



Research and
Development Center

波动中布局成长确定性，出口链叙事逻辑渐明

轻工制造

2025 年 7 月 6 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

姜文锜 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

波动中布局成长确定性，出口链叙事逻辑渐明

2025 年 07 月 06 日

本期内容提要：

造纸：木片收购价上移，浆纸全线企稳；仙鹤发力竹浆，成长逻辑延续。

根据 Fastmarkets，南美漂阔浆评估价格依旧维持在 500-510 美元/吨，尽管部分买家持续压价，但浆厂挺市态度强硬；部分浆纸企业阔叶木片收购价自 6 月中下旬已涨 90 元/绝干吨，制浆成本持续提升。我们认为当前海外浆价已逼近国内浆厂成本线，Q3 价格有望触底回暖。纸价方面，本周各个纸种价格全线启稳，其中包装纸规模企业东莞、太仓基地发布涨价函，计划于 7 与 4 日、9 日上调部分纸种 30 元/吨。我们预计本轮浆纸下行周期或已触底，8-9 月旺季回暖有望。此外，本周仙鹤发布公告拟投资 110 亿元建设竹浆项目，其中一期/二期均计划建设 40 万吨竹浆、60 万吨纸，我们认为公司此次投资主要为抢占国内优质竹林资源，未来浆线有望率先投产。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**、**玖龙纸业**等。

出口：出口链靴子或陆续落地。本周特朗普发文称，1) 越南将为对美出口支付 20%关税；针对任何转运商品，关税则为 40%。2) 越南将向美国完全开放贸易市场（美国进口商品零关税）。历经 3 月谈判，美越关税初步落地，我们认为 20%税率结果略优于预期。现有关税基础上新增 10%，我们预计部分越南出口企业 Q3 或小幅让利增强客户粘性，但凭借生产效率&本土供应链布局持续优化、整体盈利影响有限；Q2 美国部分客户出于对关税顾虑谨慎下单，本次关税落地后下单节奏有望修复。此外，本次谈判明确转口贸易 40%税率，越南政府或将加强转口贸易查验，利好在越供应链布局深化产业龙头。当前节点，美国地产周期&零售库销比触底，伴随关税政策逐步明朗、降息预期显现，我们认为出口链有机会重回海外小幅补库叠加降息带来需求复苏逻辑。建议关注，1) 全球布局领先，中长期份额提升逻辑强化的**匠心家居**、**浙江自然**、**永艺股份**、**众鑫股份**、**英科再生**等；2) 短期业绩压力有望缓解的**嘉益股份**、**哈尔斯**、**共创草坪**、**天振股份**、**英派斯**、**浩洋股份**、**乐歌股份**、**玉马科技**、**西大门**、**建霖家居**等。

新型烟草：美国合规审查力度加大，5 月电子烟出货量大幅下滑。根据路透社，2024 年中国向美国出口超过 260 亿元人民币（36 亿美元）电子烟，但同年美国仅正式收到 3.33 亿美元中国电子烟。根据 BAT 高管估计，2024 非法产品占美国电子烟销售额的 70%。FDA 承认边境管理过于松懈，未来将使用 AI 阻止非法产品流入。受益于特朗普政府关税以及近期执法加强，FDA 记录的电子烟出货量 5 月份暴跌，Geek Bar 等流行品牌已形成供给短缺。我们认为，25 年特朗普上台后 FDA 执法力度显著加强，并针对边境严格审查，合规市场有望维持边际复苏趋势。建议关注**思摩尔国际**、**中烟香港**、**盈趣科技**。

