国靠拢。美国各类细项均远高于其余地区，且我们判断由于关税提升、基础原材料费用或将进一步提升，未来制造业回流美国本土难度较大。

图 193: 不同地区成本要素拆分

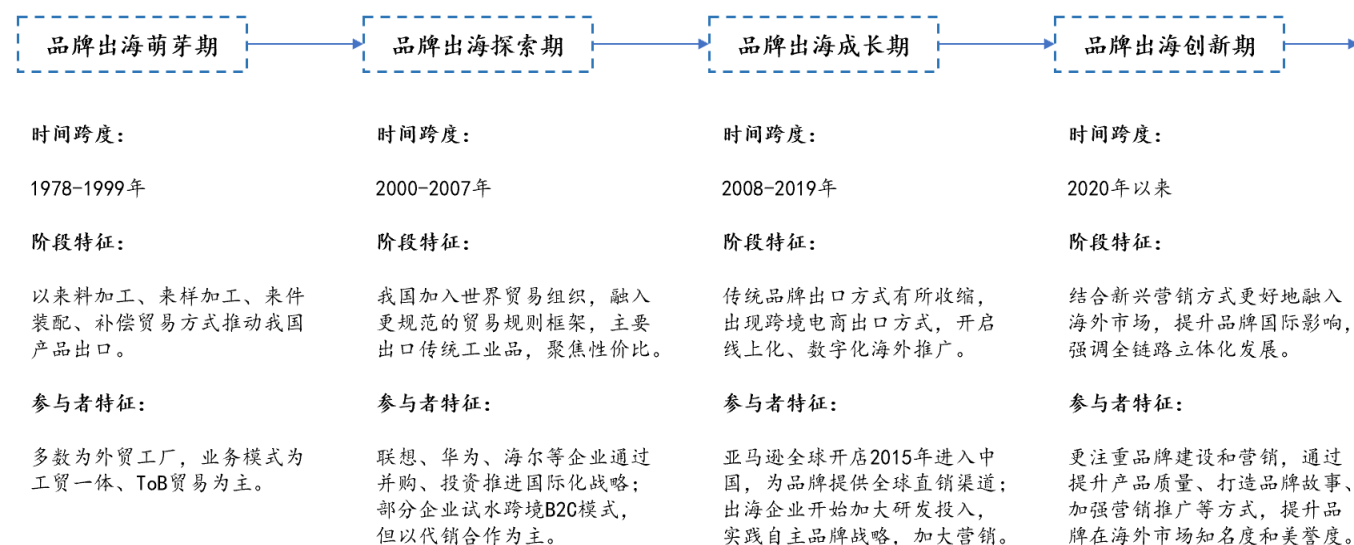
	中国	越南	泰国	美国
原材料	34	39.1	39.1	76.5
较中国		15.00%	15.00%	125.00%
人工	33	22	36.3	99
较中国		-33.33%	10.00%	200.00%
费用	33	49.5	39.6	66
较中国		50.00%	20.00%	100.00%
合计	100	110.6	115	241.5
较中国		10.60%	15.00%	141.50%

资料来源: 巨星科技业绩说明会材料, 信达证券研发中心 (备注: 中国数据为基准 100%)。

3.3 品牌出海: 需求端前景广阔, 盈利能力提升空间可观

我国品牌出海进入创新期, 能力考验显著升维。据商务部国际贸易经济合作研究院分析, 我国品牌出海自 2020 年起进入创新期, 此阶段行业特征是结合新兴营销方式更好地融入海外市场, 提升品牌国际影响力, 强调全链路立体化发展。我们认为, 我国企业出海强调供应链优势, 曾经以传统工业品为主, 聚焦性价比, 成长期通过技术创新增强产品附加值, 创新期有望进一步通过品牌塑造增强产品附加值。品牌建设与营销或是未来企业出海更高追求, 对其能力考验亦显著升维, 需培养全链路立体化构建能力, 打通研发、生产、仓储物流、营销等环节, 更需要结合新渠道、新形势打造品牌故事, 提升品牌在海外市场的知名度和美誉度而非单一 GMV。

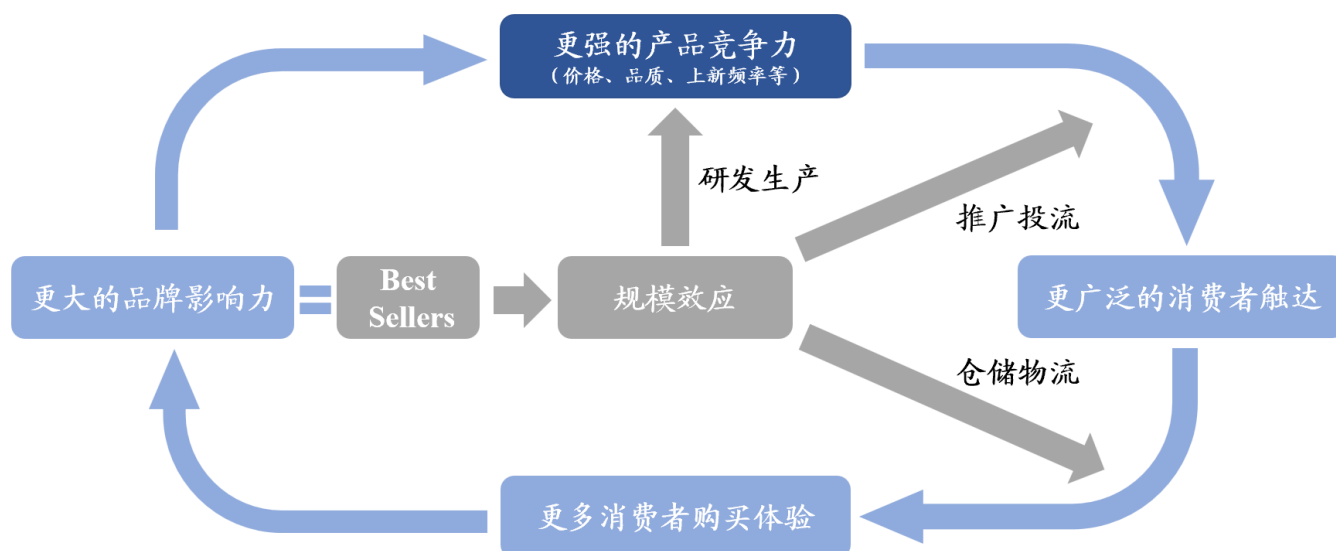
图 194: 我国品牌出海阶段划分



资料来源: 商务部国际贸易经济合作研究院, 信达证券研发中心

以跨境电商模式为例, 产品为第一驱动, 全链路发力转动品牌出海飞轮。跨境电商模式品牌出海内含飞轮效应, 例如亚马逊 Best Sellers 体系, 该榜单是品牌力显化。当前多数海外消费者消费习惯仍是品类搜索, 搜索结果排序主要参考依据之一便是销量, 即对应 Best Sellers 榜单。排名靠前的单品通常可获得更多点击, 成交机会也随之提高; 点开商品界面后, 消费者可以看到品牌店铺链接, 即 Best Sellers 单品为品牌整体实现引流。这一体系为卖家提供清晰的品牌运营路径, 通过分析市场趋势及消费需求, 研发设计原创产品, 面市后投流触达消费者, 依托产品力跻身 Best Sellers 榜单, 沉淀品牌势能反哺品牌店铺整体实现引流。

图 195: 跨境电商模式下品牌出海飞轮效应

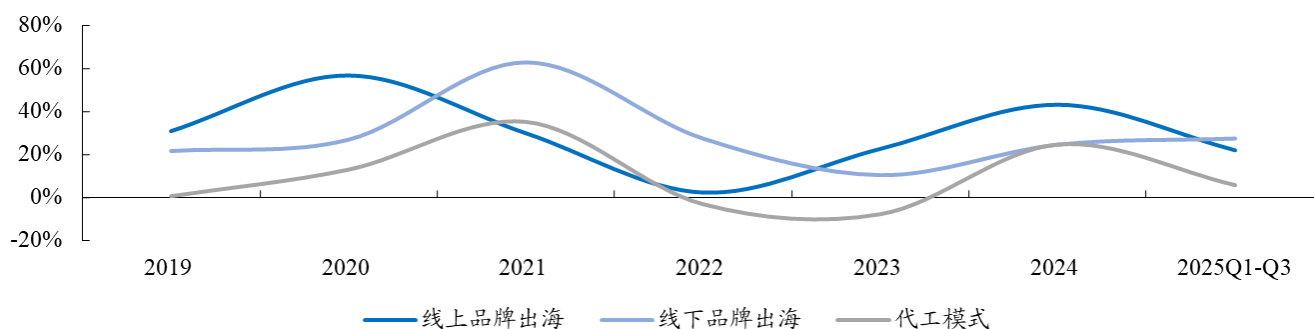


资料来源: 信达证券研发中心

我们分别选取线上品牌出海、线下品牌出海与代工模式代表公司，进行财务对比。我们选取线上品牌出海样本为安克创新、赛维时代、致欧科技，线下品牌出海样本为涛涛车业、匠心家居、浩洋股份、春风动力，代工模式样本包括建霖家居、永艺股份、哈尔斯、英科再生、共创草坪等 14 家，得出结论如下：

营收端：品牌出海增速中枢更高，弹性更大。品牌出海模式下，企业通过积累平台口碑、用户口碑有望形成品牌势能，支撑新品成功率、用户复购率等指标提升，品牌影响力达到一定程度则能够帮助企业打开全渠道布局通路，成长潜力可观。具体来看，线上品牌出海增速波动性大于线下品牌出海，我们认为原因可能是商业模式差异，线上品牌出海主要通过第三方电商平台直接 ToC 销售，线下品牌出海则主要通过经销商采取 ToB 模式，当外部环境出现负面因素时，线下品牌能够与经销商在一定程度上进行分担，平滑自身表现，但外部环境发生积极变化时，线上品牌机制更灵活，往往能够敏锐抓住机会实现快速增长。

