

轻工行业2026年中期投资策略

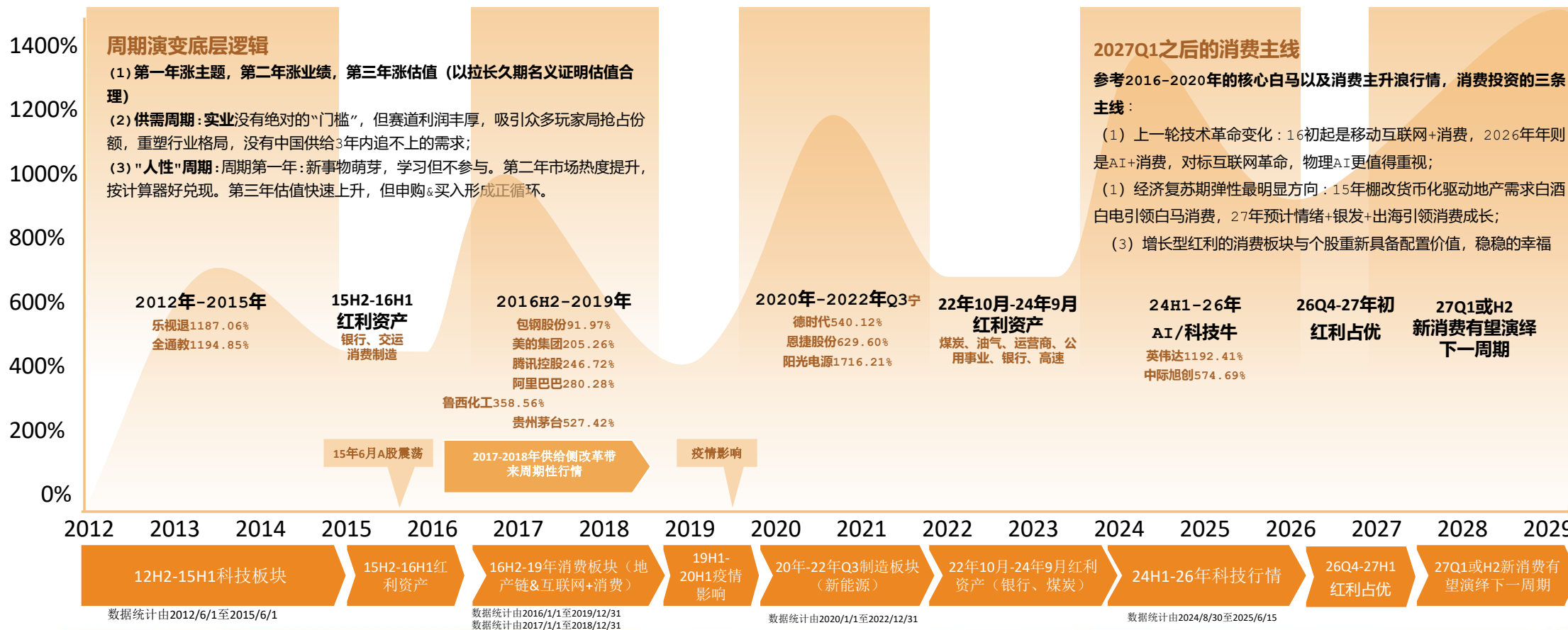
AI消费刚启幕，周期修复正当时

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

2026年6月9日

对标2016年移动互联网+消费行情，26年AI+消费即将启幕

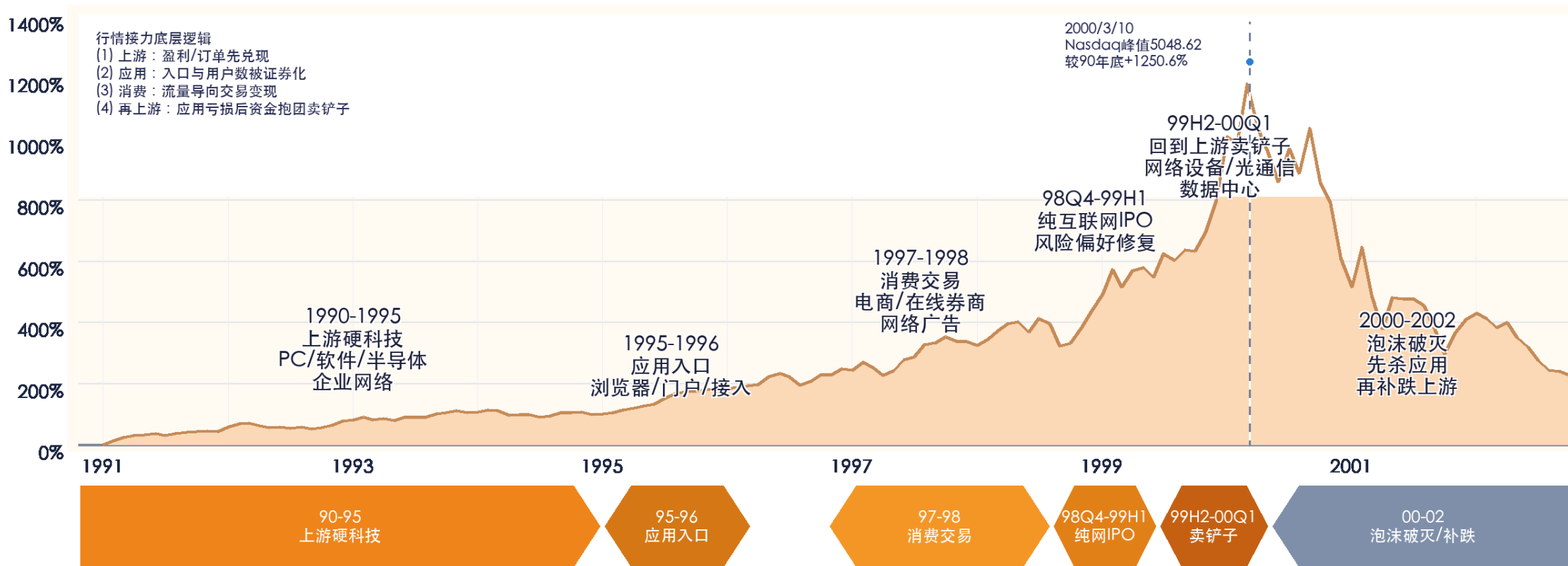
- 若无互联网级别产业创新周期，A股是非常典型的3-4年轮动主线行情+1-2年红利行情交织的市场。若把本轮24-26年AI上游行情类比2012-2015年H1移动互联网行情，则26H2AI+消费有望对标当时移动互联网+消费龙头（腾讯、阿里，美团，百度等）在26H2进入主升浪；若科技板块后续进入调整且地产企稳，红利消费白马龙头预计26Q4-27Q1具备配置性价比，27年情绪价值+消费出海+银发经济等新消费有望引领新消费成长。



对标互联网：上游极致演绎后向下游应用传导，末期回上游

• 若本轮AI行情堪比互联网级别是演绎超过5年，历史复盘显示：1990-2000年互联网革命不是1995年后纯互联网公司一路线性上涨，而是沿“上游硬科技盈利牛市 → 应用入口证券化 → 消费/交易变现 → 纯互联网IPO泡沫 → 网络设备/光通信/数据中心卖铲子 → B2B/无线最后冲顶”的多轮接力。对应用户口径可简化为：90-95年上游，95-96年应用，97-98年消费，1999年后在B2C亏损暴露中重新回到上游。当下赔率角度仍应开始重视AI应用，AI+消费等下游产业链机会

图：1990-2002年互联网行情按“上游-应用-消费-再上游”节奏轮动（Nasdaq累计涨幅作背景）



注：曲线为Nasdaq Composite相对1990年底累计涨幅，分段为本地复盘归纳的板块主线示意。

来源：NASDAQ Composite日度数据，Wind，国金证券研究所

- **AI+消费级3D打印：**行业成长属性仍在，马太效应提升，关注头部企业毛销差改善。
- **造纸包装板块：**造纸板块箱板瓦楞预计表现更优，包装板块关注高分红、格局优化等方向。造纸：浆价整体预计平稳运行，废纸价格稳中有涨，建议关注终端景气度较高的箱板瓦楞纸品类，标的方面，26年浆纸一体化龙头的领先优势有望进一步扩大，建议关注林浆纸一体化优势的太阳纸业、玖龙纸业、仙鹤股份等，同时关注华旺科技、五洲特纸、恒丰纸业等。包装方面，主线一关注推荐行业地位稳固、稳健高分红的包装龙头，标的方面建议关注永新股份等，主线二关注并购整合下金属包装行业竞争格局不断优化带来的两片罐企业盈利能力改善机会，标的方面建议关注奥瑞金、宝钢包装、昇兴股份等。
- **AI+眼镜：**下半年谷歌入场加速催化；生态协同&轻量化催化镜片方案进一步升级迭代，看好与大厂深度绑定的具备技术优势与量产逐步落地的制造企业。关注康耐特光学。
- **新型烟草：**合规风暴利好龙头，重视新烟放开期权。相关标的：华宝国际（包括华宝股份），恒丰纸业，看好思摩尔国际，中烟香港，盈趣科技。关注国际烟草巨头如：菲莫国际，英美烟草，日本烟草，帝国烟草的投资机会；
- **潮玩：**边际景气度高基数下转弱，新业态&新品类&新尝试涌现，情绪价值具备韧性；关注风险收益比改善、估值回调、但基本面仍最强的龙头&基于催化、业绩验证的细分赛道/传统公司转型标的。关注泡泡玛特、名创优品、布鲁可、晨光股份。
- **宠物：**行业成长属性仍在，马太效应提升，关注头部企业毛销差改善。
- **个护：**竞争边际加剧下集中度下降，但新锐国货品牌份额提升的同时仍需关注盈利端兑现节奏；关注兼具份额提升空间与盈利优化能力的国货品牌，关注登康口腔、百亚股份。
- **内销家居：**26H1国补高基数压制业绩，H2起基数压力消退。分品类看，软体复苏有望先于定制。优选零售能力突出的大家居企业。
- **两轮车&四轮非汽车：**25年量利双创新高、26Q1高基数下短期承压，H2伴随新国标落地进入换购修复期，叠加以旧换新延续、新品迭代与均价上行，行业景气与格局有望同步优化；中长期油改电拓宽需求边界、出海打开第二成长曲线，板块估值具备布局性价比，优选传统龙头与新势力，四轮非汽车关注低速电动车出海 α 标的。
- **出口&出海：**26年以来出口景气边际修复、多品类降幅收窄并转正，越南高增验证对美产能转移；受人民币升值扰动出口企业业绩分化，但多为汇兑拖累而非经营恶化、随汇率趋稳有望修复。关税不确定性较前期边际缓和、但后续政策仍有可能反复，中期期待美国降息催化家具需求，依然建议把握海外产能领先、自身 α 或边际改善型标的的布局机会。
- **风险提示：**政策落地效果不及预期，原材料价格大幅上涨，汇率大幅波动，代工客户流失，出口贸易摩擦加大。

目录

- 01 3D打印：行业迎来iphone时刻，关注设备龙头与耗材厂商
- 02 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善
- 03 AI眼镜：细分场景&带显路线推进，下半年谷歌入场加速催化
- 04 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权
- 05 潮玩：情绪价值需求具备韧性，龙头风险收益比正在改善
- 06 宠物：看好长期竞争格局改善与盈利空间
- 07 个护：关注兼具份额提升空间与盈利优化能力的国货品牌
- 08 内销家居：优选零售能力突出的大家居企业
- 09 两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，油改电拓宽需求边界，出海打开第二成长曲线
- 10 出口&出海：关税不确定性边际缓和，优选出海 α 与边际改善型标的

01 3D打印：行业迎来iphone时刻，关注设备龙头与耗材厂商

1. 3D打印：行业迎来iphone时刻，关注设备龙头与耗材厂商

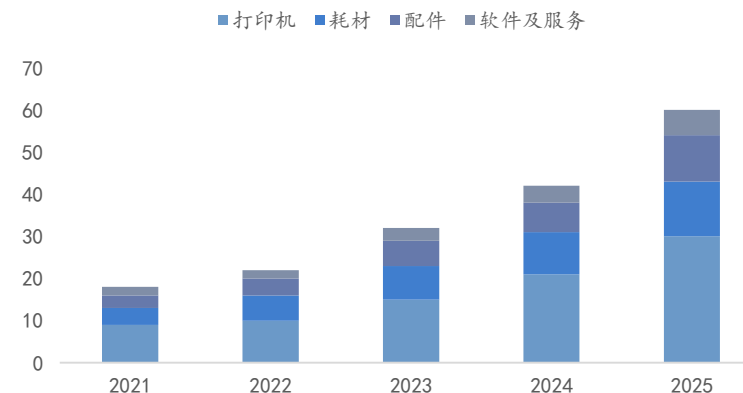
1.1 消费级3D打印行业回顾：AI时代个性化物理实现核心入口，26年迎来iPhone时刻

▶造物平权开启千亿市场，消费级3D打印跃迁迈向爆发前夜。据灼识咨询数据，2025年全球市场规模达60亿美元，2020-2024年CAGR高达35.2%。在AI与打印机性能双引擎推动下，预计2030年全球市场规模将攀升至272亿美元，2026-2030年CAGR进一步提升至33.2%。

1. AI深度融合降低使用门槛，实现“所想即所得”，消费者圈层逐步从极客群体向普通用户渗透。
2. 中国C端市场实现从0到1突破。海外消费级市场发展成熟，25年头部企业通过布局线下旗舰店、开设创客实操课程等系列活动，打破大众认知壁垒。
3. 多色打印技术突破，存量换机需求即将释放。25年下半年拓竹H2D、SnapmakerU1等标杆机型分别应用多喷头换端及换头技术，突破传统FDM单色调、低效率、高废料的技术瓶颈，实现多耗材高效协同打印。若多色打印技术成熟与规模效应显现，存量单喷头打印机迎来大规模换机需求，同时多色打印进一步打开日常消费应用场景，推动行业进入二次加速增长期。

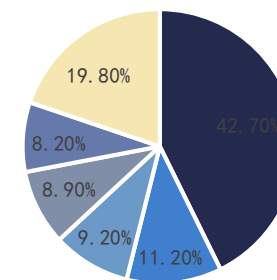
▶行业对标智能手机成熟期，功能属性由“可选玩具”向“家庭工具”跃迁，想象空间显著打开。随着应用场景从摆件模型延伸至生活修复、个性定制，产品刚需属性持续增强。对标中产家庭渗透率天花板，若设备完成从“极客装备”到“家庭标配”的认知转换，市场规模有望迎来指数级扩容。

图表2：全球消费级3D打印市场（GMV，十亿美元）

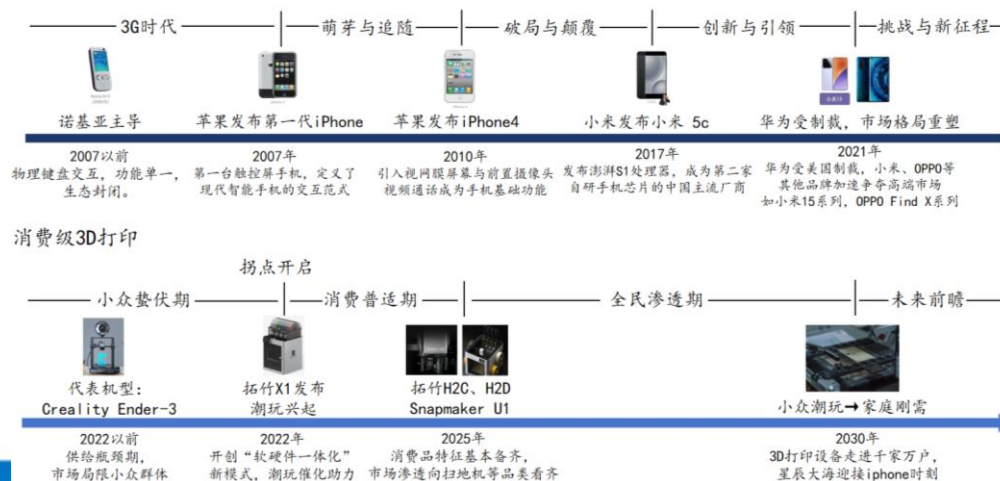


图表3：25年全球消费级3D打印设备行业竞争格局

■ 拓竹科技 ■ 创想三维 ■ 公司B ■ 纵维立方 ■ 闪铸科技 ■ 其他



图表1：消费级3D打印正复刻智能手机演进路径，由小众蛰伏迈向全民普及 iPhone



资料来源：创想三维招股书，智源科普，华经产业研究院，信创咨询，创想三维官网，拓竹科技官网，Snapmaker官网，国金证券研究所

1. 3D打印：行业迎来iphone时刻，关注设备龙头与耗材厂商

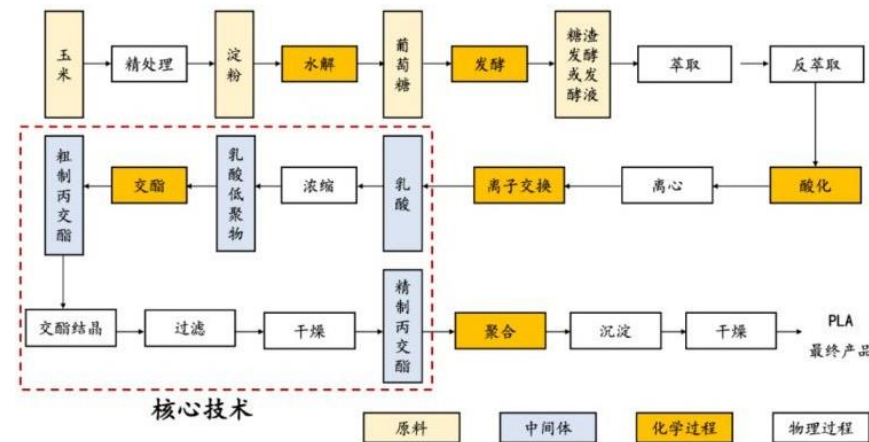
1.2 消费级3D打印行业展望&投资建议：耗材端关注具备改性能力&海外产能稀缺标的

➤**耗材：**PLA凭借极致易用性与高性价比占据绝对主导地位，纯PLA物性局限显著，改性技术成为区分耗材企业竞争力的核心壁垒。改性工艺的核心在于配方体系的精准调控——原料配比、反应湿度、挤出参数等任一环节的细微偏差均会导致成品性能显著异变，为耗材企业技术竞争力的核心体现。

➤**家联科技：**3D耗材业务四重逻辑强势兑现，利润率提升双击可待。

1. 行业方面，全球消费级3D打印正从极客玩具向大众工具跨越，预计2029年市场规模CAGR达33%，赛道红利释放。
2. 核心客户方面，公司核心客户拓竹科技龙头地位稳固，2024年拓竹市场份额为29%，25年份额有望继续提升。
3. 份额方面，公司深度绑定核心客户，目前已通过头部客户验证并批量供货，泰国产线稳步爬坡，适配北美核心市场需求；国内产能有序投放以供应非美市场。目前，家联科技已形成PLA基础/丝绸/食品接触级、PETG、TPU及多色定制等全系列产品矩阵，凭借公司材料改性技术与自动化生产优势，持续为全球客户提供高品质材料选择。
4. 利润方面，盈利端，伴随规模效应释放、工艺成熟，收入高增与利润率改善有望形成共振，戴维斯双击可期。

图表4：PLA改性是拓宽应用场景、筑牢技术壁垒核心



图表5：家联PETG高性能透明线材发布，产品结构持续优化



1. 3D打印：行业迎来iphone时刻，关注设备龙头与耗材厂商

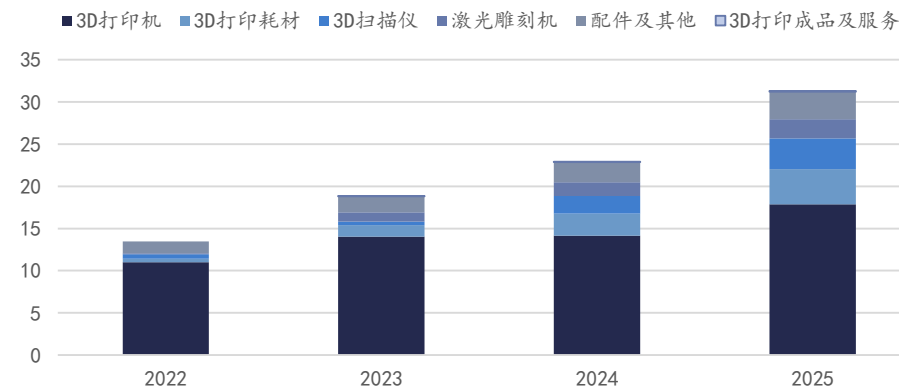
1.2 消费级3D打印行业展望&投资建议：设备端关注硬件&软件全生态覆盖标的

➤创想三维：消费级3D打印生态闭环筑基，全链布局领跑行业二次增长。公司是全球领先的消费级3D打印产品及服务提供商，为当前唯一一家能同时提供消费级3D打印、3D扫描和激光雕刻产品及服务的企业，业务覆盖消费级3D打印、扫描、激光雕刻产品及服务。公司已于2026年5月29日登陆港交所（03388.HK），发售价18.80港元/股，募资净额约12.72亿港元，资金投向明确：约30%用于研发投资强化技术能力，约25%用于海外用户营运（创想云及Nexbie平台搭建），约25%用于全球品牌推广及销售渠道开发，约10%用于战略性合作、投资或收购，约10%补充营运资金，为长期发展注入充足弹药。

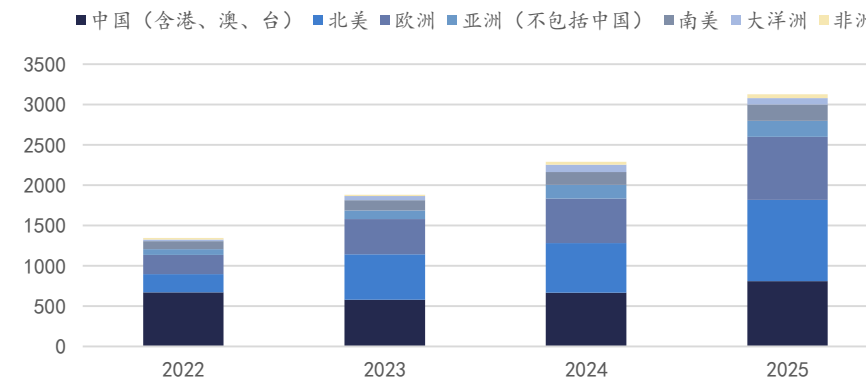
➤产品矩阵广度护城河：构筑数据-制造-交易的全链路生态闭环。前端扫描仪解决了数字资产获取的痛点，后端的激光雕刻机则赋予成品精细化的表面处理与多材料复合加工能力，伴随行业与玩家的双向成熟，入门小白将逐步成长为对模型精度、加工效率及复杂工艺有严苛要求的高阶创客。相较于将多种工艺拼凑于单一设备的“功能集成式”方案，公司专业独立设备+底层生态打通的矩阵模式展现出更优秀的性能上限与灵活性。

