



轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

研究管理组

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

潮玩烟草强化 beta 配置，先出海再内需挖掘 alpha

投资建议：

一、潮玩&烟草强化全年 beta 配置：龙头标配+二线超配策略

(一)潮玩赛道：持续做厚 IP 价值，海外提速&渠道提效带来新机遇：1) 持续做厚 IP 价值：衍生品系列，虚拟动漫影视，线下乐园门店 2) 品类创新与效率：围绕“悦己+社交+收藏”的复合需求，拓展多价位与多场景产品线 3) 全球化扩张：三大国际区域差异化布局，寻找本土化运营强者。【泡泡玛特，名创优品，布鲁可】

(二)新型烟草：关注海外景气度上行，把握中烟高质量发展机遇：1) 海外：欧美合规雾化持续扩容，Hilo 有望重塑加热烟草竞争格局 2) 国内：卷烟需求增速放缓，中烟高质量发展亟需新路径。【思摩尔国际，中烟香港】

二、先出海再内需挖掘 alpha 标的：H1 出海寻找低位新逻辑演绎，H2 布局 3-5 年 1 倍空间内需标的

(一)美国地产链&叠加新品牌逻辑演绎提供出海掘金思路：1) 稀缺供给：海外供应链门槛高于预期，市占率提升【众鑫股份，裕同科技等】 2) 新需求演绎：部分供应链出海孵化品牌出海，估值提升逻辑【匠心家居，家联科技等】

(二)国内需求侧率先复苏领域供给侧变化领域具备契机，Q1 季报披露后有望提供重要买点：1) 国内新需求演绎：情绪价值链保温杯，祈福文化与 IP 新锐，AI+轻工赛道值得关注【哈尔斯，创源股份，康耐特光学等】 2) 国内需求侧复苏：个护快消品有望率先复苏，耐用品 alpha 先体现弹性【登康口腔，百亚股份，顾家家居，慕思股份等】 3) 国内反内卷改革：造纸综合龙头弹性明显，二片罐金属包装格局明朗，白卡纸整合预期明显【太阳纸业，奥瑞金等】

投资逻辑：

- **新型烟草板块：**欧美合规雾化扩容趋势确定，利好头部品牌销售回暖。加热烟草美国市场即将开启，hilo 有望重塑目前行业竞争格局。中烟实现高质量发展亟需新路径，出海寻找新增量、国内加快培育新型烟草产业已有一定必要。
- **潮玩板块：**行业持续扩容，海外提速明显，26 年我们认为行业主要围绕三个主线：做厚 IP 价值&品类创新与效率&全球化，优选注重 IP 内容&情感共鸣，渠道端积极拓展海外、提升效率的头部企业。
- **AI 眼镜板块：**25Q4 进入行业新品爆发期，AI 眼镜加速向大众日常生活场景渗透，26 年市场有望迎来规模化拐点，轻量化、可用性需求增强。首推已卡位核心供应链、与具备显著技术及量产优势的头部厂商深度绑定的企业。
- **造纸包装板块：**国内自给浆产能投放已近尾声，海外浆厂提价减产下浆价有望进入温和修复区间，看好前期深入布局林浆纸一体化且在成本管控方面具备突出优势的纸企。国内二片罐提价即将落地，预计将直接增厚金属包装盈利空间。
- **内销家居板块：**新房销售偏弱、国补退坡下，板块进入“需求磨底+结构分化”阶段，二手房换新/局改/软装升级将成为需求重要支撑，景气度拐点大概率在 26Q2 后，建议优先布局零售能力强、业绩兑现度高的龙头企业。
- **出口出海板块：**外部扰动仍存但关税环境边际缓和。考虑到美国已进入降息周期，家具库销比维持较优，且中国家具出口已开始多区域、渠道扩张，我们认为外需已进入温和修复通道。建议优选海外产能转移能力较强标的。
- **个护板块：**行业规范性增强，集中度明显上升，产品端预计注重心智占领&细分需求，渠道端货架电商复苏&线下渠道力凸显，聚焦产品具备差异化属性、品质与安全根基扎实，且渠道布局完善的优质企业。

风险提示

政策落地效果低预期，原材料价格大幅上涨，汇率大幅波动，代工商大客户流失，海外扩展于预期，贸易摩擦加大。



内容目录

1. 核心结论	6
1.1 潮玩&烟草强化全年 beta 配置：龙头标配+二线超配策略	6
1.2 先出海再内需挖掘 alpha 标的：先出海寻找低位新逻辑演绎，后布局 3-5 年 1 倍空间内需标的	6
2. 轻工新消费：新型烟草&潮玩&AI+	6
2.1 新型烟草：关注海外产业景气度上行，把握中烟高质量发展机遇	6
2.2 潮玩：持续做厚 IP 价值，海外提速&渠道提效带来新机遇	13
2.3 AI 眼镜：26 年将迎来规模化拐点，可用性&舒适度需求增强	18
3. 出口&出海：美国进入降息周期，海外布局助力业绩修复	21
3.1 回顾：25 年企业业绩分化明显，短期关税已现缓和，Q4 出口边际回暖	21
3.2 展望：三维度看出口回暖或具一定持续性	23
3.3 投资建议：四象筛选框架下优选海外产能转移能力较强标的	26
4. 造纸&包装：浆价有望进入温和修复区间，期待行业盈利拐点来临	27
4.1 造纸：浆价有望温和修复，上游原料自给或成纸企盈利关键	27
4.2 包装：包装龙头红利属性突出，二片罐盈利空间有望显著改善	34
5. 轻工消费：家居 26Q2 有望迎来边际拐点，个护重视产品心智&渠道布局	38
5.1 家居：26Q2 后板块业绩迎来边际拐点，优选布局 a 标的	38
5.2 个护：存量竞争、渠道变革下，重视产品心智占领&渠道完善布局	44
风险提示	50

图表目录

图表 1：2024 年以来美国持续加大对非法产品的打击力度	6
图表 2：欧洲各国已开启全面禁售一次性烟进程	8
图表 3：日本、波兰、意大利市场主流 HNB 产品促销政策对比梳理	9
图表 4：中国烟草行业存货水平仍较高	9
图表 5：全国卷烟产量变动	10
图表 6：全国卷烟销量变动	10
图表 7：烟草行业实现的财政总额变动	10
图表 8：中烟加热烟草产品市场反馈较好	11
图表 9：思摩尔美国市场营收已企稳恢复	12
图表 10：思摩尔欧洲及其他市场营收保持较快增长	12
图表 11：英美烟草 glo hilo 全球推广节奏明确	12



图表 12: 中烟香港卷烟出口毛利率快速提升.....	13
图表 13: 5 年企业数量翻 10 倍, 潮玩行业破圈.....	13
图表 14: 潮玩行业 25 年线上增速明显加快.....	13
图表 15: 头部企业海外占比提升.....	14
图表 16: 名创 3Q 海外门店+488 家.....	14
图表 17: 潮玩出海三大目标市场总结.....	14
图表 18: IP 潮玩公司商业模式分类.....	15
图表 19: IP 产品价值链和利润率分配.....	16
图表 20: 头部企业 IP&渠道力分析.....	16
图表 21: 星星人 IP 热度持续位于高位.....	16
图表 22: 公司海外高速发展 (yoy).....	16
图表 23: 名创 IP、品类、渠道全方位战略.....	17
图表 24: TOPTOY (名创旗下) 品牌四大优势能力.....	17
图表 25: TOPTOY 加速展店 (家).....	17
图表 26: 名创优品毛利率逐步呈现回升趋势.....	17
图表 27: 布鲁可海外营收变化情况.....	18
图表 28: 线下渠道具备先发优势.....	18
图表 29: 晨光积极探索国漫合作.....	18
图表 30: 九木杂物社门店数量 (家).....	18
图表 31: 全球智能眼镜出货量明显加速 (万台).....	19
图表 32: 25Q4 相关新品密集发布.....	19
图表 33: 智能眼镜主流光学方案.....	19
图表 34: 价格较低的小米品牌双十一累计销量第一.....	19
图表 35: C 端近视人口提供坚实用户基础.....	20
图表 36: 夸克 AI 眼镜发布会强调近视配镜、超薄镜片.....	20
图表 37: 康耐特光学股价复盘.....	20
图表 38: 美国对中国、东南亚国家的关税政策梳理.....	21
图表 39: 中国家具出口金额.....	22
图表 40: 越南家具出口金额.....	22
图表 41: 各品牌公司海外站点 GMV 月度同比.....	22
图表 42: 外销家居上市企业 25 年业绩统览 (亿元).....	23
图表 43: 25 年 8 月美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速 (百万美元, %).....	23
图表 44: 25 年 8 月美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速.....	23
图表 45: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘.....	24
图表 46: 美国新建住房月度销量.....	24



图表 47: 美国成屋月度销量.....	24
图表 48: 美国 30 年期抵押贷款利率.....	25
图表 49: 中国、越南家具出口金额同比增速.....	25
图表 50: 美国、欧洲及东南亚月度出口值.....	25
图表 51: 出口美国占比呈下降趋势.....	25
图表 52: 各品牌公司海外站点渠道营收结构占比.....	26
图表 53: 筛选出海投资标的四象限.....	26
图表 54: 出口企业海外收入及海外产能布局梳理.....	26
图表 55: 国内针叶浆和阔叶浆价格变动.....	28
图表 56: 2025 年国内进口纸浆规模攀升 (单位: 万吨)	28
图表 57: 国内纸浆产能密集投产.....	28
图表 58: 纸浆港口库存维持高位.....	28
图表 59: SUZANO 毛利率表现承压明显	28
图表 60: 2025-2027 年全球无新增阔叶浆投产计划	28
图表 61: 2025 年中以来国际浆厂持续停机减产	29
图表 62: 白纸板、箱板瓦楞纸价格变动.....	30
图表 63: 双胶纸、双铜纸价格变动.....	30
图表 64: 白纸板、箱板瓦楞纸月度表观消费同比变动.....	30
图表 65: 双胶纸、双铜纸月度表观消费量同比变动.....	30
图表 66: 白纸板、箱板瓦楞纸毛利润变动.....	30
图表 67: 双胶纸、双铜纸毛利润变动.....	30
图表 68: 国内白卡纸出口规模不断攀升.....	31
图表 69: 箱板瓦楞纸及白卡纸产能投放统计.....	31
图表 70: 国内白卡纸竞争格局.....	32
图表 71: 2020 年以来白卡纸产能利用率稳步回升	32
图表 72: 文化纸开工率持续走低.....	33
图表 73: 双胶纸产能投放统计.....	33
图表 74: 太阳纸业保持多元化营收布局.....	34
图表 75: 太阳纸业 ROE 水平保持行业领先.....	34
图表 76: 2025 年 1-10 月饮料/烟酒/粮油食品/服装鞋帽针纺类社零同比+0.8%/+4.0%/+10.3%/+3.5%	35
图表 77: 2025 年 1-10 月化妆品/日用品/家电/药品类社零同比+4.6%/+7.4%/+20.1%/+1.5%	35
图表 78: 重点包装企业单季度净利率变动.....	35
图表 79: 二片罐行业并购事件梳理.....	36
图表 80: 2022 年中国二片罐行业竞争格局 (%)	36
图表 81: 2025 年以来国内铝锭价格持续上涨	36



图表 82: 裕同科技海外市场毛利率显著高于国内.....	37
图表 83: 近年来裕同科技分红水平显著提高.....	37
图表 84: 永新股份业绩表现相对稳健.....	37
图表 85: 近年来永新股份分红水平显著提高.....	37
图表 86: 近两年商品房销售面积同比增速仅 2 个月为正.....	39
图表 87: 近两年商品住宅销售面积同比增速仅 2 个月为正.....	39
图表 88: 房地产开发投资完成额累计值.....	39
图表 89: 房屋新开工面积累计值.....	39
图表 90: 各地国补政策收紧.....	40
图表 91: 2025 中央及各省市家居补贴细则梳理.....	40
图表 92: 社会消费品零售总额增速放缓.....	41
图表 93: 家具零售总额增速放缓.....	41
图表 94: 内销家居上市企业 25 年 Q1-Q3/25 年 Q3 业绩统览.....	41
图表 95: 近六年家具板块 PE.....	42
图表 96: 30 大中城市商品房当周成交面积.....	42
图表 97: 14 城二手房当周成交面积.....	42
图表 98: 大宗渠道收入承压.....	42
图表 99: 家居龙头企业率先开启零售变革.....	43
图表 100: 各家家居企业零售渠道份额.....	44
图表 101: 软体家居企业历年收入增速 (%).....	44
图表 102: 软体家居企业各季度收入增速 (%).....	44
图表 103: 牙膏品类天猫、京东货架电商复苏.....	45
图表 104: 卫生巾品类京东货架电商复苏态势明显.....	45
图表 105: 25 年牙膏品类线上季度集中度升高.....	45
图表 106: 25Q4 年卫生巾品类线上集中度有上升趋势.....	45
图表 107: 卫生巾品牌线上集中度梳理.....	46
图表 108: 牙膏品牌线上集中度梳理.....	47
图表 109: 自由点近年份额持续上升.....	48
图表 110: 线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升.....	48
图表 111: 公司外围省份加速开拓.....	48
图表 112: 登康季度营收增速较高.....	49
图表 113: 冷酸灵市场份额提升.....	49
图表 114: 公司增长逻辑——稳中求进.....	50



1. 核心结论

1.1 潮玩&烟草强化全年 beta 配置：龙头标配+二线超配策略

(一) 潮玩赛道：持续做厚 IP 价值，海外提速&渠道提效带来新机遇

1. 持续做厚 IP 价值：衍生品系列，虚拟动漫影视，线下乐园门店
 2. 品类创新与效率：围绕“悦己+社交+收藏”的复合需求，拓展多价位与多场景产品线
 3. 全球化扩张：三大国际区域差异化布局，寻找本土化运营强者
- 核心标的：泡泡玛特，名创优品，布鲁可等

(二) 新型烟草：关注海外产业景气度上行，把握中烟高质量发展机遇

1. 海外市场：欧美合规雾化市场持续扩容，Hilo 有望重塑加热烟草竞争格局
 2. 国内市场：卷烟市场需求增速放缓，中烟实现高质量发展亟需新路径
- 核心标的：思摩尔国际，中烟香港等

1.2 先出海再内需挖掘 alpha 标的：先出海寻找低位新逻辑演绎，后布局 3-5 年 1 倍空间内需标的

(一) 美国地产链&叠加新品牌逻辑演绎提供出海掘金思路：

1. 稀缺供给侧：海外供应链门槛高于市场预期，市占率提升长逻辑演绎
核心标的：众鑫股份，裕同科技等
2. 新需求演绎：部分供应链出海孵化出品牌出海，估值提升逻辑可期
核心标的：匠心家居，家联科技等

(二) 国内需求侧率先复苏领域供给侧变化领域具备契机，Q1 季报披露后有望提供重要买点

1. 国内新需求演绎：情绪价值链保温杯，祈福文化与 IP 新锐
核心标的：哈尔斯，创源股份等
2. 国内需求侧复苏：个护快消品有望率先复苏，耐用品 alpha 先体现弹性
核心标的：登康口腔，百亚股份，顾家家居
3. 国内反内卷改革：造纸综合龙头弹性明显，二片罐金属包装格局明朗，白卡纸整合预期明显
核心标的：太阳纸业，奥瑞金等

2. 轻工新消费：新型烟草&潮玩&AI+

2.1 新型烟草：关注海外产业景气度上行，把握中烟高质量发展机遇

2.1.1 海外市场：欧美合规雾化市场持续扩容，Hilo 有望重塑加热烟草竞争格局

美国 FDA 监管力度明显加大，非法产品生存空间明显受限。2024 年以来，美国监管部门持续加大对非法电子烟的打击力度，在更新进口警报、成立跨部门执法小组、从海关源头管控非法产品进口等方面限制非法电子烟的进口、运输和分销。2025 年 2 月，FDA 联合海关部门在芝加哥查获零售价值约 3380 万美元的近 200 万件非法雾化产品，并向相关进口商发出警告函。7 月，FDA 局长称打击非法电子烟将成为 FDA 的首要任务，同时参议院批准向 FDA 拨款 2 亿美元，用于打击非法电子烟和非法尼古丁袋，以确保非法产品被迅速从市场上清除。10 月，FDA 再次发布声明呼吁零售商下架非法电子烟，从零售终端渠道遏制非法产品销售。美国非法电子烟的生存空间受到严重挤压，为合规产品的扩容提供足够容量。

图表1：2024 年以来美国持续加大对非法产品的打击力度

时间	事件	进展
----	----	----



2024年5月	美国多个学校严厉打击青少年吸电子烟	CDC 第十年报告显示，中学和高中生中，电子烟是最常使用的烟草产品。在密歇根州西部的学区，青少年在校内使用电子烟是首要的问题，一些电子烟设备甚至含有尼古丁。
2024年5月	FDA 更新进口警报	FDA 加强管控非法电子烟进口，公布的“红色名单”清单将授权美国海关和边境保护局在“无需进行物理检查”情况下扣押可能存在的电子烟产品
2024年6月	FDA 等部门成立打击非法电子烟小组	FDA 宣布将与司法部等部门联合成立工作小组，利用所有可用的刑事和民事手段打击电子烟非法分销和销售，以重点解决美国青少年电子烟成瘾的问题
2024年7月	两院要求打击非法电子烟	两院拨款委员会命令 FDA 打击非法一次性电子烟，可能的措施包括增加 FDA 执法资金、限制电子烟口味和尼古丁含量等
2024年8月	FDA 与财政部意图从源头管控非法产品	所有进口电子烟均需提交 FDA 签发的 STN 编号。任何未提交 PMTA 申请、未获得编号的电子烟，都可能被禁入美国
2025年2月	FDA 与海关查获 3380 万美元的非法电子烟	FDA 与海关在芝加哥查获近 200 万件非法雾化产品，零售价值约 3380 万美元，FDA 首次向负责进口这些非法电子烟的 24 家烟草进口商和入境申报者发送了进口信息函，告知收件人向美国政府提供虚假陈述或报关是联邦犯罪行为。
2025年7月	FDA 批准 JUUL 继续在美销售	此前 FDA 以 JUUL 未能证明符合公共健康为由禁售其产品，现 FDA 批准 JUUL 烟具和烟弹继续在美销售，一定程度可说明 FDA 正在加速审批进度，并且不会“一刀切”。合法产品过审数量持续增加
2025年7月	FDA 局长称打击非法电子烟将成“首要任务”，	FDA 局长称，电子烟店中销售的 85% 的电子烟产品为非法，FDA 已向零售商和分销商发出 800 封警告信，打击非法电子烟将成为该 FDA 今后的“首要任务”。
2025年7月	参议院批准向 FDA 拨款 2 亿美元，用于打击非法电子烟和尼古丁袋，并督促加快产品审查	参议院指示 FDA 在 2026 财年至少投入 2 亿美元用于执法活动，以确保非法产品被迅速从市场上清除，并对非法进口和分销者采取严厉的合规与执法行动。
2025年8月	邮政总局撤销电子烟分销商 Demand Vape 邮寄豁免	邮政总局已取消美国最大电子烟分销商之一 Demand Vape 的邮寄豁免，原因是该公司被指运输未经美国 FDA 授权、且违反地方口味禁令的电子烟产品。
2025年10月	FDA 呼吁零售商下架非法产品	FDA 发表声明，呼吁零售商下架非法电子烟，将寄送合法产品清单至 30 万家门店，从零售终端渠道遏制非法产品销售。

来源：两个至上，国金证券研究所

FDA 官方表态谨慎支持扩大调味烟范围，JUUL 新获销售许可，合规市场有望持续扩容。2025年7月，FDA 审批通过了 JUUL 提交的 PMTA 申请，包括 1 款烟具和 4 款烟弹（包括 3% 和 5% 尼古丁含量的烟草味、3% 和 5% 尼古丁含量的薄荷味烟弹）。这是自 2024 年 6 月 FDA 首次批准 NJOY 提交的非烟草味电子烟以来，FDA 审批通过的第二款调味电子烟，合规产品总数从此前的 34 款增至 39 款。FDA 表示，JUUL 提交的相关实验数据表明这些产品成功促使成年消费者从传统卷烟转向吸食雾化电子烟，FDA 认定这些产品符合保护公众健康的要求。2025 年 10 月，FDA 烟草制品中心代理主任 Bret Koplow 称，支持通过“烟草危害减少”策略来降低卷烟吸食率，同时谨慎支持扩大调味电子烟的授权范围。Koplow 同时表示，要使减害政策真正发挥公共健康效益，必须首先建立合法市场，仅限经授权的低风险产品流通，并辅以强有力的执法体系以打击非法产品。这表明 FDA 在打击非法产品的同时，适当扩大合法电子烟授权范围，以有效承接原先非法产品使用者的消费需求。

英法等国已全面禁止一次性烟，欧洲市场正处于由一次性向换弹式的需求转换中。2025 年 1 月，比利时正式禁止境内生产销售一切一次性电子烟，成为欧洲首个全面禁止一次性烟的国家。随后法国于 2 月、英国于 6 月也全面禁止一次性烟，并辅以严厉的行政处罚措施。电子烟需求具备一定的消费粘性，原先一次性烟使用者在全面禁售禁令下大多转向换弹式产品或开放式大烟，以满足正常的消费需求。据 Opinium，英国于 6 月全面禁售一次



性烟后，原一次性烟消费者中的 85% 转向购买换弹式产品，且大多数会重复购买补充装。禁令公示后第一周，英国一次性烟 SKU 归零，近 200 个含有烟油的注油容器/烟弹 SKU 集中上市，新上市的 SKU 以水果、混合水果及冰镇口味为主。这表明一次性烟禁令下，原有消费者会迅速转向换弹式产品，参考欧洲各国已开启禁售一次性烟进程，欧洲换弹式市场规模将迎来持续扩容。

图表2：欧洲各国已开启全面禁售一次性烟进程

	国家	进程
已全面禁售	比利时	2025 年 1 月 1 日起，禁止境内生产、销售、分销所有一次性电子烟，无豁免品类，对电子烟油征收每毫升 15 欧分的专项税费，从成本端抑制相关产品流通。
	法国	2025 年 2 月 25 日正式生效，禁止所有“预先填充烟液且不可再填充”的一次性设备，首次违规罚款 10 万欧元，再次违规翻倍至 20 万欧元，由竞争、消费及反欺诈部门负责执法。
	英国	2025 年 6 月 1 日正式全面禁售，所有零售渠道（含便利店、超市）禁止售卖一次性电子烟，同步下架相关产品。
	瑞士	预计 2026 年实现全国统一禁售。豁免换弹式电子烟，但需强制张贴健康警告。
拟实施禁售	爱尔兰	截止 2025 年 11 月，已明确推进一次性电子烟禁售，具体生效时间尚未公布。
	西班牙	拟修改《2005 年烟草法》，核心内容包括限制一次性电子烟销售、管控调味剂使用，目前处于立法审议阶段。
严格限制但未禁售	意大利	含尼古丁电子烟禁止在线销售，抬高市场准入门槛。
	荷兰	实施口味限制，禁止销售菠萝、蜂蜜、猕猴桃等非烟草味电子烟，仅保留烟草味产品，间接抑制一次性烟消费需求。

来源：两个至上，国金证券研究所

美国加热烟草市场即将开启，预计将带来广阔增长空间。2020 年底，英美烟草指控 IQOS 侵犯专利，美国 ITC 裁决禁止 IQOS 在美销售。2024 年，菲莫国际与英美烟草就专利问题达成和解，为 IQOS 重新进入美国扫清障碍。2025 年 3 月，菲莫在美国奥斯汀正式推出 IQOS 试点销售，并计划不晚于 2026 年取得 FDA 上市许可。依靠 IQOS 已有的成熟产品矩阵与生产营销经验，菲莫国际希望至 2030 年占据美国卷烟及加热烟草市场份额的 10%，预计将为公司带来巨大成长空间。

glo hilo 全球推广节奏明确，有望重塑 HNB 行业竞争格局。2024 年 10 月，英美烟草首次提出将推出定位中高端加热设备的 Glo Hilo 系列，展现公司深耕加热烟草领域的决心。2024 年 12 月及 2025 年 6 月，BAT 分别在塞尔维亚和日本仙台市推出 hilo 系列及配套烟弹，进行小范围试销，不断获取消费者反馈以完善器具设计。9 月以来，Hilo 相继在日本全国、波兰和意大利上市，全球推广节奏明确。BAT 管理层称 Glo Hilo 为公司迄今最具突破性的高端创新加热产品，凭借 Hilo 优秀的产品性能且公司持续向其倾斜充足的营销推广资源，Hilo 有望重塑当前 HNB 竞争格局。

日本烟草 Ploom Aura 创史上销量破 200 万台最快记录，坚定推进新品全球推广。2025 年 5 月，日烟在日本市场的自营门店和线上商店推出新一代加热烟草设备 Ploom Aura，并配备其独家高端加热烟弹 EVO。7 月，Ploom Aura 在日本全国便利店和烟草零售店渠道开售，截止 8 月其累计销量已突破 200 万台，为日烟史上最快记录。9 月 Ploom Aura 开启全球发售，目前已在瑞士及罗马尼亚上市，整体市场反馈较积极。日烟计划在 2025 到 2027 年间投资 6500 亿日（约 37 亿欧元）用于加热烟草的研发和市场推广，有望持续为公司的新型烟草业务贡献业绩增量。



图表3：日本、波兰、意大利市场主流HNB产品促销政策对比梳理

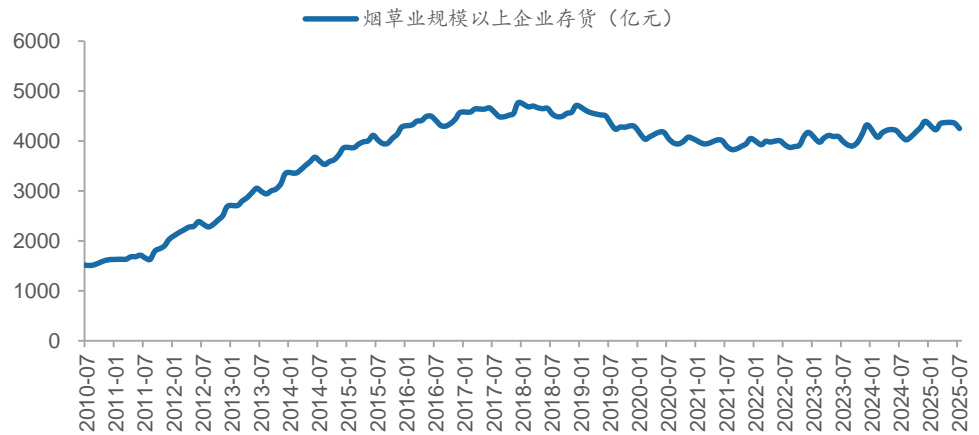
	日本	波兰	意大利
英美烟草	促销政策：折扣1000日元	促销政策：降价+送烟弹	促销政策：10欧元折扣
	现价：hilo/hilo Plus 为2980/5980日元	hilo器具+2包烟弹：1兹罗提，hilo plus+2包烟弹；79兹罗提	hilo/hilo plus 为29/69欧元
	原价：3980/6980日元	hilo/hilo plus: 149/289兹罗提	折扣后hilo/hilo plus 为19/59欧元
菲莫国际	促销政策：无	促销政策：无	促销政策：无
	luma 6980日元, Iluma I PRIME为9980日元	ILUMA 为289兹罗提, ILuma PRIME为449兹罗提	ILUMA 为69欧元, Iluma PRIME为89欧元
日本烟草	促销政策：半价出售	促销政策：赠送烟弹	促销政策：降价
	ploom aura现价：1480日元	Ploom X Advanced为99兹罗提（另送6包烟弹）	ploom aura现价：25欧元
	原价：2980日元		原价：39欧元