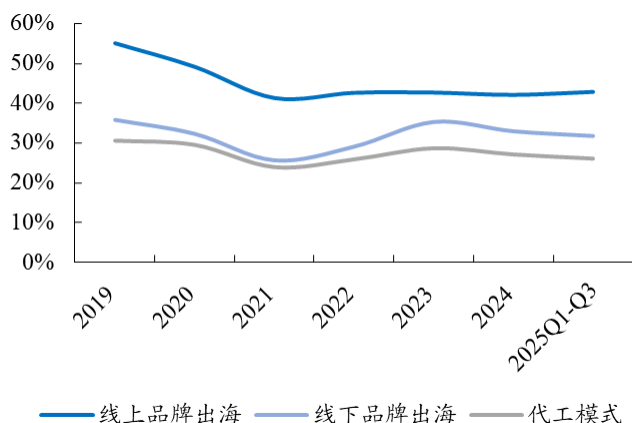
图 196: 不同出海模式营收增速



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

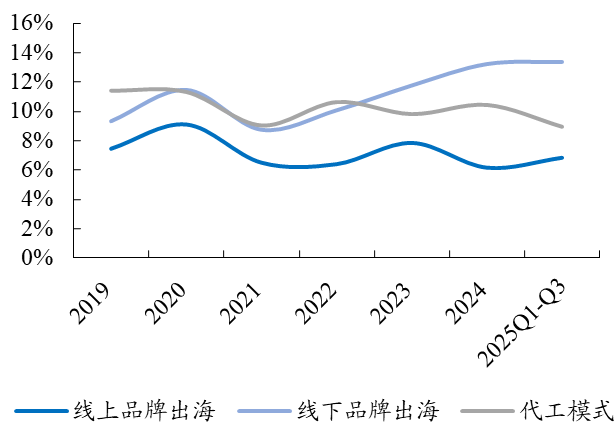
利润端：品牌出海产品附加值更高，短期净利率或受费用投入影响。毛利率方面，线上品牌出海>线下品牌出海>代工模式，品牌出海均高于代工模式，体现产品有效实现更高附加值，其中线上品牌出海毛利率高于线下品牌出海主要系 ToC 直销模式减少中间分润环节所致；净利率方面，线下品牌出海模式领先优势突出，且近年来呈现上升趋势，线上品牌出海模式净利率略低，我们认为或因为目前头部企业目前品牌影响力尚未建立，正处品牌出海创新期，在销售、研发等环节费用投入较高，值得关注的是，25 年面临美国关税政策冲击，品牌出海企业净利率逆势提升，亦体现模式优越性。

图 197: 不同出海模式毛利率



资料来源: iFind、信达证券研发中心

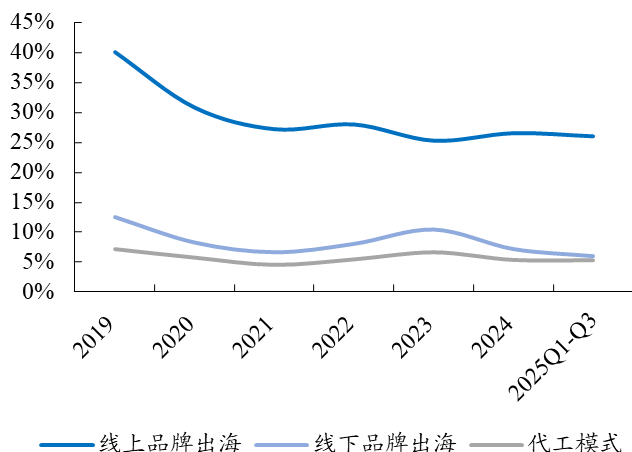
图 198: 不同出海模式净利率



资料来源: iFind、信达证券研发中心

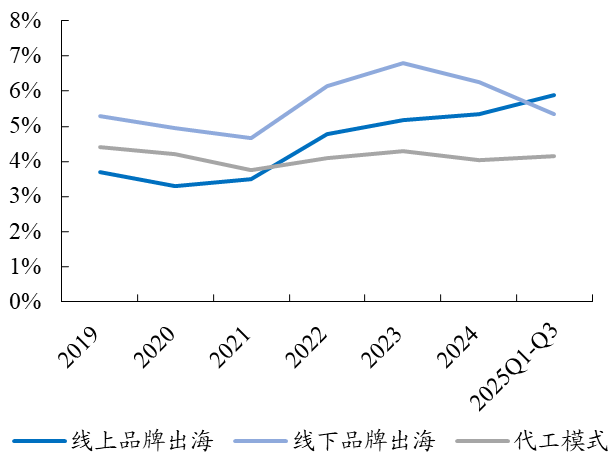
费用端: 线上品牌出海销售、研发费用率较高, 竞争相对激烈。线上品牌模式销售费用率与研发费用率均显著高于另外两种模式, 我们认为销售费用率差异主要因为线上品牌模式需要自主安排出海链路, 获取线上渠道流量, 故平台佣金、广告投流及仓储费用较高, 而另外两种 ToB 模式为主, 需求端相对有保障。综合来看, 线上品牌出海现阶段面对竞争相对激烈, 但未来随着国内外纳税规范化出清违规企业, 叠加头部企业品牌势能积累、销售规模持续扩大, 相关费用环节有望体现规模效应, 进而带动品牌出海模式企业净利率向上。

图 199: 不同出海模式销售费用率



资料来源: iFind、信达证券研发中心

图 200: 不同出海模式研发费用率



资料来源: iFind、信达证券研发中心

品牌出海优秀企业分析——涛涛车业。涛涛车业是专注“新能源智能出行”的高新技术企业, 以北美等海外地区为主要市场, 聚焦智能电动低速车和特种车, 前者以电动高尔夫球车为主, 今年以来销售规模在北美地区消费趋势带动下实现快速增长。

(1) 品牌&渠道: 搭建多品牌矩阵扩大影响力, 成熟品牌 DENAGO 深耕北美, 渠道网络纵深覆盖 (230+ 高端经销商覆盖美国核心市场)、品牌声量共振提升, 两年左右便跻身市占率前列; 新品牌 TEKO 融合科技美学与实用创新, 已签约 50+ 经销商, 覆盖全美 19 个州。公司立足线下专业渠道经销商, 跨界联袂百事可乐、杰克林克斯、硬石等, 深化品牌认知与圈层渗透。**(2) 供应链:** 根据公司官方公众号信息, 越南工厂具备稳定生产与品控能力, 电动低速车、全地形车等产线高效运行, 产能持续爬升, 7 月已能够满足美国市场需求。美国本土化制造亦持续加深, 推进美国制造商资格认证。**(3) 业务创新:** 公司于 7 月与宇树科技签署战略合作协议, 计划在机器人北美等市场开拓、C 端场景探索与产品二次开发销售、商业化落地等领域开展深度战略合作, 共同探索机器人行业发展新机遇。

图 201: 新品牌 TEKO 经销商网点图



资料来源: 涛涛车业公众号、信达证券研发中心

图 202: 涛涛车业全球产能布局



资料来源: 涛涛车业公众号、信达证券研发中心

品牌出海优秀企业分析——致欧科技。致欧科技作为全球知名互联网家居品牌商，旗下拥有家居品牌 SONGMICS、风格家具品牌 VASAGLE 及宠物家居品牌 Feandrea 三大产品品牌，通过亚马逊、OTTO、独立站等海外电商平台进入欧洲、北美等 70 余个国家和地区。**(1) 供应端：**公司持续升级数字化系统，产品转化率、订单处理速度、库存效率等核心指标显著改善，加速布局海外供应链以应对关税等外部环境波动。此外，公司持续加码海外仓储布局，成本优势有望进一步凸显。**(2) 产品端：**公司开发多个以产品为核心的多维度数据管理系统，快速洞察终端产品需求，且持续加强研发能力；深化全面预算管理，将成本控制下放至各 BU，设定超额增长提成制绩效方案，激励各品类下的员工实现目标。**(3) 销售端：**构建“站内精准投放+站外内容种草+独立站私域运营”全域营销链路，通过数据驱动优化广告效率；依托品牌认知与用户画像沉淀，实现高站内广告投资回报率（ROAS），并整合社交媒体红人内容传播，构建可持续的营销增长模型。

图 203: 致欧科技海外仓储物流网络布局



资料来源: 致欧科技公告、信达证券研发中心

品牌出海优秀企业分析——匠心家居。**1) 供应链：**公司早在 2019 年已通过匠心美国在越南建厂，期间持续进行供应链延伸布局以及生产&管理效率优化，25H1 越南收入占比已达 82.0%。尽管目前美国关税干扰不断，但公司所属赛道本身为劳动密集型产业、美国人工成本较东南亚高 5-7 倍，且大量配件仍需依赖进口（同需承担关税，部分美国工厂受成本上涨影响提价幅度超海外产能），关税高压下公司越南产能竞争优势仍存。**2) 品牌出海：**公司早年通过零售商渠道增加品牌曝光，24 年起大力发展店中店模式，截止 25Q1 店中店数量超 500 家（我们预计目前已大幅提升）、在加拿大布局 24 家。店中店对于公司品牌露出有重大意义，且有限面积内聚焦差异化高端单品&新品、可助力公司加速产品迭代、推动量价齐升，有限拉升盈利能力。目前公司新模式带来的品牌破圈正在持续吸引新客户关注，品牌力不断提升，未来有望实现在海外真正意义扩张自身线下品牌门店，进一步驱动收入&利润同向增长。

图 204：匠心家居关键指标汇总（收入单位为亿元）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
店中店数量	储备阶段	100+	150+	300+	500+	我们预计持续增加	
毛利率	33.32%	33.13%	34.65%	54.27%	37.21%	39.42%	38.27%
收入	559.16	647.95	642.22	699.05	772.51	908.82	830.09
美国零售商收入 占总收入比例	58.35%	54.33%	60.77%	61.64%	64.75%	66.36%	70.28%

