

轻工行业25年&1Q26业绩综述

业绩表现分化，布局成长消费+优质出海+内需修复三条主线

分析师：赵中平 执业编号：S1130524050003
分析师：毕先磊 执业编号：S1130526040001
分析师：唐执敬 执业编号：S1130525020002
联系人：谢俪丹 xielidan@gjzq.com.cn
联系人：叶秋含 yeqiuhan@gjzq.com.cn

2026年5月5日

投资要点：

- **家居：短期有所承压，内销布局消费力改善+地产企稳，外销布局海外产能+自主品牌企业。**内销方面，25/26Q1内销家居板块营收同比分别-7.30%/-15.35%，归母净利同比-7.72%/-232.52%。多数内销家居企业26Q1营收及利润均承压明显，是由于国补政策全面退出，叠加去年同期高基数等因素导致。外销方面，25H1/25Q2外销家居板块营收同比分别+11.58%/+6.56%，归母净利同比增长5.38%/0.09%。外销整体需求放缓叠加关税扰动的影响下，景气度环比有所下降，头部企业展现经营韧性，内部出现分化。展望后续，中长期等待地产端企稳及消费力回升，在这一过程中，相关企业分化将越发明显，头部大家居企业依托品类延申、渠道赋能管理深化、零售变革等举措，优势或将逐步在报表端显现。而外销方面，中国Q2家具出口总体景气度下行，关税影响逐步落地，后续亟待美国降息，或有望推动美国家具整体需求提振。技工贸一体化程度较高、海外产能布局领先、品牌化程度较高的企业优势或将越发明显。关注内销顾家家居，慕思股份，欧派家居等。外销匠心家居，致欧科技，恒林股份，哈尔斯。
- **造纸包装：浆纸系大宗纸盈利承压、特种纸维持业绩韧性、废纸系盈利底部徘徊，一体化龙头将率先兑现盈利修复弹性。**浆价预计在底部宽幅震荡，难大幅下行也难形成趋势性上涨；包装纸2026年新增产能投放节奏明显放缓叠加部分中小产能出清，供给压力边际改善，但下游需求修复仍偏弱。在浆价底部、涨价函逐步落地和资本开支节奏放缓背景下，预计纸企盈利温和修复，浆纸一体化龙头与高壁垒细分特纸有望率先兑现盈利修复弹性。关注太阳纸业、仙鹤股份、玖龙纸业、恒丰纸业等。
- **文娱个护：线上逐渐恢复投流&提质提效，线下基本盘稳固。**节奏上25Q4和25H2受渠道调整、费用投放策略变化影响，部分公司主动优化渠道结构和投放节奏，较前三季度放缓；26Q1线下扩张与经营修复带动收入逐渐修复。**盈利端Q4在平台策略调整与ROI压力叠加下利润短期承压，Q1通过电商提质控费+线下基本盘稳健+高毛利结构升级实现修复，利润弹性显著优于收入。建议关注登康口腔、百亚股份、晨光股份等。**
- **潮玩宠物AI眼镜：潮玩高基数下多元破局，AI眼镜逐步迈入放量阶段，宠物食品格局优化拐点明确。**1) 潮玩：Q4整体行业增长放缓，但头部品牌在流量、IP孵化、渠道和用户复购上优势明显。泡泡玛特在跨品类与内容化延展上加速试水，布鲁可则以海外斜线推进，晨光股份26Q1九木杂物社表现亮眼。2) AI眼镜：新品密集期驱动下维持高增，赛道热度与竞争强度同步抬升。海外Meta领跑、国内雷鸟等头部站稳份额，生态与供应链卡位成为竞争焦点；行业在高退货率与不可能三角的现实约束中加速迭代，政策补贴边际改善消费渗透。3) 宠物食品：行业β向上的成长稀缺性仍相对突出，格局优化拐点明确。自主品牌在行业成长红利/自身策略优化驱动下表现靓丽、局部竞争有压力，外销成长性表现较优，前瞻海外产能布局，中期提份额优势有望逐步体现。建议关注泡泡玛特、布鲁可、康耐特光学、乖宝股份、中宠股份等。
- **两轮车&四轮非汽车：内销聚焦需求修复，外销关注东南亚市场爆发。**25年整体在国补影响下，行业呈现显著“前高后低”节奏，26年开始Q1高基数压制同比，Q2起随渠道补库和以旧换新接续，增速有望逐季修复，预计全年呈“前低后高”走势。Q2起内销有望逐步修复：1) 新国标出清：中小品牌加速退出，释放10-15%份额给头部；2) 消费升级：产品ASP中枢上移，量增+价升双轮驱动；3) 三轮车：新兴增量赛道（行业增速20%+）；外销方面，油改电+越南禁摩政策逐步落地，海外有望持续加速。关注雅迪控股、九号公司、爱玛科技、春风动力、涛涛车业等。
- **风险提示：地产竣工不及预期；原材料价格大幅上涨；下游需求不及预期导致提价不及预期；代工商大客户流失；关税大幅波动。**

01

家居：内销前期高基数压力仍在，外销汇兑影响业绩普遍承压

02

造纸：景气底部修复，浆纸一体化龙头优势凸显

03

个护：线上逐渐恢复投流时提质提效，线下基本盘稳固

04

潮玩宠物AI眼镜：潮玩高基数下多元破局，AI眼镜逐步迈入放量阶段

05

两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，结构升级+格局优化驱动长期成长

06

风险提示

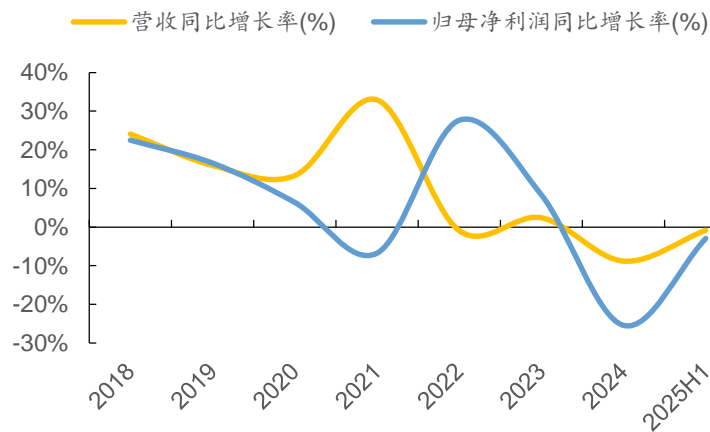
01 家居：内销前期高基数压力仍在， 外销汇兑影响业绩普遍承压

1 家居：内外销Q2景气度均有所下行，分化越发明显

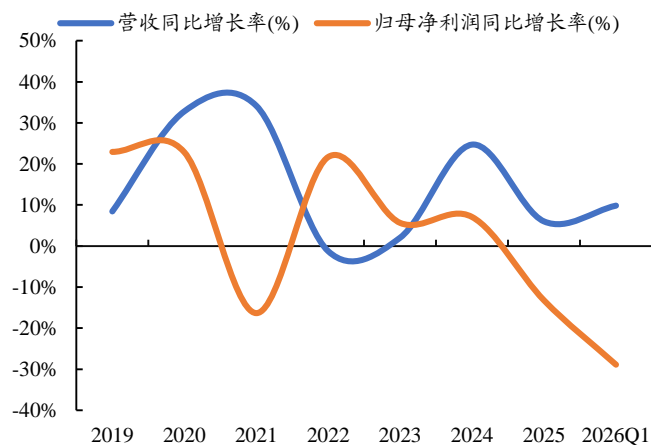
◆ 业绩综述：

- 内销方面，25/26Q1内销家居板块营收同比分别-7.30%/-15.35%，归母净利同比-7.72%/-232.52%。多数内销家居企业26Q1营收及利润均承压明显，是由于国补政策全面退出，叠加去年同期高基数等因素导致。细分板块来看，软体家居企业业绩韧性相对优于定制家居企业，预计主因：1) 国补对软体家具促进换新作用更明显；2) 定制家居大宗工程业务占比更高。
- 外销方面，2025年外销家居板块营收同比+6.00%，归母净利同比-13.28%；其中25Q4/26Q1营收分别同比+0.76%/+9.85%，归母净利分别同比-69.64%/-28.93%。外销整体在25Q4/26Q1受人民币汇率升值影响，景气度环比下降，跨境电商渠道结构性增长，经营情况出现分化。
- 展望后续，内销板块等待地产端企稳及消费力回升，在这一过程中，相关企业分化将越发明显，头部大家居企业依托品类延申、渠道赋能管理深化、零售变革等举措，优势或将逐步在报表端显现。外销方面，25Q1抢出口高基数影响下，电商渗透带动跨境电商渠道延续增长，中东地缘冲突导致原材料成本上涨压力预计将在未来1-2季度显现，美国降息预期推迟。出口板块分化加剧，全球化供应链各环节布局完整、品牌化程度较高的企业优势显现。

图表1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率

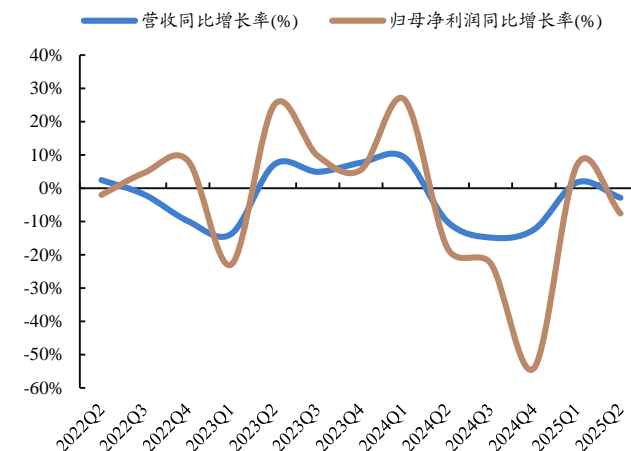


图表3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率

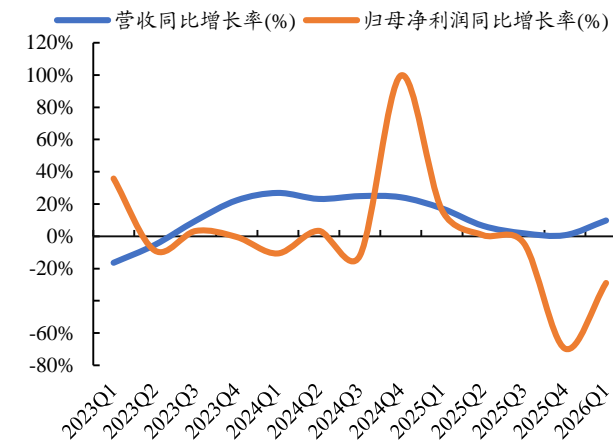


来源：Wind，iFind，国金证券研究所

图表2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



图表4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



1 家居：25年业绩普遍承压，26年Q1下滑加剧，分化持续扩大

图表5：内销家居上市企业25年H1/25年Q2业绩统览

单位：亿元	25年营收	25年营收同比	25年归母净利润	25年归母净利润同比	25年扣非净利	25年扣非净利同比	26年Q1营收	26年Q1营收同比	26年Q1归母净利润	26年Q1归母净利润同比	26年Q1扣非净利	26年Q1扣非净利同比
定制家居												
欧派家居	172.32	-8.94%	19.97	-23.18%	17.30	-25.29%	26.53	-23.03%	1.55	-49.73%	1.08	-59.20%
索菲亚	93.67	-10.74%	9.01	-34.26%	9.44	-13.62%	15.19	-25.46%	-3.84	-417.58%	0.07	-95.45%
尚品宅配	35.52	-6.24%	-2.48	-15.34%	-2.63	-14.88%	5.98	-19.39%	-9.70	-149.75%	-10.33	-130.40%
志邦家居	43.57	-17.14%	2.05	-46.89%	1.40	-58.71%	5.75	-29.63%	-0.94	-324.22%	-1.00	-379.70%
金牌厨柜	33.01	-5.01%	0.22	-89.02%	-0.21	-114.96%	5.16	-12.16%	-0.14	-140.61%	-0.30	-309.61%
好莱客	16.65	-12.80%	0.15	-81.78%	0.06	-110.84%	2.77	-29.03%	-0.22	-1104.69%	-0.27	-658.53%
我乐家居	14.51	1.29%	1.74	43.56%	1.50	73.27%	2.33	-26.64%	0.09	-77.56%	0.08	-79.78%
皮阿诺	5.67	-36.30%	-0.39	89.68%	-0.59	84.79%	0.83	-34.53%	-0.11	-181.17%	-0.17	-177.54%
软体家居												
顾家家居	200.56	8.53%	17.90	26.37%	16.29	25.13%	50.33	2.42%	4.96	-4.39%	4.10	-10.64%
梦百合	89.12	5.48%	-0.10	93.51%	-0.39	85.94%	22.51	10.18%	-0.38	-164.91%	-0.36	-162.70%
喜临门	88.19	1.02%	2.41	-25.11%	2.31	-20.91%	16.82	-2.77%	-0.36	-150.45%	-0.38	-164.15%
慕思股份	52.27	-6.71%	5.36	-30.21%	3.97	-45.06%	11.87	5.86%	0.88	-25.13%	0.75	--37.17%

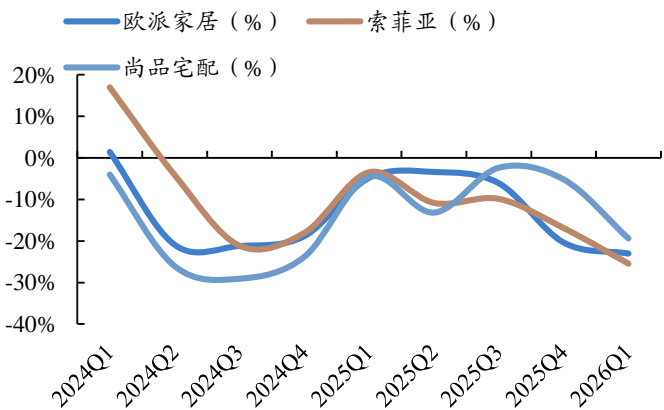
来源：公司公告，国金证券研究所

1.1内销-定制家居：国补中断影响Q2整体业绩，大宗渠道拖累更为明显

1.1.1收入端：零售渠道有所分化，大宗渠道全面承压

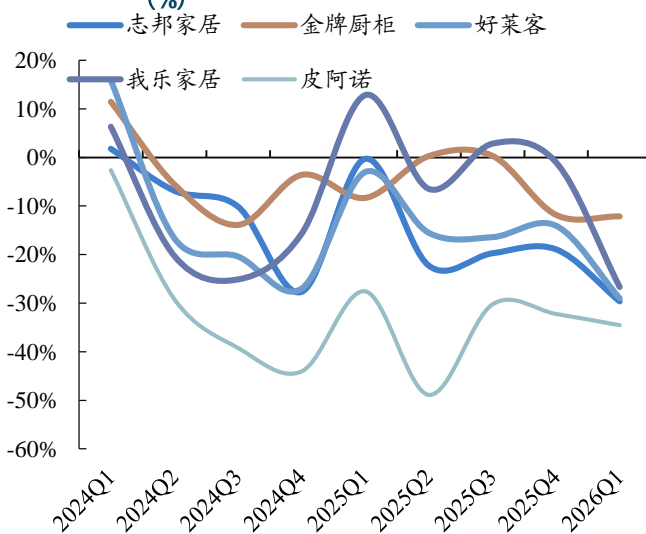
- 从收入端来看，受地产下行及终端消费力相对较弱等影响，各定制企业收入增长均承压，欧派/索菲亚/志邦欧派/索菲亚/志邦25年收入分别同比-8.94%/-10.74%/-17.14%，其中26Q1收入分别-23.03%/-25.46%/-29.63%。由于国补去年同期高基数效应，以及春节靠后导致施工周期缩短等短期扰动叠加，26年Q1收入降幅扩大。中期来看，房地产政策逐步松绑，终端需求有望回暖，优质家居企业有机会实现稳步增长。
- 分渠道来看，在整体景气度承压的背景下，各渠道经营均现压力，相对而言，大宗渠道承压更为明显。零售渠道方面，可发现各公司经营情况有所分化，部分企业依托品牌、渠道运营领先叠加充分把握原点市场国补机遇的企业，零售渠道表现相对优于行业，行业内部分化已显现。

图表6：一线品牌单季度营收增速 (%)



来源：Wind, 国金证券研究所

图表7：二线品牌单季度营收增速 (%)



图表8：大宗渠道收入承压

		收入总增量(亿元)	零售增速 (%)	大宗增速 (%)
欧派家居	2022	20.38	12.35%	-4.85%
	2023	3.02	1.17%	2.61%
	2024	-38.57	-18.26%	-15.08%
	2025	-16.93	-9.27%	-13.98%
索菲亚	2022	8.16	10.16%	-4.91%
	2023	4.43	5.33%	-4.86%
	2024	-11.72	-10.20%	-8.94%
	2025	-11.27	-13.60%	-6.32%
志邦家居	2022	2.36	6.57%	0.36%
	2023	7.27	10.08%	21.22%
	2024	-8.58	-12.99%	-16.18%
	2025	-9.01	-12.42%	-37.38%
金牌家居	2022	1.05	-1.60%	11.78%
	2023	0.92	3.18%	-0.29%
	2024	-1.70	-5.77%	-2.64%
	2025	-1.74	4.38%	-18.60%

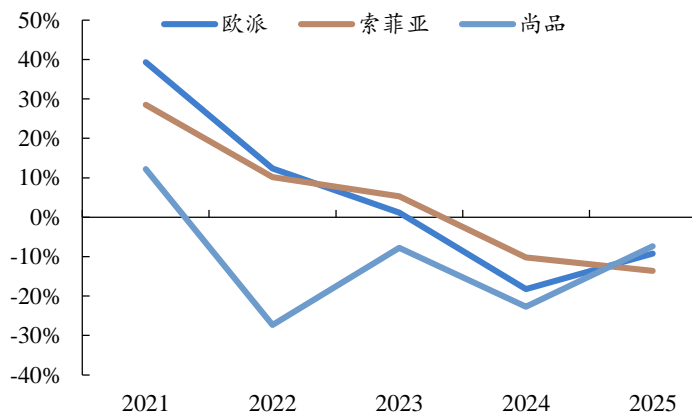
来源：Wind, 国金证券研究所

1.1内销-定制家居：国补中断影响Q2整体业绩，大宗渠道拖累更为明显

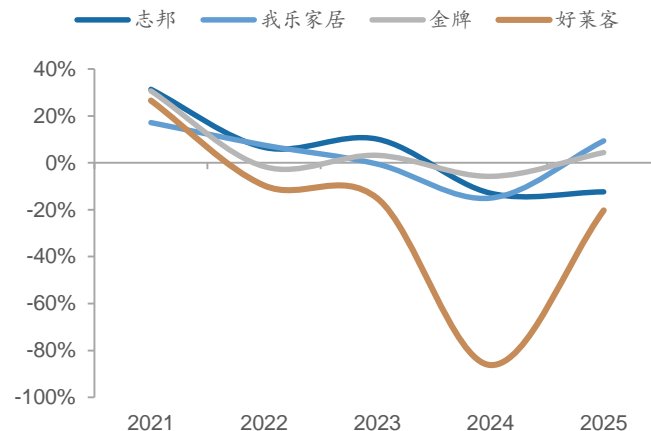
1.1.1收入端：零售渠道有所分化，大宗渠道全面承压

- 零售渠道两大特点依然明显：1) 零售渠道由门店扩张驱动转为同店增长驱动的趋势越发明显，此外整装渠道越发重要。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局已较为充分，逐步进入存量门店优化调整、单品类门店向全品类门店进化的阶段，门店数量短期已出现净减少状态。二线品牌企业虽然渠道理论上仍有扩张空间，但由于行业需求走弱、经销商投入缩减以及单品类门店优化，整体门店数量边际也呈现下降状态。综合来看，行业整体的增长驱动力已明显开始从渠道门店扩张转为多品类连带+流量转化率提升带动同店增长。并且前置整装渠道布局也越发关键，逐渐成为重要增长驱动力。
- 2) 大家居发展领先并且渠道架构顺应发展模式的企业在行业承压阶段，零售渠道相对下滑幅度可控，体现出自身增长韧性。在这一背景下，对于品牌商渠道管理赋能以及经销商团队的能力要求明显提升，各品牌间该能力差异使得整体业绩表现逐渐分化，行业集中度有望迎来加速提升。