来源：两个至上，PMI 官网，日烟官网，BAT 官网，国金证券研究所

2.1.2 国内市场：卷烟市场需求增速放缓，中烟实现高质量发展亟需新路径

卷烟市场需求难有实质提升，中烟整体经营压力增大。受全国范围内禁烟控烟政策推动、居民健康生活意识提升以及年轻群体消费偏好转移等因素影响，近年来全国传统卷烟消费规模增速明显放缓。据国家统计局，2019-2024年，全国卷烟产量自23642亿支缓慢增长至2024年的24655亿支，CAGR为0.84%，卷烟销量从23631亿支增长至24507亿支，CAGR为0.73%。据《中国吸烟危害健康报告》，2018年中国15岁及以上人群吸烟率为26.6%，其中男性吸烟率为50.5%。而至2024年，中国15岁及以上人群现在吸烟率已降至23.2%，男性吸烟率已降至43.9%。在此背景下，虽然传统卷烟产量未见明显下滑，但烟草行业存货水平持续保持较高水平。2010至2019年，全国烟草行业规模以上企业存货由1500亿元攀升至4500亿元左右，此后库存水平虽略有小幅回落，但整体存货水平仍继续保持在4000亿元左右。

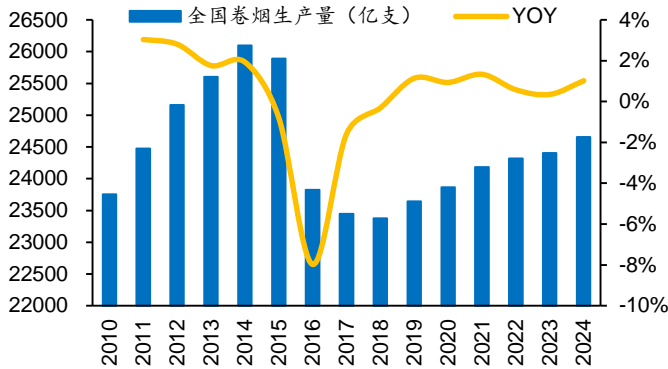
图表4：中国烟草行业存货水平仍较高



来源：ifind，国金证券研究所

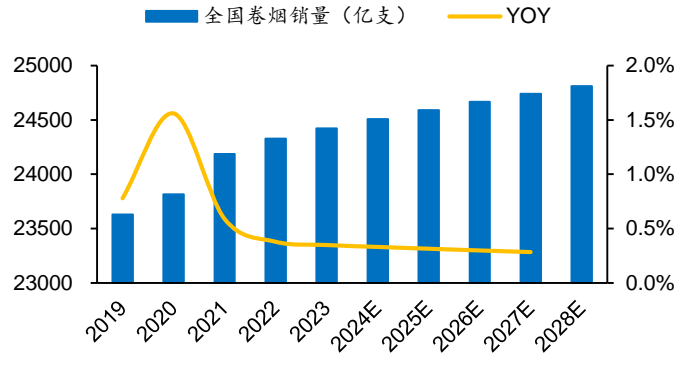


图表5: 全国卷烟产量变动



来源: ifind, 国金证券研究所

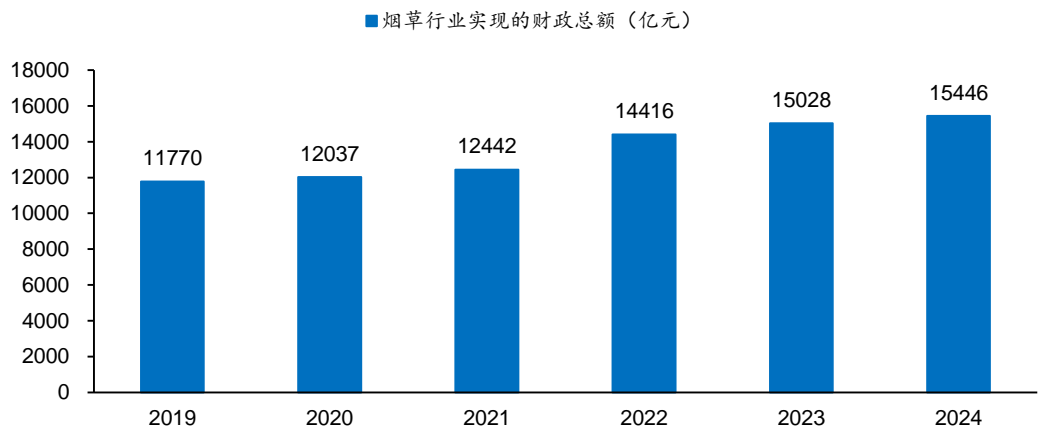
图表6: 全国卷烟销量变动



来源: ifind, 国金证券研究所

烟草行业作为我国国有企业主导的支柱性产业,每年上缴的税收收入是国家财政的重要组成部分,长期占全国财政收入的6%-10%左右,为国家的经济建设、公共服务、国防安全等提供了坚实的财力保障。中烟集团作为国家烟草专卖制度的具体执行者,其重要职能之一便是依靠稳健有效的长期经营,为国家上缴巨额税利。而在全中国卷烟市场规模已迎来不可逆的萎缩态势下,如何尽快寻找新的烟草行业长期增长动力、保障上缴税利,便成为中烟集团的重要议题。

图表7: 烟草行业实现的财政总额变动



来源: 国家烟草专卖局, 国金证券研究所

中烟在加热烟草领域已有完备布局,产品和技术储备丰富。中烟集团及其下属工业公司在加热不燃烧领域布局较早,2013年便成立新型烟草制品工作领导小组,2014年启动新型卷烟研究重大专项,持续推动包括加热不燃烧在内的新型烟草相关技术研究。2016年,中烟上海新型烟草制品研究院组织郑州烟草研究院、湖北中烟、云南中烟、安徽中烟等单位,联合开展加热不燃烧卷烟的自主研发,自此开始国内加热不燃烧卷烟的自主研发。2017年,四川中烟自主品牌“宽窄功夫”在韩国上市,为国内首款HNB产品。此后,包括云南中烟、广东中烟、山东中烟在内的国家工业公司相继推出国产HNB烟具与烟弹,采用不同加热技术、提供多种口味烟弹组合,主要面向东南亚市场,市场反馈较积极。

海外市场仍有相当增量,依托中烟香港有望实现跨越式发展。有赖于加热烟草突出的减害属性,目前海外主要消费市场对加热烟草已有明确的监管体系,整体市场渗透率仍处快速提升中,新型烟草增量空间巨大。海外市场仍有相当增量,中烟依托中烟香港这一中烟体系内资本市场运作和国际化业务拓展的指定境外平台,海外市场有望持续贡献业绩增量。



图表8：中烟加热烟草产品市场反馈较好

公司	产品名称	推出时间	产品性能与市场反馈
四川中烟	宽窄功夫	2017年	国内最早推出，一直在国际市场上保持领先地位。近几年进一步拓展东南亚、俄罗斯市场，先后推出了自启动功能的功夫 NANO、无线充功能的 MINIG、气流加热技术的 AIR 等加热器
云南中烟	Webacco	2018年	采用双发热丝专项技术，可使烟雾更浓更饱满，提升用户的吸食体验。十余年持续深化东南亚市场布局，尤其在柬埔寨、老挝等核心市场实现市场占有率跨越式增长。
广东中烟	Mu+	2018年	烟支设计采用自主研发的复合发烟基材及创新结构设计，有效突破传统发烟介质原料来源局限，显著提升产品感官体验。深度挖掘中式卷烟特色，成功推出具有岭南特色的中式陈皮、薄荷风味 HNB 烟弹产品，通过地域文化与现代工艺的融合创新，有效满足消费者多元化口味偏好。
湖北中烟	MOK	2018年	采用“针式加热”完全自主的专利技术。将环保理念贯穿产品设计，通过创新工艺有效降低传统烟草制品对环境的负荷，为行业发展树立了创新标杆。
安徽中烟	都宝 DUBLISS	2019年	采用磁感加热技术，实现非接触式能量的均匀、稳定递送。口感丰富，低焦油且价格适中，适合尝试减害的老烟民。
山东中烟	方寸	2024年	烟弹采用了独特的烟支设计，能够确保加热过程中烟气的稳定释放。于 2024 年逐步开拓东南亚市场。

来源：电子烟资讯网，不燃烧网，国金证券研究所

2.1.3 重点个股梳理

思摩尔国际：雾化业务持续修复，HNB 深度绑定英美烟草有望持续受益。

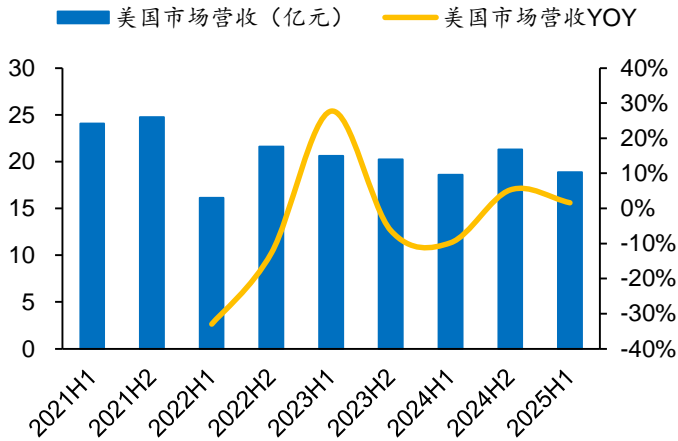
美国市场雾化已有一定改善，预计将充分受益于欧美合规雾化市场扩容。美国监管部门执法力度不断强化，合规市场头部品牌销量已有明显好转。2025H1，公司美国市场实现营收 18.88 亿元（同比+1.59%），自 2024H2 以来美国市场营收持续保持增长态势。据英美烟草 2025 年业绩预告，美国市场结束 18 个月的业绩下滑，市占率+ 0.7pct 至 50.4%，后续有望持续好转以改善公司盈利空间。

思摩尔 HNB 技术储备丰富，深度绑定英美烟草 hilo 有望持续放量。目前 glo hilo 已于日本、波兰和意大利上市，英美烟草希望 2026 年在加热烟草全球推广方面取得重大进展。预计后续随着 Hilo 逐步培育起具备较强粘性的消费群体，将为思摩尔 HNB 业务贡献核心业绩增量。

展望 26 年，雾化方面建议积极关注美国市场打击非法产品进展和合规调味烟扩容情况，加热烟草方面建议关注英美烟草 hilo 全球推广放量情况，相关销售数据将成为公司业绩重要催化节点。预计 25-27 年公司营业收入 142.28/169.85/204.62 亿元，同比+20.59%/+19.38%/+20.48%，归母净利润 13.70/22.98/36.56 亿元，同比+5.15%/+67.72%/+59.08%。预计公司 25-27 年 EPS 为 0.22/0.37/0.59 元，对应 PE 分别为 50X/30X/19X。

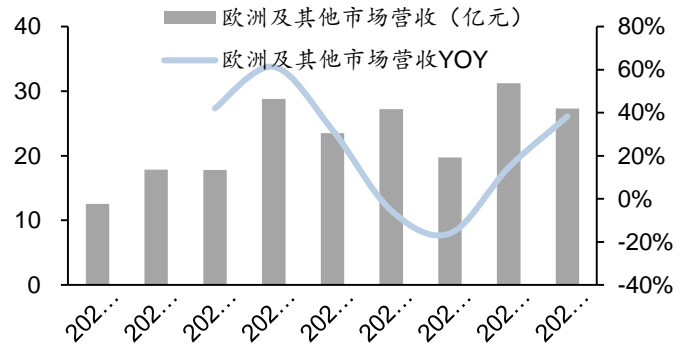


图表9：思摩尔美国市场营收已企稳恢复



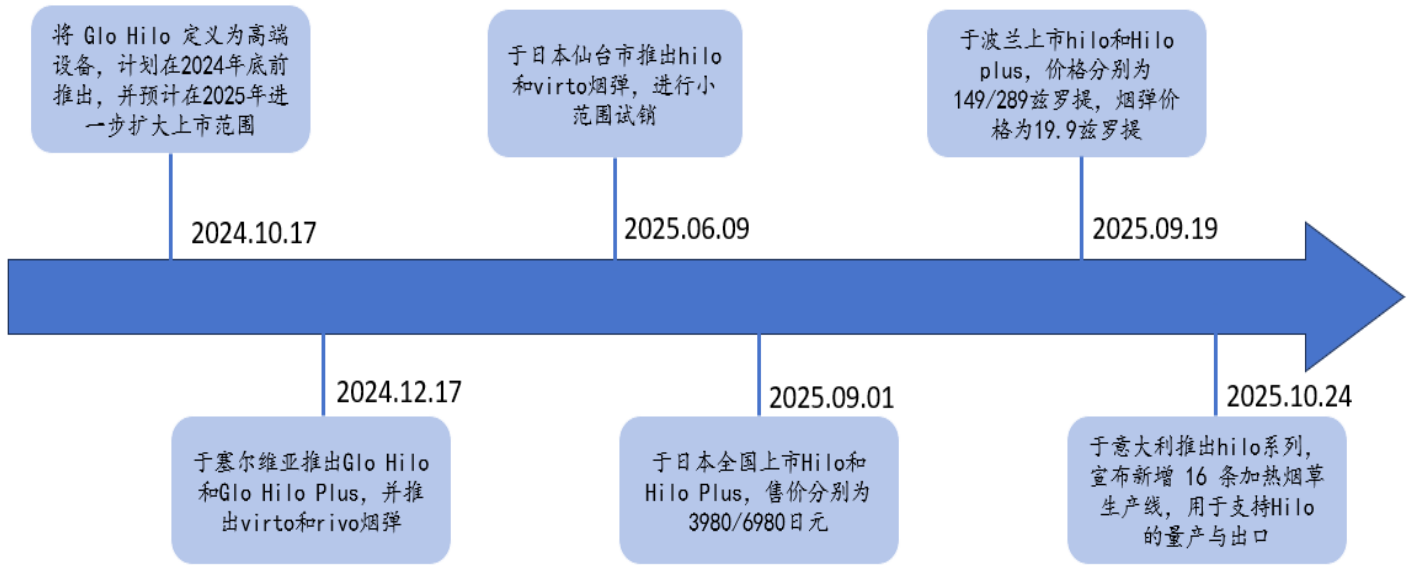
来源：思摩尔公司公告，国金证券研究所

图表10：思摩尔欧洲及其他市场营收保持较快增长



来源：思摩尔公司公告，国金证券研究所

图表11：英美烟草 glo hilo 全球推广节奏明确



来源：两个至上，国金证券研究所

中烟香港：内生重视卷烟出口直营占比提升趋势，外延静待落地

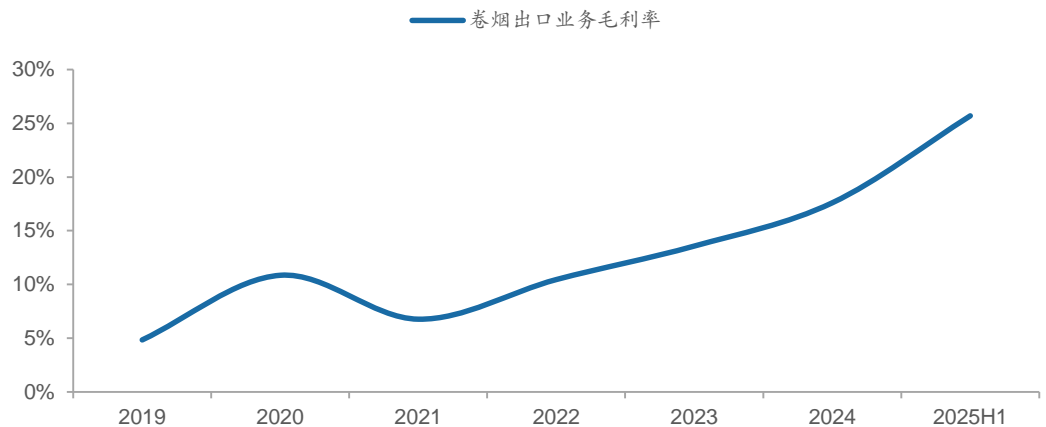
公司享有中烟总公司赋予的特许经营权，独家经营范围包含烟叶进口、烟叶出口、卷烟出口和新型烟草出口，相关业务发展为公司业绩稳固发展奠定坚实基础。公司兼具市场稀缺性和发展确定性，收购中烟巴西后，烟叶出口定价主动性不断增强，拓宽市场化定价空间，利润空间有望进一步打开。公司定位为中烟体系资本市场运作和国际化业务拓展的指定境外平台，此前收购中烟巴西为后续并购扩张提供良好范本。后续相关整合以及相关优质标的的外延并购，公司通过资本化运作助力中国烟草国际化发展值得期待。

卷烟出口直营渠道占比提升，有望持续抬升公司整体利润率。近年来公司持续推动产品组合优化，加大新品规推出力度，逐步扩大直接面向免税店的（直营/自营模式）收入占比，未来公司直营/自营占比仍具较大提升空间，毛利率弹性可期。

展望 2026 年，建议积极关注公司可能的国际化收并购，以及公司卷烟出口独家经营范围不断扩大的相关事件催化。预计 25-27 年公司营业收入 147.79/163.84/182.09 亿元，同比+13.04%/+10.86%/+11.14%，归母净利润 9.49/10.57/12.12 亿元，同比+11.21%/+11.28%/+14.68%。预计公司 25-27 年 EPS 为 1.37/1.53/1.75 元，对应 PE 分别 22X/20X/17X。



图表12：中烟香港卷烟出口毛利率快速提升



来源：中烟香港公司公告，国金证券研究所

2.2. 潮玩：持续做厚 IP 价值，海外提速&渠道提效带来新机遇

2.2.1 回顾：行业持续扩容，海外提速明显

1) 行业扩容趋势延续。潮玩行业 25 年持续扩容明显，向规模化、资本化的主流消费赛道迈进，成熟度与集中度的提升正驱动头部企业加速发展。根据启信宝，截至 2025 年 6 月，国内现存潮玩相关企业数量已达 2.07 万家，相较于 2020 年实现了超过十倍的增长，这标志着赛道已从小众兴趣演变为吸引大量创业者与资本涌入的规模性生意。在此背景下，行业竞争格局逐步深化，领先企业不断巩固竞争优势、寻求长远发展。2025 年内，头部公司接连启动 IPO 进程：52TOYS（北京乐自天成）于 5 月 22 日递交上市申请，TOPTOY（名创优品旗下）于 9 月 26 日递交上市申请。

从线上电商角度，行业 25 年线上增速明显加快。21-24 年 CAGE15%，25 年 1-10 月+25%。

图表13：5 年企业数量翻 10 倍，潮玩行业破圈

图表14：潮玩行业 25 年线上增速明显加快



		24线上GMV (亿元)	yoy	21-24CAGE	25M1-M10线上GMV (亿元)	yoy
一级行业	潮玩动漫	139.58	15%	25%	137.83	25%
二级行业	盲盒	32.27	79%	34%	43.53	76%
	手办	9.06	8%	21%	9.65	38%

来源：启信宝，中国产业经济信息网，国金证券研究所

来源：久谦，国金证券研究所

2) 海外提速：泡泡玛特 2025H1 海外收入同比+440%；名创优品海外增速高于整体；布鲁可海外收入占比升至 8.3%

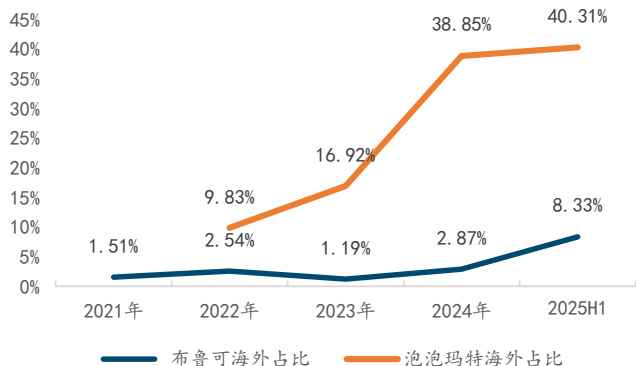
2025 年上半年，泡泡玛特在英国剑桥、印尼巴厘岛等地标性位置开设了首家门店，持续进驻全球知名地标。下半年，泡泡玛特全球门店持续新增，在荷兰鹿特丹、法国波尔多、西班牙巴塞罗那、德国柏林等城市都开设了首家门店，持续扩大全球影响力。截至 2025 年 6 月 30 日，泡泡玛特共在全球 18 个国家开设了 571 家门店，其中线下门店新增 40 家，机器人商店新增 105 台。

名创优品则以“超级 IP+超级门店”模式强化品牌全球形象，同步推动海外市场实现强劲增



长。根据名创优品集团 2025 年第二季度及半年度财务报告，其海外市场在今年第二季度的收入同比增长了 28.6%。

图表15：头部企业海外占比提升



图表16：名创 3Q 海外门店+488 家



来源：ifind，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

2.2.2 展望：围绕三个主线：做厚 IP 价值&品类创新与效率&全球化

核心主线一：要持续做厚 IP 价值

通过原创、授权与用户二创三线并行的策略，持续做厚 IP 价值与生命周期；深度开发 IP 的内容内涵与商业衍生潜力，通过多元化的 IP 矩阵有效平抑单一 IP 波动带来的业绩风险。综艺/社媒/线下活动将继续提高 IP 声量与转化。

核心主线二：品类创新与效率

围绕“悦己+社交+收藏”的复合需求，拓展多价位带与多场景产品线。当前消费者对潮玩工艺与创新体验的要求日益提高，预计将通过持续创新和供应链优化，提升产品竞争力与运营效率。

核心主线三：全球化

行业头部公司积极推进品牌与文化出海，通过“直营+经销+跨境电商”多渠道布局，结合本地化运营策略，深入关键市场。东南亚地区人口结构年轻、社媒活跃，北美市场消费力强、线下渠道成熟，将成为重要的增长来源；而在日本、欧美等成熟市场，预计将着力突破本地化门槛，实现深度渗透。

图表17：潮玩出海三大目标市场总结

	东南亚	日韩	欧美
市场	人口年轻，对潮玩文化接受快，华人占比高、喜好相似	市场成熟，对亚太乃至欧美都有一定影响力	全球体量最大、消费群最成熟，竞争也最激烈，产业辐射能力最强
用户	最年轻，集中在 20-35 岁，女性占比较高，喜好受社交媒体影响大	集中在 15-40 岁，男女比例相对均衡，卡哇伊风格男女通杀，男性更爱酷炫、精致的拼装模型，而女性更中意卡哇伊、治愈风	核心年龄段 25-45 岁，喜好相对传统。以男性审美占主导，偏爱潮酷、阳刚硬核风格；女性群体在扩大
IP	既爱欧美日韩 IP，也爱独立艺术家尤其是本土艺术家原创 IP	丰富多元，故事性和文化属性强	超级英雄科幻类动漫、电影、体育类、街头文化 IP 为主；复古影视、玩具 IP 有超越之势
挑战	语言和信仰多元，市场分散	竞争者众、内容要求高、潮流更新迭代速度极快	粉丝文化沉淀深厚，忠诚度和黏性强，文化壁垒强
方法	先大货经销后本土定制；先线上后线下	套当地文化外衣，发展自主内核	打不过就积极融入，再弥补女性市场空白

来源：2024 年全球潮玩产业发展报告，国金证券研究所

2.2.3. 投资建议：优选注重 IP 内容&情感共鸣，渠道端积极拓展海外、提升效率的头部企业



潮玩公司大致分为四个类型：自有 IP+经销（海外以此为主）；自有 IP+直营；授权 IP+直营；授权 IP+经销。

图表18：IP 潮玩公司商业模式分类



来源：各公司公告，国金证券研究所

其中，自有和授权 IP 模式一般影响 IP 创作、运营环节；直营、经销则影响渠道环节。

环节一：IP 创作&IP 运营环节：从产业链利润率分布来看，IP 创作和 IP 运营的利润率最高，达到 50%。好的 IP 可以帮助公司吸引更多的消费群体，有效提升客户对于品牌的认知程度和客户对于品牌和 IP 的忠诚度。潮玩消费者购买的是玩具背后的艺术文化内涵，成功的 IP 可以衍生售卖的空间非常大。

推荐逻辑：首推聚焦优质 IP 内容 x 优秀情感共鸣的头部公司。例如，泡泡玛特凭借 MOLLY、SKULLPANDA 等自有 IP 的迭代孵化体系，已验证其“爆款复制”能力；名创优品通过“疯狂动物城”广告植入，把电影情绪快速转化为零售流量，体现强跨界整合力；布鲁可深耕奥特曼等单赛道超级 IP，做深做透“男孩向”英雄宇宙，实现 IP 生命周期拉长。

环节二：生产环节：当 IP 环节完成“0→1”的蓄水，生产端决定爆发速度与毛利厚度。布鲁可在积木人垂直品类中规模效应带来成本优势；泡泡玛特工艺迭代能力突出，从搪胶到注塑再到环保植绒，持续提升单价与收藏属性。领先企业通过限量材质、隐藏款结构、AR 交互包装等方式，让生产本身成为内容的一部分，反向加持 IP 溢价。

环节三：渠道环节：从产业链的价值分布来看，渠道销售的价值分配最高，达到 40%，利润率位居第二，达到 25%。作为打开市场，吸引客户的重要路径，渠道把握了潮玩的宣传曝光和售卖，因此线上及线下的渠道布局尤为重要。

推荐逻辑：1) 积极拓展海外渠道的优质企业 2) 渠道效率（自营体验感、效率&经销深度渠道渗透、运营力）



图表19: IP 产品价值链和利润率分配

	IP创作	IP运营	生产	渠道
产业链价值分配	15%	20%	25%	40%
利润率	50%	50%	15%	25%

图表20: 头部企业 IP&渠道力分析

潮玩品牌	产业链集成度	IP孵化能力	零售渠道推广力
POP MART	极高: 从IP开发设计、制造至终端零售环节实现全链条覆盖	极强: 成功孵化Molly、Dimoo等多款原创IP, 用户粘性高	极强: 线上线下全渠道布局, 门店数量行业领先, 覆盖全球市场
TOP TOY	中高: 注重下游零售整合, 依托名创优品快速铺店	较强: 自研+授权IP结合, IP孵化能力较强	极强: 截至24Q3, 线下门店数量达234家, 覆盖核心商圈
布鲁可	中高: 专注积木品类, 拥有自主生产线与研发能力	较强: 主推自有IP“布鲁可积木人”系列	中等: 线上为主, 线下布局体验店, 高线城市直营店

