



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

重视底部改善标的，继续推荐新消费核心

轻工制造

2025 年 09 月 07 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

姜文镮 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：jiangwenqiang@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

重视底部改善标的，继续推荐新消费核心

2025年09月07日

本期内容提要：

家居：地产政策持续优化，软体表现较优。深圳进一步优化房地产政策，放松限购限贷，地产进入新一轮政策优化阶段，预计二手房交易有望阶段性回暖。从8月家居板块景气跟踪来看，受益于二手房交易需求改善及国补重启，我们预计软体表现依然优于定制，其中床垫线上表现突出，定制依然延续小幅压力。存量时代家居企业商业模式亟待重塑，在产品开发、渠道管理、品牌营销上率先完成革新的公司或通过市场份额提升再次实现增长，建议关注更新需求占比较高的**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**等。

IP零售：迷你 LABUBU 再度引爆市场，TOP TOY 日本首店开业。泡泡玛特 25H1 营收及利润均超 2024 年全年水平，其中 LABUBU 所属 THE MONSTERS 系列营收占比升至 34.7% (yoy+20.9pct)，迷你版 LABUBU 发售后再度引发热潮，最新二手溢价达 75%。此外，公司 popop 首次推出足金 baby molly 首饰。泡泡玛特以自有 IP 为核心，持续探索新玩法，加速全球化布局，我们预计后续在下半年节日密集及新品持续上新加持下，海外市场或将持续高速增长。名创优品旗下 TOP TOY 的“授权 IP+性价比”策略形成差异化竞争，TOP TOY 25H1 营收同比增长 73%，获得淡马锡投资后估值达 100 亿港元，日本首店开业单日销售额破 53 万元，出海战略持续升级。我们认为当前中国潮玩领跑国际市场，随着 LABUBU 等头部 IP 的全球热度，或将进一步推高中国潮玩企业的海外收入占比。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：母婴童赛道高信任门槛倒逼选品逻辑重构。李佳琦母婴选品会首探线下，近期在上海举办“所有小朋友的聚会”聚焦 3-6 岁儿童家庭，进行线下母婴选品。我们认为此次线下选品模式的核心在于打破线上数据依赖，通过“场景体验+双向决策”重塑母婴童选品信任链条，凸显线下渠道在母婴消费决策中的不可替代性。线下选品模式呈现三重重构：从数据主导到体验先行、从单向推荐到双向互动、从大众选品到精准分层，本质上是对母婴童行业高信任、高安全、高决策成本特性的深度适配。我们认为这不仅验证了线下场景在母婴童品类中的竞争壁垒与稀缺价值，更折射出头部流量平台向线下渗透的战略趋势，我们预计随着线下体验成为母婴选品的关键环节，具备强场景能力、高客信任度及精准服务体系的线下母婴龙头，如**孩子王、爱婴室**等，或将进一步凸显其渠道优势，有望承接新一轮的品牌合作资源与消费信任。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：汇通达网络战略投资金通灵，A 股高端制造平台布局落地。9 月 5 日汇通达网络公告与金通灵订立重整投资协议。我们认为本次收购核心在于以不足市价五折的成本获取高端制造稀缺资产，通过“H+A”双资本平台提



升资源整合与股东回报能力。公司将以供应链与产业资源赋能金通灵，加速其盈利修复与智能制造升级，同时强化“大消费+智能制造”双产业协同。预计随着重整资金注入与业务整合推进，金通灵有望快速成长为新质生产力与下沉市场服务兼备的综合平台，为公司打开全新增长空间。此次并购凸显汇通达网络“产业+资本”双轮驱动的战略执行力，我们认为未来跨市场资源协同效益值得期待，建议关注专注对中国下沉市场赋能的汇通达网络。

消费：8月个护品牌抖音动销稳步恢复，婴童护理整体表现较强。根据蝉妈妈抖音渠道统计数据，我们预计8月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/她研社表现突出，同比+164%/+85%/+87%，自由点/高洁丝/洁婷高频数据有所承压，此前舆情影响已基本平息，下半年个护公司发展重心或仍在线上及线下投流营销以保规模增长。牙膏中参半/舒客/云南白药增势显著，同比+75%/+74%/+135%。婴童护理除红色小象同比下降约25%外，其他品牌均呈现30%以上增幅。我们认为或与8月为暑期出行高峰相关，其中袋鼠妈妈/润本/一页表现突出，增速近70%及以上。潮玩板块整体靓丽，或受益于新品频发，泡泡玛特/布鲁可/Letsvan 8月销售额指数同比+194%/+372%/+591%，卡牌品类增速则延续同比下行趋势。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。