➤自有产能构筑交付与成本的底层壁垒，自有产能构筑交付与成本的底层壁垒。渠道方面，公司坚持全球化渠道战略，融合网店、经销商、销售团队三大渠道，构建覆盖全球的销售体系。产能方面，对于3D打印机、激光雕刻机及大部分耗材，公司坚持自有产能为主。3D打印设备技术迭代快，自有工厂实现了研发端设计与生产端工艺打样的无缝衔接，自主制造缩短了新机型从立项到量产的周期，同时保障交付稳定性。公司部分3D扫描仪及3D打印耗材由第三方供应商按公司制定的设计规格与功能要求代工生产，公司完成全检后以自有品牌销售，实现生态品类的轻资产快速扩充。

图表6：3D打印设备为公司营收核心（营收，亿元）



图表7：公司在以欧美为主的海外市场快速崛起（百万元）



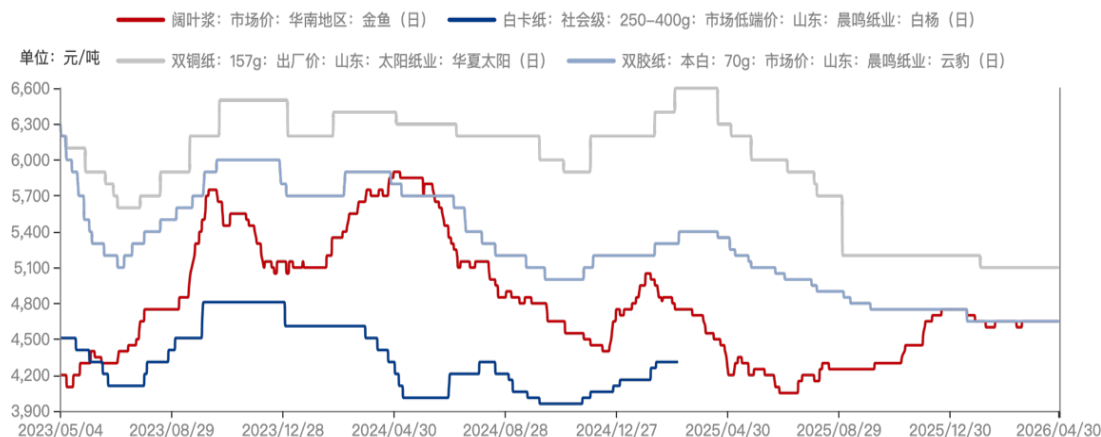
02 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高 分红+格局改善

2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

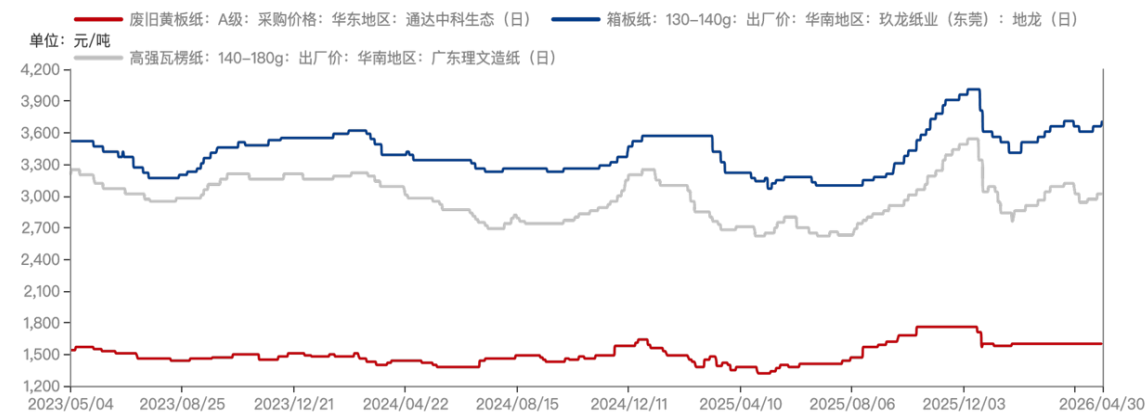
2.1.1 造纸：25年盈利仍承压，2026Q1起边际改善

- 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Q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8：浆纸系纸价及木浆价格复盘



图表9：废纸系纸价及废纸成本价格复盘



来源：钢联数据，国金证券研究所

2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

2.1.1 造纸：25年盈利仍承压，2026Q1起边际改善

➤ 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。

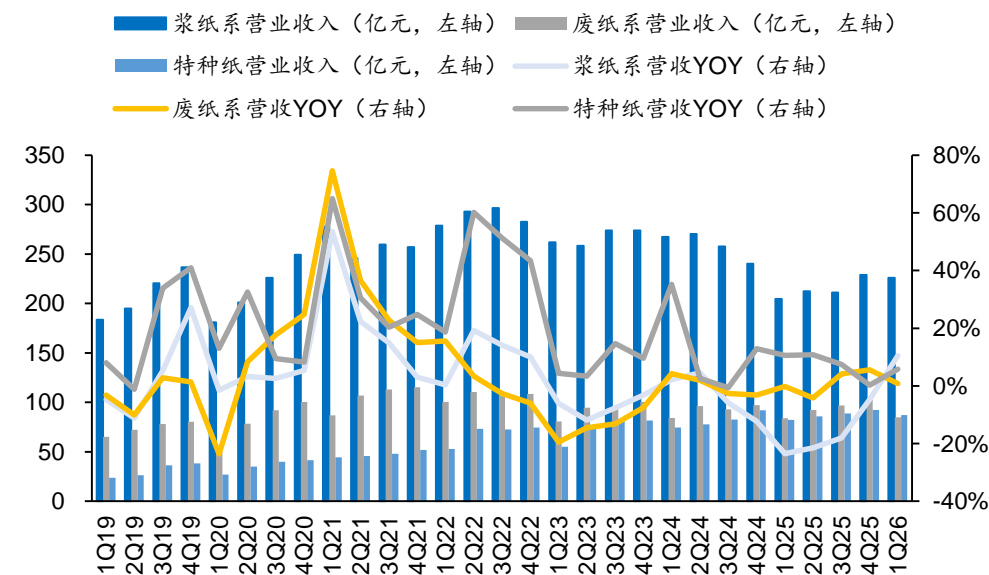
➤ 特种纸：穿越周期能力凸显，业绩韧性持续领先。装饰原纸、格拉辛纸、烟草工业用纸等细分赛道集中度高、定价周期较长，头部企业议价能力较强。仙鹤湖北/广西基地、五洲湖北浆纸一体化产能陆续投产爬坡，规模效应以及自给率提升带动单吨成本下行，仙鹤25年经营活动现金净流入规模翻倍。当前木浆价格处于底部宽幅震荡区间，头部特纸企业浆纸一体化产能持续释放、自给率提升，成本端压力相对可控。展望26年，新型烟草加速发展趋势下，HNB加热不燃烧成型纸需求弹性可期，烟草工业用纸细分赛道有望迎来新的增长动能；装饰纸、格拉辛纸等细分赛道定价周期较长，头部企业盈利弹性修复确定性较强。

➤ 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。

图表10：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

图表11：分纸种季度收入及同比增速

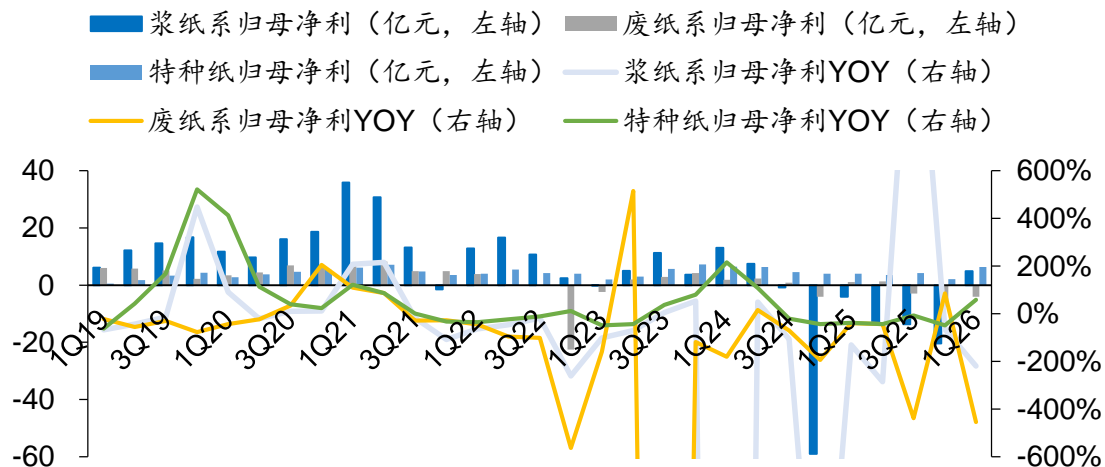


来源：i，国金证券研究所

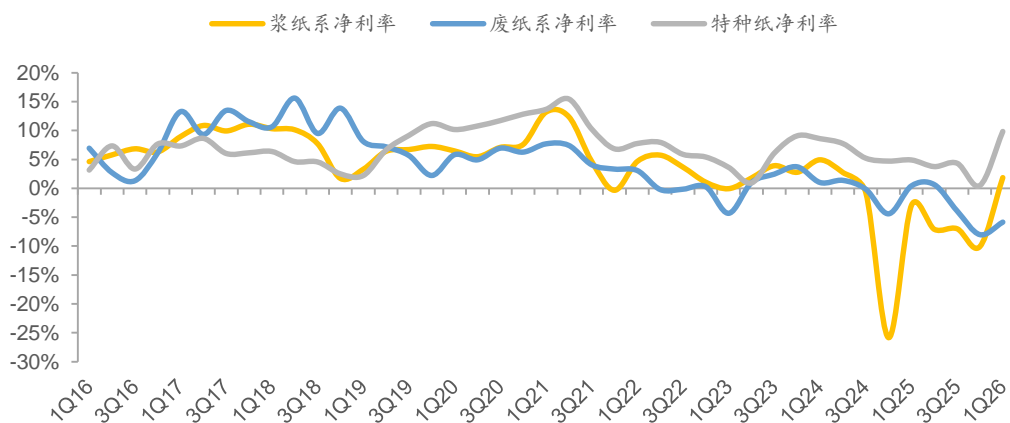
2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

2.1.1 造纸：25年盈利仍承压，2026Q1起边际改善

图表12：分纸种季度净利润及同比增速



图表13：分纸种季度净利率



来源：i ，国金证券研究所

图表14：重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率	1022	2022	3022	4022	1023	2023	3023	4023	1024	2024	3024	4024	1025	2025	3025	4025	1026	
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%
	岳阳林纸	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%
	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%
废纸系	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%	14.36%	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%
	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%
特种纸	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15：重点纸企单季度净利率变化

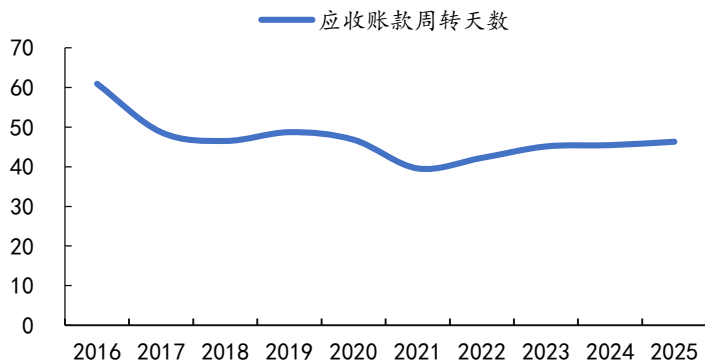
单季度净利率	1022	2022	3022	4022	1023	2023	3023	4023	1024	2024	3024	4024	1025	2025	3025	4025	1026	
浆纸系	太阳纸业	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%	7.79%	6.74%	6.59%	8.97%	9.72%	7.35%	7.24%	9.03%
	ST晨鸣	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%	-0.58%	-14.07%	-240.42%	-206.92%	-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%
	岳阳林纸	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%
	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%
废纸系	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%	7.98%	9.77%	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%
	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%
特种纸	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. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

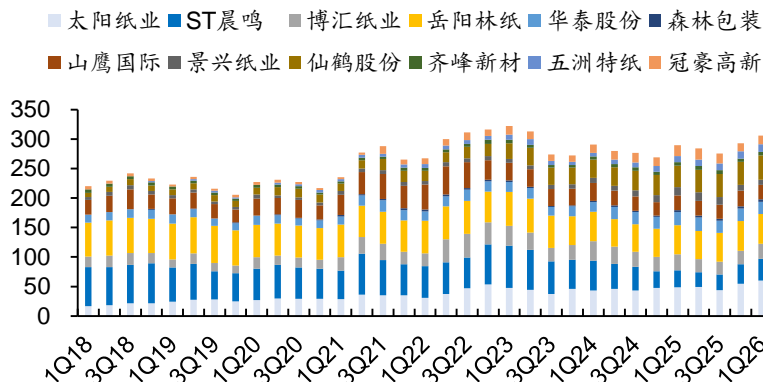
2.1.1造纸：25年盈利仍承压，2026Q1起边际改善

➤ 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。

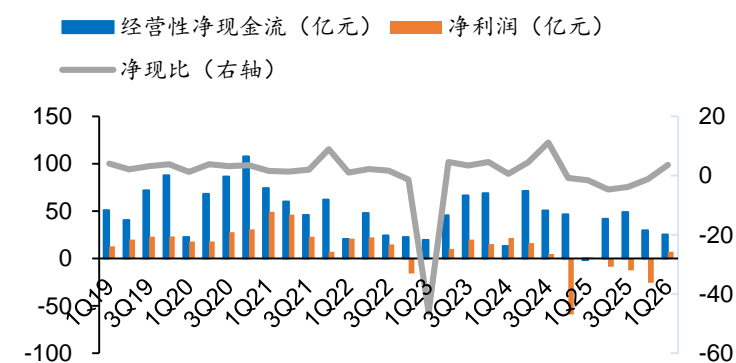
图表16：重点纸企应收账款周转天数



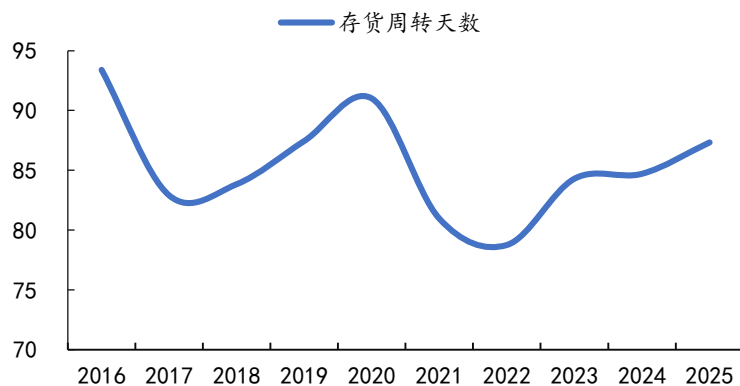
图表18：重点纸企Q1账面存货（亿元）环比小幅上



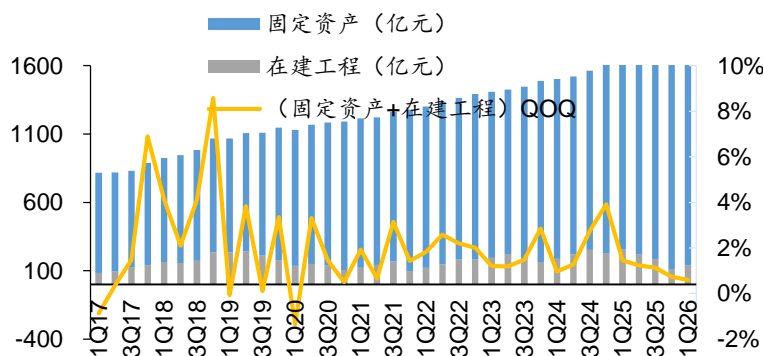
图表20：重点纸企经营性现金流与净利润



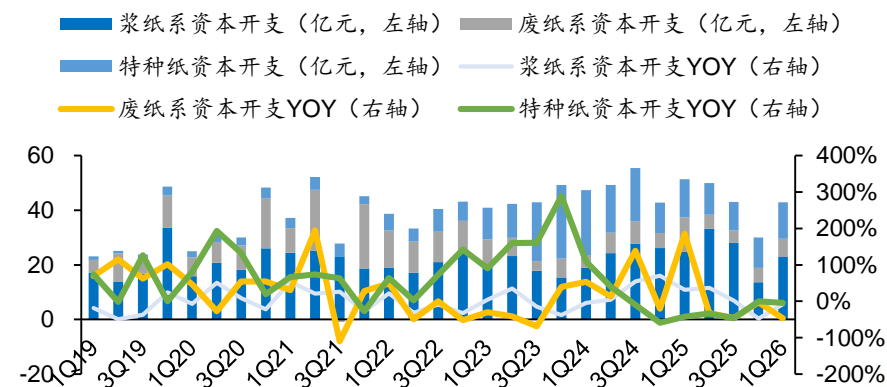
图表17：重点纸企存货周转天数



图表19：重点纸企固定资产增速放缓



图表21：重点纸企分季度资本开支及同比增速



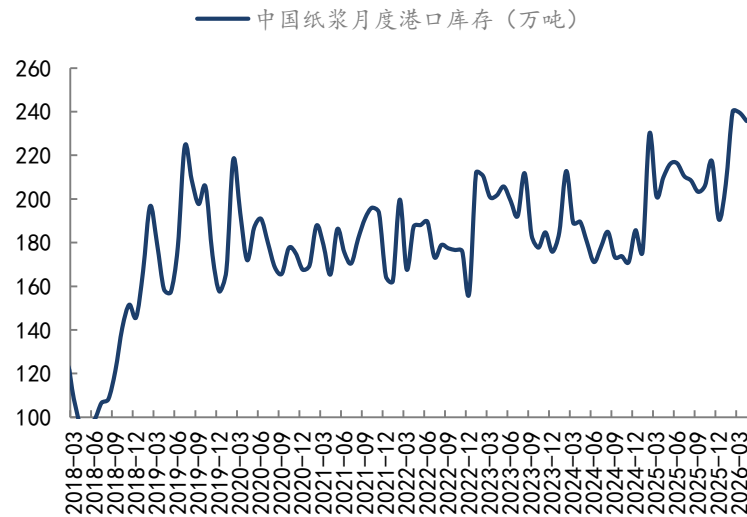
来源：i ，国金证券研究所

2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

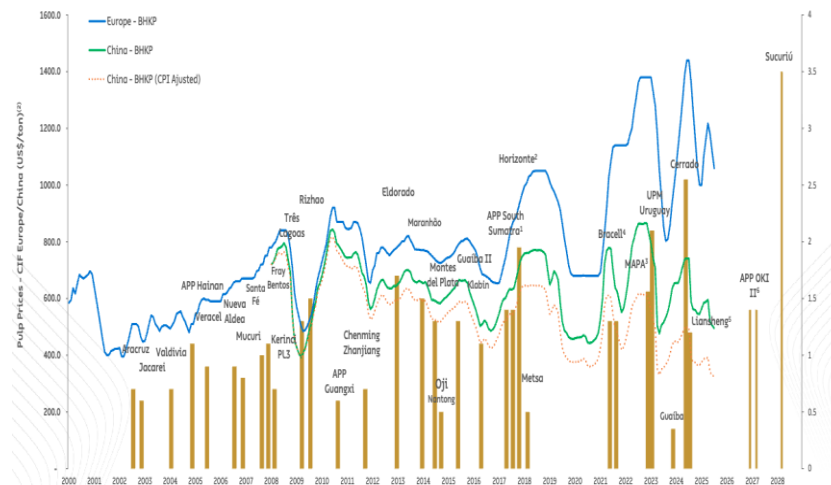
2.1.2 造纸行业展望：关注林浆纸一体化龙头与高壁垒细分特纸

- 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。

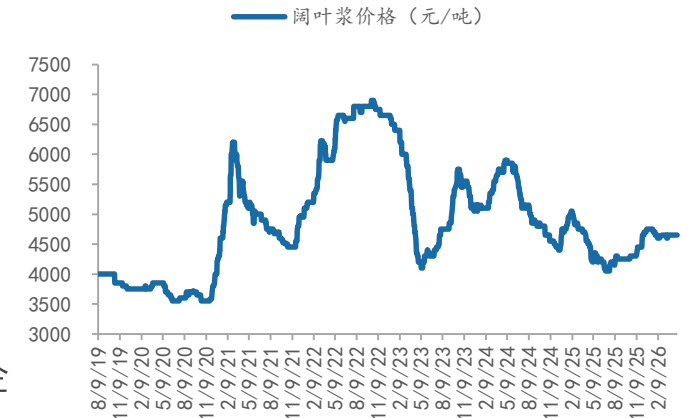
图表22：纸浆库存处于较高位水平



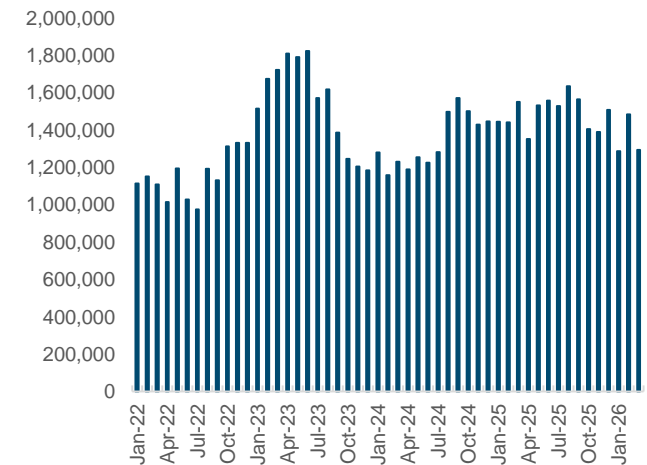
图表23：近两年海外阔叶浆新增有限，下一轮大型投放预计2028年Arauco项目



