下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 06 月 30 日

经营稳健消费资产底部积极回购；继续关注外延个股、箱板瓦楞纸提价

——造纸轻工周报 2026/06/22-2026/06/26

看好

相关研究

-

证券分析师
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com
张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com
魏雨辰 A0230525010001
weiyc@swsresearch.com
联系人
魏雨辰 A0230525010001
weiyc@swsresearch.com

本期投资提示：

- **重点提示：1）经营稳健消费资产，估值底部积极回购，彰显长期增长信心，关注百亚股份、众鑫股份、致欧科技、奥瑞金；2）关注轻工外延个股：裕同科技、安孚科技、飞亚达、天安新材、华源控股、金富科技等；3）造纸：供需改善曙光初现，箱板瓦楞纸景气较高，浆纸一体企业持续整合市场；特种纸自上而下优选赛道，装饰原纸供需改善确定性高；玖龙纸业提前回购永续债，管理层主动放弃回购溢价；4）AI 眼镜： Meta 发布自有品牌 AI 眼镜，推动行业渗透加速，国产镜片有望受益。**
- **1）经营稳健消费资产，估值底部积极回购，彰显长期增长信心，关注百亚股份、众鑫股份、致欧科技、奥瑞金。**
- **百亚股份：股份回购用于股权激励，品牌中长期成长动能充沛。**公司拟回购股份用于股权激励或员工持股计划，回购金额 5000 万-1 亿元。618 表现亮眼，电商 GMV 同比增长 35%+，电商有望扭亏贡献利润弹性，线下全国化扩张稳步推进，看好公司中长期成长性。
- **众鑫股份：公司公告董事长提议回购 3000-5000 万元，验证估值底部，彰显公司长期增长信心。**25Q2-4 受双反影响，公司业绩基数低；26Q2 客户订单导入，泰国和国内销量预计环比和同比均保持增长，泰国稀缺产能仍实现高盈利，国内基地伴随开工率提升盈利逐步向上；26Q3 泰国基地新产能进一步释放，预计 26Q2-4 业绩同比增速将显著提速。
- **致欧科技：公司发布 5000 万元-1 亿元回购规划，回购价格不超过 26.59 元。**主力欧洲市场有望维持高增，凭借已有的品牌、完善自营仓和账号优势，拓展床、箱包等大件新品类。美国市场聚焦优势铁木、板材类 SKU，集采降本、提高终端价格竞争优势，提升市场份额。抓住亚马逊平台 SC 转 VC 模式红利，盈利能力有望持续提升。26Q2 开始业绩低基数效应体现，有望实现利润高增。
- **奥瑞金：公司计划以自有资金和/或自筹资金回购股份 1.5-2.5 亿元，用于实施员工持股计划或股权激励。**奥瑞金通过收购中粮包装强化两片罐地位并积极推动行业盈利修复，同时通过海外搬迁和收并购拓展高毛利市场，叠加三片罐现金牛业务稳健支撑，形成“整合提效+全球布局+盈利韧性”的协同增长格局。
- **2）关注轻工外延个股：裕同科技、金富科技、安孚科技、飞亚达、天安新材、华源控股等。裕同科技：**1+N+T 战略打造持续增长动能，包装主业提供安全边际，回购充分彰显增长信心。**金富科技：**包装主业为基，外延进入液冷赛道，绑定核心头部供应商。**安孚科技：**电池主业经营稳健，贡献稳定现金流，支撑外延外展，投资硅光芯片公司易缆微进军 CPO 领域。**飞亚达：**长空并购落地，精密制造开启重估。**天安新材：**参股烁光精密，卡位 AI 光互连上游，新质生产力方向深化拓展。**华源控股：**包装主业增长稳健，半导体辅助设备新锐，产业链合作打开新空间。
- **3）造纸：供需改善曙光初现，箱板瓦楞纸景气较高，浆纸一体企业持续整合市场；特种纸自上而下优选赛道，装饰原纸供需改善确定性高。**进口箱板瓦楞纸逐渐收缩，国内新增产能减少，头部纸厂协同性提升。过去需求韧性较强，26Q2 以来受出口需求拉动，景气度进一步提升，此外由于 26Q2 雨季偏多，国废回收受阻，带动废纸价格上行，进一步支撑纸价。截至 2026 年 6 月 26 日，箱板纸/瓦楞纸价格分别为 3793/3154 元/吨，较 4 月底部上涨 234/448 元/吨。目前纸厂库存处于低位，下半年为箱板瓦楞纸传统旺季，纸价有望持续提涨。建议关注【太阳纸业】【玖龙纸业】【博汇纸业】【华旺科技】【仙鹤股份】。
- **玖龙纸业提前回购永续债，管理层主动放弃回购溢价。**公司宣布现金回购永续债 4 亿美元，资金主要来源于跨境人民币贷款及自有资金，相较于此前规划的三年期有所提前。每年永续债利息支出超 4 亿人民币，本次使用低息贷款及自有现金置换后，利息支出有望大幅下降。此外公司执行董事张茵、刘名中、张成飞，以及他们各自的关联主体，合计持有这笔永续债约 81%的未赎回本金。上述关联方已承诺选择接受平价的常规回购对价，放弃 7%溢价，估算管理层主动放弃约 2300 万美金回购溢价，助力公司增厚利润。
- **4）AI 眼镜： Meta 发布自有品牌 AI 眼镜，推动行业渗透加速，国产镜片有望受益。**Meta 发布自有品牌的全新系列 AI 智能眼镜 Meta Glasses，起售价 299 美元，低于雷朋最新款 379 美元的定价，标准版重量 53.77 克。这是 Meta 首次推出完全自主设计的眼镜产品，标志着其智能眼镜战略从联名款向自有品牌+平价转型。Meta AI 眼镜发布初期，选择与依视路及旗下雷朋、奥克利品牌合作，相互引流推动 AI 眼镜破圈。目前行业发展至一定阶段后，Meta 选择推出自有品牌，进一步提升客群覆盖率，性价比成为供应商选择的核心标准，制造能力突出、产品性价比高的国产企业成为更优选择。持续推荐【康耐特光学】，制造能力推出，带显 AR 眼镜卡位优势显著，国内外客户多点开花，建议关注【明月镜片】【博士眼镜】。
- **风险提示：**消费持续表现疲软；地产政策落地不及预期；原材料价格大幅波动的风险；汇率大幅波动的风险；关税预期波动的风险

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

本周观点

1、重点提示：1）经营稳健消费资产，估值底部积极回购，彰显长期增长信心，关注百亚股份、众鑫股份、致欧科技、奥瑞金；2）关注轻工外延个股：裕同科技、安孚科技、飞亚达、天安新材、华源控股、金富科技等；3）造纸：供需改善曙光初现，箱板瓦楞纸景气较高，浆纸一体企业持续整合市场；特种纸自上而下优选赛道，装饰原纸供需改善确定性高；玖龙纸业提前回购永续债，管理层主动放弃回购溢价；4）AI 眼镜：Meta 发布自有品牌 AI 眼镜，推动行业渗透加速，国产镜片有望受益。

1）经营稳健消费资产，估值底部积极回购，彰显长期增长信心，关注百亚股份、众鑫股份、致欧科技、奥瑞金

百亚股份：股份回购用于股权激励，品牌中长期成长动能充沛。公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购股份，回购金额 5000 万-1 亿元，回购价格不超 21 元/股，回购数量约占公司目前总股本的 0.55%至 1.11%；回购股份将用于股权激励计划或员工持股计划。618 表现亮眼，5.6-6.20 电商 GMV 同比增长 35%+，2026 年公司对电商经营策略及团队积极调整，电商有望扭亏贡献利润弹性。线下全国化扩张稳步推进，外围省份收入持续快速放量，且利润率有望趋势向上，核心五省维持稳健，看好自由点品牌份额持续提升，公司中长期成长动能充沛。

众鑫股份：公司公告董事长提议回购 3000-5000 万元，验证估值底部，彰显公司长期增长信心。美国、加拿大双反加速供应链全球化，众鑫领先泰国基地布局，份额快速提升、2026年东南亚对美供给紧张，有望享受溢价和更高盈利；再次前瞻布局美国基地，加深客户绑定。众鑫生产制造效率领先，细分赛道隐形冠军，详细拆解优势来自设备和模具自研自产、区位布局优势、生物质废料发电、研发投入持续设备工艺更新降本。25Q2-4 受双反影响，公司业绩基数低；26Q2 客户订单导入，泰国和国内销量预计环比和同比均保持增长，泰国稀缺产能仍实现高盈利，国内基地伴随开工率提升盈利逐步向上；26Q3 泰国基地新产能进一步释放，预计 26Q2-4 业绩同比增速将显著提速。

致欧科技：公司发布 5000 万元-1 亿元回购规划，回购价格不超过 26.59 元。主力欧洲市场有望维持高增，凭借已有的品牌、完善自营仓和账号优势，拓展床、箱包等大件新品类。美国市场聚焦优势铁木、板材类 SKU，集采降本、提高终端价格竞争优势，提升市场份额。墨西哥、巴西、韩国等新兴市场加大拓展，有望实现高增长。抓住亚马逊平台 SC 转 VC 模式红利（SC 即 3P 卖家、VC 类似亚马逊自营），公司凭借长期积累品牌和产品优势，欧洲、美国均获得 VC 账号，相较 SC 佣金费率下降。26Q2 开始业绩低基数效应体现，有望实现利润高增。

奥瑞金：公司计划以自有资金和/或自筹资金回购股份 1.5-2.5 亿元，用于实施员工持股计划或股权激励。奥瑞金完成对中粮包装的收购后，两片罐行业供给格局显著优化，头部集中度较上一轮整合期进一步提升，梯队分化加速中小产能出清，行业盈利能力有望稳步修复；同时，公司与波尔深度合作，通过收购中东罐厂并国内迁线至哈萨克斯坦、泰国，

下载日志已记录，仅供内部参考

加快海外高盈利市场布局，短期贡献增量、长期推动全球化转型；此外，三片罐业务凭借与中国红牛的深度绑定，出货量平稳、利润率较高，持续提供稳健的利润与现金流支撑，形成“整合提效+海外拓展+现金牛”的多层次增长结构。

2）关注轻工外延个股：裕同科技、金富科技、安孚科技、飞亚达、天安新材、华源控股等

裕同科技：1+N+T 战略打造持续增长动能，包装主业提供安全边际，回购充分彰显增长信心。公司 1+N+T 战略布局，1 包装业务边界延伸环保包装、重型包装。26 年印尼环保包装基地投产，以及后续新客户导入，有望贡献增量；重型包装服务 AI 服务器、新能源电池、机器人等新赛道，有望快速放量。N 围绕国际客户资源优势，依托裕同服务和信用背书平台化横向业务扩张。子公司华研科技有望进入液冷赛道，裕同新材碳纤维获取国产替代订单，仁禾围绕北美大客户需求进行软材料研发等，后续增长空间广阔。截止 5.11 日公司完成 2 亿元回购，回购股份 526.9 万股，回购均价 38 元/股，充分彰显公司增长信心。

金富科技：包装主业为基，外延进入液冷赛道，绑定核心头部供应商。公司瓶盖业务客户涵盖华润怡宝、可口可乐等知名品牌，收入、利润表现稳健，持续贡献现金流。2026 年 2 月落地对 2 家液冷标的卓晖金属、联益热能收购，使用 5.7 亿元分别收购上述企业 51%股权。两家标的公司主要客户为奇宏电子（AVC）、宝德科技（Boyd）等，为英伟达、谷歌核心供应商，主要产品为管路、冷板、分集水器等。标的公司焊接能力突出，实现与大客户深度绑定，配合新品研发。上市公司提供充足资金赋能，突破产能瓶颈，后续扩产能、扩客户、扩品类支撑液冷业务快速增长。