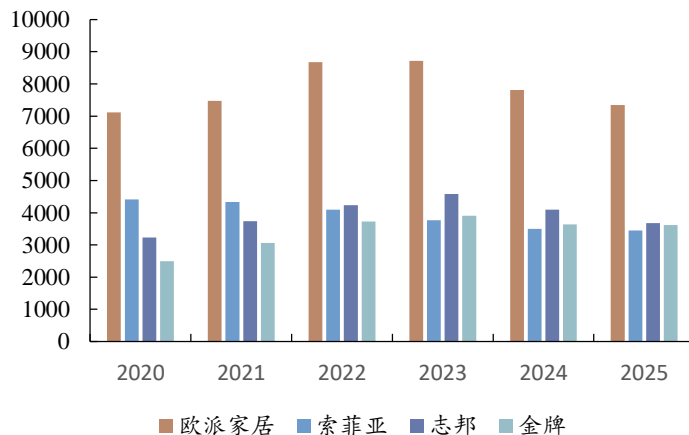
图表9：一线品牌零售渠道历年增长率（%）



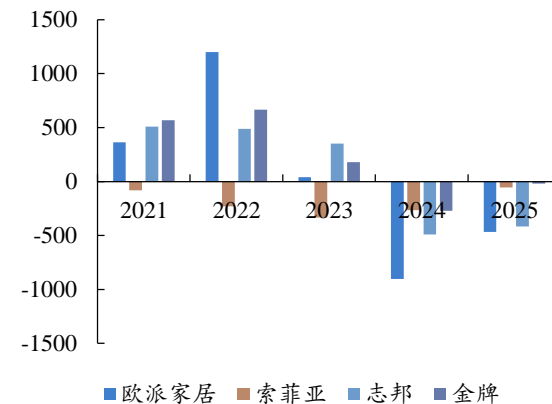
图表10：二线品牌零售渠道历年增长率（%）



图表11：各公司门店情况



图表12：各公司门店净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

1.1内销-定制家居：国补高基数下增长承压，大宗&零售压力较大，海外动能强劲

1.1.2盈利端：行业利润全年承压、季度走弱



- 内销定制家具利润端整体仍处承压阶段，2025全年在需求偏弱、价格竞争和费用刚性影响下，利润率普遍下行且净利率降幅大于毛利率，26Q1受高基数和收入继续承压影响，行业分化进一步加剧。面部分企业在转型阶段加大渠道、产品及智能化相关投入以抢占市场位置，费用端上行对当期利润形成压制。

图表13：定制家居企业分季度利润同比情况

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
一线品牌									
欧派家居	43.00%	-21.26%	-11.56%	-21.71%	41.29%	-7.96%	-21.79%	-71.09%	-49.73%
索菲亚	58.59%	0.97%	-21.16%	45.49%	-92.69%	-23.01%	1.44%	-51.09%	-417.58%
尚品宅配	9.22%	-159.94%	-112.31%	-266.53%	55.09%	-115.77%	114.39%	-66.91%	-149.75%
二线品牌									
志邦家居	-8.38%	-20.54%	-30.93%	-51.48%	-10.90%	-5.49%	-70.09%	-73.54%	-324.22%
金牌家居	11.16%	-24.35%	-44.22%	-36.61%	-4.16%	-13.01%	-97.88%	-153.72%	-140.61%
好莱客	5.35%	-55.55%	-50.79%	-126.73%	-82.60%	-30.40%	-85.40%	-59.73%	-1104.69%
我乐家居	185.75%	-50.31%	-62.62%	1296.40%	111.42%	97.25%	29.20%	-10.32%	-77.56%
皮阿诺	-112.27%	-65.30%	-87.02%	-1672.58%	51.66%	-168.02%	34.18%	91.86%	-181.17%

图表14：定制家居单季度毛利率

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
一线品牌									
欧派家居	29.98%	34.46%	40.36%	36.93%	34.29%	37.64%	38.77%	33.08%	35.07%
索菲亚	32.62%	38.11%	35.86%	34.45%	32.61%	35.82%	36.83%	37.05%	29.85%
尚品宅配	27.81%	32.88%	34.18%	35.98%	35.23%	33.30%	32.55%	22.25%	24.22%
二线品牌									
志邦家居	37.22%	36.37%	37.04%	34.97%	32.16%	38.84%	31.46%	30.76%	25.86%
金牌家居	28.01%	25.74%	28.33%	31.81%	29.96%	26.46%	24.38%	24.33%	25.98%
好莱客	33.18%	36.46%	34.05%	29.47%	29.82%	35.23%	29.17%	29.34%	24.25%
我乐家居	44.06%	47.49%	47.72%	45.49%	45.94%	47.21%	46.52%	45.56%	44.16%
皮阿诺	21.77%	24.22%	24.23%	26.43%	19.46%	26.97%	26.93%	27.90%	21.40%

图表15：定制家居单季度净利率

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025Q5
一线品牌									
欧派家居	6.03%	15.61%	19.68%	11.26%	8.97%	14.85%	16.36%	4.11%	5.87%
索菲亚	8.24%	14.91%	13.78%	16.31%	0.89%	12.54%	15.32%	9.78%	-2.62%
尚品宅配	-11.11%	-2.10%	-0.81%	-9.54%	-5.23%	-5.17%	0.12%	-16.88%	-16.23%
二线品牌									
志邦家居	5.76%	7.29%	8.03%	7.53%	5.15%	8.87%	2.99%	2.46%	-16.40%
金牌家居	5.44%	3.57%	5.41%	7.36%	5.44%	3.02%	0.12%	-4.20%	-3.00%
好莱客	3.14%	6.19%	8.85%	-2.24%	0.56%	5.01%	1.50%	-4.30%	-8.22%
我乐家居	6.74%	7.04%	9.36%	10.23%	12.64%	14.84%	11.76%	9.27%	3.86%
皮阿诺	-5.19%	4.27%	1.41%	-177.12%	-3.51%	-6.80%	3.12%	-22.04%	-13.88%

来源：iFind，国金证券研究所

1.1内销-定制家居：国补高基数下增长承压，大宗&零售压力较大，海外动能强劲

1.1.3预收款及现金流：预收款显现行业需求相对偏善弱

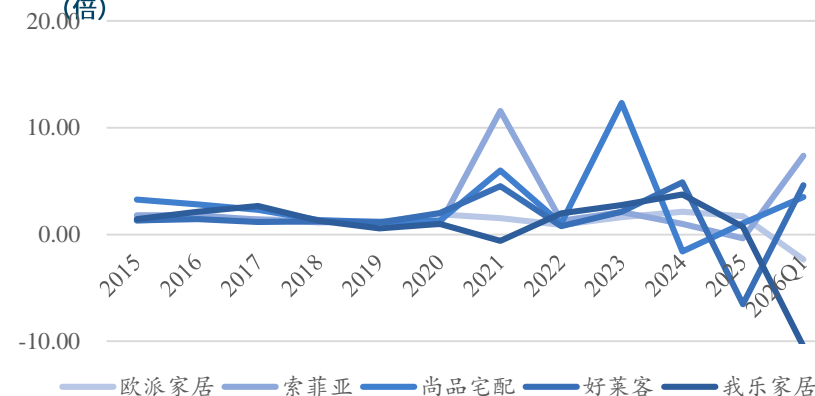


- 预收款：25年全年多数定制家居企业预收款整体呈波动下行趋势，反映终端需求尚未恢复，26Q1延续偏弱态势，显示接单景气度仍未改善
- 现金流：大部分优质零售企业26Q1现金流表现改善明显。

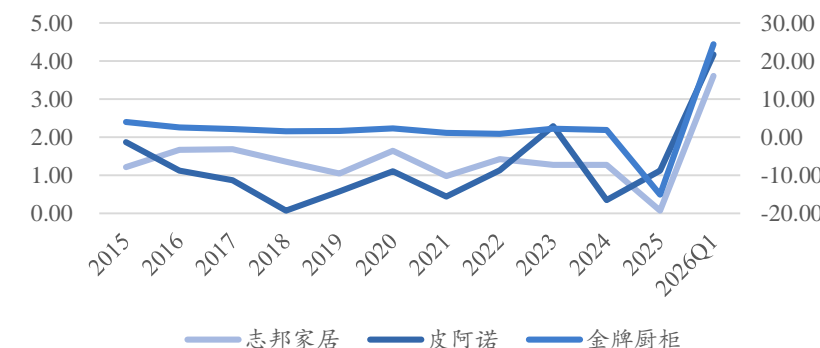
图表16：各公司预收款及同比情况（亿元）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
一线品牌									
欧派	10.8	12.6	10.9	19.6	29.0	22.1	16.7	7.7	8.5
索菲亚	8.7	8.8	8.5	22.8	13.0	13.0	6.9	6.3	4.9
尚品	5.3	6.1	5.6	8.9	9.1	10.0	9.2	6.6	4.5
欧派yoy	-36.61%	-29.19%	-31.42%	96.60%	168.50%	75.55%	52.63%	-60.55%	-70.53%
索菲亚yoy	-13.19%	-32.55%	-29.58%	74.74%	49.56%	48.84%	-18.91%	-72.56%	-62.29%
尚品yoy	-24.58%	-18.13%	-8.50%	38.25%	70.49%	64.97%	63.44%	-25.86%	-50.96%
二线品牌									
志邦	2.4	2.6	2.7	4.5	2.7	2.3	2.4	3.1	2.8
金牌	3.0	3.8	2.6	6.5	5.5	7.0	4.0	3.5	2.8
好莱客	1.4	1.1	1.3	4.9	4.1	2.9	2.5	2.6	1.9
我乐	1.5	1.5	1.8	3.8	2.4	1.9	1.9	1.7	1.4
皮阿诺	1.6	1.4	1.7	1.1	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
志邦yoy	-31.77%	-41.52%	-34.12%	-4.20%	9.06%	-11.72%	-13.54%	-32.44%	3.81%
金牌yoy	5.24%	-9.63%	-8.47%	47.75%	86.94%	85.75%	55.20%	-45.60%	-49.69%
好莱客yoy	-7.48%	-30.87%	-15.84%	150.29%	200.74%	151.05%	91.91%	-45.50%	-53.89%
我乐yoy	-19.22%	-22.10%	3.41%	88.31%	53.99%	27.41%	7.02%	-55.45%	-40.88%
皮阿诺yoy	-6.54%	-9.56%	12.08%	-37.89%	-44.49%	-19.91%	-46.50%	-31.47%	-23.70%

图表17：大宗渠道收入占比低于20%的企业净现比（倍）



图表18：大宗渠道收入占比大于20%的企业净现比（倍）



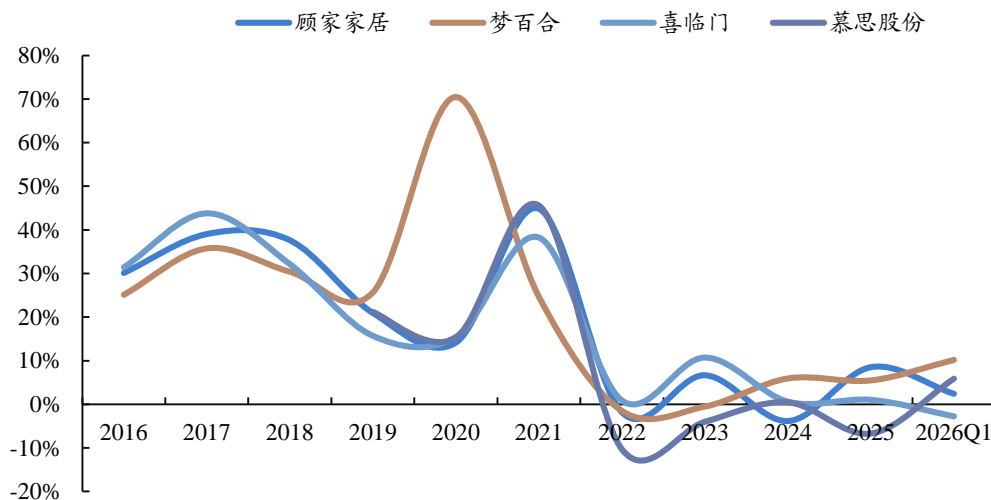
来源：iFind，国金证券研究所

1.2内销-软体家居：经营韧性持续兑现，龙头显现逆势表现

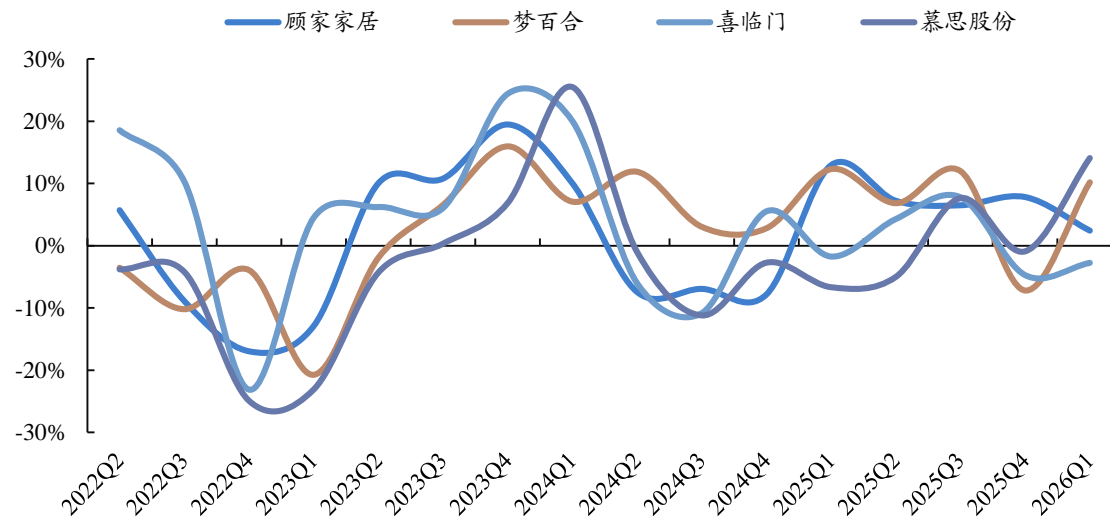
1.2.1收入端：行业景气度延续，内部仍现分化

- 2025年-2026Q1行业景气度延续修复。其中，顾家家居凭借依托品类融合销售、零售变革，高效抢占存量流量入口，叠加海外产能布局的长期优势，整体收入持续逆势增长。梦百合积极把握国补红利并优化经营，同期收入增速维持在相对理想区间且赋有韧性。慕思股份凭借高端床垫品牌定位与差异化产品矩阵，在2026Q1实现边际改善。喜临门则受线下渠道调整、竞争加剧等因素影响，25年末-26Q1收入增速出现明显回落，表现弱于其他龙头。

图表19：软体家居企业历年收入增速（%）



图表20：软体家居企业各季度收入增速（%）

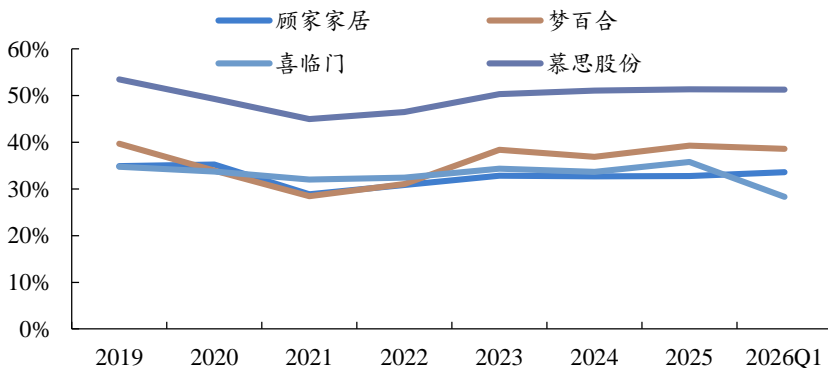


1.2内销-软体家居：经营韧性持续兑现，龙头显现逆势表现

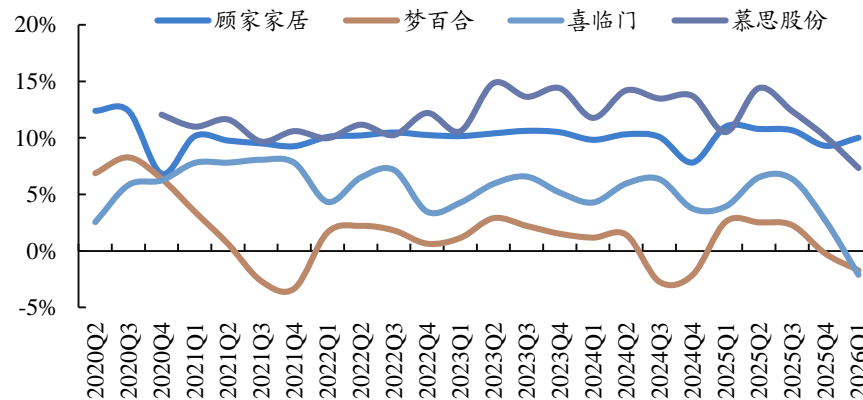
1.2.2盈利端：边际改善放缓，头部企业相对更优

➤ 毛利率方面，随着各企业工厂产能利用率提升叠加原材料价格下降，部分企业盈利表现边际修复，2025Q4顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比+0.04/+2.43/+2.12/+1.26pct至32.76%/39.28%/35.79%/51.34%。2026Q1顾家家居/梦百合/喜临门/慕思毛利率分别同比+1.2/-0.76/-5.1/-0.56pct至33.59%/38.61%/28.34%/51.28%。而净利率方面，主因各企业打法策略差异，费用投放有所区别，净利率表现有所分化，25Q4顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比+1.48/+1.89/-1/04/-3/59pct至9.31%/-0.23%/2.7%/10.10%。2026Q1顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别同比-0.98/-4.31/-6.05/-3.17pct至10.02%/-1.72%/-2.11%/7.33%。

