



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

潮玩、精品金饰、新型烟草产业趋势不变，出口链 订单改善趋于明确

轻工制造

2025 年 09 月 14 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

潮玩、精品金饰、新型烟草产业趋势不变，出口链订单改善趋于明确

2025年09月14日

本期内容提要:

- **造纸: 晨鸣复产, 纸浆供应扰动延续。**芬林芬宝宣布 änekoski 生物制品厂将于第 37-39 周进行年度停机检修 (年产 80 万吨针叶浆、50 万吨阔叶浆), 供给端持续扰动为浆价带来支撑, 我们预计 Q4 浆价延续平稳上行。造纸方面, 近日晨鸣寿光基地加速复产, 9 月 10 日前各浆纸产线顺利开机 (寿光基地浆/纸产能占比均约 40%), 我们预计湛江等其余基地亦有望逐步复产。根据卓创资讯, 目前白卡/双胶/铜版行业税后毛利均已转负, 盈利压力导致各纸种开工率 8 月均呈现环比下滑趋势。我们判断晨鸣此次复产后仍然有较大盈利压力, 主动降价、加剧竞争概率较小。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: 办公椅行业跟踪, 出口景气拐点已现。**近期我们发现整体头部企业产品迭代加速, 功能逐步多样化 (按摩、加热等), 且价格带突破 3 千+, 高端产品在核心基础体验层面已与普通产品拉开较大差距 (拥有随动撑腰等), 我们预计未来行业分化有望加速。此外, 我们预计美国市场 Q2 下单谨慎, 但 Q3 或逐步修复、环比有望高斜率改善。建议关注, 1) 匠心家居、永艺股份、众鑫股份、浙江自然、英科医疗、英科再生、共创草坪、天振股份等; 2) 短期业绩压力有望缓解的**嘉益股份、哈尔斯、英派斯、浩洋股份、恒林股份、乐歌股份、玉马科技、西大门、建霖家居**等。
- **新型烟草: 美国执法力度显著加强, 重视合规龙头复苏机遇。**美国 FDA 与 CBP 联合公告称, 在芝加哥开展的一周执法行动中, 共查获逾 400 万件未经授权的电子烟产品, 估算零售价值超过 8600 万美元, 官方表示这是美国迄今为止最大规模的电子烟查获行动, 且批评此类产品专门针对青少年。其中, 部分产品在分销商 Midwest Goods 仓库中查获, 我们认为此举将极大打击终端非法产品上架率, 合规产品份额有望加速提升。思摩尔国际作为美国合规市场核心供应商, 受益于政策趋严 & 执法加紧, 我们预计对美收入有望持续边际修复。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、盈趣科技**等。
- **智能眼镜: 康耐特 XR 收入 Q3 高斜率提升。**康耐特称截止 8 月底 XR 业务累计收入约 1000 万元, 其中 H1 约 300 万, 7-8 月高斜率增长、收入约 700 万。随着国内外客户的若干重点专案陆续扩大试生产规模或者进一步进入正式量产, 公司预计来自于 XR 业务的收入将在 2025H2 和 2026 年进一步增长。公司供应链能力突出, 三合一模式的贴合式镜片在技术上领先同行, 我们预计 XR 收入 7-8 月边际高增主要受益于之前研发项目样品销售结算所致, 未来有伴随更多项目推进、相关收入有望持续释放增量。此外, 本周外滩大会恒玄科技宣布在研 AI 智能眼镜专门芯片 6000 系列, 单芯片方案集成多模块, 支持多种

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

传感器，目标为以后升级至 4nm（先推出 6nm），目前在和大客户合作，或年底推出，智能眼镜生态伙伴多元扩张，当前行业痛点有望加速优化。建议关注**康耐特光学、英派斯、博士眼镜、明月镜片**等。

