



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

美国降息落地、需求改善可期，智能眼镜、新型烟草产业密集催化

轻工制造

2025 年 09 月 21 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陆亚宁 新消费行业分析师
执业编号: S1500525030003
邮箱: luyaning@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

美国降息落地、需求改善可期，智能眼镜、 新型烟草产业密集催化

2025年09月21日

本期内容提要:

- **造纸: 纸浆供应扰动延续, 海外浆厂阔叶提价。**UPM 宣布旗下 Kaukas 纸浆厂 (年产 70 万吨针叶浆) 于 8 月份开始的停机检修将延长两周, 直至 2025 年 10 月 11 日。此外, UPM Pietarsaari 纸浆厂 (年产 80 万吨针叶浆和桦木浆) 将于 11 月份临时停产约两周, 公司此次削减产量主要为保障盈利能力, 挺价态度明确。Arauco 在 9 月继续提价, 针叶浆银星报价 700 美金/吨 (环比-20 美金/吨), 阔叶浆明星 540 美金/吨 (环比+20 美金/吨), 本色浆金星 590 美金/吨 (环比持平)。目前浆价仍处上行通道, 与纸价分化扩大, 我们预计纸企 Q3 盈利或小幅承压, 伴随 Q4 国内纸厂成本压力显现, 届时造纸系提价函有望陆续发布。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: 降息落地, 重视出口系统性估值修复。**本周美联储将基准利率下调 25 个基点至 4.00%-4.25%, 并预计年内再降两次 25bp 概率较大。根据我们复盘, 降息后地产等利率敏感行业通常伴有稳步修复, 本轮美国长债收益率已有下降趋势, 家居消费等地产后周期通常同向复苏 (过去 20 年家居零售额/成屋销售额与利率呈显著负相关)。本轮降息结合贸易摩擦背景, 我们认为海外产能布局充沛的龙头有望在 26 年逐步展现出更大弹性, 出口企业分化有望加速。我们预计目前出口订单已现改善趋势, 但东南亚供应链灵活度不足 (缺工等因素), 出货端有望在 9 月&Q4 加速改善。此外, 近期更新浩洋股份, 伴随公司新品放量、代工受损客户订单回流、自主品关税扰动减弱后逐步回暖, 我们预计整体发货&订单体量或已逐步恢复常态。建议关注 1) **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: 日本 HNB 竞争加剧, 英美烟草营销力度有望加大。**根据我们跟踪, 菲莫/日烟在日本市场均在近日降价 2000 日元 (烟具), 其中日烟烟具价格已降低至 980 日元。9 月 1 日起 HILO 正式在日本全境上市, 英美烟草也已开启小幅降价促销, 我们认为 HILO 产品力较日烟有优势, 后续伴随英美开拓市场力度将持续强化、份额斜率或将加速提升。此外, HILO 有望于年内在欧洲部分地区进行推广, 我们预计烟具 Q4 有望率先起量进行铺货、后续烟弹收入有望逐季增长, 届时产品竞争力、利润分配、远期成长空间将更为清晰。此外, 近日北美监管严格, 我们预计 Q3 起美国主要渠道合规产品上架率有望显著提升, 核心供应链有望受益。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、华宝国际、盈趣科技**等。
- **智能眼镜: 产品力持续改善, 行业痛点加速优化。**本周 Meta 发布三款

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2



AI 智能眼镜新品，其中 Meta Ray-Ban Display 为首款配备高分辨率单眼显示屏的 AI 眼镜，配备集成神经接口的腕带（18h 续航），可通过微小肌肉运动无声控制眼镜。此次 Meta 新品在续航、功能多元、AI 交互等方面已做出显著改善，满足近视人群所需的长续航特性，扩大应用场景想象空间（替代更多手机功能），并持续强调智能眼镜的眼镜属性，我们认为部分行业痛点未来有望被加速优化，H2 行业销量或维系高增。建议关注**康耐特光学、英派斯、博士眼镜、明月镜片**等。