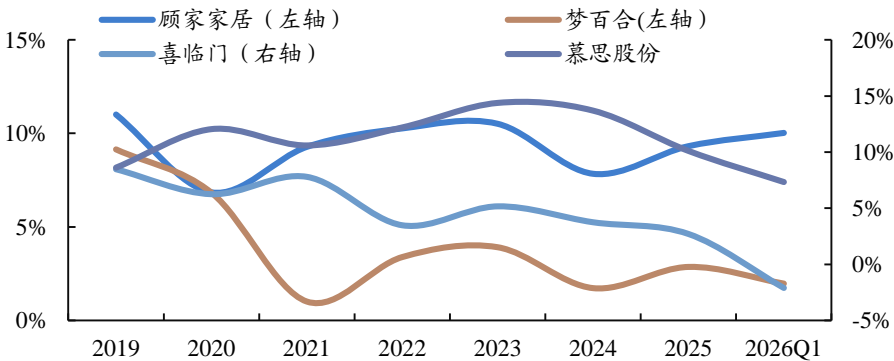
图表21：软体家居历年毛利率



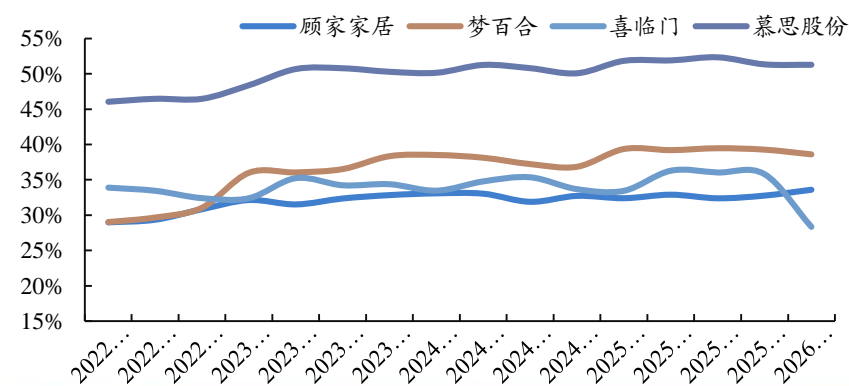
图表22：软体家居历年单季度毛利率



图表23：软体家居历年净利率



图表24：软体家居历年单季度净利率

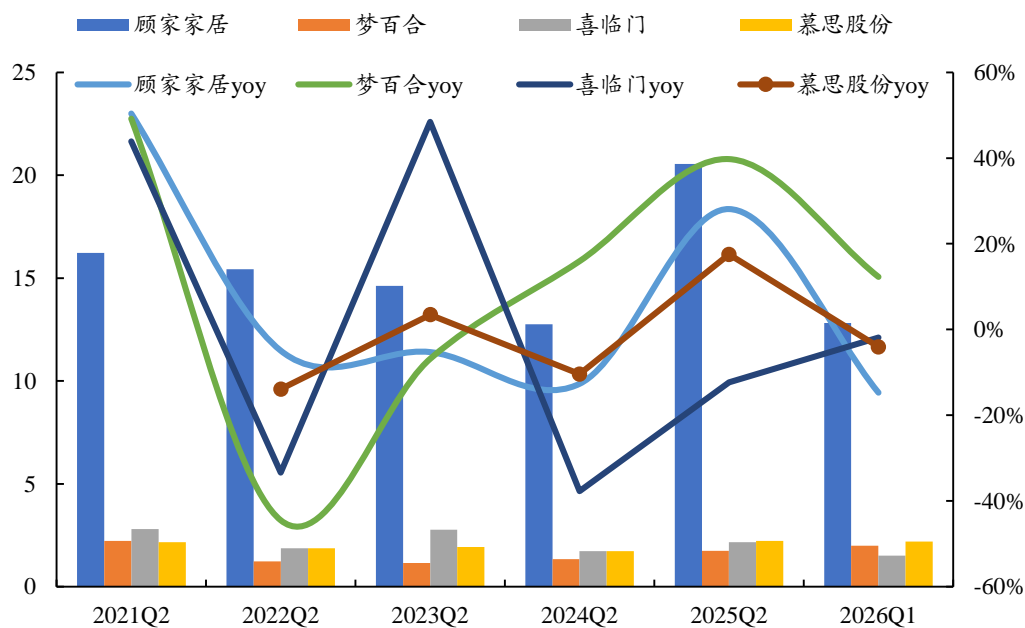


1.2内销-软体家居：经营韧性持续兑现，龙头显现逆势表现

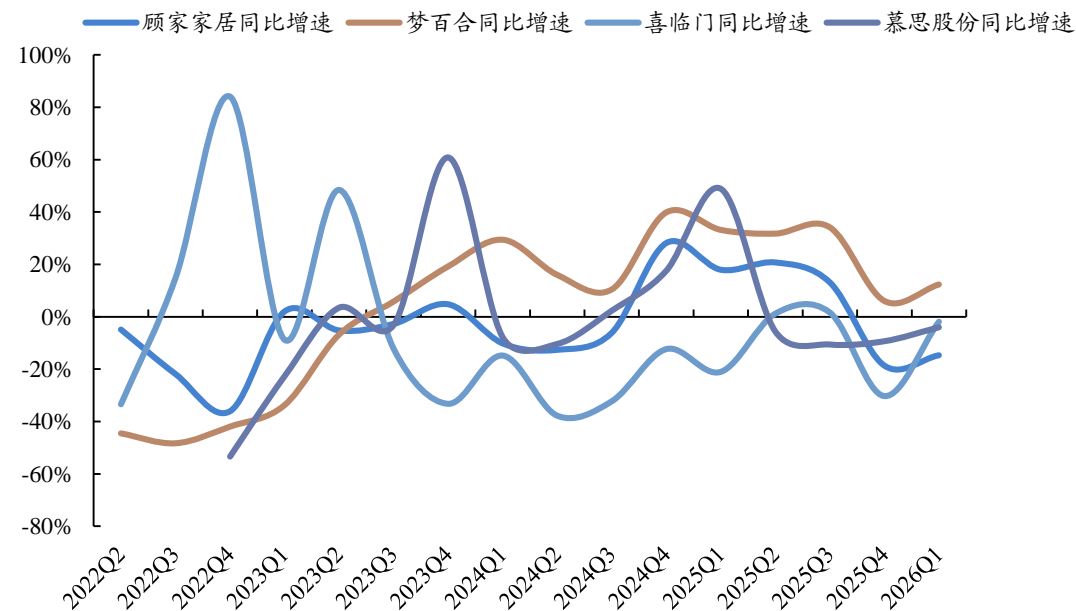
1.2.3 预收款：预收款表现有所分化，行业景气度未现全面改善

- 预收款方面，各企业预收款整体承压、走势分化，板块未出现全面修复态势。25Q4顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份预收款分别环比-18.69%/6.03%/-30.25%/-9.36%至16.7/1.85/1.51/2.01亿元，26Q1顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份预收款分别环比-14.74%/12.30%/-1.87%/-4.05%至12.82/1.995/1.5/2.198亿元。其中梦百合预收款表现较好，预收款同比增速仍有增长趋势、相对表现最优，公司依托海内外渠道协同布局、海外产能释放叠加国内终端渠道精细化运营，经销商备货意愿及资金周转韧性更强，在行业整体偏弱环境下凸显自身 α 。

图表25：软体家居历年Q2预收款同比增长（亿元，%）



图表26：软体家居预收款（分季度）同比增长（%）



1.2内销-软体家居：经营韧性持续兑现，龙头显现逆势表现

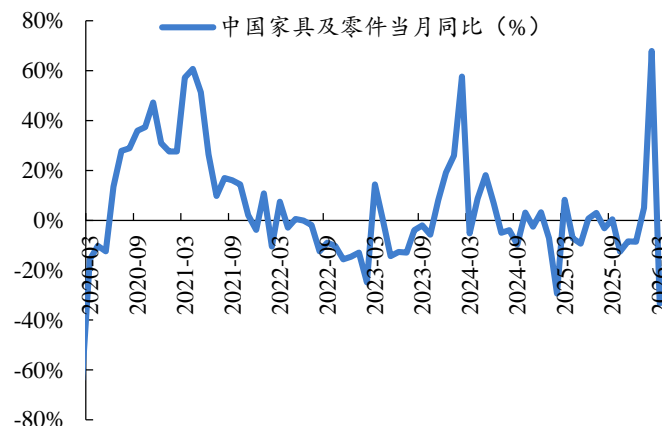
1.2.4 加大投入智能床垫，助力第二增长曲线

- 顾家家居：全品牌全品类矩阵，以智能产品为第二增长曲线
 - 1) 产品布局：公司构建了覆盖高端、中高端、大众消费层级的多品牌矩阵，完成软体家具与定制家具的全品类布局，为消费者提供一站式整家解决方案。公司主品牌顾家家居聚焦整家解决方案，同时拥有高端品牌居礼、下沉市场品牌顾家乐活、跨境电商品牌CHITA，并合作运营LAZBOY、NATUZZI两大国际品牌；以智能睡眠与功能沙发为第二增长曲线，推出IDeep旗舰系列、1号垫及爆款智能星舟1号，形成软床、床垫、智能床协同布局，依托自研功能铁架与电机电控技术打造差异化竞争力。
 - 2) 销售端：2025年整体营收200.56亿元，分产品表现分化，沙发/卧室产品/集成产品/定制家具/信息技术服务营收同比分别+13.44%/+6.63%/-5.03%/3.92%/4.28%。境内外协同发展，公司业务覆盖全球120个国家和地区，运营近6000家品牌专卖店，2025年境内收入99.40亿元，营收同比增长6.18%，线上业务收入高达19.35亿元；境外收入93.26亿元，营收同比增长11.48%，跨境电商业务达10.68亿元，品牌曝光达4.1亿次，助力跨境电商业务成长。
- 喜临门：定位智慧睡眠解决方案提供商，整体营收稳中有升
 - 1) 产品布局：公司聚焦智能睡眠升级，以AI睡眠科技构筑差异化壁垒，布局“aise”宝禄高端智能系列、净眠E100智能系列及呼呼智能功能款，搭载AI睡眠监测、自适应调节、智能助眠系统，打造覆盖传统与智能的全品类深睡解决方案，其中宝禄系列正式进入日本市场。
 - 2) 销售端：整体营收稳中有升，床垫营收同比增长3.60%，软床及配套/沙发/木质家具营收同比分别下降4.87%/0.95%/6.14%，主要受销售策略调整、部分品牌销量不及预期及业务战略优化影响。经销商渠道/大宗业务营收同比下降-8.78%/5.99%。海内外营收均略有增长，国内/国外营收同比增长0.34%/1.49%。2025年线上渠道营收同比增长27.21%，电动智能类产品表现优异，覆盖超5000家线下专卖店，实现销售收入2.76亿元且同比翻倍增长。
- 慕思：聚焦中高端健康睡眠与AI智能，海外与智能业务高速增长
 - 1) 产品布局：公司定位中高端健康睡眠解决方案提供商，构建主品牌引领、出海品牌拓展、进口品牌补充的协同矩阵，旗下拥有主品牌DeRUCCI慕思，出海品牌DeRUCCI等，跨境品牌ZHOM，及进口品牌TRECA等，品牌协同效应显现；主营床垫、床架、沙发、床品，以AI潮汐算法、睡眠监测、自适应支撑为核心技术，构建以智能床垫为核心的智能睡眠产品矩阵，首创AutoFit智适应技术，满足消费者“量身定制、全家庭、全生命周期”的健康睡眠产品需求。
 - 2) 销售端：2025年营业总收入52.27亿元，同比下降6.71%，整体营收承压。分品类表现承压，床垫/床架/沙发/床品营收分别为26.39/15.66/3.44/2.47亿元，营收同比下降分别为1.48%/5.97%/20.41%/18.88%。分渠道表现分化，经销/直供/电商渠道营收同比分别下降8.10%/22.63%/1.12%，直营收入同比增长10.20%。境外收入与AI智能产品增长表现优异，境外收入同比增长67.37%，AI智能产品营收2.55亿元，同比增长127.68%，成为核心增长亮点。

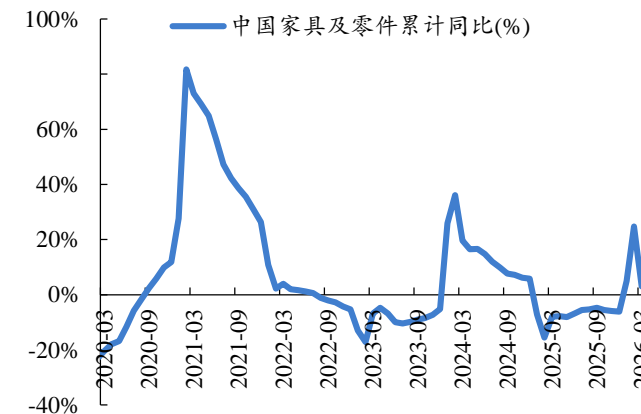
1.3外销家居：出口整体景气度有所下行，优质企业α依然明显

- 现状：2025年家具及零件累计出口承压，中国家具及零件出口金额（美元计价）累计同比-86.70%。25Q4累计同比-17.60%。
- 分品类来看，2025全年家具品类中弹簧床垫表现较优，多数品类在基数抬升、美国补库需求减弱、关税政策调整等背景下，出口景气度均有所下行。

图表27：26年3月中国家具及零件出口金额当月同比-33.40%



图表28：26年3月中国家具及零件累计出口金额同比+3.0%



图表29：25年1月-26年3月中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

		2026/3/1	2026/2/1	2026/1/1	2025/12/1	2025/11/1	2025/10/1	2025/9/1	2025/8/1	2025/7/1	2025/6/1	2025/5/1	2025/4/1	2025/3/1	2025/2/1	2025/1/1
家具产品																
办公椅	木制的可调高度的转动坐具	-18.87%	65.62%	-15.96%	-5.23%	-14.89%	-3.93%	-22.03%	-31.56%	15.56%	30.50%	13.47%	18.53%	25.03%	-50.05%	-1.38%
	非木制可调高度的转动坐具	-39.64%	75.23%	0.93%	-15.33%	-14.20%	-17.17%	1.15%	-8.87%	-4.96%	-7.84%	-12.04%	-0.99%	10.56%	-28.81%	-10.25%
沙发	带软垫的木框架坐具	-40.91%	42.38%	-9.95%	-20.54%	-15.53%	-18.82%	-12.85%	-15.03%	-13.00%	-16.74%	-23.87%	-21.36%	-1.58%	-29.73%	-11.19%
	带软垫的金属框架坐具	-31.74%	79.23%	3.14%	-11.39%	-8.38%	-15.59%	-3.47%	-4.95%	2.04%	-2.92%	-15.00%	-14.61%	2.62%	-33.22%	-10.88%
床垫	弹簧床垫	-22.27%	57.33%	-2.43%	-14.14%	-11.30%	-5.81%	-0.75%	-8.18%	28.47%	27.02%	10.51%	16.79%	35.39%	0.49%	2.52%
	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面	-27.80%	73.58%	21.39%	-2.70%	3.32%	9.22%	8.69%	16.31%	-12.14%	-13.46%	-14.04%	-6.19%	5.07%	-22.14%	5.20%
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品	-38.19%	29.68%	-17.56%	-28.45%	-10.09%	-25.06%	-9.01%	-17.60%	-14.25%	-24.13%	-17.76%	-13.07%	-0.24%	-26.46%	-6.76%
其他轻工产品																
保温瓶	保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外	-34.81%	64.49%	-3.55%	-9.03%	-9.69%	-15.74%	-6.14%	-10.51%	-3.37%	-3.02%	-11.94%	-8.62%	10.68%	-28.21%	0.11%
塑料餐饮具	塑料制餐具及厨房用具	-17.21%	91.85%	-6.26%	-14.00%	-16.47%	-16.91%	-10.98%	-19.94%	-10.08%	-13.23%	-5.82%	-12.39%	-15.35%	-41.20%	0.66%
宠物牵引绳	各种材料制成的鞍具及挽具，适合各种动物用	-12.71%	53.61%	-3.10%	-1.68%	-3.59%	-15.89%	-7.00%	-15.85%	-3.85%	-21.16%	-0.39%	-6.12%	15.97%	-1.66%	14.12%
宠物食品	零售包装的狗食或猫食饲料	-24.93%	57.16%	-5.67%	-12.68%	6.77%	-7.63%	1.17%	9.33%	7.07%	-8.63%	-11.57%	-9.68%	-3.71%	-22.99%	-15.61%
人造草坪																
人造草坪	其他化学纤维制簇线人造草皮	-24.93%	57.16%	-5.67%	-12.68%	6.77%	-7.63%	1.17%	9.33%	7.07%	-8.63%	-11.57%	-9.68%	-3.71%	-22.99%	-15.61%
	其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	-28.06%	57.09%	-1.25%	-6.47%	-2.28%	-20.14%	-14.35%	-13.07%	-10.90%	-19.32%	-18.34%	-16.66%	-7.52%	-27.48%	-5.55%

来源：Wind，国金证券研究所

1.3外销家居：出口整体景气度有所下行，优质企业α依然明显

- 具体公司来看，板块内部表现分化。26Q1在去年同期抢出口高基数影响下，部分以自主品牌为主的跨境电商家居企业受益于海外市场家具家居品类电商渗透率提升仍实现收入增长；利润端看，25Q4/26Q1受人民币升值产生汇兑损失，外销家居板块整体业绩承压，4月以来汇率趋于平缓，预计后续影响有望弱化。

图表30：外销家居上市企业25A&26Q1业绩统览（亿元）

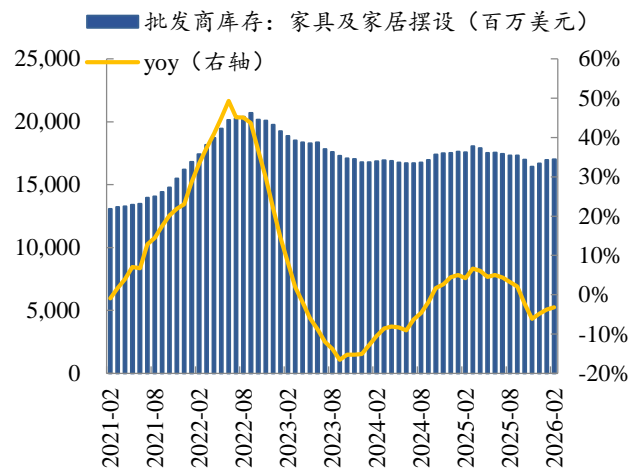
	25年营收同比	25年归母净利同比	25年扣非归母净利同比	26Q1营收同比	26Q1归母净利同比	26Q1扣非归母净利同比	25Q4营收同比	25Q4归母净利同比	25Q4扣非归母净利同比
梦百合	5.5%	93.5%	85.9%	10.2%	-164.9%	-162.7%	-7.2%	-11027.9%	-50.0%
中源家居	1.3%	32.3%	11.8%	36.8%	-12.1%	-217.9%	4.6%	75.6%	70.1%
麒盛科技	2.4%	-32.7%	-41.2%	10.4%	-24.2%	-20.4%	9.5%	-957.2%	-286.3%
浙江正特	35.6%	359.1%	568.4%	24.7%	4.9%	8.9%	48.5%	79.6%	81.8%
匠心家居	32.6%	25.6%	32.6%	-3.6%	-14.3%	-29.0%	24.1%	-20.7%	-14.5%
浙江自然	2.1%	3.4%	-16.5%	5.7%	-25.3%	-26.6%	-3.0%	-59.8%	-90.9%
恒林股份	5.9%	-37.7%	-40.7%	21.3%	13.7%	6.8%	-0.9%	-3834.2%	-718.7%
永艺股份	2.8%	-21.4%	-26.8%	13.0%	25.2%	28.8%	2.9%	-42.2%	-56.9%
松霖科技	-13.1%	-54.0%	-57.0%	45.7%	109.9%	143.4%	-6.7%	-62.8%	-56.3%
建霖家居	2.2%	-8.6%	-14.3%	14.0%	-23.6%	-20.4%	13.5%	8.1%	1.2%
玉马科技	-3.1%	-19.8%	-21.3%	22.8%	-7.7%	-14.9%	-12.2%	-33.5%	-35.5%
西大门	8.0%	-8.7%	-12.5%	4.4%	-12.9%	-15.9%	1.6%	-32.8%	-32.9%
天振股份	73.5%	326.2%	221.7%	-14.4%	40.7%	34.5%	-3.4%	-119.4%	-204.2%
海象新材	-11.8%	98.5%	87.4%	-0.6%	-54.1%	-57.6%	-18.4%	-81.3%	-70.1%
嘉益股份	-17.0%	-40.4%	-42.8%	-41.0%	-59.5%	-60.7%	-38.4%	-65.5%	-69.4%
哈尔斯	-2.8%	-75.5%	-75.0%	12.5%	-97.1%	-99.4%	-16.9%	-148.6%	-149.7%
乐歌股份	18.4%	-22.8%	-1.5%	-3.1%	-98.4%	-140.3%	10.2%	28.4%	40.8%
致欧科技	7.1%	0.7%	3.4%	10.7%	-32.2%	-52.0%	9.3%	14.3%	-35.5%