黄金珠宝：8月景气度靓丽，金价上行叠加产品结构优化逻辑持续。我们预计黄金珠宝行业8月景气度围绕七夕节日呈现出靓丽景气度，老铺黄金、潮宏基有望延续良好动销，根据寰球珠宝网报道，周大生七夕全渠道销售额破3.5亿元。从消费趋势看，我们认为一方面金价上行有望激发消费者对保值增值属性关注，另一方面行业产品结构优化逻辑仍突出，以古法黄金、小件一口价金饰为代表的精品黄金旺销，例如六福集团独创品类“冰钻”引领定价类首饰赢得消费者认可。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、莱绅通灵等，基于投资资金及区域卡位跑赢行业的莱百股份，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：头部品牌陆续推出新国标车型，短期监管趋严或将优化格局。据工信部反馈，截至8月22日雅迪、爱玛、台铃、绿源4家已获得14张新版标准的CCC证书；此外，我们看到九号公司等头部品牌亦稳步推进新国标产品布局。上海、北京等城市已启动对电动自行车的严格监管，我们预计在新老国标切换节点，根据城市层级不同，地方监管或有不同程度趋严。我们认为，新国标对生产企业提出更高资质要求或加速中小品牌出清，头部品牌依托生产资质、研发、渠道等综合优势，有望进一步提升市占率。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：8月多品牌动销快速增长，顽皮、皇家、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8月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）：麦富迪同比+15%左右，弗列加特同比+70%以上，诚实一口同比+70%左右，鲜朗同比接近+60%，皇家同比



+70%以上，伯纳天地同比+70%以上，领先同比+20%~30%，顽皮同比+120%以上，渴望同比有所承压。我们认为，8月板块整体保持良好景气度，顽皮、皇家、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：致欧科技、赛维时代韧性良好，静待关税稳定修复盈利。致欧科技发布股票激励计划（草案），拟向不超过171名激励对象授予不超过354.74万股，授予价格为11.86元/股，业绩考核目标为：以24年为基数，26年营收/净利润增速目标值分别为46.03%/32.25%；公司全球采购供应链体系逐步完善，东南亚销往美国占比持续提升；我们预计公司2026年有望保持较快增速。赛维时代非服业务亏损持续收窄，服饰业务利润率提升顺利，利润率有所提升；尽管面临关税大幅波动，公司旗下多品牌增速均符合预期目标，整体经营节奏平稳可控。我们预计待到后续关税政策相对稳定，跨境电商头部卖家有望逐步修复盈利能力。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。

造纸：纸浆报价延续上行，浆纸系提价函发布。亚太森博宣布，因木片等核心原材料成本快速上涨，阔叶浆接单价格上调150元。复盘本轮纸浆回暖，Suzano率先宣布8月上调20美元/吨，其他南美供应商效仿，但多数国内买家初期呈抵抗态度；8月底Suzano再次提价20美元/吨，更多中国买家交易逐步落地。我们认为，此次以涨促销成功落地在于海外浆厂联合挺价、缩减产能，且国内纸厂为旺季备货，后续浆价有望延续平稳上行。造纸方面，受益于成本支撑，规模纸企发布白卡本月价格上调100元/吨通知，部分贸易商试探拉涨，白卡本周均价上涨0.1%，我们认为本次白卡周期底部已逐步明确，后续浆纸系价格或将震荡向上。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：边际复苏明确，加强布局低位出口链。中报前我们持续强调，Q2美国零售商/品牌商/批发商备货策略偏谨慎，关税/降息前景渐明后补库周期有望徐徐展开。根据我们预计，多数出口公司8月订单/出货已呈现边际回暖趋势，其中浩洋股份、永艺股份、浙江自然、英科再生、共创草坪等有望表现优异；众鑫股份泰国产能加速爬坡，Q3泰国发货亦有望边际大幅改善；匠心家居、英科医疗等受关税影响有限，Q3有望延续稳健增长。我们认为，目前出口链景气度已逐步修复，9月/Q4复苏趋势有望延续。此外，近期部分出口龙头已享受明确估值溢价，大量优质、低位出口企业有望后续补涨。建议关注，1）匠心家居、众鑫股份、浙江自然、英科医疗、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：HILO日本正式发售，思摩尔拐点清晰。HILO于9月1日正式日本全境开售，部分用户反馈HILO外观时尚、气味轻微、口感优于竞品（如IQOS），整体开局顺利。我们预计HILO有望于年内在欧洲多数主要地区进行推广，烟具Q4有望率先起量进行铺货，后续烟弹有望逐季增长，届时产品竞争力、利润分配、远期成长空间将更为清晰。此外，思摩尔无论

从费用方面，还是此前承压的雾化（换弹/特殊用途/医疗/美容）方面，均在 25H1 见到明确拐点，我们判断公司短期经营趋势稳健向上，长期成长逻辑更加乐观。建议关注思摩尔国际、中烟香港、盈趣科技等。

智能眼镜：Q2 销量出炉，静待产品加速迭代。根据洛图科技，可拍摄类 AI 智能眼镜中国 Q1 销量约 1.6 万台，Q2 实现约 8 万台，尽管销量环比增速可观，但对标海外市场（META 在 25 年初累计销量便已突破 200 万台）仍有较大成长空间。我们认为，目前可拍摄类 AI 眼镜在价格/产品性能等方面仍有进步空间，且国内近视人群庞大，但在售产品较少可以满足用户全天候佩戴的需求，产品美观度、多样性不足。9 月 Meta 将发布下一代 Ray-Ban AI 眼镜（新增 AR 显示功能）、RayNeo 和 Bang&Olufsen 达成全球长期技术合作（音频功能有望改善）、BleeqUp 完成首批订单交付（专注户外运动，好评率高达 98%）。我们认为部分行业痛点有望被持续优化，H2 行业销量或将维持高斜率增长。建议关注康耐特光学、英派斯、博士眼镜、明月镜片等。

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，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。