来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

来源: 头豹, 国金证券研究所

重点标的梳理——泡泡玛特: “世界工厂”向“全球创意中心”的范式转换领头羊

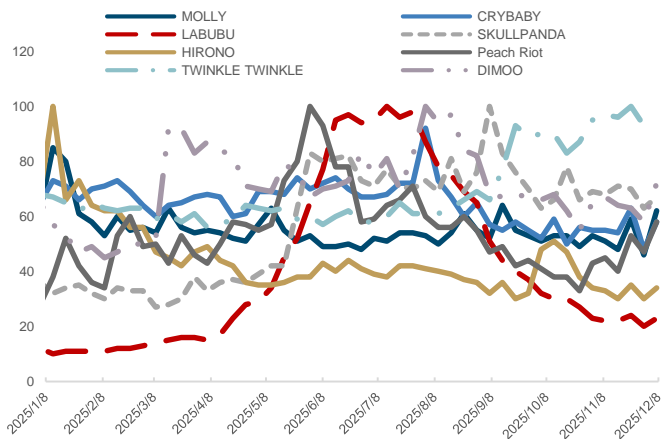
产品端: 凭借成熟的孵化与运营机制, 构建极具竞争力的 IP 全链平台。新品发售节奏印证差异化产品创新力, 出圈之路证明了 IP 潮玩行业运营能力仍在创新探索阶段。

IP 运营周期: 多元化 IP 变现模式, 有效延长 IP 生命周期、多线运作能力持续验证; 星人等 IP 热度仍在蓄力, 逐步减少单一 IP 依赖风险。

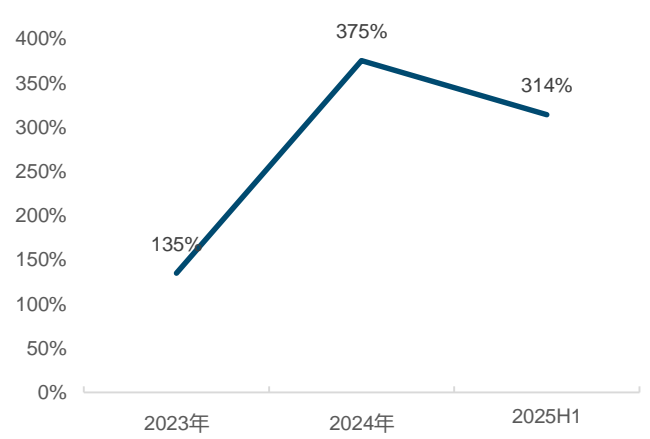
长期维度: 公司注重 IP 健康度, THE MONSTERS 十周年巡展、参加纽约花车巡游等活动拉近粉丝距离。中长期看, 公司正持续推进 POPOP 珠宝、泡泡玛特电影工作室、泡泡乐园等多元业态落地, 探索内容 IP 与泛娱乐延伸。

看好公司海外市场通过本土化运营体系构建形成增长曲线, 以及中国市场依托全域运营能力升级, 延续高质量发展态势, 预计 25-27 年公司营业收入 395.41/547.41/684.79 亿元, 同比 203.28%/38.44%/25.10%; 归母净利分别为 134.20/185.85/233.30 亿元, 同比增长 329.37%/38.49%/25.53%, 对应摊薄每股收益分别为 9.99/13.84/17.37 元。当前股价对应 PE 分别为 17.5、12.6、10.1 倍。

图表21: 星人 IP 热度持续位于高位



图表22: 公司海外高速发展 (yoy)



来源: 谷歌趋势, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

重点标的梳理——名创优品: 国内多模式探索提升店效, IP 战略、海外&Toptoy 加速开店推动成长

全球扩张: 多店态创新模式开启国内高质成长, 海外高速展店、直营盈利能力爬坡兑现值得期待。1) 海外: 3Q 亚洲 (不含中国) /北美洲/拉丁美洲/欧洲门店数量分别为 1748/421/684/337 家, 同比+176/127/86/77 家。2) 国内: Chiikawa、哈利波特提升客流基础, 再次证明高效产品供应链体系对于零售同店提升的潜力。积极开设 IP 大店、换址或扩建优化同店; 截至 11 月公司签约 16 位潮玩艺术家, 并积极打磨自有 IP 糯米儿等。



展望后续，国内有望受益于大店战略驱动的渠道优化与产品升级；海外北美市场将深化聚焦型开店策略，进一步释放规模效应。公司 IP 零售集团的成长路径愈发清晰，预计公司 25-27 年公司营业收入 212.63/261.59/318.55 亿元，同比 25.12%/23.03%/21.77%；调整后归母净利分别为 29.6/34.2/42.1 亿元，同比增长 8.96%/15.35%/23.1%，当前股价对应调整后 PE 分别为 14.6、12.7、10.3 倍。

图表23：名创 IP、品类、渠道全方位战略

图表24：TOPTOY（名创旗下）品牌四大优势能力

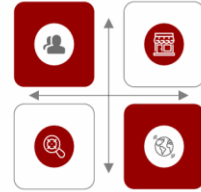


优秀的消费趋势洞察能力

✓ TOPTOY 能够抓住 90 后的消费特征，证明其团队拥有强大的创新和洞察力。

敏锐的 IP 洞察能力

✓ TOPTOY 善于实时跟进市场话题热点和消费动向，并从全世界挖掘优质 IP。



强大的渠道整合能力

✓ 截至 2024 年 12 月，TOPTOY 拥有门店总数已达 272 家。

出色的全球化能力

✓ 依托于名创优品丰富的出海经验，TOPTOY 通过海外加速扩张战略快速提升品牌力。

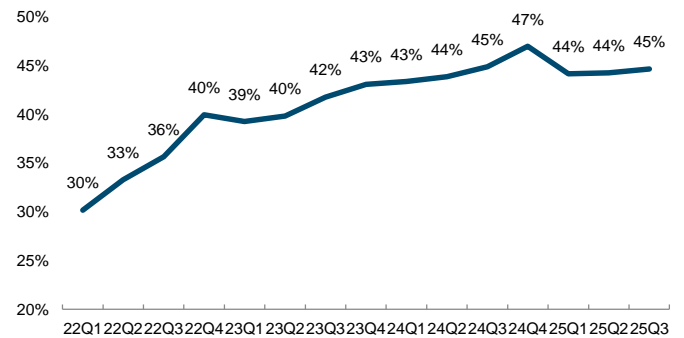
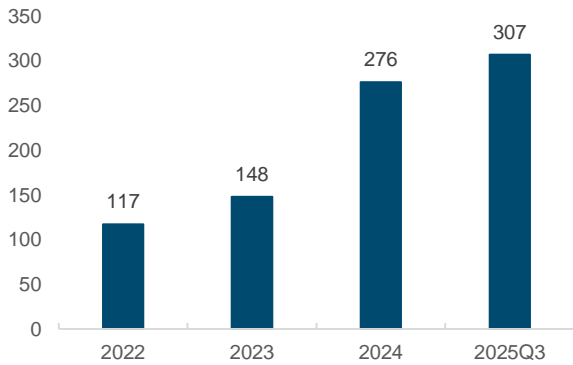
来源：公司官网，国金证券研究所

来源：企查查、公司财报，头豹研究院，国金证券研究所

展望后续，国内有望受益于大店战略驱动的渠道优化与产品升级；海外北美市场将深化聚焦型开店策略，进一步释放规模效应。公司 IP 零售集团的成长路径愈发清晰。

图表25：TOPTOY 加速展店（家）

图表26：名创优品毛利率逐步呈现回升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

重点标的梳理——布鲁可：质价比 x 渠道密度 x 用户生态共同奠定长期增长基础

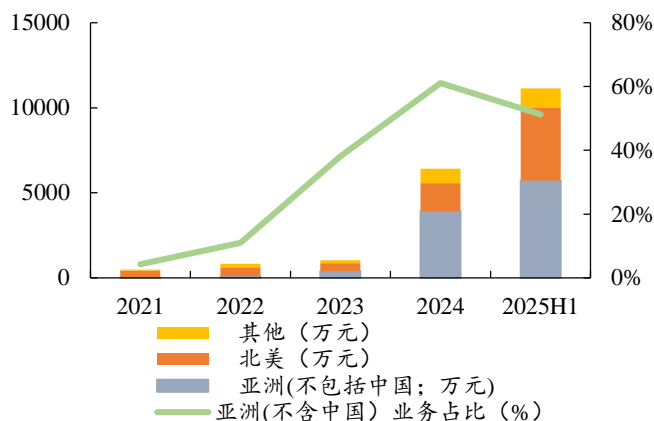
渠道：线下渠道具备先发优势，为品牌打造及业务长期增长奠定坚实基础。经销商体系已经趋于成熟，经销商网络规模持续扩张，线下渠道收入的快速提升与经销商网络的稳健扩张形成协同效应。

中期成长驱动一：人群破圈。目前公司收入约 80% 来自 6-16 岁男性客群，在这一基础盘之上，公司围绕女性与成人客群形成两条清晰的扩圈主线。成长驱动二：出海业务已现亮点，海外增长空间值得期待。公司 24 年/25H1 出海营收 6422/11141 万元，同比增长 518.16%/898.56%，在整体的业务占比为 2.87%/8.33%。

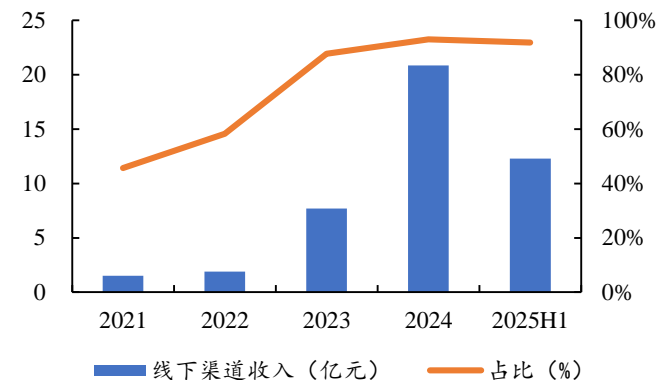
看好公司依托质价比、渠道密度与用户生态共同构建的长期增长基础，及扩圈与出海两大中期驱动力持续抬升收入天花板，预计 25-27 年公司营业收入 31.52/39.09/47.63 亿元，同比增长 40.67%/24.00%/21.84%；归母净利分别为 6.78/9.16/11.54 亿元，同比增长 269.07%/35.02%/26.07%，对应摊薄每股收益分别为 2.72/3.67/4.63 元。当前股价对应 PE 分别为 23.1、17.1、13.6 倍。



图表27: 布鲁可海外营收变化情况



图表28: 线下渠道具备先发优势



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

重点标的梳理——晨光股份: 传统业务聚焦产品力, IP 赋能注入新活力

IP 战略提升 (腾讯战略合作)、品类丰富度提升、渠道范围更广: 1) 25 年晨光宣布与国漫顶流平台腾讯视频达成战略合作, 推出三大国漫 IP 全新联名产品。2) 旗下九木杂物社依托“场景化消费+P 衍生开发”模式扩张。3Q 零售大店(含九木)营收 4.15 亿元(+6.57%), 其中九木杂物社营收 3.99 亿元 (+8.57%)。3Q 零售大店共超 870 家, 同比+130 家店, 品牌势能提升。3) 子公司潮玩品牌奇只好玩, 聚焦自主 IP 孵化、IP 运营、品牌联名开发及潮玩衍生品业务。

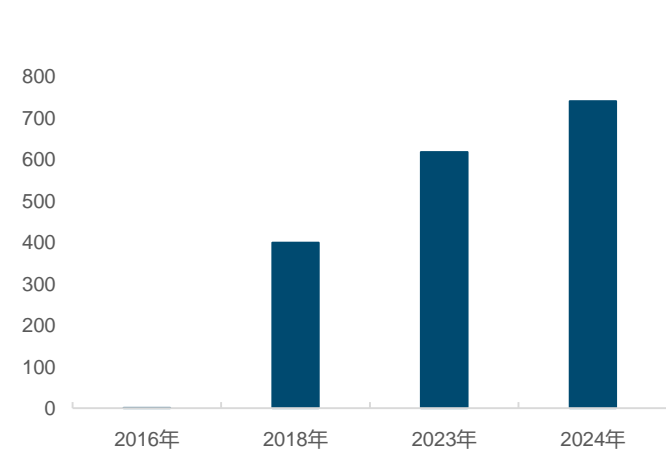
考虑到公司渠道护城河深厚, 不断挖掘成长点, 预计 25-27 年公司营业收入 248.55/272.39/298.71 亿元, 同比增速 2.59%/9.59%/9.66%; 归母净利分别为 14.02/15.54/17.26 亿元, 同比+0.44%/+10.87%/+11.03%; 对应摊薄每股收益分别为 1.52/1.68/1.87 元; 当前股价对应 PE 分别为 18.6、16.6、14.9 倍。

图表29: 晨光积极探索国漫合作

图表30: 九木杂物社门店数量 (家)



来源: 公司公众号, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 AI 眼镜: 26 年将迎来规模化拐点, 可用性&舒适度需求增强

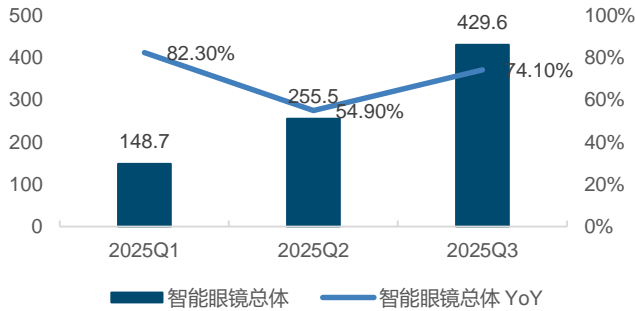
2.3.1 回顾: 25Q4 进入行业新品爆发期, AI 眼镜加速向大众日常生活场景渗透

根据 IDC, 25Q1/Q2/Q3 市场出货量分别为 148.7/255.5/429.6 万台, 同比+82%/55%/74%, 其中全球音频和音频拍摄眼镜市场出货量 83/162/299 万台, 同比+216%/257%/287.5%。3QMeta 推出 Ray-Ban Meta 二代、Oakley 运动线及 Meta Display 新品, 凭借创新硬件和丰富的产品矩阵, 迅速获得市场关注, 市场份额达到 75.7%, 稳居主导地位。全球市场前五名中, 除 Meta 外, 有小米、雷鸟、Xreal 和 Viture 四家中国厂商入围, 并且中国厂商在智能眼镜领域的创



进入第四季度，AI 与 AR 眼镜赛道参与厂商明显增多。阿里、百度、雷鸟创新、影目科技、Rokid 等国内企业接连发布新品，Q4 成为全球 AR 与 AI 眼镜市场新品发布最为密集的季节。这一波新品潮不仅体现了相关技术的快速迭代与成熟，更预示着智能眼镜正逐步超越极客与早期尝鲜者圈层，加速向大众日常生活场景渗透。

图表31：全球智能眼镜出货量明显加速（万台）



图表32：25Q4 相关新品密集发布

品牌	AI/AR眼镜型号	发布/预售日期	价格
Rokid 乐奇	Rokid AR Lite	2024/4/20	4499
Rokid 乐奇	Rokid Glasses	2024/11/18	3299
Meta	Ray-Ban Meta (Gen2)	2025/9/18	379美元
Meta	Oakley Meta Vanguard	2025/9/18	499美元
Meta	Meta Ray-Ban Display	2025/9/18	799美元
苹果	vision pro (2代)	2025/10/15	29999元起
影目科技 (INMO)	影目 INMO GO3	2025/10/16	2999元
雷鸟创新	RayNeo Air 4	2025/10/23	1599元起
利亚德	利亚德 AR 眼镜	2025/10/28	3999元
谷东智能	谷东 Star 1S 焕新版	2025/10/30	/
联想	联想 AI 眼镜 V1	2025/10/31	3999元
SNKE (医疗级 AR)	SnkeXR 医疗级 AR 眼镜	2025/11/5	/
逸文科技 (Even Realities)	Even G2 AR 眼镜	2025/11/12	599美元
Rokid 乐奇 × 暴龙眼镜	BOLON AI 智能眼镜	2025/11/13	2199元
百度	小度 AI 眼镜 Pro	2025/11/13	2299元
LIPO李白	LIPO李白懂我心境智能眼镜	2025/11/14	/
阿里夸克	夸克AI眼镜 S1	2025/11/27	3999元
阿里夸克	夸克AI眼镜 G1	2025/11/27	18999元
理想汽车	Livis	2025/12/3	1999元起

来源：IDC，国金证券研究所

来源：VRAR 星球，各品牌官网、公众号，国金证券研究所

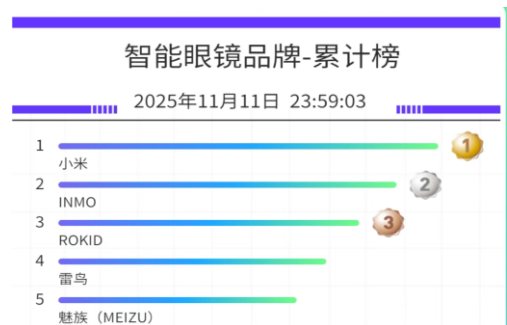
2.3.2 展望：市场将迎来规模化拐点，轻量化、可用性需求增强

- 智能眼镜市场将迎来规模化拐点：**根据 IDC，2026 年全球智能眼镜市场出货量预计将突破 2368.7 万台，其中中国智能眼镜市场出货量将突破 491.5 万台，市场正式迈入规模化增长新阶段。
- 价格下探：**随着小米、雷鸟这两大国内 AI 眼镜出货主力品牌新品价格的下探，AI 眼镜市场的产品均价也随之下降。根据京东智能眼镜半年报，2025 年上半年智能眼镜均价从 2000 元以上下降到 1500 元左右。价格的下探势必会降低消费者尝鲜的门槛，有利于推动品类市场渗透率的提升。
- 多方位生态竞争：**在硬件的快速迭代下，应用稀缺的瓶颈正推动厂商战略从硬件竞赛转向生态构建。主流平台将开放核心能力，为开发者提供更完善的工具链和支持体系，降低开发门槛。对厂商，生态建设将成为核心竞争力。这将推动智能眼镜产业从硬件竞争迈向更高维度的生态竞争。

图表33：智能眼镜主流光学方案

	棱镜	自由曲面	Birdbath	衍射光波导	几何光波导
技术壁垒	低	中	中	高	高
镜片厚度	>10mm	>10mm	>8mm	<2mm	<2mm
视场角	~15°	~30°	30° ~ 50°	40° ~ 50°	40° ~ 50°
透光度	~50°	~50°	<50°	>80°	>90°
代表产品	Google Glass	EPSON	雷鸟 Air 1S	Microsoft HoloLens 2	理想光晶 LUMUS

图表34：价格较低的小米品牌双十一累计销量第一



来源：各公司官网，国金证券研究所

来源：维深 WellSenn XR，国金证券研究所

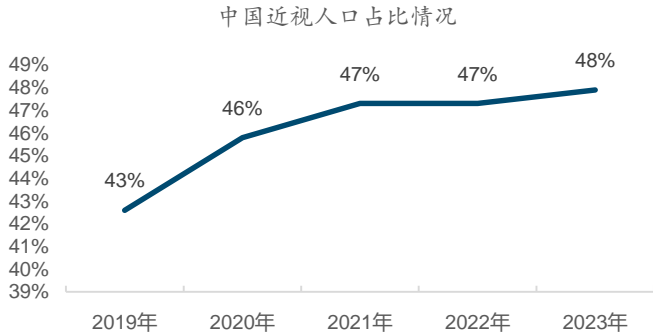
随着 AI 眼镜市场规模的扩大，其对镜片的要求也呈现以下趋势：

- 近视人群比例高，高折射率/功能化镜片需求比重提升。**
- 配镜流程不可替代：**不带显 AI 眼镜与普通配镜流程相似，催生高附加值镜片需求；带显产品强调贴合与光路匹配，对镜片工艺与一体化贴合提出更高要求。
- 重量痛点与轻量化需求：**AI 眼镜镜框重量高于传统镜框，若携带处方镜更需超薄镜片以优化佩戴体验。根据 IDC，预计 2026 年主流全彩与单色眼镜重量将从当前的 70-90 克



降至 50 克左右，50 克以下的产品占比预计将超过 45%，该重量接近传统眼镜佩戴感受，为未来的全天候使用创造条件。

图表35: C端近视人口提供坚实用户基础



图表36: 夸克AI眼镜发布会强调近视配镜、超薄镜片



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

来源: WeThinkIn, 智东西, 国金证券研究所

2.3.3 投资建议: 康耐特卡位核心供应链, 深度合作核心大厂, 收益于行业规模化趋势

根据上述分析, 行业正向提高可用性&注重体验舒适度与规模化量产演进。我们首推已卡位核心供应链、与具备显著技术及量产优势的头部厂商深度绑定的企业。

重点标的梳理——康耐特光学: 产业链核心标的, 深度合作核心大厂

产业链核心标的, 深度合作核心大厂, 歌尔配售+买老股形式股权占比达 20%, 优质制造工艺(先进的车房、自动化、高折射工艺和原料资源获取能力)获得认可。一方面 AI 眼镜产业链获得了下游外资大客户的认同, 26 年多项目预计兑现, 看好量产后产品结构的优化带来盈利能力的优化; 另一方面传统业务自主品牌建设深入, 产品端通过高折射、定制镜片差异化的战略方向保持双位数的增长。

考虑公司传统业务稳中有进, AI 新兴业务具备较大潜力, 后续成长路径清晰。预计公司 25-27 年营业收入 24.72/29.61/35.51 亿元, 同比增长 19.94%/19.79%/19.93%; 归母净利润分别为 5.38/6.59/8.16 亿元, 同比增长 25.54%/22.64%/23.76%, 对应摊薄每股收益分别为 1.12/1.37/1.70 元。当前股价对应 PE 分别为 43.4、35.5、28.6 倍。

图表37: 康耐特光学股价复盘





来源：iFind，公司公告，新华网国金证券研究所

3. 出口&出海：美国进入降息周期，海外布局助力业绩修复

3.1 回顾：25 年企业业绩分化明显，短期关税已现缓和，Q4 出口边际回暖

3.1.1 关税边际缓和，8 月后出口复苏

关税边际缓和，外需预期修复。目前，美国就对华以及对东南亚国家的关税安排进行调整，一方面，针对中国在部分税目上延长豁免、下调加征幅度，另一方面与越南、泰国、柬埔寨、马来西亚等国达成框架协议，在维持名义互惠税率的同时，对部分家具等品类给予 0% 关税豁免。我们认为，关税环境的边际缓和削弱了海外客户对成本上升和政策不确定性的担忧，有助于稳定订单节奏、改善补库意愿，为后续家具出口温和修复奠定基础。

图表38：美国对中国、东南亚国家的关税政策梳理

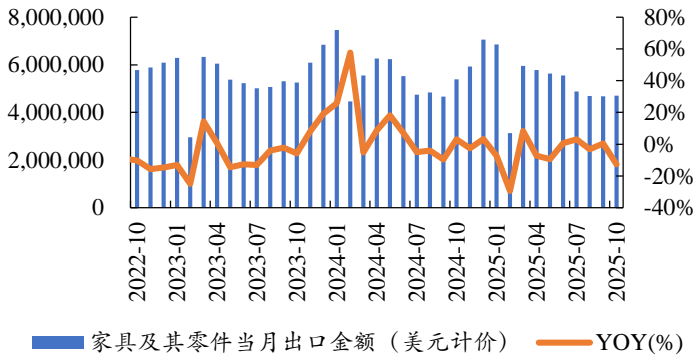
时间	政策行动
对中国	
2025-2	发布备忘录，扩大第 232 条钢铁和铝进口的关税，推动“对等贸易”措施
2025-4	对中国全部进口商品征收 34% 的对等关税
2025-4	调整来自中国的低价值包裹的税率
2025-7	进一步调整对等关税的税率，保留对华附加税，豁免部分行业
2025-9	扩大对等关税的范围，强化对于转运的审查
2025-11	取消累计关税率的 10%，降低中国进口商品的关税，并将暂停对中国进口商品的更高互惠关税，直至 2026 年 11 月 10 日
对东南亚国家	
2025-7	对越南、泰国、柬埔寨实施针对性关税政策，对含有中国成分或被视为转运自中国的商品则征收惩罚性关税
2025-10	对越南达成框架协议，美国维持越南进口商品的 20% 互惠关税税率，第 14346 号行政命令附件 III 中部分产品享受 0% 关税豁免
2025-10	对泰国达成框架协议，美国维持泰国进口商品的 19% 互惠关税税率，第 14346 号行政命令附件 III 中部分产品享受 0% 关税豁免
2025-10	对柬埔寨达成框架协议，美国维持柬埔寨进口商品的 19% 互惠关税税率，第 14346 号行政命令附件 III 中部分产品享受 0% 关税豁免
2025-10	对马来西亚达成框架协议，美国维持马来西亚进口商品的 19% 互惠关税税率，第 14346 号行政命令附件 III 中部分产品享受 0% 关税豁免

来源：国金证券研究所

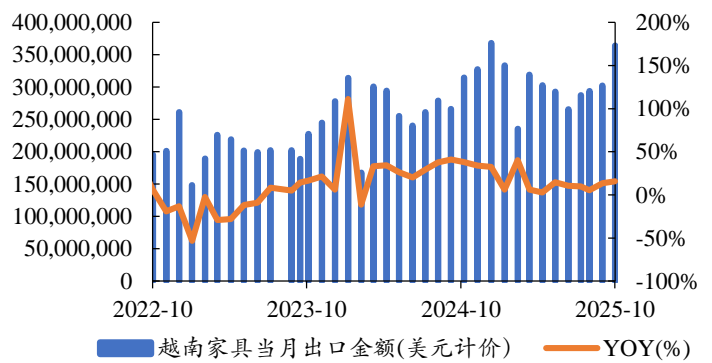
8 月起出口及跨境电商同步回暖，出口链条呈现温和修复。中国家具出口金额同比跌幅收窄，累计同比由 2 月的 -15.5% 逐步修复至 10 月的 -5.6%。越南家具出口维持两位数的增长。整体来看，传统出口与跨境电商渠道均出现边际改善迹象，验证关税扰动缓和的背景下，外需正进入温和修复通道。