安孚科技：电池主业经营稳健，贡献稳定现金流，支撑外延外展，投资硅光芯片公司易缆微进军 CPO 领域。南孚电池主业经营稳健，卡位内销零售主导地位，加速海外拓展，支撑收入稳健增长。设备研发迭代，内部持续降本提效，盈利能力向上。公司后期有望继续提高南孚控股比例，电池主业经营稳健、持续稳定现金流贡献，构筑市值安全边际，同时支撑公司外延扩张发展，公司已投资硅光芯片初创公司苏州易缆微、国产 GPU 象帝先。苏州易缆微专注于硅光异质集成薄膜铌酸锂光子芯片，是实现数据中心 1.6T/3.2T 集成高性能光模块和光电共封装 CPO 的核心技术，2025 年 8 月硅光异质集成薄膜铌酸锂光子芯片生产中试线正式通线，奠定后续量产基础，目前已送样主流光模块厂商，验证反馈良好。

飞亚达：长空并购落地，精密制造开启重估。公司主业为亨吉利名表经销和飞亚达国表品牌，名表高端消费周期向上带动业绩高增。并购长空齿轮深化精密制造和减速器业务，长空齿轮为国内小模数精密齿轮头部，优势在于①高精度加工能力处于国内第一梯队；②具备从技术研发端对接客户的能力；③灵活承接小批量定制订单。长空过去两大制约：地处陕西汉中，客户对接不便；经营性现金流承压，产线投入受限。飞亚达将发挥上市公司平台优势，从人才招聘、客户资源（北上广对接优质民品客户）、资金（低负债率，现金流充裕）三个维度系统赋能。人形机器人下游关键客户验证，技术、产能投入打开成长空间，当前瓶颈在于产能不足，飞亚达将加大相关投入，提升交付能力，未来从单纯供减速器向机电一体模组等整体解决方案延伸。商业航天下游卫星放量带来确定性增量。

下载日志已记录，仅供内部参考

天安新材：参股烁光精密，卡位 AI 光互连上游，新质生产力方向深化拓展。烁光精密从事超快激光微纳制造，主要产品包括 CPO/OCS 用高通道 V 槽及微孔阵列。技术已验证，松山湖量产基地预计 Q4 良率突破、导入量产。烁光技术稀缺、潜在利润弹性极大。传统砂轮接触式加工高通道时精度衰减、良率效率双瓶颈；超快激光非接触式，通道越多优势越大，叠加自研算法及工艺库 know-how，构筑稀缺护城河。公司 V 槽超快激光方案全球唯一，量产后毛利可观；创始人徐博士与南科大在超快激光领域产学研一线，深耕近十年。

华源控股：包装主业增长稳健，半导体辅助设备新锐，产业链合作打开新空间。公司主业为金属包装、塑料包装，业务表现稳健，现金流充沛，资产结构健康。半导体产业圈资源深厚，成立华源半导体作为半导体业务专属运营平台，聚焦辅助设备领域，分别持有无锡暖芯/致源真空/上海寰鼎 51%股权。1）无锡暖芯主要经营温控设备，对标京仪装备，成本、交付效率等领先，维持高利润率；2）致源真空核心产品为分子泵，目前基本为进口，国产替代空间大；3）寰鼎主要经营 RTP 退火炉和先进制程耗材，RTP 退火炉卡位第三代半导体，TC Wafer、Clean Wafer 等伴随国内先进制程发展，有望逐渐放量。近期公司成立控股子公司苏州华源宏澄科技，持续深化半导体全产业布局。

3）造纸：供需改善曙光初现，箱板瓦楞纸景气较高，浆纸一体企业持续整合市场；特种纸自上而下优选赛道，装饰原纸供需改善确定性高；玖龙纸业提前回购永续债，管理层主动放弃回购溢价

箱板瓦楞纸供给收缩、需求超预期改善，叠加成本支撑，纸价淡季不淡。进口纸逐渐收缩，国内新增产能减少，头部纸厂协同性提升。箱板瓦楞纸过去需求韧性较强，26Q2 以来受出口需求拉动，景气度进一步提升，此外由于 26Q2 雨季偏多，国废回收受阻，带动废纸价格上行，进一步支撑纸价。截至 2026 年 6 月 26 日，箱板纸/瓦楞纸价格分别为 3793/3154 元/吨，较 4 月底部上涨 234/448 元/吨。目前纸厂库存处于低位，下半年为箱板瓦楞纸传统旺季，纸价有望持续提涨。

木浆：海外浆厂控产意愿强烈，浆价高位震荡。海外浆厂减产动作频繁，叠加 2026 年国内木浆新增产能趋缓，部分规划产能延期，供给端有所改善，浆价逐渐企稳反弹；终端需求复苏缓慢，港口库存累积，制约浆价继续上行，但海外浆厂成本具备刚需支撑，地缘冲突提升生产和运输成本，短期浆价预计震荡为主，关注后续高成本针叶浆厂供给变化、港口库存去化，及下半年旺季催化，浆价仍具备继续上行空间。中长期维度，全球定价大宗品，周期共振；海外浆厂高集中度&协同性，浆价易涨难跌，中小厂因木浆成本劣势逐渐出清，浆纸一体企业持续整合市场。

大宗纸：资本开支尾声，部分赛道率先走出底部，关注供给政策和需求的边际变化。浆纸系供需触底，成本构筑纸价支撑，箱板瓦楞纸受益供给增量减少，出口需求拉动及国废成本支撑，价格持续上涨，白卡纸、文化纸资本开支拐点出现；行业磨底多年，中长期供需改善趋势确立，关注反内卷、碳双控政策在造纸板块的潜在落地空间，以及需求的边际变化，可能贡献周期弹性。建议关注产业链一体化布局领先，成本优势显著的【太阳纸

下载日志已记录，仅供内部参考

业】，浆纸一体、纸种多元布局成型，受益箱板瓦楞复苏的【玖龙纸业】，白卡优势显著，大股东 APP 充分赋能的【博汇纸业】。

太阳纸业：木浆价格持续上行，文化纸进入需求旺季，纸价有望逐渐企稳。箱板瓦楞纸逐渐迎来供需拐点，盈利中枢上行。公司浆纸多品种布局对抗周期扰动，林浆纸一体优化成本，逆周期产能投放收获景气改善红利，卓越战略眼光持续贡献超额收益。公司为行业管理标杆、人才梯队稳健，团队稳定，凝聚力和员工自驱力强大，精益管理提升生产效率，成本控制优于同行，新增产能投放持续增厚底部利润。

玖龙纸业：公司造纸产能超 2500 万吨，规模效应显著，向上弹性充足。Beta 端，下游需求逐渐复苏，进口纸冲击趋缓，行业新增产能放缓，箱板瓦楞纸行业供需率先改善，白卡纸、文化纸亦逐渐迎来拐点；中长期维度，头部企业凭借原料、规模及管理优势，持续整合市场。Alpha 端，随着公司的原料产能逐渐投产，产业链一体化优势重新建立，产品结构和成本有望得到优化；前期为产能高速扩张期，后续精益管理提升运营效率，同时资本开支放缓减轻财务压力，永续债提前回购大幅增厚利润。

博汇纸业：大股东 APP 充分赋能，精益管理效率不断提升。白卡纸行业高集中度，竞争格局优势，新增产能放缓，行业供需有望迎来改善。APP+博汇在白卡纸行业优势显著，协同效应有望持续释放。

特种纸：细分赛道供需格局差异大，自下而上选择供需格局好、Alpha 能力强的细分赛道及标的。建议关注生产、管理优势领先，高分红提供估值支撑的【华旺科技】，多纸种布局，浆纸一体化布局逐渐完善的【仙鹤股份】。**装饰原纸行业供需改善，重视行业拐点和提价弹性！**25 年装饰行业亏损严重，供给触底，26 年装饰原纸无新增产能，新进入者转产其他纸种，原有中小产能出清加速。装饰原纸国内需求受益产品迭代升级、应用场景和渗透率提升，需求增速较竣工体现明显超额，后续具备地产和消费向上期权。

华旺科技：公司定位中高端装饰原纸，竞争格局优异。装饰原纸应用场景不断拓展，需求体现韧性，24-25 年为装饰原纸产能投产高峰期，行业盈利触底，中小企业加速出清，26 年以来供需格局趋于改善。公司成本优势显著，灵活库存策略应对木浆上涨，反倾销终裁落定，外销有望恢复较好增长。25 年公司分红率达到 90%，高股息提供安全边际。

仙鹤股份：多纸种布局，平滑不同纸种的周期波动影响，延申上游打造浆纸一体化，提升盈利稳定性。特种纸利基市场、直接对接客户，头部凭借品质和供应稳定性优势，持续整合市场。木浆价格持续上涨，公司原料优势有望进一步放大。新投产能逐渐爬坡，运营效率改善，盈利中枢有望上行。

玖龙纸业提前回购永续债，管理层主动放弃回购溢价

公司公告回购永续债，分为早鸟期和常规期。公司宣布现金回购永续债 4 亿美元，资金主要来源于跨境人民币贷款及自有资金，相较于此前规划的三年期有所提前。**回购分为早鸟期和常规期**，早鸟回购期：在伦敦时间 2026 年 6 月 26 日下午 4 点前，每 1000 美元本金证券可拿到 1070 美元回购款（即可享受 7%溢价），外加截至结算日的全部应付未付

下载日志已记录，仅供内部参考

分派利息；常规回购期：早鸟期结束后，伦敦时间 2026 年 7 月 3 日下午 4 点（要约到期日）前提交有效回购申请，被接纳后每 1000 美元本金仅兑付 1000 美元面值本金，同样叠加截至结算日的应付未付利息。

永续债利息大幅节降，管理层主动放弃回购溢价。此前公司发行 4 亿美金永续债，息票率为 14%，每年永续债利息支出超 4 亿人民币，本次使用低息贷款及自有现金置换后，利息支出有望大幅下降。此外公司执行董事张茵、刘名中、张成飞，以及他们各自的关联主体，合计持有这笔永续债约 81%的未赎回本金。上述关联方已向公司承诺：不会参与早鸟回购，只会在早鸟期结束后才申报全部持仓回购，即选择接受平价的常规回购对价，放弃 7%溢价，我们估算管理层主动放弃约 2300 万美金回购溢价，助力公司增厚利润。

4）AI 眼镜：Meta 发布自有品牌 AI 眼镜，推动行业渗透加速，国产镜片有望受益

Meta 发布自有品牌平价 AI 眼镜，助力行业渗透加速。Meta 发布自有品牌的全新系列 AI 智能眼镜 Meta Glasses，起售价 299 美元（折合人民币 2030 元），低于雷朋最新款 379 美元的定价，标准版重量 53.77 克。这是 Meta 首次推出完全自主设计的眼镜产品，标志着其智能眼镜战略从联名款向自有品牌 + 平价转型。此前 Meta 与依视路陆逊梯卡旗下雷朋、奥克利推出联名款眼镜，Meta 首席技术官安德鲁·博斯沃思表示，消费者愿意为雷朋品牌支付溢价，本次推出自有品牌镜框，意在为消费者提供更多选择 。

Meta 独立发展 AI 眼镜，国产镜片企业有望突围。Meta AI 眼镜发布初期，选择与依视路及旗下雷朋、奥克利品牌合作，相互引流推动 AI 眼镜破圈。目前行业发展至一定阶段后，Meta 选择推出自有品牌，进一步提升客群覆盖率，性价比成为供应商选择的核心标准，制造能力突出、产品性价比高的国产企业成为更优选择。持续推荐【康耐特光学】，制造能力推出，带显 AR 眼镜卡位优势显著，国内外客户多点开花，建议关注【明月镜片】【博士眼镜】。

风险提示：消费持续表现疲软；地产政策落地不及预期；原材料价格大幅波动的风险；汇率大幅波动的风险；关税预期波动的风险

下载日志已记录，仅供内部参考

2．分行业观点

1、家居：政策推动下地产预期有望逐步改善，带动行业估值从底部向上修复；短期，随着消费力逐渐恢复，前期竣工形成需求增量；长期，地产支持政策逐渐起效，商品房销售趋稳+存量房翻新需求，构筑中长期稳定需求量，看好优质企业集中度提升逻辑

从行业 Beta 维度看，地产托底力度持续加大，有望修复前期过度悲观预期，刺激家居行业估值向中枢水平回归；存量需求占比持续提升，平滑地产周期影响，以旧换新政策出台，激发存量需求，标准化程度高的软体家居赛道更加受益，叠加地产支持政策助力新房修复，家居行业销售有望改善。此外，智能家居赛道如功能沙发、智能卫浴、智能晾衣架等，存在渗透率提升逻辑，增长韧性更强。

