



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费或调整到位，出口链估值有望抬升

轻工制造

2025 年 07 月 19 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

新消费或调整到位，出口链估值有望抬升

2025 年 07 月 19 日

本期内容提要:

- **造纸：纸浆供应扰动延续，包装纸提价函频发。**本周 Arauco 宣布 Valdivia(年产 55 万吨阔叶或溶解浆)停产 25 天维修产线; NorskeSkog 宣布已暂停其化机浆项目; Northern Pulp 决定出售 NovaScotia 纸浆厂资产，可能停止后续硫酸盐浆线规划。受制于价格低位、成本高企，纸浆供应端重现收缩态势（上一轮纸浆供应扰动在 24Q4，随后 25 年初连续三轮提价落地），亚太森博已宣布新一轮阔叶浆价格上调 100 元/吨。我们认为纸浆价格或已触底，Q3 伴随旺季来临、有望底部修复。此外，玖龙 7 月起连发三轮提价函，其余纸企跟涨，我们认为本轮提价函企稳为主，Q3 价格有望筑底。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。
- **出口：海外需求延续稳健，静待 Q3 补库。**5 月美国家居零售额同比 +5.4%/环比+5.1%，整体需求仍保持韧性，同时库销比为 1.56、延续低位徘徊（2024 年 4 月后始终在 1.6 以下）。我们认为，关税演绎方向已相对确定，叠加海外降息将至，海外零售商 Q3 补库预期有望强化。本轮出口行情中，我们始终强调海外产业链布局&品牌势能构建，匠心家居 Q2 受益于品牌成长&越南基地优势、公司预计归母净利润中值同比增速达 47%。我们预计，关税落地或为下游补库信号枪，永艺股份、英科再生、共创草坪、梦百合、天振股份等海外产能布局完善企业有望于 Q3 迎来明显订单边际修复。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。
- **新型烟草：Juul 获 FDA 授权，美国合规进程有望加速；思摩尔再发股权激励，长期信心充沛。**本周 Juul 旗下 5 款产品（1 款烟具，2 款薄荷醇烟弹，2 款烟草味烟弹）已正式获得 FDA 市场销售授权，时隔三年后 Juul 正式重返合规名单。我们认为，此次薄荷醇口味获批、再次降低市场对未来口味烟的监管担忧，且主要传统换弹品牌（VUSE、NJOY、LOGIC、JUUL）已均有 PMTA 过审产品、未来合规监管有望加速。思摩尔本周再发股权激励，1）向 10 名员工授予 219 万股购股权（支付 1 港元接受购股权），认购价为 21.05 港元，归属期为 26 年 6 月 17 日-29 年 7 月 17 日；2）向 8 名员工授予 120 万股奖励股份，本次激励再次彰显公司长期发展信心、且实现核心员工长期深度绑定。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、盈趣科技**等。
- **黄金珠宝：莱绅通灵发布业绩预告，板块预期重构、成长靓丽。**莱绅通灵发布业绩预告，公司预计 2025H1 将实现扭亏为盈，25Q2 归母净利润约 0.31 亿元，扣非归母净利润约 0.33 亿元。业绩预告集中披露