图表24：26年以来木浆价格底部震荡



图表25：欧洲港口木浆港口库存（单位：吨）维持高位震荡



来源：Europulp, Suzano, 钢联数据, Wind, 国金证券研究所

2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

2.1.3造纸标的：优选林浆纸一体化龙头与高壁垒细分特纸

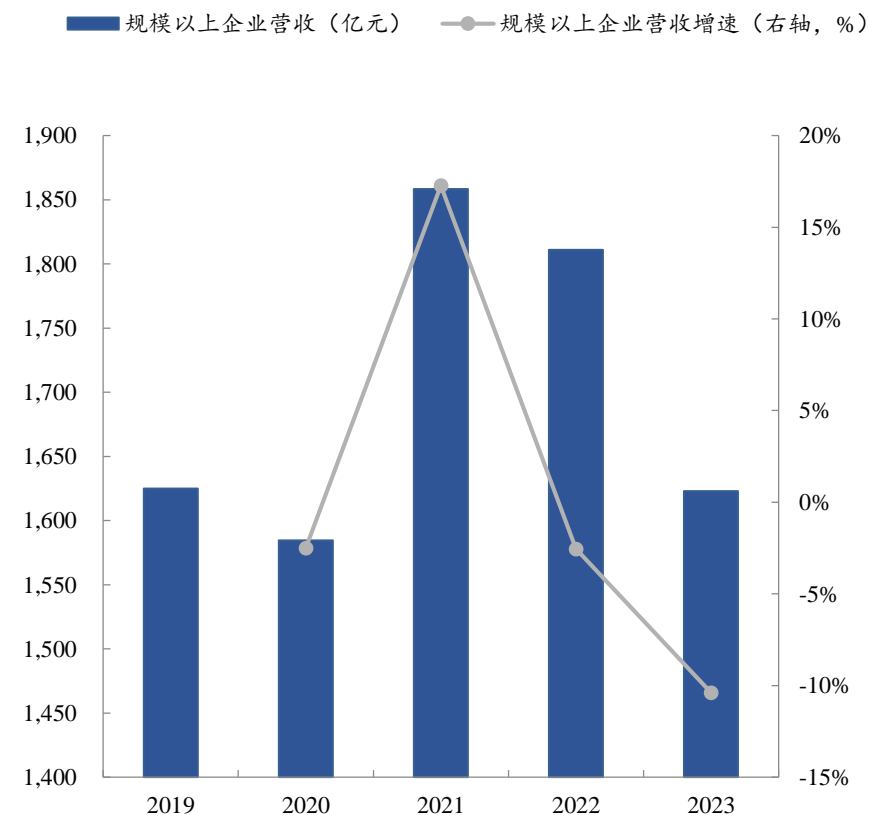
- 行业逐渐进入“高集中、微盈利”新阶段，26年浆纸一体化龙头的领先优势有望进一步扩大。重点关注林浆纸一体化布局前瞻、综合成本管理能力强的大宗纸企太阳纸业；关注格局更优、盈利兑现稳定的特种纸龙头仙鹤股份、华旺科技；关注五洲特纸、恒丰纸业（HNB）。
- 太阳纸业：**林浆纸一体化先锋，新基地投产驱动26-27年成长可兑现。**25年末公司浆纸合计总产能超1400万吨。1) 老挝基地：林木资源先发优势+低成本美废原料布局，盈利能力领先国内基地；2) 南宁基地：浆纸一体配套+成本持续优化，箱板纸盈利能力稳步提升；3) 非化石能源占比持续提升，双碳政策趋严下相对优势凸显。中长期看好公司凭借林浆纸一体化布局+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。
- 玖龙纸业：**浆纸一体化构筑深厚成本护城河，箱板瓦楞纸弹性最高，预计利润弹性将充分释放。**公司前瞻性布局上游木浆产能，广西与湖北等基地浆线陆续投产带动木浆自给率大幅提升。供给压力边际缓解，需求则平稳增长，周期磨底进入尾声，板块后续将迎来供需面修复行情。

2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

2.2.1 包装行业主线一：地位稳固、稳健高分红

- **塑料包装：行业规模稳定，市场集中度仍有较大提升空间**
- **中国塑料软包装市场规模稳定扩张。**据中商产业研究院，2023年全球塑料软包装市场规模达到1522.8亿美元，预计在2027年市场规模达到1874.2亿美元。伴随国内城镇化水平持续提高、居民消费不断升级及软包装行业工业技术不断更新发展，中国塑料软包装市场规模不断扩张。
- **塑料包装市场准入门槛低，产品同质化严重。**塑料包装产品在功能和设计上高度相似，采购方可供选择企业众多，导致塑料包装企业市占率较低，头部企业营收规模较小。
- **环保政策趋严下，未来头部企业将在需求转变中逐步占据更多市场份额。**
 - 1) 随着环保政策趋严，中国计划到2025年白色污染得到有效遏制，企业必须适应新的环保标准。
 - 2) 未来将持续有中小企业因不符合环保标准而被淘汰，而可降解塑料包装需求增多将推动可降解塑料包装企业获得更多的市场份额。医疗、电子等高端塑料包装头部企业将持续占据市场份额。

图表26：中国塑料软包市场规模



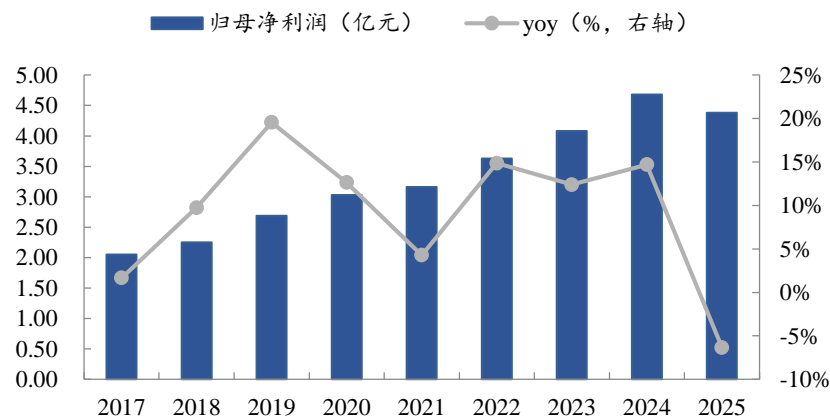
来源：中国包装联合会，国金证券研究所

2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

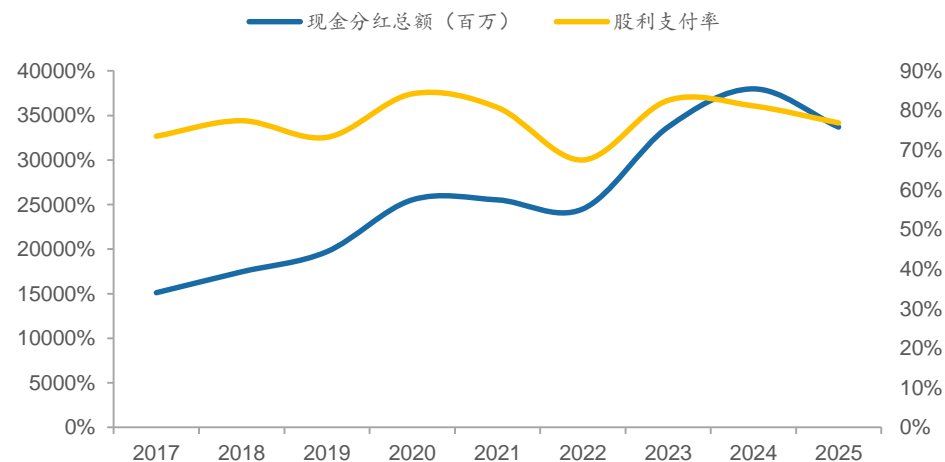
2.2.1 包装行业主线一：地位稳固、稳健高分红

- **永新股份——高分红属性突出的塑料包装龙头**
- **公司为塑料包装行业龙头，多年来业绩保持平稳增长。**公司2019年营收GACR为6.28%，归母净利润GACR为11.71%，良好的费用管控支撑整体盈利表现保持平稳增长，25年利润略有压力，整体仍平稳。公司主营业务为彩印复合包装，下游需求规模较稳定。塑料软包装薄膜业务自2017年以来持续贡献业绩增量，未来随着产能持续落地有望继续放量。
- **持续推进自建产业链，布局海外新市场。**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。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，为长期发展奠定产能基础。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。
- **聚焦新材料探索新增长点，多年高分红重视股东回报。**公司顺应环保包装监管趋势，新型多功能膜项目持续释放产能，有望为公司提供新的业绩增长点。公司多次实施股权激励计划，保持高分红重视股东回报，2017-2025年平均股息率为4.9%，长期稳定的高分红彰显稳定优质的标的属性。且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。

图表27：永新股份历年盈利表现较为稳健



图表28：永新股份保持高分红水平

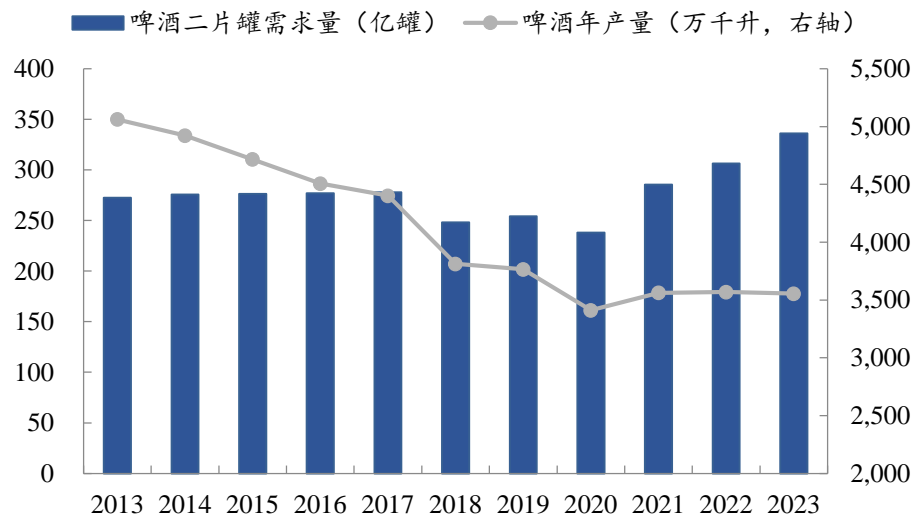


2. 造纸包装：造纸关注箱板瓦楞向上，包装关注高分红+格局改善

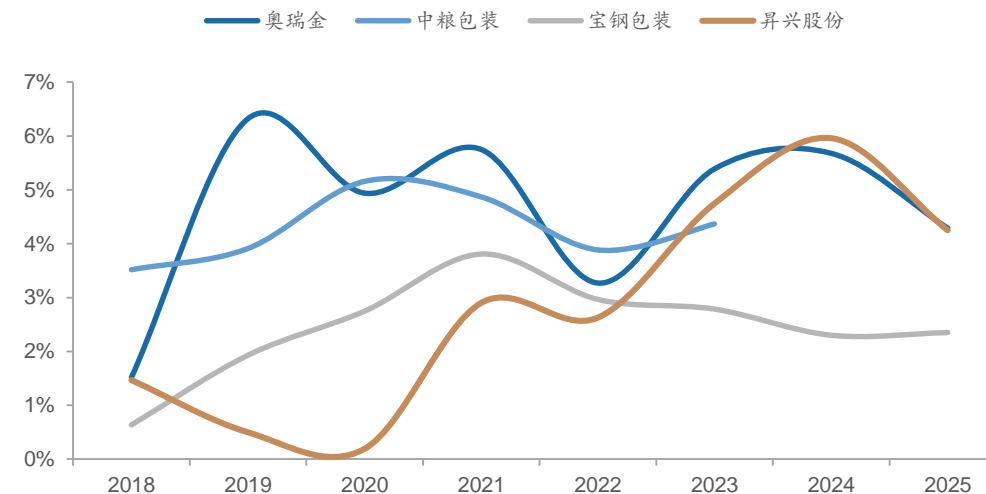
2.2.2 包装行业主线二：格局优化

- **金属包装：啤酒罐化支撑需求，并购整合有望提升盈利中枢**
- **二片罐总需求平稳增长，啤酒罐化率提升支撑需求增长。** 2023年二片罐总需求量约为607亿罐，2019-2023年复合增速约4.3%。近年来中国环保政策趋严、绿色包装趋势明确，各渠道的罐化率均有明显上行。金属罐由于采购成本低、契合可持续发展趋势并且包装便利便于运输而成为啤酒厂商在非现饮渠道的首选，因此罐化率出现大幅上行。在消费场景变化、环保政策趋严等因素推动下，啤酒行业罐化率提升明显，带动二片罐行业量增，支撑行业扩容。
- **中国金属包装企业盈利能力显著低于美国，并购整合有望提升盈利中枢。** 回顾海外并购整合历程，国内若经历行业并购整合，盈利中枢有望持续提升。经过第一轮整合，2004年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-12%之间。经过第二轮整合，2023年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-17%之间。美国金属罐行业已经历过多轮行业整合，形成以波尔、皇冠控股为代表的头部企业。回顾美国制罐龙头发展历史，通过并购实现行业整合、业务出海是必经之路。**建议关注奥瑞金、宝钢包装、昇兴股份等。**

图表29：中国啤酒产量下降，二片罐需求仍增长



图表30：中国主要金属包装企业净利率



03 AI眼镜：细分场景&带显路线推进，下半年谷歌入场加速催化

3. AI眼镜：下半年谷歌入场加速催化

3.1 回顾&展望：细分场景&带显路线加速推进，生态协同&轻量化成主旋律

2026年AI眼镜行业从传统眼镜厂商、手机大厂到上游供应链，更多巨头入局。

- 1) 部分厂商专注细分场景，舍弃部分非主打功能（如老板电器烹饪眼镜、科大讯飞翻译眼镜）。
- 2) 带显路线加速推进，20款数量级的AI+AR眼镜落地。

AI功能+视光需求常见方案：1) 挂件式。2) 磁吸式，仍将把光波导和近视镜片分开，中间留有空间。优点是相对容易制造，缺点是增加重量、影响透光度。3) 一体化贴合，把光学组件（凹镜、光波导、近视镜片）贴合在一起，以阿里夸克/千问 S1AI 眼镜为代表。

Google I/O 2026大会上，Google宣布其全新音频眼镜将于2026年秋季上市，注重生态协同；苹果原计划2026年末至2027年初推出无屏轻量化AI智能眼镜，现或推迟到27年底发布；生态协同&轻量化催化镜片方案进一步升级迭代，看好与大厂深度绑定的具备技术优势与量产逐步落地的制造企业。

图表32：一体化贴合技术



图表31：26年至今主要AI眼镜产品

品牌	产品	类别	时间	售价	重量	摄像头	光学
Rokid 乐奇	Rokid Style AI Glasses (Style)	AI眼镜	2026/1/6	2099元	38.5g	1200万像素	x
雷鸟创新	RayNeo X3 Pro Project eSIM	AI眼镜	2026/1/6	8499元	76g	1200万像素	全彩Micro-LED+衍射光波导
微光科技	玄景MLVision M6	AI眼镜	2026/1/6	1299元起	基础形态M6 Air: 36.8g	1200万像素	全彩Micro-LED+衍射光波导
极米	Memo One/Memo Air Display	AI眼镜	2026/1/6	599美元	不详/28.9g	x	Micro-LED双/单目显示+衍射光波导
ROG	ROG XREAL R1 AR游戏眼镜	AR眼镜	2026/1/6	待公布	91g	x	Micro-LED+X-Prism 光学引擎
OpenGuide	OpenGuide AI/OpenVision	AI眼镜	2026/1/6	待公布	不详	1200万像素	√
TurboX	TurboX AI眼镜	AI眼镜	2026/1/6	待公布	不详	1200万像素	√
爱托邦	爱托邦T09 AI音频智能眼镜	AI音频眼镜	2026/1/6	待公布	28g	x	x
爱托邦	爱托邦S7 AI AR骑行运动眼镜	AI AR骑行眼镜	2026/1/6	待公布	不详	x	Micro-LED+衍射光波导
IXI Eyewear	IXI Eyewear自动调焦智能眼镜	AI眼镜	2026/1/13	待公布	22g	x	x
Mentra	Mentra Live	AI眼镜	2026/1/15	299美元	43g	1200万像素	x
LOHO乐活	LOHO乐活AI眼镜	AI眼镜	2026/1/30	3299元	53g	√	Micro-LED+衍射光波导
DPVR	DPVR G5 Air	AI眼镜	2026/2/10	159美元	不详	1300万像素	x
A控	A控儿童智能眼镜·芯生代系列	儿童AI眼镜	2026/3/1	1098元	不详	x	x
千问	千问AI眼镜C1	AI眼镜	2026/3/2	1997元	40g	1200万像素	x
联发科	联发科AI眼镜	AI眼镜	2026/3/2	待公布	不详	√	x
科大讯飞	科大讯飞AI眼镜	AI眼镜	2026/3/2	待公布	40g	待公布	Micro-LED双目单色显示+衍射光波导
老板电器	老板电器AI烹饪眼镜	AI烹饪眼镜	2026/3/12	7999元	89g	1600万像素	Micro-LED+几何光波导
京东方	京东方S7 AI+AR骑行眼镜	AI+AR骑行眼镜	2026/3/12	待公布	不详	待公布	Micro-LED+衍射光波导
追觅	追觅AI智能泳镜	AI智能泳镜	2026/3/12	待公布	68g	待公布	单线Micro-LED+衍射光波导
JOVE	JOVE Glasses S1	AI眼镜	2026/3/18	4399元	65g	1600万像素	Micro-OLED+阵列光波导
JOVE	JOVE Glasses Air	AI眼镜	2026/3/18	待公布	25g	待公布	单线Micro-LED光机+偏振体全息光波导
Luna	Luna Glass	AI眼镜	2026/3/19	待公布	不详	待公布	PinTILT光学模组
Vidda	ViddaG11 AI音频眼镜	AI音频眼镜	2026/3/23	1299-1599元	26.5g	x	x
MOVA	MOVA瞳目G2 AI眼镜	AI眼镜	2026/3/25	2999元	38g	√	Micro-LED+双目单色光波导
MOVA	MOVA AR S8 AR	AR眼镜	2026/3/25	2999元	不详	√	Micro-OLED+BirdBath
雷鸟创新	雷鸟 Air 4 Pro 编辑侠限定版	AR眼镜	2026/3/27	1899元	76g	√	Micro-OLED+BirdBath
NIMO	NIMO AI眼镜	AI眼镜	2026/3/30	2499元	29g	x	Micro-LED+体全息光波导
千问	千问AI眼镜S1	AI眼镜	2026/4/10	3499元	51g	1200万像素	Micro-LED+衍射光波导
Ray-Ban Meta	Ray-Ban Meta Blazer/Scriber Optics	AI眼镜	2026/4/14	499美元	不详	1200万像素	x
华为	华为AI眼镜	AI眼镜	2026/4/13	2499元	35.5g	1200万像素	x
Moonix	Moonix AI眼镜 (标准版)	AI眼镜	2026/4/29	待公布	14.9g	x	x
Moonix	Moonix AI眼镜 (专业版)	AI眼镜	2026/4/29	待公布	19.9g	√	x
VITURE	VITURE Beast XR Glasses	XR眼镜	2026/5/20	3999元	88g	-	-
科大讯飞	科大讯飞AI眼镜	AI眼镜	2026/5/28	4299元	40g	-	-

3. AI眼镜：下半年谷歌入场加速催化

3.2 个股梳理——康耐特光学：产业链核心标的，深度合作核心大厂，近期集中回购

产业链核心标的，深度合作核心大厂，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。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，近期投资Rokid&与一家智能眼镜领域头部企业签署合作备忘录，看好量产后产品结构的优化带来盈利能力的优化。

图表33: 康耐特近期回购整理

日期	回购股数 (万股)	回购金额 (万港元)
2026/4/28	49.52	2423.5
2026/4/29	48.33	2356.05
2026/4/30	55	2606.49
2026/5/5	60	2741.35
2026/5/8	45	2103.37
2026/5/11	50	2222.48
2026/5/12	55	2443.45
2026/5/14	17.21	768.8
2026/5/15	10	442.85
2026/5/18	40	1731.49
2026/5/19	14.4	620.1
2026/5/20	4.8	206.8
2026/5/21	10	435.4
2026/5/22	10	453.7
2026/6/1	3.37	145.85
合计	472.63	21701.68

图表34: 康耐特近期AI眼镜相关动态

时间	事件简述	具体细节
2026.4.23	与一家智能眼镜领域头部企业签署合作备忘录	康耐特光学发布公告，公司在智能眼镜光学解决方案领域迎来里程碑式的战略突破，经过多年联合研发、验证与准备，公司已与一家在智能眼镜领域占据行业领导地位的全球领先科技企业签署了一份具有法律约束力的合作备忘录。
2026.3.29	公司投资Rokid	康耐特光学发布公告，拟以1.8亿元参与灵伴科技（Rokid）的新一轮融资。本次投资完成后，公司持有灵伴科技股权比例不超过5%。
2026.1.27	配售股份强化XR镜片业务	以每股52港元配售2700万股，募资总额约14.04亿港元。资金投向：40%建设XR配套量产线及检测设备；20%提升研发能力并建精密光学中心；20%扩充泰国工厂XR产能及智能制造；20%用于营运及并购储备。
2026.1.20	与歌尔光学成立合资公司	子公司朝日光学与歌尔光学拟成立合资公司，XR业务有望加速。
2025.10.24	夸克AI眼镜开启预售	公司为夸克AI眼镜独家镜片供应商，产品开售后快速登顶双11品类第一。
2025.9.8	合作推进与收入确认	与多个全球科技、消费电子企业合作顺利，累计XR业务收入约1000万元（含2025H1约300万元）。预计随重点项目试产或量产，收入将在2025H2及2026年进一步增长。
2025.7.10	Meta收购依视路股份	Meta收购依视路约3%股份，公司关注智能眼镜产业链机会。
2024.12.29	歌尔收购部分股份	歌尔与康耐特若干现有股东协商收购不超过4280万股（占总股本10.0%/8.9%）。
2024.12.23	向歌尔配售股份	向歌尔配售5332.5万股（占配售11.1%），配售价15.86港元/股，净筹8.28亿港元，2025年1月6日完成。歌尔预计合计持股20%。
2024.12.12	收购泰国土地	全资附属公司ASAHLITE签署协议收购泰国土地，用于建设XR产品配套镜片生产基地及自动化产线。
2024.12.10	签署研发项目	与多家国际科技、消费电子企业签署研发项目，聚焦未来XR产品设计路径。
2024.9.30	成立XR研发服务中心	从技术端与市场端为精密光学业务提供支持与服务。

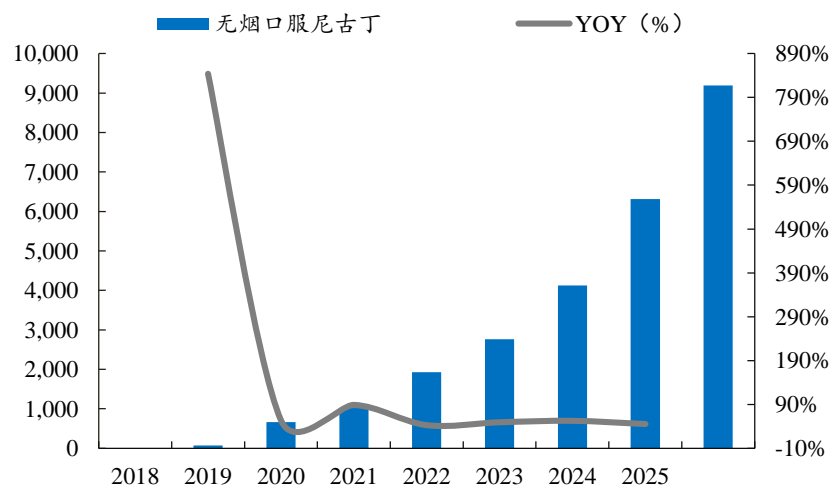
04 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

4. 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

4.1 合规风暴利好行业龙头，三类新烟合规龙头均受益

- 美国雾化电子烟市场近年来受到非法产品冲击、监管趋严及消费结构调整影响，北美市场短期承压。但近期FDA首次授权非烟草、非薄荷醇ENDS产品上市，意味着在监管配套逐步明确的背景下，雾化电子烟合法化路径有望加速推进，合规品牌及供应链企业有望受益。
- FDA通过PMTA路径授权20款ZYN尼古丁袋产品上市，这是FDA首次授权尼古丁袋类产品上市。此次授权意味着ZYN在美国市场获得明确合规销售基础，也进一步强化了头部口含烟品牌的合规壁垒和先发优势。

图表35：历年全球无烟口服尼古丁市场 规模增速



资料来源：欧睿，

图表36：FDA授权ZYN尼古丁袋上市

FDA NEWS RELEASE

FDA Authorizes Marketing of 20 ZYN Nicotine Pouch Products after Extensive Scientific Review

Agency Will Closely Monitor Youth Use and Company's Compliance with Marketing Restrictions

For Immediate Release: January 16, 2025

Today, the U.S. Food and Drug Administration authorized the marketing of 20 ZYN nicotine pouch products through the [premarket tobacco product application \(PMTA\)](#) pathway following an extensive scientific review. This is the first time the agency has authorized products commonly referred to as [nicotine pouches](#), which are small synthetic fiber pouches containing nicotine designed to be placed between a person's gum and lip.

