



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

出口链布局正当时，新消费持续反弹，关注底部周期资产

轻工制造

2025 年 7 月 27 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

龚轶之 新消费行业分析师

执业编号: S1500525030005

邮箱: gongyizhi@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

出口链布局正当时，新消费持续反弹，关注底部周期资产

2025年07月27日

本期内容提要:

- **造纸:** 海外供应扰动延续，国内反内卷或驱动造纸周期向上。UPM Kaukas 纸浆厂将于 8 月 11 日开始进行定期停机维护并持续至 9 月底，此次停机维护提前启动并延长周期。进口针叶浆/阔叶浆周均价较上周分别+0.5%/+0.8%，瓦楞/箱板分别+0.2%/+0.1%；白卡&文化纸受短期供给压力增加（联盛 120 万吨白卡本周落地），仍处磨底阶段。近期，中央财经委员会为解决行业“内卷”问题指明方向，我们认为目前造纸行业供需关系、价格、企业盈利均已重陷低点，若此次反内卷针对造纸行业提出强行清退指标或要求限额生产，行业周期有望步入修复通道。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:** 菲莫国际发布中报，新型烟草表现靓丽。菲莫国际 25Q2 收入为 101.4 亿美元（同比+7.1%），其中新型烟草收入同比+15.2%、出货量同比+11.8%，收入占比达 41%、毛利润占比超 42%。分产品来看，HNB 作为核心品类，Q2 出货量高达 399 亿颗（同比+9.2%），在日本/欧洲烟草市场中渗透率已达 31.7%/10.9%；尼古丁袋出货量为 2.15 亿罐（同比+43.3%）；雾化电子烟出货量为 9 亿颗（等效单元）、同比增长超 100%，目前已在全球 42 个市场销售，并在欧洲 6 个城市中市占率排名第一（封闭换弹赛道）。展望未来，全年公司新型烟草出货量维持 12%~14%增速预期。此外，公司表示为 IQOS ILUMA 登录美国，未来数月在美国有多个新品推广计划（FDA 过审之后）。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、盈趣科技**等。
- **出口:** 6 月出口数据出炉，重视 Q3 龙头海外产能份额提升。6 月我国出口金额同比+7.0%（其中美国同比-15.0%，亚洲/非洲/欧洲同比+12.8%/36.6%/6.2%），家具及零部件出口金额同比+1.9%。细分品类来看，多数赛道仍延续同比/环比承压趋势，其中宠物尿垫、厨房塑料制品等偏刚需品类同比表现已近平稳，自行车/电动车/全地形车受益于终端需求稳固，同比/环比表现稳健。此外，我们发现部分品类转口现象明显，以纸浆模塑举例，6 月我国对美出口金额同比-53.8%，但对越南出口同比+64.5%，我们认为短期内越南需求爆发可能性有限，因此合理推测多为转口贸易。近期伴随美国关税持续落地，各国或将在 Q3 聚焦转口贸易打击，届时海外具备充分合规产能的出口龙头有望持续受益。建议关注，1）**英科医疗、匠心家居、浙江自然、永艺股份、众鑫股份、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。
- **智能眼镜:** 阿里新品发布，行业影响力有望持续扩张。阿里巴巴发布首款自研 AI 眼镜“夸克 AI 眼镜”的技术研发进展。夸克 AI 眼镜深度

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



融合了阿里和支付宝生态，具备通义千问大模型和夸克最新 AI 能力，支持高德近眼导航、支付宝看一下支付、淘宝比价、飞猪商旅提醒等丰富场景，同时具备通话、音乐、翻译、会议纪要等主流功能，并在 AI 交互、佩戴、显示与影像、续航等方面实现了突破。根据洛图科技线上监测数据显示，25Q1 国内智能眼镜（含 AR 眼镜）销量约 11.6 万台，其中 AI 拍摄眼镜仅 1.6 万台，主要系此前产品功能短板明显，伴随阿里、小米等巨头入场，我们预计 Q2 销量大幅提升，主要系智能眼镜产品力提升，消费者产品认知度提升，行业影响力持续扩张。建议关注康耐特光学、英派斯、博士眼镜、明月镜片等。