期结束，板块预期逐步回归健康水平，接下来或将回到跟踪景气趋势的投资思路，而我们仍看好精品金饰消费景气度以及大众市场基本盘恢复。英皇钟表珠宝官宣与 440 家加盟门店达成战略合作，未来 5 年计划新增 600 家门店，杭州旗舰店即将开业，有望作为新店型标杆提升市场认知。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、莱绅通灵，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：九号电动车国内出货超 800 万台，雅迪销售趋势良好。**根据九号电动官方公众号信息，7 月 18 日，公司旗下智能两轮电动车中国市场累计出货量突破 800 万台，也再次实现“两月百万台”的增长，此外，公司 2025 年初提出的“绿洲战役”推进顺利，目标在 2027 年底之前达成“年销量 700 万台”与“用户心智定锚”双重突破。我们预计雅迪控股 25Q2 有望保持良好销售势头，产品结构在冠能、摩登等旗舰系列带动下有望持续优化。我们认为当前市场对行业存在两点担忧，一是国补政策延续性，二是新国标产品接受度，我们当前对这两点持相对乐观态度。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、积极布局人形机器人新曲线的涛涛车业。
- **跨境电商：亚马逊 Prime Day 表现靓丽，童装、家庭安全产品等热卖。**亚马逊 2025 年 Prime Day 活动于 7 月 11 日结束，官方统计总 GMV 达到 241 亿美元，同比增长 30.3%，创下历史新高；具体来看，根据 Adobe 数据，热卖细分品类包括儿童服装（与 2025 年 6 月的平均日销售额相比增长 250%，下同）、家庭安全产品（+185%）、学校用品（+175%）、冰箱和冷冻柜（+160%）、游戏（+160%）、耳机和扬声器（+155%）、汽车座椅（+145%）、行李（+145%）、吸尘器（+140%）、电动工具（+135%）、计算机（+125%）、智能手机配件（+120%）、储物家具（+120%）、电视机（+90%）、小型厨房电器（+90%）、运动器材（+80%）。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 25H1 盈利高增，下半年多重利好助力全年业绩。**泡泡玛特发布 25H1 正面盈利预告，公司预计 25H1 收入增长不低于 200%，净利润增长不低于 350%。据此前 25Q1 经营业绩推算，25Q2 收入增长显著加速，经营杠杆快速释放。我们认为，Labubu3.0 系列上市引发全球热潮，公司在“618”大促亦斩获多榜首位，海外各渠道销售表现亮眼，充分彰显品牌全球认可度。公司业绩亮眼主要系品牌及 IP 全球认可度提升、海外收入占比持续提升、规模效应及成本费用管控优化。我们预计北美市场有望大幅超越之前预期，提价策略提升利润率，多元 IP 热度持续，新业态探索顺利，下半年多重利好或将进一步助推业绩增长。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：爱婴室 25H1 表现向好，行业仍需政策催化。**爱婴室 25Q1 同店增长转正，我们预计 25Q2 旺季表现优于 Q1，未来或将延续高效运



营策略。公司区域扩张聚焦重点区域，新店选址侧重高消费力区域，并重点发力自有品牌中营养辅食类目。公司业务拓展方与万代合作开设相关门店，当前年销目标明确，未来 3 年计划逐年新增门店数量，未来或考虑 IP 衍生品联动。我们认为母婴童行业当前都在通过门店优化、线上布局、产品创新及拓展业务等方案助力主业持续稳定发展，业内公司在渠道及精细化运营模式层面各展所长，坚实基本面外行业端或依旧需要政策刺激催化。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，**圣贝拉**新兴综合性产后护理服务商。

