



Research and
Development Center

周观点：分歧中酝酿生机，周期中挖掘复苏

轻工制造

2025 年 8 月 3 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

姜文锱 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

周观点: 分歧中酝酿生机, 周期中挖掘复苏

2025年8月3日

本期内容提要:

造纸: 纸浆供应扰动提前, 静待旺季纸价复苏。全球商品浆供给端扰动持续, 葡萄牙 Altri 计划将旗下 Biotek 工厂阔叶浆(年产 26 万吨)全面转产溶解浆。此外, UPM 发布 25H1 报告, 受关税影响中国订单曾一度暂停, Q2 末逐步恢复(但价格仍偏低), EBIT 同比-31%; 由于木片价格高企, 公司预计 Kaukas 浆厂将在 Q3 延长两月停机。本周 APP 已宣布调涨阔叶浆报盘 20 美金/吨(国内需求复苏, 且下游扩能导致 Q3 商品浆供应量有限)。我们认为, 25 年纸浆供应端扰动较往年提前, 目前底部已逐步确认, 伴随 Q3 末-Q4 初旺季来临, 纸价有望呈现边际复苏态势。建议关注浆纸一体、盈利改善的**太阳纸业、仙鹤股份**, 关注盈利修复的**华旺科技、五洲特纸、博汇纸业、玖龙纸业**等。

新型烟草: 本周英美烟草发布半年报, 新品表现优异。公司 25H1 实现收入 120.69 亿英镑(同比-2.2%, 固定汇率下同比+1.8%), 其中新型烟草收入 16.51 亿英镑(同比持平, 固定汇率下同比+2.4%)、收入占比达 13.7%(同比+0.3pct)。分产品来看, 雾化收入 7.4 亿英镑(同比-15.3%, 固定汇率下同比-13.0%), 美国市场受非法产品扰动、延续承压, 欧洲换弹市场已重返增长通道; HNB 收入 4.4 亿英镑(同比+0.8%, 固定汇率下同比+3.1%), 新品 GLO HILO 在仙台上市数周之内, 市场份额已提升至 1.5%, 公司认可试点成功, 预计 H2 向更多核心市场推出; 口含烟收入 4.7 亿英镑(同比+38.1%, 固定汇率下+40.6%), 其中美国市场收入同比增长 372%, 实现量价齐升。展望未来, 公司预计全球 25 年烟草市场销量下滑 2%, 自身增长有望实现 1%-2%, 其中新型烟草有望实现中个位数增长预期(H2 增速更高)。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、盈趣科技**等。

出口: 关税再次更新, 重点关注 8 月订单修复。美国白宫本周更新最新对等关税税率, 并将最终生效期限延长至 8 月 7 日。美国政府仍延续此前策略, 将关税作为谈判筹码, 具体税率&时间仍具不确定性。但是, 此次关税更新后, 越南(20%税率)、印尼(19%税率)、泰国(19%税率)、马来西亚(19%税率)等东南亚国家整体税率幅度显著低于此前预期, 悲观时刻或已度过。美国 Q2 实际 GDP 年化季环比初值为 2.8%, 超出预期的 2%, 远超前值 1.4%; 核心 PCE 物价指数年化季环比初值为 2.9%, 超出预期的 2.7%, 整体经济仍呈现稳健增长态势。我们认为, Q2 出口部分公司承压(我们预计 7 月边际保持平稳)主要受制于下游库存谨慎, 待至 8 月关税政策明朗, 订单有望呈现明确修复趋势。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、梦百合、乐歌股份、玉马科技、西大门、建霖家居**等。

包装: 本周发布众鑫股份深度报告《替塑赛道领军者, 全球份额有望加速提升》。本周我们发布众鑫股份深度报告, 公司 2016 年正式成立, 专注于纸浆模塑餐饮具赛道, 创始团队具备上游模具&设备制造经验, 成功在生产制造&技术工艺方面为公司赋能, 助力成本领先。Q2 受制于美国关税/双反

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



等因素业绩短期承压，我们预计 Q3 行业加速非美区域订单竞争、公司凭借明确成本优势有望持续抢占份额，且泰国基地供应链建设持续完善、产能爬坡有望加速，25H2 增长有望提速。建议关注**永新股份、众鑫股份、裕同科技、昇兴股份、奥瑞金、宝钢包装**等。