- **家居：行业整体依然承压，我乐家居逆势稳健增长。**我乐家居在行业整体承压下保持稳健经营，主要在于老客户复购率高+代理商保持盈利，行业出清阶段反而实现逆势增长及拓店。公司预计展望未来行业受地产影响仍较大、国补政策仅带来脉冲式拉动作用，且二手房占比提升后头部公司集中度可能下行，但能把握年轻消费者悦己需求的差异化定位企业仍有机会。我们预计直营&零售端增长、拓大店等策略将支撑公司增长，且客单价的提升仍会带来毛利率的提升，看好公司的业绩韧性。综合来看行业仍处调整阶段，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。
- **黄金珠宝：周大福发布 4-6 月经营数据，精品金饰主线或回调到位。**周大福发布 4-6 月经营数据，整体零售值同比-1.9%，中国内地同店销售同比-3.3%，降幅较 1-3 月显著收窄，我们认为主要原因一是低基数叠加消费者逐步消化高金价下的观望情绪，二是公司积极调优门店、优化产品结构把握消费趋势。从大众市场龙头品牌表现看，我们预计黄金珠宝整体景气度有望迈过拐点持续修复。精品金饰品牌近期股价回调较多，我们认为主要系中报预告期后阶段性调整，实际终端景气仍保持良好趋势。以莱绅通灵为例，公司 2025 年计划打造不少于 50 家千万级别的直营门店以及 15 家千万级别的加盟门店，从现有千万级门店的年化表现看，目标达成具备良好基础，同时公司 2025 年计划新开加盟店 30 余家，与省代合作加速拓展省外区域。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、莱绅通灵等，基于投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。
- **两轮车：涛涛车业全球制造布局提速，行业新国标产品认证持续推进。**根据涛涛车业官方公众号信息，公司以“北美制造+”为核心，正加速推进美国、越南、泰国产能建设，其中越南工厂产能爬坡冲刺满产，7 月已能充分满足美国市场需求，预计 10 月实现全面满产，美国工厂电动低速车产线日均产能实现稳步增长，泰国工厂预计 2026 年 2 月基本建成，我们认为公司全球制造布局有望助力进一步抢占美国市场。行业层面，各企业正抓紧推进新国标电动自行车生产准备，我们预计雅迪公司从 8 月中旬开始将全面切换至新国标产品生产，当前已申领到 6 张新国标 CCC 证书，还有 21 款车型正在申报中。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**。

- **宠物：源飞宠物发布股票激励计划，乖宝宠物自主品牌势能良好。**源飞宠物发布 2025 年限制性股票激励计划，主要考核营业收入：（1）2025 年目标值 17.72 亿元，触发值 15.95 亿，（2）2026 年目标值 23.30 亿元，触发值 20.97 亿元，（3）2027 年目标值 27.40 亿元，触发值 24.66 亿元。我们预计公司出口业务整体增长趋势良好，公司海外供应链布局日益完善，配备宠物零食、宠物牵引用具和宠物玩具等多条产线，目前关税变化对公司影响相对有限；此外，公司或重点发力三大自主品牌。参考 618 表现，**乖宝宠物**自主品牌势能良好，弗列加特增长曲线陡峭，麦富迪亦取得靓丽增长，整体表现在业内排名居前；我们认为乖宝宠物致力于提供符合犬猫天性的全生命周期营养解决方案，基于大数据推动产品研发、从实验室科学到消费者价值转化，基础研发布局领先，未来指向“自然基因与现代科学平衡”的范式升级，有望开启数据赋能生命科学的产业新纪元。建议关注研发领先的**乖宝宠物**，综合优势突出、市场份额提升的**中宠股份**、**佩蒂股份**。
- **跨境电商：关税或仍存在不确定性，头部卖家积极推进全球化布局。**当地时间 7 月 23 日，美国总统特朗普表示，将对世界其他大部分国家征收 15%至 50%的简单关税，我们认为未来美国关税仍存在不确定性。头部跨境电商卖家持续积极推进全球化布局进行应对，例如**致欧科技**、**傲基股份**等，一方面加快海外供应链布局，另一方面则积极开拓海外非美市场。从跨境电商模式出发，我们认为 ToC 生意让卖家直面价格与需求间的权衡，未来市场对卖家的运营水平、盈利能力等或将提出更高要求，而头部品牌竞争优势或将进一步凸显。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。
- **零售 IP：官媒相继访谈泡泡玛特创始人王宁，新一代世界级中国消费品牌打造进行时。**根据央视专访信息，**泡泡玛特**创始人王宁预计 2025 年公司海外销售或将反超国内。针对 LABUBU 全球爆红现象，公司正通过产能翻倍、预售机制及推迟新品发布等措施应对供需失衡问题。王宁强调，公司本质是“IP 综合运营平台”，当前盲盒业务占比已降至 50%以下，核心壁垒在于：1）15 年积累的零售运营体系；2）全球艺术家资源整合能力，合作 IP 版权归属公司；3）城市乐园等新型 IP 载体开发。我们认为本次人民日报、央视新闻深度专访创始人进一步展现了公司品牌及业务大众认可度，此前国内潮玩 IP 生命周期或一度被低估，而 LABUBU 已运营 10 年，并还在不断成长中，在央视新闻专访中还透露彩色 LABUBU 全身均为彩色随机扎染工艺，或将在 10 月上市。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：孩子王拓展丝域养发，技术引领头皮护理市场。**我们认为头皮护理行业核心竞争力在于技术创新与渠道网络，丝域“双肽”技术突破叠加当前 2500 家门店网络构筑坚实壁垒。我们预计双肽产品依