资料来源：匠心家居公告、信达证券研发中心

美国降息后地产改善预期逐步建立、关税纷争缓和，Q4 企业订单已显改善。本轮关税纠纷中，产业链利润分配并未发生显著变化，多数公司仅承担小部分税率，盈利影响有限。中期来看，龙头海外基地本土化自制领先，先发优势明确，全球供应份额有望提升。涛涛、致欧、匠心为代表的品牌出海企业逆势展现较强韧性，未来凭借趋于成熟的本土化运营，品牌影响力扩张。建议关注 1) 全球布局深化的匠心家居、涛涛车业、众鑫股份、英科医疗、浩洋股份、英科再生、永艺股份、巨星科技、共创草坪、哈尔斯、浙江自然、建霖家居、天振股份、英派斯、西大门、恒林股份、乐歌股份、玉马科技、嘉益股份等。2) 跨境电商头部品牌卖家安克创新、致欧科技、赛维股份、卡罗特、傲基股份等。

图 205：相关公司盈利预测与估值（收入&利润单位均为亿元）

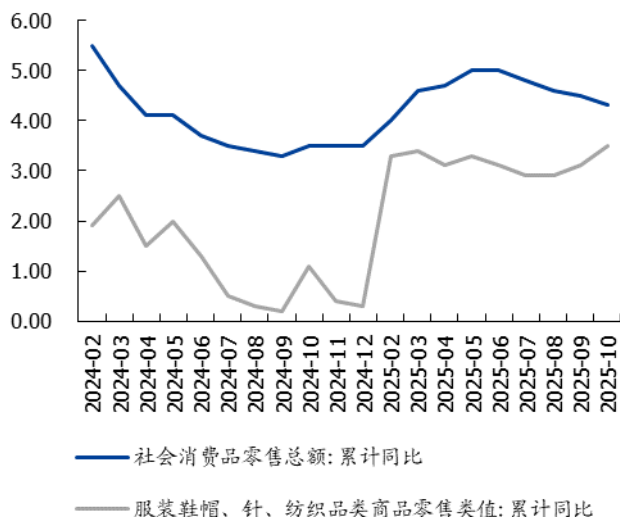
股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
英科医疗	266.06	95.23	100.69	120.13	14.65	13.86	18.25	18.2	19.2	14.6
匠心家居	242.35	25.48	33.83	41.64	6.83	9.17	11.30	35.5	26.4	21.4
共创草坪	146.52	29.52	34.13	39.62	5.11	6.60	7.85	28.7	22.2	18.7
松霖科技	131.34	30.15	30.34	34.39	4.46	3.88	5.07	29.4	33.8	25.9
嘉益股份	77.68	28.36	29.74	35.77	7.33	6.15	7.94	10.6	12.6	9.8
众鑫股份	77.70	15.46	15.90	24.16	3.24	3.20	5.38	24.0	24.3	14.4
麒盛科技	67.35	29.58	30.54	34.77	1.56	1.82	2.20	43.2	37.0	30.6
英科再生	57.05	29.24	33.84	39.22	3.07	3.19	3.83	18.6	17.9	14.9
玉马科技	45.97	7.69	8.35	9.45	1.86	1.73	2.03	24.8	26.7	22.7
浩洋股份	51.33	12.12	11.27	13.44	3.02	2.33	3.20	17.0	22.0	16.0
梦百合	52.27	84.49	92.80	102.50	-1.51	2.42	3.63	-	21.6	14.4
建霖家居	59.66	50.07	51.28	57.46	4.82	4.74	5.49	12.4	12.6	10.9
乐歌股份	46.84	56.70	68.23	79.81	3.36	3.05	3.82	13.9	15.4	12.2
恒林股份	45.54	110.29	120.92	133.82	2.63	3.82	4.94	17.3	11.9	9.2
久祺股份	36.50	27.88	35.77	44.11	1.23	1.61	1.91	29.7	22.7	19.1
哈尔斯	35.72	33.32	36.60	43.14	2.87	2.10	3.09	12.5	17.0	11.6
永艺股份	39.95	47.49	51.24	58.70	2.96	3.04	3.77	13.5	13.2	10.6
家联科技	40.25	23.26	25.68	31.41	0.57	-0.22	1.38	70.6	-	29.3
西大门	31.35	8.17	9.83	11.92	1.22	1.31	1.48	25.6	24.0	21.1
浙江自然	31.90	10.02	12.20	15.95	1.85	2.37	3.07	17.2	13.5	10.4
英派斯	38.06	12.14	13.28	15.03	1.09	1.07	1.40	34.9	35.7	27.3
安克创新	579.21	247.10	321.11	400.37	21.14	26.63	33.08	27.4	21.8	17.5
致欧科技	76.59	81.24	91.57	114.93	3.34	3.77	5.02	23.0	20.3	15.3
赛维时代	84.61	102.75	125.16	151.25	2.14	3.55	5.22	39.5	23.8	16.2
卡罗特	23.20	20.73	23.59	27.06	3.56	2.39	2.33	6.5	9.7	10.0

资料来源：iFind、信达证券研发中心（盈利预测来自 iFind 一致预期，股价日期为 2025/12/11）

4. 纺织服装：寻找细分景气 and 优秀制造

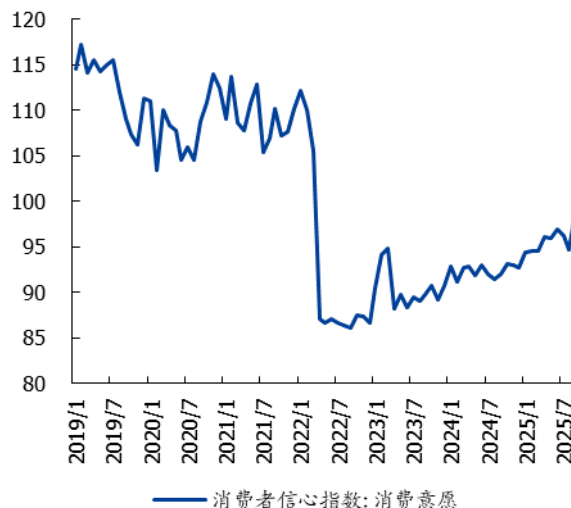
2025 年服装家纺动销温和恢复，消费者信心指数呈现回升状态。2025 年 1-10 月，全国社会消费品零售总额为 412169 亿元、同比增长 4.3%；其中，服装鞋帽、针纺织品类零售总额 12053 亿元、同比增长 3.5%。2025 年服装鞋帽累计同比回升斜率快于社零整体，但增速仍处于缓慢恢复的区间。从消费者信心指数看，消费意愿处在底部回升的状态，我们认为 2026 年将延续温和和回升态势。

图 206：社会消费品零售及限额以上服装鞋帽零售增速（%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

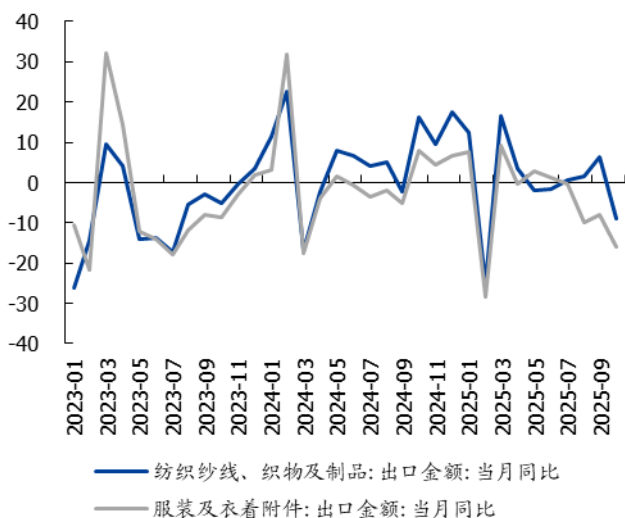
图 207：消费者信心指数:消费意愿



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

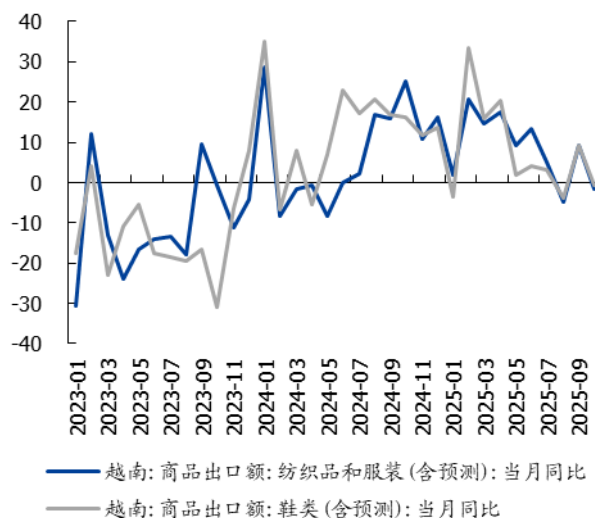
国内纺织出口由于关税扰动出现波动，越南服装和鞋类出口增速更优。1-10 月份中国纺织品、服装累计出口增速分别为+0.9%和-3.8%，越南 1-10 月份服装和鞋类出口累计增速分别为+7.6%和+6.6%。2025 年中国纺织服装出口呈现显著的"上游强、下游弱"结构性分化，纺织纱线织物凭借产业链优势保持韧性增长，而服装端持续承压；越南在承接订单转移进程中展现增长弹性，但 8 月后受美国加征 20% 关税扰动增速明显回落。全球纺织制造正从"中国单向输出"转向"中国供应中间品+东南亚组装成品"的新型分工格局，中国供应链的"链主"地位非但未削弱，反而通过中间品出口得到强化。

图 208：中国纺织品和服装出口增速（%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 209：越南服装和鞋类出口增速（%）