从业绩增长的确定性来看，具备较强零售基因的公司有更扎实的业绩增长基础：将稳步实现市占率的提升；供应链能力打造完善+多渠道多品类运营能力提升，拉动客单值水平，EPS 增长的确定性体现较强的 Alpha。

定制家居渠道结构快速更迭，积极布局整装、拎包等新渠道，横向延展拓品类提客单构成主要增长逻辑。看好零售能力改善的【索菲亚】、【志邦家居】；商业模式持续升级迭代，品类渠道份额稳步扩张的【欧派家居】；零售修复、电商延续高增的【好太太】。

软体家居集中度更易提升，长期看消费属性将逐步超越周期属性。收入端，软体家居产品属性强，渠道结构较稳定，头部渠道优势巩固强化；价值链规模效应明显，叠加价格带延展，集中度提升空间广阔；需求端尚有庞大存量市场待激活，更新频率相对更短，存量消费属性将超越周期波动属性。利润端，品类品牌认知度提升带来提价能力，海外供应链布局逐渐成熟，带来利润弹性。**看好【顾家家居】（多品类融合发力，品牌矩阵完善，持续优化渠道能力，职业经理人文化激活组织活力）、【慕思股份】、【敏华控股】。**

【欧派家居】

1）布局多元流量入口，组织架构调整，打破品类边界，大家居模式持续升级。顺应渠道碎片化趋势，公司布局零售、大宗、整装等多元流量入口。与优质装企合作，挖掘前端流量，整装大家居与零售大家居两种模式并行。组织架构顺利完成调整，由之前的品类事业部转换为按区域划分的营销一部、二部、三部，融入橱衣木卫及整装产品，进一步打破品类边界，为消费者提供家装+家居一站式服务的大家居模式。

2）坚定大家居发展战略，全面推进营销体系大家居转型步伐。公司将欧派品牌原有的以品类为中心的经营模式重构为以城市为中心的经营模式，进行全品类、全渠道的统一管理，从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配。公司持续推进营销体系大家居转型变革：一是深入推进流量赋能建设，二是坚持以城市为运营中心的全新管理理念，三是跨体系搭建经销商体系的学习型互通赋能平台，创新总部赋能培训机制，共同探索大家居业务新路径。

下载日志已记录，仅供内部参考

3）全面落实经销商经营减负，提振终端经营信心。公司围绕经销商经营模型，全面制度性减负，改善经销商利润表成本结构，提振终端信心。减轻终端负担，优化考核政策，降低经销商运营成本，整体取消经销商店面数量要求，鼓励经销商整合关闭亏损和不具备引流能力店面，大幅减少各类考核指标，让经销商在行业剧变下能整合资源，聚焦于获客引流和大家居转型。

【索菲亚】

1）“1+N+X”渠道深耕战略，增强存量换新流量承接。渠道策略、坚持“一城一商、一商多点”，持续完善全域渠道生态；以核心门店为中枢，以整装、旧改、线上新零售为补充，以社区中介、本地化新媒体、异业合作等多元化业态为延伸，深度链接社区内的每一层关系。

2）多品牌推行，渐次成长。索菲亚、司米、华鹤及米兰纳四大品牌定位不同目标人群。**索菲亚**品牌套餐营销逐步深化，整家战略拉动客单价增长，**米兰纳**品牌渠道开拓期，品牌下沉蓝海市场，整家营销战略升级，有望接力成为公司新的增长曲线。

3）盈峰入股索菲亚股权，体现产业资本认可，持续推动行业整合。索菲亚公告公司控股股东江淦钧、柯建生分别向宁波盈峰睿和转让 0.52 亿股（合计 1.04 亿股，占总股本 10.8%），加上宁波盈峰睿和及其集团通过二级市场买入股份，合计持有 1.22 亿股，占总股本 12.72%。产业资本盈峰集团继 24 年完成对顾家家居收购，再次入股索菲亚，体现产业资本对家居头部企业认可，未来有望强强联合整合市场，稳定增长。

【志邦家居】

1）品类矩阵逐渐完善，协同优势体现。橱柜业务为基石，衣柜品类逐渐培育成熟，木门墙板等具备潜力。整家全品类布局完善，稳步推进产品套系化开发，多品类协同优势逐渐体现。

2）大宗业务收缩、风险控制，内销零售、海外持续发力。持续主动进行大宗业务结构调整，控制风险，公司精力聚焦内销零售、海外市场。内销零售业务，整装渠道步入正轨，装企与经销商合作+总部与装企的垂直合作双线推进；清远基地即将投产，逐步向全国化品牌迈进。海外渠道以 B、C 端业务双核驱动、齐头并进，布局泰国基地，开启进军全球市场的新征程。

3）公司滚动股权激励，绑定核心员工，上下一致一心；多品类扩张开店，单店持续优化，整家、整装战略持续推进，规模效应体现带动盈利增强，Alpha 能力凸显；直营进攻南方市场，逐步树立全国化品牌形象；海外 B、C 端业务双核驱动，开启全球化新征程；分红比例大幅提升，高股息率提供估值支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

【顾家家居】

1）定位全屋型企业，大家居全品类布局战略清晰。休闲沙发基本盘外，软床及床垫、功能沙发、定制等新品类逐渐培育成熟。虽然行业外部环境压力较大，但新品类兼具开店、品类融合拉高客单值的逻辑，增速远高于整体。公司采取 1+N+X 多元店态推进，既通过开设单店，完善卖场渠道布局，强化单品类生存能力，做大做强高潜品类，为顾家品牌创造新的流量入口，也积极推动店态融合，从而实现各品类相互引流，做大客单值。

2）多品牌系列扩张，拓展价格带。中高端领域布局 Lazboy、Natuzzi，品牌价值具备稀缺性。下沉市场持续发力，推出顾家乐活系列，作为原有顾家品牌门店的系列补充，或者作为分销门店，面积相对偏小，进一步拉宽顾家品牌价格带。

3）持续深耕零售能力，为用户创造价值。公司在仓配服体系、会员系统、门店信息化、流程数字化等领域积极布局，本质是希望从供应链提质增效的制造型企业向为用户创造价值的零售型企业转型，供应链效率显著改善。

4）全球化产能布局，关税冲击有限。坚定“海外产能布局、大客户战略、本土化运营、供应链优化”四大策略，越南、墨西哥基地陆续投产，越南基地完成对国内产能的存量替代，关税背景下加速产能转移，墨西哥基地实现增量创新，提高交货效率，美国达拉斯床垫工厂产能逐渐爬坡，非美市场开拓顺利，贸易风险相对可控。

【敏华控股】

1）内销：聚焦功能沙发赛道，渠道调整优化，中长期受益品类渗透率提升。内销引入职业经理人，线下主动进行渠道调整，产品矩阵清晰化梳理，多系列开店带动销售。线上产品矩阵高、低价格带延伸，高价、性价比产品共同推进，营销精进、销售和盈利向上改善。

2）外销：依托供应链一体化优势，深耕北美市场，加速全球拓展。公司产业链一体化布局领先，供应链效率成本优势显著，卡位北美功能沙发代工头部地位。2025 年 12 月公司公告收购美国本土品牌及制造商 Gainline，收购标的拥有 1000 名美国家具零售商客户，包括 Southern Motion、Fusion Furniture 两大自有品牌，分别经营功能、固定沙发，于美国密西西比州北部拥有 8 个基地、总面积超过 200 万平方尺。继越南、墨西哥基地，公司再次领先布局美国本土，持续深化全球供应链，提升外销核心竞争力，有利中长期发展。

3）内销以功能沙发为核心，持续强化产品力和品牌力，依托供应链优势，持续渠道拓展，加大下沉市场和空白区域覆盖，积极拥抱线上直播、家装等新渠道；外销业务运营成熟，组织架构优化，产品开发、客户服务细化，加速新客户、新产品、新区域拓展，强化阶段性成长支撑。

【慕思股份】

下载日志已记录，仅供内部参考

1）深耕内销，中高端品牌优势突出，产品端持续发力，完善产品矩阵。公司是最早发力大规模营销的家居品牌，定位中高端市场差异化竞争，品牌塑造领先。产品矩阵布局逐步完善，持续材料创新、差异化产品打造，维持盈利产品。2025 年以来床垫新品以 AI 产品作为主打，同时合作华为鸿蒙智选，拓宽产品矩阵、营销升级，消费者教育助力 AI 床垫新品类渗透率提升。

2）多渠道共同发力，积极加码电商渠道。电商渠道布局力度加大，除传统电商平台外，快手、抖音等平台拓展发力，同时优化产品结构，各平台针对性打造主力爆品；主品牌线下零售聚焦核心产品，打造爆款套餐，同时激励经销商升级店态，强化会员服务与运营，提升客流量、转化率、成单率。

【天安新材】

1）持续推进泛家居业务发展，收购佛山南方建筑设计院，通过资源整合扩展产业生态圈。2024 年上半年收购佛山南方建筑设计院，补强公装产业建筑设计和室内装饰设计能力，推动装配式整装产业链闭环，提供高性价比一站式健康环保的空间解决方案。公司通过构建后台材料研发制造、中台供应链体系、前台品牌渠道的产业链优势，形成各业务板块协同的综合性产业生态圈。

2）鹰牌为核心增长动能。鹰牌陶瓷充分发挥轻资产运营模式，提升成本控制及供应链效率，利润率、周转率持续提升。**完善中心仓布局，加速渠道下沉和全国化市场拓展，**通过中心仓模式提高终端渠道辐射能力，进一步覆盖县域行政区，深耕下沉市场需求。加速全国化市场拓展。

3）完善装配式整装产业链，拓展第二增长曲线。公司围绕泛家居产业链整合各业务板块资源，形成差异化竞争力进军整装市场，在公装产业领域形成以南方设计院为建筑设计单位，以天汇建科为施工单位，以天安集成为材料应用单位，以鹰牌公司、天安高分子和瑞欣装材为材料供应的四维驱动模式。长期看好装配式内装技术切入整装，B 端公装已形成完整产业链，业务实现 0 到 1 突破，干法施工解决施工周期长、污染大痛点，C 端跑通后有望撬动存量房更新和旧改千亿市场。

4）汽车内饰业务受益于新能源车渗透率提升，持续巩固竞争力实现稳步增长。公司把握新能源车渗透率提升趋势，持续提高供应品质及效率，及时响应下游客户及主机厂对材料品质、供货效率等方面的要求，持续提升市占率。随公司汽车内饰业务制造管理能力、研发创新能力的提升，该板块具备较高增长确定性。

5）公司积极拓展机器人电子皮肤业务，延伸成长曲线。公司和机器人行业新锐企业探讨机器人轻量化和电子皮肤应用，如与优必选能等企业就机器人肢体与大脑技术展开交流，与墨现科技、他山科技和矩侨工业围绕机器人触觉传感和柔性电子皮肤展开深度探讨，推动柔性材料与机器人感知技术的融合。公司汽车饰面材料和高分子薄膜技术发展成熟，能够复用于机器人电子皮肤，实现第二成长曲线。柔性基材方案微芯片集成提供轻薄化、仿生化的载体，形成具备触觉、温感甚至防护功能的复合层。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：重点公司估值表

行业	代码	公司	股价（元） 2026/06/29	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元) 24A	24A YoY	25A	25A YoY	26E	26E YoY	PE 24A	25A	26E
定制家居	603833.SH	欧派家居	30.39	185	25.99	-14%	19.97	-23%	20.58	3%	7	9	9
	002572.SZ	索菲亚	7.51	72	13.71	9%	9.01	-34%	10.12	12%	5	8	7
	603801.SH	志邦家居	5.54	24	3.85	-35%	2.05	-47%	1.95	-5%	6	12	12
成品家居	603816.SH	顾家家居	22.88	188	14.17	-29%	17.90	26%	20.55	15%	13	10	9
	001323.SZ	慕思股份	16.18	70	7.67	-4%	5.36	-30%	5.61	5%	9	13	13
	603848.SH	好太太	13.31	54	2.48	-24%	2.03	-18%	2.33	14%	22	26	23
家居卖场	000785.SZ	居然智家	1.99	130	7.69	-41%	-9.99	-230%	5.04	扭亏	17	-13	26
H股	**代码**	**公司**	**股价（港元） 2026/06/29**	**总市值 (亿港元)**	**FY25A**	**FY25 YoY**	**FY26A**	**FY26A YoY**	**FY27E**	**FY27E YoY**	**FY25A**	**FY26A**	**FY27E**
成品家居	1999.HK	敏华控股	3.10	119	20.63	-10%	18.12	-12%	18.45	2%	5	6	6