图表39: 中国家具出口金额



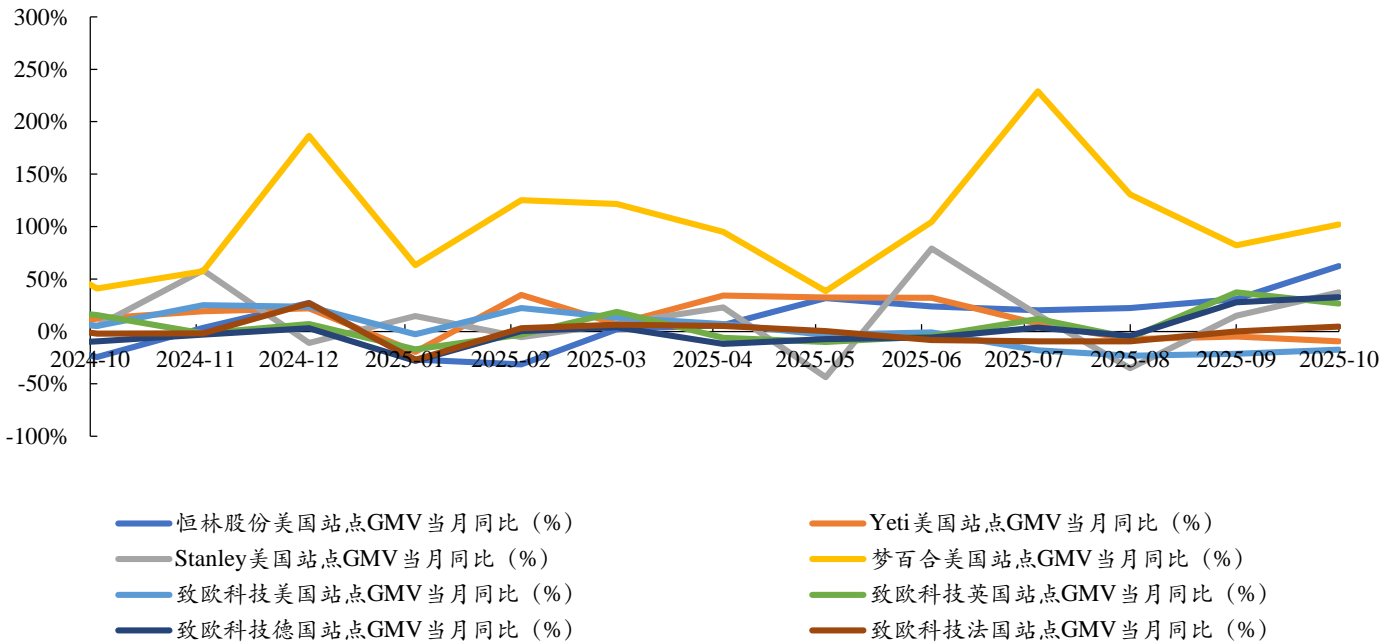
图表40: 越南家具出口金额



来源: iFinD、国金证券研究所

来源: 越南海关、国金证券研究所

图表41: 各品牌公司海外站点 GMV 月度同比



来源: 亚马逊数据库、国金证券研究所

3.1.2 企业业绩分化仍明显

业绩分化仍然显著，龙头与中小企业表现进一步分化。在外部因素扰动的背景下，梦百合在海运费相对可控，原材料价格相对处于低位的背景下，得益于海外产能的提前布局，跨境电商的稳步发力以及新品放量，收入与利润出现边际变化实现修复。部分企业收入保持小幅正增长，但受外部因素扰动，利润端仍承压。在出口环境尚未完全修复的背景下，具备良好的海外产能布局，稳定的销售渠道以及良好的客户关系的企业更具备韧性。



图表42：外销家居上市企业25年业绩统览（亿元）

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

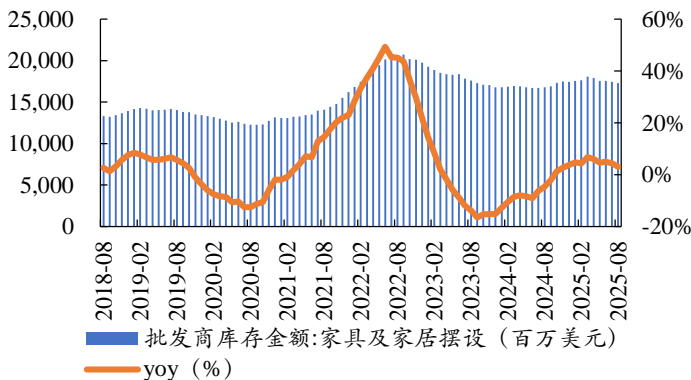
来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 展望：三维度看出口回暖或具一定持续性

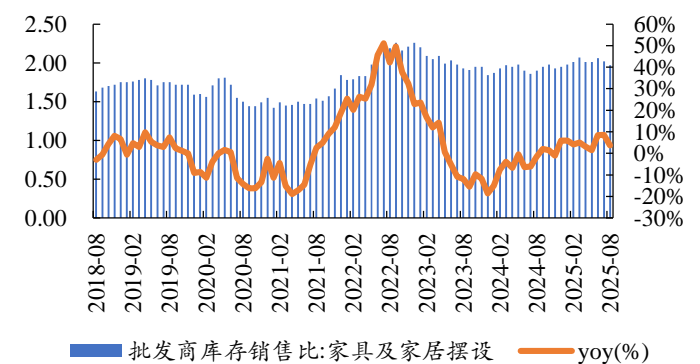
3.2.1 美国家具库销比维持较优，库存整体处于良性

根据历史复盘来看，中国出口美国家具与美国零售库存金额息息相关。美国家居行业库存见底后迎来的补库周期持续性普遍为6-12个月。目前，美国零售库存金额已相对回落，库销比相对处于较优区间。美国批发商潜在的补库需求为后续中国出口回暖奠定一定的基础。

图表43：25年8月美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速（百万美元，%）



图表44：25年8月美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速

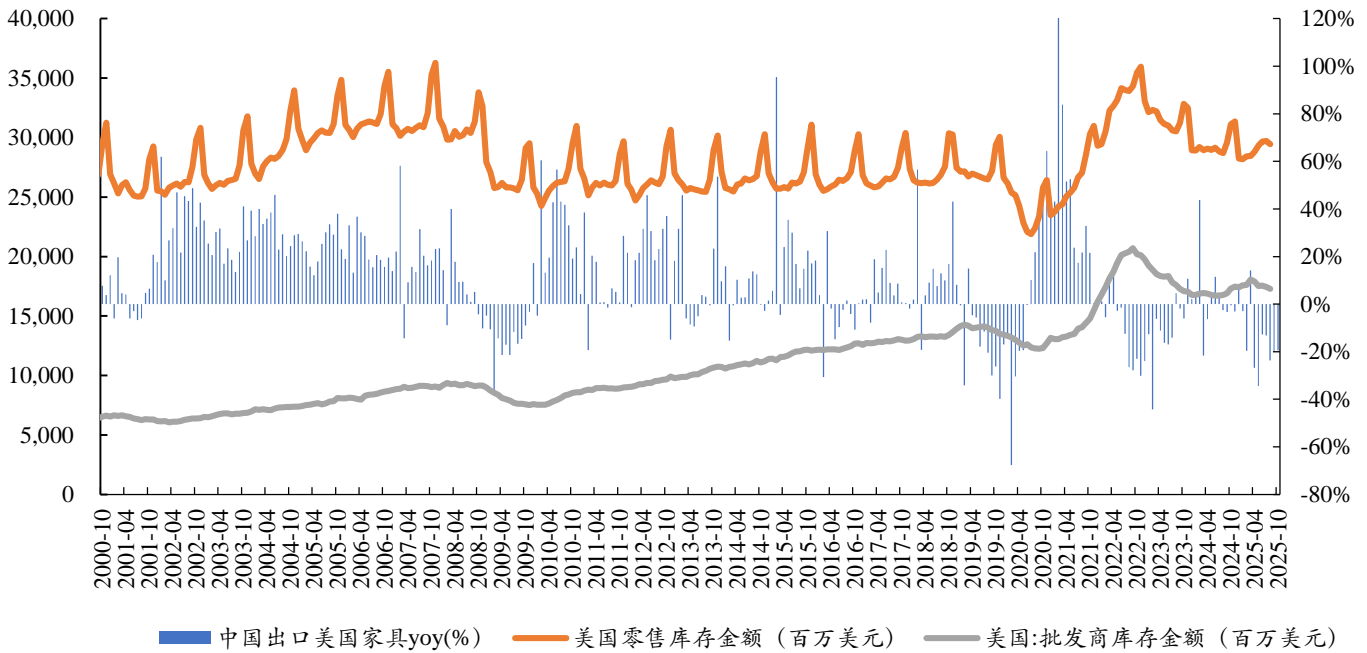


来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所



图表45：美国家居零售商&批发商库存历史复盘

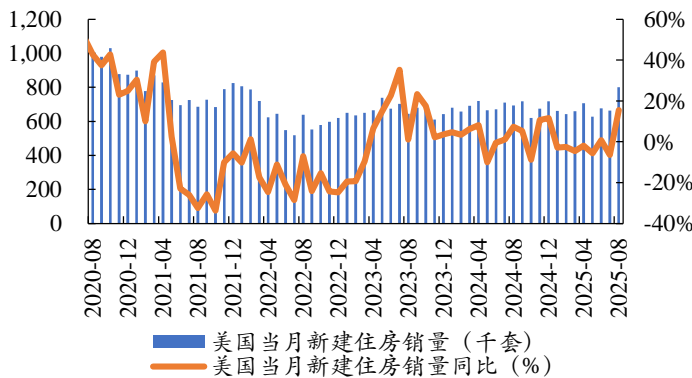


来源：wind、国金证券研究所

3.2.2 美国降息驱动地产回暖，家具需求有望边际修复

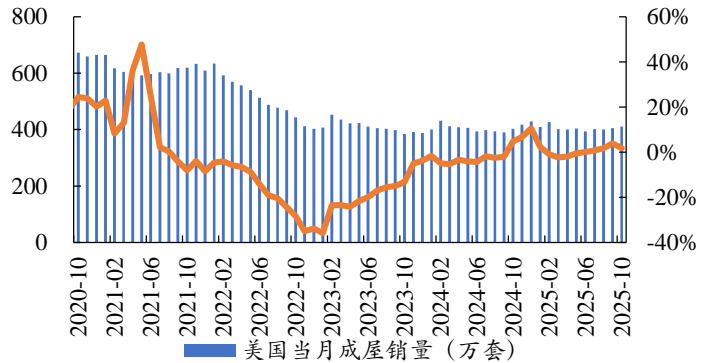
复盘过往，美国降息往往带动地产链需求修复。在前几轮货币宽松阶段，随着30年期抵押贷款利率回落，美国新建住宅、成屋销售率先企稳回升，中国、越南家具出口增速随之抬升，出口修复与地产周期存在较强对应关系。随着今年美国逐步打开降息通道，新屋、成屋销售同比已呈现边际改善迹象，并在库销比位置适中的背景下，供应商的补库需求对外需修复也有一定的带动作用，利好26年出口回暖。

图表46：美国新建住房月度销量



来源：wind、国金证券研究所

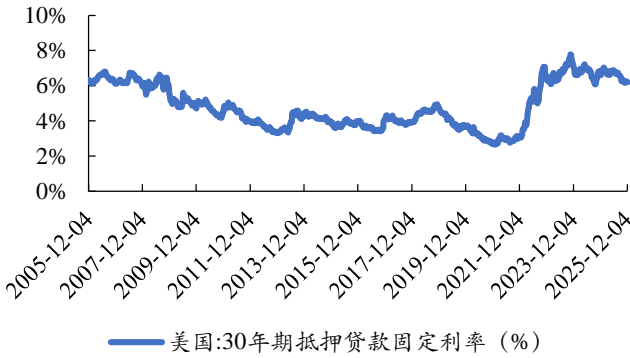
图表47：美国成屋月度销量



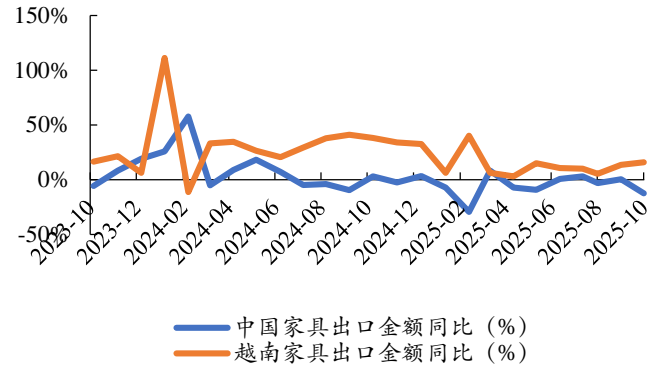
来源：wind、国金证券研究所



图表48: 美国30年期抵押贷款利率



图表49: 中国、越南家具出口金额同比增速



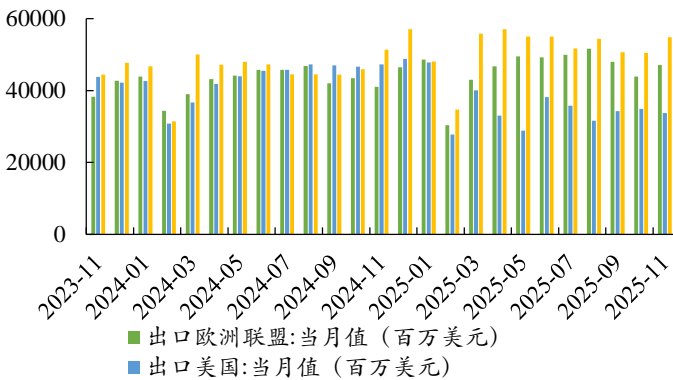
来源: wind、国金证券研究所

来源: iFinD、越南海关、国金证券研究所

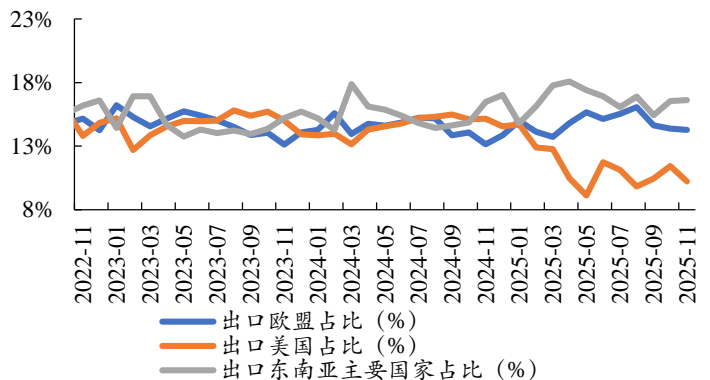
3.2.3 中国家具出口已开始多区域、渠道均扩张, 增长驱动力拓宽

中国家具出口对美依赖已稳步降低, 已由单一市场转向多区域均衡布局。中国家具对东南亚主要国家出口规模稳步抬升, 对欧盟出口相对稳定, 而对美国出口占比则呈温和下行趋势。出口目的地从“高度依赖美国”逐步转向“欧美+东南亚多极支撑”, 在一定程度上削弱了关税政策等外部因素扰动对行业的冲击, 为中长期出口韧性提供了基础。

图表50: 美国、欧洲及东南亚月度出口值



图表51: 出口美国占比呈下降趋势



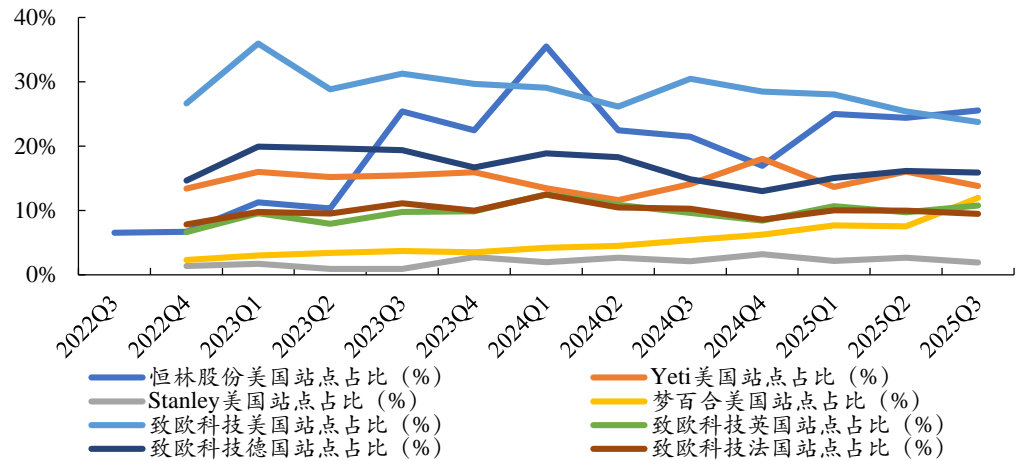
来源: iFinD、国金证券研究所 (东南亚主要国家包括: 越南、马来西亚、泰国、新加坡、印度尼西亚、菲律宾)

来源: iFinD、国金证券研究所 (东南亚主要国家包括: 越南、马来西亚、泰国、新加坡、印度尼西亚、菲律宾)

品牌出海渠道扩张, 跨境电商成为新增量来源。恒林股份、梦百合、致欧科技等公司亚马逊收入占比整体呈上行态势, 致欧科技在英国、德国、法国等多国站点的收入占比亦保持稳健。跨境电商渠道为出口带来新增量, 渠道结构进一步的优化升级, 分散单一大客户、大渠道的风险, 中长期出口既具备韧性, 亦具备增长驱动力。



图表52: 各品牌公司海外站点渠道营收结构占比

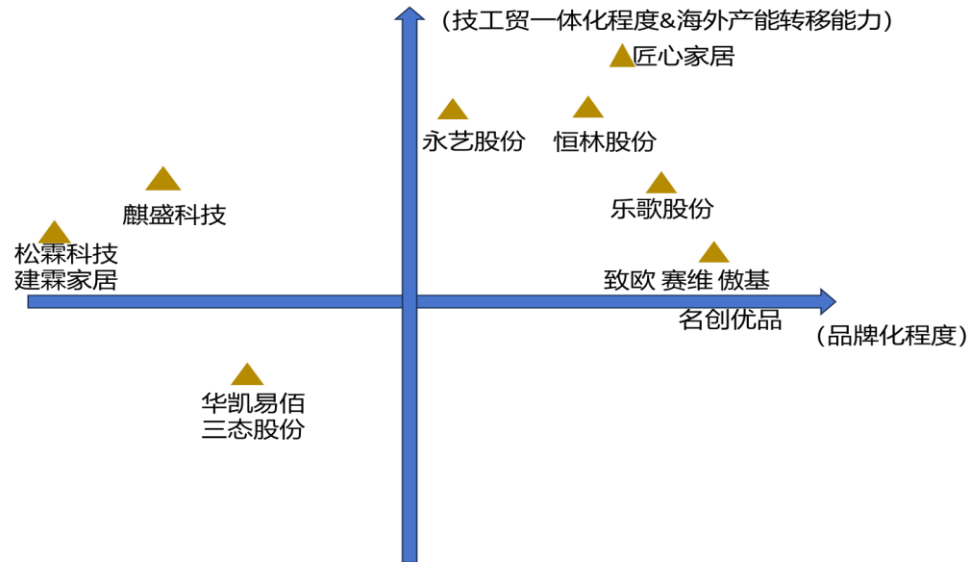


来源: 亚马逊数据库、国金证券研究所

3.3 投资建议: 四象限筛选框架下优选海外产能转移能力较强标的

考虑到美国家具库销比已处于较优区间、美国降息通道已开启,以及中国家具出口对美出口依赖性降低,具备韧性,我们认为本轮出口回暖具备一定持续性。在该背景下,出海主线配置仍应围绕技工贸一体化程度(或海外产能布局能力)与品牌化程度两大维度筛选标的。部分龙头企业东南亚等地产能与本地化运营基础扎实,自有品牌、线下渠道和跨境电商协同发力,有望率先实现业绩与估值的双重修复。建议关注:匠心家居、恒林股份、永艺股份、乐歌股份、致欧科技、赛维傲基、名创优品等。

图表53: 筛选出海投资标的四象限



来源: 国金证券研究所

图表54: 出口企业海外收入及海外产能布局梳理

公司名称	最新市值 (亿元)	2025H1 海外收入 (亿元)	2025H1 总收入 (亿元)	海外收入占比	境外收入地区占比	是否有海外产能	海外产能合计占比 (%)
匠心家居	243.23	16.78	16.81	99.82%	美国约 90%	是	越南基本 100%覆盖对美出口
致欧科技	77.8	39.66	40.07	98.99%	欧洲 64%、北美 34%	是	25H1 公司已完成约 50%的对美出货东南亚



					日本 0.7%		产能转移，东南亚对美出货已下订单率约 70%
浙江永强	85.24	29.9	30.8	97.09%	北美 55%、欧洲 39%、 澳大利亚 1.5%	否	目前海外无已投产产能，东南亚生产基地推进
嘉益股份	77.77	13.17	14	94.12%	海外占 94%	是	越南一期产能约 1350 万只杯子，投产后占比 27%。
共创草坪	150.34	15.99	16.82	95.07%	欧洲 30%，美国 30%， 亚太 20%	是	预计全面投产后越南占比 64%，墨西哥 11%。越南三期投产后基本可覆盖全部出口
建霖家居	64.23	18.10	23.86	75.9%	北美为主、欧洲及其他 开拓	是	泰国工厂 25 年内启动三期扩产，墨西哥基地预计年底试产
松霖科技	134.16	8.84	11.4	77.57%	欧洲、北美为主要出口 地	是	越南生产基地已实现首单出货
恒林股份	46.36	49	53.2	92.1%	美国 60%+，欧洲占 20%+	是	目前越南产能占比约为 30%
永艺股份	40.48	16.42	21.82	75.22%	美国 50%+，欧洲 20%+	是	第三期越南生产基地首批厂房已建成
天振股份	46.01	7.88	7.96	99%	美国为主	是	全面投产后，预计泰国和越南占比 66%， 美国占比 22%。
梦百合	53.81	34.18	41.72	81.94%	北美 50%，欧洲 25%	是	测算塞尔维亚占比约 9%，美国 18%，西班牙 9%，泰国 9%。

来源：公司公告、wind、国金证券研究所

4.造纸&包装：浆价有望进入温和修复区间，期待行业盈利拐点来临

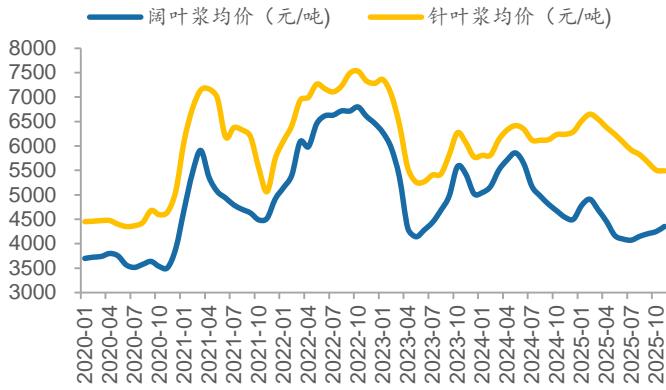
4.1 造纸：浆价有望温和修复，上游原料自给或成纸企盈利关键

4.1.1 国内自给浆产能集中投放已近尾声，浆价有望进入温和修复区间

新增纸浆产能密集投产，港口库存维持高位，2025 年以来浆价持续下跌。近年来，国内头部纸企为摆脱对外部原料的临时依赖、及时填补“禁废令”后废纸回收渠道关闭带来的纸浆供应缺口，纷纷向上游纸浆环节延伸、推进“林浆纸一体化”布局，使得国内纸浆产能和进口纸浆规模持续攀升。截止 2024 年底，国内纸浆设计产能为 3215 万吨，较 2019 年增长 106.35%，2019-2024 年 CAGR 为 15.59%，整体保持较快的扩张速度，且产能扩张速度显著快于下游成品纸生产速度，导致国内纸浆产能利用率较低。且受资源禀赋、供需匹配度、成本与品质等多重因素制约，目前国内仍需大量进口纸浆。2025 年前 10 月，国内阔叶浆/针叶浆进口量分别为 1383/712 万吨，同比分别+10.33%/+2.70%。国内纸浆新增产能密集投产，且进口纸浆规模不断攀升，国内纸浆库存持续保持较高水平。截止 2025 年 11 月底，国内主流港口纸浆库存水平为 217.3 万吨，2025 年纸浆库存平均水平为 208.4 万吨，较 2023 年的 196.3 万吨和 2024 年的 182.9 万吨仍呈累库态势。纸浆整体供给仍过剩，导致 2025 年以来浆价持续下跌。2025 年 11 月，国内阔叶浆/针叶浆均价分别为 4354/5490 元/吨，较 2024 年底分别-147/-801 元/吨，其中年内阔叶浆月均最低价格为 4074 元/吨，较 2024 年底-427 元/吨，纸浆价格承压明显。

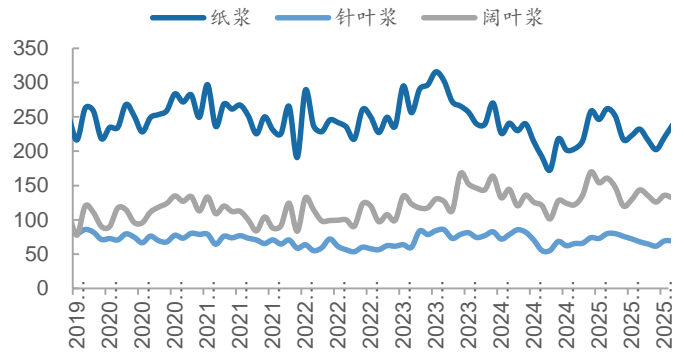


图表55: 国内针叶浆和阔叶浆价格变动



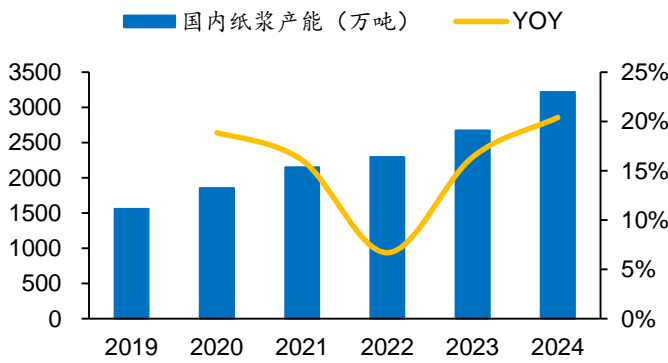
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表56: 2025年国内进口纸浆规模攀升(单位:万吨)



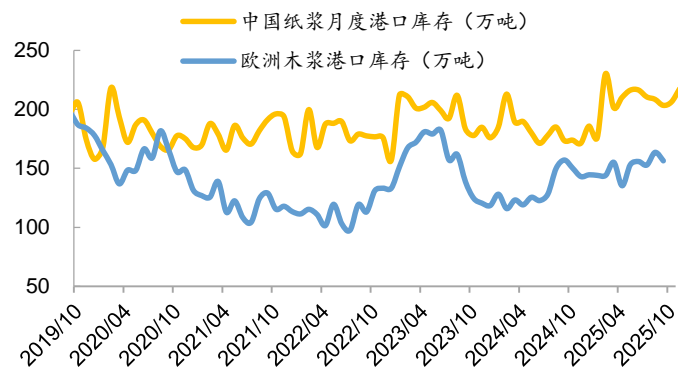
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表57: 国内纸浆产能密集投产