来源：Wind，国金证券研究所

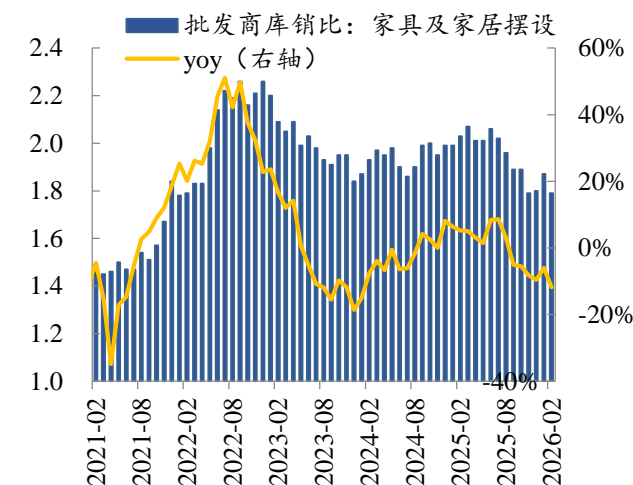
1.3外销家居：出口整体景气度有所下行，优质企业α依然明显

- 展望：关税风险基本落地，静待美国降息催化家具需求
- 26年2月美国家具产品批发商库存金额同比-3.21%，库销比同比-11.82%。一方面去年同期关税政策调整预期下，批发商提前备货致使库存基数较高；25M12起美国批发商库存环比逐月回升，而库销比仍处低位，补库需求有待释放。
- 26年2月和3月美国成屋销售下跌，但降幅同比收窄，同比分别-0.5%/-1.0%至413/398万套。26年1月新建住宅销售下滑幅度有所扩大，同比-11.3%达到587.0万套，部分受到反常寒冷天气影响。中东地缘冲突导致油价高企重塑26年通胀前景，路透调查显示多数经济学家认为9月底前利率将保持不变，美国家具需求提振节点后移。

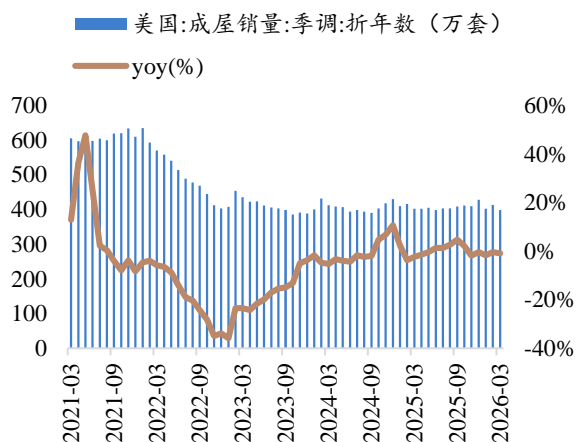
图表31：美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速 (百万美元, %)



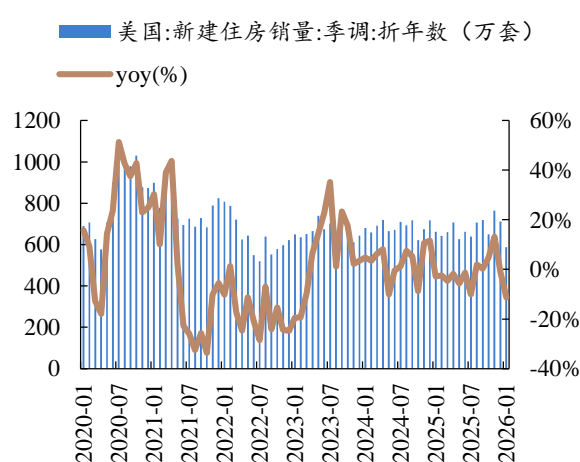
图表32：美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速



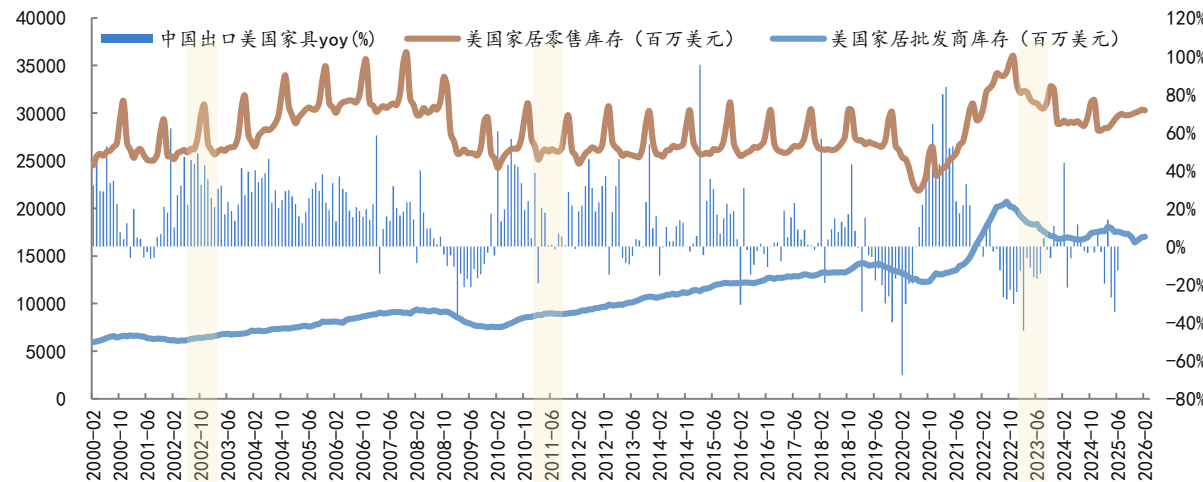
图表33：美国3月成屋销售套数（折年数）同比-1.00%(万套)



图表34：美国1月新屋销售套数（折年数）同比-11.33% (万套)



图表35：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

1.3保温杯：需求波动压制盈利修复，全球化布局稳步推进

➤ 25年全年保温杯出海业务在外部环境扰动下整体承压，两家公司收入与利润端均有所回落，同时随着海外产能逐步爬坡，毛利率出现一定修复，反映出生产端效率与成本控制有所改善，但净利率仍受汇兑损益及费用投放等因素压制；进入2026年一季度，个体间分化开始体现，哈尔斯收入同比转正带动经营边际改善，而嘉益股份仍延续下行，反映出不同企业在订单获取与产能释放节奏上的差异逐步显现。

	单位 (亿元)	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025	2026Q1
嘉益股份 301004.SZ	营业收入	4.32	7.32	8.21	8.51	28.36	7.2	6.8	4.3	5.24	23.53	4.25
	YoY	78.20%	78.10%	42.80%	40.00%	59.77%	66.67%	-7.10%	-47.70%	-38.41%	-17.02%	-41.04%
	归母净利润	1.08	2.1	2.14	2.02	7.34	1.52	1.53	0.63	0.70	4.37	0.61
	YoY	112.60%	90.90%	41.80%	20.00%	55.51%	40.74%	-27.17%	-70.56%	-65.52%	-40.44%	-59.59%
哈尔斯 002615.SZ	营业收入	5.75	8.18	9.75	9.64	33.32	7.04	8.67	8.66	8.01	32.38	7.92
	YoY	58.80%	42.50%	26.80%	37.50%	38.43%	22.43%	6.00%	-11.20%	-16.88%	-2.81%	12.53%
	归母净利润	0.31	0.97	0.96	0.62	2.87	0.41	0.5	0.09	-0.30	0.70	0.01
	YoY	675.00%	131.00%	-10.30%	-36.10%	14.80%	32.26%	-48.45%	-90.89%	-148.26%	-75.54%	-97.05%

		毛利率											净利率										
		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1
嘉益股份	301004.SZ	27%	31%	30%	23%	28%	29%	29%	24%	25%	30%	25%	6%	12%	10%	6%	9%	6%	6%	1%	13%	19%	14%
哈尔斯	002615.SZ	39%	40%	39%	33%	38%	34%	34%	26%	20%	25%	26%	25%	29%	26%	24%	25.84%	21%	22%	15%	-4%	2%	0%

1.4投资建议：优选内销增长型红利企业，关注出口 α 标的

- 内销方面，目前各地房地产政策也正进一步放松，进一步观察后续地产销售表现，家居行业部分优质企业的 α 有望逐步兑现至报表端。外销方面，3月以来美伊冲突导致油价高企影响原材料成本及海运费，自主品牌调价速度快于代工，且跨境电商全链条布局企业有望通过优化如仓储物流等环节运营效率，平衡原材料成本上涨压力，以自主品牌为主、供应链全链条布局的跨境电商家居企业，优势有望进一步放大。
- 整体来看，国内地产端下行风险已相对可控，内需家居板块的配置机会已来临，建议重点关注26年业绩增长确定性高并且具备相对高股息支撑的内销龙头企业，此外建议关注部分外销占比相对较低，估值已极具吸引力的优质企业。内销板块，关注顾家家居（零售转型初见成效，需求侧思维与组织架构改革蓄势待发）、志邦家居、欧派家居、慕思股份、敏华控股等。外销板块，建议关注匠心家居（家居出口优质企业，后续有望受益美国降息，店中店模式正在加速推进，成长空间有望打开）、致欧科技、乐歌股份、恒林股份等。

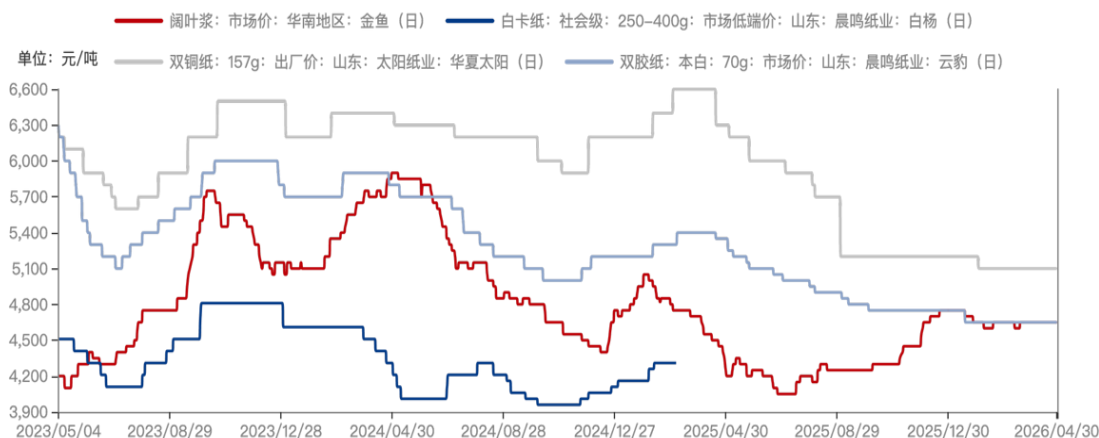
02

造纸：25年盈利仍承压，
2026Q1景气底部修复，浆纸
一体化龙头优势凸显

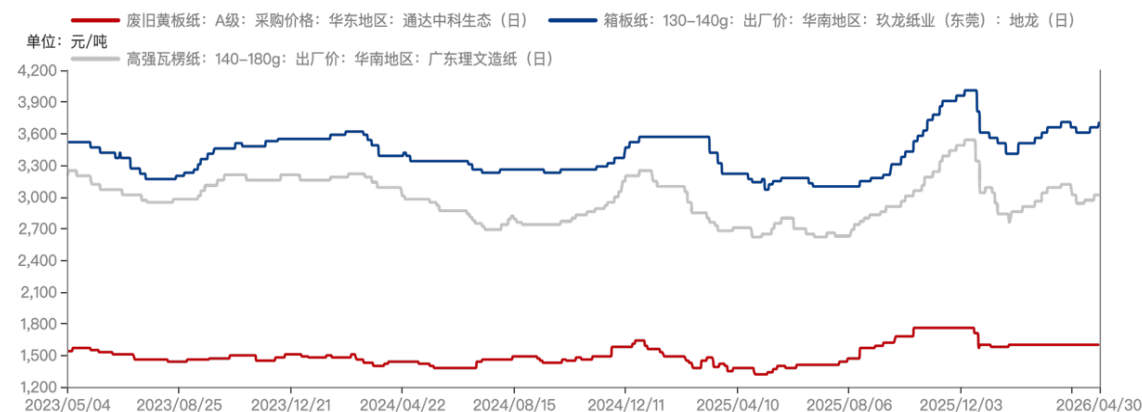
2.1 行业回顾：25年盈利仍承压，2026Q1边际改善

- 回顾2025年及26Q1造纸板块表现，浆纸系大宗纸盈利承压、特种纸维持业绩韧性、废纸系盈利底部徘徊。木浆方面，25年纸浆价格呈“短涨—趋势性下跌—底部宽幅震荡”走势，1-2月春节下游补库+外盘上调驱动短期上行，3-10月受国内新增产能集中投放、港口库存高位和关税战压制等因素持续下跌，25年10月以来呈“针弱阔强”分化、底部震荡延续；25年末全国港口纸浆库存190.6万吨，同比+2.6%，26年4月底235.7万吨，同比+12.3%，库存仍处中高位。文化纸25年受电子化替代和155万吨新产能投放叠加晨鸣复产可能影响，开工率长期处于历史低位，价格于25Q4触底后底部徘徊；白卡纸联盛100万吨和玖龙120万吨产能25年集中投放，纸价中枢承压。多家纸企发布涨价函以稳价为主，实际落地节奏仍待观察。
- 根据下游消费韧性、细分赛道供需格局差异，盈利修复弹性呈现差异，整体来说特种纸>浆系大宗纸>废纸系。废纸系受废纸价格高位+成本传导不畅影响，盈利仍在低位徘徊；浆系大宗纸盈利仍处筑底区间，但26Q1已出现修复；特种纸凭借细分赛道格局优势和头部企业自给率提升，业绩韧性持续领先。
- 后续研判：浆价预计在底部宽幅震荡，难大幅下行也难形成趋势性上涨；包装纸2026年新增产能投放节奏明显放缓叠加部分中小产能出清，供给压力边际改善，但下游需求修复仍偏弱。在浆价底部、涨价函逐步落地和资本开支节奏放缓背景下，预计纸企盈利温和修复，浆纸一体化龙头与高壁垒细分特纸有望率先兑现盈利修复弹性。

图表36：浆纸系纸价及木浆价格复盘



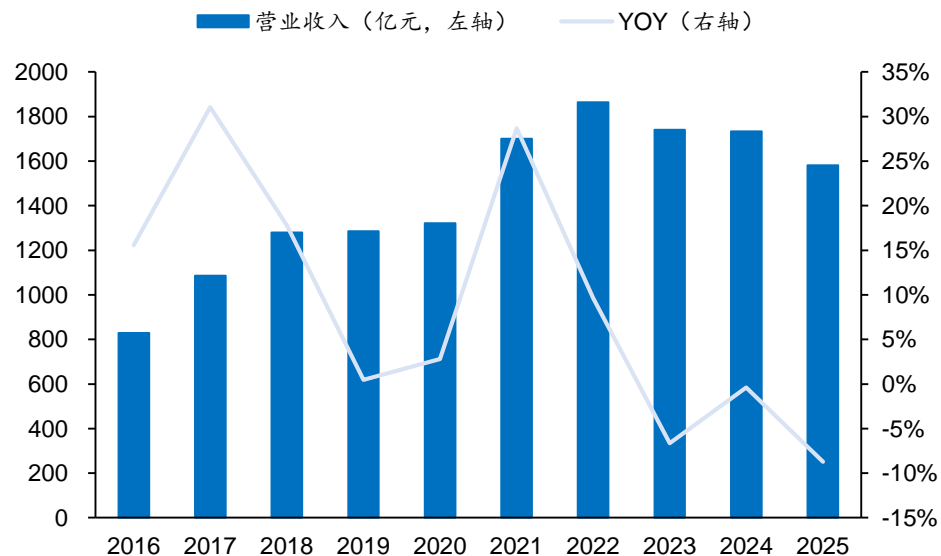
图表37：废纸系纸价及废纸成本价格复盘



2.1 行业回顾：25年盈利仍承压，2026Q1边际改善

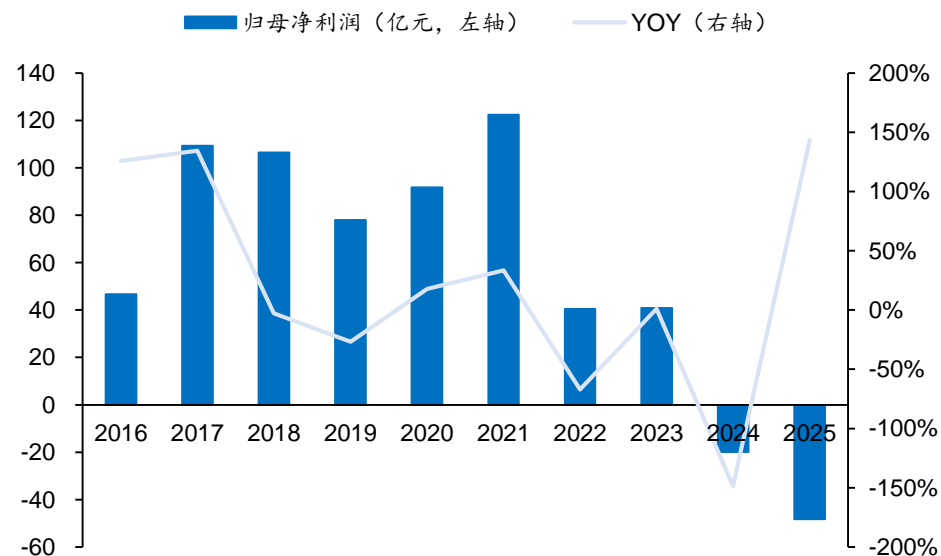
- 根据我们跟踪的13家重点造纸公司业绩表现，25年板块营收同比-8.7%，归母净利润较24年亏损进一步扩大至-48.3亿元，主因个别纸企如晨鸣亏损超80亿元。分纸种看，浆纸系/废纸系/特种纸25年营收分别同比-17.3%/+1.4%/+6.9%，归母净利润分别为-51.9/-10.2/+13.8亿元，仅特种纸维持正盈利。26Q1板块营收同比+7.3%至397.8亿元，归母净利润同比大幅修复至6.4亿元；其中浆纸系单季扭亏至4.9亿元，特种纸归母同比+58.8%至6.4亿元，废纸系受25H2以来废纸价格大幅上行拖累成本，26Q1单季由盈转亏至-4.8亿元。根据细分纸种供需表现对比，特种纸受益于细分赛道格局集中以及头部企业浆纸自给率持续提升，25年依然维持正盈利，26Q1盈利同比大幅修复，在板块整体承压下表现持续占优；浆纸系大宗纸受新增产能集中投放叠加下游需求疲软影响，25年盈利持续承压，但伴随浆价底部和涨价函逐步落地，26Q1已出现修复；废纸系则受废纸价格高位拖累成本，盈利延续低迷。

图表38：重点造纸企业营收及同比增速



来源：iFind，国金证券研究所

图表39：重点纸企净利润及同比增速



2.1 行业回顾：25年盈利仍承压，2026Q1边际改善

➤ 浆纸系：盈利筑底叠加边际修复，浆纸一体龙头韧性凸显。1) 文化纸：电子化办公、电子阅读及学龄人口减少持续压制总量需求，叠加2025年155万吨双胶纸新产能投放及晨鸣产能复产可能，行业开工率长期处于历史低位，文化纸价格于25Q4触底后底部徘徊，行业整体盈利能力处于历史低位区间。多家纸企发布涨价函以稳价为主，实际落地节奏仍待观察。2) 白卡纸：联盛纸业100万吨、玖龙纸业120万吨新增产能2025年集中投放，叠加晨鸣产能复产可能，行业供给压力延续，纸价中枢承压；白卡盈利已处于历史底部区间，中长期格局优化下盈利仍有底部修复空间。3) 从重点纸企购买商品现金占营业成本比重看，26Q1环比基本企稳，纸企采购意愿初步回暖，叠加上游浆厂检修扰动，浆价或在底部宽幅震荡，浆纸一体龙头吨盈利修复弹性更强。