资料来源：Wind，申万宏源研究

2、轻工消费：长期护城河优势仍在，产品结构升级渠道优化提供新的增长曲线；后期成本端压力有望逐步缓解，体现利润弹性

【百亚股份】

1）产品基本盘蜕变+全国化扩张稳步推进+进取的管理团队，百亚自由点品牌份额有望加速提升，中长期成长动能充沛。

2）线下：核心五省优势稳固，全国化扩张快速推进。市场开拓方面，公司深耕川渝云贵陕核心市场，在川渝市占率排名第一、云贵陕排名第二，预计核心五省稳健增长。**线下外围省份高速增长：全国化扩张成为公司未来 3-5 年增长的核心动力，**核心五省之外已新拓约 10 省，公司线下团队竞争力较强（且线下竞争程度弱于电商），预计外围收入保持高速增长，利润率有望持续改善。

3）电商策略纠偏：2025 年为公司调整之年，内部对电商策略进行纠偏，电商更注重利润及 ROI 考核，2025 年电商亏损较多，预计 2026 年电商减亏贡献利润弹性。

4）产品：产品基本盘的蜕变是公司电商起量、线下全国化扩张的基石，2026 年公司聚焦 PRO、有机纯棉、裤型系列，持续发力中高端系列，看好产品持续破圈。

【登康口腔】

1）口腔护理行业：支付意愿及功效卖点推动消费升级，国货崛起正当时。当下国产品牌份额稳步提升。功效卖点多样化诉求推动产品迭代升级、渠道多样化变迁趋势、Z 时代年轻消费群体崛起驱动下，国产牙膏品牌份额有望逐步提升。

2）冷酸灵品牌积淀深厚，产品结构持续升级，线下线下协同发力。冷酸灵品牌资产积淀深厚，国民品牌形象深入人心，抗敏功效成功占领消费者心智。公司近年来成功打造高价爆品，推动产品结构升级；线下经分销体系壁垒深厚，积极发力电商渠道，创新营销打造国货新动能。看好公司持续稳健增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

【公牛集团】

2026 年电连接、智能电工照明增长有望修复。电连接：巩固基本盘、布局新业态，在挑战中增强经营韧性。公司稳步推进传统转换器、数码快充等产品迭代升级，加快嵌入式、电动工具等新业务孵化落地，深化五金、即时零售、电商等渠道变革创新，持续巩固竞争优势。**智能电工照明：以 AI 智能+健康照明构建产品竞争力，充分发挥多品类集成优势。**公司聚焦墙壁开关、LED 照明等传统产品升级，加快护眼灯、沐光 AI 智能健康照明等新业务布局落地，深化装饰渠道、沐光渠道模式革新，多品类协同，持续提升业务与品牌影响力。

新能源：提升家用、商用充电品类产品创新与客户服务能力，加速储能业务开拓。公司立足用户需求、紧跟行业趋势，夯实全栈自研与产品创新实力，重点开拓商用大功率充电与储能新赛道，优化 C 端终端网点与 B 端场景化渠道布局、提升全流程服务效能。家用充电桩推出“天际”“优享”系列智能化家用产品；2025 年培育新增长曲线，聚焦商用充电桩与储能业务加速开拓，核心突破大功率重卡产品与欧洲户储产品创新；渠道建设方面，推动新能源业务从 C 端向 B 端全面变革创新。

国际化：以家装墙开、新能源储能业务为核心引擎，加速全球化布局。家装海外业务以大客户模式为核心驱动，稳步实现本土化产品创新与市场布局的双线突破，业务辐射东南亚、东亚、欧洲、拉美、中东等多个核心区域，海外全品类产品矩阵逐步完善、陆续上市。新能源海外业务聚焦欧洲核心市场，确立了以安装服务为核心的差异化业务模式，持续完善本地化销售服务流程，在德国、意大利等试点市场成功开发二十余家优质合作伙伴，业务范围逐步向波兰等重点市场延伸突破。

提升分红比例重视股东回报，发布员工持股计划，注重经营质量。公司 2025 年拟向全体股东每股派发现金红利 1.90 元（含税），合计拟派发现金红利 34.35 亿元，2025 年已实施回购金额 2.50 亿元，2025 年现金分红及回购金额合计占公司归母净利润比例 90.53%。公司发布 2026 年员工持股计划，资金规模不超 2.55 亿元，涉及股票规模为 617 万股，占公司股本总额 0.34%，持股计划涵盖员工总数 662 人。公司层面业绩考核：2026、2027、2028 年加权平均净资产收益率分别不低于 22%、20%、20%。员工持股计划有助于焕发组织活力，考核指标表明公司发展注重经营质量。

【晨光股份】

1）传统核心聚焦产品力，渠道精耕发展，中长期出海空间广阔。传统核心聚焦产品力，2025 年以来功能性、情绪价值创新性产品销售更好（如开关笔、摇尾猫笔等），叠加合作 IP 增加、提升品牌影响力。2026 年继续聚焦文具品类产品创新，新品上新次数提升。线上增长稳定，积极布局及时零售新渠道。线下聚焦精品大店，线上渠道聚焦实现有质量增长。

2）零售大店：九木杂物社深化品牌桥头堡作用，组织定位调整，2026 年稳健开店、有望盈利。2025 年末九木杂物社门店超过 860 家，同比净增超过 119 家，保持稳健开店

下载日志已记录，仅供内部参考

节奏。2025 年九木杂物社组织管理和定位调整，对长尾 SKU 进行管理优化。2026 年九木杂物社横向引入高关联性新品类，拓宽受众至 K12 家庭；加大 IP 类和自有品牌产品占比提升，丰富产品结构，提升客单价和复购率。2026 年渠道端延续稳健开店，推进“大店全新升级”，提升渠道质量，有望实现盈利。

3）科力普业务：经营持续修复，拟港股分拆上市，发展有望加速。科力普 2025 年以来逐季修复，外部扰动常态化，通过 MRO、营销礼品等品类扩充对冲，国央企全面覆盖同时，加大中小客户开发。科力普拟港股分拆上市融资支持业务扩张，抓住线上化集采行业机遇，进一步扩张 MRO 新品类、完善仓储物流等基础设施等，有望加速份额提升，抢占赛道主导地位。

【倍加洁】

1）口腔护理赛道优质代工标的，供应链效率+生产经营盈利管控+强设计研发能力加持形成牙刷、湿巾两个核心单品，基本盘稳固。内生外延加码布局自主品牌；收购益生菌赛道高成长标的善恩康 52%股权，推进产业链一体化布局。

2）代工主业：①牙刷：优质国产品牌客户终端份额提升+老客户中补充产品线+新客户拓展。主要客户云南白药、舒客终端份额持续提升；拓展份额提升的优质新客户，如狮王等；**②其他口腔护理：**功效性更强，单一赛道集中度更高，公司绑定头部客户，抢先卡位。新品类功效性更强，渗透率偏低，当前仍处在供给创造需求阶段，单一细分赛道集中度更高。公司通过绑定优质客户，分享赛道增长红利，占据主要代工份额。

2）AKK 菌高增，善恩康有望快速放量。AKK 菌，全名嗜黏蛋白阿克曼氏菌（Akkermansia muciniphila），它专门分解肠道黏液层的黏蛋白，既能在肠道里站稳脚跟、稳固自身优势地位，还能参与调整人体的能量代谢方式，作用机制和普通益生菌不同。下游 wonderla、若羽臣等推出 AKK 菌产品，有望催化行业快速放量。公司子公司善恩康在 AKK 菌研发培育等方面优势明显，有望搭乘行业红利快速放量。

3）发布 2026 年股权激励。公司拟向激励对象授予股票权益 300 万股，占总股本 2.99%，其中限制性股票 16.9 万股，股票期权 283.1 万份，激励对象涵盖公司董事、高级管理人员、核心技术业务骨干等 151 人。限制性股票限售期分别为自授予登记完成之日起 12、24、36 个月，解除比例 30%、30%、40%；业绩考核指标： 以 25 年营收为基数，26、27、28 年分别增长不低于 12%、24%、36%，或以 25 年扣非归母净利润为基数，26、27、28 年分别增长不低于 12%、24%、36%。

【潮宏基】

1）持续推动渠道变革，加大加盟店扩张力度。截至 2025 年底，潮宏基珠宝门店总数达 1668 家（其中加盟店 1486 家），较年初净增 163 家，渠道红利延续。潮宏基的门店数

下载日志已记录，仅供内部参考

量与行业头部企业相比，扩张空间仍然较大。在渠道拓展上，公司持续渗透空白区域、成熟市场加速下沉，打造区域性标杆店。

2）产品结构优化升级，加速推新，带动收入端高增、利润率向上。公司深刻洞悉年轻消费客群需求，结合传统文化和时尚审美潮流，打造臻金系列和 IP 联名爆款，产品结构中高附加值的精品克重、一口价产品和应季产品占比持续提升，带动收入端高增。2025 年时尚珠宝产品实现收入 51.0 亿元，同比增长 71.8%，传统黄金产品实现收入 36.1 亿元，同比增长 22.4%。

3）全球市场与品牌矩阵拓展稳步推进，1+N 品牌组合打开长期成长空间。2024 年 8 月以来，公司以东南亚为切入口积极拓展海外市场，截止 2025 年底海外门店总数达 11 家，全年在马来西亚、泰国、柬埔寨、新加坡四国共新增 9 家门店，并提交 H 股上市申请；1+N 品牌组合落地，礼品珠宝品牌 Souffle 门店数量达 96 家，高端珠宝品牌“臻”于臻宝博物馆开业，为独立门店和高端客群运营打下基础。

【思摩尔国际】

1）监管趋严合规市场修复，To B 业务稳健增长。欧洲主要市场对一次性电子雾化产品的监管禁令为能够快速响应的合规参与者创造了重要机遇；美国市场针对不合规产品的执法力度持续加强。监管趋严合规市场修复，预计公司 To B 业务中电子雾化业务收入稳健增长。

HNB 业务快速放量，多客户多产品策略稳步推进。2026Q1 公司加热不燃烧产品及技术服务收入 6.64 亿元，同比增长 1324.9%，2025 年全年公司 HNB 业务收入超 12 亿元。在 HNB 业务方面，公司旨在利用多项自主研发的技术平台成为客户全面的产品解决方案供应商。2025 年关键的里程碑是成功支持战略客户在主要 HNB 市场日本、波兰及意大利推出高端 HNB 产品。该产品系列由公司与客户合作开发，能提供出色的口感及更快的加热时间，获得消费者积极反馈，市场份额有所提升。2026 年公司将继续支持该战略客户扩展该产品至全球更多市场，预计 HNB 业务持续快速放量产品及渠道布局强化，自有品牌业务稳健增长。2026Q1 公司自有品牌业务收入 5.89 亿元，同比增长 12.6%。公司 VAPORESSO 品牌表现较好，通过产品创新、广泛的渠道覆盖及数据驱动的用户洞察，巩固其市场领先地位。VAPORESSO 品牌推出了其畅销 XROS 系列的迭代版 XROS 5 和 XROS5 Mini，凭借先进的技术及精致的设计，市场反响热烈，支持其在关键地区的市场份额增长。

产品及渠道布局强化，自有品牌业务稳健增长。公司 VAPORESSO 品牌表现较好，通过产品创新、广泛的渠道覆盖及数据驱动的用户洞察，巩固其市场领先地位。VAPORESSO 品牌推出了其畅销 XROS 系列的迭代版 XROS 5 和 XROS5 Mini，凭借先进的技术及精致的设计，市场反响热烈，支持其在关键地区的市场份额增长

下载日志已记录，仅供内部参考

雾化医疗业务仍在投入期。公司持续对 Transpire BioInc.(传思生物)进行投资，雾化医疗业务仍处于亏损状态，公司专注于提升传思生物内部的技术平台及管线产品，以支持其长远业务发展。