The FDA determined that the specific products receiving marketing authorization met the [public health standard](#) legally required by the 2009 Family Smoking Prevention and Tobacco Control Act. This standard considers the risks and benefits of products to the population as a whole.

4. 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

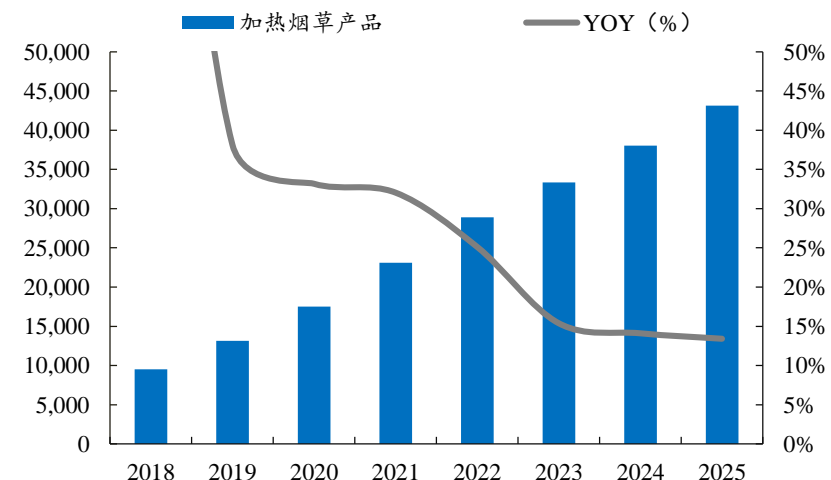
4.1 合规风暴利好行业龙头，三类新烟合规龙头均受益

- 英国自2025年6月1日起禁止销售和供应一次性电子烟，雾化电子烟市场逐步从一次性产品驱动转向可重复使用产品。2025年英国可充电式电子烟和开放式电子烟保持较快增长，成为一次性产品回落后的主要承接方向。
- 《加热卷烟》《尼古丁袋》强制性国标已于2026年5月7日结束公示，正式进入标准制定期。意味着国内HNB和口含烟开始进入制度化准备阶段，后续试点、税收、渠道和供应链配套值得持续关注。

图表37：国内《加热卷烟》国标公示



图表38：历年全球加热烟草产品市场规模增速



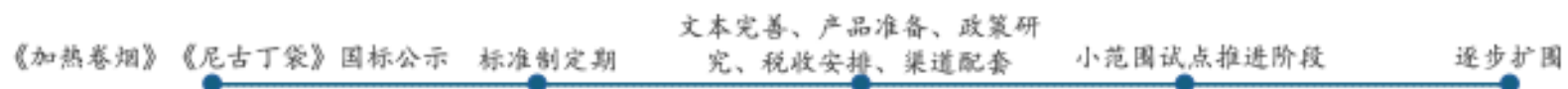
资料来源：国家标准信息公共服务平台，欧睿，国金证券研究所

4. 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

4.2 重视国内新烟放开期权，产业链受益梳理

- 必要性：国内传统卷烟市场已进入低速增长阶段，2025年全国卷烟产量同比仅增长0.2%；截至2026年3月末，烟草制品业规模以上工业企业存货维持在4,000亿元以上。叠加吸烟率下降和控烟压力上升，HNB可承接中高端卷烟升级需求，口含烟则补充无烟场景和更低价格带需求，共同丰富新型烟草产品矩阵。
- 可行性：《加热卷烟》《尼古丁袋》强制性国标均已结束公示，标准先行为后续试点提供制度条件；同时，中烟体系已有HNB海外探索和内部研发基础，尼古丁袋也具备价格灵活、无需烟具等特点。
- 空间展望：HNB或先从高线城市、中高端卷烟及已有非正式需求人群切入，长期渗透率达到20%-30%左右具备想象空间；口含烟因无烟、便携、价格带更低，长期渗透弹性或高于HNB。

图表39：加热烟草和尼古丁袋监管历程展望



图表40：电子烟监管历程

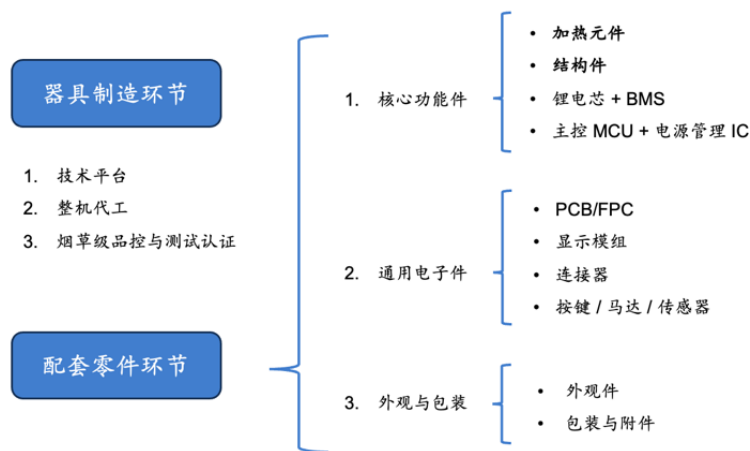


4. 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

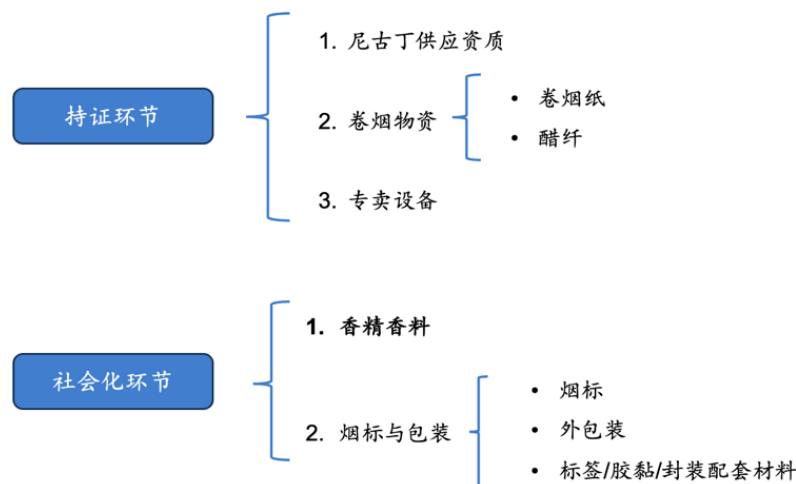
4.2 重视国内新烟放开期权，产业链受益梳理

- HNB与尼古丁袋放开后，潜在受益环节可分为专卖体系环节和社会化供应链环节。
- 专卖体系内，重点受益方向包括尼古丁供应、卷烟物资和专卖设备。其中尼古丁供应预计纳入烟草专卖监管框架；卷烟纸、醋纤、滤棒等物资有望受益于HNB材料要求变化；HNB烟弹生产以及尼古丁袋灌装、检测、打标、物流配套均需要设备先行。
- 社会化供应链中，香精香料是最核心方向。HNB和尼古丁袋对风味表达依赖更强，香精使用量明显高于传统卷烟。其次是包装、烟标、标签、贴纸、胶黏和封装材料，以及尼古丁袋相关的微晶纤维素、无纺布等核心辅料。若国内试点逐步推进，设备和原材料可能率先受益；香精香料、包装和辅料的持续放量弹性更突出。

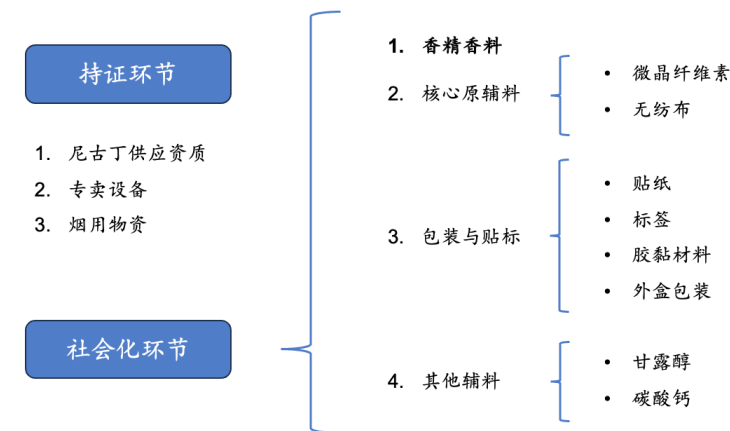
图表41：HNB产业链拆分（烟具）



图表42：HNB产业链拆分（烟弹）



图表43：口含烟产业链拆分



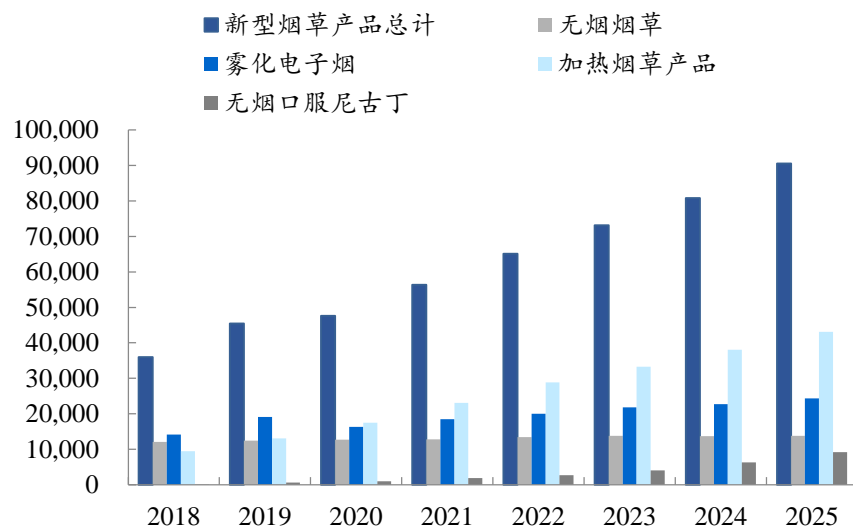
资料来源：全国标准信息公共服务平台；Google Patents；

4. 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

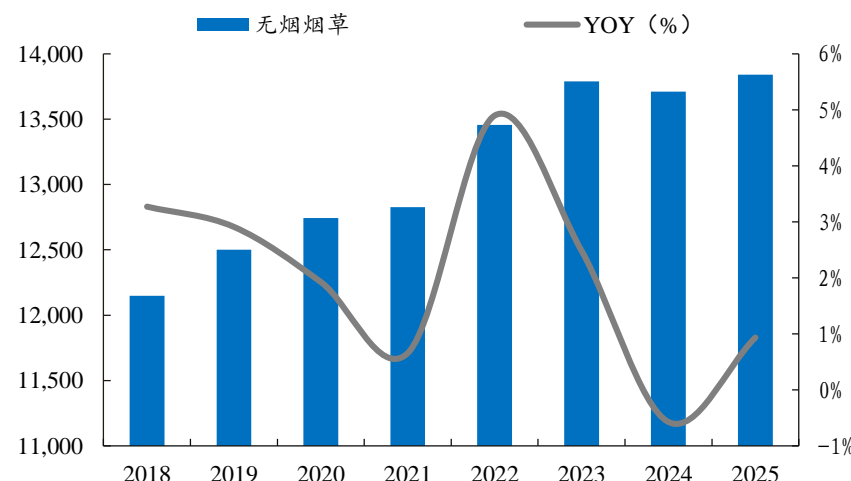
4.3 新型烟草渗透率提升大势延续，全球巨头差异化竞争

- 根据欧睿统计，2025年全球新型烟草产品市场规模达905.1亿美元，同比增长12.0%，其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模分别为138.4/243.6/431.1/91.9亿美元，分别同比+0.9%/+7.0%/+13.4%/+45.7%。
- 根据欧睿预测，2026年无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模预计分别同比+0.9%/+7.5%/+12.7%/+28.9%至139.6/261.8/485.8/118.5亿美元。
- 分品类增速来看，加热烟草仍是当前最大规模品类，2025年继续保持双位数增长；无烟口服尼古丁产品在低基数和渠道扩张带动下增速最快，成为新型烟草市场的重要增量来源；雾化电子烟虽受美国非法产品冲击、欧洲一次性烟监管趋严等因素影响，增速相对放缓，但整体规模仍维持较高水平。展望2026年，合规市场份额扩容有望成为最大边际改善主线。

图表44：历年全球新型烟草产品市场规模



图表45：历年全球无烟烟草产品市场规模增速



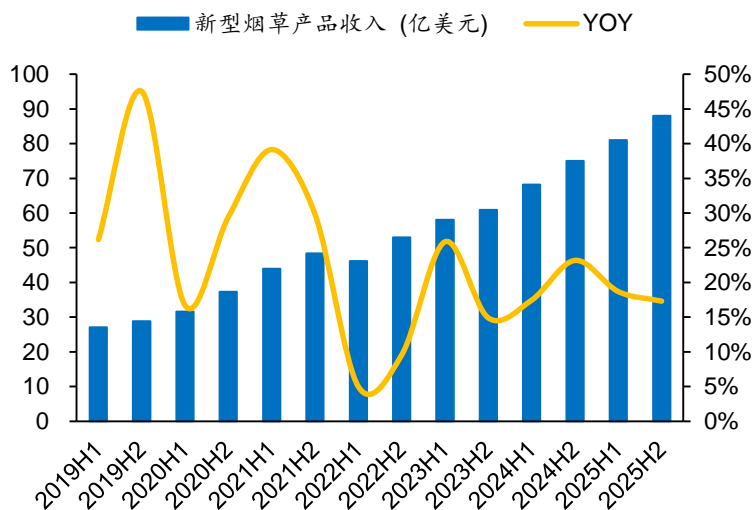
资料来源：欧睿，国金证券研究所

4. 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

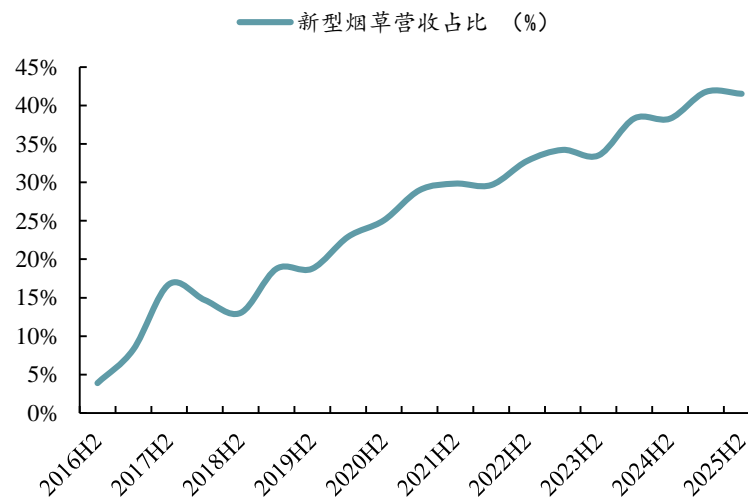
4.3 新型烟草渗透率提升大势延续，全球巨头差异化竞争

- PMI: IQOS+ZYN双轮驱动，无烟化领先
新型烟草收入占比约41.5%，IQOS维持全球领先，ZYN美国销量高增，巩固口含烟龙头地位。
- BAT: 口含烟高增，HNB新品是后续变量
现代口含烟收入同比+48.1%，对冲雾化承压；后续重点关注glo Hilo在日本、波兰等市场放量。

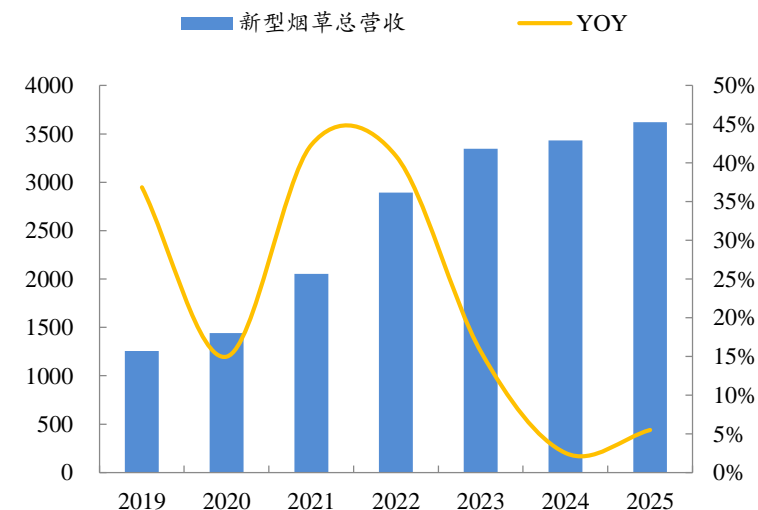
图表46: PMI新型烟草产品收入及增速



图表47: PMI新型烟草历年营收占比



图表48: BAT新型烟草历年总营收及增速



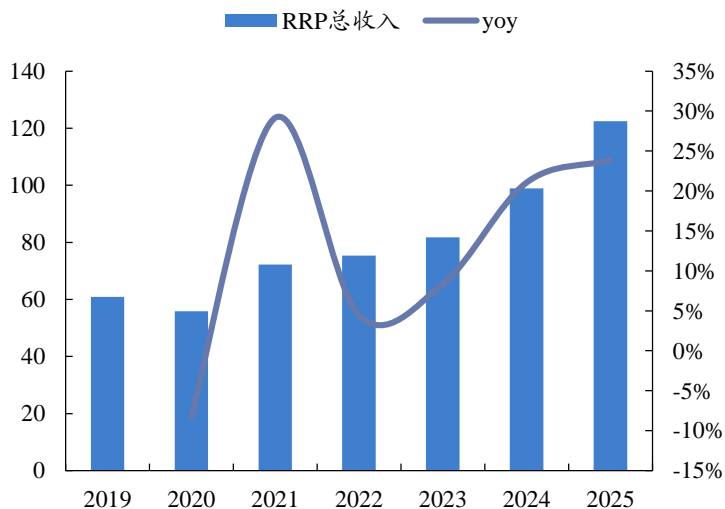
资料来源：菲莫国际公告，英美烟草公告，国金证券研究所

4. 新型烟草：合规风暴利好龙头，重视国内新烟放开期权

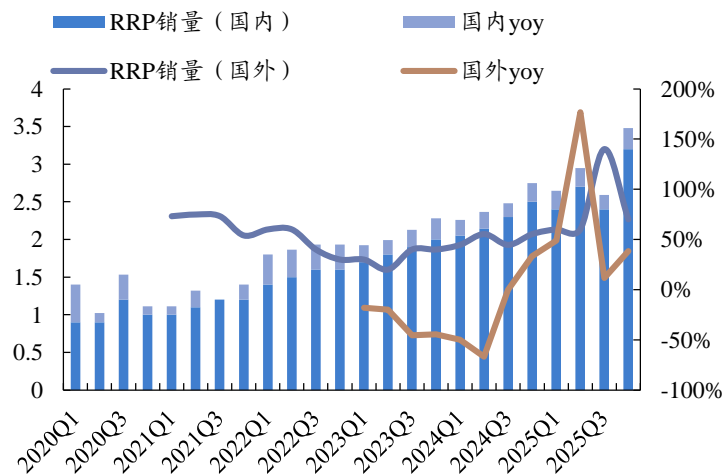
4.3 新型烟草渗透率提升大势延续，全球巨头差异化竞争

- JT: Ploom带动RRP高增，日本市场份额提升
RRP收入同比+23.9%，销量同比+28.4%；Ploom带动国内外销量提升，日本市场份额继续上行。
- 帝国烟草：NGP体量较小，但维持双位数增长
NGP收入同比+12.2%，欧洲仍为核心市场，美洲增速较快，整体处于稳步扩张阶段。