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

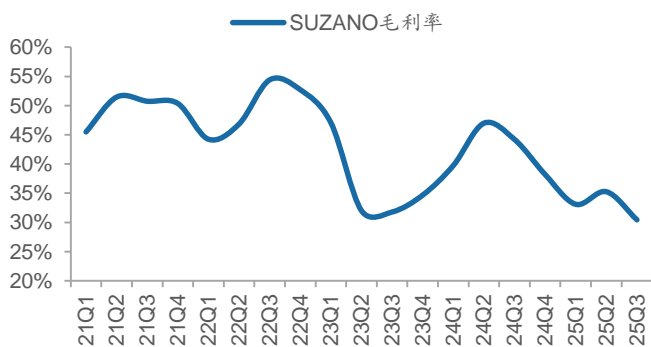
图表58: 纸浆港口库存维持高位



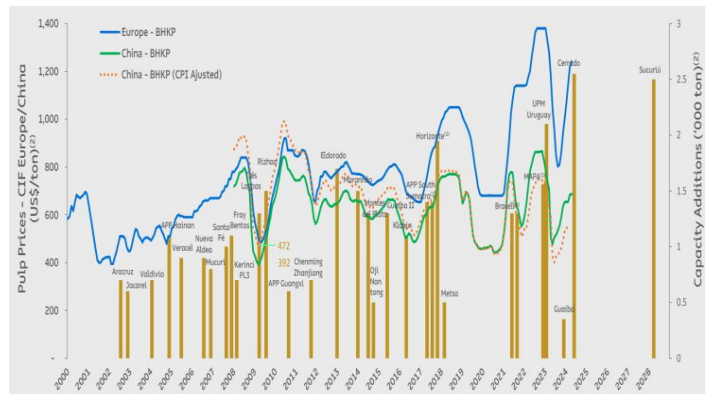
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

上游浆厂盈利压力较大, 停机减产下供给或持续偏紧, 浆价有望进入温和修复区间。2024年以来包括SUZANO等国际巨头在内的纸浆新增产能集中投产, 国际纸浆市场整体呈现供大于求的竞争格局, 使得浆价持续下跌。2025年11月, 外盘阔叶浆报价为550美元/吨, 较2024年1月的650美元/吨下降100元/吨。受此影响, SUZANO盈利表现持续下跌, 25Q3毛利率为30.44%, 同比下降13.77%。盈利承压下, 国际浆厂提升纸浆报价的意愿迫切。2025年年中以来, 包括SUZANO、APP等在内的多家浆厂宣布延长停机检修计划、关停产线以减少浆供给。2025年11月, 国内阔叶浆均价为4354元/吨, 环比上月+104元/吨, 较年内最低点的4074元/吨提升280元/吨。展望后续, 2025-2027年, 全球无新增阔叶浆投产计划, 预计全球纸浆供应有望持续收紧, 带动浆价进入持续温和修复区间。

图表59: SUZANO毛利率表现承压明显



图表60: 2025-2027年全球无新增阔叶浆投产计划





来源：ifind，国金证券研究所

来源：SUZANO 年报，国金证券研究所

图表61：2025 年中以来国际浆厂持续停机减产

	企业	提价减产措施
阔叶浆	SUZANO	8月6日宣布未来12个月内商品浆产量削减3.5%，减产量约40-50万吨，占全球阔叶木浆年需求量的1%左右，以此改善市场供需和自身盈利状况。
	Bracell	计划9-11月将一条阔叶浆产线转产溶解浆70天，预计减少30万吨阔叶浆产量
	APP	7月31日宣布调涨阔叶浆报盘20美元/吨
针叶浆	芬林集团	旗下年产69万吨的Joutseno工厂6月起就已停产，12月8日正式复产，但集团同时为该厂2026年的重大生产削减做准备。年产65万吨的Rauma浆厂于12月15日启动为期约一个月的临时停产，计划2026年1月7日逐步恢复生产。
	UPM	延长了年产70万吨的Kaukas工厂第三季度维护期，虽未直接关停，但检修期延长直接减少同期针叶浆的产出量
	Domtar	12月2日宣布永久关闭加拿大不列颠哥伦比亚省的Crofton纸厂，该厂年产38万吨狮牌漂白针叶浆

来源：隆众资讯，国卓创资讯，国金证券研究所

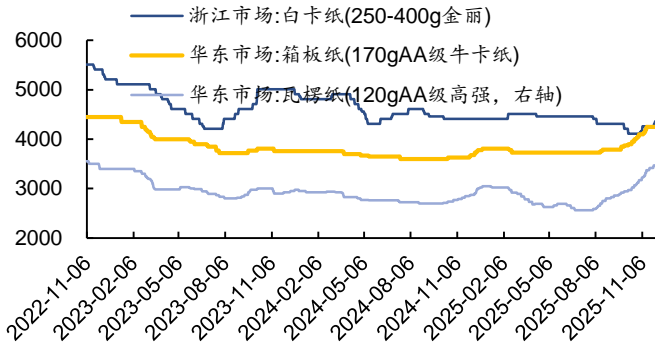
4.1.2 包装纸有望延续较优态势，关注林浆纸一体化优势逐渐凸显纸企

供需格局改善下包装纸有望延续较优增长态势，林浆纸一体化布局将成纸企盈利关键。回顾2025年以来各成品纸盈利表现，受下游需求支撑及新增产能投放节奏影响，包装纸整体盈利态势明显优于文化纸。2025年前11月，箱板纸/瓦楞纸/白卡纸吨毛利分别为760/389/394元/吨，显著高于双胶纸/铜版纸的210/-121元/吨。包装纸方面，展望后续社零消费需求正处于稳步修复中，下游需求对包装纸价支撑作用明显，且新增产能多集中在中小纸企，头部纸企包装纸新增产能已较少，多集中在上游林浆资源布局上，林浆纸一体化布局优势将成纸企盈利关键。文化纸方面，下游书籍印刷需求短期内难有实质提升，且过去几年双胶纸新增产能投放较多，行业产能利用率长期处于较低分位，预计文化纸行业或将经历一定时间的筑底过程。在此背景下，在上游深度布局林浆纸一体化、自制纸浆以增厚盈利空间，针对下游不同应用场景开发出具备一定消费粘性的特种文化纸、推出高附加值高消费粘性文化纸，或将成为文化纸未来主要的竞争路径。

下游消费需求恢复程度存在较大差异，包装纸表现较优。2025年前10月，箱板纸/瓦楞纸/白板纸表观消费量同比分别+0.0%/+5.4%/+7.0%，双胶纸/铜版纸表观消费量分别-2.8%/-7.0%。包装纸表观消费量整体优于文化纸，主因包装纸种类较多，可满足不同消费场景下的需求，且目前国内箱板瓦楞纸进口较多，国产纸替代空间较大。而文化纸以书籍报刊需求为主，整体应用场景较窄，下游消费需求偏刚性，使得表观消费量有所下降。受上游纸浆价格不振及下游消费萎靡影响，2025年以来成品纸价格波动较为明显，且不同纸种间差异显著。截止2025年12月初，箱板纸/瓦楞纸/白卡纸/双胶纸价格分别为4250/3470/4360/4850元/吨，较2024年底分别+440/+420/-50/-550元/吨。9月以来逐渐进入包装纸传统消费旺季，且多家纸企在盈利空间显著收窄的压力下连发涨价函，12月初箱板纸/瓦楞纸价较8月底分别+460/+670元/吨，白卡纸价较10月底+250元/吨，提价效果较明显。

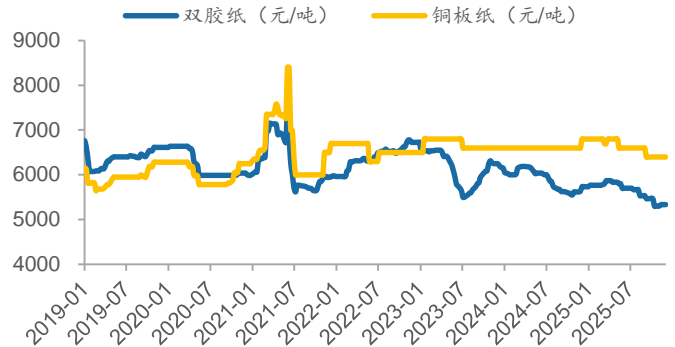


图表62: 白纸板、箱板瓦楞纸价格变动



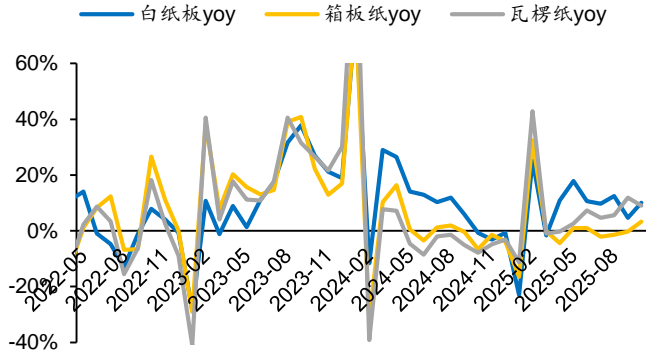
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表63: 双胶纸、双铜纸价格变动



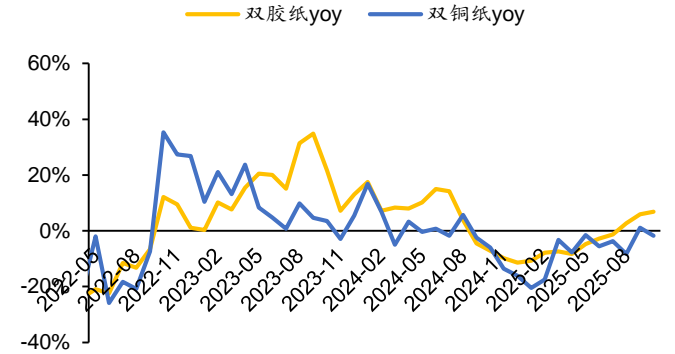
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表64: 白纸板、箱板瓦楞纸月度表观消费量同比变动



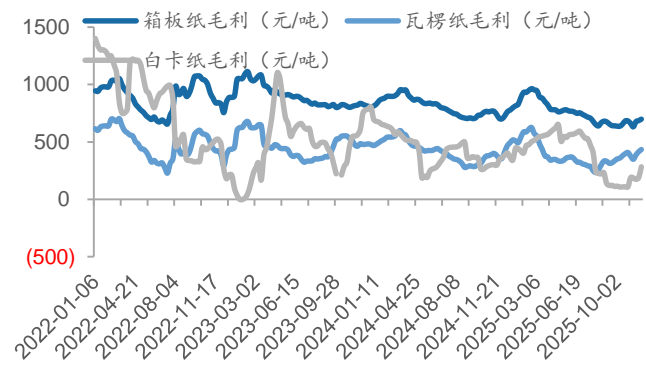
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表65: 双胶纸、双铜纸月度表观消费量同比变动



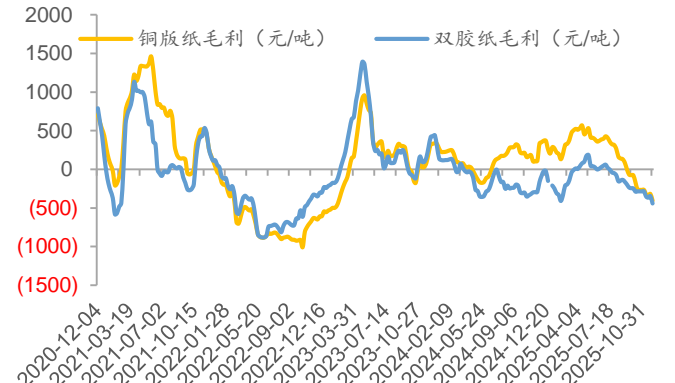
来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表66: 白纸板、箱板瓦楞纸毛利润变动



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表67: 双胶纸、双铜纸毛利润变动



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

包装纸下游需求支撑作用明显, 关注白卡纸行业产能整合机遇。

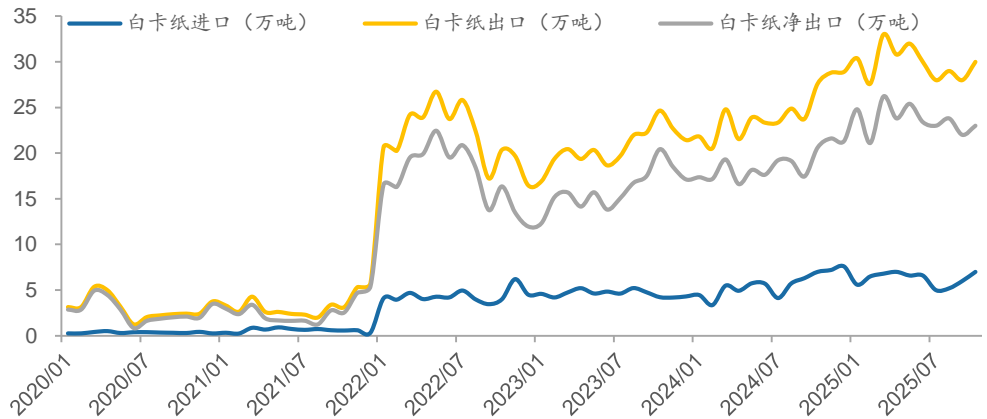
国内限塑令下环保要求趋严, 环保纸包装成为重要替代选项。相较传统的塑料包装产品, 纸包装不会对环境造成污染, 并且可以循环利用。因此在整治环境污染、达成“双碳”目标的背景下, 以纸代塑的环保包装受政策支持愈发清晰明确。2020年, 发改委、生态环境部等部委发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 明确提出在塑料污染问题的电商、快递、外卖等新兴领域, 推广使用纸袋等非塑料制品。《“十四五”塑料污染治理行动方案》提出, 科学稳妥推广塑料替代产品, 充分考虑纸制品等全生命周期资源环境影响。此外,



包括美国、欧盟在内的国家和地区在塑料制品的可回收材料占比、推动使用替代品等方面已做出明确规划。长期看在限塑禁塑趋势下，箱板瓦楞纸及白卡纸凭借在环保包装领域较好的适配性，有望大幅拓宽应用场景并打开需求增量空间。

出口规模持续攀升，海外市场贡献行业重要增量。2024年，我国白卡纸出口规模为293.22万吨，而当年国内白卡纸消费量为818.97万吨，白卡纸出口占国内销量的比重为35.80%。2025年1-10月，我国白卡纸出口235.52万吨，同比增长26.87%，东南亚等海外地区已成为国内白卡纸的重要消费市场。越南、孟加拉国、印尼等东南亚国家为国内白卡纸主要出口目的地，主因当地1) 消费市场潜力不断释放，包装需求日益增长，而当地造纸企业竞争力较弱，相关需求只能依靠进口自中国来实现。2) 近年来包括裕同科技、美盈森在内的国内包装企业着力向东南亚转移生产基地，使得为满足下游包装企业需求的白卡纸出口规模不断攀升。白卡纸出口不仅有效减少国内库存积压，同时缓解了国内市场价格竞争的激烈程度，为企业维持合理盈利区间创造必要条件。

图表68：国内白卡纸出口规模不断攀升



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表69：箱板瓦楞纸及白卡纸产能投放统计

箱板纸投产统计			瓦楞纸投产统计		
年份	在建产能	总产能 (万吨)	年份	在建产能	总产能 (万吨)
2021	-	3983	2021	-	3336.8
2022	-	4296	2022	-	3509.8
2023	-	4560	2023	-	3551.8
2024	-	4644	2024	-	3661
2025	-	4447	2025	-	3725.7
2026E	安徽林平循环40万吨	4897	2026E	鸿翔纸业25万吨	3915.7
	曜德纸业35万吨				
	鑫光新材料25万吨				
	誉凯实业35万吨				
	森林造纸40万吨				
	金田纸业30万吨				
	东方智慧能源40万吨				
	太阳宏河纸业70万吨				
	惠宁纸业20万吨				
	五洲特纸30万吨				
2027E	理文纸业35万吨	5271.8	2027E	建晖纸业30万吨	4057.4
	玖龙纸业62万吨				
	丰源中盛纸业40万吨				
	正康实业40万吨				
	金田纸业30万吨				
	山鹰纸业60万吨				
	金田纸业60万吨				
2028E	丰源中盛纸业50万吨	5331.8	2028E	桥裕纸业11.7万吨	4189.4
	桥裕纸业32.8万吨				
山鹰纸业60万吨					
白卡纸投产统计			白卡纸投产统计		
年份	在建产能	产能 (万吨)	年份	在建产能	产能 (万吨)
2021	-	1594	2021	-	1594
2022	-	1689	2022	-	1689
2023	-	1899	2023	-	1899
2024	-	2049	2024	-	2049
2025	-	2284	2025	-	2284
2026E	博汇纸业40万吨	2534	2026E	博汇纸业40万吨	2534
	博汇纸业40万吨				
	新亚纸业50万吨				
	玖龙纸业120万吨				
2027E	广西金桂10万吨	3024	2027E	亚太森博100万吨	3024
	宁波亚洲浆100万吨				
	广西金桂90万吨				
	景兴环保100万吨				
	景兴环保100万吨				



来源：隆众资讯，国金证券研究所

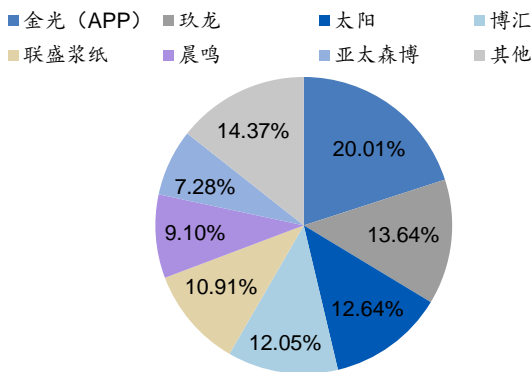
白卡纸行业集中度更高，金光+博汇市占率领先。相较其他成品纸，白卡纸生产对设备、工艺的要求更高。且白卡纸生产流程中的能耗、污染物排放高于多数中低端纸品，在环保政策趋严的背景下，白卡纸生产环保改造成本较高，中小规模的落后产能持续出清。且2020年初金光纸业成功控股博汇纸业后，行业低价倾销的恶性竞争局面有所缓解，整体集中度进一步提高。截止2025年12月，以产能计白卡纸行业CR5为69.26%。

白卡纸未来产能投投向头部纸企集中，行业协同议价能力进一步增强。2020年之前，头部纸企为抢占市场份额，在扩充产能的同时大幅降价，直接引发了行业恶性价格战，行业整体盈利空间显著压缩。而2020年初金光收购博汇之后，两大龙头的产能不再相互对冲，闲置或低效运转的生产线逐步恢复合理运转。截止2025年10月，金光和博汇的合计白卡纸产能为705万吨，市占率为32.06%。2024全年白卡纸行业产能利用率为77.33%，行业整体产能利用率恢复至合理运行区间。高度集中的市场格局让龙头企业具备一定调控行业供给的能力，可根据市场需求灵活调整开工率，避免过去中小企业盲目扩产、头部企业被迫压产导致的产能闲置问题。未来几年国内白卡纸新增产能仍集中在金光、博汇等头部纸企上，行业整体协同议价能力有望进一步增强，为白卡纸价格和盈利空间回归合理区间奠定较好基础。

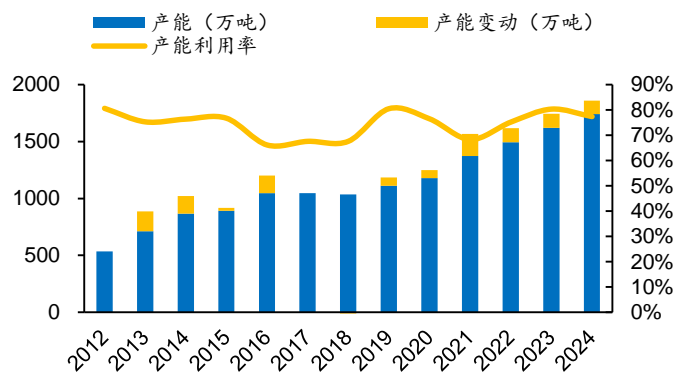
博汇收购要约明确提出解决同业竞争问题，资产注入或是较优解决方案。2020年8月，在《博汇纸业收购要约书》中，金光纸业承诺，在收购完成后6年内（即2026年前）逐步解决与公司之间部分业务存在的同业竞争问题。《收购要约书》规定，收购完成后，若金光获得可能与公司构成同业竞争的新业务机会，需优先提供给公司；若新业务暂不具备转移条件，待其满足注入上市公司的条件时，将以合理商业条件推动该业务注入公司。若无法按时履约，金光将对公司遭受的损失进行赔偿，并持续优化相关业务资产使其符合注入条件。由此可见，金光将与公司核心业务高度匹配的白卡纸业务注入，已有充分的法律依据。

金光优质白卡纸产能具备较强市场竞争力，成功注入后将为博汇提供长期增长动力。截止2025年12月，博汇拥有白卡纸产能265万吨，而金光拥有白卡纸产能440万吨，包括白卡纸、白板纸等在内的工业用纸营收规模保持在350亿元左右。金光率先将林浆纸一体化理念引入中国，截止2024年底在广西、海南等地建设有29.3万公顷的自营林，保证木浆自给率领先同行，有效增厚公司的盈利空间。目前金光在中国拥有九大生产基地，已形成全国性的产能辐射网络。且金光白卡纸聚焦高端细分市场，产品结构契合当下消费需求，确保产能稳定消化。可以预见的是，若未来博汇成功吸收金光核心优质的白卡纸产能，凭借目前金光+博汇超700万吨的白卡纸产能，博汇将以超30%的市占率成为国内白卡纸第一龙头企业，在有效改善行业竞争格局的同时，整体协调议价能力将得到显著增强，预计将为公司长期稳健发展提供核心动力。

图表70：国内白卡纸竞争格局



图表71：2020年以来白卡纸产能利用率稳步回升



来源：隆众资讯，国金证券研究所

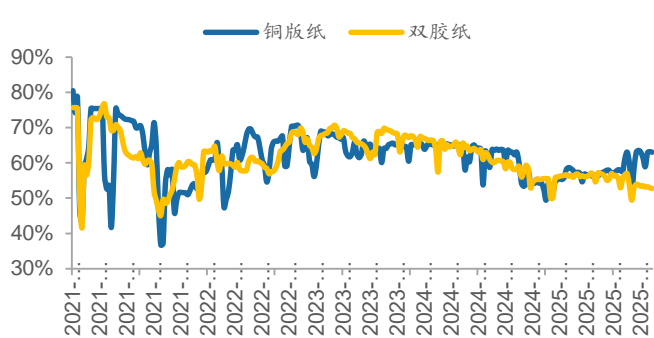
来源：隆众资讯，国金证券研究所

文化纸以教辅教材为主要需求，整体需求偏刚性。双胶纸主要应用于教材、杂志等印刷需求，铜版纸主要应用于各种广告宣传页、书刊封面和门店包装的印刷，主要的应用场景包括教材教辅、地产、会展、餐饮酒店等行业。2022年，我国双胶纸/铜版纸中教辅教材需求占比分别为43%和24%。受教辅教材招标节奏影响，双胶纸需求存在明显的季节波动特征，一般3-5月、9-12月为传统需求旺季。从下游需求来看，近年来教辅教材采购量保持稳定、纸质出版物止跌企稳等支撑文化用纸需求保持刚性。



产能投放角度而言，近年来铜版纸产能保持在 645 万吨左右，且未来几年无新增产能投产计划。双胶纸方面，截止 2024 年底双胶纸产能为 1628 万吨，预计 2025/2026 年产能分别为 1878/2076 万吨，新增产能仍有一定规模。由于新增产能集中投放，且下游需求未有明显提升，直接导致文化纸开工率持续走低。2020 年双胶纸开工率为 77.58%，而 2024 年一直下滑至 61.77%，2025 年 12 月初开工率保持在 53%左右，行业内存在大量闲置产能，预计后续文化纸供需矛盾短期内仍难有实质性缓解，行业或将经历一定时间的筑底过程。在此背景下，在上游深度布局林浆纸一体化、自制纸浆以增厚盈利空间，针对下游不同应用场景开发出具备一定消费粘性的特种文化纸、推出高附加值高消费粘性文化纸，或将成为文化纸未来主要的竞争路径。

图表72：文化纸开工率持续走低



来源：隆众资讯，国金证券研究所

图表73：双胶纸产能投放统计

双胶纸投产统计		
	在建产能	产能 (万吨)
2021	-	1275
2022	-	1370
2023	-	1485
2024	-	1628
2025E	五洲特纸15万吨	1878
	泰盛纸业30万吨	
2026E	联盛浆纸60万吨	2076
	联盛浆纸60万吨	
	山东奥海25万吨	
	黄冈晨鸣53万吨	

来源：隆众资讯，国金证券研究所

4.1.3 重点个股梳理

太阳纸业：林浆纸一体化建设卓有成效，老挝丰富林木资源有望显著增厚利润空间

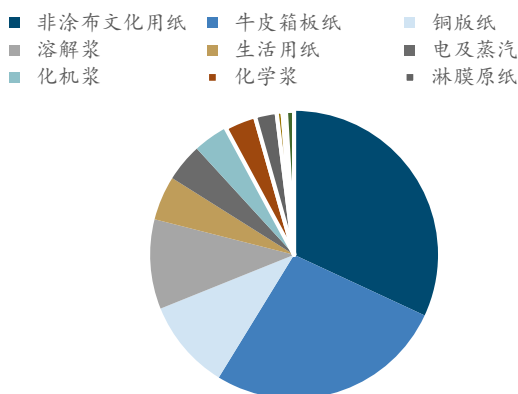
新增产能密集投产，预计将充分受益于纸价企稳回升。公司山东颜店 14 万吨特种纸二期工程预计于 26Q1 试产，广西南宁 PM12 包装纸生产线已于 10 月进入调试阶段，PM9 特种纸生产线、年产 35 万吨化学浆和年产 15 万吨机械浆及配套设施也已在 9 月投产，30 万吨生活用纸中的两条产线于 10 月进入调试阶段、另两条产线预计将于 11 月进入调试。公司 25 年及 26 年投放产能较多，浆纸价格触底回升，预计将显著改善盈利表现。

老挝基地储备丰富林木资源，预计将持续增厚公司利润空间。2008 年，公司开始进入老挝，并于 2010 年成立老挝全资子公司，全面推进实施“林浆纸一体化”项目。截止 2024 年底，老挝基地已经形成 150 万吨的浆、纸年生产能力。截止 2023 年底，公司老挝基地纸浆林的种植保有面积已经达到 6 万公顷，未来几年，老挝基地将以每年新增 1-1.2 万公顷种植规模稳步推进。

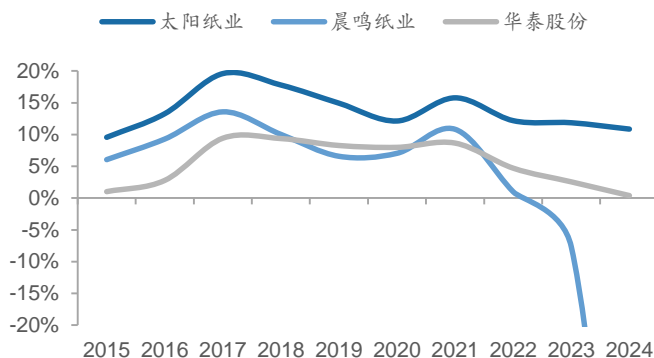
展望 2026 年，建议关注公司新增产能投产进度，以及纸浆价格变动将直接影响公司业绩表现，预计将成为影响公司业绩表现的重要催化。预计 25-27 年公司营业收入 415.23/450.73/484.11 亿元，同比+1.95%/+8.55%/+7.40%，归母净利润 33.54/38.38/44.69 亿元，同比+8.16%/+14.42%/+16.43%。预计公司 25-27 年 EPS 为 1.20/1.37/1.60 元，对应 PE 分别为 13X/11X/10X。



