



Research and
Development Center

重视港股新消费估值切换，稳健布局传统龙头

轻工制造

2025年10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 看好姜文铨 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

重视港股新消费估值切换，稳健布局传统龙头

2025年10月19日

本期内容提要:

- **造纸：文化纸企稳，静待旺季到来。**UPM 宣布其乌拉圭 Fray Bentos 纸浆厂（年产 130 万吨阔叶浆）开始按计划进行持续两周的全面停产检修。我们认为，当前纸浆供给端延续高频扰动，Q4 浆价仍有望延续小幅上行。造纸方面，近期玖龙 PM55 年产 30 万吨高档文化纸产线投产，吉林晨鸣 30 万吨文化纸产线复产，供给压力增大，预期落地叠加后续新增产能有限，文纸价格本周已逐步企稳（双胶/铜版价格 10 月 11 号以来均保持平稳）。新一轮出版招标或集中于 10 月下旬，届时纸企或顺势提价，我们预计 Q4 文纸价格有望温和回暖。此外，我们预计华旺科技装饰原纸价格向下空间有限，伴随成本压力提升，纸价有望迎小幅反弹。建议关注**太阳纸业、仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技、博汇纸业、玖龙纸业**。
- **出口：依依股份加码品牌布局，加拿大纸浆模塑反倾销调查利好合规龙头份额提升。**本周依依公告拟筹资增持“高爷家”（国内宠物食品/用品头部品牌，24 年 GMV 超 6 亿，且高增趋势有望维系），强化自身品牌布局。根据我们判断，增持后仍以原团队管理为主，有望对公司 26 年贡献重要利润增量。此外，本周加拿大对我国纸浆模塑餐具发起反倾销/反补贴调查。24 年我国纸浆模塑出口加拿大金额约 1.73 亿元，25 年 1-8 月累计出口加拿大金额已提升至 1.55 亿元（同比+27.8%），我们认为自美国双反调查以来，部分订单由加拿大转口进入美国市场，若加拿大监管趋严，美国市场格局有望进一步优化，拥有海外产能的龙头合规企业份额或将持续提升。关注 1) 全球布局深化的**匠心家居、众鑫股份、英科医疗、英科再生、永艺股份、浙江自然、共创草坪、天振股份**等；2) 短期业绩压力有望缓解的**浩洋股份、嘉益股份、哈尔斯、英派斯、恒林股份、乐歌股份、玉马科技、西大门、建霖家居**等。
- **新型烟草：思摩尔国际发布三季报，HILO 开启欧洲征程。**思摩尔国际 Q3 收入实现 41.96 亿元（环比+27.5%，同比+27.2%），剔除股份支付费用后，Q3 经调整利润为 4.44 亿元（环比+4.8%，同比+4.0%）。我们预计公司雾化主业维系稳健增长，其中美国市场环比稳步修复，欧洲份额有望稳步攀升、收入维系高增。此外，我们预计 Q3 报表增长已部分体现 HNB 增量贡献，且前期多数收入预计来自于烟具业务。目前 HILO 已正式进军波兰，并有望快速登录意大利，正式开启欧洲征程。我们认为，英美在欧洲有望凭借其差异化产品力和强大渠道力，助力 HILO 迅速提升份额，核心供应商有望持续受益。此外，公司费用率已明确优化，未来伴随 HNB 烟弹收入占比提升，盈利能力有望持续优化。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、华宝国际、盈趣科技**。
- **智能眼镜：影目发布首款多 SKU 产品，加速多元化产品迭代。**目前市面产品均以千篇一律黑框为主，舒适度、美观度均有所欠缺。影目首创

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

多 SKU 新品，推出 4 种框型供用户选择（包括商务风、学院风、眉框款式、个性款），且未来将持续丰富产品矩阵。此外，Go 3 镜腿仅 8mm（接近普通光学眼镜），前后均衡配重、避免传统智能眼镜“头重脚轻”痛点。在续航、显示、AI 交互功能、内容等方面，我们认为较竞品明显新增设计巧思，尽量解决用户痛点，代表了行业持续的进步和转型。建议关注**康耐特光学、英派斯、明月镜片、博士眼镜**等。

- **黄金珠宝：老铺黄金活动开启并官宣调价，周大福发布经营情况公告。**老铺黄金线下活动（SKP 周年庆）与线上活动（双十一）同步启动，我们预计 SKP 渠道已开启预售，线下排队情况火爆，线上多款在活动开始后短时间内售罄；此外，公司官宣 10 月 26 日进行产品价格调整。我们认为活动旺季叠加金价上行有望激发消费景气，提价行为则有望保障公司销售毛利率相对稳定。周大福发布 7-9 月经营情况公告，7-9 月中国内地同店销售同比+7.6%，较 4-6 月实现转正，分品类看，7-9 月内地同店口径下，珠宝镶嵌等/黄金首饰及产品分别同比+7.2%/+10.6%，其中珠宝镶嵌等呈现正增长，翡翠珠宝销售接近翻倍，定价黄金零售值同比增长 43.7%，占比升至 29.9%，顺应精品黄金消费趋势，彰显强大产品开发设计实力。建议重点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、菜绅通灵等，具备投资金产品及全直营特色的菜百股份，景气持续恢复的传统品牌**六福集团、周六福、周大福、老凤祥、周大生**等。
- **两轮车：大行科工全渠道动销靓丽，折叠自行车赛道空间广阔。**大行科工线下经销与线上直销渠道增长靓丽，在消费趋势及优秀单店模型的支撑下，公司经销门店持续扩张，海外销售亦快速增长。我们认为公司作为折叠自行车赛道先行者与龙头品牌，深耕线下渠道积累品牌优势，渠道模式从集合店逐步向店中店、专卖店升级，产品品类丰富，积极布局自有工厂树立供应链竞争优势，同时布局 E-Bike 潜力品类有望打开新增长曲线。建议关注综合优势突出，市场份额有望提升的**雅迪控股、爱玛科技**，科技引领、增速领先的**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**。
- **跨境电商：卡罗特经营趋势有望显著改善，静候渠道及产品调整见效。**卡罗特尽管短期受中美关税政策负面影响，但公司及时作出战略调整，包括不限于加速产品开发及产品组合多元化、线上线下渠道并举拓展、暂停东南亚、印度及西欧市场的新业务开发，聚焦美国、日本及中国市场等。我们预计下半年开始公司的品类拓展有望逐步见效，水具、刀具等新品类有望起量。美国市场线下渠道拓展有望见效，中国市场通过丰富线上平台布局亦有望实现趋势改善。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**吉宏股份、华凯易佰**等。
- **宠物：中宠股份发布三季报，自主品牌快速增长，海外业务结构改善。**中宠股份发布三季报，25Q3 公司实现营业收入 14.28 亿元（同比+15.9%）、扣非归母净利润 1.24 亿元（同比+18.9%）。我们预计公司 25Q3 境内业务延续靓丽表现，主要系自主品牌带动，参考蝉妈妈数据，我们预计**顽皮、领先品牌** 25Q3 快速增长，10 月 1 日-9 日**顽皮品**