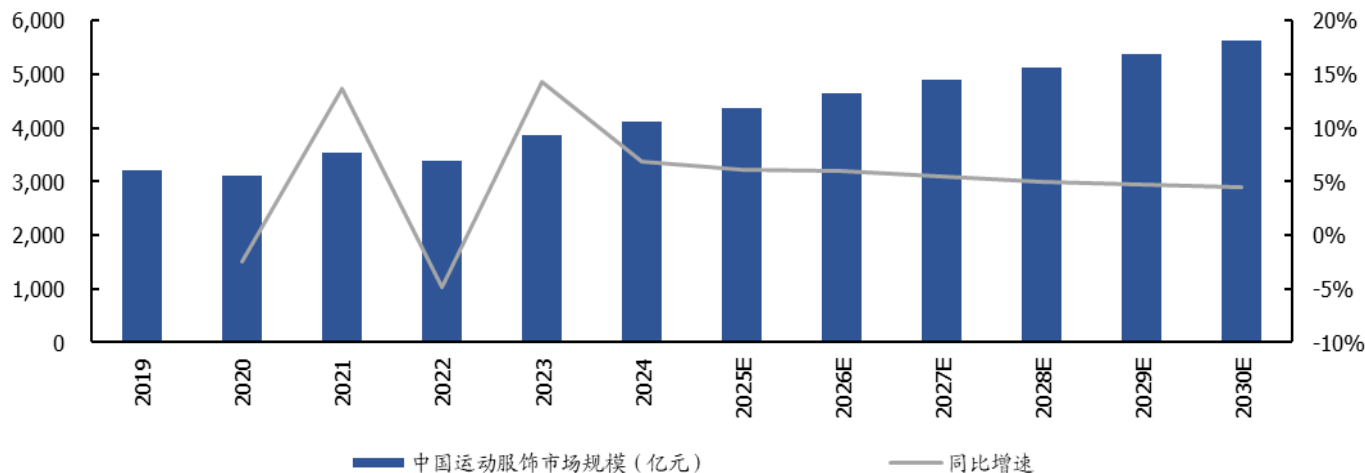


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

4.1 户外运动：产品驱动景气成长

运动服装仍是表现最好的服装类别。欧睿数据显示，2024 年中国户外运动服饰行业规模为 4123.7 亿元人民币，2025-2029 年 CAGR 接近 5%，远高于男装、女装和家纺用品的复合增速。运动服饰行业的主要发展驱动为疫情催化以及情绪消费的崛起，需求端扩容与品类替代逻辑共振，打开中长期增长空间。未来运动鞋服行业的三重驱动：1) 用户圈层破圈：需求端户外运动参与度持续提升，滑雪、户外越野等原小众运动持续破圈；2) 供给端产品性能升级：技术迭代与品质提升强化复购粘性；3) 场景边界外延：从专业登山至城市通勤、露营社交等多元场景渗透，释放增量潜力。随着“户外”概念泛化，功能性优势使其对运动休闲服饰的替代效应显现，持续分流市场份额，赛道成长性凸显。

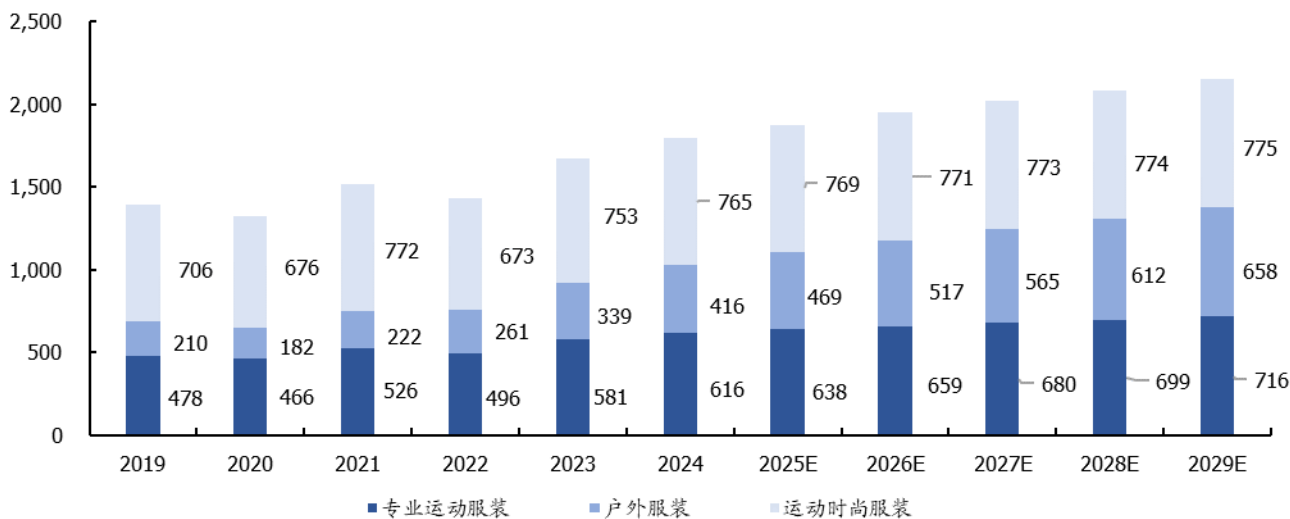
图 210：中国运动服饰行业规模及增速



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

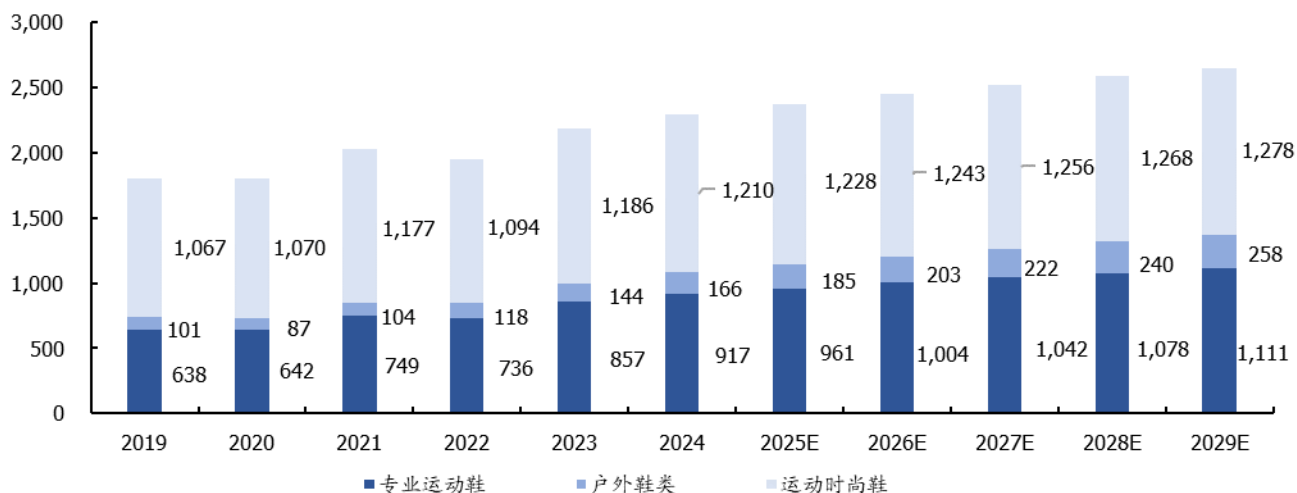
运动户外：产品创新驱动增长，功能性细分趋势强化。1) 需求端：消费场景从日常向户外和专业运动延伸，功能性诉求细分多元，户外品类、专业运动增速领跑。欧睿数据预计，2025-2029 年运动服 CAGR 3.2%，运动鞋 CAGR 2.9%，但其中户外服装 CAGR 9.6%，户外鞋的 CAGR 9.2%，维持景气增速；2) 供给端：龙头公司持续升级鞋类功能、服装面料创新，展望 2026 年，产品创新仍是争夺市场份额的关键。

图 211：中国运动服饰各细分品类预计增速，户外服装扩容最快（单位：亿元）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

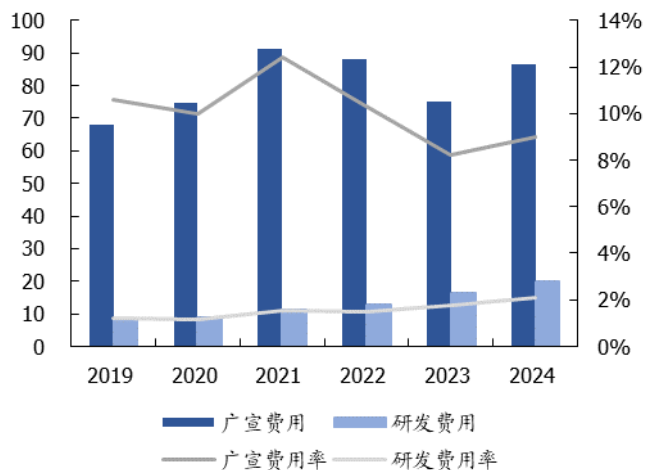
图 212：中国运动鞋各品类增速，户外鞋扩容最快（单位：亿元）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

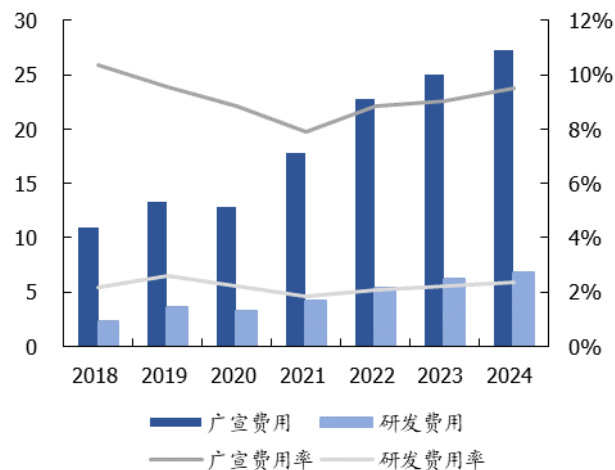
格局变化：功能性龙头集中度提升，护城河持续深化。欧睿数据显示，2024 年中国运动服饰行业 top5 分别为 Nike、安踏集团、李宁、Adidas、特步国际，CR5 为 64.3%，行业集中度高。运动参与度的提升和消费者对专业性的要提升，使得具备技术壁垒的头部品牌市场份额将持续提升，行业马太效应强化。规模效应下，渠道资源、研发能力及品牌烙印三大护城河持续加固，后进者突围难度加大。除了产品，营销端龙头卡位稀缺资源：龙头凭借资金实力抢占顶级赛事与头部明星资源，品牌势能正向循环放大。以安踏体育、李宁为例，安踏体育 2024 年广宣费用和研发费用分别为 63.74 亿元、19.91 亿元，李宁 2024 年广宣费用和研发费用分别为 27.21 亿元、6.76 亿元，投入规模远超行业其他公司以及非运动服饰公司。

