



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

重视三季报业绩，新消费估值切换可期

轻工制造

2025 年 10 月 12 日

证券研究报告

行业研究

行业周报

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 新消费行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

重视三季度报业绩，新消费估值切换可期

2025 年 10 月 12 日

本期内容提要:

- **造纸：海外浆厂延续停产，纸浆报价坚挺。**Metsä Fibre 宣布位于芬兰的 Rauma 工厂将进行年度维护停工（主要生产针叶浆，年产能约 65 万吨）；亚太森博宣布因木片等核心原材料成本继续上涨，以及森博一号浆线 10 月检修 9 天，阔叶浆接单价格上调 150 元。纸价方面，节后各纸种延续此前分化趋势，文化纸小幅承压、白卡/箱板/瓦楞等持续上行。我们判断文化纸短期承压主要系近期供需压力突出（晨鸣逐步复产、玖龙 Q4 仍有 35 万吨新增产能落地），但伴随纸企 Q4 中旬原材料压力提升，我们预计文纸价格有望逐步复苏。建议关注**太阳纸业、仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技、博汇纸业、玖龙纸业**。
- **出口：关税纠纷再起，重视海外产能布局充分的出口龙头。**特朗普宣布将自 2025 年 11 月 1 日起对中国商品加征 100% 关税（额外关税），并对所有关键软件实施出口管制。结合此次关税加征背景来看（我国发布稀土出口管制、中美关税休战 11 月初到期），谈判前博弈意味更浓。我们始终认为，中美贸易冲突短期内是否可以缓解无从判断，不变的逻辑是前瞻布局海外产能的龙头企业受影响幅度有限。此外，在关税持续扰动的情况下，除关税波动会对海外客户造成短期利润影响，大客户为保障供应链安全，更加坚定全球供应链布局。25 年部分出口企业海外产能尚不充足、或供应链爬坡导致综合成本较高，但这一情况在加速改善，26 年部分龙头公司有望迎来全球份额提升以及盈利能力修复。关注 1) 全球布局深化的**匠心家居、众鑫股份、英科医疗、浙江自然、英科再生、永艺股份、共创草坪、天振股份**等；2) 短期业绩压力有望缓解的**浩洋股份、嘉益股份、哈尔斯、英派斯、恒林股份、乐歌股份、玉马科技、西大门、建霖家居**等。
- **新型烟草：HILO 正式入驻欧洲，美国 FDA 维持监管高压。**HILO 在波兰上市并提供买烟送 4 包烟弹的活动；我们预计意大利市场即将开放（24 年烟弹市场规模高达 39.3 亿欧元，销量为 141.9 亿支、占全球 8%），届时 HILO 将正式进入欧洲主流市场竞争。我们认为，HILO 最大的优势在于加热时间少，根据我们产业调研反馈，此特性在欧洲吸引力明显强于亚洲，且 GLO 此前在西欧市占率仅为 5.6%，未来增长弹性有望更强。此外，美国司法部和 FDA 宣布，近日查获来自七个州的五家分销商和六家零售商的 210 多万件非法电子烟产品，并且司法部还对涉及商户提起民事禁令诉讼，美国执法高压近期仍在持续，核心合规供应商有望持续受益。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、华宝国际、盈趣科技**。
- **智能眼镜：META 带显供不应求，新品或将推动行业出圈。**Meta 首席技术官证实，Meta Ray-Ban Display 在全美几乎所有铺货门店均已售罄，试戴预约档期已排满至 11 月，并表示补货即将到来（计划将提供眼镜的商店数量增加一倍）。我们认为，Meta 新品为平衡较高的 AI+AR

眼镜，新增显示、且配合神经腕带可通过微小手势控制眼镜，人机交互、AI 交互体验大幅改善。我们认为，国内 AI 眼镜产品力亦加速优化，对标海外消费者对于 META 新品接受度，届时国内智能眼镜行业亦有望加速破圈。建议关注**康耐特光学、英派斯、明月镜片、博士眼镜**等。