托食品级资质或已形成原料锁定优势，配合华东区域加盟扩张加速，全年业绩或有望超预期达成。我们认为当前市场或未充分认知"化学染发替代+功能食品"组合拳构建的场景护城河，未来叠加差异化 SKU 占比提升，丝域在染护一体市场的领导地位或将进一步巩固。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：汇通达持续扩大乡镇覆盖，自有品牌矩阵加速扩张。**我们认为下沉市场核心竞争力在于渠道赋能与供应链效率，汇通达"零成本入驻+SaaS 分层变现"模式已覆盖全国过半乡镇。我们预计公司自有品牌矩阵，如家电/酒水/农资等，加速孵化叠加公司自销毛利率优势，配合苹果 O2O 店中店模式跑通，全年利润增速有望超预期。未来待公司自有品牌产能释放及农化资产持续贡献收益，公司在县域商业生态的领先地位或将进一步强化。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：全球基孔肯雅热疫情催生防蚊需求，润本股份驱蚊产品全场景防护。**根据世卫组织最新数据，基孔肯雅热已扩散至 119 个国家，约 550 万人面临感染风险，佛山地区累计报告确诊病例超 4000 例。**润本股份**产品线覆盖室内外全场景驱蚊需求，包括 0.6%氯氟醚菊酯电热蚊香液及 20%羟哌酯等三种户外驱蚊液。随着全球蚊媒传染病防控升级，润本股份作为防蚊行业龙头有望持续受益。**百亚股份**线上领先优势逐步恢复，辛巴自创品牌卫生巾棉密码被曝检出致癌物“硫脲”超标，网红品牌信任度下降、利好线上龙头品牌。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。
- **包装：细分板块盈利分化，估值水平处于低位。**包装板块重点公司 25Q2 表现有所分化：**奥瑞金**已发布业绩预告预计扣非归母净利润同比-41.4%至-1.3%、我们预计**昇兴股份**亦有压力，主要在于二片罐盈利承压；我们预计**裕同科技**增长延续稳健，受益于订单转移、具备稀缺海外产能接单情况良好。结合 PE 估值来看：当前板块均处于历史估值均值偏低水位。我们认为在“反内卷”号召及海外布局支持下金属包装板块景气有望触底回升，塑料包装、纸包装盈利亦相对稳健，建议关注**永新股份**、**裕同科技**、**昇兴股份**、**奥瑞金**、**宝钢包装**等。
- **电工照明&智能家居：欧普加码全屋智能，大疆创新全景相机定档。**欧普照明升级欧享家 5.0App，重点优化操作界面、离线语音、AI 调光等功能，提供更稳定的照明智控体验。我们认为在照明产品智能化行业趋势下，端侧智能控制水平提升将有助于产品普及和硬件销售，建议关注率先布局智能照明业务的电工照明龙头**公牛集团**、**欧普照明**。**影石创新**近期加大 AI 能力建设（识别/剪辑/追踪/调色等），同时也在推出云端服务实现更快图像处理和更丰富的视频模板，持续巩固产品领先优势。渠道方面，公司也在探索品牌加盟店模式，计划 2025 年底新增 100 家门店并向全球市场复制推广，实现更好的消费者触达。产品方面，公司无人机产品已明确在研。此外**大疆创新**宣布 7 月 31 日发售首款全景相机产品，和**影石创新**的正面竞争即将浮出水面。我们认为运



动相机行业仍处于品牌&产品上行周期，行业增长吸引更多竞争者但也会共同促进产品迭代及渗透率提升。短期内**影石创新**因为前置费用投放应对竞争导致利润端有压力，但长期来看仍将受益于行业增长红利，建议持续关注后续竞争演绎及销售表现。

- **工具：泉峰控股越南三期投产，工具龙头加速出海。**2025 年 7 月 22 日，**泉峰控股**越南三厂区交地仪式在越南平阳省 BDIP 工业园顺利举行，缓解关税后顾之忧。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将优先受益。我们预计工具板块自 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**。
- **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，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。

龚轶之，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、文具、电动工具、照明、家居&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。