图 213：安踏体育广宣费用和研发费用情况（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 214：李宁广宣费用和研发费用情况（亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

国产运动集团加速集团化发展，通过品牌矩阵实现可持续发展。拥有多品牌组合的服装企业，可在不同潮流周期中对冲风险，例如安踏体育、VF 集团。安踏集团以其控股的亚玛芬集团为重要抓手，在全球范围内配置资源，亚玛芬体育 2024 年营收为 49.5 亿欧元，超过大部分国内运动集团。2025 年安踏体育以 2.9 亿美金现金对价全资收购 Jack Wolfskin 业务，安踏公司品牌矩阵再添一员，成长性持续验证。特步完成对索康尼、迈乐两个品牌的收购，布局高端跑鞋市场，特步旗下索康尼和迈乐品牌势头良好，预计 2025 年全年索康尼的增速超 30%。运动龙头正在加速进行品牌矩阵建设，集团化、国际化的战略助力公司行稳致远。

图 215: 2024 年来主要品牌的流水增速

公司	品牌	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
安踏体育	安踏	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	低单位数	低单位数
	FILA	高单位数	中单位数	低单位数	高单位数	高单位数	中单位数	低单位数
	其他品牌	25-30%	45-50%	45-50%	50-55%	65-70%	50-55%	45-50%
李宁	李宁	低单位数	低单位数	中单位数	高单位数	低单位数	低单位数	中单位数下滑
特步国际	特步	高单位数	10%	中单位数	高单位数	中单位数	低单位数	低单位数
	索康尼			>50%	>50%	超 40%	超 20%	超 20%
361 度	361 度	高双	10%	10%	10%	10%-15%	10%	10%
	361 童装	20-25%	15%	10%	10%-15%	10%-15%	10%	10%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

重点公司

安踏体育: 多品牌高增+全球化突破+稳健分红。主品牌 2025 年 Q3 实现低单位数正增长, 抗周期能力凸显, FILA 品牌; FILA 低单位数正增长, 增速继续放缓, 其他品牌 (含迪桑特、可隆) 同比增长 45%-50%, 成为核心增长引擎。公司全球化加速落地, Amersports 在欧美表现强势, 在中国持续拓展圈层, 强化高端运动时尚形象。2025 年上半年公司毛利率 63.4%, 经营利润率 26.3%, 盈利能力行业领先。公司具备优质的品牌矩阵, 具备长期配置价值。

特步国际: 跑步赛道领先+专业品牌高增+高股息回报。2025 年 Q3 特步主品牌零售流水同比增长低单位数, 索康尼品牌零售流水同比增长超 20%, 运营保持稳健。25H1, 特步及索康尼品牌在中国三项重点马拉松赛事的全局穿着率位居首位。2025 年上半年公司归母净利润同比增长 21.47%, 显著优于行业。2025 年 12 月 9 日 Wind 一致预测 2025 市盈率仅 9.80 倍, 历史分红率约在 50%, 股息率较好。盈利质量与分红回报兼具。

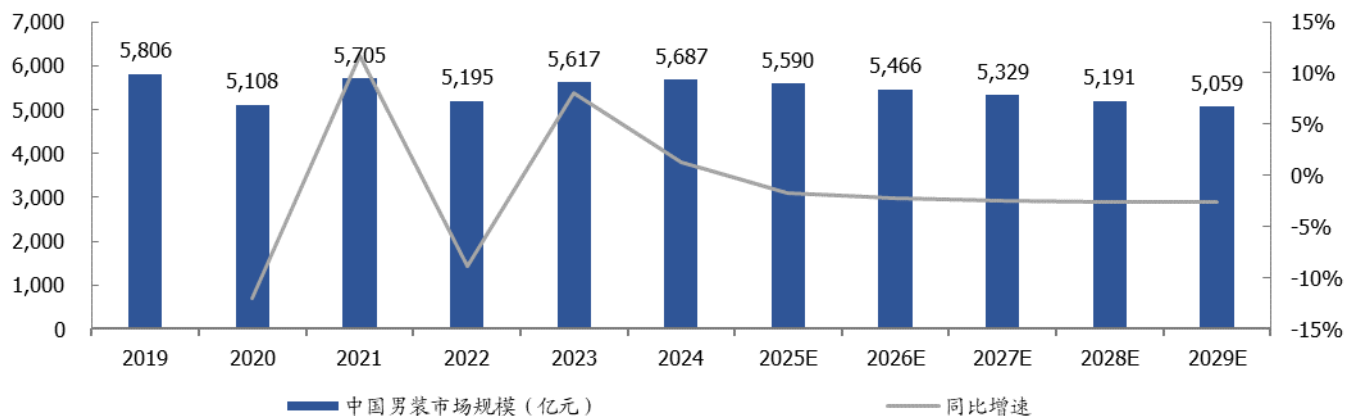
李宁: 专业品类驱动+渠道优化+低估值修复。2025 年 Q3 全渠道流水中单位数下滑, 但跑步、综训品类仍保持较好增长。上半年专业产品收入占比超 60%, 跑鞋销量突破 1400 万双, “飞电 6” “赤兔 9” 等新品持续迭代。渠道端直营门店优化, 截至 2025 年 6 月 30 日主品牌门店净减少 18 家, 聚焦单店效率提升; 线上客流提升 10%-20% 低段, 电商占比进一步提升。2025 年 12 月 9 日 Wind 一致预测 2025 市盈率为 16.11 倍, 处于近五年历史低位, 在公司产品和奥运营销双重发力之下, 公司盈利有望修复。

4.2 男装&家纺: 业绩韧性+红利

4.2.1 男装行业格局集中

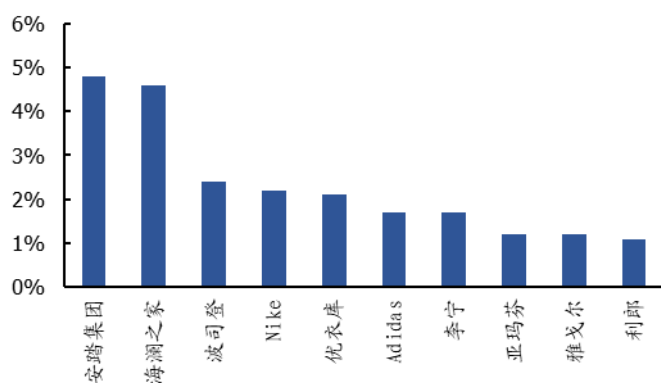
男装: 行业稳定, 格局集中。男装兼具必选与可选属性, 消费行为相对稳定, 受经济周期波动影响较小。女装及休闲装可选属性较强, 消费弹性大, 时尚驱动明显, 其消费意愿受到信心的影响较大。从消费习惯看, 男装以实用功能为首要决策因素, 男性穿搭风格相对固定且忠诚, 因此男装品牌忠诚度高、复购率高, 这样造成男装行业格局较为集中。欧睿数据显示, 中国男装行业 2024 年末基本恢复至疫情前行业规模; 行业格局方面, 2024 年中国男装 CR10 为 23%, 明显高于女装行业 CR10 的 9.5%。

图 216: 中国男装行业规模及增速（亿元）



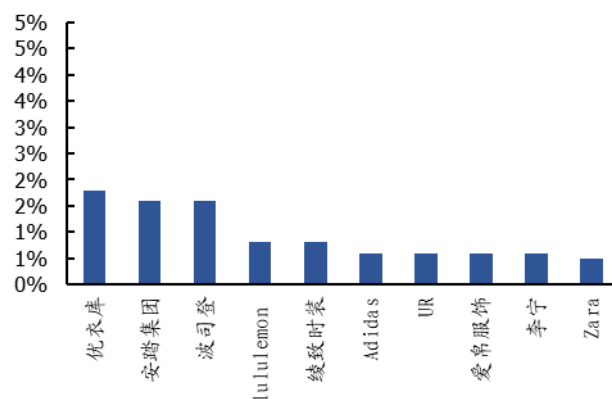
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 217: 中国男装行业 CR10 情况



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 218: 中国女装行业 CR10 情况



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

男装龙头依靠渠道优势和产品升级，持续占领消费者心智。男装消费者行为呈现高品牌忠诚度，广度覆盖降低决策摩擦。1）渠道端：全国性密集门店网络（海澜之家主品牌超 5000 家门店）满足男性即时购买需求，降低决策门槛，品牌首选率持续巩固；2）产品端：从传统商务或休闲的二元划分，裂变至包括通勤、日常社交、城市越野、户外越野等多种场景的穿搭，实现从单品销售到生活方式品牌的价值跃迁。我们认为，这种“渠道密度+场景深度”的双轮驱动模式构筑男装龙头的核心护城河。