智能眼镜：Meta 再提智能眼镜重要性，全球出货斜率有望提升。本周 META 发布财报，CEO 马克扎克伯格称眼镜会成为 AI 的理想载体，若用户没有具备 AI 功能的眼镜，或者没有某种与 AI 互动的方式，认知能力将明显落后。此外，扎克伯格强调未来显示技术仍有更大发展空间，META 过去 5-10 年已在现实实验室中倾注全力研究。此外，本周依视路发布财报，表示 Ray-Ban Meta 智能眼镜销售额同比增长逾两倍。结合阿里上周表态（AI 眼镜是穿戴智能方向最重要的产品形态，有望成为继智能手机后最重要的个人移动入口），我们认为全球互联网龙头入场有望快速提升智能眼镜产品力、消费者认知度，行业有望加速破圈。建议关注**康耐特光学、英派斯、博士眼镜、明月镜片**等。

跨境电商：美国拟取消 800 美美元以下免税政策，东南亚关税逐步落地。美国白宫 7 月 30 日宣布，美国将自 2025 年 8 月 29 日起，全面暂停“最低限度豁免”政策，届时凡通过国际邮政网络以外渠道寄往美国、价值 800 美元及以下且原本符合最低限度免税条件的包裹都将面临“所有适用关税”，通过邮政系统运送的包裹将适用两种征税方式之一：按原产国税率征收从价税；接近 6 个月内税率水平统一征收 80 至 200 美元的从量税，依赖小包直邮模式的跨境卖家（中小卖家为主）或直面冲击。美国对东南亚部分国家关税落地，如对越南征收税率 20%，对泰国征收税率 19%，对马来西亚征收税率 19% 等。我们认为随着东南亚主要代工地区关税陆续落地，国内跨境电商卖家全球化布局有望进一步明晰，需综合考虑关税差异与产地生产成本差异，结合自身业务特征谋划布局，外部环境不确定性逐步消解，后续有望迎来拐点。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：泡泡玛特亮相 2025ChinaJoy 展现潮玩领先地位。第二十二届 ChinaJoy 于 8 月 1 日至 4 日在上海举办，本次设立“谷子经济”专区及潮玩生活展区，联合宝可梦、泡泡玛特等头部 IP 推出限定商品，精准触达 Z 世代消费需求，为 IP 衍生经济提供重要实践平台。LABUBU 及星星人系列预计 8 月 2 日再度补货，此外 DIMOO 心动特效系列将于 8 月 7 日线上发售，市场关注较高，我们预计或将再度引发抢购。公司预计 2025 年公司海外销售或将反超国内，亮相 ChinaJoy 全球数字娱乐领域国际化展会，有助于其进一步拓展国内外市场，推动中国潮玩品牌走向世界。我们认为随着 LABUBU 等 IP 全球影响力扩大，公司正持续强化“生产端加密工艺+流通端渠道管控”的全链路保护机制，保护自身创意成果。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：母婴产业迎政策结构性机遇，孩子王联合丝域养发战略升级。国家《育儿补贴制度实施方案》自 2025 年起对 3 岁以下婴幼儿实施每年 3600 元基础补贴，中央财政按地区差异给予补助。我们认为该政策将产生三重



产业影响：1) 直接刺激低线市场，低线城市家庭或对于补贴政策较为敏感，孩子王、爱婴室等渠道龙头优先受益；2) 加速行业分化，豪悦护理、润本股份等大众婴童用品需求弹性显著，圣贝拉等高端服务商则通过标准化扩张把握消费升级红利；3) 打开政策想象空间，后续教育、就业等配套措施有望形成组合拳。此外，丝域养发战略峰会宣布联合孩子王、巨子生物打造"母婴+养发"生态，核心突破在于借新品类、新矩阵打造第二增长曲线。双方进行生态协同，丝域借力孩子王会员体系实现精准转化，并计划在新加坡、加拿大开设海外门店。我们认为当前市场或低估了丝域"医美级头皮护理+家庭健康管理"的协同价值，而孩子王基于挖掘现有客户需求后持续的业务拓展，有望进一步完善其服务业务链，打造更完整的亲子家庭服务生态。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，**圣贝拉**新兴综合性产后护理服务商。