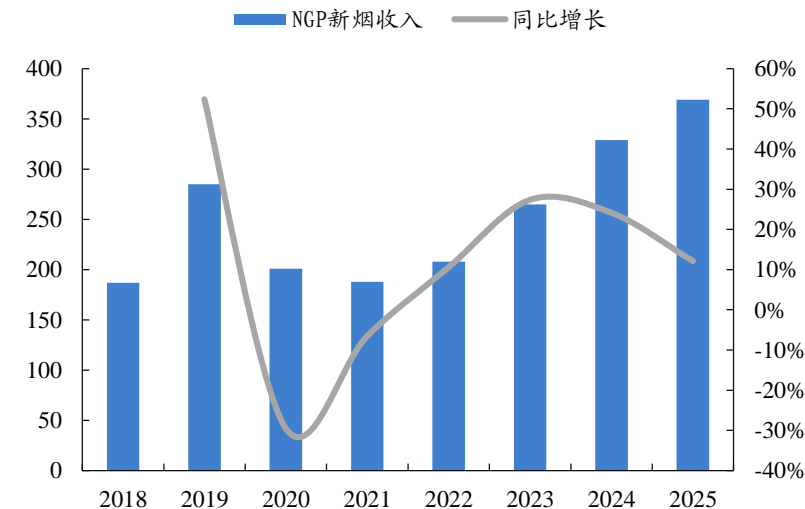
图表49：JT新型烟草收入及增速



图表50：JT新型烟草国内外销量及增速



图表51：帝国烟草NGP新型烟草历年收入及增速



资料来源：日本烟草公告。帝国烟草公告，国金证券研究所

05 潮玩：情绪价值需求具备韧性，龙头风险收益比正在改善

5. 潮玩：情绪价值需求具备韧性

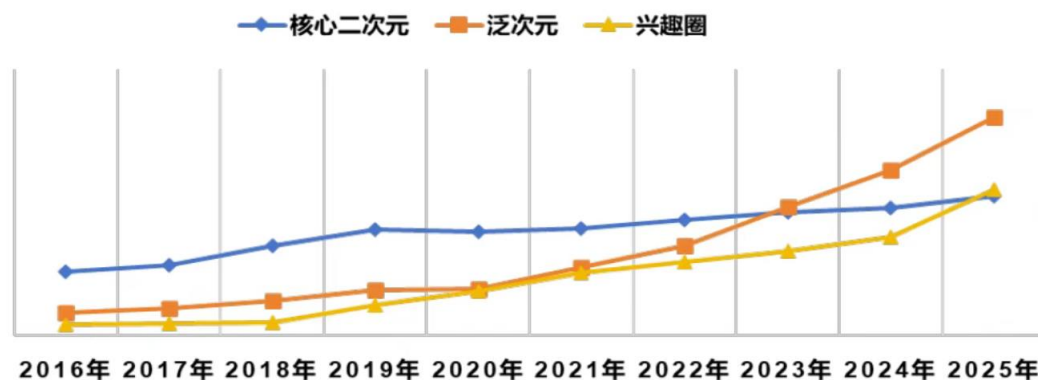
5.1 回顾：边际景气度高基数下转弱，新业态&新品类&新尝试涌现，用户基本盘扩容

- 行业景气度整体行业增速边际放缓，2025年盲盒爆发抬高基数，导致2026年同比承压；线上销售数据出现边际转弱，2026年M1-M4潮玩动漫线上销售额同比-5%，盲盒娃娃+21%。
- 但我们认为行业整体景气度并未结束，存在明显的扩年龄、扩场景趋势，IP情感认同>价格敏感的消费特征仍然清晰；
- 增长中枢正在从粗放扩张转向结构分化，新业态&新品类&新尝试仍在涌现：铜师傅于2026年3月在港交所上市，索尼森迪平价玩具已递交港股招股书，创源股份布局祈福赛道，收购酷乐潮玩成熟门店资产；明星与潮玩绑定逐渐紧密：泡泡玛特与周深、孙燕姿合作；奇梦岛小嗷 x 王一博；TOPTOY x 赵露思。

图表53：淘天将毛绒、拼搭从传统玩具中剥离，升级为一级类目



图表52：潮玩用户基本盘扩容，潮玩消费从“硬核内容驱动”向“兴趣圈层驱动”迁移



图表54：潮玩行业26年线上增速高基数下放缓

行业层级	品类	24线上GMV (亿元)	yoy	21-24CAGR	25线上GMV (亿元)	yoy	26YTD线上GMV (亿元)	yoy
一级行业	潮玩动漫	141.04	17%	25%	171.32	21%	50.29	-4.8%
二级行业	盲盒	32.80	83%	35%	53.23	62%	17.18	21.0%
二级行业	手办	9.25	10%	22%	13.60	47%	3.42	-11.0%

资料来源：雷报，淘天，久谦，国金证券研究所

5. 潮玩：情绪价值需求具备韧性

图表57：我国部分潮玩企业/品牌出海布局

企业/品牌简称	现有出海布局情况（部分）	未来出海布局情况（部分）
泡泡玛特	在海外开设门店，建设生产基地，目前全球六大生产基地已全面落地，地域范围跨越中国、东南亚及南美洲的墨西哥	将伦敦定为欧洲总部所在地，未来将在英国新增伯明翰、卡迪夫及伦敦牛津街旗舰店等7家线下门店，同时计划在欧洲各地拓展20家门店
52TOYS	通过在当地成立公司，设立运营团队，并在当地知名度高或年轻消费者集中的地段开设直营店、快闪店，以及运营社交媒体账号和私域流量等方式，目前已逐步构建起一套本土化体系；在IP产品研发中也针对不同海外市场加入对应的本土化元素，如在泰国推出的Pouka Pouka榴莲宝宝搪胶毛绒	2026年将加强全球化品牌建设，更积极地参加海外展会，加大投入品牌宣传
TOP TOY	已进入泰国、马来西亚、印度尼西亚、日本等市场，海外门店数量超过10家	未来5年覆盖全球100个国家核心商圈，开设超1000家门店
ToyCity（城仕文化）	产品远销美国、加拿大、韩国、泰国、新加坡、马来西亚、英国等，已经开发了多个不同国家和地区的渠道合作代理商；通过与迪士尼授权合作的契机，借助迪士尼的全球影响力搭建海外销售平台	-

5.2 展望&投资建议：关注风险收益比正在改善、估值回调、但基本面仍最强的龙头

行业内部正在经历一轮竞争重构：

- 从国内盲盒和单一爆款IP红利逐步延伸到毛绒/拼搭/联名和线下体验的多品类扩张，目前该趋势仍然延续；
- 出海方面则是从货出去转向粉丝体系、组织能力和本地化IP运营的精细化阶段。

首推风险收益比正在改善、估值回调、但基本面仍最强的龙头；关注基于催化、业绩验证的细分赛道布局/转型标的。

图表55：同业公司估值

证券代码	证券简称	流通市值(亿元)	市盈率PE		
			TTM	27E	28E
行业中位值					
		121.52	14.01	8.82	7.55
9992.HK	泡泡玛特	2,387.78	16.79	12	10.25
9896.HK	名创优品	321.65	14.01	8.82	7.42
0325.HK	布鲁可	131.54	18.75	10.91	8.7

图表56：IP潮玩公司商业模式分类



资料来源：头豹，前瞻产业研究院，i

5. 潮玩：情绪价值需求具备韧性

5.3 重点标的：泡泡玛特：海外增速高基数下承压，增长动力转向国内，期待业态延展

- 公司Q1增长动力转向国内市场，乐园、甜品等衍生业务持续落地。线下开业的泡泡玛特城市乐园、尝试切入小家电、珠宝等新品类，探索游戏、电影等内容领域，旨在构建一个围绕IP的生态系统。
- 我们认为公司的多项拓展极大丰富IP的变现渠道，提升用户生命周期价值(LTV)，进一步抬升公司的成长天花板。
- 近期，知名投资人段永平于5月25日增持至5.69%，触发举牌。

图表58: 泡泡玛特分地区零售门店数量及店效

	24H1	24H2	25H1	25H2
中国内地				
门店数量	374	401	409	410
YOY	10%	10%	9%	2%
新增数量	11	27	8	1
店效	5	5	9	12
店效YoY			95%	118%
亚太				
门店数量	39	54	69	85
YOY			77%	57%
新增数量		15	15	16
店效	12	22	22	33
店效YoY			74%	52%
美洲				
门店数量	10	22	41	64
YOY			310%	191%
新增数量		12	19	23
店效	9	12	18	20
店效YoY			106%	72%
欧洲及其他				
门店数量	9	14	18	36
YOY			100%	157%
新增数量			18	18
店效	5	8	15	16
店效YoY			236%	95%

图表59: 拓展活动列举

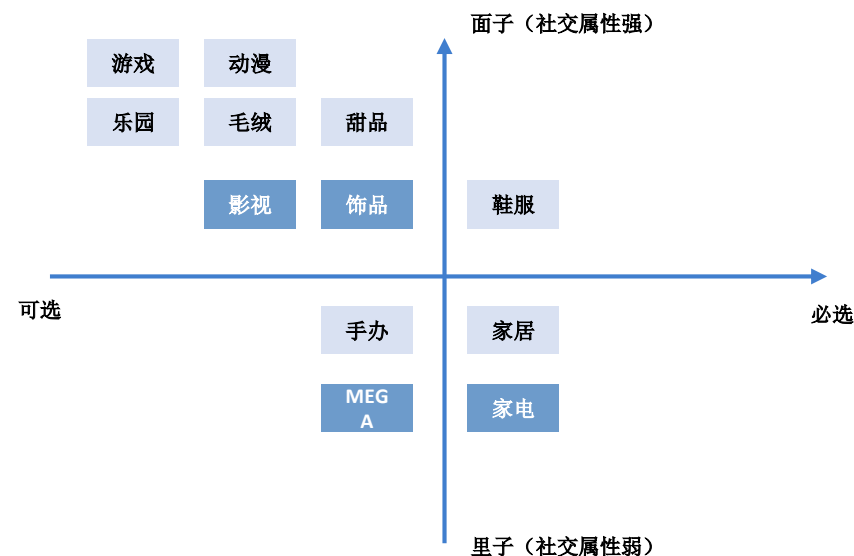
活动时间	活动主题	活动核心内容
1月24日	MOLLY诞生20周年全球巡展首站落地香港	1月24日, MOLLY诞生20周年全球巡展首站在香港启动, 系统回顾IP二十年发展历程, 后续计划在上海、北京等12个城市开启全球巡展。
3月-7月	LABUBU成为杯官方联名潮玩IP, 全球发售联名产品	3月24日, 泡泡玛特宣布与4月在线上线下发售联名产品, 限量款搪胶毛绒公仔迅速售罄; 5月, LABUBU出演世界杯官方单曲《Goals》MV。
5月	独立甜品品牌POP BAKERY全国首家直营门店落地阿那亚	推出独立甜品品牌POP BAKERY, 打造可食用IP产品, 覆盖饼干、冰淇淋、蛋糕等品类; 5月首家直营门店落地秦皇岛阿那亚, 新增茶饮、咖啡等产品, 打造复合消费场景
4月30日	北京泡泡玛特城市乐园新区域正式开放	4月30日, 泡泡玛特城市乐园新区域正式向公众开放, 围绕THE MONSTERS、DIMOO两大IP, 新增三大区域及五个大型游乐设施, 全方位提升乐园游玩体验感。
5月-6月	星星人×麦当劳全国深度联名活动上线	5月13日, 麦当劳官宣与泡泡玛特旗下IP星星人开启深度联名, 推出联名限定主食、小吃、饮品及限量周边。
5月15日-24日	泡泡玛特携核心IP亮相2026中国新文创市集	5月15日, 泡泡玛特携旗下MOLLY与星星人两大IP重磅亮相2026中国新文创市集, 打造MOLLY迷你城堡、ROYAL MOLLY大型艺术装置和星星人主题春游园嘉年华, 创建沉浸式线下IP体验空间。

资料来源: 公司公告, 公司微博, 新浪财经, CIP主题乐园研究院等, 国金证券研究所

图表60: 25Q1-26Q1每季度各市场增速图

细分市场	25Q1	25H1	25Q3	2025A	26Q1
中国内地	95%-100%	135%	185%-190%	135%	100%-105%
亚太	345%-350%	258%	170%-175%	158%	25%-30%
美洲	895%-900%	1142%	1,265%-1,270%	748%	55%-60%
欧洲及其他	600%-605%	729%	735%-740%	506%	60%-65%

图表61: 未来品类/业态延展的思路



5. 潮玩：情绪价值需求具备韧性

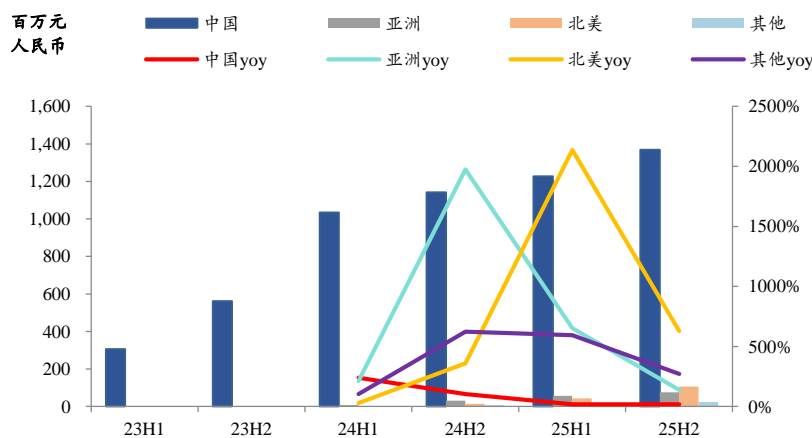
5.3 重点标的：布鲁可：海外增长加速、其他IP&成人向&积木车布局逐步验证

2026年更聚焦有效性与确定性，关注Q2起海外IP电影营销、积木车推新等多催化节点：

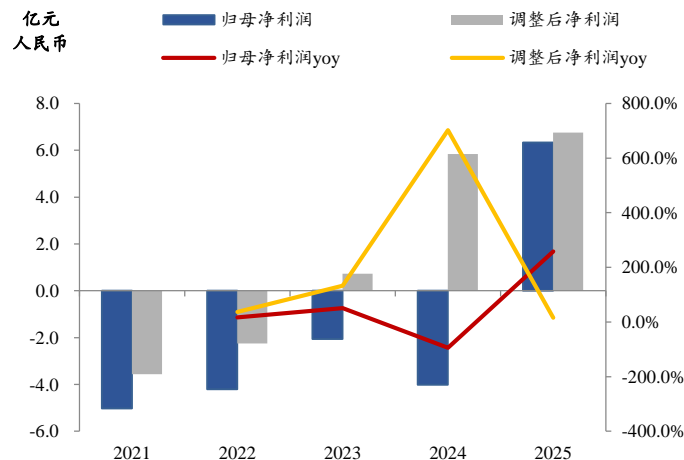
➢ 从品类角度看，成人向贡献提升，成功培育新品类积木车。25年拼搭角色类玩具收入28.43亿元（同比+29.1%）2）成人向：25年16岁以上年龄段产品占比16.7%（同比+5.3pct）。25年拼搭载具及积木玩具收入0.7亿元（同比+77%），积木车品类预计将成为26年重要增长点。

➢ 海外市场增长靓丽，线上渠道增速加快。25年国内/海外营收25.9/3.2亿元，同比+19%/+397%，北美/亚洲(除中国)/其他营收1.5/1.3/0.4亿元，同比+804/+238/+335%，未来海外有望持续贡献增量。

图表62: 国内和海外（亚洲非中国、北美）收入及其yoy



图表63: 归母净利润/经调整利润及其yoy



图表64: 积木车产品清单

发布时间	系列名称	产品名称	单价	端盒价
奥特曼				
2025/12/24	C01	银河驱动	19.9	238.8
2026/5/11	C02	命运交汇	19.9	238.8
变形金刚				
2025/11/14	C01	汽车领袖	19.9	238.8
2026/3/11	C02	雷霆竞速	19.9	238.8
2026/5/27	C03	雷霆竞速2	19.9	238.8
套装				
2025/11/24	C01	擎天柱	58.9	-
限定				
-	B			
-	B			
DC				
2026/3/30	E01	蝙蝠侠	39	234

图表65: 成人产品占比&SKU情况

	24H1	24H2	2024	25H1	25H2	2025
按照收入 (百万)						
营业收入	1046.2	1194.7	2240.9	1338.0	1575.3	2913.3
0-6岁年龄段产品				34.8	29.3	64.1
占比				2.6%	1.9%	2.2%
6-16岁年龄段产品			1985.5	1105.2	1257.5	2362.7
占比			82.6%	79.8%	81.1%	
16岁以上年龄段产品	108.8	146.7	255.5	198.0	288.5	486.5
占比	10.4%	12.3%	11.4%	14.8%	18.3%	16.7%
按照SKU数量						
在售SKU	431		682			1447
6岁以下	116		132			158
占比	26.9%		19.4%			10.9%
6-16岁	295		519			1002
占比	68.4%		76.1%			69.2%
16岁以上	20		31			287
占比	4.6%		4.5%			19.8%

5. 潮玩：情绪价值需求具备韧性

5.3 重点标的：名创优品：同店改善趋势延续，北美直营表现亮眼，IP零售集团成长路径清晰

Q1国内名创收入+29.6%，门店数量达到4593家（同/环比+318/25家），其中一/二/三线门店较年初-4/+13/+16家；同店实现高单个位数增长，积极门店调改，日均销售额提升&门店模型优化成效显著。2) TOP TOY：Q1营收5.1亿元（+51.4%）。海外：门店持续扩张，北美同店双位数提升。

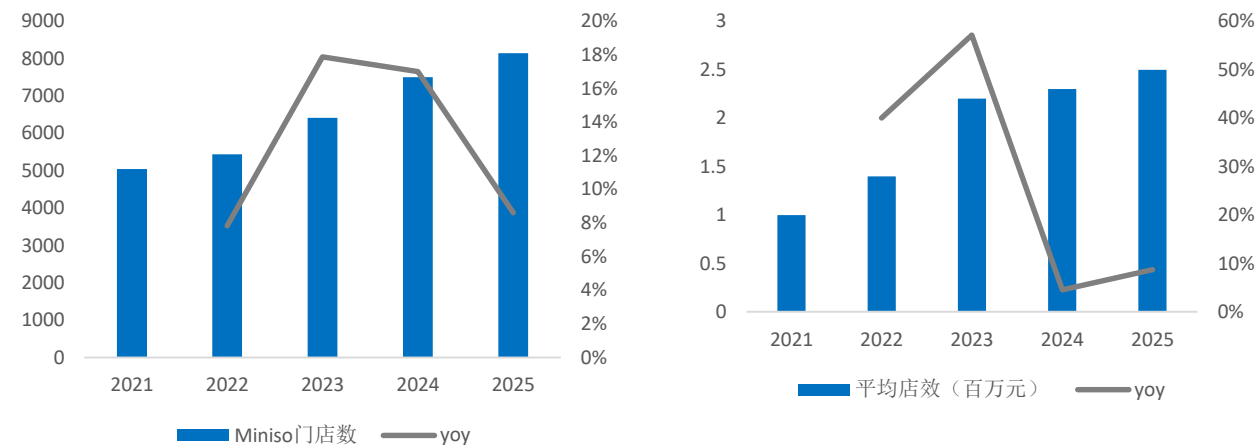
短期关注门店调改&海外直营店效益释放节奏，中期IP及兴趣消费产品策略、全球化成长打开空间。国内业务受益于大店战略带动的渠道升级与效率提升，海外北美市场进入聚焦式开店阶段，规模效应有望逐步显现，IP零售集团成长路径清晰。

图表66: 各地区同店增长情况

指标	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
名创优品品牌收入增速	16.50%	19.50%	28.20%	27.70%	26.60%
品牌同店销售	中单个位数下降	低个位数增长	中个位数增长	中个位数增长	中个位数增长
品牌门店数增加	12.94%	10.83%	8.98%	8.62%	9.64%
1. 中国内地收入增速	9.10%	13.60%	19.30%	25%	29.60%
同店销售	中个位数下降	低个位数上升	高个位数增长	中双位数增长	高个位数增长
门店数增加	6%	5%	4%	0.041495668	7.44%
2. 海外收入增速	30.30%	28.60%	27.70%	30.50%	21.90%
同店销售	-	低个位数下降	低个位数增长	低个位数下滑	低个位数增长
门店数增加	24%	20%	17%	15%	13%

资料来源：公司公告，增长黑盒Growthbox，国金证券研究所

图表68: 门店数量/单店情况



图表67: 各地区情况

地区	2026Q1 门店数	YoY 净增	门店占海外	2025 收入(百万)	收入占海外	经营模式
亚洲 (除中国)	1801	138	49.79%	2736.15	30.86%	名创合伙人模式为主，区域内延续加盟/合伙人体系
北美	499	124	13.80%	3342.918	37.70%	直营模式为主，代理历史门店逐步收回
拉美	722	76	19.96%	1560.169	17.60%	代理模式为主，强代理商深耕当地渠道
欧洲	355	54	9.81%	703.771	7.94%	直营旗舰店/品牌化运营增强，仍需结合当地市场本土化
其他	240	12	6.64%	523.368	5.90%	海外通用代理/本土化组合
海外合计	3617	404		8866.376		

5. 潮玩：情绪价值需求具备韧性

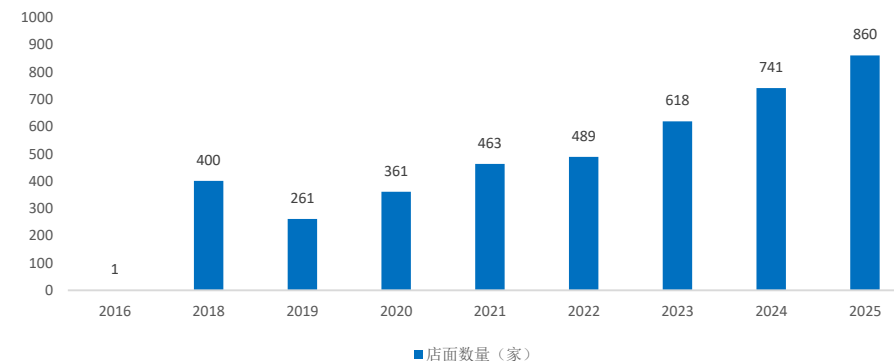
5.3 重点标的：晨光股份：大额回购彰显长期价值信心，科力普分拆、主业扩圈、出海驱动成长

5月28日，晨光股份发布回购股份公告，拟使用5-10亿元公司自有资金以集中竞价方式回购股份，不超过人民币35元/股（含），回购期限不超过12个月，回购股份占总股本比例1.55%~3.10%。本次回购规模高，彰显公司对持续发展的信心。