- **家居：关注国补 Q4 落实情况。**10 月第四批 690 亿元以旧换新补即将落地，对比去年 Q4 补贴力度有所下降，且多地出现补贴额度紧张状态；此外，上海国补进一步收紧，9 月 20 日起升级调整摇号领券，补贴范围缩小（装修建材类、卫生洁具类不再纳入市补活动品类），将持续到年底，标志着国补将趋于合理。我们预计，目前外销伴随关税预期趋于稳定、订单增长逐步恢复，其中顾家外销订单有望持续保持双位数增长，内销受国补不连贯影响、整体表现依然偏弱，线上补贴延续性较好，我们预计增长表现相对较优。持续提示，地产对于家居拖累逐步弱化，企业积极转型，布局整装&局改&出海，逐步迎来新增长极，此外 AI 赋能效果逐步显现。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：金价冲高，终端观望情绪或有抬头，关注定价类产品表现。**本周以来，沪金价格再度冲高，我们预计终端消费者对高金价的观望情绪或有抬头，9 月亦是周大生等传统品牌的大型订货会时间，我们认为当前金价趋势下，加盟商群体或已逐步形成少量多次的拿货习惯，品牌单次大型订货会出货量或受短期金价波动影响，但拉长看出货量会与终端景气趋同。我们预计**菜百股份**销售景气度良好，老铺黄金 9 月动销有望受益于金价上行，新品 3 号玫瑰花窗上新，9 月 13 日老铺黄金北京 SKP 商场一层门店正式开业，老铺核心新品和核心门店不断，品牌势能延续向上。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、菜绅通灵等，基于投资金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：部分地区旧国标产品涨价，九号公司电动两轮车销量再突破。**据营商电动车报道，北京、广州、昆明等城市旧国标电动自行车产品出现 100-500 元左右不同幅度提价，整体来看新国标产品在终端市场上架进度较慢，我们预计今年下半年行业动销或仍以旧国标产品为主。根据九号公司官方公众号，九号智能电动车国内出货量超 900 万台，目前九号电动已经实现全国 9000 余家门店覆盖。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**。
- **宠物：麦富迪鲜肉粮推新，佛山市三水区积极布局宠物经济。**麦富迪推出原生鲜肉粮新品，减油比例高于 80%，创新鲜肉处理工艺从锁鲜、焕鲜到呈鲜做到“颗粒干爽不油腻”，全系列多口味满足犬猫不同需求。佛山《三水区推动宠物经济集聚发展行动计划（2025-2027 年）》提出三水将以 13 亿元为基础，“制造产业轴+农文旅体验轴”双轴联动战略规划，力争 2027 年宠物经济营收突破 30 亿元；我们认为，我国宠物经济空间广阔，地方政府不断加速产业持续发展。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：贝恩预测美国假日零售额增速放缓，Temu 美国区再发力。**据贝恩公司预测，美国 25 年 11-12 月假日零售额预计同比+4%，总额超过 9750 亿美元，较过去十年平均增速有所放缓，反映消费者在经济压力下更谨慎；渠道呈分化态势，预计线下门店销售增 2.75%，非店铺销售增速 7%，黑五与网一购物计划者增 10%，成份额争夺关键。据彭博社数据，9 月初 Temu 部分畅销品价格较 4 月底平均降低 18%，据 Appgrowing Global 数据，Temu 美国市场每日新广告数增至数千条，部分时间超过 1 万条，我们预计 25Q4 美国线上零售市场或迎来竞争激化，外部环境承压之下中小卖家出清或进一步加速。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。
- **IP 零售：泡泡玛特服贸会首设潮流文化主题展，名创南京东路壹号店销售额再突破。**泡泡玛特作为独家潮流文化品牌合作伙伴亮相 2025 年服贸会，以“甜知所愿”主题打造沉浸式甜品乐园，首次实现展会现场 IP 主题甜品销售，并推出服贸会限定联名礼盒。公司持续拓展 IP 多元化业态，从潮玩延伸至甜品、珠宝等消费领域，强化集团化战略与全球化布局。迷你 LABUBU 二手成交价下降主要系该系列涵盖产品款式较多，同时公司供给量更为丰富，首批放货较多。名创优品旗下 MINISOLAND 上海南京东路全球壹号店 8 月单月销售额达 1600 万元，创全球单店业绩记录，其中 IP 产品销售占比高达 83%。我们认为中国潮玩企业通过 IP 创新与业态融合持续引领全球市场，海外拓展与场景化运营将成为业绩增长核心驱动力。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：孩子王“三扩战略”加速落地，丝域养发出海新加坡。**丝域养发首家海外门店将于 10 月登陆新加坡，以“东方养发美学+国际审美”打造沉浸式体验空间，标志着其正式启动全球战略布局。我们认为，丝域出海新加坡体现三大核心逻辑：高匹配度的国际化试验场、成熟的品牌与供应链体系、专业养发赛道的稀缺价值。新加坡首店不仅是对品牌“丝满全球”愿景的战略践行，更是中国专业养发品牌以系统化、体验化模式进军国际的关键尝试。我们认为，丝域在出海进程中或将更快建立信任壁垒、抢占国际市场认知，孩子王也将持续推进经营管理和投资发展，通过下沉市场布局、线上业务发展及丝域实业的深度融合，推动公司高质量可持续发展。孩子王通过丝域出海加速“三扩战略”国际化进阶，未来或进一步整合母婴童与健康服务资源，形成跨品类、跨境的生态化布局。建议关注母婴童赛道龙头规模效应，**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：汇通达网络下沉市场 iPhone 新品同步首发，智慧供应链促价值重估。**汇通达旗下子公司“居家运通”将连续第四年实现 iPhone 新品同步首发，汇通达覆盖的苹果 O2O 门店，确保下沉市场消费者于 9

月 19 日同步城市用户获取新品。汇通达通过“TOP 合作+短链+S2B2C 数字化工具”模式，强化与头部品牌合作，细分产业链控制力持续增强，开放式智慧供应链平台通过“POP 供应链中枢+AI 交易引擎”及通义千问大模型赋能，显著提升效率与终端门店精准服务能力。我们认为汇通达网络战略调整已进入价值重估阶段，下沉市场渠道优势与智慧供应链创新将驱动业绩持续增长，未来跨产业协同效益值得期待，建议关注专注对中国下沉市场赋能的**汇通达网络**。

- **消费：布鲁可积木人暑期销售或呈增长放缓态势，IP 多元化与渠道下沉成下半年破局关键。**我们认为布鲁可正通过多元 IP 布局，如推出面向青少年及成人的新系列，与渠道下沉，如拓展三线以下市场及便利店等，寻求突破，同时加强价格管控与海外市场拓展。我们预计下半年随着重磅 IP 新品上市及东南亚市场旺季推动，销售趋势有望逐步回暖，长期发展取决于 IP 多元化战略与全年龄段用户覆盖的有效推进。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。