电商：汇通达空调产能跃升，产业互联网战略再进阶。我们认为公司核心竞争力在于上游制造资源整合与近 25 万会员店渠道的协同效应，二期工厂 300 万台套年产能将显著提升"汤姆逊"等自有品牌的市场竞争力。我们预计随着空调/热泵多品类产品在三、四季度集中上市，配合商用工程与跨境出海双轮驱动，公司供应链创新战略有望加速兑现。未来随着"研产供销"全链路效率持续优化，叠加家电/酒水/农资多赛道自有品牌矩阵成型，公司在产业互联网平台的领先地位有望进一步巩固，全年利润增长或超预期。建议关注专注对中国下沉市场赋能的**汇通达网络**，关注科技驱动新直播电商业务的**交个朋友控股**。

消费：7 月个护品牌动销分化，婴童板块表现突出。根据蝉妈妈抖音渠道统计数据，我们预计 7 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）：卫生巾品牌中奈丝公主/她研社/洁婷表现突出，同比+164%/+85%/+94%，受网红品牌爆雷事件影响，我们认为消费者或倾向于国产口碑品牌的选择。牙膏中舒客及云南白药增势显著，同比+260%/154%。婴童护理除红色小象同比下降外，其他品牌均呈现 20%以上增幅。我们认为，或为夏季暑期出行防晒防护及防蚊虫需求突出相关，7 月婴童护理板块保持良好景气度，其中润本、一页、戴可思等表现突出，增速超 60%。潮玩板块整体平稳，其中 Letsvan 或受益于 Siinono 新品发布，7 月增速达 1361%，卡牌品类增速则呈现下行趋势。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。

电工照明：龙头公司扩品类+补短板，积极培育增量业务。近期民用电工龙头继续保持产品推新，寻求结构性增长。公牛集团推出了无叶风扇灯、蝶翼 III 超薄开关、薄隐智能吸顶灯，继续拓展智能照明品类 SKU，在打法上一方面侧重新产品创造、另一方面也通过与豪宅合作提升产品高端属性。我们判断公司与传统地产链的关联度长期来看有望下降，正在重塑民用电工照明生态。欧普照明加强 B 端业务布局，近期承接国誉&美时 C³office 复合空间智能照明改造项目。同时，公司启动 819 品牌日活动，推出小程序拉新、粉丝抽奖、互动创作奖励等活动，相比过去在营销能力上有显著提升。综合来看民用电工板块龙头都处于业务变革期，地产压力仍存但头部公司经营质量相对稳定，估值水平与基本面基本匹配，期待增量业务成熟后带



来二次增长，建议关注公牛集团、欧普照明。

智能影像：无人机&全景新品发布，行业开启混业竞争。本周智能影像赛道新品纷至沓来，影石创新发布无人机子品牌“影翎 Antigravity”、主推全景无人机产品，大疆创新推出首款全景相机 Osmo360，行业进入混业竞争阶段，市场热度亦随营销投入加大显著提升。无人机方面，我们认为影石创新主打 8K 全景无人机概念，具备技术层面的创新性，志在启动“飞行革命”提升现场沉浸感、简化飞控操作、支持全景摄像，依靠全新品类切入无人机市场有望复刻 Go3S 的成功跨界并带来较大业绩增量，新产品值得期待。全景相机方面，大疆创新 Osmo360 首发定价 2999 元，产品力亦较优。硬件方面参数优秀，搭载 1.1 英寸 CMOS 传感器、支持 8K/50FPS 录像，8K/30FPS 下续航时长达 100 分钟并适配 Osmo 系列配件生态。软件方面通过 DJI Mimo/DJI Studio 实现多端剪辑，提供智能追踪、体感取景、快剪助手等功能。强力竞品的出现也让影石创新感受到压力，于同日宣布启动 88 促销活动，旗舰全景产品 X5 降价 500 元至 3298 元、X4 降价 1000 元至 2499 元。我们相信凭借影石创新历代产品形成的口碑和产品力，降价后性价比凸显，有望支撑市场竞争力。综合来看，智能影像设备依然处于产品创新&渗透率提升的上升周期，尽管市场竞争有所加剧，但行业确定性成长红利不断释放。**影石创新**已搭建包括全景相机/运动相机/无人机在内的综合产品矩阵，不断加码市场营销、强化品牌认知。我们认为公司产品+品牌壁垒依然显著，行业创新周期中经营势能向上，建议持续关注新品销售表现及市场格局变化。