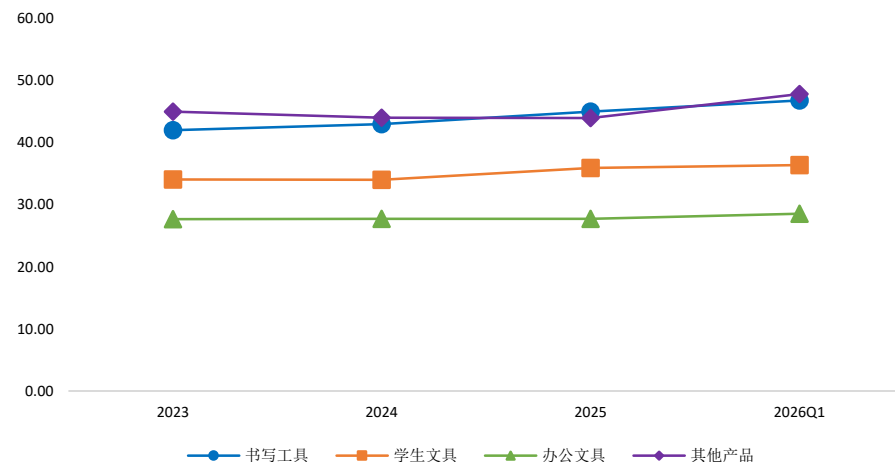
长期信心来自科力普分拆&主业扩圈&出海成长性：

- 1) 科力普拟分拆上市，利于市值重估与资源优化。
- 2) 小文具到大文具再到文创，有望不断破圈；26Q1书写工具/学生文具/办公文具/其他产品毛利率分别+2.92%/+0.72%/+0.05%/+1.82%，边际改善；九木杂物社26Q1增长亮眼，营收4.5亿元，同比+16.11%，远期文创与潮玩空间广阔。
- 3) 出海仍大有可为，成长性值得期待。

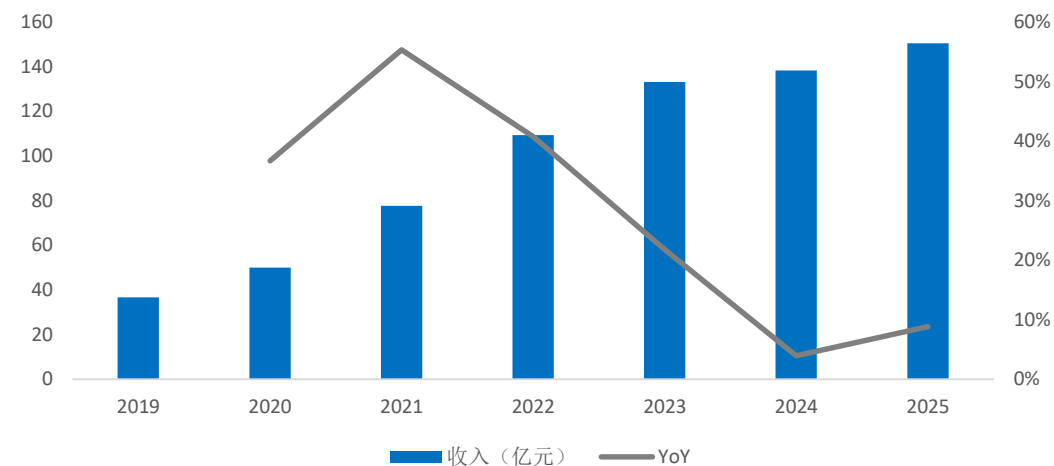
图表71：九木门店数量



图表69：Q1毛利率改善



图表70：科力普近年收入及其yoy



资料来源：公司公告，新浪财经，亿邦等，国金证券研究所

06 宠物：看好长期竞争格局改善与盈利空间

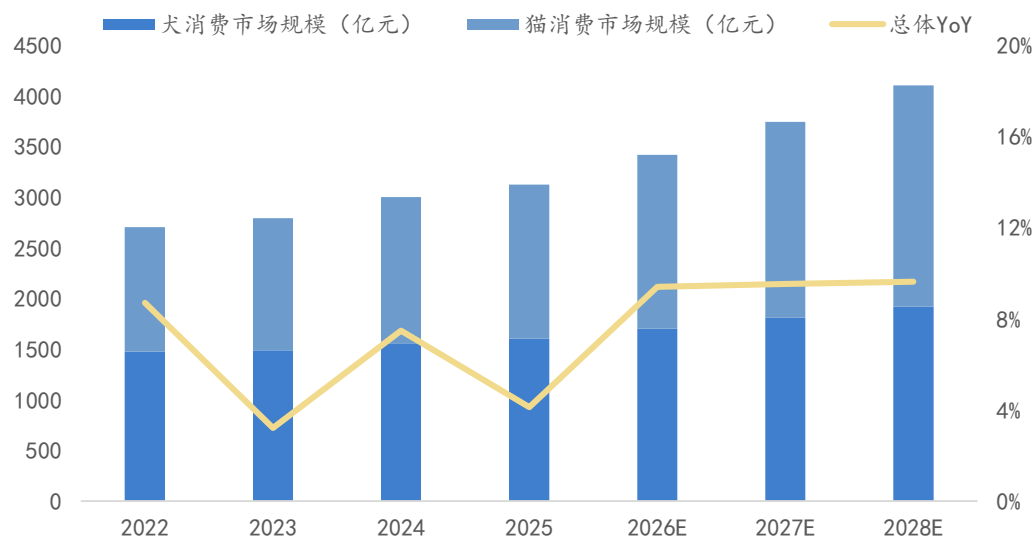
6. 宠物：看好长期竞争格局改善与盈利空间

6.1 宠物行业回顾：宠物板块内销竞争加剧，外销关税影响仍待消化

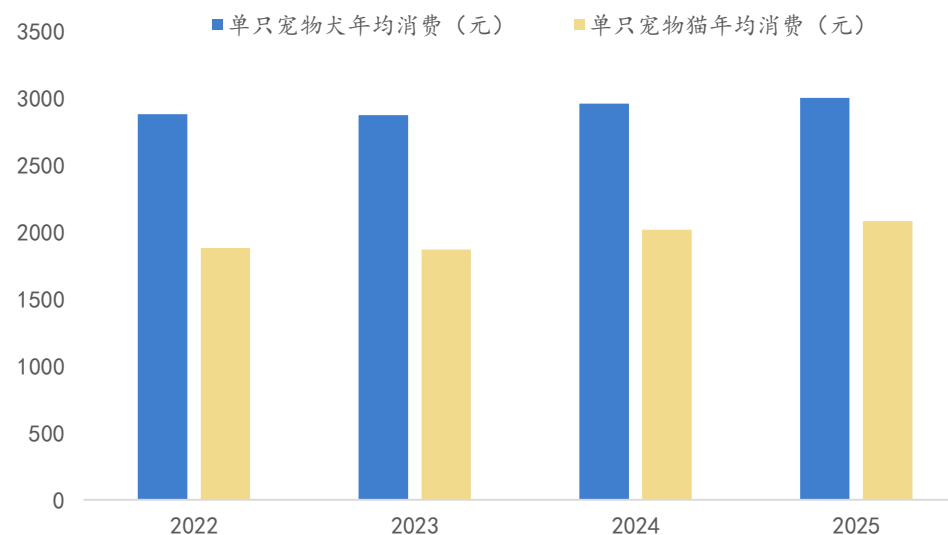
➤ **宠物板块：行业成长属性仍在，市场竞争加剧，期待毛销差拐点。**据《2026年中国宠物行业白皮书》，2025年城镇宠物（犬猫）消费市场规模达3126亿元，同比增长4.1%，行业延续扩容态势。从消费结构看，食品市场以53.7%的份额稳居第一大消费市场，主粮、零食及营养品占比均小幅提升；医疗市场份额为27.6%，较2024年有所回落；用品及服务市场份额分别为12.2%、6.5%，仍处于培育期。

➤ **宠物食品升级需求带动中高端品牌结构性增长，市场竞争加剧。**乖宝宠物旗下弗列加特、中宠股份旗下领先均实现高双位数增长，鲜肉、烘焙等升级方向明确，产品结构高端化叠加渠道优化带动品牌毛利率持续提升。自主品牌具备“高毛利、高费投”的典型特征，其收入占比提升将同步带动综合毛利率与销售费用率上行；而市场竞争加剧导致头部公司2025年及26Q1毛销差收窄，短期需关注大单品生命周期、新品放量节奏及行业标准提升对销售费用率回落的催化。

图表72：城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



图表73：犬猫年均消费均破新高



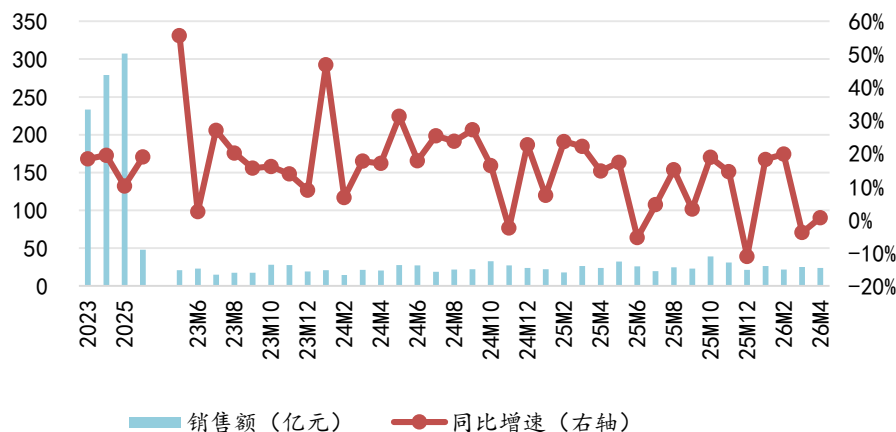
6. 宠物：看好长期竞争格局改善与盈利空间

6.1 宠物行业回顾：宠物板块内销竞争加剧，外销关税影响仍待消化

1) 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，乖宝宠物旗下高端品牌弗列加特及麦富迪BARF系列、中宠股份旗下领先品牌及顽皮小金盾系列均在2025年实现高于行业平均的增长。618以来行业竞争加剧推升销售费用率，龙头公司选择以短期业绩承压换取市占率提升，腰部公司则转向保守增长，报表端表现分化。中国宠物食品行业发展仍处早期阶段，利润率及市场集中度较成熟市场仍有较大提升空间；头部公司品牌运营能力成熟，规模效应下资金优势显著，费投压力下中小企业有望加速出清，格局优化后龙头利润释放潜力可期。

2) 外销：关税扰动短期承压，海外产能布局企业逆势受益，关注汇率及成本传导节奏。25年宠物食品及用品出口受特朗普关税2.0影响整体表现承压，但部分前瞻性布局海外产能的企业受益于订单转移逻辑，出口增速显著优于行业平均；由于关税成本由产业链部分分摊，相关企业毛利率短期仍受一定压制；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。

图表74：内销线上宠物食品行业红利仍在释放



图表75：内销宠物品牌线上跟踪

上市公司旗下品牌销售跟踪									
公司	品牌	4月GMV (百万元)			4月GMV (百万元)	4月YOY	4月市占率	1-4月GMV	1-4月YOY
		天猫	京东	抖音					
乖宝宠物	麦富迪	81.6	38.5	41.7	161.8	-3%	6.77%	645.6	3%
	弗列加特	33.6	17.7	14.2	65.5	-3%	2.74%	265.2	2%
	佰萃粮	0.0	1.6	9.2	10.8	28%	0.45%	92.9	23%
	藻趣儿	1.3	5.6	2.7	9.6	-2%	0.40%	38.9	-19%
	合计	126.2	63.4	67.8	257.4	-2%	10.77%	910.8	5%
中宠股份	顽皮	14.9	10.2	7.3	32.3	33%	1.35%	133.4	59%
	ZEAL	2.3	1.4	2.3	6.0	-1%	0.25%	28.8	11%
	领先	16.5	8.9	5.3	30.7	42%	1.28%	109.2	40%
	合计	33.7	20.5	14.8	69.0	30%	2.89%	271.4	34%
佩蒂股份	爵宴	5.4	3.6	2.1	11.0	-4%	0.46%	46.6	-17%
	好适嘉	0.3	0.1	0.1	0.5	-5%	0.02%	2.0	-43%
	合计	5.7	3.6	2.2	11.5	-2%	0.48%	48.7	-19%

重点品牌销售数据跟踪										
一级分类	二级分类	品牌	4月GMV (百万元)			4月GMV (百万元)	4月YOY	4月市占率	1-4月GMV	1-4月YOY
			天猫	京东	抖音					
宠物食品	内资大众	麦富迪	81.6	38.5	41.7	161.8	-3%	6.77%	645.6	3%
		诚实一口	29.9	8.5	10.2	48.5	-31%	2.03%	217.6	-16%
		鲜朗	62.6	15.8	14.4	92.8	-1%	3.89%	341.6	11%
		蓝氏	42.6	27.1	23.4	93.1	13%	3.90%	388.1	29%
		凯锐思	22.2	13.7	2.2	38.1	-24%	1.59%	151.1	-18%
		卫仕	42.4	17.1	85.5	144.9	136%	6.07%	486.3	106%
		网易严选	39.4	31.3	13.2	83.9	0%	3.51%	332.8	-1%
		顽皮	14.9	10.2	7.3	32.3	33%	1.35%	133.4	59%
	内资高端	爵宴	5.4	3.6	2.1	11.0	-5%	0.46%	46.6	-18%
		高爷家	14.0	2.4	1.1	17.6	8%	0.74%	50.2	-27%
		匹卡嘿	0.6	0.2	1.4	2.2	-20%	0.09%	10.7	59%
		ZEAL	2.3	1.4	2.3	6.0	-1%	0.25%	28.8	11%
		弗列加特	33.6	17.7	14.2	65.5	-3%	2.74%	265.2	2%
		皇家	148.0	115.2	15.7	278.9	46%	11.68%	1066.6	51%
外资大众	素力高	8.1	5.1	2.9	16.1	-17%	0.67%	57.6	-46%	
	冠能	19.7	15.7	4.9	40.2	24%	1.68%	152.1	12%	
	渴望	46.7	19.6	6.4	72.8	29%	3.05%	286.5	37%	
	爱肯拿	37.0	15.7	3.8	56.4	21%	2.36%	215.0	18%	
外资高端	ZIWI	10.7	3.9	0.9	15.4	-11%	0.65%	67.1	-10%	
	华元	4.7	1.8	0.8	7.3	-51%	1.28%	35.9	-34%	
	PIDAN	15.9	10.5	3.2	29.6	41%	5.15%	138.6	51%	
	小佩 Petkit	14.3	9.5	2.4	26.2	2%	4.55%	134.4	17%	
宠物用品	内资大众	许翠花	8.1	9.1	3.0	20.2	13%	3.51%	90.5	8%

6. 宠物：看好长期竞争格局改善与盈利空间

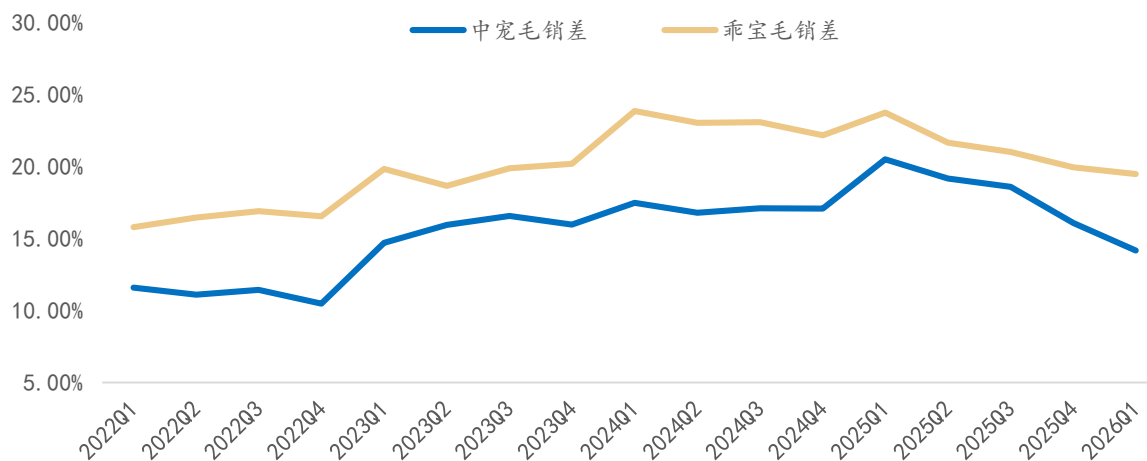
6.2 宠物行业展望&投资建议：看好长期格局改善和盈利提升空间，关注估值底部区间的行业龙头

➤行业从“量增”切换至“价升”，结构性红利延续但弯道超车窗口收窄，全产业链能力成为分水岭。2025年宠物数量增长放缓，核心驱动力从“新宠主渗透”转向“单宠消费提升”。高鲜肉、烘焙粮等品类升级红利边际减弱，迭代正向美毛、肠道等细分功能需求延伸；电商渠道结构趋于稳定，品牌力提升带动经销结构优化。新宠主增速放缓叠加升级红利减弱，中腰部品牌弯道超车窗口收紧，具备自建高端产能、研发及运营能力的头部企业优势固化。

1) 中宠股份：国内品牌势能释放叠加全球化产能布局，双轮驱动成长确定性。内销顽皮完成定位重塑，“出口第一、入口安心”塑造高品质心智，小金盾系列持续升级拓品类；领先精准卡位烘焙粮，运营能力经多轮验证。美加墨新产能持续爬坡，全球化供应链灵活应对关税扰动，份额有望持续提升。

2) 乖宝宠物：战略性加大费投巩固品牌护城河，短期扰动不改长期价值。25H2至26Q1公司主动调整内销业务，短期经营承压但为长期蓄力。3月麦富迪/弗列加特基于WarmData天性大数据发布战略升级，聚焦“精准营养”推出新品。基于消费者洞察优势，看好上新节奏恢复带动自主品牌GMV增速回升。

图表76：中宠、乖宝分季度毛销差趋势



07 个护：关注兼具份额提升空间与盈利优化能力的国货品牌

7. 个护：关注兼具份额提升空间与盈利优化能力的国货品牌

7.1 行业：竞争边际加剧下集中度下降，新锐国货品牌份额提升

图表77: 卫生巾/牙膏品牌线上集中度梳理

回顾：Q1个护行业整体集中度降低，卫生巾/牙膏TOP5分别44%/37%，竞争边际加剧；同时TOP5国产化率提升，卫生巾/牙膏分别22%/31%，新锐国货品牌依托直播/内容种草等渠道&营销份额提升，但仍需关注盈利端兑现节奏（她研社、淘淘氧棉/参半/Bop等）。

分品类看，卫生巾的核心变量更偏向品牌安全感、使用体验与场景细分，牙膏则是一个更典型的功效驱动消费品，功效心智和价格带上移共同推动行业升级，赛道比较看牙膏>卫生巾。

渠道层面，电商环境回归理性，行业竞争从流量红利驱动转向效率驱动。在抖音等平台流量成本上行、ROI下滑背景下，品牌单纯依赖投流获取增长的模式面临瓶颈，未来更考验内容运营、货架承接和全域转化能力。即时零售正在成为品牌抢占用户入口、强化近场触达的重要渠道，但仍需关注利润端兑现。

投资建议：首推兼具份额提升空间与盈利优化能力的国货品牌。

		卫生巾品牌线上集中度梳理									
		2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1				
猫+东+抖		66.86	79.53	85.41	96.96	99.87	22.45				
总销售额(亿元)		8.34%	18.95%	7.39%	13.52%	3.00%	35.00%				
yoy											
1	护舒宝 Whisper	24.83%	20.98%	18.35%	13.68%	12.50%	12.04%				
2	苏菲 Sofy	16.82%	14.54%	11.48%	自由点						
3	高洁丝 Kotex	12.27%	11.38%	10.39%	高洁丝 Kotex	10.19%	8.68%	8.14%			
4	乐而雅 Laurier	9.58%	8.41%	7.88%	苏菲 Sofy	9.66%	7.88%	7.88%	7.88%	7.88%	
5	七度空间 Space7	7.77%	7.94%	自由点							
6	奈丝公主 Nice Princess	4.47%	4.01%	5.80%	淘淘氧棉	5.37%	6.17%	6.17%	6.17%	6.49%	
7	ABC	3.70%	自由点								
8	洁婷 Ladycare	3.27%	3.05%	3.60%	她研社 Herlab	3.64%	5.05%	5.05%	5.05%	5.05%	
9	薇尔 Libresse	2.10%	2.63%	2.82%	奈丝公主 Nice Princess	3.64%	4.80%	4.80%	4.80%	3.94%	
10	自由点										
11	飞										
12	淘淘氧棉	1.06%	0.98%	1.85%	ABC	1.52%	2.17%	2.17%	2.17%	2.08%	
13	花王 Kao	0.93%	0.97%	1.82%	ABC	1.46%	1.31%	1.31%	1.31%	1.56%	
14	倍舒特	0.74%	0.79%	1.74%	凸凸棉	1.40%	1.26%	1.26%	1.26%	1.47%	
15	千金净雅 Jaya	0.66%	0.78%	1.55%	棉妮佳	1.33%	1.20%	1.20%	1.20%	1.39%	
16	植护	0.46%	飞								
17	怡丽 Elis	0.44%	0.68%	1.19%	棉妮佳	1.22%	1.18%	1.18%	1.18%	1.16%	
18	舒莱	0.38%	0.65%	1.08%	未可 V-girl	0.97%	1.17%	1.17%	1.17%	1.10%	
19	贵艾朗	0.34%	0.53%	0.92%	白森林 White						
20	安尔乐 Anerle	0.34%	0.53%	0.82%	薇舒特	0.49%	0.99%	0.99%	0.99%	0.92%	
CR5		71.27%	63.25%	54.36%	53.23%	45.60%	44.23%				
CR10		86.87%	78.71%	72.47%	74.12%	70.45%	68.76%				
CR15		91.37%	83.69%	81.32%	82.51%	79.58%	78.19%				
CR20		93.33%	86.86%	86.68%	87.35%	85.21%	83.60%				
Top5国产化率		7.8%	8.4%	14.1%	19.7%	16.3%	21.7%				
Top10国产化率		21.3%	21.4%	22.8%	32.4%	35.5%	34.7%				
Top20国产化率		26.0%	27.8%	36.1%	45.6%	47.1%	46.6%				