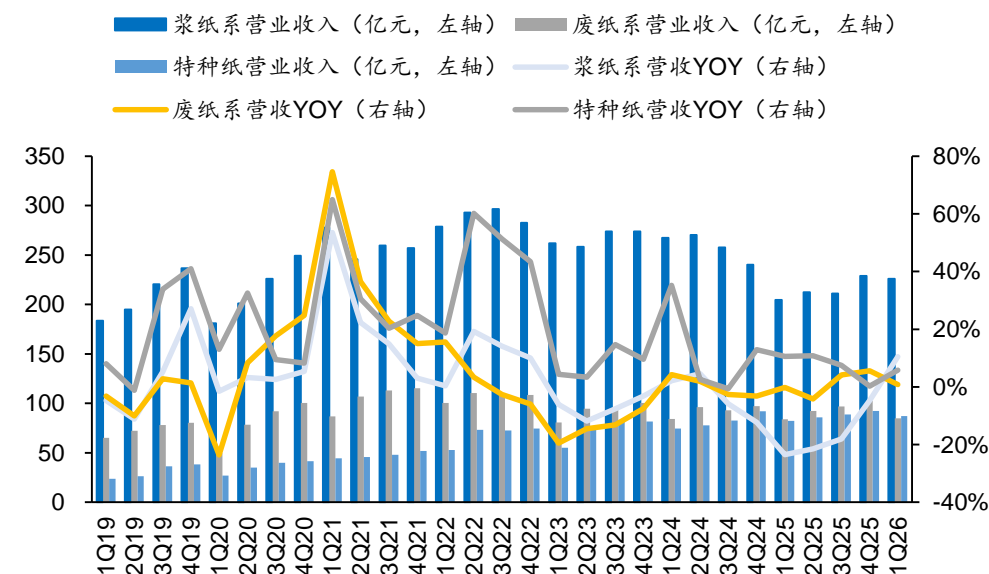
➤ 特种纸：穿越周期能力凸显，业绩韧性持续领先。装饰原纸、格拉辛纸、烟草工业用纸等细分赛道集中度高、定价周期较长，头部企业议价能力较强。仙鹤湖北/广西基地、五洲湖北浆纸一体化产能陆续投产爬坡，规模效应以及自给率提升带动单吨成本下行，仙鹤25年经营活动现金净流入规模翻倍。当前木浆价格处于底部宽幅震荡区间，头部特纸企业浆纸一体化产能持续释放、自给率提升，成本端压力相对可控。展望26年，新型烟草加速发展趋势下，HNB加热不燃烧成型纸需求弹性可期，烟草工业用纸细分赛道有望迎来新的增长动能；装饰纸、格拉辛纸等细分赛道定价周期较长，头部企业盈利弹性修复确定性较强。

➤ 废纸系：成本端高位以及供给仍偏宽松，盈利底部徘徊。废纸价格大幅上行而箱瓦纸跟涨幅度难以覆盖原料涨幅，纸企盈利持续承压；26年新增产能放缓叠加部分中小产能出清，供给压力边际改善，但需求难激增、盈利修复仍需等待终端需求实质改善。

图40：各重点纸企当季购买商品支付现金占营业成本的比重

	当季购买商品、取得劳务支付的现金/营业成本																				
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
太阳纸业	1.08	1.04	1.08	1.02	1.02	1.18	1.16	1.18	0.92	0.91	0.98	1.25	1.04	1.06	1.00	1.00	1.04	1.11	0.96	1.13	1.10
ST晨鸣	0.91	1.32	0.89	1.03	1.03	1.11	1.04	0.87	0.96	0.78	0.65	1.08	0.95	0.79	0.90	0.57	0.34	0.36	0.78	0.79	0.86
博汇纸业	0.91	0.95	0.96	0.23	0.72	0.69	0.65	1.53	0.75	1.17	0.66	0.61	0.85	0.82	0.71	0.93	0.38	1.10	0.71	0.77	0.64
岳阳林纸	0.65	0.74	0.76	1.06	1.08	0.82	0.97	0.67	0.92	0.84	1.01	0.86	0.66	0.77	0.80	1.43	1.12	0.91	1.02	1.59	1.12
华泰股份	0.83	0.97	1.06	1.21	1.08	1.13	1.21	1.08	1.11	1.23	1.07	0.95	1.05	1.25	1.20	0.69	1.10	1.45	0.73	0.82	1.06
荣晟环保	1.08	1.11	0.94	0.87	0.87	0.89	0.91	0.60	0.94	0.79	0.92	0.82	0.76	0.30	0.91	1.01	1.04	0.84	0.89	1.23	0.92
森林包装	1.26	0.82	0.98	0.45	0.54	1.10	0.97	0.64	0.84	0.86	0.98	0.75	1.14	1.04	0.78	0.74	1.25	1.04	0.91	0.48	0.81
山鹰国际	0.89	0.76	1.46	0.50	0.88	0.90	0.82	0.83	0.77	0.75	0.79	0.79	0.82	0.61	0.84	0.83	0.73	0.75	0.76	0.77	0.78
景兴纸业	1.02	0.84	0.93	1.08	0.82	0.89	0.85	0.91	0.78	0.90	0.95	1.06	1.00	0.80	0.89	0.95	1.21	0.00	0.73	0.74	0.87
仙鹤股份	0.70	0.99	1.01	0.90	0.77	0.62	0.89	0.99	1.44	0.95	0.90	0.82	1.09	1.07	0.73	0.68	0.89	0.72	1.11	0.33	0.74
民丰特纸	1.06	1.23	0.66	0.35	0.83	1.06	0.76	0.15	0.73	1.26	1.09	0.39	0.66	1.17	1.25	-0.72	0.85	1.11	1.08	0.58	1.05
齐峰新材	0.77	0.76	1.01	0.92	0.90	0.77	0.76	2.62	0.46	0.41	0.60	1.40	0.74	0.63	0.81	0.77	0.83	0.74	0.62	1.02	0.50
五洲特纸	1.02	1.00	0.71	1.34	0.83	0.74	0.94	0.76	0.99	0.98	0.79	0.73	0.91	0.89	0.66	1.43	1.05	1.04	0.98	0.94	0.97
冠豪高新	0.54	0.69	5.00	1.52	1.80	0.80	1.04	0.69	2.86	0.59	0.62	0.79	1.10	0.80	0.77	0.94	1.42	1.00	0.69	0.76	0.95
恒丰纸业	0.53	1.06	1.05	0.99	0.61	0.70	1.14	1.14	0.91	1.05	0.82	1.13	0.92	0.81	0.68	1.29	0.95	1.08	0.94	1.12	0.68
凯恩股份	0.89	1.00	0.92	1.13	0.73	0.72	0.64	1.05	1.54	-0.53	1.27	1.47	0.97	0.66	0.77	0.54	0.44	1.18	0.83	0.83	1.25
华旺科技	0.94	1.18	1.22	1.05	1.15	1.17	1.08	1.56	1.21	1.19	1.02	1.37	1.45	1.29	0.87	1.21	1.29	1.19	1.11	0.86	1.18

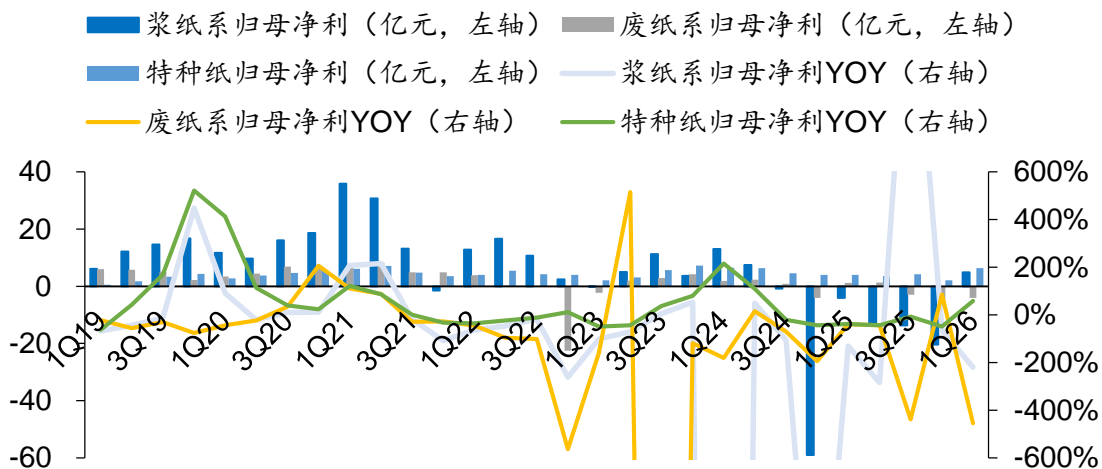
图41：分纸种季度收入及同比增速



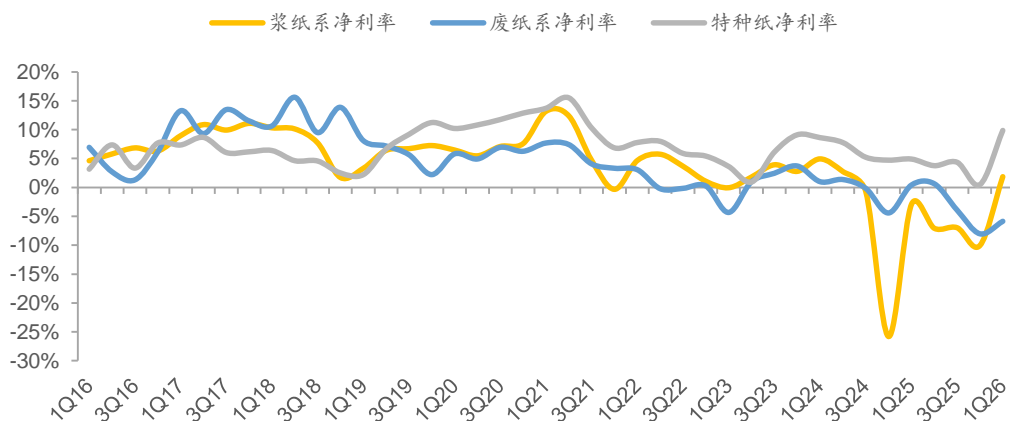
来源：iFind，国金证券研究所

2.1 行业回顾：25年盈利仍承压，2026Q1边际改善

图表42：分纸种季度净利润及同比增速



图表45：分纸种季度净利率



来源：iFind，国金证券研究所

图表43：重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
浆纸系	太阳纸业	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%	16.13%	16.74%	17.12%	17.99%	17.16%	13.96%	14.93%	15.78%	17.26%	14.07%	15.34%	14.77%
	ST晨鸣	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%	6.57%	4.38%	11.34%	12.37%	12.11%	0.82%	-40.04%	-131.92%	-43.45%	-37.40%	-11.66%	-8.62%
	博汇纸业	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%	12.58%	15.81%	17.09%	13.30%	9.30%	9.79%	6.39%	9.60%	8.60%	9.25%	10.91%	9.22%
	岳阳纸业	18.70%	17.20%	15.47%	12.55%	11.81%	8.64%	5.02%	7.64%	7.05%	8.63%	4.95%	23.85%	9.22%	11.97%	9.24%	11.32%	7.71%
废纸系	华泰股份	11.91%	10.73%	9.39%	7.82%	11.92%	11.30%	7.63%	-2.12%	9.89%	9.16%	5.97%	-0.44%	11.29%	8.16%	6.70%	1.39%	7.70%
	荣晟环保	10.05%	5.60%	5.53%	11.28%	13.20%	14.11%	15.34%	14.05%	15.90%	17.88%	16.97%	9.25%	13.50%	12.60%	11.49%	10.94%	13.02%
	森林包装	7.93%	8.91%	10.49%	10.03%	11.85%	9.84%	12.00%	14.76%	13.82%	14.05%	13.39%	14.79%	3.44%	1.15%	8.79%	6.30%	
	山鹰国际	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%	9.49%	10.15%	11.66%	9.88%	7.82%	5.73%	6.23%	9.88%	9.15%	4.88%	1.23%	2.46%
特种纸	景兴纸业	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%	4.95%	5.86%	9.32%	8.38%	6.91%	4.78%	8.08%	7.77%	10.30%	2.89%	5.63%	5.91%
	仙鹤股份	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%	8.25%	9.32%	18.05%	18.01%	17.39%	14.58%	12.83%	14.60%	12.82%	14.59%	12.87%	14.84%
	民丰特纸	13.69%	12.96%	7.81%	14.15%	10.01%	14.87%	16.19%	13.76%	14.87%	15.61%	15.50%	21.14%	16.20%	17.57%	15.99%	11.91%	10.67%
	齐峰新材	9.55%	9.31%	4.99%	7.38%	6.01%	13.20%	19.68%	15.47%	13.51%	13.44%	6.43%	7.02%	9.75%	13.01%	12.51%	12.72%	12.69%
	五洲特纸	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%	6.75%	10.72%	15.11%	12.96%	11.24%	10.68%	5.62%	8.76%	7.67%	7.63%	7.62%	9.39%
	冠豪高新	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%	2.66%	6.08%	7.04%	14.03%	9.33%	8.66%	6.73%	9.15%	4.45%	6.22%	0.67%	6.43%
	恒丰纸业	16.36%	15.86%	19.32%	17.87%	14.42%	15.05%	14.39%	23.63%	16.02%	15.21%	17.42%	21.30%	15.68%	18.60%	17.74%	25.04%	19.52%
	凯恩股份	22.38%	21.66%	14.63%	27.38%	12.77%	8.86%	18.83%	32.93%	18.94%	13.72%	20.77%	20.00%	17.87%	18.45%	16.27%	17.25%	17.66%
	华旺科技	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%	18.80%	20.61%	22.11%	20.16%	17.19%	14.14%	11.24%	13.67%	12.24%	11.52%	15.59%	17.76%

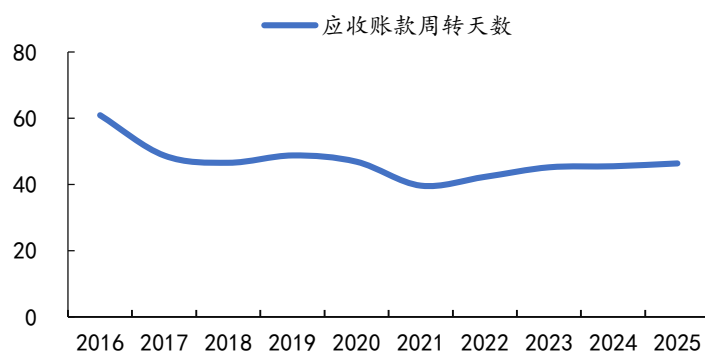
图表44：重点纸企单季度净利率变化

单季度净利率		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
浆纸系	太阳纸业	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%	7.79%	6.74%	6.59%	8.97%	9.72%	7.35%	7.24%	9.03%
	ST晨鸣	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%	-240.42%	-206.92%	-193.61%	-181.42%	-89.00%	-19.48%
	博汇纸业	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%	3.35%	5.05%	5.48%	2.29%	0.63%	0.39%	0.54%	1.17%	0.73%	0.64%	0.72%	1.24%
	岳阳纸业	7.50%	8.05%	6.87%	4.27%	3.49%	0.77%	0.75%	0.00%	4.16%	-8.00%	-2.94%	8.78%	2.27%	3.96%	1.03%	-18.94%	0.66%
废纸系	华泰股份	4.80%	3.17%	2.55%	-0.56%	2.68%	1.15%	1.21%	1.35%	3.29%	2.44%	-0.60%	-4.42%	1.81%	0.21%	0.12%	-5.14%	0.72%
	荣晟环保	13.14%	3.96%	4.37%	5.25%	15.07%	13.00%	11.67%	7.94%	16.66%	14.68%	13.55%	6.55%	13.23%	8.42%	10.21%	8.20%	13.50%
	森林包装	5.64%	5.04%	6.04%	4.19%	3.45%	4.87%	6.04%	7.97%	7.36%	6.96%	9.60%	8.64%	7.05%	-3.06%	-2.19%	3.10%	-0.90%
	山鹰国际	2.37%	-1.19%	-0.64%	0.00%	-5.92%	0.57%	2.21%	3.35%	0.41%	0.81%	-0.99%	-6.68%	0.36%	0.01%	-4.78%	-11.33%	-8.24%
特种纸	景兴纸业	5.76%	2.55%	-0.03%	-0.05%	0.81%	1.51%	1.32%	2.97%	1.63%	1.85%	0.16%	1.50%	-1.82%	5.48%	-0.87%	0.87%	1.54%
	仙鹤股份	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%	3.07%	8.28%	12.08%	12.25%	11.84%	10.11%	6.31%	7.94%	8.00%	9.94%	7.20%	7.95%
	民丰特纸	4.09%	1.16%	-0.84%	-0.18%	0.88%	3.00%	2.94%	4.52%	8.58%	3.95%	3.30%	3.73%	1.70%	3.31%	1.24%	-0.75%	-0.37%
	齐峰新材	2.48%	-0.55%	-1.49%	0.75%	-0.20%	5.41%	11.08%	8.40%	5.98%	6.46%	-0.28%	0.76%	2.20%	5.44%	4.69%	6.39%	5.06%
	五洲特纸	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%	1.12%	6.57%	9.01%	7.82%	5.84%	4.61%	1.56%	3.36%	2.61%	2.60%	2.67%	4.40%
	冠豪高新	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	-8.40%	-4.32%	2.16%	2.16%	0.31%	-1.81%	6.41%	0.06%	-4.97%	-3.80%	-19.36%	23.18%
	恒丰纸业	4.27%	4.88%	8.18%	4.86%	4.05%	5.77%	5.63%	6.77%	4.59%	5.52%	7.88%	1.67%	4.21%	10.01%	8.13%	7.66%	8.95%
	凯恩股份	5.26%	9.87%	6.75%	-1.15%	17.24%	4.83%	3.48%	-7.63%	7.83%	7.89%	5.77%	-5.23%	5.94%	7.32%	8.46%	11.17%	5.91%
	华旺科技	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%	13.53%	14.30%	17.06%	15.42%	15.61%	11.74%	6.58%	9.51%	9.63%	6.36%	8.30%	8.96%

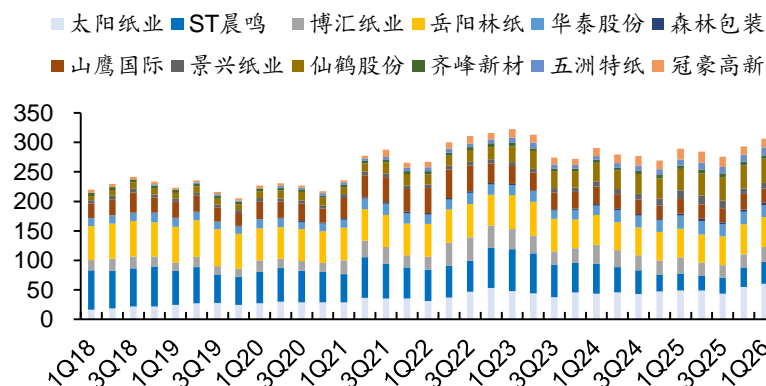
2.1 行业回顾：25年盈利仍承压，2026Q1边际改善

➤ 26Q1板块经营性净现金流回升至25.4亿元，现金流端率先反映景气修复信号。资本开支延续放缓，26Q1单季42.9亿元，同比-16.3%，浆纸系仍维持较高资本开支强度，主因头部纸企持续推进新基地建设，如太阳纸业颜店化学浆+南宁箱板纸项目，26年完工后有望进一步下行；特种纸前期规划产能陆续落地，资本开支高峰已过，单季资本开支由24Q1的24.1亿元降至26Q1的13.4亿元；废纸系资本开支整体维持低位，行业产能扩张接近尾声。板块固定资产持续攀升至1572.8亿元，特纸板块较24年翻倍，反映前期重资产投入集中转固。