家居：国补资金接力下达，行业景气有望企稳。近期 2025 年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金已下达，第四批也将于 10 月发放，继续支持地方实施消费品以旧换新政策。前期国补阶段性优化暂停对终端订单需求带来一定扰动，但目前看国补主线依然延续，行业景气有望企稳。建议关注更新需求占比较高的**慕思股份、喜临门、顾家家居、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、我乐家居、志邦家居、金牌家居**等，海内外经营趋势改善的**曲美家居**。

工具：美国有望启动降息，期待下游需求回升。2025 年 7 月美国新增非农就业人数 7.3 万人，为 2024 年 10 月以来的最低值，5、6 月数据也分别被下修至 1.9 万、1.4 万人，我们预计就业压力加大或促使美联储启动降息，目前市场预期 9 月降息概率已达到 80.3%。6 月美国成屋销售折年数约 393 万套继续处于历史较低水平，我们预计若降息启动后地产交易回暖，工具产品的下游需求也将有显著回升。工具板块第一阶段定价关税缓和，第二阶段或随着需求回升带来二次催化。长期来看，我们认为在全球供应链重构背景下，具备海外产能快速建设和管理的龙头公司有望优先受益。我们预计工具板块有望自 25Q3 开启景气上行，建议持续关注率先布局出海、渠道&产品优势显著的**巨星科技、泉峰控股**。

黄金珠宝：老铺黄金新店开业备受关注，潮宏基门店快速扩张。根据老铺黄金公司公告，2025 年新拓及优化门店对经营业绩的支撑有望体现在 2025H2；8 月 2 日老铺黄金上海新天地店开业备受关注。潮宏基下半年以来门店快速扩张，定位礼赠的子品牌“潮宏基 | Soufflé”亦配合主品牌持



续加密，上海正大广场店于8月1日开业，彰显良好渠道基础与品牌势能。建议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老凤祥、周大生、周大福等。

宠物：7月多品牌动销快速增长，伯纳天地、皇家、顽皮等表现突出。根据蝉妈妈抖音渠道统计数据，我们预计7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+20%以上，弗列加特同比+50%以上，诚实一口同比接近+80%，鲜朗同比+60%左右，皇家同比+100%以上，伯纳天地同比接近+120%，领先同比+50%左右，顽皮同比接近+100%，渴望同比+10%以上。我们认为，7月板块整体保持良好景气度，伯纳天地、皇家、顽皮等表现突出。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。

两轮车：九号公司中报业绩亮眼，电动两轮车销售靓丽。九号公司发布2025年半年度报告，25Q2实现营收66.3亿元（同比+61.5%）、归母净利润7.9亿元（同比+70.8%）、扣非归母净利润8.8亿元（同比+98.9%）。25Q2公司销售自主品牌电动两轮车138.9万台（同比+77.3%），实现营收39.6亿元（同比+80.6%），单车ASP约2851.6元（同比+1.8%），量价齐升，势能强劲。2025年6月30日，公司在中国区电动两轮车专卖门店超8700家，截至2025年7月18日，公司智能电动两轮车在中国市场累计出货量超800万台；其他产品方面，25Q2公司自主品牌滑板车亦实现量价齐升，公司最新旗舰无边界割草机器人产品Segway Navimow X3系列产品在2025年国际消费类电子产品展览会CES上首次亮相，凭借卓越性能获得海外媒体青睐，被the Ambient、ZDNet等媒体评为“CES最佳割草机器人产品”，有望贡献可观增长。建议关注综合竞争力领先，市场份额有望持续提升的雅迪控股、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。

风险因素：国内需求低于预期，贸易摩擦超预期。



研究团队简介

姜文镮，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，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

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。