图表74：太阳纸业保持多元化营收布局



图表75：太阳纸业 ROE 水平保持行业领先



来源：太阳纸业公司公告，国金证券研究所

来源：太阳纸业公司公告，国金证券研究所

仙鹤股份：聚焦细分特种纸领域，高消费粘性助力业绩穿越经营周期

2025 年公司营收保持稳健增速，新投产的广西来宾和湖北石首两大项目顺利爬坡。依靠优异的成品纸品质和大批量按时交付优势，下游客户对公司供应链的依赖程度不断加深，由此保证公司对客户报价并未见明显下降。公司持续开拓海外市场新客户，避开竞争较激烈的大众化产品，依托完备的研发技术积累瞄准市场新需求，预计亦贡献相当可观的业绩增量。同时公司保证在成熟产品上的技术壁垒和交付能力，即使下游需求相对疲软，但依靠具备较高消费刚性的成熟产品，公司包括日用消费、食品医疗包装和烟草用纸在内的核心业务仍保持平稳增长。

作为国内特种纸龙头，公司凭借稳健经营和优质客户资源，实现业绩的平稳增长。同时公司着力开拓海外市场增量空间，广西及湖北两大项目新投产产能保障长期发展轨道。预计随着浆价的逐步企稳带来产品报价提升，同时新产能度过爬坡期后利润率不断提升，预计公司整体业绩表现有望逐季改善。25Q1-Q3，公司毛利率/净利率为 14.0%/8.6%，同比-2.5/-2.7pct。25Q3 公司毛利率/净利率为 14.6%/9.9%，同比+0.0/-0.2pct，环比+1.8/+1.9pct。公司新投产的湖北项目产能利用率逐渐提升使减亏明显，且公司在海外市场大量开拓高毛利新产品，预计将持续贡献高毛利增量。

预计 25-27 年公司营业收入 129.14/152.57/177.36 亿元，同比+25.70%/+18.14%/+16.25%，归母净利润 10.28/12.71/15.17 亿元，同比+2.37%/+23.70%/+19.35%。预计公司 25-27 年 EPS 为 1.45/1.80/2.14 元，对应 PE 分别为 16X/13X/11X。

博汇纸业：有望充分受益于白卡纸价回暖，期待注入金光优质产能助力进入发展新阶段

25Q3 以来，为改善行业整体盈利空间，包括 Suzano、APP 等在内的国内外龙头浆厂纷纷停机检修以适当缩减纸浆供应，纸浆价格已有一定回升。且在改善盈利空间的迫切要求下，包括太阳、玖龙等在内的头部纸企连发涨价函，10 月底以来白卡纸价持续回暖。期待后续随着国内纸浆供需格局趋近合理，白卡纸价有望进入温和修复通道，预计将直接增厚行业整体盈利空间。公司作为国内白卡纸龙头，白卡纸贡献绝大多数营收来源，有望充分受益于白卡纸价回暖。

2020 年 8 月，在《博汇纸业收购要约书》中，金光纸业承诺在收购完成后 6 年内（即 2026 年前）逐步解决与博汇纸业之间部分业务存在的同业竞争问题。目前公司正推进员工持股稳定核心团队、增加关联交易金额优化产能配置，为后续资产注入积极创造必要条件。若未来博汇成功吸收金光核心优质的白卡纸产能，博汇市占率有望大幅提升，在有效改善行业竞争格局的同时，整体协调议价能力将得到显著增强，预计将为公司长期稳健发展提供核心动力。

4.2 包装：包装龙头红利属性突出，二片罐盈利空间有望显著改善

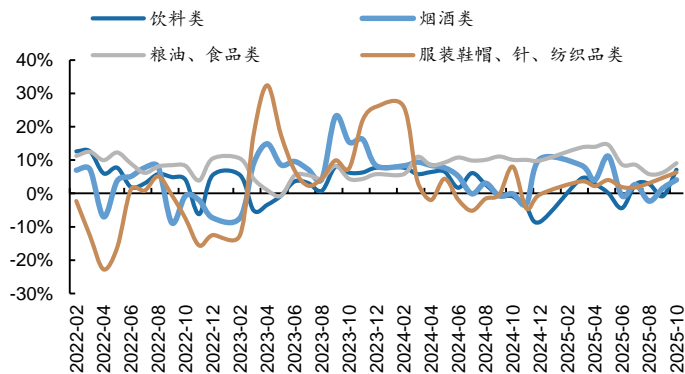
4.2.1 行业需求处于稳步恢复中，金属包装格局持续优化盈利拐点渐进

下游需求逐渐恢复，为包装企业盈利能力的提升提供稳健基础。包装企业处于产业链中游，下游以广谱性需求为主，因产品同质化较严重，行业整体盈利空间较小、议价能力偏弱，下游需求是影响包装企业业绩表现的重要因素。2025 年前 10 月，全国粮油食品/服装鞋帽针纺/日用品/家电类社零同比增速分别为+10.3%/+3.5%/+7.4%/+20.1%，其中 25Q3 增速分别为+7.5%/+1.9%/+8.7%/+19.0%。下游需求稳步恢复，为包装企业业绩恢复提供稳健基础。2025Q1-Q3，重点包装企业实现归母净利 45.5 亿元，同比+20.4%。其中金属包装/



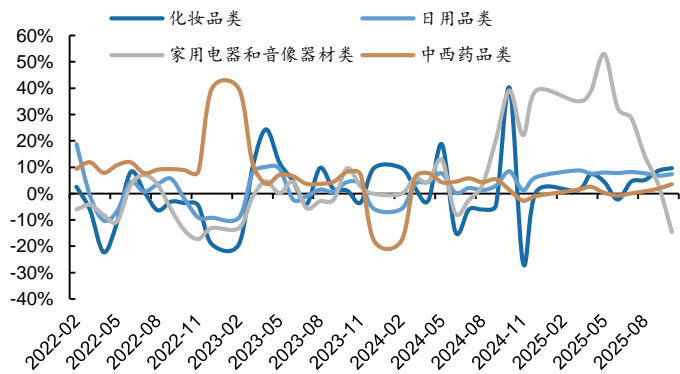
塑料包装/纸包装分别实现归母净利 15.0/12.9/17.5 亿元，同比分别+19.0%/+52.9%/+5.0%。25Q3，重点包装企业毛利率为 18.4%，同比/环比分别-1.9/+0.8pct，其中金属/塑料/纸包装毛利率分别为 11.0%/22.9%/27.2%，同比分别-2.4/+1.2/+0.5pct，环比分别-1.0/+0.0/+4.0pct。25Q3，重点包装企业净利率为 7.8%，同比/环比分别+0.1/+2.0pct，其中金属/塑料/纸包装净利率分别为 3.0%/15.5%/10.7%，同比分别-1.8/+7.4/+0.4pct，环比分别-0.4/+5.7/+4.0pct。25Q3 金属包装企业整体盈利能力较差，主因原材料铝锭价格上涨，而二片罐提价尚未最终落地。展望后续，26 年起二片罐价格将逐步回归合理区间，预计将直接增厚金属包装企业的盈利空间。

图表76：2025 年 1-10 月饮料/烟酒/粮油食品/服装鞋帽
针纺类社零同比+0.8%/+4.0%/+10.3%/+3.5%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表77：2025 年 1-10 月化妆品/日用品/家电/药品类社
零同比+4.6%/+7.4%/+20.1%/+1.5%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表78：重点包装企业单季度净利率变动

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

来源：ifind，国金证券研究所

奥瑞金收购中粮包装，行业竞争格局持续优化。截至 2022 年，中国主要二片罐企业包括宝钢包装、奥瑞金、中粮包装，市占率分别约为 31%、22%、21%，CR3 接近 74%。行业已经基本完成产能集中建设，下一阶段头部二片罐企业或从竞争转向整合、从追求规模向注重利润转换。2016 年以来行业内整合已明显加速，尤其是 2019 年奥瑞金收购波尔亚太、2019-2022 年昇兴股份收购太平洋制罐，头部企业扩张主要通过收并购实现、自主产能建设规模减少，并且有效提升了行业集中度。2025 年初奥瑞金收购中粮包装并正式并表，行业集中度大幅提升。

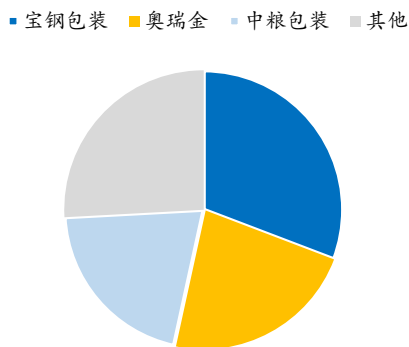


图表79：二片罐行业并购事件梳理

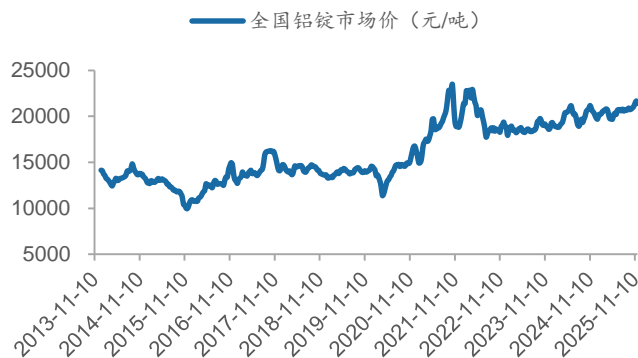
公司名称	时间	品类	标的	交易价格
奥瑞金	2016年	二片罐	中粮包装 24.4%股份权	16.16 亿港元
	2019年	二片罐	波尔亚太(佛山/北京/青岛)100%股权、波尔亚太(湖北)95.69%股权	2.05 亿美元
	2025年	二片罐	中粮包装 75.56%股份权	60.66 亿港元
中粮包装	2017年	二片罐	浙江纪鸿包装有限公司 51%股权	0.67 亿元
	2018年	二片罐	成都高森包装容器有限公司 100%股权	0.75 亿元
	2019年	二片罐	浙江纪鸿包装有限公司 14.1%股权	0.79 亿元
宝钢包装	2019年	二片罐	河北宝钢制罐、武汉宝钢包装、佛山宝钢制罐、哈尔滨宝钢制罐 各 47.51%股权	1.90/3.23/4.49/1.98 亿元
昇兴股份	2017年	单片罐	温州博德科技有限公司 70%股权	1.94 亿元
	2019年	二片罐	太平洋制罐(漳州)、太平洋制罐(武汉)	3.31 亿元
	2021年	二片罐	收购太平洋制罐(沈阳)有限公司 100%股权	1.71 亿元
	2022年	二片罐	太平洋制罐(青岛/北京/肇庆) 100%股权	2.62/3.01/1.68 亿元

来源：奥瑞金公告，国金证券研究所

图表80：2022年中国二片罐行业竞争格局(%)



图表81：2025年以来国内铝锭价格持续上涨



来源：各公司公告，国家统计局，欧睿，国金证券研究所测算(注：收入口径市占率) 来源：ifind，国金证券研究所

关注行业地位稳固稳健高分红的优质标的、竞争格局优化带来的盈利空间回升的金属包装。各包装子行业整体竞争格局较为稳定，头部企业凭借深度绑定下游核心客户、在生产规模与管理效益等优势加持下，行业地位较为稳固。且头部企业在经历前期的产能扩张期后，后续在建项目规划已较清晰，整体资本开支水平可控，为保持稳健的高分红水平奠定坚实基础。国内二片罐提价即将落地，行业盈利拐点渐进。截止2025年11月底，国内铝锭市场价较8月底+3.24%至21413元/吨。25Q3以来国内铝锭价格持续上涨，金属包装企业涨价意愿迫切。国内二片罐提价在即，期待提价后价格重回合理区间，预计将直接增厚金属包装企业的盈利空间、改善行业整体盈利水平。

4.2.2 重点个股梳理

裕同科技：红利+增长属性突出，海外市场持续贡献高毛利增量

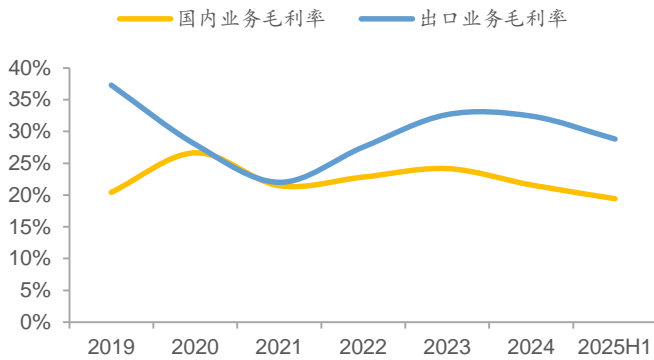
国内业务新增长点不断涌现，消费电子业务基本盘稳固。卡牌印刷精良，裕同在印刷高端化、智能化以及全球化方面有显著优势，与多个IP公司表现出合作意向。公司核心客户的业绩扰动影响已逐渐消散。且公司的环保纸塑及烟酒包装等高毛利业务持续贡献业绩增量，拉动公司盈利表现已呈企稳回升态势。2025年8月，公司新发2.1亿元的股权激励计划，进一步抬升未来发展的确定性。



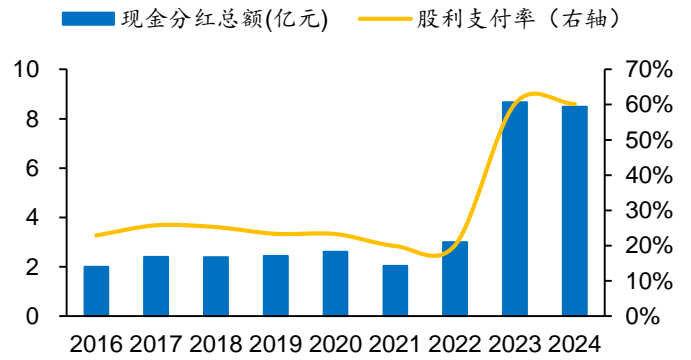
持续推进海外产能建设，渡过爬坡期后有望显著抬升利润率。公司较早布局海外产能，目前在全球 10 个国家建有 40+ 生产基地，墨西哥、菲律宾顺利投产，全球产能布局不断完善，抵抗区域贸易壁垒风险显著增强。深度绑定国际客户、稳步切入核心供应链，同时培育当地新客户。持续贡献业绩增量。目前公司海外营收占比 20%，2-3 年后海外新增产能渡过爬坡期，有望显著抬升公司利润率。

展望 2026 年，建议关注公司海外基地拓展新客户情况，若成功切入国际客户供应链，预计将带来显著业绩增量。预计 2025-2027 年公司营业收入 180.01/199.30 /220.98 亿元，同比+4.92%/+10.72%/+10.88%，公司归母净利润 16.09/18.01/20.67 亿元，同比+14.20%/+11.98%/+14.77%。2025-2027 年 EPS 分别为 1.75/1.96/2.25 元，对应 PE 分别为 16X/15X/13X。

图表82：裕同科技海外市场毛利率显著高于国内



图表83：近年来裕同科技分红水平显著提高



来源：裕同科技公告，国金证券研究所

来源：裕同科技公告，国金证券研究所

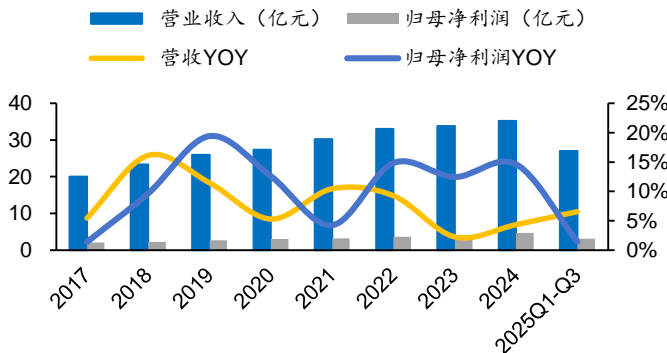
永新股份：高分红属性突出的塑料包装龙头，未来有望保持稳健分红节奏

公司在保证彩印复合包装主业优势的同时，积极建设塑料软包装薄膜、镀铝包装材料、油墨产业链配套产品。在建的年产 2.2 万吨新型功能膜材料项目和年产 3 万吨双向拉伸多功能膜项目，预计 2026 年可全部投产。24 年国际市场营收 4.52 亿元，同比增长 19%。公司稳步切入跨国客户的国际化供应链，且大部分海外业务在东盟国家和日本市场，美国加征关税影响有限。

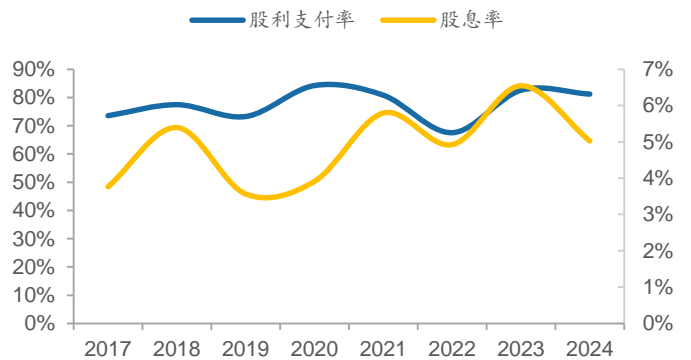
公司多次实施股权激励计划，保持高分红重视股东回报，2017-2024 年平均股息率为 4.9%。公司前期已规划产能项目逐渐落地，在提供业绩增量的同时保持可控资本开支水平，具备坚实的分红基础，未来有望保持稳健的分红节奏。

展望 2026 年，建议重点关注公司在建产能投产进度，建成后公司整体产能规模进一步提升，进一步拓宽公司增长空间。预计 25-27 年公司营业收入 37.84/42.08/46.47 亿元，同比+7.33% /+11.19%/+10.44%，归母净利润 4.91/5.50/6.07 亿元，同比+4.94%/+12.01%/+10.42%。预计公司 25-27 年 EPS 为 0.80/0.90/0.99 元，对应 PE 分别为 14X/13X/12X。

图表84：永新股份业绩表现相对稳健



图表85：近年来永新股份分红水平显著提高



来源：永新股份公告，国金证券研究所

来源：永新股份公告，国金证券研究所

奥瑞金：并购扩张市占率大幅提升，有望充分受益于二片罐价格回升



金属包装产品为收入核心，深度绑定核心客户。截至 2023 年底二片罐、三片罐产能分别约 135 亿罐/年、95 亿罐/年，各自贡献接近 35-40%、45-50%的收入。目前公司主要客户包括：1) 三片罐业务的中国红牛、飞鹤乳业、旺旺、露露等；2) 二片罐业务的青岛啤酒、百威啤酒、加多宝、可口可乐、百事可乐等。

收购中粮包装，有望重塑行业竞争格局。2025 年 1 月，奥瑞金公告称已完成收购中粮包装的全部事项并将其并表。收购完成后，奥瑞金二片罐业务市占率有望提升至 40%左右，改善行业集中度的同时有望提高行业整体盈利能力。公司拟于沙特、哈萨克斯坦等国建设二片罐项目，计划将国内部分产能搬迁至海外。目前海外二片罐行业竞争格局较国内更优，公司在产能规模与稳定交付能力等方面的优势突出，有望更好地服务国际客户、快速抢占海外二片罐广阔市场需求，预计将带来可观的营收增量。

展望 2026 年，建议积极关注二片罐价格落地执行情况及后续价格变动，预计将直接影响公司盈利空间，此外公司新建海外基地建设进度也会对公司业绩产生重要影响。预计 25-27 年公司营业收入 221.36/237.19/257.86 亿元，同比+61.90%/+7.15%/+8.71%，归母净利润 13.70/14.32/15.95 亿元，同比+73.27%/+4.57%/+11.34%。预计公司 25-27 年 EPS 为 0.54/0.56/0.62 元，对应 PE 分别为 11X/11X/10X。

众鑫股份：乘势纸浆模塑渗透率高速提升，泰国产能提供充沛增长动力

纸浆模塑渗透率仍处快速提升期，公司模具—原料—生产全链条能力带来高竞争壁垒。多种替塑选项中纸浆模塑优势突出，政策驱动为纸浆模塑行业的长期发展注入核心动力。通过构建自主设计+定制制造+工艺迭代的全链条能力，确保模具与产品需求、生产场景的高度适配，在降低能耗成本、全流程自动化生产和提升产品品质等方面构筑了显著的生产效率和产品性能优势。

2025 年 9 月，美国发起的双反调查初裁结果公布，国内涉诉的纸浆模塑企业税率已远超过对美出口毛利率，短时间难以有效满足美国市场需求。公司前瞻布局泰国基地，一期 3.5 万吨已投产，二期 6.5 万吨正在筹备中，截止 25 年 10 月泰国基地已有 5 万吨产能投产。泰国基地作为建设完备的海外稀缺产能，在先进生产技术和更高客户报价优势加持下盈利水平较国内更高，后续盈利弹性可期。

展望 2026 年，泰国基地投产进度将成为影响公司业绩增长核心因素，此外欧美等国可能进行的双反调查预计亦会对短期业绩产生扰动。预计 2025-2027 年公司营业收入 15.68/25.05/31.31 亿元，同比+1.40%/+59.80%/+24.99%，归母净利润 2.96/5.68/7.55 亿元，同比-8.67%/+92.04%/+32.91%，PE 分别为 26X/13X/10X。

5. 轻工消费：家居 26Q2 有望迎来边际拐点，个护重视产品心智&渠道布局

5.1 家居：26Q2 后板块业绩迎来边际拐点，优选布局 α 标的

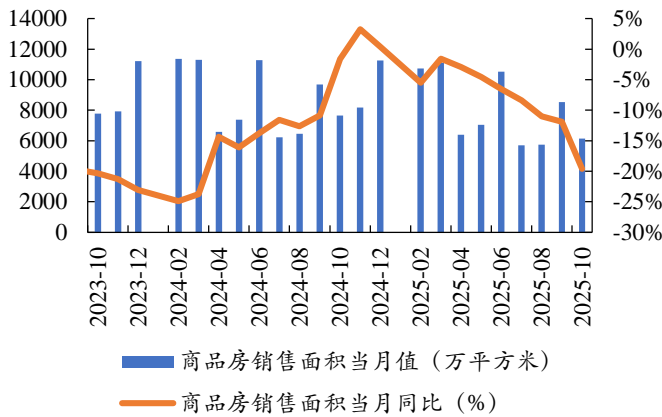
5.1.1 回顾：板块现状分析

(1) 地产景气度偏弱，家居需求待修复

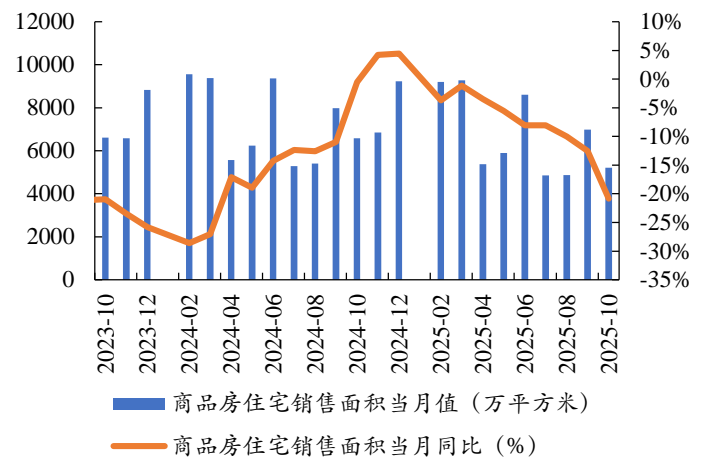
地产景气度仍相对偏弱，上游回暖仍需时间，家居行业发展一定程度受限。从需求侧看，2023 年 10 月至今，商品房销售面积同比增速仅有 2 个月为正，2025 年 10 月，商品房销售面积为 0.61 亿平方米，仅为 2 年前同时期商品房销售面积的 79.09%，需求尚未完全修复。2023 年 10 月至今，商品住宅销售面积同比增速仅有 2 个月为正。25 年 10 月同比跌幅 20.83%。供给侧来看，地产投资及新开工回落，据最新数据，截止 2025 年 10 月，房地产开发投资完成额累计同比-13.79%，房地产新开工面积累计同比-19.33%。总体来看，在上下游景气度双双承压的背景下，地产对家居行业的带动效应显著弱化，传统依赖新房交付驱动的增长模式受限，家居企业亟需通过深挖存量住房焕新需求。



图表86: 近两年商品房销售面积同比增速仅2个月为正



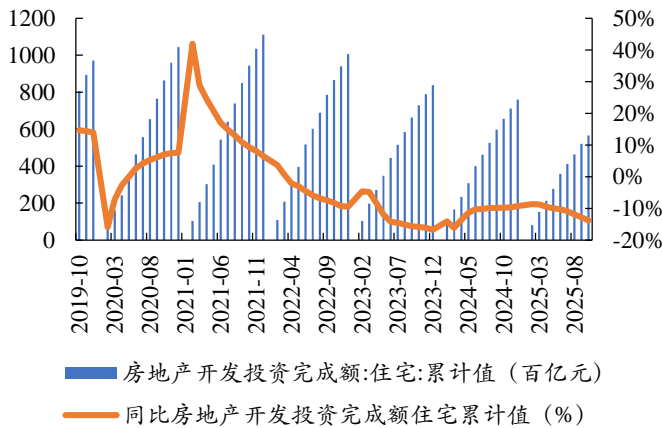
图表87: 近两年商品住宅销售面积同比增速仅2个月为正



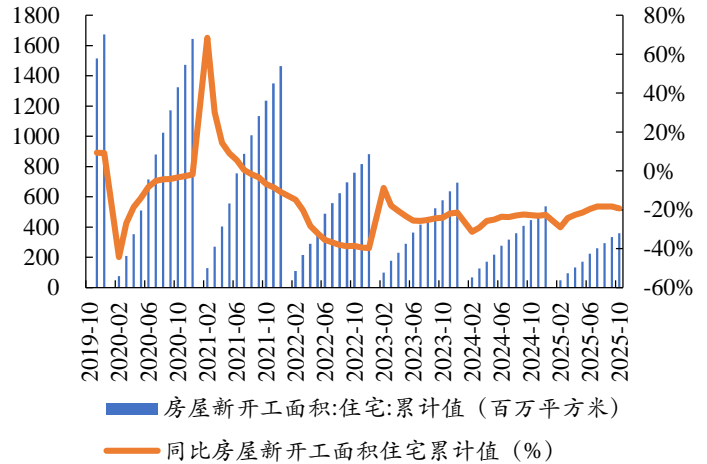
来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

图表88: 房地产开发投资完成额累计值



图表89: 房屋新开工面积累计值



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

(2) 25年下半年国补政策退坡, 企业回归 α 竞争国补一定程度退坡, 后续增长需凭企业本身的 α 。

自24年四季度国家发放消费补贴, 对于需求端有一定刺激, 利好家居需求修复, 家居零售额也因此有较为显著的改善, 2025年4-7月, 中国家具零售额同比增长20.20%/21.40%/22.90%/22.60%。至2024年12月, 家具零售额为193.6亿元, 为近五年年底零售额次高, 仅低于2019年12月家具零售额212.3亿元。第三、四批国补金额为690亿, 相较于25年上半年国补金额下降, 且各地国补政策收紧。政策端的推动力度减弱后, 家居企业需凭借自身的 α 找到后续持续增长的动力, 存量市场深耕, 零售端深化变革以及出海需求新增量成为后续增长亮点。