		牙膏品牌线上集中度梳理									
		2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1				
猫+东+抖		48.16	69.42	77.60	93.30	113.48	114.48				
总销售额(亿)		10.81%	44.14%	17.78%	20.23%	21.63%	0.20%				
yoy											
1	云南白药	13.24%	10.37%	9.83%	9.98%	10.17%	8.44%				
2	好来 Darlie	9.78%	8.86%	8.94%	7.48%	9.46%	8.19%				
3	佳洁士 Crest	8.22%	8.76%	8.28%	6.75%	6.40%	7.05%				
4	高露洁 Colgate	7.94%	7.39%	7.80%	6.11%	5.98%	6.53%				
5	舒客 Saky	5.79%	4.78%	4.78%	5.09%	5.97%	6.03%				
6	狮王 Lion	4.92%	3.75%	5.00%	4.94%	5.13%	5.92%				
7	益周适 Parodontax	3.76%	敬修堂	3.63%	敬修堂	4.60%	4.59%				
8	冷酸灵	2.42%	海洋之风 Avec Moi	3.27%	冷酸灵	3.04%	3.50%				
9	海洋之风 Avec Moi	2.30%	狮王 Lion	3.21%	海洋之风 Avec Moi	2.93%	2.35%				
10	舒达 Sensodyne	1.81%	冷酸灵	3.03%	狮王 Lion	2.32%	2.33%				
11	冰泉 Blispring	1.79%	口腔鲨鱼 Oralshark	2.87%	舒达 Sensodyne	2.10%	2.32%				
12	LG竹盐	1.55%	益周适 Parodontax	2.36%	益周适 Parodontax	1.97%	2.04%				
13	敬修堂	1.34%	舒达 Sensodyne	1.55%	冰泉 Blispring	1.24%	2.04%				
14	欧乐b Oral B	1.28%	玛尔仕 Marvis	1.48%	常畅	1.11%	1.83%				
15	玛尔仕 Marvis	1.17%	regenerate	1.00%	regenerate	1.00%	1.44%				
16	regenerate	1.13%	可立克	0.81%	白云山	0.88%	1.07%				
17	皓尔齿 Ora2	1.06%	片仔癀 Pien Tze Huang	0.78%	玛尔仕 Marvis	0.85%	1.00%				
18	片仔癀 Pien Tze Huang	0.97%	冰泉 Blispring	0.70%	俊小白	0.85%	0.89%				
19	中华	0.80%	欧乐b Oral B	0.63%	蓝尼芳可	0.80%	0.86%				
20	可立克	0.79%	好易康 Hawking	0.60%	徐海莉	0.75%					
CR5		44.97%	40.16%	41.16%	35.41%	37.98%	36.89%				
CR10		60.18%	57.05%	59.36%	56.02%	57.98%	55.58%				
CR15		67.31%	66.32%	66.78%	65.46%	66.67%	65.25%				
CR20		72.06%	69.84%	70.91%	71.33%	71.24%	69.85%				
Top5国产化率		19.0%	15.2%	18.1%	16.1%	26.0%	30.9%				
Top10国产化率		23.8%	28.8%	34.0%	36.7%	42.4%	39.0%				
Top20国产化率		29.7%	30.9%	39.6%	44.9%	50.3%	47.9%				

资料来源：久谦，国金证券研究所

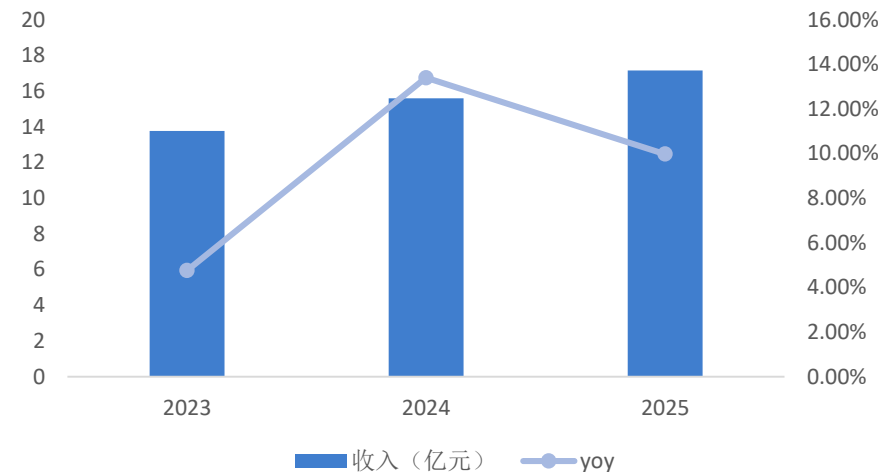
7. 个护：关注兼具份额提升空间与盈利优化能力的国货品牌

7.2 个股梳理：百亚股份、登康口腔

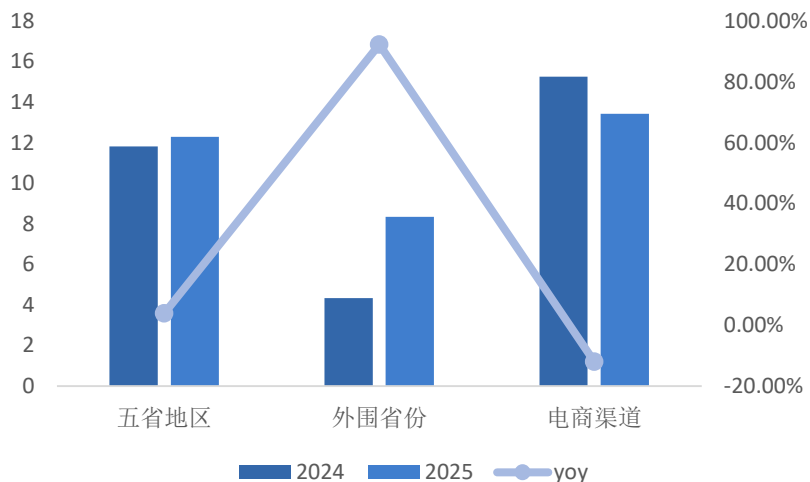
百亚股份：优质国货品牌，25年受到舆论&主动控费影响，中长期外围加速扩张逻辑未变。1Q盈利端显著修复，归母净利润1.44亿元，同比+10.0%；外围市场持续高速扩张，同比+92.3%，仍有显著份额提升空间。根据尼尔森数据，2025年公司“自由点”品牌卫生巾产品全国销售额份额排名提升至第三，本土品牌中排名第二，行业地位稳固。随着外围市场规模持续扩大、费效比改善，以及电商业务回归健康增长，公司盈利弹性有望进一步释放。

登康口腔：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) 电商随运营能力增强盈利&ROI优化。4) 出海布局，目前已经从成立海外事业部。

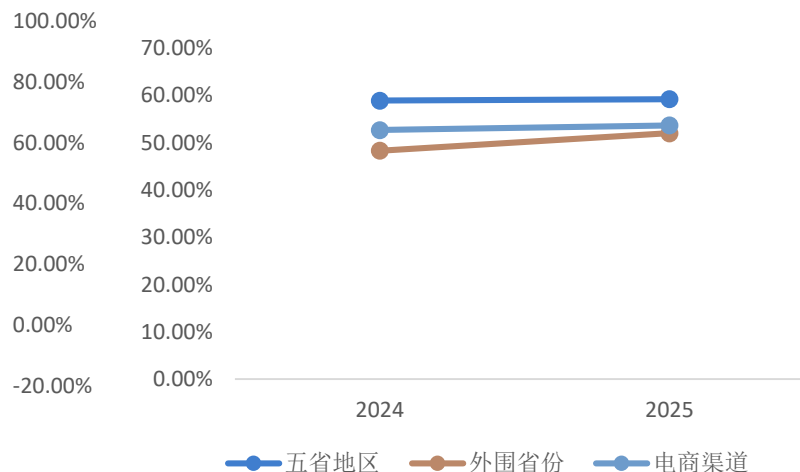
图表80：登康口腔收入及yoy



图表78：百亚股份收入及yoy



图表79：百亚股份毛利净利率



图表81：登康口腔毛利、净利率

年份	毛利率	净利率
2023	44.11%	10.25%
2024	49.36%	10.32%
2025	52.21%	10.55%

图表82：登康口腔股份支付率

年份	股利支付率	股息率
2023	79.20%	2.30%
2024	80.12%	2.36%
2025	80.82%	2.15%

资料来源：公司公告，i

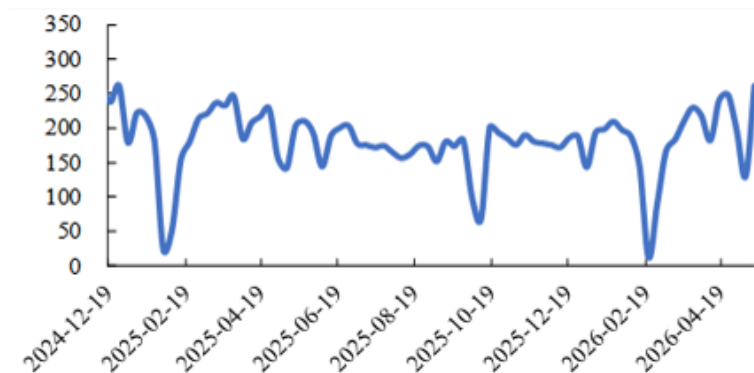
08 内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

8. 内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

8.1 板块回顾：26年金三银四有望迎来中国楼市止跌转折

- 政策刺激效果明显，地产成交面积降幅持续收窄：开年以来，房地产市场结束了2025年的加速下跌，逐渐出现止跌回稳的迹象。2026年2月/3月/4月，全国商品房销售面积降幅同比收窄16.0/10.8/9.6pct。截止5.22，全国30大中城市商品房和14城二手房累计周度成交面积环同比-1.88%/-9.62%。今年"金三银四"期间，全国层面未出台增量刺激政策，成交仍加速放量，显示市场于估值底部自然企稳。上海率先实现二手房量价齐升，基本进入底部右侧区间：4月网签约2.9万套，同比+22.7%，4月11日单日网签1632套创2022年以来新高，5月10日再以1664套刷新2021年8月至今最高单日纪录。
- 无需过多担忧后续装修需求不足问题：尽管新房竣工与销售持续疲弱，但二手房装修需求逐步释放，后续家居需求具备韧性；二手房和存量翻新更偏向局部更新、替换型消费、快决策品类与智能升级品类，软体家居、功能沙发、智能床垫等有望率先受益。

图表84：14城二手房成交面积（万平方米）企稳回升趋势



图表83：上海二手房成交量价齐升



图表85：30大中城市成交面积（万平方米）降幅持续收窄



资料来源：wind，国金证券研究所

8. 内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

8.2 板块展望：国补高基数下增长承压，26H2其逐季度修复

- 26H1国补高基数压制业绩，H2起基数压力消退。2025年上半年以旧换新及地方补贴集中释放，家居消费形成较高基数，导致2026年家居板块收入、订单、现金流及利润端多重承压。展望下半年，2025年国补呈前高后低节奏：前两批1620亿元资金于1-5月消耗约70%，重庆、广东等消费大省6月前后额度告罄，部分品类甚至出现"上线5分钟清零"的极端情况；25Q3起补贴节奏逐步放缓，26Q3起高基数压力有望逐步消退。
- 分板块看：软体复苏有望先于定制。软体处于地产后周期更后端，且更早受益于存量房焕新需求；定制家具与新房增量关联度更高，复苏相对滞后。25年全年多数定制家居企业预收款呈波动下行，反映终端需求尚未恢复，26Q1延续偏弱态势，接单景气度仍未改善。

图表86：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%

图表87：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88：各公司预收款同比变化情况 (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%	-40.86%
皮阿诺yoy	-6.54%	-9.56%	12.08%	-37.89%	-44.49%	-19.91%	-46.50%	-31.47%	-23.70%

8. 内销家居：优选零售能力突出的大家居企业

8.2 板块展望：头部企业马太效应显现，优选alpha突出标的

- **顾家家居：零售改革初见成效，需求侧思维打开成长空间，科技赋能核心品类。**（1）存量竞争时代，公司坚定推进零售转型，从“渠道思维”向“用户思维”切换，全面赋能经销商与终端运营。改革成效初显：用户口碑持续提升，注册会员总数突破750万，年度活跃会员近380万，用户资产沉淀为后续复购与交叉销售奠定基础。（2）内销方面，明星单品“赫兹”25年零售额突破3.5亿元，26年迭代款“赫兹S9”智能沙发接力上市，持续引领技术升级；卧室场景延伸方面，“云舒”智能沙发上市三个月零售额近1.5亿元，场景化拓款能力显现。品类矩阵多点开花，3D系列床垫、整家定制“环保7号”、LAZBOY“太空漫步”沙发25年零售额分别为3.6/5.5/2亿元，功能沙发+智能床垫+整家定制三大增长极雏形已现。（3）外销方面，全球化布局深化，供应链本土化、品牌出海与渠道多元化三轮驱动。越南等海外基地投产提升供应链弹性与抗风险能力；OBM战略加速推进，海外自主品牌已覆盖8国，品牌出海进入收获期；跨境电商占比提升至11.45%，渠道结构持续优化，外销盈利质量有望改善。
- **慕思股份：AI睡眠&品牌出海静待花开，高分红承诺彰显底气。**（1）AI睡眠从概念导入进入产品放量期，生态卡位打开价值天花板。2025年AI产品营收1.55亿元，同比+127.68%，增速显著跑赢传统寝具业务。核心单品T11+智能床垫荣获《家具智能等级评定及标识》（GB/T46260-2025）L4级智能床认证，成为行业智能等级标准发布后的首批标杆产品；公司与华为共研打造鸿蒙智选慕思智能床Pro，实现全屋鸿蒙生态设备互联，标志着公司从传统寝具制造商向智能睡眠解决方案提供商升级，生态协同效应有望随华为智选渠道渗透持续放大。（2）品牌出海从“产品出口”向“品牌输出”升级，新兴市场与成熟市场梯次布局。公司确立东南亚与中东为品牌出海战略新中心，依托区域消费升级红利与渠道空白优势，抢占品牌认知高地；同时跨境电商深耕美欧、日韩等成熟市场，形成“新兴市场树品牌、成熟市场做渗透”的差异化路径，全球化运营能力持续强化。（3）高分红承诺彰显现金流底气，治理优化提振长期信心。公司发布2026-2028年股东回报规划，在满足持续经营、无重大资本开支、可分配利润为正的前提下，年度现金分红不低于当年可供分配利润的10%且绝对额不低于5.5亿元，三年累计不低于年均可供分配利润的30%且累计不低于16.5亿元，亦可叠加股票股利。高分红政策既反映公司现金流充裕、盈利质量稳健，亦向市场传递管理层对长期价值的信心，为AI投入与出海扩张期的估值提供安全垫。
- **欧派家居：大家居战略成效初现，关注需求复苏与转型成效。**公司坚定推进大家居战略，构建主动立体的全域流量体系。（1）经销渠道主动瘦身提效，全年净关闭经销商门店461家，同步赋能经销商打造本地线上资产，累计完成1.36万家云店上线，本地电商成交客户数同比增长超70%，渠道结构优化与线上化转型并进。（2）大宗渠道受房地产新房市场下行拖累明显，公司积极拓展精装、非房、海外大宗等新业务，非房地产开发项目签订合同数量同比+57%，门墙柜品类合同数量同比增长超100%。（3）直营渠道创新迭代“1+N”引流体系，毛利率验证场景化销售溢价能力。海外业务稳步增长，25年营收4.7亿元（+9.7%），其中海外经销渠道增长超20%，东南亚/欧洲/中东地区增长超30%，新兴市场拓展成效显著。

**09 两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高油
改电拓宽需求边界，出海打开第二成长曲线**

9. 两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，油改电拓宽需求边界，出海打开第二成长曲线

9.1 板块回顾：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%，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%。
- 四轮非汽车板块同样表现亮眼：涛涛车业25年营收39.41亿（+32.4%）/归母8.16亿（+89.3%，春风动力25年营收197.46亿（+31.3%）/归母16.75亿（+13.8%），均受益于全球化产能布局+产品结构升级。

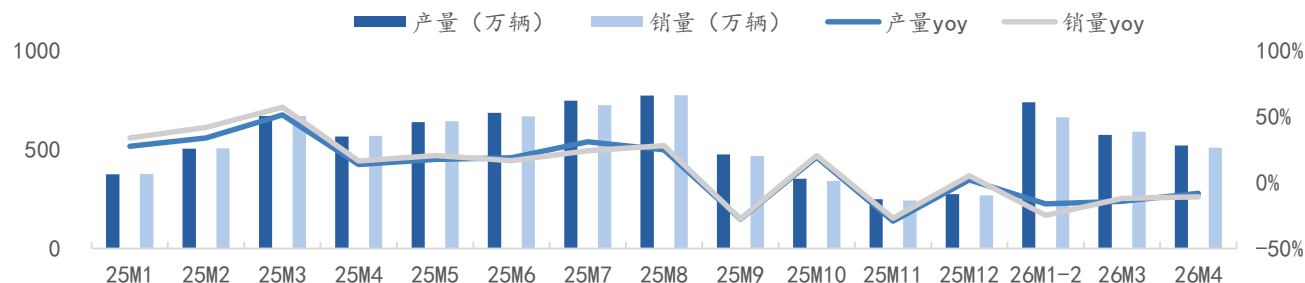
图表89：收入体量及增速季度对比

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%
四轮	301345.SZ	涛涛车业	6.4	10.7	10.6	11.7	10.6	23.0%	23.3%	23.2%	27.7%	54.5%	40.5%	65.7%
	603129.SH	春风动力	42.5	56.0	50.4	48.5	53.6	38.9%	25.5%	30.9%	28.6%	35.2%	31.7%	26.1%

图表90：归母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%
四轮	301345.SZ	涛涛车业	0.9	2.6	2.6	2.1	1.8	69.5%	114.5%	13.6%	103.5%	-15.8%	25.0%	104.5%
	603129.SH	春风动力	4.2	5.9	4.1	2.6	4.2	49.6%	57.5%	-7.3%	5.9%	-65.9%	-41.6%	1.8%

图表91：国内两轮电动车月度产销量及同比增速



来源：i ，奥维云网，国金证券研究所

9. 两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，油改电拓宽需求边界，出海打开第二成长曲线

9.2 板块展望：三轮车需求爆发，龙头产能提升

► 行业特征

1) 毛利率显著高于两轮车，竞争烈度相对较低；2) 竞争格局分散：仍以杂牌为主，头部品牌尚未主导。3) 市场集中度：CR3（前三名市占率）仅38.2%，远低于电动两轮车的CR3（约60%），市场竞争格局分散，新进入者众多。4) 赛道分化明确：市场分为传统货运三轮与休闲三轮，（雅迪、爱玛先发布局，聚焦C端消费场景），凭借品牌、渠道优势快速抢占休闲赛道。

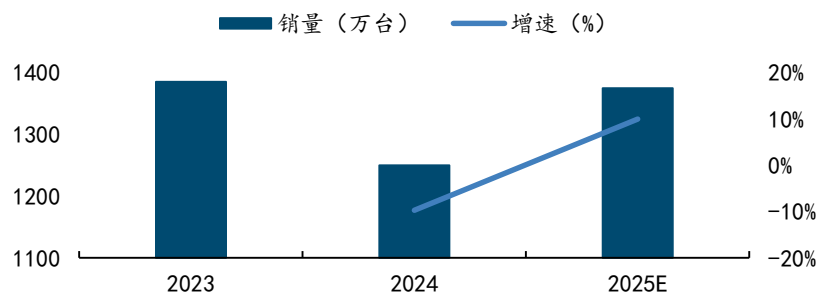
► 核心需求来源

1) 下沉市场中老年：河北、河南、山东、山西等中部省份；2) 外卖/快递骑手（to B）：稳定大单，需求持续爆发；3) 农村最后一公里出行与运输需求持续释放；4) 覆盖家庭买菜、接送孩子、近郊休闲等场景，旺季集中Q3~Q4（带篷三轮需求天冷时最旺盛）。

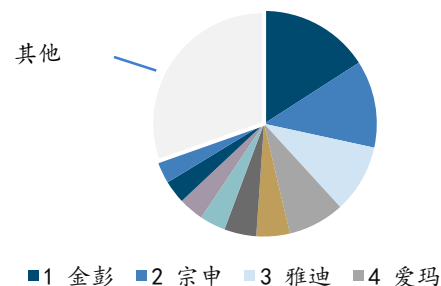
► 投资逻辑

1) 两轮龙头在三轮赛道先发布局，品牌+渠道可快速复制；2) 三轮车高毛利+低竞争，是提升盈利质量的重要抓手。

图表92：2023-2025我国电动三轮车销量及增速



图表93：2025年电动三轮车内销份额占比



9. 两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，油改电拓宽需求边界，出海打开第二成长曲线

9.2 板块展望：油改电出海：东南亚——全球最大两轮车待开发蓝海

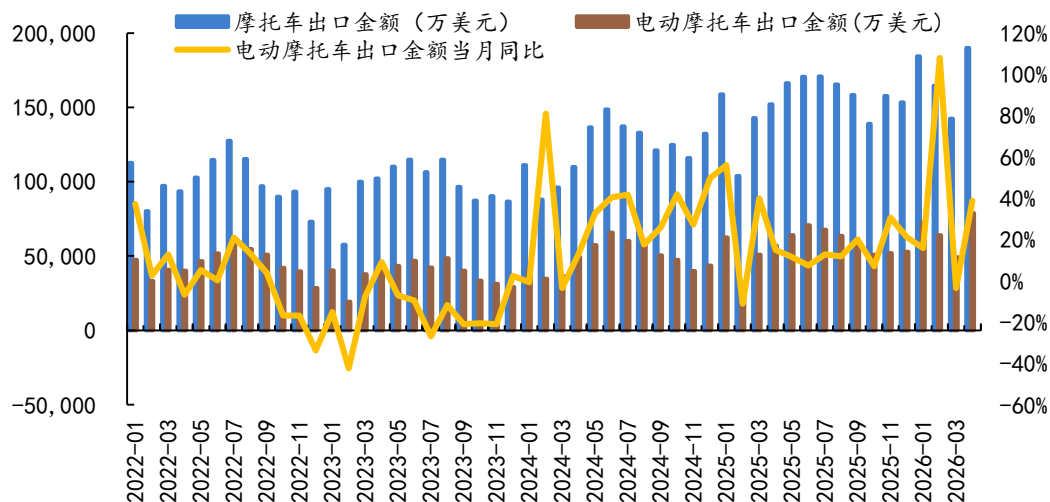
► 东南亚油摩市场体量庞大，替代空间深厚：

东南亚油摩市场体量庞大，替代空间深厚：东南亚五国摩托车保有量远超中国、家庭渗透率居全球前列，但电动化渗透率整体仍处极低水平、明显落后于中国；随着渗透率中长期持续提升，叠加庞大存量的自然替换周期，新增与替换需求可观，油改电长期天花板极高。出口端印证：中国电摩出海加速兑现：中国摩托车月度出口量维持高位（2026年4月约441万辆、同比约+21%）；电摩出口延续高增，印证油改电出海需求正快速落地，东南亚为核心增量市场。