图 219: 海澜之家主品牌渠道数量

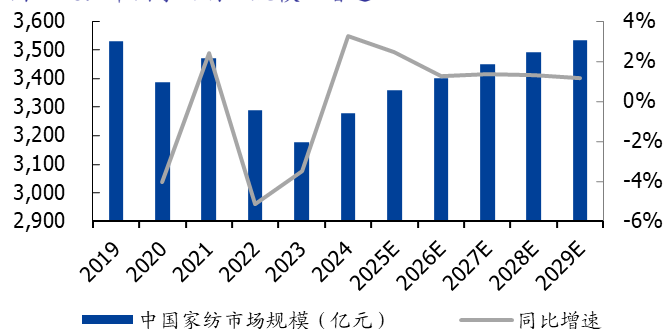


资料来源：iFind，信达证券研发中心

4.2.2 家纺行业居家消费升级

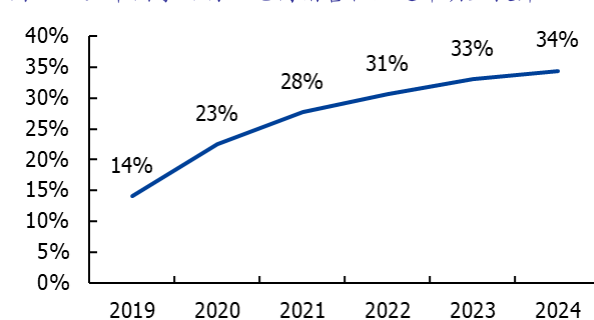
家纺行业稳中有升，产品升级正当时。家纺产品属于日用型消费品，其需求量偏向稳定。家纺产品又属于关系到健康睡眠的关键健康品，近年来由于大家对健康的追求，床上用品也迎来一波升级，亚朵星球的出现和爆发式增长正是家纺产品升级的生动体现。量稳价升的逻辑下，我们认为家纺行业未来仍然保持着一定的增长。欧睿数据显示，家纺行业相较于服装类，增速更为稳健，未来的预计增速也更为乐观。欧睿数据显示，2025 年预计中国家纺行业规模将有 3360 亿元，未来保持着低个位数增长，好于男装、女装主要服装品类。

图 220: 中国家纺行业规模及增速



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 221: 中国家纺行业电商销售占比近年明显提升



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

优质大单品及渠道线上化，是家纺行业的主要发展趋势。随着 90 后、00 后成为家居消费主力，其“线上种草、全网比价、即时下单”的习惯倒逼企业重构触达路径。2024 年家纺行业线上渗透率已突破 34%，直播电商、内容社区成为核心增量场。过去家纺企业依赖海量 SKU 覆盖细分市场，但导致供应链复杂、库存积压、用户认知模糊。如今头部品牌转向“大单品突破”逻辑：集中研发资源打造 1-2 款具备技术壁垒（如抗菌、恒温）、设计辨识度与极致性价比的爆款。亚朵星球的发展，正是依托“深睡枕 PRO 系列”与“深睡控温被系列”两大核心大单品，实现爆发式增长，其销售业绩验证线上化与大单品战略的有效性。亚朵星球的发展：

- 2023 年，以枕头为代表的零售业务营收首次超过自营酒店业务，成为集团第二大收入来源。
- 2024 年全年，亚朵零售业务实现收入 21.98 亿元，同比增长 126.2%，营收占比达到 30.3%。其中枕头和被子等爆款产品贡献大，2024 年分别卖出 380 万只和 77 万条。
- 2025 年第一季度，亚朵零售业务实现收入 6.94 亿元，同比增长 66.5%，零售 GMV 达到 8.45 亿元，同比增长 70.9%。

图 222: 水星家纺和罗莱生活的大单品策略

公司	主要产品	产品特点	价格
水星家纺大单品策略	雪糕被	夏季凉感被品，主打冰凉透气、母婴级安全和舒适睡眠体验。	319 元/条
	人体工学枕	定位健康睡眠与功能性强，采用分区设计适配不同睡姿，突出“智能睡眠”概念。	313/个
	泡芙鹅绒被、胶原蛋白蚕丝被、闪睡被	泡芙鹅绒被以“分区充绒+速热科技”，打造“升温快 45.3%”卖点；胶原蛋白蚕丝被开创“睡眠美容”新赛道；闪睡被搭载温湿双控黑科技，主打“入睡快 42.9%”。	主推线下：泡芙鹅绒被约 1784 元/条，胶原蛋白蚕丝被约 1359 元/条
罗莱爆品策略	罗莱零压深睡枕	深睡枕主打“零压感”材质与人体工学设计	399 元/个
	无痕安睡床笠	床笠强调“无痕贴合”与透气排湿	899 元/个
	超柔无边鹅绒被系列	鹅绒被锚定冬季保暖心智	1950 元/条
	超柔 U 易套件系列	U 易套件以“超柔科技面料”提升床品亲肤感	799 元/套

资料来源：水星官方微博，各品牌淘宝店铺，公司官网，信达证券研发中心

重点公司

海澜之家：主业企稳+新业态爆发+高分红防御。中国男装市占率第一，品牌护城河深厚。近期经营情况看主品牌在 2025 年表现逐季改善。新业态：斯搏兹+京东奥莱开启第二增长曲线，斯搏兹为阿迪达斯 FCC 渠道商，京东奥莱店截止 2025 年上半年开店 23 家，定位"品牌折扣+运动户外"。2024 年分红率为 91%，过去两年平均股息率 6.5%，防御价值凸显。

罗莱生活：爆品策略兑现，利润弹性领跑行业。零压深睡枕 2024 年双十一上市，一经推出便成为超柔床品的明星爆品，2025 年主推新品无痕安睡床笠，以创新科技直击睡眠痛点。2025Q3 单季归母净利润 1.55 亿元，同比+50.14%，验证爆品逻辑。2024 年分红率超过 115%，未来有望维持较高分红率，股息率可期。

水星家纺：大单品战略放量，低估值+高股息攻守兼备。大单品战略成效：雪糕被+人体工学枕持续迭代，大单品战略带动下公司 2025 年业绩逐季向好，2025Q1-3 营收 29.76 亿元，同比增长 10.91%，其中 Q3 单季增速稳健。近几年分红率维持在 60% 以上，股息率具备吸引力。

4.3 纺织制造：订单景气，产业转移持续，关注印尼

4.3.1 外需乐观，板块业绩有望回暖

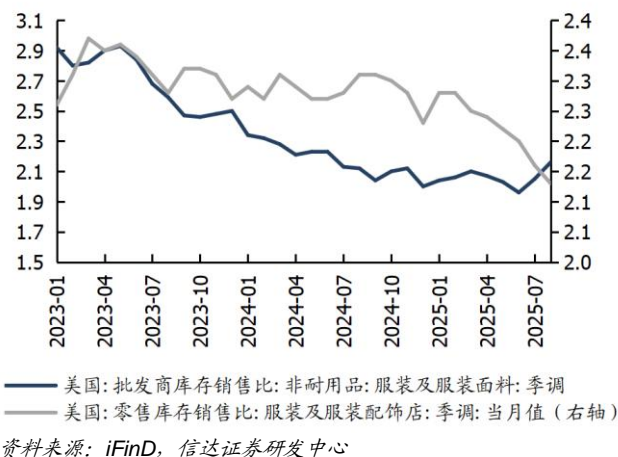
美国服装消费延续韧性，制造订单展望乐观。1) 需求韧性：2025 年 1-9 月美国服饰零售额同比增速均值超过 5%，尤其第三季度的同比增速环比前两个季度有所提升，显示终端需求具备较强韧性。2) 库存健康：经历 2023-2024 年去库周期后，当前美国服装批发和零售渠道的库存处于良性水平，截止 2025 年 8 月批发渠道库销比为 2.16，零售渠道库销比为 2.13，库存处于 2023 年以来低位，补库需求支撑订单延续性。

图 223：美国服装零售额及同比状况（单位：左轴百万美元，右轴%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 224：美国服装库销比情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

海外鞋服公司业绩整体较好下有所分化，需关注景气品牌的核心供应商。主要鞋服公司最新业绩呈现显著分化：高端生活方式品牌（拉夫劳伦、Deckers 旗下 Hoka 品牌）有双位数以上增速，订单能见度饱满；功能赛道龙头（Lululemon、迅销、阿迪）中低个位数增长，库存基本正常，指引整体也较为乐观；北美大众运动品牌（UA、Puma）收入负增长，库存去化效果不好。对应到上游纺织制造，我们认为头部高端供应商如申洲等预计将维持较好订单和较高的产能利用率；大众运动客户的制造厂商订单或将面临波动，另外景气品牌拉夫劳伦、Hoka 等核心供应商将有望持续享受品牌势能向上的红利。

