



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

均衡配置，兼顾业绩确定性和估值合理性

轻工制造

2025 年 06 月 29 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

均衡配置，兼顾业绩确定性和估值合理性

2025年06月29日

本期内容提要:

- **造纸：浆纸磨底。**6月20日 Arauco 决定将辐射松（针叶浆）6月订单价格下调 20 美元/吨至 720 美元/吨。阔叶浆方面，南美浆厂挺价态度强势（希望维持 500-510 美元/吨），但部分欧洲供应商报价已降至 470-480 美元/吨、北美供应商报价为 490 美元/吨。我们预计当前海外阔叶报价已逼近我国自产阔叶浆成本线，后续下降空间有限。本周文化纸价格整体平稳，出版订单已开始陆续提货、刚需层面对纸价存在支撑，但社会订单仍处淡季、需求疲弱；包装纸传统淡季效应持续发酵，需求端缺乏有效提振，但市场现货供应量充裕，供需矛盾持续加重。白卡个别供应商计划停机检修、但整体影响有限，且终端需求延续疲态。我们预计浆纸均在淡季处于磨底阶段，8 月后伴随需求改善，价格有望修复。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：5 月出口数据出炉，地区结构加速分化。**2025 年 5 月我国出口金额同比+4.6%（其中对美-34.5%、对亚洲+11.4%、对非洲+33.3%、拉丁美洲+2.3%、对欧洲+8.9%），家具及其零部件同比-8.1%。细分行业来看，5 月多数赛道受益于关税政策边际放松，环比呈现改善趋势，但同比依然承压，其中宠物、全地形车、电动自行车等新兴行业表现相对坚挺。我们预计 Q2 美国终端需求仍保持韧性，但零售商出于对后续需求&关税担忧，下单节奏放缓，库销比降低；伴随 7 月关税政策进一步明朗，Q3 出口有望迎小幅补库行情。结构成长&海外布局充分的出口龙头 Q2 依然可持续稳健增长、Q3 有望加速，板块成长分化在 25 年将较为突出。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：HILO 明确 9 月日本全境上市。**英美烟草日本子公司宣布将于 9 月 1 日起在全国范围内推广一款新型加热烟草产品“Glo Hilo”。该产品已于 6 月 9 日在宫城县率先发售，之后将在全国范围内销售。Glo Hilo 采用红外线和石英加热，只需 5 秒即可加热至 370 度，大幅提升使用体验。我们预计日本新品有望在烟弹口味、一致性、烟具性能&附加值等方面均做出优化，且烟弹定价 580 日元，直接对标 IQOS 价格带，未来有望凭借差异化优势（加热时间短、焦香口味浓郁）扭转此前颓势。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、盈趣科技**。
- **家居：国补重启有序下放，AI 床垫产品升级。**前期消费品以旧换新补贴因额度下放节奏及系统优化原因导致部分省市有所暂停调整，但政策基调并未变化，三四季度后续中央资金将有序下发。截至今今年 6 月国补资金已合计下达 1620 亿元，1-5 月累计带动以旧换新销售额已超 24 年全年总量。我们认为国补政策重启将提振家居消费信心，对板块



景气形成一定支撑作用。产品创新方面，AI 床垫不断迭代升级：**慕斯股份**与华为鸿蒙智选达成合作探索健康睡眠科技，智能联动灯光、窗帘、空调营造智能睡眠环境；**喜临门**则推出“AI 净眠 · E100 PRO+”产品，具备睡姿自适应、海浪按摩、睡眠管家、智能控温等功能。建议关注更新需求占比较高的**慕斯股份**、**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**。