图表90：各地国补政策收紧

地区	政策
江苏	自6月1日起，江苏线上线下的国补都采取“限额分配”分方式。
上海	自9月20日至12月31日，上海按照“消费者报名、公证摇号、中签领取资格”的方式推行国补，由第三方公证机构限量摇号抽取中签消费者。
湖北	家电和数码3C类产品国补资格券每日限量发放。
广东	广州、深圳、汕头、韶关、汕尾、江门、茂名等7地市家电“国补”的领取有时间或数量限制。
安徽	自8月18日8时起，安徽消费品以旧换新国家补贴将迎来新的领取方式。按照“消费者报名、摇号公证、中签领取资格”的方式，家电和数码产品“焕新”补贴实施限额管控，实施至2025年底。
湖南	自8月22日起家电、3C数码、家装厨卫以旧换新由“每日限额发券”模式调整为“集中发券”模式。
福州	家电、家装、3C领域国补启动每日限额限量调节措施，并持续到年底。
四川	四川家电以旧换新和数码产品购新补贴政策仍在执行中，已进入“限额管理、资格调控”阶段。

来源：各地政府官网、发改委、省商务厅、中建协整装定制与门窗幕墙委、国金证券研究所

图表91：2025 中央及各省市家居补贴细则梳理

地区	家居补贴细则	各品类是否有补贴		
		定制家具	软体家具	卫浴
发改委、财政部	按售价的15%予以补贴，每次补贴不超过2000元。	无明确补贴商品类别		
浙江	产品销售价格的20%，每件（套）商品补贴不超过2000元	有	有	有
广东	每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元	有	有	有
上海	按产品销售价格的15%予以补贴，参与活动的每个支付渠道，补贴不超过2000元。（线上、线下渠道补贴限额分别计算）	有	有	有
江苏	最终销售价格的15%，每人补贴金额不超过1万元	智能家居和绿色建材		
福建	按销售价格的15%予以补贴，购买装修材料、卫生洁具和家具照明三大类产品，每位消费者单笔消费最高补贴2000元，累计享受补贴不超过1万元	有	有	有
山东	按销售价格的15%予以补贴，每件补贴不超过2000元	无明确补贴商品类别		
安徽	按售价的15%予以补贴，每件补贴不超过2000元	无	有	有
陕西	按销售价格的15%给予立减补贴，每件补贴不超过2000元	无	有	有
广西	总价款的15%给予一次性补贴，每件补贴不超过2000元	有	无	有
重庆	按照不高于实际销售价格的15%给予直接补贴，单笔补贴上限2000元，每位消费者线上线下各限2次	有	有	有
四川	家装家居产品和智能家居产品按最终实际销售价格15%进行补贴	有	有	有

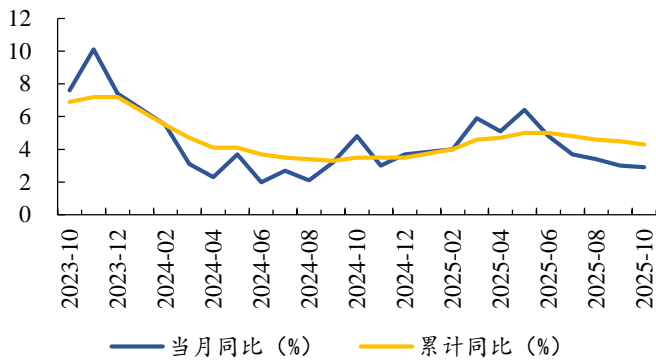
来源：各地政府官网、发改委、省商务厅、中建协整装定制与门窗幕墙委、国金证券研究所

(3) 家居需求边际走弱，企业短期承压

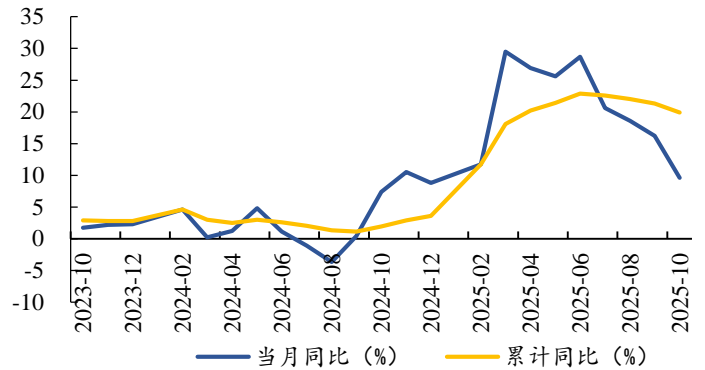
2025 年家居需求边际走弱，从收入端来看，受上游需求相对不足及终端消费力相对较弱等影响，各定制企业收入增长均承压，欧派/索菲亚/志邦 25 年 Q1-Q3 收入分别同比-4.79%/-8.46%/-16.36%，其中 25Q3 收入分别-6.10%/-9.88%/-19.73%。由于国补一定程度退坡，终端及工厂 Q3 接单业绩承压，社会消费品零售总额及家具零售总额增速放缓。



图表92：社会消费品零售总额增速放缓



图表93：家具零售总额增速放缓



来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

图表94：内销家居上市企业 25 年 Q1-Q3/25 年 Q3 业绩统览

单位：亿元	25 年 Q1-Q3 营收	25 年 Q1-Q3 营收同比	25 年 Q1-Q3 归母净利润	25 年 Q1-Q3 归母净利润同比	25 年 Q1-Q3 扣非净利	25 年 Q1-Q3 扣非净利同比	25 年 Q3 营收	25 年 Q3 营收同比	25 年 Q3 归母净利润	25 年 Q3 归母净利润同比	25 年 Q3 扣非净利	25 年 Q3 扣非净利同比
定制家居												
欧派家居	132.14	-4.79%	18.32	-9.77%	17.12	-2.90%	49.73	-6.10%	8.14	-21.79%	-7.69	-22.03%
索菲亚	70.08	-8.46%	6.82	-26.05%	7.20	-17.56%	24.57	-9.88%	3.62	1.44%	-2.92	-14.83%
尚品宅配	25.50	-6.66%	-0.79	30.38%	-0.91	31.75%	9.98	-2.34%	0.01	114.39%	0.03	81.42%
志邦家居	30.74	-16.36%	1.73	-34.94%	1.19	-48.92%	11.74	-19.73%	0.35	-70.09%	-0.32	-70.38%
金牌厨柜	23.68	-2.01%	0.65	-45.87%	0.30	-63.42%	8.99	0.30%	0.01	-97.88%	0.04	-110.28%
好莱客	12.65	-12.38%	0.31	-65.53%	0.16	-75.23%	4.35	-16.44%	0.07	-85.40%	-0.02	-93.90%
我乐家居	10.55	2.18%	1.38	70.92%	1.20	109.71%	3.86	2.84%	0.45	29.20%	-0.44	37.96%
皮阿诺	4.20	-37.27%	-0.08	-191.47%	-0.19	-74.95%	1.52	-30.24%	0.05	34.18%	-0.01	125.92%
软体家居												
顾家家居	150.12	8.77%	15.39	13.24%	13.89	13.90%	52.11	6.50%	5.18	11.99%	4.89	11.48%
梦百合	67.56	10.29%	1.61	205.18%	1.44	191.84%	24.40	11.98%	0.46	122.55%	0.34	116.11%
喜临门	61.96	3.68%	3.99	6.45%	3.94	7.62%	21.76	7.78%	1.33	-6.10%	1.34	-6.16%
慕思股份	37.61	-3.01%	4.67	-10.61%	3.66	-25.29%	12.84	2.79%	1.09	-26.80%	0.81	-37.35%

来源：公司公告、国金证券研究所

5.1.2 展望：

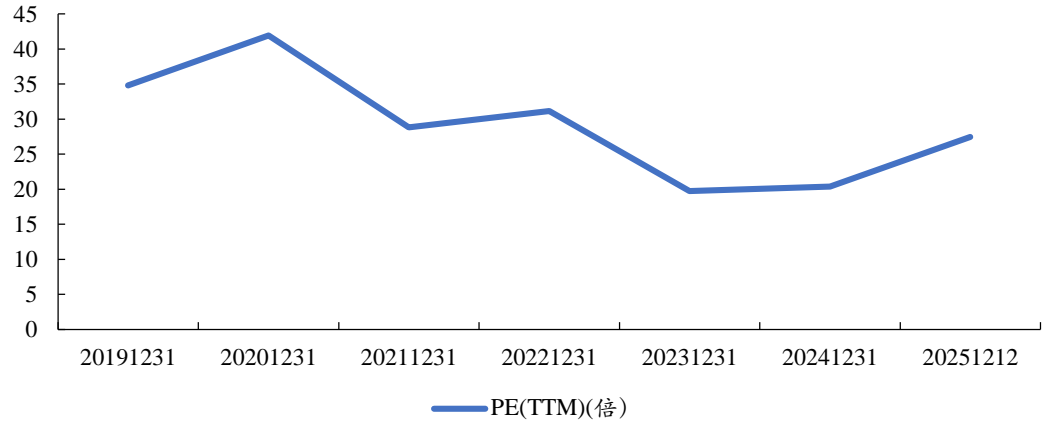
(1) 二手房焕新支撑需求，26 年或是家居板块黎明前夕

无需过多担忧后续装修需求不足的问题：虽然近年来新房竣工、销售表现相对疲弱，但二手房装修需求逐步显现，后续家居装修需求具韧性，中长期来看，二手房装修需求支撑下，2026 年装修套数有望扭转下滑趋势。

家居板块目前处于估值的历史底部，头部公司质地较优的板块，具备配置性价比。家居板块市盈率从 20 年底的 41.91 倍，震荡下行至 2025 年底 27.44 倍，具有较强的补涨可能性。家居行业龙头欧派家居、顾家家居、公牛集团 25 年 PE（截止 2025 年 12 月 12 日）分别为 12.82/15.19/19.46 倍，企业估值位于历史估值分位数的 8.64%/16.83%/1.76%，具备性价比。



图表95: 近六年家具板块PE

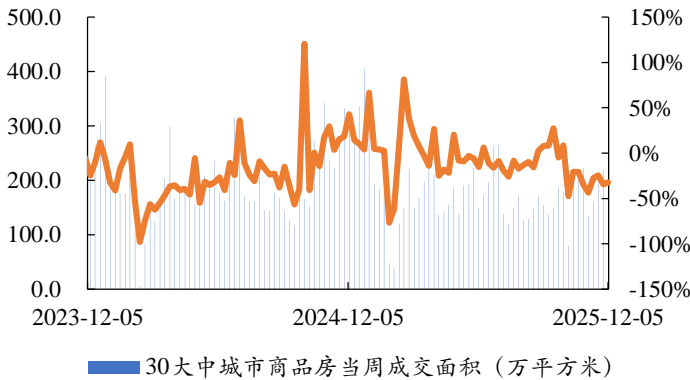


来源: wind、国金证券研究所

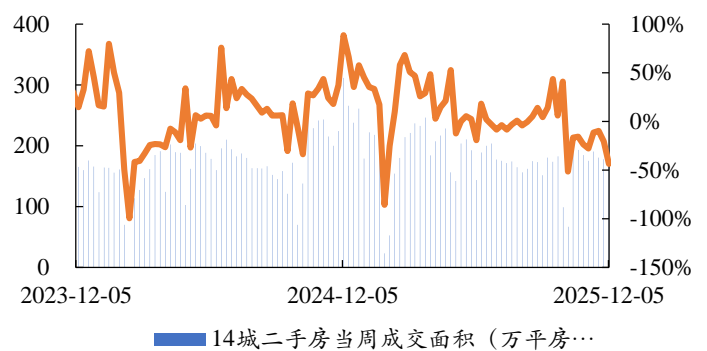
(2) 零售渠道将是必争之地

二手房成为家居需求的重要支撑。截止至12月5日, 30大中城市商品房成交面积累计同比-9.7%, 14城二手房成交面积累计同比4.43%。存量房换新、局部改造和软装升级将成为后续家居板块需求的重要来源。

图表96: 30大中城市商品房当周成交面积



图表97: 14城二手房当周成交面积



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

大宗渠道整体承压, 零售渠道成必争之地。大宗收入整体承压, 大宗渠道表现欠佳影响企业营收表现与回款节奏。新房驱动相对不足的背景下, 批发式思维将逐步向零售思维转型, 头部企业已稳步布局。定制龙头欧派通过“分田到户”策略, 组建三家合资公司, 弥补欧派战略空白。软体龙头顾家围绕零售变革推进全流程赋能, 仓配与服务网络覆盖率已超过65%, 有效提升终端履约与交付效率。

图表98: 大宗渠道收入承压

		收入总增量(亿元)	零售增速 (%)	大宗增速 (%)
欧派家居	2021	57.02	39.30%	36.92%
	2022	20.38	12.35%	-4.85%
	2023	3.02	1.17%	2.61%
	2024	-38.57	-18.26%	-15.08%
	2025Q1-Q3	-4.79	3.48%	-11.26%
索菲亚	2021	20.54	28.54%	6.64%
	2022	8.16	10.16%	-4.91%
	2023	4.43	5.33%	-4.86%



	2024	-11.72	-10.20%	-8.94%
	2025Q1-Q3	-8.46	/	/
志邦家居	2021	13.13	31.34%	40.59%
	2022	2.36	6.57%	0.36%
	2023	7.27	10.08%	21.22%
	2024	-8.58	-12.99%	-16.18%
	2025Q1-Q3	-16.36	-4.89%	-43.03%
金牌家居	2021	8.08	30.63%	28.22%
	2022	1.05	-1.60%	11.78%
	2023	0.92	3.18%	-0.29%
	2024	-1.70	-5.77%	-2.64%
	2025Q1-Q3	-2.01	-5.67%	-23.79%

来源：wind、国金证券研究所

图表99：家居龙头企业率先开启零售变革

三家合资公司建立平台型合伙制，弥补欧派战略空白	
家居用品合资公司	业务将延伸至智能家居配件、生活日用品等品类，旨在丰富终端场景消费生态，提升客户粘性与全屋解决方案的附加值。
优材合资公司	针对上游关键材料环节，通过布局高品质或创新型材料，有望加强供应链的稳定性、成本优势和技术壁垒，夯实制造根基。
软体家具合资公司	业务切入沙发、床垫等高频消费的软体品类，这是欧派从“定制家具”向“全屋空间软硬一体”解决方案迈进的关键一步，能有效拉动客单价和完整家居体验。
顾家通过仓配装服为经销商减负，开启零售变革	
订单层面	依托零售分销系统实现从订货、销售、采购、库存到发货的全链路数字化管控，在保障资金安全的同时，优化利润水平与库存周转效率，显著提升整体运营效能与客户满意度。23年至25年上半年，仓储费用明显改善，同比分别-0.36%/-0.24%/-0.11。
履约层面	顾家家居推进“仓配装服”一体化建设，截至2025年上半年已在全国建仓超100家，覆盖率达65%，逐步向TOC交付模式转型。仓配装服体系下，公司通过履约中心与AI工具实现解放经销商，使其聚焦于销售环节，实现“轻量运营”，系统支持下，25年上半年齐单交付率高达98%，现货快交覆盖零售额占比达到53%。

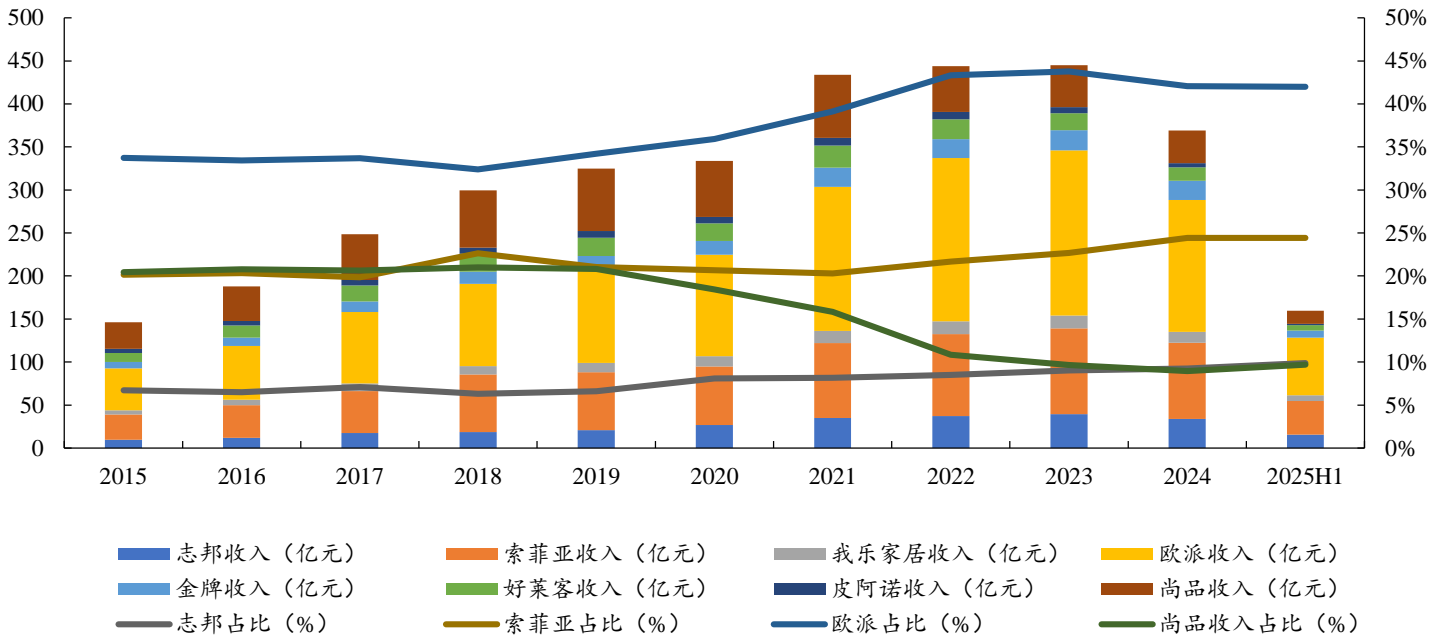
来源：亚太家居网、进击波财经、创新工作站、家具新范式公众号，国金证券研究所

5.1.3 投资建议：行业拐点前夕，优选α标的

在新房销售偏弱、二手房占比提升、国补逐步退坡的背景下，内销家居处于“需求磨底+结构分化”阶段，拐点大概率在26Q2前后。定制家居方面，建议优选关注红利属性明显与品类扩张能力突出的龙头企业，如欧派、索菲亚等；软体家居方面建议重点把握零售终端变革带动运营效率提升的龙头企业。整体来看，推荐欧派家居、索菲亚、志邦家居、顾家家居、敏华控股、慕思股份等，26年有望率先实现业绩与估值的双重修复。

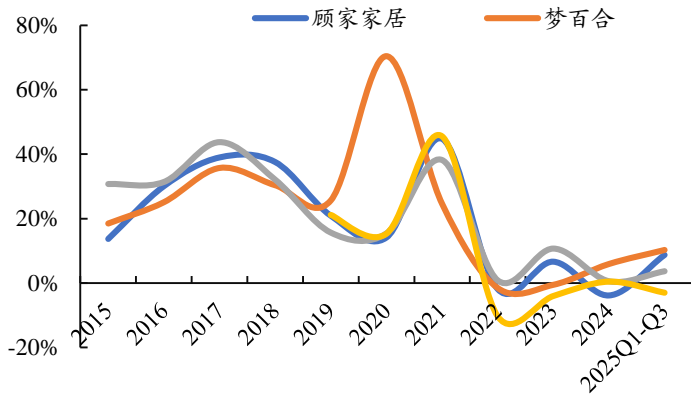


图表100: 各家家居企业零售渠道份额



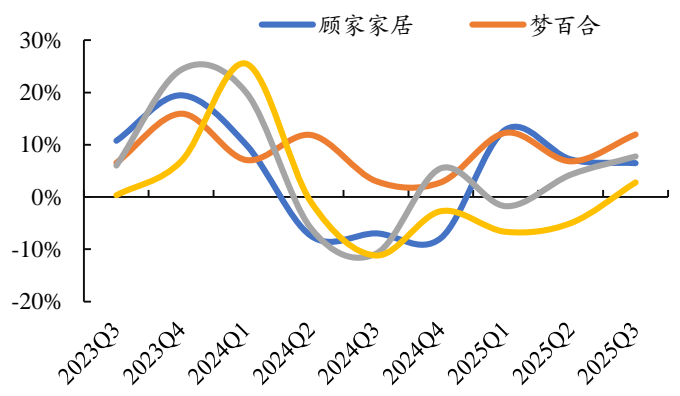
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表101: 软体家居企业历年收入增速 (%)



来源: wind、国金证券研究所

图表102: 软体家居企业各季度收入增速 (%)



来源: wind、国金证券研究所

5.2 个护: 存量竞争、渠道变革下, 重视产品心智占领&渠道完善布局

5.2.1 回顾: 规范性增强, 集中度明显上升, 加速清理尾部品牌

2025 年, 个护领域有两个重要政策落地:

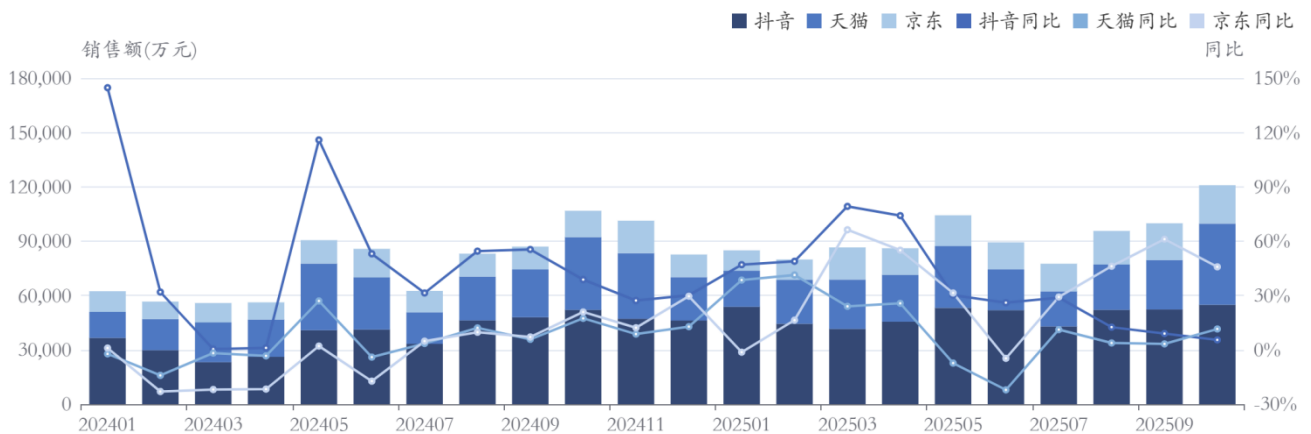
1) 卫生巾: 7 月 1 日起, 国家疾控局组织修订的强制性国家标准《一次性使用卫生用品卫生要求》(GB 15979—2024) 实施。该标准于 2024 年 6 月发布, 是在 2002 年发布旧国标后, 时隔 22 年的首次更新。

2) 电商: 2025 年电商投流税落地, 自 10 月 1 日起, 企业投流费用将统一归类为广告宣传费, 超出年营收 15% 的部分需补缴企业所得税。随着抖音的爆发式流量红利逐步趋缓, 天猫、京东等货架电商呈现复苏态势, 线上渠道布局重要性提高。

这两项政策显著提升了行业的技术与合规门槛, 同时直接增加了以流量驱动、依靠营销费用换增长的不规范白牌及腰部商家的经营成本。

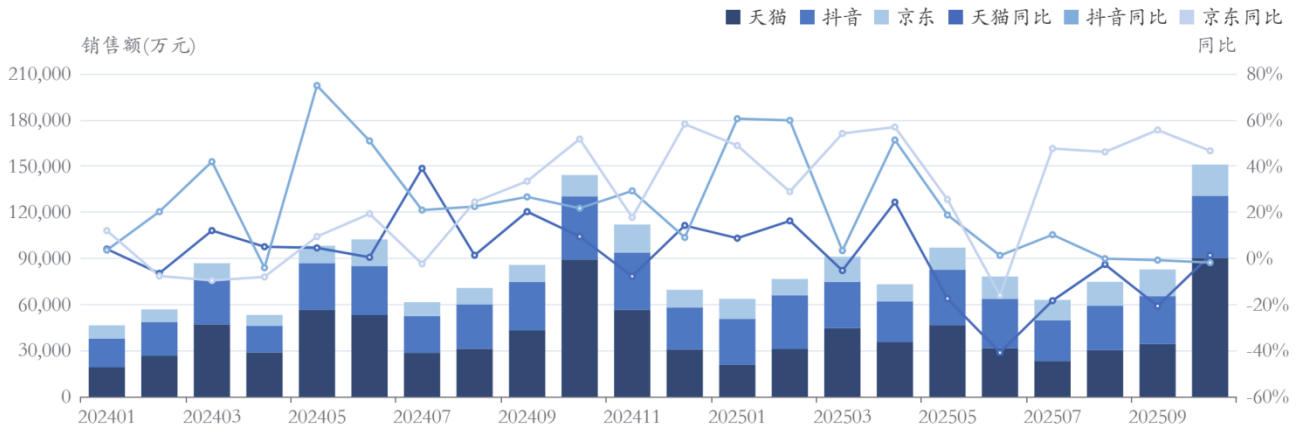


图表103: 牙膏品类天猫、京东货架电商复苏



来源: 久谦, 国金证券研究所

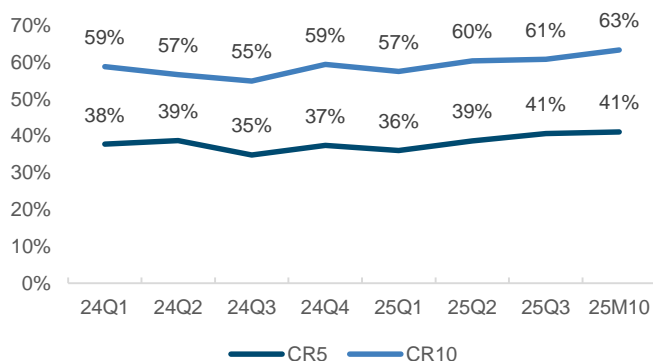
图表104: 卫生巾品类京东货架电商复苏态势明显



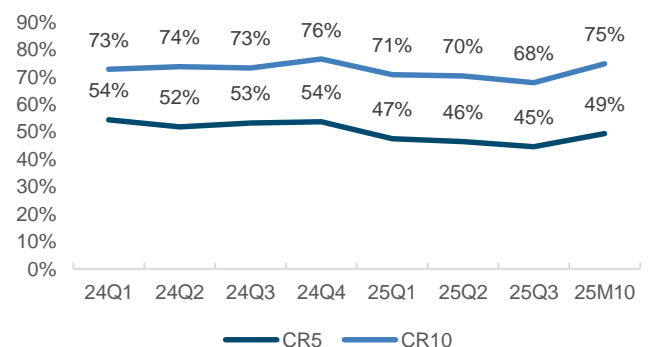
来源: 久谦, 国金证券研究所

在整体行业变动下, 集中度明显上升, 加速清理尾部品牌。牙膏品类25Q1/25Q2/25Q3/25M10线上CR10分别为57%/60%/61%/63%;卫生巾行业头部集中度更高, 25Q1/25Q2/25Q3/25M10线上CR10分别为71%/70%/68%/75%, 前三季度主因受到舆情冲击后一些新兴电商品牌爆火, 但10月份集中度重新回到75%, 预计主因高投流、财务不规范的白牌及腰部商家营销成本显著抬升、利润被压缩、出清加速。