- **包装：近期更新美盈森，包装龙头强势出海，盈利中枢向上。**公司近日发布公开调研纪要，表示目前下游中消费电子占比约 40%，家居&家电占比约 30%，汽车及新能源汽车产业链约占 10%，白酒类约占 10%，其余客户涵盖医疗器械、食品饮料、保健品、快递包装等。整体客户结构分散、需求稳健，且我们认为公司战略性聚焦高毛利客户，盈利能力优于同行。此外，公司出海较早，卡位核心客户、先发优势显著，我们预计出海后份额有望显著提升（竞争格局亦在优化）。目前公司在越南/泰国/马来西亚/墨西哥合计拥有 5 个工厂（墨西哥今年即将投产），我们预计海外产能利用率较高，未来 2-3 年内或将保持高增趋势（国内预计整体保持平稳），且海外竞争格局更优，定价有望更高，因此整体盈利能力远超国内，未来盈利能力有望中枢向上。建议关注**永新股份、裕同科技、美盈森、昇兴股份、奥瑞金、宝钢包装**等。
- **黄金珠宝：订货会落幕，潮宏基表现靓丽，传统品牌表现稳健。**本周多品牌举办 9 月订货会，我们预计潮宏基本次订货会表现靓丽。老凤祥本轮订货会面临金价急涨的客观压力，公司或从品类结构、产品定价等维度灵活调整应对，我们预计销售额有望实现增长，重量角度有望接近既定目标；动销方面，我们预计 9 月受金价影响，终端同店增速或较 7-8 月有所放缓；开店方面，预计下半年会进入净开店状态。老铺黄金 9 月上旬动销受金价上涨催化可能不明显，主要因为 8 月七夕活动叠加提价抢购会有短期透支，我们预计 9 月中下旬随着销售节奏恢复正常叠加产品推新强化，全月增速或有望快于上月。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，基于投资金特色及区域卡位跑赢行业的**菜百股份**，景气度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：雅迪控股电动三轮车推新，小牛电动加码高性能电摩赛道。**雅迪控股在济南举办“骑思妙享，FUN 开去骑”主题品鉴试骑活动，推出摩登闪靛、雅迪冠能 CL9S-D、雅迪 CL18 等多款休闲三轮车新品，与用户深度互动，新品口碑不断发酵，持续带动市场热销；我们认为国内电动三轮车市场具备发展潜力，雅迪持续布局有望拓宽增长曲线。小牛电动与星恒电源宣布签署规模达 3GWh 的微刀电摩锂电池系列战略合作协议，标志着双方合作从电动自行车领域全面延伸至高性能电摩赛道。建议关注综合竞争力领先，市场份额有望提升的**雅迪控股、爱玛科技**，科技引领、增速突出的**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**。
- **跨境电商：我们预计卖家三季度表现大致延续此前趋势，亚马逊发布**



黑五网一入仓截止日。我们预计三季度跨境电商卖家销售表现或基本延续此前趋势，整体备货推新仍相对谨慎，但通过经营环节优化以及费用控制有望逐渐显现盈利能力恢复，增长重心或放在四季度旺季。亚马逊公布黑五网一入仓截止日期，10月9日AWD（亚马逊仓储和分拨服务）截止，10月20日FBA单点入仓截止，10月30日货件拆分入仓截止（此为最终截止日，逾期将无法获得Prime标记）。我们认为直到亚马逊大促备货截止日，中美关税或仍存在不确定性，对中小卖家而言配货决策存在较大难度，头部卖家通过供应链全球化布局以及定价调整，有望保持综合优势，扩大份额。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**华凯易佰、吉宏股份**等。