- **家居：10 月景气度有所趋弱。**以城市二手房出售挂牌价指数作为观察样本来看，10 月我国房价仍在下行，我们预计新房二手房市场降温或超预期，预计 25Q4 同比数据或将进一步恶化。此外，中美贸易再起波澜，内需政策强化可能性增加。我们预计家居订单延续弱势平稳，整体表现有所改善，软体表现依然好于定制，我们预计顾家、喜临门等软体企业 Q3 表现稳健，定制企业或普遍有所承压。家居新一轮国补 10 月落地，但整体补贴力度不及 24Q4，家居基本面层面也将呈现一定压力。家居当前投资主要基于稳定现金流以及潜在政策加码博弈，建议关注更新需求占比较高的公牛集团、顾家家居、喜临门、慕思股份、好太太、敏华控股等，以及依托于地方补全国有望实现份额提升的**欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居、我乐家居、曲美家居**等。
- **黄金珠宝：国庆假期景气度稳健，周大福等品牌一口价金饰或将提价。**根据国家税务总局数据，国庆中秋假期珠宝首饰销售景气度表现稳健，显著领先于商品消费大盘，金价上涨起到重要作用；其中，我们预计老铺黄金有望保持靓丽景气度，消费者排队热情高涨。我们认为底层原因或在于老铺黄金所有产品采取一口价定价模式，在金价持续上涨阶段性价比有望持续凸显，同理头部品牌定价类黄金产品短期亦有望从中受益。以周大福为代表的头部品牌在 10 月或将对一口价金饰进行提价，我们认为届时老铺黄金产品的相对性价比优势有望进一步凸显。建议重点关注品牌价值持续凸显、有望保持靓丽增长的老铺黄金、潮宏基、曼卡龙、莱绅通灵等，具备投资金产品及全直营特色的**菜百股份**，景气持续恢复的传统品牌**六福集团、周六福、周大福、老凤祥、周大生**等。
- **两轮车：涛涛车业三季报预告增速亮眼，绿源集团 E-Bike 布局推进。**涛涛车业发布 2025 年第三季度业绩预告，我们取区间中值估算，对应 25Q3 预计实现归母净利润 2.58 亿元（同比+116%），表现靓丽；我们预计 25Q3 高增长主要由电动低速车产品（电动高尔夫球车等）驱动，销量方面在北美消费趋势带动下有望快速增长，价格方面，我们预计公司电动高尔夫球车产品或进行小幅提价以应对外部关税政策变化。绿源集团旗下 E-Bike 品牌 LYVA 近期推出高端新品 G02-Sport 碳纤维智能电助力公路车，首发价 15999 元起步，主要针对追求日常便利与健康价值的城市消费者；我们认为绿源集团立足技术研发布局 E-Bike 市场，有望持续推进新曲线布局。建议关注综合优势突出，市场份额有望提升的**雅迪控股、爱玛科技**，科技引领、增速领先的**九号公司**，出海表现靓丽、积极布局机器人新曲线的**涛涛车业**。
- **宠物：国庆假期多品牌动销靓丽，渴望、顽皮、弗列加特等表现突出。**根据蝉妈妈抖音渠道统计数据，我们预计 10 月 1 日-10 日的品牌销售指数变化如下（不代表销售额，或存在误差仅供参考）：麦富迪同比+40%出头，弗列加特同比+75%左右，诚实一口同比+25%左右，鲜朗

同比接近+70%，皇家同比有所承压，伯纳天纯同比+10%以上，领先同比有所承压，顽皮同比+135%以上，渴望同比+265%以上。我们认为，国庆假期板块整体保持良好景气，渴望、顽皮、弗列加特等表现突出。建议关注海外供应链布局推进的**佩蒂股份**，研发领先的**乖宝宠物**，综合优势突出、市场份额提升的**中宠股份**等。