牌抖音渠道销售指数同比+135%以上，打响 Q4 开门红。我们预计公司 25Q3 境外业务延续稳健表现，其中自主品牌出海进展显著，有望延续靓丽表现，美国与加拿大的高盈利代工业务有望保持良好势头。公司预计 2026 年美国第二工厂将建成，有望巩固公司海外产能优势。双十一预售榜单公布，前三名分别为鲜朗、弗列加特、蓝氏，乖宝排名维持第一梯队，中宠进步较大、顽皮首次挤入榜单。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**，海外供应链布局推进的**佩蒂股份**，代工基本盘稳定、进军自主品牌的**依依股份**、**源飞宠物**等等。

- **IP 零售：泡泡玛特深化 IP 长期主义价值，名创优品加速潮玩时尚化破圈。**泡泡玛特通过 THE MONSTERS 十周年全球巡展系统呈现 IP 成长脉络，以手稿研究室、历年公仔陈列等深度内容强化情感连接，体现其“尊重时间、尊重创作”的 IP 长期运营理念。LABUBU 凭借高频时尚跨界与文旅合作，正从潮玩 IP 升维为具有全球影响力的文化符号。新品方面，“庆祝这一刻”POP MART 实物周年系列手办及周边将于 10 月 23 日发售，该系列涵盖公司所有经典及热门 IP，或将正式开启泡泡十五周年相关活动。名创优品推动原创潮玩 IP 登陆巴黎时装周并启动“搪胶时装周”双城巡展，展现其通过“时尚+IP”跨界快速提升品牌溢价的生态化运营思路。公司以“顶级授权 IP+签约艺术家 IP”双轨驱动，结合 MINISO LAND 等高势能门店，持续推动 IP 的规模化商业变现与场景化体验升级。我们认为，泡泡玛特聚焦 IP 内核的深度孵化与情感连接，旨在构建具有长期生命力的文化资产；名创优品则更注重 IP 的快速商业化破圈与生态整合，通过时尚跨界与超级门店加速价值释放。两家企业分别从“深度孵化”与“广度破圈”两个维度拓展中国 IP 商业化的边界。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：潮玩业态成为母婴零售跨界增长新引擎，IP 授权与门店模型创新驱动渠道价值重估。**爱婴室基于与万代南梦宫的战略合作，加速布局“高达基地”及万代拼装模型店，并启动“区域核心城市+重点商圈”双轨扩张策略，计划未来 3 年以每年 3-5 家的速度推进全国拓展。我们认为，此举显示母婴零售企业正通过引入高粘性国际 IP 业态，突破传统母婴客群边界，切入年轻人与泛家庭潮玩消费市场。爱婴室苏州旗舰店实现行业领先坪效与首季度盈利，验证“强 IP+精选门店”模型的可复制性。公司通过数字化运营与限定商品策略，持续提升会员复购与单店盈利能力，推动潮玩业务成为线下渠道的重要增长极。后续长沙及沈阳两家“高达基地”店也将于 10 月、11 月相继开业。我们认为，母婴连锁企业正从“母婴商品平台”向“家庭生活方式平台”转型，通过引入高达等头部 IP 业态，不仅优化门店客流结构，更实现客群破圈与场景延伸。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。
- **消费：双十一大促首日美妆母婴品类增长显著，布鲁可以“IP+科技”双轮驱动构建差异化产品生态。**李佳琦直播间双 11 首小时 GMV 实现同比增长，美妆、母婴、时尚、食品等品类增幅最高近 80%，反映大

促期间细分刚需品类仍具增长韧性。布鲁可在中国玩具展推出覆盖近 30 个全球 IP 的积木人、积木车及女生专线塔豆三大产品矩阵，凭借 500 余项专利技术支撑的拼搭体系与 IP 还原度，持续提升产品竞争力；同时通过全球 BFC 创作赛与社区运营，推动用户从“玩家”向“创作者”转化，形成“产品创新+文化培育”双轮驱动的品牌生态。我们认为，布鲁可通过“强 IP 产品矩阵+技术研发体系+用户共创生态”的闭环，构建超越短期促销的长期品牌竞争力。母婴相关企业如豪悦护理亦通过拓展宠物尿垫等品类寻求增长，反映行业正从流量驱动向产品力与用户运营双核驱动深化。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。

- **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

姜文铤，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。

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。