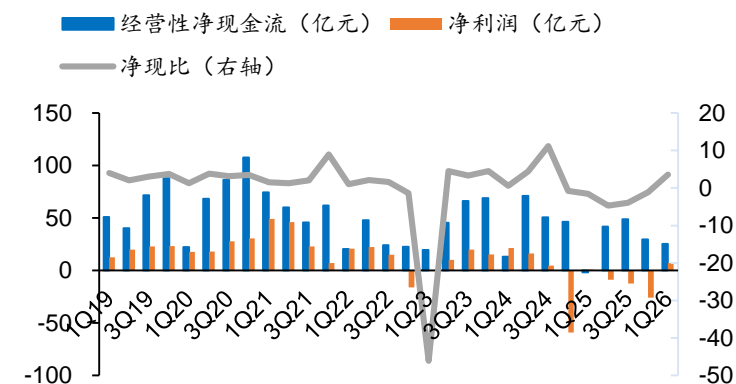
图表46：重点纸企应收账款周转天数



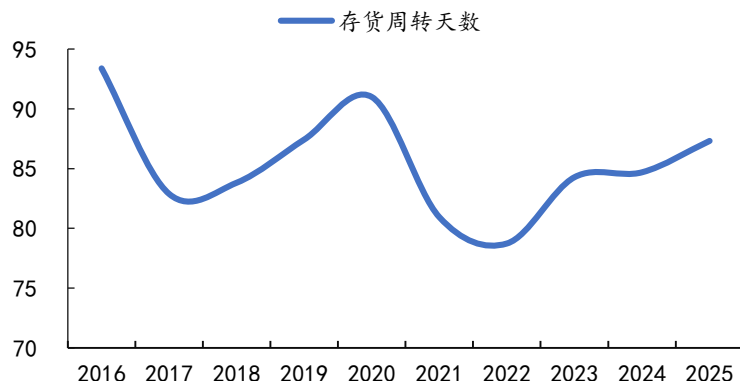
图表48：重点纸企3Q账面存货（亿元）环比下行



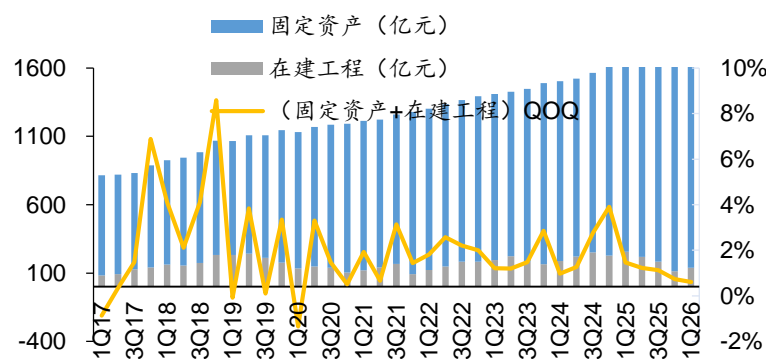
图表49：重点纸企经营性现金流与净利润



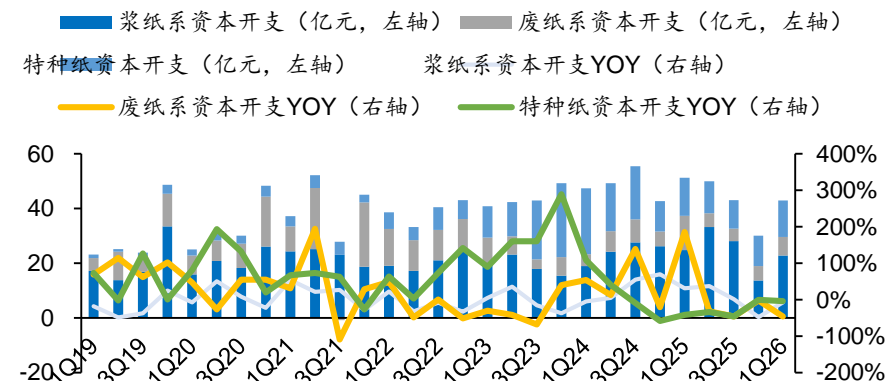
图表47：重点纸企存货周转天数



图表50：重点纸企固定资产增速放缓



图表51：重点纸企分季度资本开支及同比增速



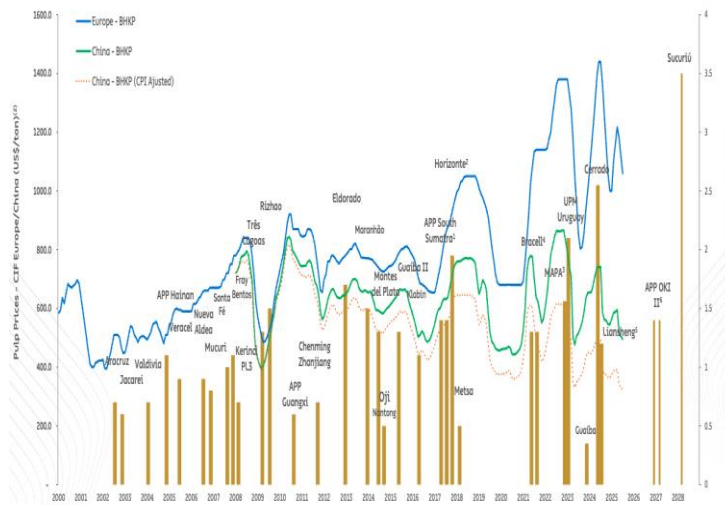
2.2 行业展望：浆价底部震荡，关注林浆纸一体化龙头与高壁垒细分特纸

- 浆价底部宽幅震荡，关注海外产能扰动和成本端支撑。25年国内纸浆新增产能超400万吨集中投放，叠加港口库存高位运行，木浆价格全年呈"短涨—趋势性下跌—底部宽幅震荡"走势，25年10月以来呈"针弱阔强"分化。展望2026年，海外下一轮大型阔叶浆产能投放预计于2028年Arauco项目落地，国内新增规模同比减少，但短期仍存释放压力；同时受海外油价、运费、化工原料上涨支撑，预计浆价以底部震荡为主，难以大幅下行，亦难形成趋势性上涨。
- 盈利修复弹性取决于细分赛道格局差异。成本控制能力强、林浆纸自给率高的大宗纸龙头有望率先兑现盈利；浆纸自给率高、布局装饰原纸/格拉辛纸/烟草工业用纸等高壁垒细分赛道的特种纸企业盈利兑现确定性更强。同时，2026年是行业资本开支由扩张转向优化的拐点，前期重资产投入纸企的折旧以及利息压力有望逐步释放，建议关注派息恢复、估值修复机会。

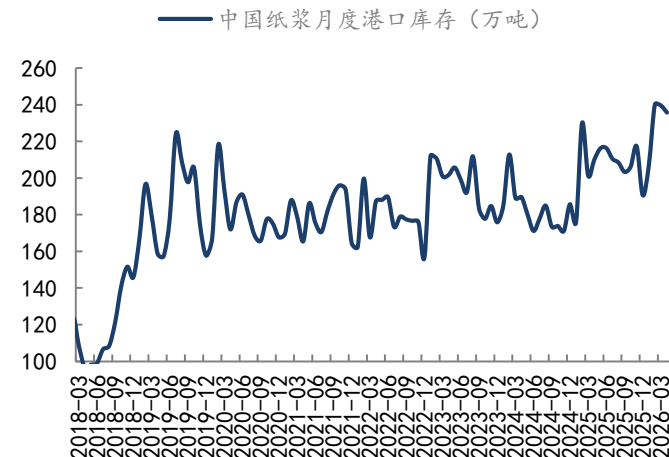
图表52：26年以来木浆价格底部震荡



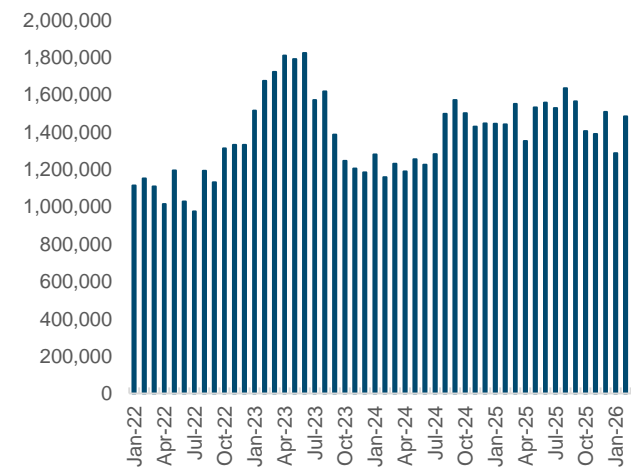
图表54：近两年海外阔叶浆新增有限，下一轮大型投放预计2028年Arauco



图表53：纸浆库存处于较高位水平



图表55：欧洲港口木浆港口库存（单位：吨）维持高位震荡



2.3 投资建议：优选林浆纸一体化龙头与高壁垒细分特纸

- 行业逐渐进入“高集中、微盈利”新阶段，26年浆纸一体化龙头的领先优势有望进一步扩大。重点推荐林浆纸一体化布局前瞻、综合成本管理能力强的大宗纸企太阳纸业；推荐格局更优、盈利兑现稳定的特种纸龙头仙鹤股份、华旺科技；关注五洲特纸、恒丰纸业（HNB）。
- 太阳纸业：**林浆纸一体化先锋，新基地投产驱动26-27年成长可兑现。**25年末公司浆纸合计总产能超1400万吨；2026年在建项目兖州颜店60万吨化学浆+南宁70万吨箱板纸预计年底投产，之后逐步开始贡献销售和盈利增量。1) 老挝基地：林木资源先发优势+低成本美废原料布局，盈利能力领先国内基地；2) 南宁基地：浆纸一体配套+成本持续优化，箱板纸盈利能力稳步提升；3) 非化石能源占比持续提升，双碳政策趋严下相对优势凸显。中长期看好公司凭借林浆纸一体化布局+精细化管理，穿越行业周期能力进一步强化。
- 仙鹤股份：**浆纸一体化产能加速释放，特种纸龙头穿越周期能力凸显。**公司以食品包装纸、烟草工业用纸、热敏纸、转印纸、装饰原纸等多品类细分赛道为核心布局，业务覆盖广、抗周期能力强。湖北仙鹤、广西仙鹤浆纸一体化基地25年起陆续投产爬坡，规模效应和自给率提升带动单吨成本持续下行，25年经营活动现金净流入规模同比接近翻倍。叠加木浆价格处于底部宽幅震荡区间，公司成本端压力相对可控；新型烟草加速发展趋势下，烟草工业用纸细分赛道有望迎来新的需求增量。中长期看好公司在特纸细分赛道的格局优势叠加浆纸一体化推动的盈利修复弹性。

03 轻工个护：线上逐渐恢复投流&提 质提效，线下基本盘稳固

3.1 回顾：线上逐步恢复投流&提质提效，线下基本盘稳固

3.1.1 收入端：个护板块线上压力仍存，线下相对稳健

- 收入端：重点公司25Q4/25H2/26Q1收入同比+4.6%/+7.7%/+5.5%，2025年整体体现出较强收入韧性，但节奏上25Q4和25H2受渠道调整、费用投放策略变化影响，部分公司主动优化渠道结构和投放节奏，较前三季度放缓；26Q1线下扩张与经营修复带动收入逐渐修复，但仍处于较弱阶段。整体来看，卫生巾、牙膏为代表的个护公司，虽然线上竞争仍在加剧、平台流量成本持续抬升，但产品端依托创新型爆品稳步推出、渠道端通过线下扩张和线上提质并行，收入端相对稳健。行业层面，卫生巾和牙膏仍处于“量稳价增”的成熟升级阶段，增长更多由高端化和价格升级驱动。
- 分品牌看：【百亚股份】25年外围省份高速增长，电商渠道阶段性承压，产品结构持续优化。25年线下渠道营收20.62亿元（同比+27.6%）。其中，外围省份延续高增态势，营收8.34亿元（同比+92.3%），成为公司核心增长引擎。公司聚焦资源重点开拓广东、湖南、湖北等省份。核心五省（川渝云贵陕）营收12.29亿元（同比+3.9%），保持稳健增长。电商渠道阶段性承压，营收13.43亿元（同比-11.9%），主要受短期舆情、平台策略变化及费用投放效率不佳等因素影响。1Q26线下渠道营收7.27亿元，同比+11.8%；电商渠道营收3.12亿元，同比略有下降。【登康口腔】25年电商/经销收入分别5.88/10.93亿元（同比+22.33%/+5.90%）。公司25年主动调整投放策略，聚焦ROI，带动电商毛利率提升6.39pct至60.33%。线下渠道在行业整体承压背景下市场份额稳步提升，其中牙膏线下零售额份额行业第三。公司持续推进产品高端化战略，成人牙膏营收13.80亿元（同比+10.71%）；电动牙刷实现45.72%的高速增长。

图表58：个护重点公司营业收入变化情况

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)													收入同比						
			24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1
个护	003006.SZ	百亚股份	7.7	7.7	15.3	7.9	9.3	17.2	10.0	7.7	17.6	8.6	8.7	17.3	10.6	30.1%	0.2%	15.1%	8.3%	-6.4%	0.4%	6.0%
	001328.SZ	登康口腔	3.6	3.4	7.0	3.5	5.1	8.6	4.3	4.1	8.4	3.9	4.9	8.7	5.0	19.4%	20.1%	19.7%	10.5%	-3.9%	2.0%	15.1%
	605009.SH	豪悦护理	6.4	6.7	13.1	7.3	8.9	16.2	9.1	8.5	17.6	9.6	10.4	20.0	9.7	42.4%	26.1%	34.0%	31.6%	16.8%	23.5%	7.0%
	301009.SZ	可靠股份	2.8	2.4	5.2	2.7	2.9	5.6	2.8	2.7	5.5	2.8	3.2	6.0	2.9	-1.0%	13.0%	5.4%	4.6%	10.8%	7.8%	4.0%
	002511.SZ	中顺洁柔	18.5	21.8	40.2	19.3	22.0	41.3	20.7	22.6	43.3	21.5	23.0	44.5	22.0	12.1%	3.9%	7.7%	11.1%	4.8%	7.8%	6.3%
	1044.HK	恒安国际	-	-	118.4	-	-	108.3	-	-	118.1	-	-	112.6	-	-	-	-0.2%	-	-	4.0%	-
	300888.SZ	稳健医疗	19.1	21.2	40.3	20.4	29.1	49.4	26.1	26.9	53.0	26.0	30.5	56.5	26.8	36.5%	26.7%	31.3%	27.7%	5.0%	14.3%	2.8%
个护合计			58.0	63.2	239.6	61.1	77.2	246.6	72.9	72.5	263.5	72.3	80.7	265.6	76.9	25.6%	14.7%	10.0%	18.4%	4.6%	7.7%	5.5%

3.1回顾：线上逐步恢复投流&提质提效，线下基本盘稳固

3.1.1收入端：个护线上压力仍存，1Q卫生巾/牙膏同比+1%

- 在投流税自2025/10/01落地、平台ROI普遍收缩的大背景下，电商端卫生巾与牙膏在25Q4与26Q1呈现总量放缓趋势，25Q4卫生巾线上大盘同比仅低个位数修复（Q4+2%），头部国货品牌分化显著；牙膏品类25Q4进入控费提效阶段，线上同比+11%。
- 26Q1，两大品类的电商修复节奏均弱于往年旺季，大盘同比较弱（卫生巾、牙膏均+1%），同时企业普遍压降抖音投放、转向抖音打爆+猫京承接+线下收割的闭环，利润端优先级提升。

图表59：个护（卫生巾/牙膏）线上GMV变化情况



来源：久谦，国金证券研究所

3.1回顾：线上逐步恢复投流&提质提效，线下基本盘稳固

3.1.1盈利端：Q4费用端承压，1Q利润弹性显著优于收入

- 盈利端：重点公司25Q4/25H2/26Q1归母净利润同比增速分别为-52.9%/+14.1%/+6.1%。Q4在平台策略调整与ROI压力叠加下利润短期承压，Q1通过电商提质控费+线下基本盘稳健+高毛利结构升级实现修复，利润弹性显著优于收入。具体来看：1) 从盈利能力角度，卫生巾/牙膏品牌受费用压力与竞争加剧影响，25Q4盈利表现偏弱；26Q1在投放结构优化与渠道结构调整下净利率回升；2) 从品类结构看，功能高端化单品对结构与毛利的拉动更清晰，体量大且差异化难度高的价格带/单品在竞争期盈利承压。
- 分品牌看，头部企业普遍由达播转向自播/店播与内容种草，多平台协同强化ROI；百亚股份25Q4净利率转负、26Q1恢复至10%；登康口腔25Q4利润韧性较强、26Q1归母净利润+20%，线上控投放保ROI、线下与医研高端产品结构升级带动利润持续改善。

图表59：个护重点公司归母净利变化情况

行业分类	代码	公司名称	归母净利润 (亿元)												归母净利润同比							
			24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1
个护	003006.SZ	百亚股份	1.0	0.8	1.8	0.6	0.5	1.1	1.3	0.6	1.9	0.6	-0.4	0.2	1.4	27.3%	-25.5%	4.6%	-3.9%	-174.4%	-81.5%	10.0%
	001328.SZ	登康口腔	0.4	0.4	0.7	0.5	0.4	0.9	0.4	0.4	0.9	0.5	0.5	1.0	0.5	15.6%	19.7%	17.6%	11.4%	4.5%	8.1%	20.0%
	605009.SH	豪悦护理	0.9	1.1	1.9	1.0	0.9	1.9	0.9	0.6	1.5	0.5	0.3	0.8	0.8	5.7%	-46.5%	-23.5%	-45.4%	-69.2%	-56.8%	-7.8%
	301009.SZ	可靠股份	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	1.4%	98.4%	21.8%	74.3%	-10.6%	-1.5%	-89.9%
	002511.SZ	中顺洁柔	1.0	-0.1	0.9	-0.3	0.2	-0.1	0.7	0.8	1.5	0.8	0.9	1.7	1.0	-30.1%	-1159.9%	71.4%	335.4%	274.7%	-1719.6%	53.8%
	1044.HK	恒安国际	-	-	14.1	-	-	8.9	-	-	13.7	-	-	11.6	-	-	-	-2.6%	-	-	30.6%	-
	300888.SZ	稳健医疗	1.8	2.0	3.8	1.7	1.4	3.1	2.5	2.4	4.9	2.4	0.4	2.8	2.5	36.3%	20.7%	28.1%	42.1%	-74.7%	-11.3%	1.2%
个护合计			5.2	4.2	23.5	3.4	3.6	15.9	6.0	4.9	24.7	4.8	1.7	18.1	6.4	14.6%	17.8%	4.9%	42.3%	-52.9%	14.1%	6.1%

3.1回顾：线上逐步恢复投流&提质提效，线下基本盘稳固

3.1.1盈利结构：Q4费用端抬升明显，Q1毛利上行&费用管控改善明显

➤ 25Q4费用端抬升是盈利下滑主因。行业层面线上渠道格局趋于多元、平台策略频繁，品牌为稳住声量与份额加大营销投放，叠加电商端ROI走弱，导致销售费用率显著抬升；与此同时，成熟赛道通过高端化/渠道结构优化对毛利率形成支撑，但对冲不足，净利率回落。

➤ 26Q1利润修复路径多依靠毛利提升&销售费用管控。百亚中高端产品占比提升毛利率抬升，同时费用投放效率相对改善，净利率修复；登康因线下放量毛利率同比小幅下滑，但一季度主动收缩线上投流、费用管控强化，净利率仍实现同比提升，利润质量上行。

			毛利率												
行业分类	代码	公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
个护	003006.SZ	百亚股份	46.86%	48.45%	51.60%	53.20%	54.36%	54.44%	55.80%	48.96%	53.32%	53.14%	55.55%	55.22%	58.52%
	001328.SZ	登康口腔	44.11%	46.88%	43.89%	48.43%	45.36%	53.92%	49.62%	55.51%	49.57%	45.90%	56.58%	52.59%	
	605009.SH	豪悦护理	23.06%	28.08%	27.21%	29.04%	27.71%	30.30%	27.01%	26.96%	34.67%	31.36%	29.20%	30.98%	33.25%
	301009.SZ	可靠股份	16.59%	18.72%	20.62%	15.30%	20.39%	23.77%	20.72%	18.79%	24.30%	23.62%	22.55%	25.30%	23.85%
	002511.SZ	中顺洁柔	27.46%	29.20%	34.04%	39.94%	34.52%	31.40%	27.25%	29.85%	30.85%	34.25%	36.71%	34.05%	34.37%
	1044.HK	恒安国际	-	31.04%	-	33.70%	-	33.26%	-	32.31%	-	32.28%	-	33.84%	-
	300888.SZ	稳健医疗	50.97%	52.05%	47.03%	45.75%	47.62%	49.70%	47.00%	45.61%	48.46%	48.21%	48.29%	45.87%	48.92%