图 225: 部分鞋服品牌最新季度收入及未来指引

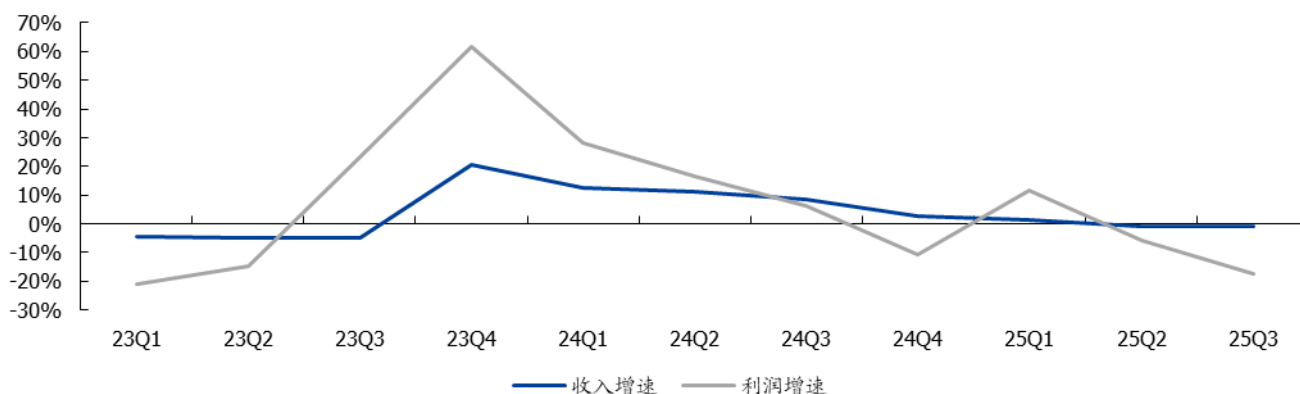
证券简称	最新季收入 (亿元)	最新季营业 收 YOY (%)	记账本位 币	报告期	未来指引
耐克 (NIKE)	117.2	1.13	USD	2025-06-01 至 2025-08-31	预计 2026 年第二财季同比下降个位数, 毛利率有所下降。 预计 2026 财年批发业务恢复温和增长, 直营业务没有增长。
阿迪达斯	66.3	2.98	EUR	2025-07-01 至 2025-09-30	预计 FY25 全年营收增长高单位数, 供应链优化与产品创新推动复苏。
彪马	19.56	-15.27	EUR	2025-07-01 至 2025-09-30	预计 FY25 营收同比下滑低双位数, 北美与欧洲市场复苏缓慢。预计报告口径息税前利润亏损。
安德玛 (UNDER ARMOUR)	13.33	-4.69	USD	2025-07-01 至 2025-09-30	预计 2026 财年全年营收将同比下降 4%至 5%; 毛利率将同比下降 190 至 210 个基点, 主要原因为美国关税上调, 以及不利的渠道和区域组合
迅销	7838.31	6.31	JPY	2025-06-01 至 2025-08-31	展望 FY2026, 公司预计营收同比增长 10.3%至 37500 亿日元, 综合事业盈利同比增长 10.7%至 6100 亿日元, 归母净利润同比增长 0.5%至 4350 亿日元。
DECKERS OUTDOOR	14.31	9.11	USD	2025-07-01 至 2025-09-30	销售额同比高个位数到低双位数增长。分品牌增速: HOKA: 低双位数 (10-15%), UGG: 低至中个位数 (约 3-6%)
露露乐蒙 (LULULEMON)	25.25	6.5	USD	2025-5-3 至 2025-8-3	预计截止 2026 年 1 月的 FY25 营收同比增长 2-4%, 中国区持续高增长, 全年约高双位数, 是关键驱动力。
拉夫劳伦 (RALPH LAUREN)	20.11	16.49	USD	2025-06-28 至 2025-09-27	2026 财年全年 (截至 2026 年 3 月底), 固定汇率下营业收入预计同比增长 5%-7% (较前次指引上调)

资料来源: 万德, 信达证券研发中心

纺织制造在 2025 年呈现出利润率端的波动, 2026 年订单向好有利于驱动利润率恢复。纺织制造板块前三季度收入 922.56 亿元、同比微降 0.2%, 归母净利润 73.41 亿元、同比减少 5.7%; 单三季度, 收入端下微降 1%, 利润端减少 17.3%。板块利润阶段性承压。主要原因有外部及内部两个因素: 1) 2025 年尤其是二季度受美国全球对等关税政策扰动, 下游服装及鞋品牌公司下单谨慎、且预期偏弱, 导致板块产能错配, 多数企业毛利率下滑。2) 重点纺织企业在 2024 年及 2025 年新工厂集中投产, 产能爬坡拖累毛利率, 主要公司包括: 华利集团 2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂, 已经有 3 家工厂达成阶段性考核目标 (内部核算口径实现盈利), 其中包括公司在印尼开设的第一家工厂印尼世川。

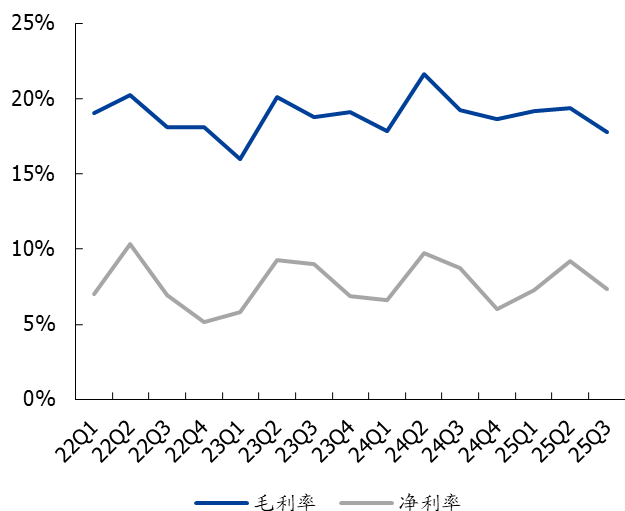
展望 2026 年在外需乐观及关税基本平稳的大背景下, 纺织制造板块的订单有望企稳和改善, 带动板块的毛利率及净利润率恢复。

图 226: 纺织制造板块 2023 年以来逐季度收入增速、利润增速 (单位: %)



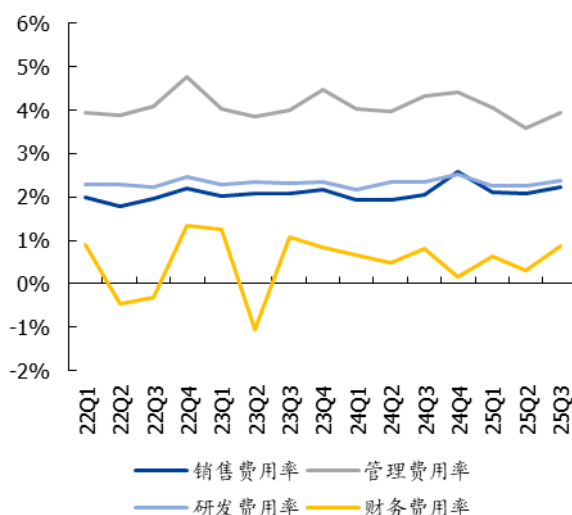
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 227: 纺织制造毛利率、净利率



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 228: 纺织制造费用率情况



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

4.3.2 纺织制造产能转移: 持续进行, 印尼是重要目的地

纺织企业在海外扩张产能, 向东南亚转移产能趋势明显。中国头部纺企在国际品牌份额提升, 顺应品牌全球市场供应需求, 开启海外扩产。东南亚等地区一方面在劳动力成本、关税和贸易壁垒上具有显著的优势, 另一方面缺乏相应成熟的人才、技术、产业配套与资本积累, 中国头部企业以国内产业基地为核心, 向外复制输出, 很好的结合了海外与国内产业两方面的优势, 获得更大的成长空间。2026 年各国对美关税仍有不确定性的背景下, 在海外具备产能储备的纺织企业, 能有效应对贸易政策的变化, 实现订单和业绩的稳定。

海外产能转移不同的环节, 转移的状况不同。上游纺织材料企业如面辅料、纱线等供应商, 相对属于资本密集型生产模式, 对产业链配套齐全程度、基础设施环境、技术人才要求等原因, 在中国的产能仍占大部分, 而有自主创造适合的生产环境和人才输出的企业已经在东南亚积极扩大布局。下游代工制造企业如鞋、服等供应商, 相对属于劳动密集型生产模式, 由于劳动力成本、贸易壁垒等原因, 在中国产能占比下降较早, 大部分已经布局在东南亚。

图 229: 部分面辅料企业境内外产能布局

产品类型	公司	产能分布国家/地区	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
面辅料	鲁泰 A(面料)	境内				83%	80%	80%	73%
		境外				17%	20%	20%	27%
	伟星股份	境内				85%	85%	85%	80.95%
		境外				15%	15%	15%	19.05%
纱线	百隆东方	中国			40%	40%	30%	30%	23%
		越南			60%	60%	70%	70%	77%
	天虹国际	中国	61%	63%	61%	56%	59%	58%	58%
		海外	39%	37%	39%	44%	41%	42%	42%

资料来源: iFind, 各公司公告, 信达证券研发中心

图 230: 部分代工企业境内外产能布局

产品类型	公司	产能分布国家/地区	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
服装	申洲国际	中国大陆、中国香港	63%	57%	51%	49%	45%	41%	47%
		越南	22%	29%	32%	29%	32%	35%	32%
		柬埔寨	15%	14%	17%	21%	22%	23%	21%
	鲁泰 A(服装)	境内			47%	47%	44%	40%	31%
		境外			53%	53%	56%	60%	69%
运动鞋	华利集团	越南	98%	99%	99%	100%	100%	100%	100%
		多米尼加境外	2%	1%	1%				
	裕元集团	中国	14%	13%	11%	12%	10%	12%	10%
		印尼	37%	39%	39%	48%	46%	49%	53%
		越南	46%	44%	46%	35%	38%	34%	32%
		其他	17%	17%	15%	17%	16%	17%	5%

资料来源: iFind, 各公司公告, 信达证券研发中心

上市纺织出口企业普遍规划海外产能扩张, 有望规避贸易风险。相比于前几年的贸易摩擦, 目前上市纺织企业海外产能布局更为成熟, 关税负面影响显著减弱。而海外产能的建设与运营对企业的资金储备、资源广度、管理能力均有较高要求, 中小企业开展难度较大。已实现良好运转、具备较好盈利能力的海外产能有望成为纺织出口企业的重要优势, 助力其在关税壁垒提升的环境下获取更多订单, 提升份额。我们统计的几家主要上市纺织企业, 普遍制定了未来几年积极的海外扩张计划, 有望在全球贸易格局重塑中抢占先机、赢得主动。

图 231: 2025 年我国典型纺织制造上市公司产能扩张项目

公司	目前在建及拟投建项目
申洲国际	2025 年柬埔寨新工厂在 3 月开始招工, 截止上半年已招工 4000 人, 越南第二面料产能在下半年建成投产。
华利集团	2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂中, 已有 3 家在 2025 年第三季度达成阶段性盈利目标 (内部核算口径), 其中包括印尼首厂“印尼世川”。
伟星股份	越南工业园: 2024 年 3 月建成投产, 2025 年仍处于产能爬坡阶段。2025H1 海外产能利用率 48.29% (低于境内 68.98%)
鲁泰 A	2024 年“海外高档面料产品线项目 (一期)”设备及配套设施陆续完成建设和投入, 2025 年正处于产能爬坡阶段。
百隆东方	以自有资金继续投入越南百隆 39 万锭纱线剩余扩产项目, 有序推进新产能建设投产进度。
健盛集团	越南南定项目持续建设中, 一期以氨纶橡筋和纱线染色为主, 主要为海防、清化基地提供原材料加工。2025 年 9 月公告投资建设越南清化新建项目, 进一步扩大越南产能布局。