- **电商：汇通达入选零售榜单，业务获业内认可。**汇通达网络入选“2025 中国网络零售 TOP100”前十，并同步入围“零售渠道类 TOP70”前六，纵观榜单，前列公司均为头部互联网平台公司，如京东、阿里巴巴等；头部品牌公司，如美的、小米等；及头部零售渠道公司，如沃尔玛、苏宁易购等。我们认为汇通达的入选名次充分展现其在网络零售及零售渠道端业务发展或充分受到业内市场认可。公司一直致力于下沉市场业务及用户数据的积累，并以此延展其业务面，我们认为公司在下沉市场业务模式及状态未被充分认知，或存在进一步提升空间。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：登康口腔产品结构优化，高端化与新品储备同推进。**据蝉妈妈，冷酸灵 6 月天猫+抖音+京东 GMV 同比微降 3%，此前 4 月同比+58%，5 月同比+1%，25Q2 累计同比+13%。我们认为公司产品结构持续优化，高端化成效显著，此外，公司还积极调整投放重点，线下份额提升，线上增长较快。后续新品储备，叠加公司渠道策略优化，及良好的分红与激励机制，或持续助力公司稳健发展态势。我们认为 Q2 受舆情影响及线上竞争加剧，线上表现承压，百亚后续线上或转型高质量增长，线下非核心区域延续快速扩张，我们预计 Q3 有望增长恢复。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&智能家居：电工照明板块承压，影石创新加强营销。**我们预计公牛集团二季度受市场整体需求承压影响较大，尤其是墙开、转换器类和装修需求挂钩的品类，但公司依然保持较好的相对优势、通过产品升级和品类拓宽谋求增长。本周公牛集团继续推出公牛乐动·拨杆开关木纹款、沐光交响系列纤隐智能餐吊灯，持续探索市场增量。综合来看顺周期的电工照明板块增长依旧有压力，但估值回调后稳健配置价值依然突出。**影石创新**方面近期加强市场营销力度，本周不仅举办了影像更新发布会推出影响增强模式、单镜头夜景录像模式以及 app 剪辑功能增强等软件升级巩固品牌领先身位，《新闻联播》聚焦报道也有助于公司产品扩圈。我们认为当前影石创新依然处于产品创新&品牌势能上升周期，建议关注后续新品发布及销售表现。
- **家居：6 月压力有所放大，曲美家居 25H1 持续减亏。**6 月全国住宅新开工、竣工延续同比下降，住宅销售同比亦有下滑且降幅略走扩，家具零售额增速亮眼：2025 年 6 月房地产开发投资额同比-12.4%，商品住

宅新开工面积同比-13.2%，商品住宅销售面积同比-8.1%，住宅竣工面积同比-4.3%，家具零售额同比+28.7%。受国补阶段性暂停优化影响，6月板块压力有所放大，但我们预计消费刺激政策依然将延续，7月起各地或将陆续恢复以旧换新补贴带来景气支撑。曲美家居发布2025半年度业绩预告，公司预计25H1实现归母净利润-0.50至-0.36亿元、亏损幅度同比收窄59.87%至71.10%；其中，25Q2单季实现度归母净利润-0.46至-0.32亿元、亏损幅度同比扩大2.2%至同比收窄28.9%。25Q2曲美业务推进品牌焕新及探索新业务，Ekornes业务则受益于海外通胀回落带来的需求改善，此外债务优化及厂房出租有效缓解债务压力、提升报表质量。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、志邦家居、金牌家居**等，海内外经营趋势改善的**曲美家居**。

- **包装：奥瑞金发布业绩预告，二片罐行业盈利仍承压。**奥瑞金发布2025半年度业绩预告。公司预计25Q2单季实现度归母净利润1.85-2.95亿元、同比下降31.2%至增长9.6%；扣非归母净利润1.55-2.60亿元，同比下降-41.4%至-1.3%。我们预计公司业绩承压主要来自于二片罐业务受行业单罐价格偏低影响、压力持续扩大。当前奥瑞金对中粮包装并购已落地，行业集中度进一步提升，我们预计未来随着：①龙头公司资本开支显著下行；②并购落地后公司规模效应、协同效应亦有望显现，行业盈利能力将有所恢复。在政策“反内卷”号召下，我们预计金属包装板块景气有望触底回升，建议关注**昇兴股份、奥瑞金、宝钢包装**。
- **工具：巨星科技电动工具接单。**巨星科技本周公告先后与某国际大型零售业公司、某欧洲大型零售业零售巨头达成电动工具产品重磅合作协议，未来三年为其全球门店独家供应20V无绳锂电池电动工具及配件，公司预计年采购金额合计不低于4500万美元。其中客户要求部分订单由中国以外地区生产交付，不仅标志着公司自主建设越南电动工具生产基地已具备承接大型商超客户订单能力，同时公司在全球产业链再分工背景下具备全球化供应能力以应对市场风险。我们预计公司电动工具业务将进入放量阶段、未来增长可期；此外我们预计工具板块自25Q3亦开启景气上行，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**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

姜文铨，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。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峰，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、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。