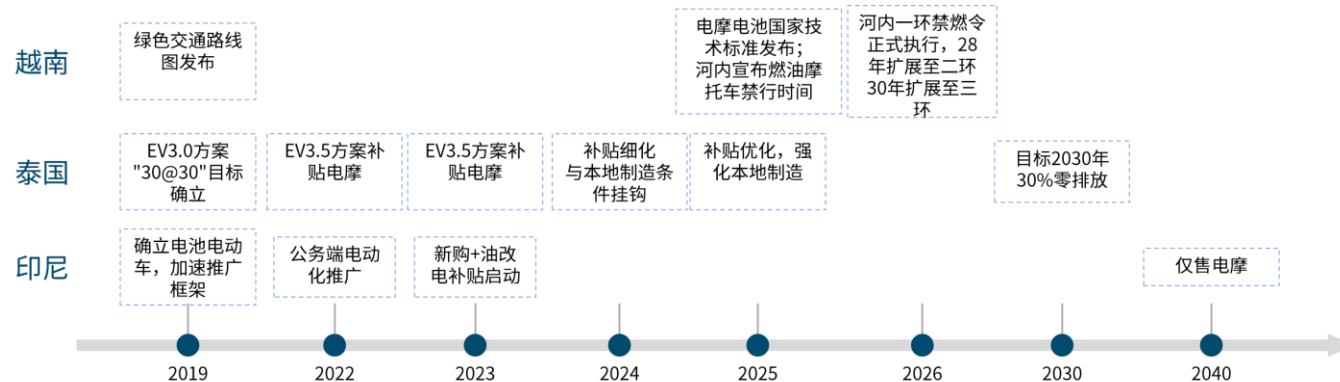
► 政策催化时间轴密集：

越南河内2026年7月一环禁摩、2028年扩至二环、2030年覆盖三环；泰国EV3.5补贴政策覆盖至2027年、30@30目标（2030年新车销售30%为电动）。政策触发密度在2026-2028年达到峰值，形成持续催化。

图表95：中国摩托车月度出口数量及同比增速



图表96：东南亚油改电政策催化时间轴



资料来源：Wind，各国海关，国金证券研究所

9. 两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，油改电拓宽需求边界，出海打开第二成长曲线

9.3 重点标的梳理

- 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。此外，四轮非汽车板块涛涛车业凭借高尔夫球车稀缺产能+品牌矩阵+渠道布局，春风动力凭借全地形车量价齐升+极核电摩规模效应显现，亦呈现独立成长路径，建议关注。
- **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。

9. 两轮车&四轮非汽车：25年量利双创新高，油改电拓宽需求边界，出海打开第二成长曲线

9.3 重点标的梳理

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。

来源：国金证券研究所

10

出口&出海：关税不确定性边际缓和，优选
出海 α 与边际改善型标的

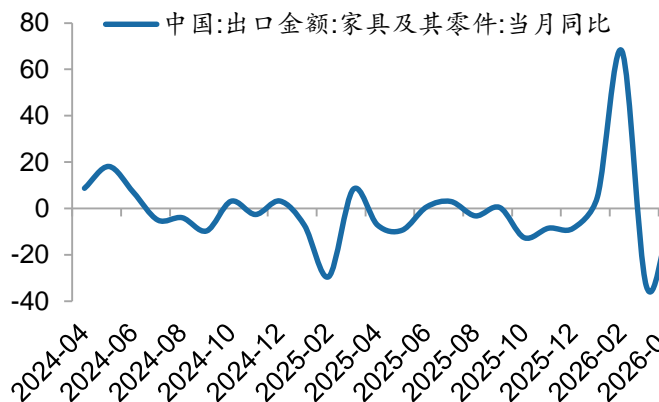
10.出口 & 出海：关税不确定性边际缓和，优选出海α与边际改善型标的

10.1 板块回顾：外销出口整体景气度有所下行，优质企业α依然明显

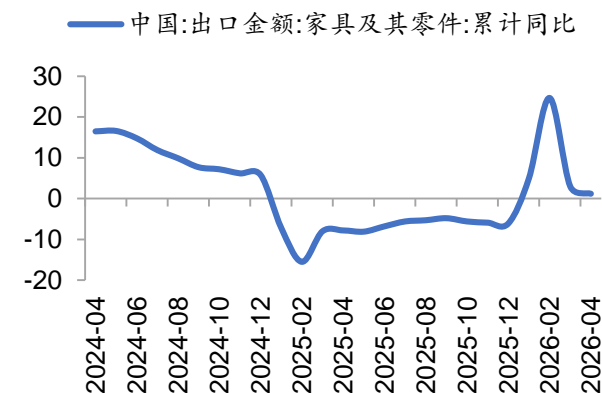
►现状：4月家具出口降幅大幅收窄，累计同比重回正增长 2026年4月中国家具及零件出口金额当月同比 -3.6%，较3月(-33.4%)降幅大幅收窄；累计同比 +1.2%、重回正增长。前期受关税2.0扰动、25Q4-26Q1人民币升值等因素压制的出口景气，4月以来边际明显修复。

► 分品类来看，4月多数品类降幅收窄、家具多品类由负转正。整体出口景气较3月普遍回暖，优质企业α依然明显。

图表98：26年4月中国家具及零件出口金额当月同比-3.60%



图表99：26年4月中国家具及零件累计出口金额同比+1.2%



图表97：25年2月-26年4月中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

	2026年4月	2026年3月	2026年2月	2026年1月	2025年12月	2025年11月	2025年10月	2025年9月	2025年8月	2025年7月	2025年6月	2025年5月	2025年4月	2025年3月	2025年2月
家具产品															
办公椅	-16.71%	-18.87%	65.62%	-15.96%	-5.23%	-14.89%	-3.93%	-22.03%	-31.56%	15.56%	30.50%	13.44%	18.49%	25.03%	-50.05%
	-7.73%	-39.63%	75.23%	0.93%	-15.33%	-14.20%	-17.17%	1.15%	-8.87%	-4.96%	-7.84%	-12.05%	-0.99%	10.56%	-28.81%
沙发	-10.61%	-40.91%	42.39%	-9.95%	-20.54%	-15.53%	-18.82%	-12.85%	-15.03%	-13.00%	-16.75%	-23.87%	-21.38%	-1.58%	-29.81%
	0.54%	-31.74%	79.21%	3.11%	-11.39%	-8.38%	-15.59%	-3.47%	-4.95%	2.04%	-2.92%	-15.00%	-14.66%	2.62%	-33.22%
床垫	2.84%	-27.80%	73.58%	21.39%	-2.70%	3.32%	9.22%	8.69%	16.31%	28.51%	27.02%	10.06%	16.79%	35.39%	0.49%
	7.40%	-22.28%	57.33%	-2.43%	-14.14%	-11.30%	-5.81%	-0.75%	-8.18%	-12.15%	-13.46%	-14.06%	-6.22%	5.07%	-22.14%
PVC地板	-3.73%	-38.19%	29.68%	-17.56%	-28.45%	-10.09%	-25.06%	-9.01%	-17.60%	-14.25%	-24.13%	-17.85%	-13.07%	-0.30%	-26.46%
其他轻工产品															
保温瓶	-5.95%	-42.22%	82.16%	-11.55%	-14.38%	-10.22%	-16.54%	-0.09%	-15.86%	-6.05%	-6.10%	-8.68%	7.34%	29.59%	-27.46%
	-2.53%	-34.81%	64.49%	-3.55%	-9.03%	-9.69%	-15.74%	-6.14%	-10.51%	-3.37%	-3.04%	-11.97%	-8.62%	10.68%	-28.21%
宠物牵引绳	3.12%	-17.21%	91.85%	-6.26%	-14.00%	-16.47%	-16.91%	-10.98%	-19.94%	-10.08%	-13.24%	-5.87%	-12.55%	-15.35%	-41.20%
宠物食品	21.71%	-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%	-1.95%
人造草坪															
人造草坪	0.00%	-24.93%	57.16%	-5.67%	-12.68%	6.77%	-7.63%	1.17%	9.33%	7.07%	-8.62%	-11.57%	-9.68%	-3.71%	-22.99%
	0.00%	-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%

10.出口 & 出海：关税不确定性边际缓和，优选出海 α 与边际改善型标的

10.1 板块回顾：外销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100：外销家居上市企业25A&26Q1业绩统览（亿元）

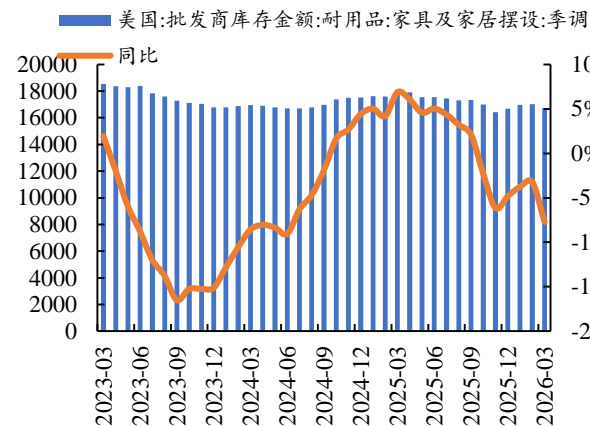
	25年营收同比	25年归母净利润同比	25年扣非归母净利润同比	26Q1营收同比	26Q1归母净利润同比	26Q1扣非归母净利润同比	25Q4营收同比	25Q4归母净利润同比	25Q4扣非归母净利润同比
梦百合	5.5%	93.5%	85.9%	10.2%	-164.9%	-162.7%	-7.2%	-11027.9%	-50.0%
中源家居	1.3%	32.3%	11.8%	36.8%	-12.1%	-217.9%	4.6%	75.6%	70.1%
麒盛科技	2.4%	-32.7%	-41.2%	10.4%	-24.2%	-20.4%	9.5%	-957.2%	-286.3%
浙江正特	35.6%	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%

10.出口 & 出海：关税不确定性边际缓和，优选出海α与边际改善型标的

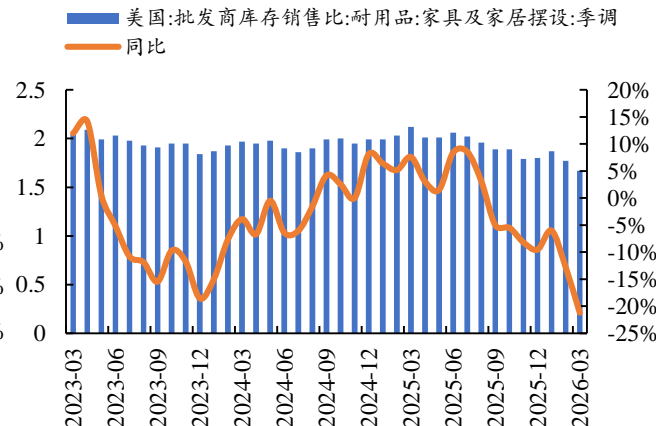
10.2 板块展望：关税风险基本落地，待降息催化需求

- 26年3月美国家具产品批发商库存金额同比-7.7%、库销比同比约-21%（降至1.67、近年低位）。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；25M12-26M2美国批发商库存环比小幅回升后、3月再度回落，而库销比持续走低、处历史低位，渠道去库已较为充分，补库需求有待释放。
- 26年4月美国成屋销售402.0万套（折年数）、同比持平（0%），低位企稳；4月新建住宅销售同比+1.38%、较前期边际改善。26年初新建住宅销售一度受反常寒冷天气拖累，4月降幅明显收窄转正。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。

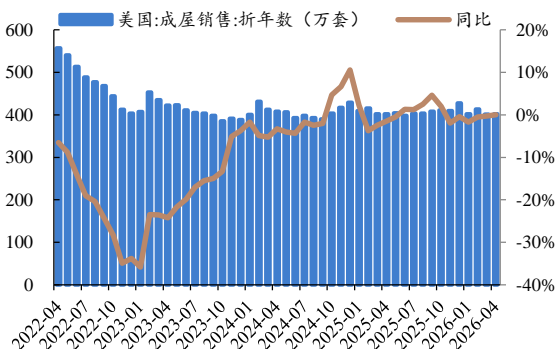
图表108：美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速（百万美元，%）



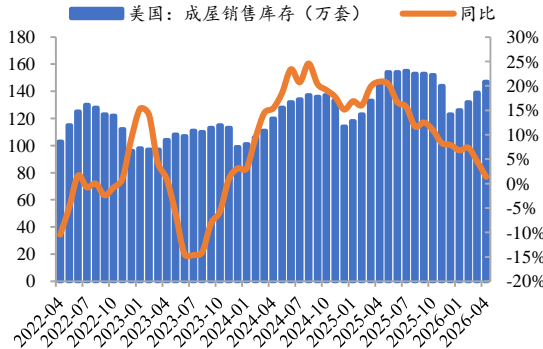
图表109：美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速



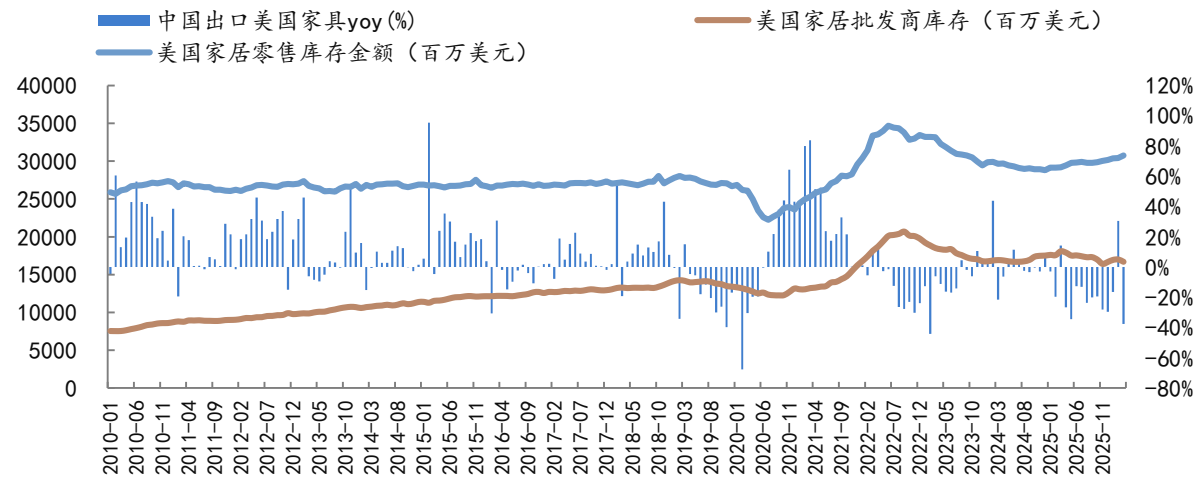
图表106：美国4月成屋销售套数（折年数）同比0.00%(万套)



图表107：美国4月新屋销售套数（折年数）同比+1.38%（万套）



图表110：美国家居零售商&批发商库存历史复盘



资料来源：Wind，国金证券研究所

10.出口 & 出海：关税不确定性边际缓和，优选出海α与边际改善型标的

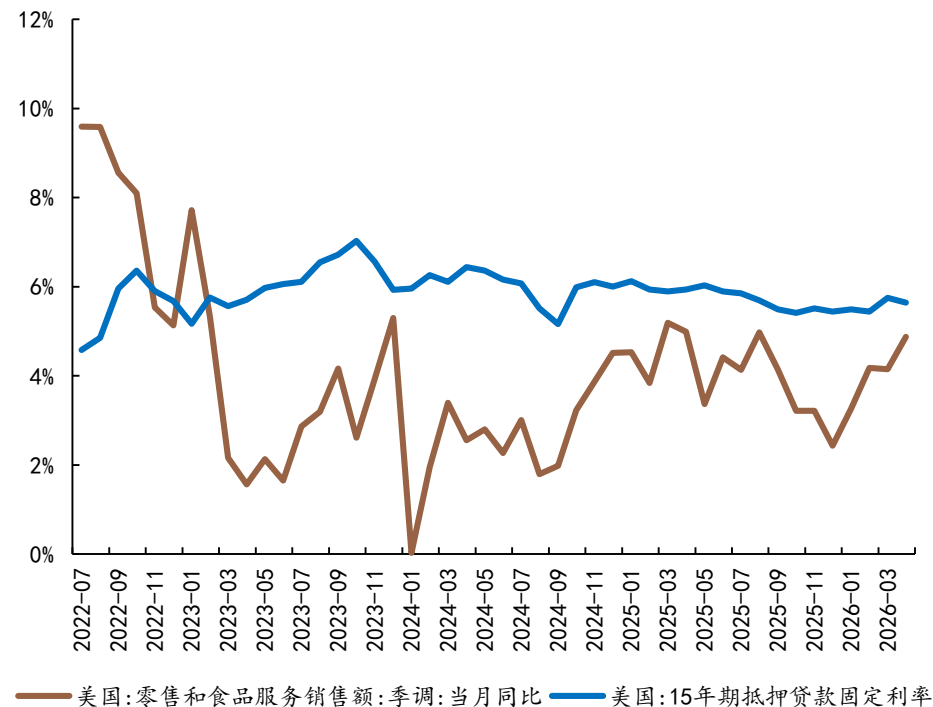
10.2 板块展望：美国地产低位企稳，待降息催化

- 关税扰动近期边际缓和，但后续政策路径仍存变数，美对华乃至东南亚加税的可能性犹未消除；中长期看，已在海外多地完成产能前瞻布局的企业，对冲贸易摩擦的韧性更强、份额有望逐步提升。
- 中期期待美国进一步降息拉动家具需求：历史上来看，美联储降息通常将推动美国成屋销售改善，进而拉动家具需求。

图表111：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)	2025海外收入 (亿元)	2025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	海外产能最新布局
匠心家居	114.6	33.7	33.8	99.8%	美国约92%	是	越南已基本覆盖对美出口；新增在建柬埔寨生产基地
致欧科技	72.7	86.3	87.0	99.2%	欧洲65%、美加30%、拉美2.5%	是	2025年美国市场80%出货需求可由东南亚产能承接
浙江永强	80.3	54.6	56.6	96.5%	北美洲48%、欧洲42%、南美洲2.5%	在建	印尼海外生产基地在建、越南已租厂投产并计划扩产
嘉益股份	52.1	22.0	23.5	93.6%	境外占94%	是	越南工厂已建成投产并稳定运行
共创草坪	159.7	29.7	32.9	90.2%	美洲、欧洲	是	越南一二期已投产、25Q4三期竣工+印尼(2025新投产)
建霖家居	45.2	39.5	51.2	77.2%	北美为主，欧洲及其他开拓	是	25年6月投建泰国三期(2026投用后泰国基地产能可覆盖北美市场2/3订单)；墨西哥基地已落地
松霖科技	132.0	20.8	26.2	79.4%	主要为北美、欧洲	是	首个海外生产基地越南基地2025年上半年已投产，二期产能在建
恒林股份	50.6	108.3	116.8	92.7%	美国为主	是	越南+瑞士全球制造布局，越南生产基地产能可全面覆盖对美出口
永艺股份	33.6	36.0	48.8	73.8%	美国为主	是	越南基地产能可覆盖全部对美订单；罗马尼亚基地加快产能爬坡拓展欧美
天振股份	47.3	15.3	15.5	98.9%	主要面向北美、欧洲、南美	是	已形成中国+越南+泰国+美国多地协同产能体系
梦百合	30.8	71.7	89.1	80.4%	北美、欧洲等	是	拥有境内+塞尔维亚+美国+泰国+西班牙多个生产基地，通过美东/美西基地实现美国本土化供应

图表112：美国家具和家用装饰店零售额同比增速与抵押贷款利率

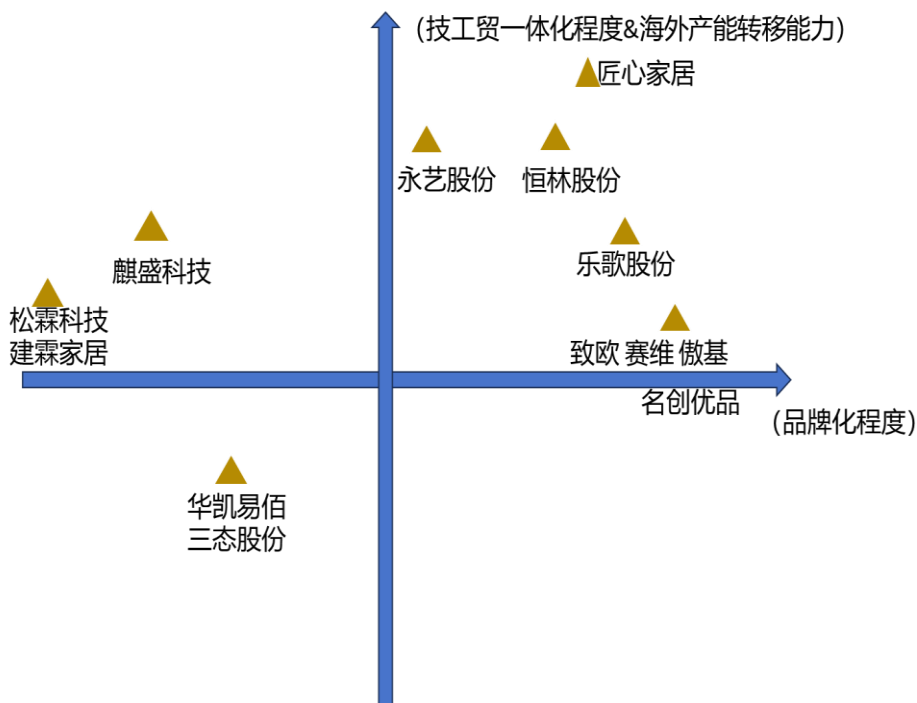


10.出口 & 出海：关税不确定性边际缓和，优选出海 α 与边际改善型标的

10.3 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

➤ 投资建议：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、致欧科技等。

图表113：筛选出海投资标的四象限



图表114：各象限公司营收同比增速与估值

	公司名称	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
第一象限	乐歌股份	39.38%	37.69%	22.57%	9.93%	10.21%	-3.12%
	恒林股份	33.03%	12.74%	9.92%	4.44%	-0.88%	21.27%
	匠心家居	49.78%	38.16%	40.26%	29.25%	24.12%	-3.58%
	永艺股份	30.94%	17.93%	-1.42%	3.26%	2.92%	13.01%
	致欧科技	23.62%	13.56%	3.91%	1.53%	9.32%	10.66%
	赛维时代	58.66%	36.65%	21.39%	8.33%	4.44%	10.65%
	傲基股份	23.34%	-	29.35%	-	27.91%	-
第二象限	松霖科技	4.24%	-17.50%	-24.55%	-4.33%	-6.73%	45.71%
	建霖家居	-1.10%	3.37%	-7.33%	0.19%	13.46%	14.02%
	麒盛科技	2.68%	4.06%	-4.22%	0.10%	9.49%	10.37%
	梦百合	2.80%	12.31%	6.83%	11.98%	-7.20%	10.18%
第三象限	华凯易佰	64.41%	35.08%	23.28%	-15.21%	-17.66%	-16.05%
	三态股份	22.66%	3.48%	3.07%	-5.41%	-12.22%	-4.63%

- 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