			销售费用率												
行业分类	代码	公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
个护	003006.SZ	百亚股份	22.83%	25.91%	34.20%	38.77%	34.42%	36.14%	41.51%	38.33%	33.99%	39.52%	42.43%	51.94%	37.32%
	001328.SZ	登康口腔	23.05%	29.49%	26.31%	33.22%	31.74%	28.50%	33.51%	33.39%	38.56%	34.35%	25.51%	38.34%	35.77%
	605009.SH	豪悦护理	4.19%	4.55%	4.06%	7.10%	7.47%	6.92%	6.22%	8.34%	14.84%	16.93%	16.92%	20.20%	16.35%
	301009.SZ	可靠股份	6.56%	9.17%	10.45%	11.18%	8.17%	15.18%	13.19%	9.47%	8.85%	13.65%	13.41%	12.77%	11.57%
	002511.SZ	中顺洁柔	16.69%	22.60%	20.92%	27.60%	20.47%	22.43%	21.28%	22.00%	20.39%	22.05%	23.71%	19.69%	21.37%
	1044.HK	恒安国际	-	15.04%	-	14.95%	-	15.18%	-	16.27%	-	15.92%	-	16.87%	-
	300888.SZ	稳健医疗	20.00%	25.60%	27.82%	29.66%	25.03%	27.20%	25.54%	23.67%	22.28%	25.07%	23.71%	24.97%	22.82%

			管理费用率												
行业分类	代码	公司名称	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
个护	003006.SZ	百亚股份	3.90%	3.70%	3.08%	2.95%	2.72%	3.11%	4.34%	4.07%	2.45%	2.24%	2.80%	3.89%	3.14%
	001328.SZ	登康口腔	4.11%	4.98%	4.03%	6.26%	3.80%	4.39%	4.38%	5.84%	3.47%	3.30%	4.76%	5.44%	3.15%
	605009.SH	豪悦护理	3.21%	2.81%	2.83%	0.64%	2.83%	3.17%	3.02%	1.40%	3.20%	3.30%	3.11%	1.66%	3.11%
	301009.SZ	可靠股份	2.00%	3.67%	4.80%	3.25%	3.14%	3.33%	3.53%	5.89%	4.22%	4.83%	4.82%	4.94%	4.68%
	002511.SZ	中顺洁柔	3.50%	4.44%	6.05%	3.64%	5.67%	5.95%	4.75%	4.39%	4.04%	4.96%	5.27%	4.69%	4.55%
	1044.HK	恒安国际	-	5.98%	-	6.38%	-	5.71%	-	6.28%	-	6.21%	-	6.37%	-
	300888.SZ	稳健医疗	6.32%	7.36%	8.07%	12.11%	7.95%	7.42%	7.77%	7.08%	8.35%	8.13%	8.43%	6.55%	8.00%

3.2 行业展望&投资建议

➤ 短期看，25Q4在电商平台策略变化与ROI下行下，品牌普遍从追规模切换为保质量，利润端以费用收敛与投放结构优化为核心；进入26Q1，线下基本盘修复与高毛利结构上移带动盈利改善，尤其是具备差异化大单品与线下渗透能力的公司表现突出。

①自上而下优先选择竞争格局相对稳健的细分子赛道（牙膏>卫生巾）、以及自下而上优选具备差异化创新产品力的优质公司，节奏上关注各家新品进展&618进展；

②线下渠道成长逻辑：关注线下渠道成长逻辑的兑现斜率：卫生巾品牌全国化进程（百亚外围省份）、牙膏借升级产品提升高线城市份额。

1) 百亚股份：优秀&灵活的组织机制和能力在国货卫生巾品牌中仍具备稀缺性。公司短期依托持续推新迭代强化品牌力，后续新品或加速对增量人群/价格带进一步渗透，继续积极变革应对电商挑战。中期来看，公司线下突破趋势较优，后续有望加速全国渗透&中高端品牌升级，线下渠道发展成效有望加速显现。根据尼尔森数据，2025年公司“自由点”品牌卫生巾产品全国销售额份额排名提升至第三，本土品牌中排名第二，行业地位稳固。我们预计，随着外围市场规模持续扩大、费效比改善，以及电商业务回归健康增长，公司盈利弹性有望进一步释放。

2) 登康口腔：短期看份额提升逻辑清晰，中长期布局口腔大健康打造新曲线。公司作为抗敏感细分龙头（市占率超60%），短期依托电商爆品驱动&线下渠道深耕，高端产品推动盈利结构优化，份额提升逻辑有望加速兑现；中长期依托研发积淀及渠道基础，积极向口腔医疗、口腔美容等高潜力领域延伸，有望打开第二增长曲线。公司“十五五”战略规划提出“营业收入和利润总额”双翻番的目标，彰显长期发展信心。2026年公司预计加快推陈出新，聚焦“提质增效”和高端化；同时，公司将探索海外市场，全年业绩弹性可期。分红方面，公司2025年度利润分配预案为每10股派发现金红利8.50元(含税)，占当期归母净利润的比例为80.82%。

04 潮玩宠物AI眼镜：潮玩高基数下多元破局，AI眼镜逐步迈入放量阶段

4.1 回顾：潮玩高基数下多元破局，AI眼镜逐步迈入放量阶段

4.1.1 公司端：头部潮玩高基数下保持高增，传统轻工转型有所改善

➤ **潮玩新消费**: 重点公司25H2收入同比+55.2%，归母净利润同比+113.9%。25H2 情绪消费/IP赛道仍延续相对高景气，业绩加速兑现，泡泡玛特在跨品类与内容化延展上加速试水，布鲁可则以海外斜线推进；传统轻工消费品公司整体仍处于情绪消费/IP化的打法磨合期，边际改善但分化加大；AI眼镜方面在项目量产初期，业绩端逐渐显现。

➤ **【泡泡玛特】** 25年LABUBU前方高能系列的巨大成功带动公司海外收入增至162.7亿元（同比+221%），占比提升至约44%；中国地区多IP、多业态、多玩法带动收入高增，期末内地注册会员数增至7258万人，对目标客群的渗透率提升至约16%。26Q1国内/海外销售表现分化，海外销售淡季增速放缓，内地热门IP上新驱动下延续高增。后续催化中国地区关注乐园、甜品店等新业态拓展，海外关注大IP联名款及LABUBU 4.0系列发售情况。**【晨光股份】** 九木杂物社1Q表现亮眼，实现营收4.51亿元，同比+16.11%。九木杂物社为晨光品牌和产品升级的桥头堡，公司正更多的打通九木杂物社与传统渠道的链接，部分品类如书写工具，经过九木杂物社的验证后传导到传统渠道，有望带动公司整体的产品结构优化及盈利中枢抬升。

图表：潮玩新消费重点公司营业收入变化情况

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)													收入同比						
			24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1
潮玩新消费	603899.SH	晨光股份	54.9	55.7	110.5	60.6	71.1	131.8	52.4	55.6	108.1	65.2	77.4	142.6	55.30	-4.4%	0.0%	-2.2%	7.5%	8.7%	8.2%	5.4%
	9896.HK	名创优品	37.2	40.4	77.6	45.2	47.1	92.4	44.3	49.7	93.9	58.0	62.5	120.5	-	18.9%	23.1%	21.1%	28.2%	32.7%	30.5%	-
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	45.6	-	-	84.8	-	-	138.8	-	-	232.4	-	165%	170%	-	204.4%	245%-250%	-	174.1%
	0325.HK	布鲁可	4.7	5.8	10.5	-	-	11.9	-	-	13.4	-	-	15.8	-	-	-	27.9%	-	-	31.9%	-
	300703.SZ	创源股份	3.25	5.07	8.3	5.53	5.54	11.08	4.55	5.42	10.0	6.05	5.43	11.5	4.97	40.0%	6.9%	19.8%	9.3%	-2.1%	3.6%	9.3%
	2276.HK	康耐特光学	-	-	9.8	-	-	10.8	-	-	10.8	-	-	11.0	-	-	-	11.0%	-	-	1.6%	-
	301101.SZ	明月镜片	1.9	1.9	3.9	2.0	1.9	3.9	2.0	2.0	4.0	2.3	2.0	4.3	2.33	2.6%	4.7%	3.7%	14.6%	7.5%	11.2%	18.3%
潮玩新消费合计			101.9	108.8	266.1	113.4	125.7	346.6	103.2	112.7	379.0	131.5	147.3	538.0	62.6	1.3%	3.6%	42.4%	16.0%	17.2%	55.2%	-39.4%

图表：潮玩新消费重点公司归母净利润变化情况

行业分类	代码	公司名称	归母净利润(亿元)													归母净利润同比						
			24Q1	24Q2	24H1	24Q3	24Q4	24H2	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1
潮玩新消费	603899.SH	晨光股份	3.8	2.5	6.3	3.9	3.7	7.6	3.2	2.4	5.6	3.9	3.6	7.5	3.37	-16.2%	-5.6%	-12.0%	0.6%	-3.2%	-1.3%	5.9%
	9896.HK	名创优品	5.9	5.9	11.8	6.5	8.1	14.5	4.2	4.9	9.1	4.4	-1.4	12.1	-	-29.0%	-17.1%	-23.0%	-31.9%	-117.6%	-17.1%	-
	9992.HK	泡泡玛特	-	-	9.2	-	-	22.0	-	-	45.7	-	-	82.0	-	-	-	396.6%	-	-	272.1%	-
	0325.HK	布鲁可	0.44	-3.02	-2.58	-	-	-1.43	-	-	2.97	-	-	3.37	-	-	-	-215.1%	-	-	-335.7%	-
	300703.SZ	创源股份	0.06	0.31	0.4	0.22	0.48	0.7	0.21	0.29	0.5	0.30	-0.19	0.1	-0.19	218.3%	-5.5%	33.0%	34.2%	-139.2%	-84.5%	-193.4%
	2276.HK	康耐特光学	-	2.1	-	-	2.2	-	-	2.7	-	-	2.9	-	-	30.6%	-	-	30.1%	-	-	-
	301101.SZ	明月镜片	0.4	0.5	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5	1.0	0.5	0.4	1.0	0.6	11.7%	3.4%	7.4%	11.6%	10.2%	10.9%	19.1%
潮玩新消费合计			10.6	6.2	28.1	11.1	12.7	46.6	8.0	8.1	67.5	9.2	2.5	108.9	3.7	-24.2%	30.1%	140.4%	109.6%	-80.7%	133.9%	-53.4%

来源：iFind，国金证券研究所

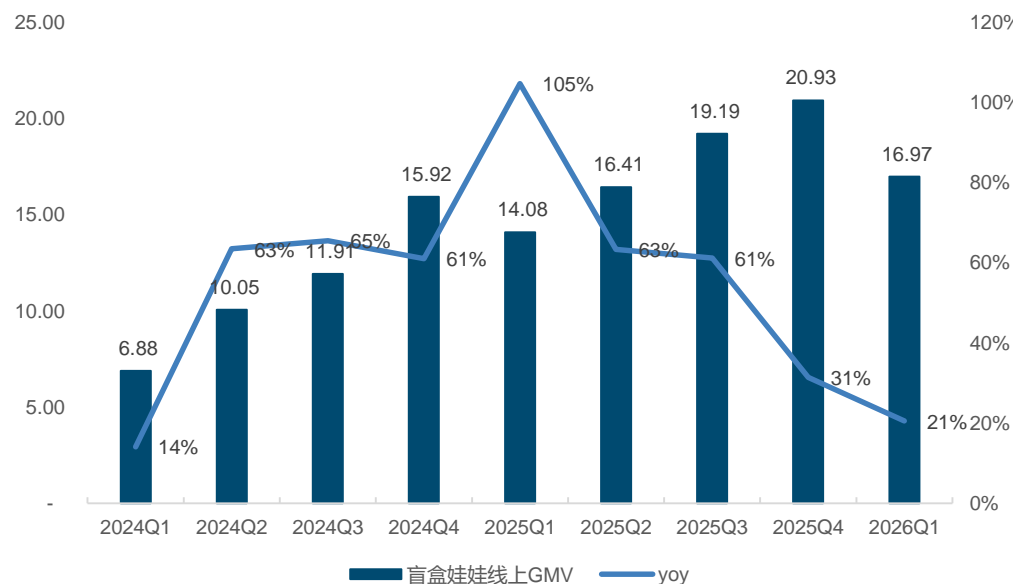
4.1 回顾：潮玩高基数下多元破局，AI眼镜逐步迈入放量阶段

4.1.2 行业端：盲盒娃娃/XR设备1Q线上GMV同比+21%/+25%

①潮玩：盲盒娃娃品类25Q4/26Q1同比+31%/+21%，Q4整体行业增长放缓，但头部品牌在流量、IP孵化、渠道和用户复购上的优势进一步放大。泡泡玛特在跨品类与内容化延展上加速试水，布鲁可则以海外斜线推进。

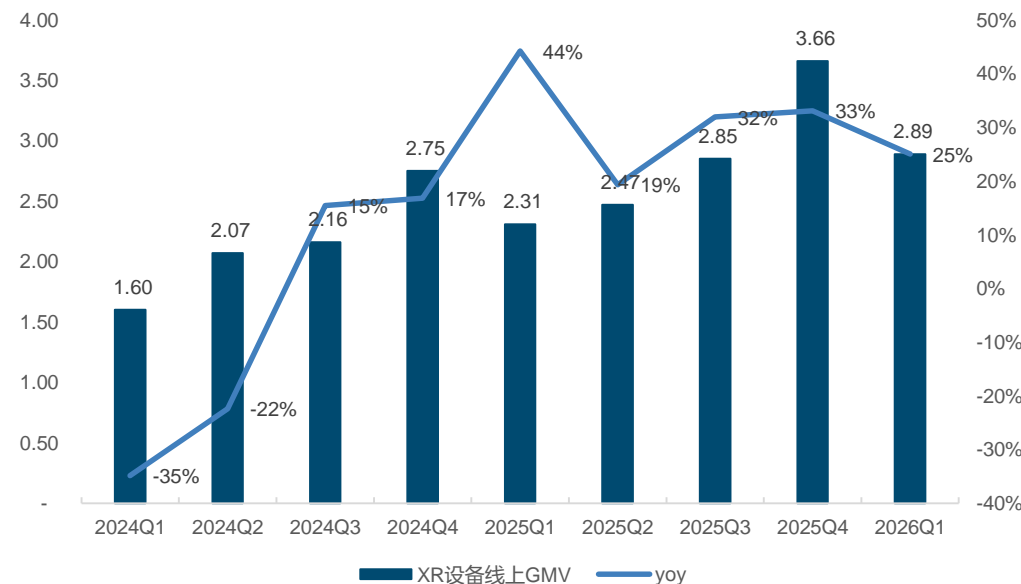
②XR设备：25Q4/26Q1同比+33%/+25%。AI眼镜新品密集期驱动下维持高增，赛道热度与竞争强度同步抬升。海外Meta领跑、国内雷鸟等头部站稳份额，生态与供应链卡位成为竞争焦点；行业在高退货率与“性能-重量-续航”不可能三角的现实约束中加速迭代，政策补贴边际改善消费渗透。

图表：盲盒娃娃线上销售情况



来源：久谦中台，国金证券研究所

图表：XR设备线上销售情况



来源：久谦中台，国金证券研究所

4.2 行业展望&投资建议：关注潮玩龙头/AI眼镜关键卡位标的

- 潮玩新消费：1) 潮玩：重点关注潮玩龙头泡泡玛特、布鲁可等以及积极转型IP开发的传统头部企业、受益产业红利扩散的细分环节标的。2) AI眼镜：产业趋势爆发前期，跟踪大厂突破性产品/放量节奏，重点围绕绑定优质大厂的具备品牌力的镜片制造标的。重点关注 1) 26年科技大厂新品发布节奏；2) 镜片关键卡位标的，如康耐特光学等。
- 1) 泡泡玛特：公司采用直营+自有IP的商业模式，持续孵化热门IP。我们认为公司具备1) 优秀的IP筛选体系：头部IP依赖度降低且仍保持较强成长生命周期的活力。2) 领先的优质运营能力：滋养型长线培育模式保障产品输出质量。公司积极多元品类拓展，丰富IP变现模式。出海伴随能力夯实由近到远辐射全球；IP本地化运营能力不断迭代、高势能店铺+明星助力+社媒精细化运营助力破圈。中期对标乐高，我们认为公司在开店（拓区域、优质铺位获取能力）、精细化运营方面都有较大提升空间。
- 2) 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，在各个价格段具备突出的质价比优势，为终端动销与品牌口碑夯实基础；渠道力方面，线下渠道密度扩张聚焦下沉市场，精准触达校边店核心用户；用户力方面，公司通过会员Club、BFC 赛事体系及KOL/KOC/UGC多端共创，逐步沉淀圈层“语言”，强化用户粘性与复购。中期成长驱动为人群破圈&出海扩张，看好26年成人向拓展、出海、积木车新品类。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。出海方面公司一方面依托中国供应链实现标准化生产与成本控制，另一方面通过丰富IP储备与高频推新的SKU体系维持产品新鲜感与可玩性。
- 3) 康耐特光学：公司作为国内镜片第一制造企业，受益于产品结构优化、客户开拓等，边际成长呈加速趋势。标准化镜片高折射率方向清晰，定制镜片盈利优势凸显；自动化强化成本管控，提升人效、强化品质稳定性。中长期来看，我们认为成长驱动因素：1) AI硬件落地开拓新篇章。2) 自主品牌建设加深，传统需求老树新芽驱动客单提升。公司目前XR业务进展顺利，部分国内客户的重点项目已顺利进入量产，新建的XR镜片生产线也于25H2投产，为海外重点项目量产做足准备。公司与歌尔光学成立合资企业，并于投资入股Rokid母公司灵伴科技，深度绑定产业链龙头，预计XR业务在2026年将开始有明显的收入和利润贡献。

4.3 行业回顾：宠物板块内销竞争加剧，外销关税影响仍待消化

➤ **宠物**：行业成长属性仍在，市场竞争加剧，期待毛销差拐点。1) 宠物食品升级需求带动中高端品牌结构性增长，乖宝旗下的弗列加特、中宠旗下的领先均实现高双位数增长；鲜肉、烘焙等升级方向明确，产品结构高端化+渠道优化带动品牌毛利率持续提升。2) 市场竞争加剧：自主品牌具备高毛利高费投的特征，其收入占比提升带动综合毛利率和销售费用率同步上行，而市场竞争加剧导致头部公司25年&26Q1毛销差收窄，短期关注大单品生命周期/新品表现/行业标准提升对销售费用率回落的积极影响。

1) **外销**：25年宠物食品和用品出口受特朗普关税2.0影响表现承压，部分前瞻性布局海外产能的企业受益于订单转移、增速表现更优，但毛利率受关税分摊影响；汇率波动影响25Q4/26Q1短期业绩，后续影响有望弱化；原材料成本上涨存在风险，但调价机制成熟，或有滞后但可充分疏导。

2) **内销自主品牌**：行业成长红利仍在释放，其中食品因其需求刚性和高频复购的特征，成长性优于用品。消费升级趋势下，宠粮中高端品牌结构性增长，例如乖宝旗下的高端品牌弗列加特及麦富迪旗下的升级品类BARF系列，中宠旗下的高端品牌领先及顽皮旗下的升级品类小金盾系列，均在25年收获高于行业平均的增长。618以来行业竞争加剧导致销售费用率提升，龙头公司选择接受短期业绩承压提升市占率，腰部公司选择改善盈利保守增长，报表端表现分化。我们认为中国宠物食品行业发展仍处在早期，利润率及市场集中度仍有较大提升空间；头部公司运营能力和品牌打法成熟，且规模效应下资金优势显著，费投压力下中小企业推出有望加速，格局改善后利润释放潜力可期。