IP 零售：泡泡玛特壹号店扩充升级展现品牌内核，DIMOO 获官方认可展现文化输出力量。泡泡玛特壹号店 6 月 28 日扩充区域正式启幕，壹号店为

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



泡泡玛特第一家门店，历经 15 年积累，陈列展示“泡泡玛特梦开始的地方”相关品牌发展史，我们认为壹号店升级为公司坚持品牌打造，深耕潮玩业态并持续加深消费者心智及体验的重要举措，同时也是公司国内门店整改的先行示范。此外，泡泡玛特近期还为中泰建交 50 周年特别设计官方形象 DIMOO 限定形象为“中泰建交 50 周年特邀挚友”，DIMOO 被认同为两国文化共同理解的视觉语言，泡泡玛特开拓泰国市场时便受到了当地消费者的青睐，我们认为这或为潮玩作为一种新兴文化形式，已得到主流外交层面的接纳与重视，而公司出海层面的进一步提升，以潮玩为媒介，以 IP 为纽带，同时推动潮玩文化从单纯的商业产品输出，转变为全方位的文化交流现象，或将进一步助推公司海外业务的发展。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 H1 业绩高增彰显龙头韧性，母婴服务赛道持续探索。孩子王发布 25H1 业绩预告，预计归母净利润 1.20-1.60 亿元（yoy+50%~100%），扣非后净利润 0.96-1.2 亿元（yoy+60%~100%），单季度同比增速亮眼，主要为存量业务发力，叠加上半年国内母婴童市场复苏，公司同店效率提升显著，同时作为行业龙头具备规模效应。此外，行业端侧重挖掘服务业务新增量，如孩子王收购丝域实业，为重合度较高的目标客群下的护发服务侧新探索，而圣贝拉港交所上市，再次使母婴服务护理端业务收到关注，我们认为，虽然行业端受出生率较低及高竞争等因素影响，但企业正积极挖掘如个护及家庭护理等新细分赛道，一方面可满足更多细分化需求，另一方面也为公司发展寻找新成长，叠加公司传统主业态持续改进，长期发展或依然可期。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：交个朋友 618 成绩亮眼，科技驱动新零售赛道持续突破。交个朋友控股 618 成绩亮眼，截至 6 月 20 日，公司全平台 GMV 突破 21 亿元（yoy+17.2%），订单量超 600 万单，其中，淘宝平台有效订单同比增长 65%，抖音平台增长 42%，新入驻的百度优选平台两场直播 GMV 超 1.05 亿元，罗永浩数字人直播首秀创 5500 万元 GMV，获高度关注。我们认为公司或将继续深化“科技驱动新零售”战略，依托自研“朋友云”平台及 AI 技术，在选品、直播时段安排等方面持续优化，进一步提升运营效率与用户体验，有望为直播行业发展注入新活力。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**。

电工照明&智能家居：公牛轨道插德国热销，影石创新推出联名产品。公牛集团国际化战略效果显著，GONEO 轨道插在德国市场 2 个月销售 2 万+台、适配器销量 7 万+个，以高品质+模块化设计+VDE 安全认证获得海外消费者青睐。我们认为公司凭借优秀的产品力，在欧洲市场增加 SKU 覆盖的策略或将有助于提升海外业务增速。虽然国内地产偏弱使得公司基础业务承压，但第二增长曲线培育进展顺利。三雄极光旗下高端子品牌铂刻照明本周与 HBI CASA 高端全案生态美学中心达成合作，聚焦智能化和跨界融合，持续探索高端酒店、高端商业、高端展陈、高端办公、高端住宅等市场。综合来看，电工照明行业龙头正积极探索海外市场、高端市场、智能市



场等细分领域，国内主业则继续维持领先优势，建议关注公牛集团、欧普照明。影石创新本周连续发布 2 款聚焦摩托骑行圈层的联名产品马克·马奎斯 X Ace Pro2 及 BMW X One X5，秉承深度绑定垂类代言人的营销打法，并契合用户痛点推出无线蓝牙遥控、大容量电池等创新配件。尽管短期费用投放有所放大，但我们认为战略上公司此举有望扩大品牌认知度加速破圈享受行业渗透率提升红利，建议持续关注后续新品发布及销售表现，公司优秀的用户洞察及创新能力或支撑业绩增长势能及更高估值。

工具：政策不确定性下降，25Q3 景气有望上行。越南与美国达成关税协议，对越征收税率确定为 20%、转口贸易则面临 40% 关税。尽管相较关税暂缓期的 10% 税率水平有所提升，但政策不确定性已有显著下降，我们预计政策扰动将逐步趋缓。此外美国 6 月非农就业人数增加 14.7 万人，失业率下降至 4.1%，好于市场预期。在双重利好推动下，我们预计工具板块三季度有望进入景气上行通道。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。

家居：被窝整装新品发布，7 月国补有望重启。本周贝壳旗下整装品牌“被窝整装”发布 25 年全新产品体系、白石桥店精品馆同步开业，宣告家装服务在设计、产品与交付上实现闭环，推动行业进入全案整装时代。被窝整装以“产品力+交付力+系统力”为核心，推出 57/73/122 平米标准样板间，以所见即所得的交付满足用户需求。近期京东也已获批收购四川生活家居集团，被视为其打通“线上流量+线下服务”的关键，有望催生家居产业新模式。京东拥有庞大线上流量、成熟供应链&产品体系、数字化管理等核心能力，下场家居行业或推动产业资源整合，公司前期已推出京东自营全屋定制 JD.Design 高定系列，本次收购或加快其家装服务链条延伸。此外 7 月国补有望重启，我们认为补贴政策重启有望提振家居消费信心、支撑消费需求。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，经营趋势改善的曲美家居。