【乐舒适】

乐舒适：非洲卫品领头羊，出海逐浪新兴市场。乐舒适隶属于广州森大集团，深耕非洲市场，创始人非洲市场运营经验丰富，高管及员工持股激发活力；深度下沉的渠道及本地化生产供应链构筑坚实壁垒，婴儿纸尿裤及卫生巾销量均位列非洲第一名；且望将成功经验复制至其他新兴市场，目前业务已遍布非洲、拉美及中亚的 30 多个国家。

行业：非洲高增及高壁垒市场，乐舒适地位稳固。人口及渗透率提升红利下，非洲等新兴市场快速扩容。2024 年非洲卫生用品市场规模为 38 亿美元，预计 2025-2029 年 CAGR 为 7.9%。非洲市场格子化特征明显，新进入壁垒高。2024 年非洲婴儿纸尿裤、卫生巾品牌销量 CR5 分别为 61.2%、39.8%，乐舒适均位列第一名，销量份额分别为 20.3%、15.6%。

公司：渠道下沉根基稳固，市场拓展空间广阔。公司搭建深度下沉且成熟稳固的销售网络，构筑竞争壁垒。公司深耕非洲市场，成功经验有望复制至拉丁美洲、中亚市场。2020 年公司开启布局拉丁美洲市场，2025 年拉丁美洲市场收入为 2205 万美元；2024 年公司开启布局中亚市场，业务涉足哈萨克斯坦。

本地化生产，全球寻源供应链优势显著。公司在非洲拥有 8 家生产工厂，2025 年 8 月于拉丁美洲萨尔瓦多的工厂开始运营。2026-2029 年公司拟在非洲加纳、肯尼亚等工厂持续扩产；拉丁美洲萨尔瓦多扩产；在中亚哈萨克斯坦、美洲墨西哥新建工厂。公司搭建供产销服全链路一体化模式，全球寻源、精细管控，供应链优势显著。

【不同集团】

不同集团：BeBeBus 打破品类边界，AI 赋能创造不同。不同集团创立于 2018 年，2019 年推出首个品牌——BeBeBus，以“硬科技+高颜值”锁定“家庭 CFO”高净值人群，构建高端品牌高毛利壁垒，并从低频刚需耐用场景切入建立信任锚点，降维跨界高频刚需快消品，最大化单客价值。

品牌高端用户根基深厚，构筑多维竞争力。1）打造强产品力，牢固占领用户心智。公司布局具备高刚需、高频使用、高溢价、高传播属性及高市场份额“5G”属性的细分赛道；“五问”机制精准把握用户需求。2025 年使用场景、睡眠场景、喂养场景、护理场景收入占比分别为 32.2%、13.1%、11.4%、43.2% 。**2）线上线下多元渠道布局，品牌持续破圈。**公司采用与达人合作、小红书种草、会员体系等多元化营销策略，提升用户忠诚度，2024 年公司私域平台的复购率为 53.3%；2025 年线上、线下收入占比分别为 72.9%、27.1%。**3）产能扩张彰显增长信心，核心产品 AI 升级，打造家庭生活 AI 科技**

下载日志已记录，仅供内部参考

To C 应用。2026 年不同集团将“用 AI 重新定义高端家庭质量生活”确立为公司使命，计划做 AI 的场景化、产品化、产业化落地，加大核心产品（即婴儿推车、汽车安全座椅、婴儿床及婴儿餐椅）的 AI 升级。宁波奉化新工厂将于 2026 年下半年开启运营，全面打造数字化、智能化示范工厂，为 AI 产品升级提供坚实保障。

品类延伸与品牌出海，未来成长空间广阔。1）国内：品牌持续破圈扩用户，打破品类边界提客单。根据公司招股书，中国富裕家庭数量预计将从 2020 年的 500 万增加至 2029 年的 540 万，截至 2025.6.30 公司培育了超过 300 万名会员的忠实社群， 2022-2025H1 婴儿推车销量合计为 46.3 万件，用户数仍有较大提升空间。公司将 BeBeBus 定义为人群品牌而非品类品牌，公司仅以婴童产品为原点品类，持续围绕“家庭 CFO”，打破品类边界，提升用户客单值。**2）出海：把握中国制造红利，打造全球化品牌。**公司考虑在不同国家布置中心化管理，实现产品、流程、组织文化、市场运营、股东及资本架构的独立运作，打造本土化品牌；2025 年 10 月公司与韩国 SONOKONG Co., Ltd.公司达成合作，与当地公司合作运营品牌，将助力公司在海外市场建立本土化品牌。

【康耐特光学】

1）公司为国内镜片制造领军企业，持续发力国内市场和自主品牌。公司原以境外代工为主，近年来逐渐发力自主品牌及国内市场；同时产品结构逐渐向高毛利率的高折、功能及车房片转变，带动盈利能力持续提升。2018-2024 年收入、利润 CAGR 分别为 15.8%、32.7%。2025 年自主品牌、代工业务分别实现收入 14.23、7.63 亿元，分别同比+11.6%、-2.9%，公司凭借 1.74 高折等差异化产品，持续发力国内和自主品牌，终端渠道覆盖率不断提升，拉动自主品牌增长，代工业务受美国关税影响略有下滑，后续有望恢复。目前关税压力有所缓解，公司日本基地于 2025 年 11 月投产，泰国基地也在建设中，助力外销和定制镜片业务发展，2026 年收入有望提速。

2）精益管理提质增效，自主品牌及高折产品占比提升，带动盈利改善。公司利润增速远高于收入，毛利率和费用率均有明显改善。公司近年来持续推进产能升级与自动化提升，生产效率不断改进，得益于生产效率、高折产品占比和中国业务占比提升，且更高毛利率的自主品牌业务收入增速更快，盈利中枢持续向上。伴随公司收入稳健增长，及费用管控得当，各项费用率有所优化，行政费用率略有提升，主要是公司加大研发投入，及发行股权激励绑定员工利益所致，有助于公司行稳致远。

3）XR 业务卡位优势显著，国内外多点开花。公司制造能力突出，一体化贴合镜片卡位优势显著。XR 业务经过三年发展已形成领先优势，包括全栈研发能力、产品性能与可靠性、规模化生产与交付能力、质量稳定性等，均获得国内外众多客户的高度认可。目前已有累计约 20 家国内外领先的智能眼镜开发商与公司开展 XR 业务合作，其中包括多家全球领先的科技及消费电子企业、国内头部智能眼镜初创企业等，Rokid、阿里夸克 AI 眼镜（千问）等产品率先放量；2025H2 公司投产一条全新的 Neo Vision XR 镜片生产线及洁净厂房，在定制化研发与验证、规模化生产和交付能力上再上新台阶，助力后续海外大客户成功量产；此外公司逐渐从镜片制造向组装环节延展，进一步提升价值量。

下载日志已记录，仅供内部参考

4）产业链上下游强强联合，协同效应有望释放。公司投资 1.8 亿参股杭州灵伴科技（Rokid），Rokid 为公司客户，同时也是国内领先的 AI 眼镜品牌商；此前歌尔股份入股公司，持有公司 19%股权，公司全资子公司朝日镜片拟和歌尔光学成立合资公司，双方组成系统解决方案；产业链上下游协同进一步强化，助力公司智能眼镜业务发展。

表 2：重点公司估值表

行业	代码	公司	股价（元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿元)	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26E	26E YoY	24A	25A	26E
轻工消费	003006.SZ	百亚股份	15.19	65	2.88	21%	2.08	-28%	4.03	94%	23	31	16
	001328.SZ	登康口腔	26.54	46	1.61	14%	1.81	12%	2.19	21%	28	25	21
	603899.SH	晨光股份	20.97	192	13.96	-9%	13.10	-6%	14.77	13%	14	15	13
	603195.SH	公牛集团	38.92	702	42.72	10%	40.71	-5%	42.79	5%	16	17	16
	603059.SH	倍加洁	24.50	25	-0.77	-184%	1.15	-248%	1.46	27%	-32	21	17
	301101.SZ	明月镜片	27.18	55	1.77	12%	1.93	9%	2.25	17%	31	28	24
	689009.SH	九号公司-WD	37.84	277	10.84	81%	17.58	62%	21.17	20%	26	16	13
	002345.SZ	潮宏基	9.27	82	1.94	-42%	4.97	157%	7.29	47%	43	17	11
	605009.SH	豪悦护理	23.18	50	3.88	-12%	2.32	-40%	2.93	26%	13	21	17
H股	代码	公司	股价（港元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿港元)	FY24A	FY24A YoY	FY25A	FY25A YoY	FY26E	FY26E YoY	FY24A	FY25A	FY26E
轻工消费	7618.HK	京东工业	11.40	310	7.62	15770%	23.14	204%	15.21	-34%	35	12	18
	6090.HK	不同集团	29.00	26	0.59	115%	0.65	11%	2.02	210%	39	35	11
	6969.HK	思摩尔国际	7.26	450	13.03	-21%	10.64	-18%	13.03	22%	30	36	30
	2276.HK	康耐特光学	32.00	159	4.28	31%	5.58	30%	7.01	26%	32	25	20

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：京东工业、不同集团、思摩尔国际、康耐特光学的 PE 基于 6 月 29 日港元兑人民币汇率 0.86 计算 。

3、出口：自下而上关注个股 Alpha，优选成长性好、贸易风险低、多元化产能布局的企业

【匠心家居】

1）国际化管理团队，注重产品研发和本土化运营，内部激励充足驱动组织效率。管理现代化，员工激励充足。研发团队庞大且国际化，构成公司主要管理团队；副总 Liu Chih-Hsiung 南非籍，具备海外品牌设计经历；独立美国子公司，本土化团队，负责本土销售和售后。

2）供应链一体化优势，定位美国中高端市场。功能沙发核心零部件铁架、电机、电控完全自产，实现新品设计研发和零部件高效配合，降低外部依赖，大幅提升新品推出效率、保护知识产权；公司维持新品推出密度，有望持续通过供给创造需求。越南基地布局领先，2019 年投产、具备产业链一体化生产能力，覆盖主要对美订单，受外部政策扰动有限。

3）依托新品优势打造美国国民沙发品牌“平替”形象，2023 年创新式影音沙发推出大获成功，客户数快速增加支撑持续增长。2023 年推出影音沙发新品，销售大获成功，公司新增客户数增长大幅提升；2021 年公司新增客户数 13 家，2023、2024、2025 分别达到 34、96、89 家，驱动公司收入持续放量。**2024 年以来“店中店”模式加速自有品牌布局，中长期从产品公司走向品牌公司，获得品牌溢价，支撑单店提货额和盈利能力提升。**

下载日志已记录，仅供内部参考

【嘉益股份】

1）Stanley 营销推动下，美国保温杯时尚潮流化发展，满足情绪价值与个人身份定位，具备社交货币属性，功能属性弱化。美国保温杯具备强功能属性，Stanley 营销推动下，保温杯功能属性弱化，消费者购买满足精神需求，寻求个人身份认同，具备社交货币属性；消费者购买动机来自快速迭代的新品，品牌营销的推动，社交需求等。

2）越南基地快速扩产爬坡，2026 年有望实现对美订单覆盖，提升全球竞争力、加速供应份额提升。公司越南一期产能已于 24Q3 投产，越南二期基地于 25Q2 投产，2026 年越南基地逐步实现对美订单覆盖，海外产能具备稀缺性，公司供应份额有望保持提升。

3）25Q2-3 受供应链切换影响较大，伴随越南基地爬坡提效、盈利能力提升，25Q4 后有望逐季恢复；公司加大新客户、新品类拓展力度，有望对 2026 年销售形成支撑。主要大客户 Owala 保持向上增势；Stanley 北美市场营销投入力度增加，并加大针对年轻女性 IP 联名，经营调整有望支撑增长；2025 年以来公司加大非美国新客户、新品类拓展，2026 年有望放量支撑收入。

【众鑫股份】

1）纸浆模塑可自然降解，替塑空间大，顺应下游客户 ESG 需求，配方、工艺升级延展应用领域。纸浆模塑生产使用天然植物纤维，物理加工形成，可自然降解，环保性能远好于可降解和不可降解塑料制品。