图表61：重点宠物板块公司国内外增速、占比梳理

		增速	24H1	24H2	2024A	25H1	25H2	2025A			占比	24H1	24H2	2024A	25H1	25H2	2025A
宠物食品	002891.SZ 中宠股份	国内	23.9%	35.7%	30.3%	38.9%	27.4%	32.4%	国内	002891.SZ 中宠股份	30.1%	28.0%	29.0%	31.6%	31.8%	31.7%	
		国外	16.0%	13.6%	14.6%	17.6%	3.6%	9.8%			国外	69.9%	72.0%	71.0%	68.4%	68.2%	68.3%
	300673.SZ 佩蒂股份	国内	-3.3%	-29.9%	-17.6%	17.2%	-23.2%	-1.2%	国内	300673.SZ 佩蒂股份	32.9%	20.4%	24.8%	18.5%	16.2%	17.4%	
		国外	108.3%	-6.7%	29.1%	-21.0%	-9.1%	-15.1%			国外	67.1%	79.6%	75.2%	81.5%	83.8%	82.6%
	301498.SZ 乖宝宠物	国内	-	-	24.0%	-	-	40.8%	国内	301498.SZ 乖宝宠物	-	-	66.2%	-	-	67.7%	
		国外	-	-	15.7%	-	-	4.5%			国外	-	-	33.8%	-	-	32.3%
宠物用品	001206.SZ 依依股份	国内	28.7%	15.1%	21.1%	8.0%	22.2%	15.6%	国内	001206.SZ 依依股份	6.6%	7.6%	7.1%	6.6%	6.3%	6.4%	
		国外	29.3%	40.9%	35.4%	9.4%	-22.7%	-8.2%			国外	93.4%	92.4%	92.9%	93.4%	93.7%	93.6%
	001222.SZ 源飞宠物	国内	166.2%	41.7%	73.4%	136.8%	61.3%	90.7%	国内	001222.SZ 源飞宠物	6.3%	14.3%	10.8%	13.4%	14.8%	14.2%	
		国外	16.9%	35.7%	27.1%	31.4%	16.3%	22.7%			国外	93.7%	85.7%	89.2%	86.6%	85.2%	85.8%
	301335.SZ 天元宠物	国内	44.4%	71.2%	57.0%	11.9%	-4.9%	3.3%	国内	301335.SZ 天元宠物	48.1%	41.5%	44.8%	55.7%	48.6%	51.8%	
		国外	6.5%	28.6%	18.4%	17.9%	11.8%	14.3%			国外	51.9%	58.5%	55.2%	44.3%	51.4%	48.2%

来源：ifind，国金证券研究所

4.3 行业展望&投资建议：看好长期格局改善和盈利提升空间，关注估值底部区间的行业龙头

- 我们观察到2025年宠物数量增长趋势放缓，但消费升级的结构性增长红利仍在释放。产品力来看，高鲜肉、烘焙粮的品类升级红利边际减弱，新一轮升级转向如美毛、肠道、体重管理等更细分营养需求；渠道来看，传统电商、直播电商结构趋于稳定，品牌力提升带动经销/直销结构优化，进一步释放毛利率。综合来看，在新宠主增速放缓，产品和渠道结构升级红利边际减弱背景下，行业中腰部品牌弯道超车的窗口收紧，自主品牌初具规模、已形成自造血能力，拥有自建高端产能、研发团队和运营能力得到验证的市场团队的企业具备优势，市场领先地位有望得到维持。
- 1) 中宠股份：自主品牌延续高增，全球化供应链布局先发优势壁垒显著。1) 国内：内销顽皮完成品牌定位和产品线梳理调整，“出口第一、入口安心”的宣传口号塑造高品质宠粮品牌形象占领心智，围绕小金盾系列升级产品+拓品类；领先瞄准烘焙粮品类，团队运营和营销能力反复验证，内销规模与盈利双提升可期。2) 全球化产业链：美加墨新产能持续爬坡，全球化供应链灵活应对地缘局势变化，市场份额有望持续提升。
- 2) 乖宝宠物：行业发展窗口期战略性增加费投，聚焦长期升级潜力和品牌价值。公司从25年下半年到26Q1对内销业务进行一系列主动调整，对短期经营产生影响。麦富迪/弗列加特3月分别举办品牌战略升级和《鲜肉精准营养红皮书》发布会，基于公司长期研发构建的WarmData天性大数据，聚焦“更懂犬猫”、“精准营养”等喂养理念，分别推出升级版新品。基于公司消费者需求洞察力优势，看好上新节奏恢复带动自主品牌GMV增速回升。

05

两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，结构升级+格局优化驱动长期成长

5.1行业回顾：以旧换新驱动25年高景气，新国标+高基数压制26Q1

- 回顾25年，两轮车板块在以旧换新政策强力驱动+新国标切换前抢装效应下，量利双创历史新高，板块公司收入端普遍快速增长、盈利端弹性更优——头部上市公司凭借优质产品和终端渠道规模性，受益于以旧换新对量的拉动，政策补贴也加快产品升级、头部品牌加快用户获取，整体量价齐升趋势显著。进入26Q1，受新国标全面实施供需磨合、春节错位、24Q1高基数三重压力，板块上市公司业绩普遍承压；根据奥维云网数据，26Q1行业销量同比-19.2%，但3月单月环比+92%，逐渐回暖，预计板块Q2起进入增长通道。
- 我们统计的6家两轮车重点上市公司，25H1/25H2收入增速分别+37.0%/+20.7%，26Q1收入增速-9.1%，其中25年雅迪/九号/爱玛营收增速为+31.1%/+49.9%/+16.1%。从盈利角度，6家重点上市公司25年合计归母净利润38.7亿元，26Q1合计归母4.2亿元（同比-59.6%）；其中25年雅迪/九号归母弹性最大，分别+128.8%/+62.2%。

图表62：两轮车公司收入体量及增速季度对比

行业分类	代码	公司名称	收入(亿元)					收入同比						
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	62.3	68.0	80.6	40.0	50.8	25.8%	20.6%	23.0%	17.3%	-3.4%	9.5%	-18.5%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	33.1%	-	-	28.9%	-
	689009.SH	九号公司	51.1	66.3	66.5	28.9	58.7	99.5%	61.5%	76.1%	56.8%	-12.2%	26.6%	14.8%
	603787.SH	新日股份	10.5	11.3	13.9	5.4	9.4	39.5%	18.4%	27.7%	24.0%	-20.8%	7.1%	-10.8%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	22.2%	-	-	11.0%	-
	NIU.O	小牛电动	6.8	12.6	16.94	6.76	-	-30.7%	-13.1%	-18.8%	-31.4%	-63.3%	-11.0%	-
6家重点公司合计			130.8	158.2	177.9	81.0	118.9	49.0%	35.9%	37.0%	34.2%	-9.3%	20.7%	-9.1%

图表63：两轮车公司归母净利润体量及增速季度对比

行业分类	代码	公司名称	归母净利润(亿元)					归母净利润同比						
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	6.0	6.1	6.9	1.3	2.0	25.1%	0.8%	-21.9%	60.0%	-87.7%	-44.2%	-67.6%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	-13.0%	-	-	-83.6%	-
	689009.SH	九号公司	4.6	7.9	5.5	-0.3	2.0	236.2%	110.0%	28.1%	376.6%	-105.9%	-14.3%	-55.4%
	603787.SH	新日股份	0.3	0.3	0.5	-0.7	0.3	19.1%	-6.5%	-26.7%	-195.8%	-167.9%	-87.5%	-15.9%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	9.6%	-	-	-40.7%	-
	NIU.O	小牛电动	-0.4	0.8	0.8	-0.9	-	-	295.1%	72.7%	213.9%	22.1%	96.8%	-
6家重点公司合计			10.5	15.0	13.8	-0.6	4.2	78.5%	55.2%	-28.7%	228.4%	-103.3%	-36.9%	-59.6%

图表64：两轮车公司毛利率季度对比

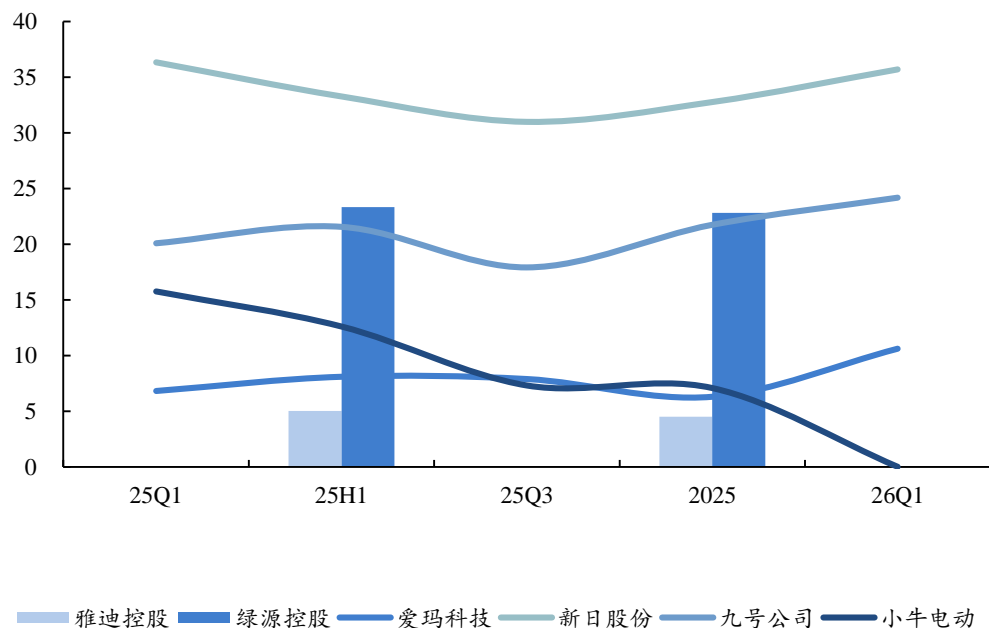
行业分类	代码	公司名称	毛利率					毛利率变化						
			25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	25Q1	25Q2	25H1	25Q3	25Q4	25H2	26Q1
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	19.6%	19.2%	18.8%	18.3%	15.8%	1.6%	1.4%	1.8%	0.9%	0.5%	0.5%	-3.8%
	1585.HK	雅迪控股	-	-	-	-	-	-	-	6.7%	-	-	-10.3%	-
	689009.SH	九号公司	29.7%	30.4%	29.9%	29.6%	26.5%	-0.8%	-0.1%	0.7%	1.7%	1.4%	1.4%	-3.1%
	603787.SH	新日股份	14.6%	15.0%	14.9%	14.4%	13.4%	-0.7%	-0.9%	-0.6%	-0.6%	-1.1%	-1.1%	-1.2%
	2451.HK	绿源控股	-	-	-	-	-	-	-	-0.7%	-	-	-2.2%	-
	NIU.O	小牛电动	17.3%	19.1%	20.4%	19.6%	0.0%	-	-	3.1%	5.2%	4.4%	4.4%	-
6家重点公司平均			20.3%	20.9%	21.0%	20.5%	13.9%	-0.4%	0.5%	-0.2%	1.8%	3.0%	1.6%	-6.4%

来源：iFind，国金证券研究所

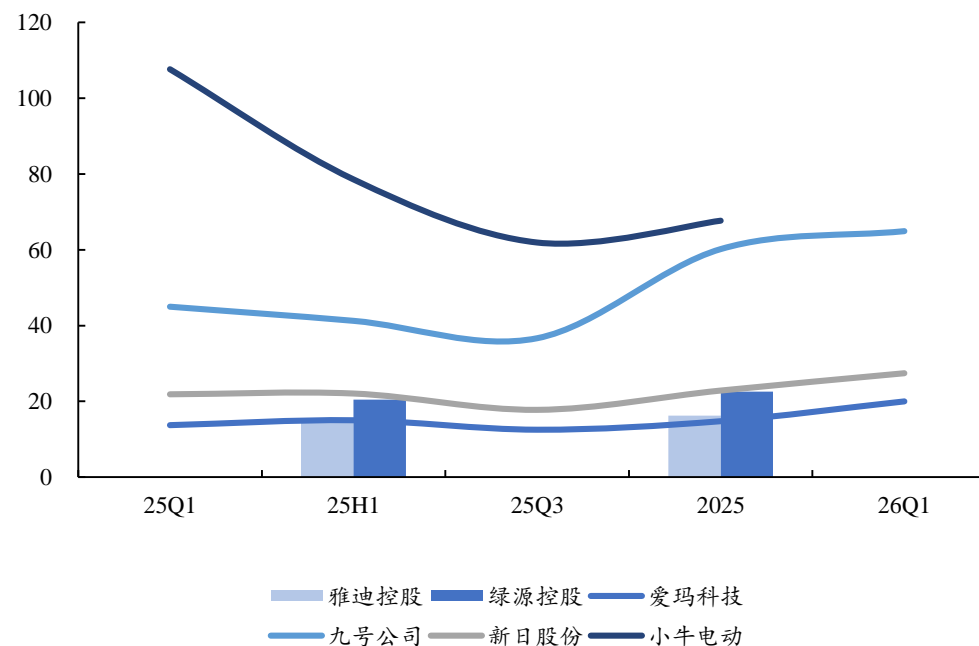
5.1 行业回顾：板块整体周转效率维持良好水平

从营运周转角度，板块公司25年应收账款及存货周转效率整体保持良好——受益于以旧换新驱动下的产销两旺，规模效应进一步释放。其中九号在销量增长的情况下应收账款周转天数从24年26.4天压缩至25年22.1天、存货周转天数从52.8天至61.0天（备货新国标产品所致）；爱玛存货周转天数小幅延长至15.0天但应收账款周转维持低位；雅迪存货周转天数压缩至16.3天，运营效率维持较优水平。26Q1受新国标切换+渠道库存调整影响，部分公司周转天数出现阶段性波动，但整体仍处于历史合理区间。后续随新国标产品全面铺货+终端动销修复，周转效率有望逐季回归正常水平，头部公司凭借强势渠道议价能力，周转效率显著优于行业。

图表65：两轮车公司应收账款周转天数对比



图表66：两轮车公司存货周转天数对比



来源：iFind，国金证券研究所

5.1 行业回顾：头部公司加大资本开支布局产能扩张

资本开支角度，25年6家重点公司合计资本开支52.99亿元（同比-17.5%），结构性分化明显：

- ①爱玛25年资本开支27.15亿元（同比-20%）虽较24年回落但绝对额仍居首位，主要投向国内产能扩张及海外布局；
- ②九号25年资本开支12.21亿元（同比+124%）大幅加码，重点支持新品类（割草机器人等）产能建设及高端电摩布局；
- ③雅迪25年资本开支7.87亿元（同比-48%）相对克制，主要投向海外产能基地及供应链建设；
- ④新日/绿源资本开支同比-61%/-47%大幅收缩、小牛同比+48%但绝对体量较小，反映中小公司在新国标切换前的谨慎态度。

整体看，头部公司国内产品矩阵升级+海外产能爬坡是核心方向，新势力九号在新品类布局上加速投入。

图表67：两轮车公司资本开支对比

行业分类	代码	公司名称	资本开支（亿元）					资本开支变化			
			2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
两轮自行车	603529.SH	爱玛科技	6.60	8.42	19.60	33.95	27.15	27.7%	132.7%	73.2%	-20.0%
	1585.HK	雅迪控股	14.09	6.65	13.36	15.04	7.87	-52.8%	100.9%	12.6%	-47.7%
	689009.SH	九号公司	2.66	4.33	8.27	5.46	12.21	62.6%	90.8%	-33.9%	123.5%
	603787.SH	新日股份	3.24	3.57	3.88	4.24	1.67	10.2%	8.7%	9.5%	-60.7%
	2451.HK	绿源控股	3.46	2.34	2.03	4.33	2.31	-32.5%	-13.0%	113.2%	-46.8%
	NIU.O	小牛电动	2.86	1.35	0.79	1.20	1.78	-52.6%	-41.7%	51.7%	48.5%
6家重点公司合计		32.90	26.66	47.92	64.23	52.99	-19.0%	79.7%	34.0%	-17.5%	

来源：iFind，国金证券研究所

5.2行业展望&投资建议：产品结构升级与海外拓展是长期抓手

- 短期看，受新国标全面实施、新产品集中发布、以旧换新政策延续等因素催化，行业景气度有望逐步修复。25Q1高基数压力释放后，根据奥维云网数据3月行业产销环比+69%/+92%确认终端回暖，板块销量有望前低后高、Q2起进入增长通道。同时电摩/电轻摩占比快速提升带动行业ASP中枢上移，量价共振趋势明确。
- 中长期看，行业格局加速优化。不同于上一轮龙头企业借助资本开支、快速渠道扩张模式的快速放“量”成长思路，当前阶段加速市场份额抢夺的支撑点更多来自产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链集约管理带来的成本优势；新国标3C白名单+合规要求提升压缩中小品牌生存空间；长期视角，品牌出海、后装市场奠定第二、第三成长曲线。我们从两条思路推荐，一方面推荐产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备一定店效改善空间的龙头公司，建议关注雅迪、爱玛；另一方面积极关注中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力，建议关注九号公司。

1) 雅迪控股：内销产品结构优化市占率持续提升，出海&后装成长空间可期。

- 内销：龙头地位夯实，产品力/渠道/供应链综合竞争优势领先，新国标催化份额加速提升。终端零售均价2,275元（+106元），3,000元以上高端产品占终端零售比例57.4%，单车净利润约179元；三电技术储备领先（先后收购华宇电池、凌博电控夯实上游供应链布局、赋能产品研发），加快布局中高端价格带车型强化市场地位。
- 出海：海外布局前瞻，产品力打磨、渠道加速铺设，中长期第二成长曲线打开。25年海外销量31万台（同比+40%），定位中高端、在越南/印尼配套产能建设。
- 后装：聚焦差异化产品，短期加速拓渠道，中期小型动力解决方案赋能产品力，石墨烯电池链后续渠道发力有望形成增量。

5.2行业展望&投资建议：产品结构升级与海外拓展是长期抓手

- 2) 爱玛科技：国内两轮车行业领军品牌，新国标+产品升级趋势下ASP有望提升，渠道开拓仍具备空间。
 - 国内产能+渠道提质仍有发展空间。积极募资建设台州、丽水、重庆生产基地有望陆续投产；渠道从扩量转向提质：“推进 万店千台”计划，26年目标将年销超1,000台的优质门店从2,600+家提升至1万家。
 - 产品输出+供应链组织效率持续提升、降本增效：①升级优化IPD集成产品开发流程，洞察消费趋势输出精确契合市场需求的战略大单品；②打造共享模块，提升零部件通用化率和模块化率，强化成本精益/效率提升，构建关键零部件的自研自产能力。
 - 中远期出海构建第二成长曲线：印尼基地投产，仍在初期阶段，目前重点开发渠道和产品，未来有望建立本地化研产销系统。
- 3) 九号公司：优质创新产品开发型公司，新产品线逐步进入收获期，关注中长期盈利弹性释放。
 - 两轮车：产品智能化创新引领带动新客群&高客单，伴随产品&渠道端规模效应释放、看好后续盈利能力超预期兑现。25年电动两轮车收入118.59亿（+64.45%）、销量409.03万台（+57.39%）、毛利率23.76%（+2.65pct），规模效应逐步释放；26Q1销量122.76万台（+22.30%）、收入33.82亿（+18.17%）保持双位数增长，截至25年末电动两轮车专卖店已突破1万家、销售网络持续扩张。
 - 多元高成长品类：新品/新市场/渠道复用，奠定持续高成长动力，进入盈利收获期。①割草机器人：25年收入20.02亿（+104.26%）、销量33.89万台（+105.63%）、毛利率52.35%为各业务线之首，欧美渗透率提升带动行业景气度上行、智能化产品推出加快推进；②全地形车：25年收入11.38亿（+16.63%），产品力领先行业，Segway高端机型持续推出；③E-Bike：26年起加速布局海外市场，渠道反馈积极。

- 地产竣工改善速度与进度不及预期的风险：若地产竣工改善速度较慢或进度低于预期，将直接影响家居行业的终端需求。
- 原料价格大幅上涨的风险：若原料价格大幅上涨，将对下游家居企业的利润带来不利影响
- 下游需求不及预期导致提价不及预期的风险：若下游需求持续疲弱，则影响了大宗造纸下游消费需求，提价有望无法推进，导致企业盈利持续承压。
- 代工商大客户流失的风险：若出口企业出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。
- 关税大幅波动：目前美国对中国加征高额关税，对其他国家加征的关税尚处于暂缓期，未来关税走势仍不明确，对企业经营产生较大的不确定性。

特别声明

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题