消费：6 月个护板块抖音数据趋势分化，宠物&婴童护理头部延续高增，朝云集团宠物业务快速成长可期。根据蝉妈妈，6 月卫生巾龙头增速分化，自由点、高洁丝、七度空间、护舒宝同比有所承压，淘淘氧棉、奈丝公主、她研社、洁婷增长亮眼，各品牌均提升自播占比、洁婷提升达播占比；牙膏板块整体保持稳健增长，参半、舒客增速亮眼；宠物&婴童护理龙头均保持较快增长，弗列加特、顽皮增速靓丽；泡泡玛特延续快速增长，Letsvan 势能持续放大。建议关注结构性成长的泡泡玛特、布鲁可、润本股份、百亚股份、登康口腔、乖宝股份、中宠股份、朝云集团等，智能眼镜方向的康耐特光学、英派斯、博士眼镜、明月镜片等，消费复苏可期的晨光股份等。

黄金珠宝：精品金饰逻辑持续强化，金价趋稳利好行业整体景气恢复。我们认为当前市场对黄金珠宝行业投资思路一定程度被金价所引导，呈现出短期较强的同向性，或反映出市场对消费趋势认知仍有局限。精品金饰需求逻辑正持续强化，优秀工艺、独家设计、IP 联名等产品逐步成为消费主流。我们预计潮宏基 5 月面对金价较大波动，门店的店均流水仍有望保持一季度以来趋势，6 月金价相对平稳，则有望优于 5 月，我们预计其他代表品牌如老铺黄金等同样有望保持较高景气度。门店拓展方面，潮宏基继续

发力加盟渠道拓展，沿年初规划顺利推进。此外随着金价趋稳，我们认为消费者对高金价的观望情绪或有望得到更好消化，参考周大福 4-5 月内地同店增速已收窄至低个位数下滑，我们预计传统品牌如周大生、老凤祥、周大福等终端门店二季度开始有望陆续实现动销增速转正，其中周大生货品结构调整已初见成效，同时重要工作之一是认真设计规划国家宝藏门店，接下来先打造出两家标杆“亿元”店。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菜百股份，景气度正持续恢复的老凤祥、周大生、周大福等。

两轮车：涛涛车业发布半年报业绩预告，关注板块业绩期机会。涛涛车业 25H1 预计实现归母净利润 3.10-3.60 亿元（同比增长 70.3%-97.8%），扣非归母净利润 3.07-3.57 亿元（同比增长 72.0%-100.0%），我们预计公司电动高尔夫球车有望持续放量，特种车等品类稳健增长，海外供应链布局稳步推进，下半年有望再上台阶。业绩期，我们认为除涛涛车业外，九号公司亦值得关注，结合品牌 618 战报数据，我们预计其二季度电动两轮车有望保持较快增长，支撑经营业绩表现。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：小商品城、吉宏股份发布业绩预告，静待关税靴子落地。小商品城 25H1 预计实现归母净利润 16.30-17.00 亿元（同比增长 12.6%-17.4%），扣非归母净利润 16.10-16.80 亿元（同比增长 13.5%-18.4%）。吉宏股份 25H1 预计实现归母净利润 1.12-1.19 亿元（同比增长 55.0%-65.0%），扣非归母净利润 1.06-1.13 亿元（同比增长 68.2%-79.6%）。美越关税靴子逐渐落地，但此前日内瓦中美经贸高层会谈得出的 90 天窗口期仍未结束，建议关注盈利能力领先、全球布局持续深化的致欧科技、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。

包装：永新股份&裕同科技预计增长稳健，建议关注稳健低估值优质资产。我们预计永新股份 Q2 收入增长近双位数，近期原油价格相对稳定、且受产品售价下跌影响，预计利润增速基本持平收入，功能性&差异化材质产品占比持续提升，海外市场快速拓展。裕同科技预计 Q2 保持稳健增长，依托新市场、新品类稳步扩张，此外布局新消费领域，与卡牌类、盲盒类公司合作，根据包装经理人公众号，裕同科技是泡泡玛特盲盒外包装主力供应商，凭借 3D 浮雕、UV 印刷等特殊工艺，成功构筑起强大的技术壁垒。建议关注永新股份、裕同科技、昇兴股份、宝钢包装、奥瑞金等。

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

姜文锬，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。

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。