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

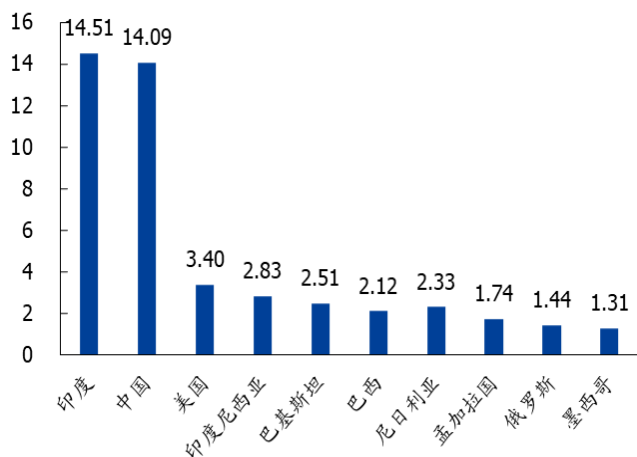
在全球纺织品贸易格局加速重构的背景下, 印尼正凭借“关税优势+成本洼地+政策力挺”三大优势, 成为继越南之后最具潜力的产能承接国。2025 年 1 月至 8 月期间, TPT 出口额达 80.1 亿美元, 比去年同期的 79.8 亿美元稍微提高 0.24%, 与此同时, 鞋类出口增长更快, 达到 51.6 亿美元, 比去年的 46.1 亿美元提高 11.89%。2025 年我们建议重点关注纺织制造企业在印尼的产能扩张情况。

关税优势: 2025 年 7 月, 据印尼当地媒体报道, 欧盟 (EU) 和印尼达成了一项协议, 以推进《全面经济伙伴关系协定》(CEPA), 如果该协议生效将使印尼 80% 的欧盟出口产品享受零关税。另据亿恩报道, 印尼与加拿大签署《印尼-加拿大全面经

济伙伴关系协定》(ICA-CEPA)，如果协议生效，印尼超过 90%的关税项目将享受加拿大市场优惠待遇。印尼与重要经济体的关税政策或将推动鞋服品牌扩大在印尼的采购比重，头部鞋制造商已在印尼为阿迪达斯等头部品牌建立专门工厂，未来 3-5 年新工厂爬坡将是主要的增长点。印尼与欧美贸易关系稳定，发生地缘政治摩擦的可能性较低，政策可预期性优于越南等地，预计品牌客户愿意投入长周期资源进行产能绑定。

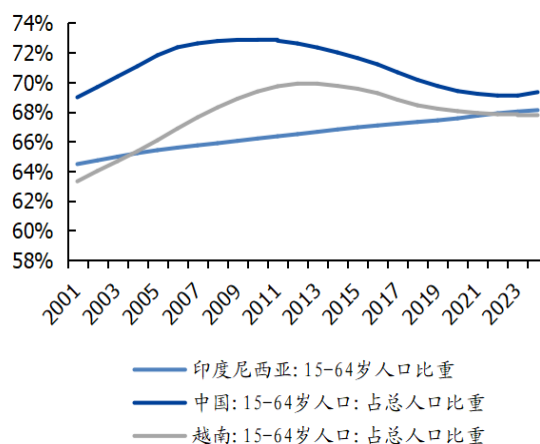
人口优势：人口基数与结构双重红利：截至 2024 年，印尼总人口达 2.83 亿人，为全球第四大人口国，且 15-64 岁劳动年龄人口占比达 68.11%（较 2001 年提升 3.64 个百分点），且该占比持续上升中，而中国与越南的 15-64 岁劳动年龄人口占比高点已有明显回落。2023 年联合国人口司数据显示，印尼人口中位数年龄仅为 29.83 岁，而越南该指标已升至 32.43 岁，中国为 39.07 岁，印尼年轻化结构确保未来 10 年劳动力供给充足。

图 232：印尼人口数排全球第四（单位：亿人）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 233：印尼、中国、越南 15-64 岁人口比重



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

产业配套完善中：印尼政府大力支持纺织服装制造业。2018 年，印尼政府发布《印尼工业 4.0 路线图》，设立了五大先导性产业，纺织服装业是其中之一。为提高纺织业竞争力，工业部致力于加强对该行业的人力资源培训、技术升级和数字技术支持。政府将继续向相关出口市场国家争取对印尼的低关税或零关税，加大本土特色品牌开发力度，同时进一步促进发展，鼓励他们利用开展经营。

我们认为如果印尼关税协议兑现 2026 年印尼产能占比决定关税红利兑现弹性，建议关注在印尼具备产能基地的纺织及代工企业。

图 234：主要纺织企业在印尼的产能布局

公司	印尼产能布局
裕元集团	印尼产能占比 54%，为第一大制造基地
华利集团	2024 年上半年印尼工厂投产，截止 2025 年第三季度，公司在印尼的第一家工厂（印尼世川）已达成阶段性考核目标（内部核算口径实现盈利）。
开润股份	80%服装产能位于印尼，Nike、Adidas 均为印尼产能核心客户
申洲国际	公司表示将评估在印尼或缅甸增设成衣工厂可能性
南山智尚	2025 年 3 月公司与 PT TIDEZEN NEW TEXTILE MATERIALS (简称“印尼泰信”) 签署《关于印度尼西亚新建 16 万套服饰生产加工项目之合资合同》，拟在印度尼西亚新建服饰生产加工项目。

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

重点公司

申洲国际: 全球针织代工龙头+垂直一体化+海外产能释放。2025H1 运动服饰收入 101.29 亿元 (+9.9%)，占比 67.7%，绑定 Nike、Adidas 等核心客户；休闲服装收入 37.92 亿元 (+37.4%)，增速领跑。海外扩张方面：越南/柬埔寨产能占比 53%，2025 年 3 月柬埔寨新成衣工厂投产，越南第二面料工厂预计年底投产，强化一体化优势。

华利集团: 运动鞋代工龙头+新客户放量+新工厂爬坡。2025 前三季度营收 186.8 亿元，增长 6.67%，新客户 Adidas、On、New Balance 贡献显著增量。印尼世川工厂已盈利，新工厂爬坡改善推动 Q3 毛利率环比提升 1.1pct 至 22.19%。

伟星股份: 服饰辅料全球龙头。2025 前三季度拉链与钮扣业务稳健，毛利率达 43.71%，同比提升约 1pct。越南工厂亏损收窄，国际业务持续双位数增长。2025 年推出第六期股权激励，绑定核心团队，公司分红率维持较高水平，高分红+全球化布局构筑防御性。

开润股份: 箱包代工壁垒深厚+服装代工形成第二曲线。公司箱包及服装业务深度协同、相互延伸客户资源，前三季度实现收入 37.19 亿元，同比+22.9%，实现较高增长。2025 年 9 月公司对上海嘉乐增持 20%股份持股增至 71.85%，协同效率有望进一步提升。公司不断推进印尼箱包和服装产能扩建，有望建立产能布局的先发优势。

投资观点: 我们看好 **2026 年运动户外、男装与家纺龙头、优质纺织制造“三箭齐发”**。运动户外渗透率仍低、功能迭代+场景破圈，景气度最高；男装、家纺需求刚性、格局集中，龙头高分红防御属性突出；纺织制造端订单回暖+印尼产能释放，具备盈利端的弹性。建议关注：①运动户外赛道安踏体育、特步国际、李宁；②男装/家纺高分红品种海澜之家、水星家纺、罗莱生活；③海外产能领先、订单稳健增长的申洲国际、华利集团、伟星股份、开润股份。

图 235: 纺织服装相关公司盈利预测与估值

板块	股票简称	总市值 (亿元)	营业收入			归母净利润			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
服装家纺	安踏体育	2043.04	708.26	786.74	870.34	155.96	132.94	149.40	13.1	15.4	13.7
	李宁	405.14	286.76	289.84	304.29	30.13	24.62	27.73	13.4	16.5	14.6
	特步国际	135.39	135.77	144.23	155.20	12.38	13.86	15.33	10.9	9.8	8.8
	361度	109.34	100.74	113.37	126.56	11.49	12.87	14.47	9.5	8.5	7.6
	海澜之家	292.97	209.57	219.31	239.04	21.59	23.04	25.97	13.6	12.7	11.3
	水星家纺	52.87	41.93	46.40	50.95	3.67	4.02	4.50	14.4	13.1	11.8
	罗莱生活	79.47	45.59	48.51	51.92	4.33	5.17	5.86	18.4	15.4	13.6
纺织制造	申洲国际	836.59	286.63	319.74	353.96	62.41	65.83	73.73	13.4	12.7	11.3
	华利集团	676.63	240.06	257.67	289.20	38.40	34.00	40.25	17.6	19.9	16.8
	伟星股份	126.44	46.74	48.62	53.18	7.00	6.79	7.62	18.1	18.6	16.6
	新澳股份	54.11	48.41	50.06	55.52	4.28	4.55	5.29	12.6	11.9	10.2
	开润股份	52.95	42.40	51.97	59.37	3.81	3.74	4.61	13.9	14.2	11.5

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价日期为 2025/12/11, 货币单位均为人民币)

5. 风险因素

国内&海外消费复苏不及预期。国内下游消费疲软将压制企业成长；本文浆价上行、出口订单延续增长等结论基于假设海外需求修复，若复苏幅度&节奏低于预期，将影响上下游收入增长。

全球贸易摩擦加剧。若中美贸易摩擦加剧、关税抬升，或将影响出口企业订单&盈利能力。

地产销售复苏低于预期。家居公司作为地产后周期企业，若地产销售超预期下行，将影响下游家居消费需求。

原材料价格大幅波动。上游木浆价格大幅波动或导致中游造纸企业盈利承压；铝材、马口铁价格大幅波动或导致金属包装企业盈利承压；原油大幅波动或导致塑料包装企业盈利承压；金价大幅波动或导致终端消费者观望情绪。

新型烟草政策风险。若合规收紧，发展空间或受限。

研究团队简介

姜文铤，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 3 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。