2）众鑫全球化供应链布局领先，加速市占率提升。2025 年美国对中国、越南纸浆模塑双反调查，公司前瞻性泰国基地布局，2025 年 4 月泰国基地投产，2026 年底泰国 10 万吨产能有望满产，2026 年对美市占率有望较 2024 年提升 7.6pct 至 24.5%。国内具备产能转移能力企业有限，根据供需测算 2026 年东南亚对美供应仍然紧张，海外产能有望享受溢价，实现更高盈利能力。2026 年 1 月公司公告对美投资年产 2 万吨纸浆模塑餐具项目，再次前瞻性布局美国基地，规避潜在政策风险，贴近客户、加深绑定，获取增量订单份额。

3）生产制造效率领先，打造细分赛道隐形冠军。众鑫区位布局优势，临近原材料产地，有效降低原材料采购和运输成本。公司自研设备和模具优势，根据客户需求定制化开发，实现生产效率最大化；保持设备迭代，泰国使用最新设备实现更高效率。生产废料生物质发电、工艺改造，节省能源成本。公司重视研发投入，持续设备、工艺创新提效降本，公司研发费用率和拥有专利数高于同行可比公司。

【永艺股份】

下载日志已记录，仅供内部参考

1）β改善+α兑现下，公司外销业务有望迈入新阶段。布局越南、罗马尼亚海外产能，供应链优势巩固；拓宽增长引擎，新客户新品类逐步放量；立足于全球化视野，前瞻开拓非美市场；看好公司 2026 年外销业务发力。

2）悦己消费催生人体工学椅高潜赛道，永艺内销品牌乘势而起。久坐引发健康问题，年轻群体悦己消费崛起，催生中国人体工学椅高成长性赛道。伴随品类认知提升，人体工学椅定位正从工具型产品进化为品质生活符号，行业消费升级正当时。乘行业风口，以永艺为代表的中高端国产品牌快速崛起，永艺把握赛道发展黄金机遇期，2023 年开启自主品牌发展元年，有望乘行业风口打造第二增长曲线。

【英科医疗】

1）丁腈手套需求韧性强，竞争格局优异，提价能力强。公司深耕丁腈手套赛道，成本优势显著，掌握提价主动性；下游以医疗需求为主，需求具备刚性，渠道加价率高，提价敏感度低，且竞争对手盈利较差，行业提价诉求较为一致。目前提价幅度大于成本涨幅，利润弹性大，后续报价仍有进一步上修空间。

2）原材料具备稀缺性，英科产业链一体化优势体现。公司自产丁腈胶乳（安徽凯泽、山东浩德等），原材料供应稳定，且有望增厚盈利；丁二烯价格持续上涨，下游胶乳供应紧张，部分海外厂商和国内中小手套厂逐渐减产，行业提价弹性进一步扩大。目前英科国内外基地满产状态，产能持续扩张构筑成长性，海外盈利好于国内，海外产能可规避关税，拉动公司份额持续提升，成长性构筑向下安全边际！

【依依股份】

1）宠物卫生护理用品出口领军企业，深度绑定头部优质客户。公司主要为亚马逊、PetSmart、沃尔玛、Japell、ITO、Coupang 等行业头部客户提供代工服务，体现公司在行业中具备极高认可度。关税压力暂缓，客户观望情绪落定，下单节奏明显加快；柬埔寨自建产能投产后，Costco、沃尔玛等客户有望受益海外基地的份额提升。

2）积极布局海外基地，对冲关税影响。目前公司柬埔寨产能接近 3 亿片，大客户对柬埔寨产能的验厂已经结束，后续逐渐开始供应；后续产能进一步扩建，逐渐覆盖对美敞口，海外产能具备稀缺性，Costco、沃尔玛等客户有望受益海外基地的份额提升。

【源飞宠物】

1）海外基地布局稀缺性，积极拓品类、拓驱动，外贸延续高增。公司海外产能具备稀缺性，完全覆盖对美敞口；客户逐渐由渠道商延申至品牌商，品类多元化发展，渠道复用导入新品类，外贸延续亮眼表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）自主品牌+代理品牌双轮驱动，业务延续高增。自主品牌包括匹卡噗、哈乐威、传奇精灵，差异化定位，环比高速增长，烘焙粮、冻干粮产品陆续推出，主粮占比不断提升，匹卡噗 2025 年双十一全网销量同比增长 500%。代理业务结构优化，带动盈利改善。此前费用投放较大，2026 年公司重点聚焦费用管控和 ROI 提升，盈利能力有望改善。

【共创草坪】

人造草坪行业：需求端品类渗透率持续提升，供给端高集中度、竞争格局优异。1）需求端：休闲草增长潜力大，美洲区为兵家必争之地。人造草持续替代天然草，其中休闲草增长潜力大；EMEA、亚太及美洲为主要需求地区，美洲庭院规模领先，后续休闲草潜力较大，且美洲区域定位中高端，为各家供应商必争之地。**2）供给端：集中度持续提升，竞争格局优异。**得益于①供应链：领先的产品开发、生产端供应效率、设备定制能力以及成本规模效应；②渠道客户的买手效应；③运动草领域国际体育组织认证带来的品牌背书，行业呈现高集中度特征。

深耕人造草坪行业，全球化基地布局扬帆远航。公司成立于 2004 年，2005 年公司产品销量达到国内第一，2011 年起销售面积位居全球首位并保持至今，2021 年市占率达到 18%，较 2019 年提升 3pct。公司被国际足联(FIFA)、世界曲棍球联合会(FIH)、世界橄榄球联合会(World Rugby)三家国际权威体育组织评为优选供应商，品牌具备极高认可度。公司产品、渠道及品牌竞争力领先，持续整合行业。越南基地成本优势显著，后续越南三期产能投放，为公司增长保驾护航，同时有望带动盈利中枢向上改善。

受益休闲草渗透率提升，收入及销量保持稳健增长。25 年休闲草、运动草收入分别为 22.72、6.45 亿元，分别同比增长 10.7%、8.5%，休闲草仍为公司收入增长主要来源，欧美企业成本攀升，加速订单向中国转移；运动草得益于承接 FIFA 海外认证场地建设，带动收入和价格提升。25 年人造草销量 1.02 亿平，同比增长 12%，伴随行业竞争趋缓、渗透率持续提升，公司欧美主要市场延续高增，亚太非区域需求恢复、公司采取针对性价格策略，25H2 以来改善趋势明显。

越南产能持续扩张，奠定未来增长基础。公司拥有国内 5600 万平+越南 1 亿平产能，充分保障后续增长的稳定供应。越南基地供应高毛利率的欧美区域，可享受两免四减半所得税优惠，目前越南一期、二期均处于减半征收所得税阶段，且越南三期投产后，头两年可享受零所得税优惠，盈利优势显著。随着越南产能占比的提升，公司盈利中枢有望上行。此外，公司墨西哥生产基地建设项目已办妥土地产权证书，目前尚未开工建设，预计该项目投产后能够实现年产人造草坪 1600 万平方米的生产能力，可根据关税政策灵活配置产能。

表 3：重点公司估值表

下载日志已记录，仅供内部参考

行业	代码	公司	股价（元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿元)	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26E	26E YoY	24A	25A	26E
出口	301061.SZ	匠心家居	35.56	101	6.83	68%	8.57	26%	10.32	20%	15	12	10
	603600.SH	永艺股份	9.18	30	2.96	-1%	2.33	-21%	3.38	45%	10	13	9
	301356.SZ	天振股份	26.13	56	-0.37	亏损	0.84	扭亏	1.81	115%	-152	67	31
	001206.SZ	依依股份	20.31	38	2.15	108%	1.83	-15%	2.21	21%	17	21	17
	605099.SH	共创草坪	32.33	130	5.11	19%	6.68	31%	8.11	22%	25	19	16
	300729.SZ	乐歌股份	9.80	33	3.36	-47%	2.59	-23%	2.96	14%	10	13	11
	301376.SZ	致欧科技	17.61	71	3.34	-19%	3.36	1%	4.65	38%	21	21	15
	603408.SH	建霖家居	9.80	44	4.82	13%	4.41	-9%	5.24	19%	9	10	8
	603661.SH	恒林股份	39.30	55	2.63	0%	1.64	-38%	3.79	131%	21	33	14
	603091.SH	众鑫股份	51.18	73	3.24	40%	2.66	-18%	5.68	113%	23	28	13

资料来源：Wind，申万宏源研究

4、包装：行业步入稳步成熟期，竞争格局确定性优化；资本开支放缓，提高分红回报

包装子赛道优质企业从产能布局、生产效率、供应链管理、下游客户的粘性等方面形成综合竞争优势，新玩家进入困难，行业内收并购整合加速；下游需求逐步稳定，包装企业成为平台型企业，行业重心由需求转向供给侧逻辑；优质企业较高 ROE 水平和经营活动现金流，积极分红高股息，具备安全边际，如纸包装的【裕同科技】（围绕国际大客户资源优势，外延平台式发展，1+N+T 战略再造一个裕同；1-包装主业增长、现金流稳健，高分红能力夯实安全边际；N 业务深挖大客户需求，瞄准高成长领域，近期收购华研科技，外延布局液冷等新方向、以及重型包装等新业务；T-成立裕同创投，引入资深技术团队，推动前沿技术产业落地）。**金属包装【奥瑞金、宝钢包装】**中长期罐化率提升，带动需求向上，行业竞争格局持续优化。**塑料包装【永新股份、紫江企业】**行业格局逐步稳定，优质企业率先完成资本开支布局，进入稳定增长期，现金流表现优异，延续稳健的高分红政策。

【奥瑞金】

1）两片罐行业整合提速，并购中粮包装后供给端集中度提升，盈利能力回归。2010-2012 年行业经历两片罐扩产高峰后出现供需失衡，2016 年以来过剩产能出清，并购整合加速，主要玩家盈利能力大幅修复。2022 年以来行业进入新一轮产能扩建。2025 年初奥瑞金完成对中粮包装的收购，行业集中度再提升。本轮供给端行业整合与上一轮相比，头部企业集中度进一步提升，行业秩序从多家竞争转为梯队清晰，进一步倒逼中小厂商出清。**看好本轮行业供给端整合后，两片罐盈利能力稳步回归，公司完成对中粮包装并购后协同效应释放，形成 1+1>2 的效果，进一步体现盈利能力α。**

2）海外市场稳步拓展，与波尔深度合作。公司收购波尔在中东的罐厂，并搬迁国内产线至哈萨克斯坦和泰国，国际化进程再迈一阶。海外两片罐市场需求增速快、供给格局好，盈利能力较优，短期内有望贡献业绩增量，长期看好公司向全球化包装企业转型。

3）三片罐盈利能力稳健，现金牛业务。奥瑞金是中国红牛深度绑定的三片罐包材厂商，中国红牛三片罐出货量平稳，利润率较高，成为公司稳健的利润垫，稳定贡献净利润和现金流。

下载日志已记录，仅供内部参考

【裕同科技】

1）1+N+T 战略，围绕客户、资源优势积极拓展业务边界，新业务逐步放量，有望驱动增长提速。基于现有优势客户，外延业务能力突出。公司客户覆盖全球头部消费电子企业，通过深挖客户需求+外延并购，拓展业务范围、提升供应份额；如 2021 年公司收购仁禾、2022 年收购华宝利，实现对 Meta 等大客户软材料供应，双方客户资源相互导入协同。2026 年 2 月收购华研科技，定位高端客户、产品和研发服务，通过长期积累 MIM 技术优势获客，拓展液冷等高潜力新赛道。

2）公司早期跟随国际大客户领先完成海外供应链布局，海外制造运营经验超 10 年，供应链全球化趋势加速份额提升。2025 年以来中美贸易摩擦加剧，供应链全球化趋势确定，国际化大客户主动寻求供应链外延；国内纸包装行业分散化程度高，海外基地布局资金、运营壁垒高，加速头部企业份额提升。公司早期跟随国际大客户进行全球化基地布局，2010 年落地越南首个海外工厂，2016-2025 年相继扩建或新增越南、印度、印尼、泰国、马来西亚、菲律宾、墨西哥等基地，并拥有美国服务中心、澳大利亚办事处，在全球 10 个国家布局供应链，建设生产基地超过 40 个。