- **两轮车：618 全周期战报靓丽，涛涛车业首台人形机器人样机落地。**
618 全周期结束，行业头部品牌战报靓丽，**雅迪控股**线上销量超 35 万辆，在天猫电动车品类中销售额与销量均位居第一名，销量同比+2400%；**爱玛科技**全渠道销售额 42.1 亿元，同比+48.2%，线上销售额同比+476.4%，线下销售额同比+30.7%；**九号公司**全渠道销售额达 33.5 亿元，其中电动两轮车品类贡献 32.4 亿元，同比+93%；智能短交通全渠道销售额 1.06 亿元，同比+27%；**绿源集团控股**线上销售额超 5 亿元，线上曝光量破 10 亿；**小牛电动**全渠道销售额超 10.56 亿，同比+126%。近日，由**涛涛车业**制造的首台人形机器人样机（K-Scale 人形机器人 K-Bot）成功下线，标志着公司在智能制造领域迈出重要一步，也是进入人形机器人领域的关键进展，为公司进一步实现创新发展和智能化升级奠定坚实基础。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**，出海表现靓丽并积极布局机器人新曲线的**涛涛车业**。
- **黄金珠宝：老铺黄金、六福集团加码海外，黄金珠宝迎品牌出海元年。**
老铺黄金新加坡滨海湾金沙店 6 月 21 日开业后客流火爆。对比新加坡与上海市场，24 年新加坡总人口约 604 万，人均 GDP 约 68 万人民币；上海 24 年常住人口约 2480 万人，人均 GDP 约 22 万人民币，**老铺黄金**在上海已打造出头部大店豫园商城店，此外港汇恒隆店已开业 1 个多月，国金中心则刚于 6 月 28 日开业（LG1 层）。对比下，我们看好新加坡市场空间，具备出现第一档大店的市场基础。**六福集团**近期披露公告，提出未来 3 年策略，首要便是专注于海外市场拓展，包括进驻 3 个国家及地区，净增 50 家门店等。结合**潮宏基**海外布局进程，我们认为 2025 年有望成为中国黄金珠宝品牌出海元年，承载文化、技艺走向世界，需关注。近期板块回调后趋于平稳，展望下半年，需求在金价与消费趋势支撑下仍相对可观，出海方兴未艾，建议关注品牌价值持续凸显、终端有望保持靓丽增长的老铺黄金、潮宏基、曼卡龙等，基于投资金及区域卡位跑赢行业的**菜百股份**，静待景气恢复的**周大福**、**周大生**、**老凤祥**等。
- **IP 零售：泡泡玛特影响力获权威认可，或拓展小家电产品扩 IP 影响力。**
泡泡玛特首次入选《时代》周刊 2025 年“全球 100 家最具影响力企业”，也是首个登榜的中国潮玩企业。最具影响力企业参考影响力、创新力及企业目标与实绩等因素综合考量，我们认为这不仅是公司业绩及产品力的展现，更是其获得社交认同，形成情感联结影响力的表现，其产品超越玩具属性，成为年轻人表达自我、寻求归属的情感载体，成功构建了兼具娱乐性与社交价值的消费生态。此外，多个招聘平



台出现公司招聘小家电领域开发人才的信息，公司未来或将推出原创设计小家电相关产品，进一步扩大其 IP 影响力。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：25Q1 国内母婴市场呈复苏态势，孩子王直播业务推进。**据尼尔森 IQ，2025Q1 国内母婴市场整体处于复苏通道，线上渠道保持稳定增长，线下渠道的进一步回暖也推动了行业整体增速由负转正。这与我们持续跟踪的行业龙头公司情况基本吻合，**孩子王**与辛选联合打造的快手平台“宝贝计划”直播间于 6 月 28 日进行首播，我们预计这或为公司后续直播业务有序推进的信号。我们认为当前母婴童核心品类如奶粉、纸尿裤等为线上销售主力，行业公司在积极进行线下门店改造，除增设 IP 谷子及 AI 玩具专区外，或将进一步挖掘大童侧需求，提升线下及线上转化。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。
- **电商：汇通达网络申请 H 股全流通，或进一步提升市场活力。**汇通达网络 6 月 23 日公告申请 H 股全流通，拟将约 3.5 亿股内资股转为 H 股，完成后 H 股占比将从 32.04%提至 94.21%。这一举措有望大幅提升流通市值，吸引国际资本优化股东结构，增强股票流动性与投资吸引力。我们认为在下沉市场竞争日趋激烈的当下，**汇通达网络**凭借庞大且稳固的会员店网络，构建起了难以复制的渠道壁垒，为品牌商与农村零售商搭建起高效对接桥梁，数智化转型使其具备更强的运营效率和服务能力，随着 H 股全流通落地，叠加持续深化的业务创新，公司有望进一步巩固其在下沉市场的领先地位，释放更大发展潜力。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：电工龙头产品持续推新，影石创新加大营销力度。**公牛集团近期股价有所回调，运营层面继续拓展增量业务拔高品牌调性，本周携手品牌代言人刘雯发布“蝶翼III超薄开关”并通过进驻上海壹号公馆塑造产品形象；海外业务同样取得进展，公牛风扇灯在韩国 3 个月销量突破 8000 件。**欧普照明**本周亦发布天境 LITE 系列，主打 SDL 光盘技术及超薄机身，定价 2299/4699 元。综合来看，民用电工龙头虽然受地产链影响但行业地位稳固，通过产品&品牌革新寻求增长，板块高分红红利价值亦值得关注。**影石创新**本周预告 6 月 30 日将发布与摩托车手马克·马奎斯推出的联名产品，继续践行绑定垂类代言人的营销打法，我们预计将有效带动产品宣传和拓圈。**影石创新**卡位“科技+消费”，潜在运动及 Vlog 受众仍有较大渗透空间，且公司保持创新基因，建议持续关注。
- **工具：中美关税缓和取得进展，巨星科技估值修复。**据彭博社消息报道，美国商务部长卢特尼克表示中美 6 月 25 日前后已就关税协议确认框架细节，落实前期两国日内瓦经贸会谈及伦敦谈判共识。此外美国还将与 10 个国家达成协议，并在未来两周关税暂缓期截止日前出台一系列贸易政策。我们认为中美关税缓和趋势不改，目前取得更进一

步积极进展，但中方亦表态将在维护自身利益前提下促进多边贸易。巨星科技周五股价表现突出，我们认为主要受事件催化带来估值修复，经营层面继续推进产能转移及下游价格协商。我们认为虽然工具板块景气是否启动上行仍需观察，建议关注率先布局出海、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

姜文锬，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。