- **宠物：我们预计三季度外销订单基本稳定，麦富迪高端品牌奶弗亮相亚宠展。**我们预计行业三季度外销订单基本保持稳定，部分公司主要精力放在自主品牌发展或影响外销业务短期增速，但整体看我们预计行业三季度有望保持良好趋势。麦富迪旗下高端副品牌奶弗奶肉粮首次亮相亚宠展，展示以“生羊乳X鲜肉”为核心的营养理念，覆盖烘焙粮、天然粮、主食冻干、主食罐头及主食猫条完整产品线。在满足不同年龄段和不同喂养需求的宠物营养需要的同时，深入诠释“免疫守护”喂养观念升级。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。
- **IP零售：泡泡玛持续彰显全球领先潮流文化娱乐集团的战略实力与市场认可，星星人系列新品多区域同步上新。**近期公司旗下Labubu、Mini Labubu等系列二手价格波动属合理回调，主因官方持续补货抑制投机，多平台仍处售罄状态，需求旺盛。公司加速海外布局，年内门店将达200家，中东首店落地在即，区域限定款深化本地运营。Q4旺季叠加万圣节、圣诞新品及海外开店加速，业绩弹性可期。星星人美味时刻系列新品将于9月29日于大中华地区、美洲地区及亚太地区同步线上发售，欧洲地区也将于10月2日开启线上发售。我们认为公司凭借深厚IP运营功底与创新业态融合，将持续强化集团化战略与全球布局，海外拓展及场景化运营有望成为业绩增长核心动力。关注国内海外均高速成长的情绪消费担当**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：国家多部门近期密集补充生育支持政策管理规范，形成“补贴-托育-免税”全方位政策体系。**国家卫健委、财政部印发《育儿补贴制度管理规范》，明确补贴申请30日内办结、按年发放、强化资金监管与追责机制；商务部等9部门联合推出托育服务扩招措施，支持幼儿园招收2-3岁幼儿；香港推出初生奖2万、双倍免税额26万及托育名额倍增等组合拳。我们认为，此类政策或将提升生育意愿与母婴消费能力，孩子王、爱婴室等母婴童零售龙头有望直接受益于政策红利，孩子王凭借“三扩战略”持续推进下沉市场渗透与全龄段服务延伸，其成熟的供应链体系、会员运营能力及线下体验场景，与政策导向高度契合；爱婴室等企业亦可通过强化商品与服务体系，抢占母婴消费升级先机。政策催化下，母婴行业或迎来新一轮增长周期，龙头企业有望

通过生态化布局进一步巩固市场地位。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。

- **电商：汇通达网络港股通名单调整引发市场短期波动，旗下“居家运通”实现 iPhone 17 系列下沉市场同步首发，智慧供应链能力持续增强。**汇通达网络 9 月 8 日起被剔除港股通虽带来情绪面冲击，但实质利空或已基本出尽，我们认为当前估值呈现性价比。公司“千橙云 AI 智能大模型”赋能门店 SaaS 系统，全面打通多平台订单与运力资源，支持即时零售与本地生活业务增长，并与多家 KA 客户合作扩展至连锁及电商场景。我们认为，汇通达智慧供应链与数字化能力持续强化，下沉市场渠道价值进一步凸显，战略调整成效显著，未来跨平台协同与效率提升将驱动业绩持续增长。建议关注专注对中国下沉市场赋能的**汇通达网络**。
- **消费：布鲁可凭借平台化 IP 矩阵与高频迭代能力持续领跑积木人赛道，卡游通过全产业链运营及 IP 生态创新正式进军美国市场。**据渠道调研，我们认为奇妙玩具持续在成人向产品线战略调整中寻求突破，但整体仍面临 IP 迭代与渠道动销压力。我们认为布鲁可依托分工作室机制激发创意活力，线上线下赛事增强用户粘性，持续扩大其增长空间。此外，卡游官宣进军美国市场，公司认为进入全球最大的集换式卡牌市场美国，是其全球战略的重要落子，卡游以成熟的 IP 再创作体系及研发制造一体化能力或将拓展全球市场。我们认为，中国新兴消费制造企业正通过 IP 运营创新与产业链协同加速全球化布局，头部企业或已陆续构建起体系化竞争壁垒，将在国际市场中持续提升影响力。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。
- **家居：行业景气延续下行，龙头进一步聚焦整家。**全国建材家居景气指数 BHI 8 月环比-1.96，同比-8.08，全国规模以上建材家居卖场 8 月环比下跌 7.2%，同比下跌 15.1%，结合近期地产数据来看，行业仍承压。近期，索菲亚推出“5A 全普惠·整家 699”，推动企业从单纯卖产品转向为用户创造价值，从柜类定制向“衣、橱、门、墙、配”全品类整合，不仅能提供一体化设计与风格协调，更具备跨品类协同交付与服务的能力，背后反映了龙头企业成本制造优势、上下游产业链整合、渠道赋能。单品价格竞争激烈，未来龙头的竞争优势在整家方向显现更为明显。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。
- **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

姜文铤，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，有 3 年左右消费行业研究经验，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，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

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所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

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。