2）率先完成设备和生产流程智能化改造，降低人工依赖，提高海外制造效率。2021 年投建首个许昌智能工厂，通过自研设备、生产模块化输出、仓储物流监控等数字化改造等，实现全流程智能化生产；截至 2025 末公司国内外 15 个智能化工厂投入使用（7 个筹建中），大幅降低人工依赖，解决海外人工成本、生产效率等问题，进一步提升制造出海竞争力。

4）已完成早期拓客“跑马圈地”阶段，2022 年以来公司资本开支持续下降，分红回购构筑安全边际。2025 年累计现金分红 11.24 亿元（中期分红 3.89 亿元），回购 1.5 亿元，分红+回购 12.74 亿元，占归母利润比例 80%。截止 2026 年 5 月 11 日公司完成 2 亿元回购，回购股份 526.9 万股，回购均价 38 元/股，充分彰显公司增长信心。

【永新股份】

1）高油价推动行业格局集中。26 年开年油价快速上涨，彩印包装行业烯烃原材料供应短缺、价格暴涨，导致部分中小玩家退出，永新股份保供能力突出，与核心客户（宝洁，联合利华等）黏性进一步加强，长期有利于进一步提升市占率。

2）薄膜和出口第二成长曲线保持增长。与大客户共同从事新产品研发，聚焦单一材质易回收、可回收包装材料，北京、上海设立分公司招募研发人员，加强高端功能膜研发销售，产品结构优化，薄膜业务高增。出口跟随跨国公司供应链切入东南亚、日韩等市场，凭借高性价比和保供能力加速客户拓展，后续考虑海外设厂。

下载日志已记录，仅供内部参考

3）彩印包装主业扩产带动收入增长。彩印下游客户以食品、日化、医疗行业必选消费品头部为主，整体需求稳健。目前产能端供不应求，新规划 4 万吨彩印智能工厂预计 26 年下半年陆续投产，带动收入端增长。

4）经营稳健，分红政策稳健。2025 年分红率 77%，股息率超过 5%，提供稳健回报！

【紫江企业】

1）包装主业基石稳健，高股息潜力凸显。公司饮料包装主业基石稳健，积极开拓新产品、新客户及新领域，实现稳定增长；精益管理生产提效，产品结构优化，叠加原材料成本回落，带动盈利能力改善。软包业务作为第二增长极，体现较强成长性。2020-2023 年公司连续四年每股分红 0.25 元，2024 年、2025 年进一步提升至 0.3 元、0.35 元，高股息优势凸显。

2）铝塑膜业务收入逐季改善，利润企稳回升。前期铝塑膜业务受锂电产业链降本影响，单价下滑较为明显，公司主动控制低毛利率客户销售占比，导致收入端表现承压。但得益于公司高产能利用率、生产工艺领先、原材料及设备国产化，公司盈利能力仍领先同行，竞争力凸显。公司向威尔泰转让紫江新材 27.9%的股权，对紫江新材的持股比例降至 31%，有助于紫江新材借助资本市场快速发展，进一步强化铝塑膜卡位优势，持续提升市场份额，发力固态电池等潜在领域。

3）商贸业务减亏明显，地产释放利润弹性。商贸：公司持续收缩商贸业务规模，通过梳理和淘汰不良品牌和渠道、进行不良资产处理、人员精简等工作，有望持续减亏。**地产：**晶园四期逐渐开发，有望接续贡献业绩。

【恒鑫生活】

行业：餐饮用具受益于下游需求放量，供应可降解产品企业份额提升。纸制与塑料餐饮具优势显著，可细分为可降解与不可生物降解制品。下游市场需求旺盛，为纸制与塑料餐饮具行业带来持续增长动力。**尤其我国现制咖啡、新式茶饮市场快速扩容，**近年来新式茶饮发展迅速，以喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等品牌为代表深受年轻消费者的喜爱。餐饮用具市场较为分散，优质企业凭借产品、技术、客户等优势份额有所提升。

公司：全流程供应链铸就竞争力，优质客户资源驱动增长。公司掌握全流程核心技术及工艺，具备从 PLA 粒子改性、片材加工、成型、印刷的全流程加工生产能力，且产品线丰富，满足客户多样化需求。公司积极发力可降解产品，可降解产品收入占比过半。凭借产品、技术等综合优势，绑定丰富优质客户资源，主要客户包括瑞幸咖啡、星巴克、Manner 咖啡等知名咖啡品牌；喜茶、蜜雪冰城、Coco 都可茶饮等极具影响力的茶饮品牌；以麦当劳、汉堡王等为代表的全球连锁快餐品牌。公司境内基地布局全国提升交付能力，泰国基地投产加速全球布局。

下载日志已记录，仅供内部参考

【新巨丰】

1）国产替代排头兵，把握国产替代节奏，差异化占位高盈利枕包，推动产品结构升级。卡位市场竞争小、技术难度高的枕包市场，获得稳定的高毛利；公司枕包的高毛利主要来自单位产品耗用的原纸成本更低、仅供液态奶客户，生产流程切换少，单位原材料耗费更低、产品品质稳定，稳定量产摊薄了人工及制造费用；高毛利枕包带动公司毛利率远超同行。砖包为当前主流产品，钻石包代表未来发展趋势，二者客户适用性更广，后续增速也快于枕包；公司加大砖包、钻石包布局；短期内可能拉低整体盈利，长期稳定量产后毛利率有提升空间。

2）产品品质稳定，性价比高，提供一体化包装解决方案。性能比肩利乐；对比同为国产厂商的纷美包装，公司产品的平均售价较低。向一体化包装解决方案转型，包材主业外，提供低价的技术服务（为包装主业引流大量客户），加快布局灌装设备。

3）大客户份额提升，新客户拓展顺利，产能有序消纳。公司上市后产能扩张，预计2025 年达到 480 亿包。公司与伊利长期合作并获得伊利战略持股，客户关系密切稳定；公司稳居伊利无菌包装第二大供应商；分包型看，枕包领域，基本完成国产替代，在砖包、钻石包领域有序提升份额。非伊利的存量客户，如新希望、欧亚乳业等维持高增速，且砖包、砖石包份额提升较快；新客户顺利拓展。

4）外延并购打开收入天花板，成为海外市场拓展的重要一步。收购纷美包装，规范行业价格竞争秩序；纷美包装具备海外生产基地优势和灌装机技术，收购后有助于加速国产无菌包装产业链国产替代进程，成为海外并购扩张的重要一环。

【宝钢包装】

1）两片罐需求端主要由罐化率提升驱动增长。两片罐为铝材用冲床通过拉伸成型，由于铝材化学属性稳定、无焊缝等特点，广泛应用于各类含气饮料。主要增长驱动力来自于储存能力和成本优势推动啤酒罐化率提升。目前中国啤酒罐化率相比美、日等发达国家有较大的提升空间，

2）两片罐行业整合提速，供给端集中度提升，盈利能力回归。2010-2012 年行业经历两片罐扩产高峰后出现供需失衡，2016年以来过剩产能出清，并购整合加速，主要玩家盈利能力大幅修复。2022 年以来行业进入新一轮产能扩建。2024 年主要玩家通过进一步收购持续整合行业格局，行业集中度再提升。本轮供给端行业整合与上一轮相比，头部企业集中度进一步提升，行业秩序从多家竞争转为梯队清晰，进一步倒逼中小厂商出清。**看好本轮行业供给端整合后，两片罐盈利能力回归。**

人在草木间

3）国内工厂布点全面，区位协同，海外高毛利品种持续放量。公司全国布点均衡，形成“东南西北中”覆盖网络。利用布局优势，有效提高周转率、控制物流成本。公司较早开展了海外业务布局，主要集中在东南亚市场。东南亚市场有更强的啤酒消费习惯，罐化率显著高于我国，人口结构年轻，具备增长潜力。目前公司在东南亚地区的越南、马来西亚、柬埔寨等地布局产线，已经形成“三国四厂五线“的格局。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：重点公司估值表

行业	代码	公司	股价（元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿元)	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26E	26E YoY	24A	25A	26E
包装	002701.SZ	奥瑞金	4.36	112	7.91	2%	10.07	27%	12.46	24%	14	11	9
	002831.SZ	裕同科技	35.55	458	14.09	-2%	15.92	13%	17.95	13%	33	29	26
	601968.SH	宝钢包装	4.01	51	1.72	-21%	1.88	9%	3.07	63%	30	27	17
	002014.SZ	永新股份	10.70	66	4.68	15%	4.38	-6%	4.85	11%	14	15	14
	301501.SZ	恒鑫生活	26.11	39	2.20	3%	2.24	2%	2.92	30%	18	17	13

资料来源：Wind，申万宏源研究

5、造纸：中长期，关注具备 Alpha 的细分赛道和公司，实现份额持续扩张，盈利中枢上移

1）木浆：节前国内木浆现货价格稳定为主，刚需成交。

2）文化纸、白卡纸：节前价格稳定为主，纸厂排产正常，下游陆续放假，市场成交有限。

3）箱板瓦楞：节前价格稳定为主，纸厂按计划停机检修逐步增加，下游陆续停工放假，整体交投有限；26 年春节停机力度超过以前，1 月停机减产超过 25wt、2 月预计达到 100wt 以上，因此纸厂库存压力下降；头部纸厂玖龙将 3 月提价提前至 2.25，积极挺价。

【太阳纸业】

1）文化纸底部确定，箱板瓦楞纸盈利逐渐改善。伴随海外浆厂减产，浆价逐渐企稳回升，文化纸受供给压力持续磨底，浆价支撑下文化纸价有望企稳。箱板瓦楞纸供需逐渐改善，广西基地产品结构持续优化，老挝受益美废价格回落，盈利有望环比提升。

2）林浆纸一体化推进，新增产能提供后续增长动能。老挝林地种植持续推进中，后续随着国内浆线投产，木片稀缺性价值有望体现。公司 25 年投产南宁 100 万吨包装纸、40 万吨特种纸+50 万吨木浆，主要在 26 年爬坡，26 年仍有 70 万吨箱板纸和 60 万吨木浆产能规划，支撑后续成长。

3）浆纸产品矩阵完善，成本优势突出，盈利韧性表现突出。产品从优势品类文化纸，逐步延伸溶解浆、箱板瓦楞纸、生活用纸，不同品类存周期差异，赋予公司更强盈利稳定性。纵向延伸产业链，持续增强向上原材料掌控力，提高木浆自产率，强化成本端核心竞争力；开发多种优质纤维原料替代国废，带动箱板纸产品结构向高端升级。

4）管理能力为行业标杆，卓越战略眼光贡献超额收益。公司浆纸多品种布局对抗周期扰动，林浆纸一体优化成本，逆周期产能投放收获景气改善红利，卓越战略眼光持续贡献超额收益。公司为行业管理标杆、人才梯队稳健，团队稳定，凝聚力和员工自驱力强大，精益管理提升生产效率，成本控制优于同行。

下载日志已记录，仅供内部参考

【华旺科技】

1）装饰原纸行业新增产能释放，行业盈利阶段性触底，后期需求提振将带动行业格局边际改善。装饰原纸应用场景不断拓展，需求体现韧性，24-25 年为装饰原纸产能投产高峰期，行业盈利触底，中小企业加速出清，26 年以来供需格局趋于改善。

2）公司深耕中高端产品，产品品质差异化竞争，成本管控和制造效率领先，盈利低波动，进军全球装饰原纸市场。公司深耕中高端装饰原纸领域，持续引入全球最先进的生产设备，注重技术研发，合作行业内优质供应商，保障成本和产品品质优势，利润率表现明显强于可比公司。木浆贸易经验充足，具备木浆规模化采购及库存储备优势，降低成本，充分受益纸价上涨。海外装饰原纸市场规模与国内接近，空间广阔；公司产品质量、生产效率全球市场领先，加大外销市场扩张，提升全球市占率。

3）公司经营现金流稳健，资本开支放缓，25 年公司分红率达到 90%，高股息提供安全边际。

【博汇纸业】

1）白卡纸供给侧集中，需求稳健增长，行业竞争格局优异。下游需求看，白卡纸下游以消费品包装为主，经济发展推动下游行业稳健增长，带动白纸板需求提升。同时新限塑令与白板纸产能清退催生白卡纸替换需求。供给侧来看，在中小产能清退叠加高投资门槛下行业集中度呈现提升趋势。