- **跨境电商：初探亚马逊秋季大促，马太效应或进一步凸显。**亚马逊的秋季大促（Prime Big Deal Days）接近尾声，我们预计本次大促中，卖家间马太效应或进一步凸显：一方面是流量格局改变，站内广告的拍卖机制趋于内卷，流量被头部品牌和重广告投放者占据，中小卖家机会减少，另一方面则是平台间促销竞争，或在一定程度上分流顾客，此时具备多平台布局能力的头部卖家受影响明显小于单一平台布局的中小卖家。建议关注盈利能力领先、全球布局持续深化的**安克创新**、**致欧科技**、**卡罗特**、**傲基股份**、**赛维时代**、**恒林股份**等，结构性成长的**吉宏股份**、**华凯易佰**等。
- **IP零售：名创优品 MINISO LAND 西北首店落地西安，泡泡玛特万圣节盲盒热销溢价高。**名创优品旗下战略级店态 MINISO LAND 西北首店于9月30日在西安原力场正式开业，该店以三层共1200平方米沉浸式空间、超百款IP产品及WAKUKU主题设计打造城市新地标，融合史迪奇、疯狂动物城等IP场景，打破传统零售逻辑，推动“兴趣消费”战略与区域年轻客群深度融合。截至2025年9月，名创优品已在全国开设多家MINISO LAND，其中上海全球壹号店创下“9个月销售额破亿”的业绩记录。泡泡玛特于10月9日推出万圣节主题“WHY SO SERIOUS”全明星搪胶毛绒挂件盲盒系列，涵盖LABUBU、星星人、DIMOO等热门IP，发售价159元/个。据市场数据，隐藏款“月影假面”以LABUBU为原型，其溢价最高突破2000元，溢价超13倍，常规款多款溢价超2倍，而公司国庆前推出的星星人“美味时刻系列现烤饼干”系列隐藏款溢价超14倍。我们认为，泡泡玛特高频新品发售与强IP运营能力持续拉动销售增长，名创优品则通过MINISO LAND等高势能门店深化“超级门店+超级体验”模式，推动线下消费场景升级。两家企业均在通过IP生态构建与体验式消费融合，进一步拓展中国潮流消费市场边界。关注国内海外均高速增长的情绪消费担当**泡泡玛特**，关注海外高增速持续且国内业务稳步改善的**名创优品**。
- **母婴童：母婴行业渠道变革深化，即时零售成为线下门店争夺增量市场、实现线上线下融合的关键战略。**我们认为，头部连锁企业如孩子王和爱婴室，凭借其强大的渠道与数字化能力持续引领行业：孩子王通过自主研发构建了“直营门店×加盟店×店仓×即时零售×电商×直播”的全域场景覆盖体系，并推出3公里内30分钟达的高效服务；爱婴室则重点协同美团、饿了么等主流平台，依托其头部话语权联合品牌方制定专项营销与让利方案。与此同时，区域市场整合与差异化服务能力构成了行业另一核心竞争壁垒，区域龙头通过跨省整合加速扩张，而精品母婴店及单体店则着力打造“商品+服务+创新价值”的差异化模式。我们认为，孩子王与爱婴室等头部玩家正通过即时零售与全域布局进一步巩固其渠道领导地位，未来母婴渠道将持续向“全域

融合、服务深化、区域集中”演进，头部效应与本地化服务能力受重视。建议关注母婴赛道龙头规模效应，**孩子王**探索打造母婴全域生态，**爱婴室**万代合作深化，**好孩子国际**品牌势能强劲。

- **消费：十一期间个护品牌抖音动销品牌分化显著，双十一活动预热开启。**根据蝉妈妈抖音渠道统计数据，我们预计十一期间（10.1-10.9）品牌销售指数变化如下（不代表真实销售额，或存在误差仅供参考）：卫生巾品牌中淘淘氧棉/奈丝公主/七度空间/她研社/洁婷表现突出，同比+128%/+86%/+64%/+60%/+516%。牙膏板块品牌分化显著，其中参半/舒客/高露洁十一期间销售额指数同比增幅均超 50%，冷酸灵及云南白药则呈下降趋势。婴童护理品牌一页在十一期间同比+115%，润本/戴可思/红色小象呈明显降幅。潮玩板块整体靓丽，或由于低基数因素，Letsvan 十一期间销售额指数同比+3079%，泡泡玛特十一期间同比+106%，其余品牌同比均呈现不同降幅。布鲁可于 WF2025 全球首发展出 40 余款积木人新品，多 IP 矩阵与 BFC 社区全球化驱动增长。我们认为，布鲁可正持续强化 IP 多元化布局与全年龄段用户覆盖，并依托 BFC 创作赛等社区化运营增强用户黏性与全球影响力。建议关注结构性成长的**布鲁可**、**润本股份**、**百亚股份**、**登康口腔**、**豪悦护理**等。
- **风险因素：**国内需求低于预期，贸易摩擦超预期，地产超预期承压，IP 拓展不及预期，原材料大幅波动，人口出生率下降，市场竞争加剧，新业务拓展不及预期等

研究团队简介

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

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

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

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖电商、美妆等赛道。

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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