图表105: 25年牙膏品类线上季度集中度升高



图表106: 25Q4年卫生巾品类线上集中度有上升趋势





来源：久谦，国金证券研究所

来源：久谦，国金证券研究所

5.2.2 展望：产品端注重心智占领&细分需求，渠道端货架电商复苏&线下渠道力凸显

产品维度：1) 需求侧，消费者日益注重细分功效与心智占领，同时国货替代趋势持续深化，消费诉求进一步回归品质、安全等底层属性。2025 年上半年，卫生巾品牌 TOP5/TOP10/TOP20 国产化率分别为 17.5%/35.5%/47.3%，较 2024 年变动 -2.9/+3.6/+2.4pct；牙膏品牌 TOP5/TOP10/TOP20 国产化率分别为 24.7%/41.7%/48.5%，较 2024 年提升 8.4/5.8/5.9pct。2) 供给侧，企业正通过成分与材料创新（如重组蛋白、益生菌等），推动大单品迭代与矩阵扩张以响应市场。从细分属性（功效差异度、使用粘性）对比来看，细分竞争力排序为：牙膏>卫生巾>生活纸。

渠道维度：随着抖音爆发式流量红利趋缓，天猫、京东等货架电商呈现复苏态势，线下渠道的优选与精细化布局成为企业持续增长的关键。

图表107：卫生巾品牌线上集中度梳理

卫生巾品牌线上集中度梳理										
猫+东+抖	2021	2022	2023	2024	2025H1					
总销售额(亿元)	67.84	80.08	85.88	95.96	47.97					
yoy	6.25%	18.04%	7.24%	11.74%	7.99%					
1	护舒宝 Whisper 24.54%	护舒宝 Whisper 20.86%	护舒宝 Whisper 18.23%	护舒宝 Whisper 13.84%	护舒宝 Whisper 11.57%					
2	苏菲 Sofy 16.96%	苏菲 Sofy 14.59%	苏菲 Sofy 11.63%	自由点 Freemore 12.64%	高洁丝 Kotex 9.77%					
3	高洁丝 Kotex 12.32%	高洁丝 Kotex 11.38%	高洁丝 Kotex 10.55%	高洁丝 Kotex 9.94%	自由点 Freemore 9.70%					
4	乐而雅 Laurier 9.43%	七度空间 Space7 8.45%	七度空间 Space7 7.92%	苏菲 Sofy 9.77%	苏菲 Sofy 7.93%					
5	七度空间 Space7 7.73%	乐而雅 Laurier 7.85%	自由点 Freemore 6.67%	七度空间 Space7 7.75%	淘淘氧棉 7.82%					
6	奈丝公主 Nice Princess 4.40%	奈丝公主 Nice Princess 3.91%	乐而雅 Laurier 5.73%	乐而雅 Laurier 5.17%	七度空间 Spa7ce 5.72%					
7	ABC 3.78%	自由点 Freemore 3.30%	薇尔 Libresse 3.73%	淘淘氧棉 4.45%	乐而雅 Laurier 5.44%					
8	洁婷 Ladycare 3.27%	洁婷 Ladycare 3.05%	奈丝公主 Nice Princess 3.57%	奈丝公主 Nice Princess 3.69%	奈丝公主 Nice Princess 5.04%					
9	薇尔 Libresse 2.09%	ABC 2.73%	洁婷 Ladycare 2.81%	她研社 Herlab 3.40%	她研社 Herlab 3.73%					
10	自由点 Freemore 2.05%	薇尔 Libresse 2.46%	淘淘氧棉 1.90%	薇尔 Libresse 3.39%	洁婷 Ladycare 3.48%					
11	飞 Free 1.10%	淘淘氧棉 1.43%	白森林 White Forest 1.88%	洁婷 Ladycare 2.68%	薇尔 Libresse 3.22%					
12	淘淘氧棉 1.04%	软风研究社 1.00%	ABC 1.86%	ABC 1.58%	草本伊 2.07%					
13	花王 Kao 1.01%	康伯利 Kangburley 0.97%	凸凸棉 1.69%	舒莱 1.49%	绵绵的羊 1.74%					
14	倍舒特 0.81%	花王 Kao 0.86%	舒莱 1.64%	凸凸棉 1.39%	倍舒特 1.35%					
15	千金净雅 Jaya 0.70%	飞 Free 0.80%	她研社 Herlab 1.54%	棉妮佳 1.35%	棉妮佳 1.25%					
16	植护 0.45%	舒莱 0.78%	植护 1.34%	倍舒特 1.29%	未可 V-girl 1.23%					
17	怡丽 Elis 0.44%	千金净雅 Jaya 0.70%	棉妮佳 1.18%	植护 1.25%	凸凸棉 1.20%					
18	舒莱 0.38%	凸凸棉 0.64%	软风研究社 1.08%	白森林 White Forest 0.90%	ABC 1.04%					
19	贵艾朗 0.35%	倍舒特 0.55%	康伯利 Kangburley 0.92%	未可 V-girl 0.58%	舒莱 0.99%					
20	安尔乐 Anerle 0.34%	竹音有语 0.52%	倍舒特 0.85%	奢好 0.50%	植护 0.97%					
CR5	70.98%	63.13%	55.00%	53.94%	46.79%					
CR10	86.57%	78.58%	72.74%	74.04%	70.20%					
CR15	91.23%	83.64%	81.35%	82.53%	79.83%					
CR20	93.19%	86.83%	86.72%	87.05%	85.26%					
Top5国产化率	7.7%	8.5%	14.6%	20.4%	17.5%					
Top10国产化率	21.2%	21.4%	22.9%	31.9%	35.5%					
Top20国产化率	26.1%	27.9%	35.9%	44.9%	47.3%					

来源：久谦，国金证券研究所



图表108: 牙膏品牌线上集中度梳理

牙膏品牌线上集中度梳理										
猫+东+科	2021		2022		2023		2024		2025H1	
总销售额 (亿)	48.66		69.59		77.10		92.95		53.11	
yoy	11.98%		43.03%		10.78%		20.56%		30.40%	
1	云南白药 13.34%		云南白药 10.33%		云南白药 9.91%		云南白药 10.04%		参半 Nyscps 10.40%	
2	好来 Darlie 9.73%		佳洁士 Crest 8.83%		好来 Darlie 8.98%		好来 Darlie 7.45%		云南白药 8.83%	
3	佳洁士 Crest 8.25%		好来 Darlie 8.71%		口腔鲨鱼 Oralshark 7.92%		高露洁 Colgate 6.62%		高露洁 Colgate 6.14%	
4	高露洁 Colgate 7.87%		高露洁 Colgate 7.31%		佳洁士 Crest 7.84%		舒客 Saky 6.26%		好来 Darlie 5.84%	
5	舒客 Saky 5.72%		舒客 Saky 4.86%		高露洁 Colgate 6.26%		佳洁士 Crest 4.96%		波普专研 Bop 5.47%	
6	狮王 Lion 4.96%		敬修堂 3.62%		舒客 Saky 4.99%		白云山 4.92%		舒客 Saky 5.32%	
7	益周适 Parodontax 3.62%		海洋之风 Avec Moi 3.26%		敬修堂 4.94%		口腔鲨鱼 Oralshark 4.34%		冷酸灵 5.15%	
8	冷酸灵 2.38%		狮王 Lion 3.21%		冷酸灵 3.05%		冷酸灵 4.22%		俊小白 3.70%	
9	海洋之风 Avec Moi 2.29%		冷酸灵 3.01%		海洋之风 Avec Moi 2.94%		参半 Nyscps 3.95%		佳洁士 Crest 3.62%	
10	舒适达 Sensodyne 1.96%		口腔鲨鱼 Oralshark 2.86%		狮王 Lion 2.35%		敬修堂 2.26%		白云山 2.87%	
11	冰泉 Blispring 1.80%		博滴 Bodyaid 2.63%		舒适达 Sensodyne 2.15%		舒适达 Sensodyne 1.98%		白惜 1.98%	
12	敬修堂 1.32%		益周适 Parodontax 2.30%		益周适 Parodontax 1.91%		狮王 Lion 1.70%		舒适达 Sensodyne 1.90%	
13	欧乐b Oral B 1.31%		舒适达 Sensodyne 1.59%		冰泉 Blispring 1.30%		益周适 Parodontax 1.56%		益周适 Parodontax 1.60%	
14	regenerate 1.13%		玛尔仕 Marvis 1.21%		regenerate 1.06%		海洋之风 Avec Moi 1.52%		狮王 Lion 1.56%	
15	生活健康 Lg 1.11%		Bodyaid 1.11%		参半 Nyscps 0.80%		徐海莉 1.26%		口腔鲨鱼 Oralshark 1.21%	
16	皓乐齿 Ora2 1.04%		regenerate 1.01%		白云山 0.80%		波普专研 Bop 1.23%		Luha 1.11%	
17	片仔癀 Pien Tze Huang 0.97%		可立克 0.81%		徐海莉 0.75%		白惜 1.04%		海洋之风 Avec Mini 0.93%	
18	玛尔仕 Marvis 0.89%		片仔癀 Pien Tze Huang 0.78%		可立克 0.71%		冰泉 Blispring 0.86%		Ro 0.93%	
19	中华 0.81%		冰泉 Blispring 0.71%		两面针 0.70%		regenerate 0.82%		纯妈 0.87%	
20	可立克 0.78%		欧乐b Oral B 0.63%		玛尔仕 Marvis 0.65%		两面针 0.70%		韩方五谷 Five Cereal's 0.83%	
CR5	44.91%		40.04%		40.91%		35.33%		36.68%	
CR10	60.12%		56.00%		59.18%		55.02%		57.34%	
CR15	66.79%		64.84%		66.40%		63.04%		65.59%	
CR20	71.28%		68.78%		70.01%		67.69%		70.26%	
Top5国产化率	19.1%		15.2%		17.8%		16.3%		24.7%	
Top10国产化率	23.7%		27.9%		33.8%		36.0%		41.7%	
Top20国产化率	29.4%		30.2%		38.8%		42.6%		48.5%	

来源: 久谦, 国金证券研究所

5.2.3 投资建议: 聚焦产品具备差异化属性、品质与安全根基扎实, 且渠道布局完善的优质企业

重点标的梳理——百亚股份: 优质国货品牌, 25年受到舆论&主动控费影响, 中长期外围加速扩张逻辑未变

产品升级: 益生菌从爆品有望走向长效大单品, 凭借领先的差异化成分添加抓住消费者潜在痛点需求+包材焕新升级树立年轻&轻奢品牌形象, 支撑单价加速成长, 毛利率积极提升。后续细分系列产品若能实现有序迭代形成消费者粘性&高复购, 后续营销效率有望提升, 推动毛销差的走阔。

渠道端: 外围开拓以点带面重点突击, 重点发力广东、湖南、湖北、江苏四省, 力求突破性的发展。25年电商增速收到舆论压力&费用上升影响; 25H1 线下核心区域外省份营收+124%

依托产品结构升级及渠道策略优化, 短期积极应对线上挑战, 中长线全国化扩张趋势明确, 预计 25-27 年公司营业收入 37.84/45.26/54.34 亿元, 同比增长 16.28%/19.61%/20.06%; 归母净利分别为 3.41、4.54、5.72 亿元, 同比增长 18.63%/33.15%/25.98%, 对应摊薄每股收益分别为 0.80、1.06、1.33 元。当前股价对应 PE 分别为 27.6、20.9、16.2 倍。

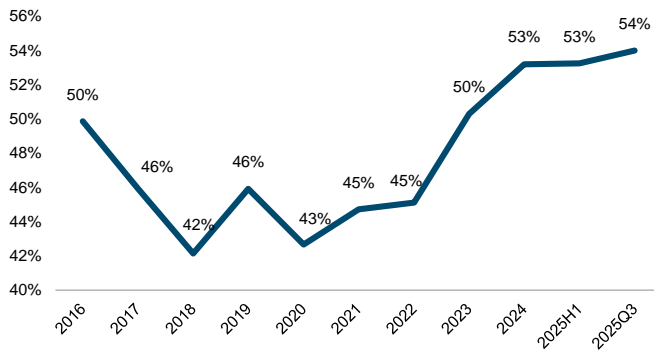


图表109：自由点近年份额持续上升

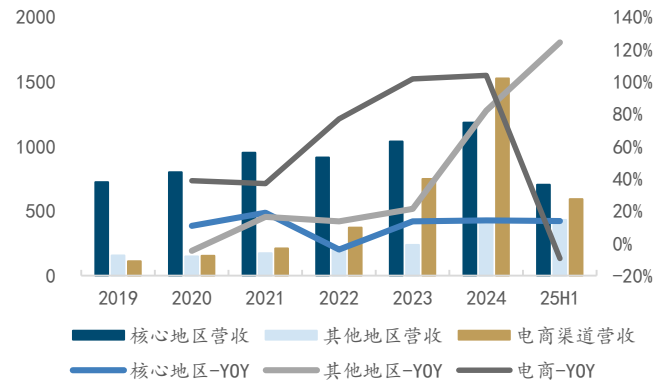
排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	苏菲（尤妮佳） 10.5%	苏菲（尤妮佳） 11.6%	苏菲（尤妮佳） 12.4%	苏菲（尤妮佳） 12.0%	苏菲（尤妮佳） 10.5%	苏菲（尤妮佳） 9.7%	苏菲（尤妮佳） 8.9%
2	七度空间（恒安国际） 11.1%	七度空间（恒安国际） 10.7%	七度空间（恒安国际） 10.2%	七度空间（恒安国际） 9.1%	七度空间（恒安国际） 9.0%	七度空间（恒安国际） 8.8%	七度空间（恒安国际） 8.3%
3	护舒宝（宝洁） 5.2%	护舒宝（宝洁） 5.7%	护舒宝（宝洁） 5.7%	护舒宝（宝洁） 5.6%	护舒宝（宝洁） 5.2%	护舒宝（宝洁） 4.7%	护舒宝（宝洁） 4.2%
4	ABC（景兴卫生） 3.1%	高洁丝（金佰利） 3.4%	高洁丝（金佰利） 3.6%	高洁丝（金佰利） 3.7%	高洁丝（金佰利） 3.9%	高洁丝（金佰利） 4.0%	高洁丝（金佰利） 4.0%
5	高洁丝（金佰利） 3.0%	ABC（景兴卫生） 3.3%	ABC（景兴卫生） 3.1%	ABC（景兴卫生） 3.3%	ABC（景兴卫生） 3.1%	ABC（景兴卫生） 2.8%	自由点（百亚股份） 2.8%
6	乐而雅（花王） 2.1%	乐而雅（花王） 2.3%	乐而雅（花王） 2.3%	乐而雅（花王） 2.3%	乐而雅（花王） 2.1%	自由点（百亚股份） 2.1%	ABC（景兴卫生） 2.6%
7	洁婷（豪悦护理） 1.2%	洁婷（豪悦护理） 1.2%	自由点（百亚股份） 1.3%	自由点（百亚股份） 1.5%	自由点（百亚股份） 1.7%	乐而雅（花王） 1.9%	乐而雅（花王） 1.7%
8	Free（景兴卫生） 0.5%	Free（景兴卫生） 0.5%	洁婷（豪悦护理） 1.2%	洁婷（豪悦护理） 1.3%	洁婷（豪悦护理） 1.3%	洁婷（豪悦护理） 1.3%	洁婷（豪悦护理） 1.3%
9	自由点（百亚股份） 1.0%	自由点（百亚股份） 1.2%	Free（景兴卫生） 0.6%	Free（景兴卫生） 0.6%	Free（景兴卫生） 0.6%	丽碧丝（爱生雅） 0.7%	丽碧丝（爱生雅） 0.8%
10	丽碧丝（爱生雅） -	丽碧丝（爱生雅） -	丽碧丝（爱生雅） 0.2%	丽碧丝（爱生雅） 0.3%	丽碧丝（爱生雅） 0.5%	Free（景兴卫生） 0.6%	Free（景兴卫生） 0.6%

来源：欧睿，国金证券研究所

图表110：线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升



图表111：公司外围省份加速开拓(百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

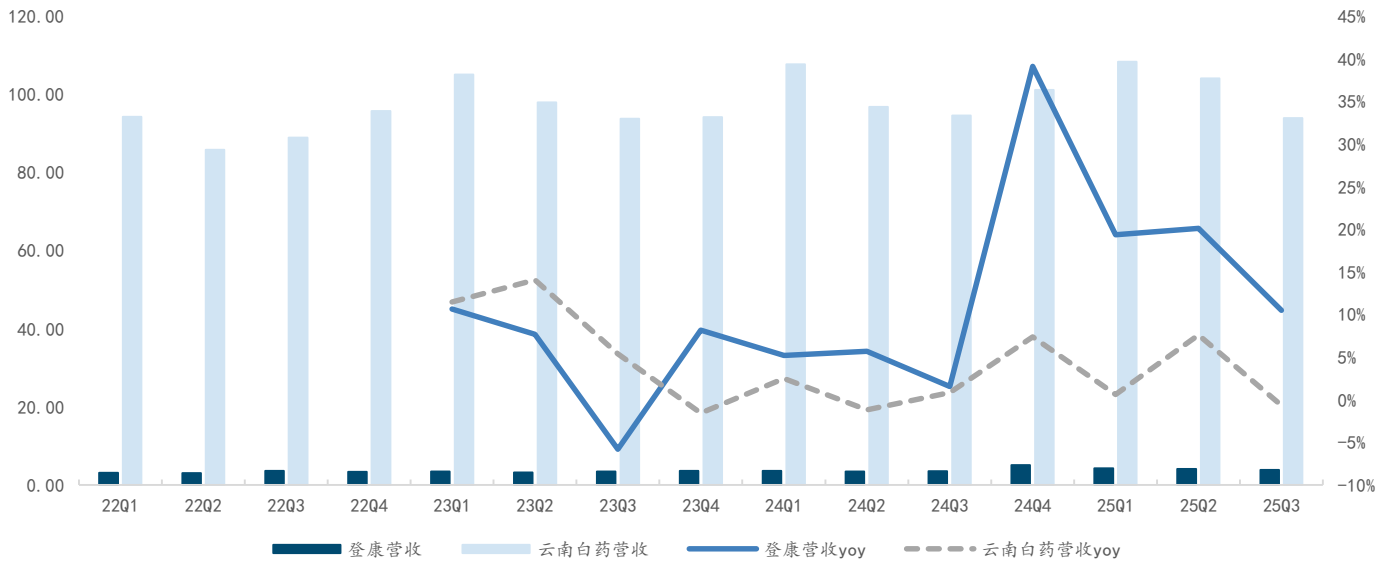
来源：公司公告，国金证券研究所

重点标的梳理——登康口腔：国资背景，具备强品牌积淀&深度分销网络&抗敏技术底蕴

公司 25Q1/25Q2/25Q3 营收分别 4.3/4.11/3.86 亿元，yoy 分别 19.4%/20.1%/10.5%。公司在经销渠道毛利率稳定在 41%-43%之间，同时基于公司良好的价格控制体系和分销管控，经销商自身盈利能力较为稳定。近年冷酸灵市场份额不断提升，22/23/24 年份额分别为 7.1%/7.3%/7.8%。



图表112: 登康季度营收增速较高 (亿元)



来源: ifind, 国金证券研究所

图表113: 冷酸灵市场份额提升

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	云南白药 (云南白药) 17.3%	云南白药 (云南白药) 17.7%	云南白药 (云南白药) 19.9%	云南白药 (云南白药) 21.0%	云南白药 (云南白药) 21.6%	云南白药 (云南白药) 21.4%	云南白药 (云南白药) 21.0%
2	好来 (高露洁) 17.4%	好来 (高露洁) 17.1%	好来 (高露洁) 17.2%	好来 (高露洁) 16.8%	好来 (高露洁) 17.0%	好来 (高露洁) 15.5%	好来 (高露洁) 14.4%
3	佳洁士 (宝洁) 13.2%	佳洁士 (宝洁) 12.7%	佳洁士 (宝洁) 12.5%	佳洁士 (宝洁) 11.8%	佳洁士 (宝洁) 11.6%	佳洁士 (宝洁) 11.2%	佳洁士 (宝洁) 10.0%
4	高露洁 (高露洁) 10.3%	高露洁 (高露洁) 9.3%	高露洁 (高露洁) 9.8%	高露洁 (高露洁) 9.6%	高露洁 (高露洁) 9.6%	高露洁 (高露洁) 9.4%	高露洁 (高露洁) 9.4%
5	舒克 (广州薇美姿) 7.7%	舒克 (广州薇美姿) 7.8%	舒克 (广州薇美姿) 7.8%	舒克 (广州薇美姿) 7.8%	舒克 (广州薇美姿) 7.3%	冷酸灵 (登康口腔) 7.3%	冷酸灵 (登康口腔) 7.8%
6	冷酸灵 (登康口腔) 4.6%	冷酸灵 (登康口腔) 5.2%	冷酸灵 (登康口腔) 5.7%	冷酸灵 (登康口腔) 6.2%	冷酸灵 (登康口腔) 7.1%	舒克 (广州薇美姿) 6.9%	舒克 (广州薇美姿) 7.5%
7	舒达达 (赫力昂) -	舒达达 (赫力昂) -	舒达达 (赫力昂) -	舒达达 (赫力昂) -	舒达达 (赫力昂) 3.7%	舒达达 (赫力昂) 3.9%	舒达达 (赫力昂) 4.1%
8	纳爱斯 (纳爱斯) 3.0%	纳爱斯 (纳爱斯) 2.9%	纳爱斯 (纳爱斯) 2.9%	纳爱斯 (纳爱斯) 2.8%	纳爱斯 (纳爱斯) 2.7%	狮王 (狮王株式会社) 3.0%	狮王 (狮王株式会社) 2.5%
9	狮王 (狮王株式会社) 1.0%	狮王 (狮王株式会社) 1.4%	狮王 (狮王株式会社) 1.9%	狮王 (狮王株式会社) 2.1%	狮王 (狮王株式会社) 2.3%	纳爱斯 (纳爱斯) 2.6%	纳爱斯 (纳爱斯) 2.4%
10	参半 (深圳小圃科技) -	参半 (深圳小圃科技) -	参半 (深圳小圃科技) -	参半 (深圳小圃科技) -	参半 (深圳小圃科技) 0.7%	参半 (深圳小圃科技) 1.2%	参半 (深圳小圃科技) 2.3%

来源: 欧睿, 国金证券研究所

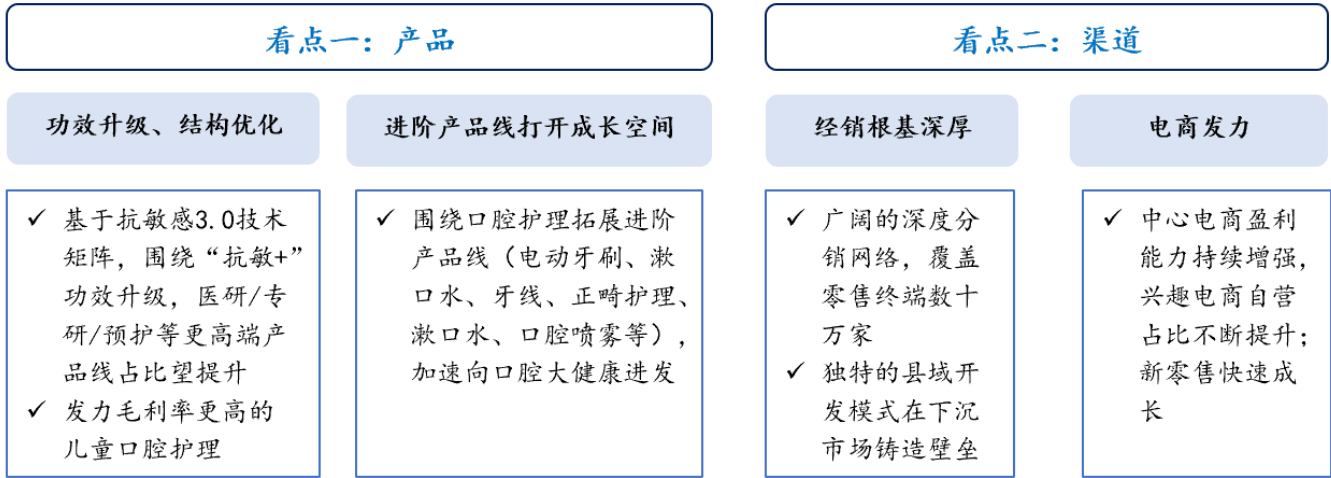
公司具备强品牌积淀&深度分销网络&抗敏技术底蕴, 稳中求进。未来看点主要来自: 1) 产品围绕“抗敏+”功效升级、高端产品线 (医研等) 占比提升拉动毛利率提升; 2) 迈向口腔大健康, 牙线、漱口水等进阶品类多点布局贡献短期增量, 长期打开成长空间; 3) 电商快速成长, 随运营能力增强盈利优化。4) 出海布局, 目前已经从成立海外事业部。

公司依托大单品持续迭代放量、线上线下渠道策略优化, 短期盈利结构改善逻辑清晰, 预计 25-27 年公司营业收入 17.38/20.07/23.24 亿元。同比增长 11.41%/15.45%/15.81%;



归母净利分别为 1.91、2.31、2.78 亿元，同比增长 18.65%/20.86%/20.22%，对应摊薄每股收益分别为 1.11、1.34、1.61 元。当前股价对应 PE 分别为 34.7、28.3、23.2 倍。

图表114：公司增长逻辑——稳中求进



来源：国金证券研究所绘制

风险提示

政策落地效果低预期：若国内外相关利好政策出台后，传导效果不明显，将直接影响对应行业及公司 2026 年经营业绩。

原材料价格大幅上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱，造成业绩不及预期。

代工商大客户流失的风险：个护、家具、电子烟等代工商下游客户集中度较高，且下游客户市场竞争较为激烈，若出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。

汇率大幅波动的风险：若汇率发生大幅波动，代工出口及跨境电商企业又无法将全部汇兑风险向上下游传导或其他有效手段进行规避，汇率波动将可能对经营业绩产生不利影响。

贸易摩擦加大的风险：若贸易摩擦加大，企业面临供应链重构压力（转移产能）和市场准入风险，利润和增长空间被挤压。

海外扩展于预期：出海公司市场拓展的实际成本、周期可能远超预期，导致投入产出率低下。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究