2）背靠印尼浆纸巨头金光集团，产能扩张市场地位持续稳固。除白卡纸外，公司同时发展文化纸、箱板纸等，2020 年公司被印尼浆纸巨头金光集团收购，大股东充分赋能，助力公司生产、销售及管理多维度提升。截至 2025 年底，公司拥有 265 万吨白卡纸、50 万吨箱板瓦楞纸及 95 万吨高档信息纸产能，80 万吨白卡纸产能正在建设中，布局差异化产品，奠定公司后续增长基础，进一步巩固白卡领军地位。

【玖龙纸业】

公司造纸产能超 2000 万吨，规模效应显著，向上弹性充足。Beta 端，伴随进口纸和国内供给逐渐缩量，及箱瓦纸需求自然增长，箱板瓦楞纸供需有望逐渐改善，且箱板瓦楞纸下游主要为消费相关，后续具备顺周期向上弹性；中长期维度，头部企业为产能投放主力，凭借原料、规模及管理优势，持续整合市场。**Alpha 端，**随着公司的原料产能逐渐投产，产业链一体化优势重新建立，产品结构和成本有望得到优化；前期为产能高速扩张期，后续产能爬坡摊薄制造成本，同时资本开支放缓减轻财务压力；煤价回落，自备电厂能源成本优势有望显现。

木浆产量快速爬坡，估计为盈利改善主要支撑。海外浆厂控产动作频繁，叠加新增供给有所放缓，2025H2 以来浆价逐渐企稳回升，自产木浆相较于外采有明显优势，浆纸一体化企业优势显著。截至 FY2026H1 末，公司拥有 543 万吨木浆（其中 200 万吨化机

下载日志已记录，仅供内部参考

浆），FY2026H1 公司木浆产量达到 230 万吨（化学、化机浆分别为 170、60 万吨），同比、环比分别+77%、+35%，预计 FY2026H2 木浆产量进一步爬坡至 250 万吨，基本满产，为公司利润的主要贡献源。

纸种结构多元化，部分纸种价格触底回升，贡献利润弹性。FY2026H1（即自然年度的 2025H2，下同）箱板瓦楞纸、灰底白、白卡纸、文化纸分别实现收入 265.13、37.21、35.30、30.78 亿元，分别同比+6%、-7%、+152%、+17%，销量分别为 920、140、90、80 万吨，分别同比+1%、-2%、+133%、+60%，文化纸、白卡纸产能占比达到 24%，为收入增长的主要拉动力。

表 5：重点公司估值表

行业	代码	公司	股价（元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿元)	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26E	26E YoY	24A	25A	26E
造纸	002078.SZ	太阳纸业	12.39	346	31.01	1%	32.51	5%	36.39	12%	11	11	10
	600966.SH	博汇纸业	5.00	67	1.76	-3%	1.55	-12%	3.45	122%	38	43	19
	600567.SH	山鹰国际	1.39	88	-4.51	亏损	-11.36	亏损	1.30	扭亏	-19	-8	67
	605377.SH	华旺科技	9.52	53	4.69	-17%	2.71	-42%	3.47	28%	11	20	15
	603733.SH	仙鹤股份	26.66	193	10.04	51%	10.13	1%	12.70	25%	19	19	15
H股	代码	公司	股价（港元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿港元)	FY24A	FY24A YoY	FY25A	FY25A YoY	FY26E	FY26E YoY	FY24A	FY25A	FY26E
造纸	2689.HK	玖龙纸业	6.58	309	7.51	扭亏	17.67	135%	35.60	101%	36	15	8

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：玖龙纸业 PE 基于 6 月 29 日港元兑人民币汇率 0.86 计算

3．本周跟踪数据更新

市场表现：

本周轻工制造行业涨跌幅前五名是德尔未来(+26.96%)、恒林股份(+23.34%)、顶固集创(+21.91%)、好莱客(+16.08%)、美盈森(+15.73%)；而涨跌幅后五名是双枪科技(-23.85%)、鸿博股份(-18.55%)、王子新材(-17.82%)、尚品宅配(-17.69%)、荣晟环保(-16.67%)。

表 6：轻工制造行业涨跌幅前五名

公司名称	涨跌幅	公司名称	涨跌幅
德尔未来	26.96%	双枪科技	-23.85%
恒林股份	23.34%	鸿博股份	-18.55%
顶固集创	21.91%	王子新材	-17.82%
好莱客	16.08%	尚品宅配	-17.69%
美盈森	15.73%	荣晟环保	-16.67%

资料来源：Wind，申万宏源研究

本周造纸轻工行业板块跑输市场。本周轻工制造板块整体下跌 4.17%，跑输市场（同期沪深 300 下跌 1.48%）。

表 7：子行业涨跌幅对比

下载日志已记录，仅供内部参考

行业	上周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
造纸	-4.51%	-14.04%	-20.93%
包装印刷	-3.11%	-3.62%	-5.04%
家居用品	-4.34%	-10.35%	-17.83%
文娱用品	-6.33%	-18.54%	-17.48%
饰品	-6.47%	-12.29%	-21.13%
个护用品	-4.45%	-10.18%	-28.23%
轻工制造行业	-4.17%	-9.87%	-14.40%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：重点公司盈利预测

下载日志已记录，仅供内部参考

行业	代码	公司	股价（元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿元)	24A	24A YoY	25A	25A YoY	26E	26E YoY	24A	25A	26E
家居	603833.SH	欧派家居	30.39	185	25.99	-14%	19.97	-23%	20.58	3%	7	9	9
	002572.SZ	索菲亚	7.51	72	13.71	9%	9.01	-34%	10.12	12%	5	8	7
	603801.SH	志邦家居	5.54	24	3.85	-35%	2.05	-47%	1.95	-5%	6	12	12
	603816.SH	顾家家居	22.88	188	14.17	-29%	17.90	26%	20.55	15%	13	10	9
	001323.SZ	慕思股份	16.18	70	7.67	-4%	5.36	-30%	5.61	5%	9	13	13
	603848.SH	好太太	13.31	54	2.48	-24%	2.03	-18%	2.33	14%	22	26	23
	000785.SZ	居然智家	1.99	124	7.69	-41%	-9.99	-230%	5.04	扭亏	16	-12	25
造纸	002078.SZ	太阳纸业	12.39	346	31.01	1%	32.51	5%	36.39	12%	11	11	10
	600966.SH	博汇纸业	5.00	67	1.76	-3%	1.55	-12%	3.45	122%	38	43	19
	600567.SH	山鹰国际	1.39	88	-4.51	亏损	-11.36	亏损	1.30	扭亏	-19	-8	67
	605377.SH	华旺科技	9.52	53	4.69	-17%	2.71	-42%	3.47	28%	11	20	15
	603733.SH	仙鹤股份	26.66	193	10.04	51%	10.13	1%	12.70	25%	19	19	15
包装	002701.SZ	奥瑞金	4.36	112	7.91	2%	10.07	27%	12.46	24%	14	11	9
	002831.SZ	裕同科技	35.55	458	14.09	-2%	15.92	13%	17.95	13%	33	29	26
	601968.SH	宝钢包装	4.01	51	1.72	-21%	1.88	9%	3.07	63%	30	27	17
	002014.SZ	永新股份	10.70	66	4.68	15%	4.38	-6%	4.85	11%	14	15	14
	301501.SZ	恒鑫生活	26.11	39	2.20	3%	2.24	2%	2.92	30%	18	17	13
出口	301061.SZ	匠心家居	35.56	101	6.83	68%	8.57	26%	10.32	20%	15	12	10
	603600.SH	永艺股份	9.18	30	2.96	-1%	2.33	-21%	3.38	45%	10	13	9
	301356.SZ	天振股份	26.13	56	-0.37	亏损	0.84	扭亏	1.81	115%	-152	67	31
	001206.SZ	依依股份	20.31	38	2.15	108%	1.83	-15%	2.21	21%	17	21	17
	605099.SH	共创草坪	32.33	130	5.11	19%	6.68	31%	8.11	22%	25	19	16
	300729.SZ	乐歌股份	9.80	33	3.36	-47%	2.59	-23%	2.96	14%	10	13	11
	301376.SZ	致欧科技	17.61	71	3.34	-19%	3.36	1%	4.65	38%	21	21	15
	603408.SH	建霖家居	9.80	44	4.82	13%	4.41	-9%	5.24	19%	9	10	8
	603661.SH	恒林股份	39.30	55	2.63	0%	1.64	-38%	3.79	131%	21	33	14
	603091.SH	众鑫股份	51.18	73	3.24	40%	2.66	-18%	5.68	113%	23	28	13
轻工消费	003006.SZ	百亚股份	15.19	65	2.88	21%	2.08	-28%	4.03	94%	23	31	16
	001328.SZ	登康口腔	26.54	46	1.61	14%	1.81	12%	2.19	21%	28	25	21
	603899.SH	晨光股份	20.97	192	13.96	-9%	13.10	-6%	14.77	13%	14	15	13
	603195.SH	公牛集团	38.92	702	42.72	10%	40.71	-5%	42.79	5%	16	17	16
	603059.SH	倍加洁	24.50	25	-0.77	-184%	1.15	-248%	1.46	27%	-32	21	17
	301101.SZ	明月镜片	27.18	55	1.77	12%	1.93	9%	2.25	17%	31	28	24
	689009.SH	九号公司-WD	37.84	277	10.84	81%	17.58	62%	21.08	20%	26	16	13
	002345.SZ	潮宏基	9.27	82	1.94	-42%	4.97	157%	7.29	47%	43	17	11
	605009.SH	豪悦护理	23.18	50	3.88	-12%	2.32	-40%	2.93	26%	13	21	17

H股	代码	公司	股价（港元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿港元)	FY24A	FY24A YoY	FY25A	FY25A YoY	FY26E	FY26E YoY	FY24A	FY25A	FY26E
轻工消费	7618.HK	京东工业	11.40	310	7.62	15770%	23.14	204%	15.21	-34%	35	12	18
	6090.HK	不同集团	29.00	26	0.59	115%	0.65	11%	2.02	210%	39	35	11
	6969.HK	思摩尔国际	7.26	450	13.03	-21%	10.64	-18%	13.03	22%	30	37	30
	2276.HK	康耐特光学	32.00	159	4.28	31%	5.58	30%	7.01	26%	32	25	20
造纸	2689.HK	玖龙纸业	6.58	309	7.51	扭亏	17.67	135%	35.60	101%	36	15	8

H股	代码	公司	股价（港元）	总市值	归母净利润(亿元)						PE		
			2026/06/29	(亿港元)	FY25A	FY25 YoY	FY26A	FY26A YoY	FY27E	FY27E YoY	FY25A	FY26A	FY27E
成品家居	1999.HK	敏华控股	3.10	119	20.63	-10%	18.12	-12%	18.45	2%	5	6	6

H股	代码	公司	股价（港元）	总市值	归母净利润(亿美元)						PE		
			2026/06/29	(亿港元)	FY24A	FY24A YoY	FY25A	FY25A YoY	FY26E	FY26E YoY	FY24A	FY25A	FY26E
轻工消费	0303.HK	伟易达	51.10	130	1.67	12%	1.57	-6%	1.34	-15%	10	11	11
	2698.HK	乐舒适	25.56	159	0.95	47%	1.21	27%	1.41	16%	21	17	14

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：玖龙纸业、思摩尔国际、康耐特光学、京东工业、不同集团的 PE 基于 6 月 29 日港元兑人民币汇率 0.86 计算；伟易达的 PE 基于 6 月 29 日港元兑美元汇率 0.128 计算。

下载日志已记录，仅供内部参考

4．风险提示

消费持续表现疲软：轻工消费下游多数直接面向消费者，如果后期终端需求持续表现疲软，可能导致需求不足，企业收入端承压。

地产政策落地不及预期：各地地产支持政策稳步出台，如政策落地不及预期，或导致家居终端消费需求疲软，影响家居企业业绩。

原材料价格大幅波动的风险：铝、铁、纸浆等轻工企业的原材料价格大幅波动，可能影响企业盈利。

汇率大幅波动的风险：如果汇率大幅升值，对以出口业务为主的轻工消费公司不利，一方面导致汇兑损失，另一方面导致出口产品成本提高。

关税预期波动的风险：美国关税政策存在不稳定性，影响轻工出口预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。