



耐用消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：王刚（执业 S1130524080001）
wang_g@gjzq.com.cn

分析师：于健（执业 S1130525070012）
yu_j@gjzq.com.cn

分析师：张敏敏（执业 S1130521080001）
zhangminmin@gjzq.com.cn

CPI 超预期提供整体拐点信号，社零增速结构揭示板块方向

消费中观策略&投资建议

10月社零增速在本周五披露，给本周一CPI超预期回暖提供了更多的线索和板块间的选择。10月社零增速2.9%，相比于9月小幅度回落0.1pct，在2024年10月社零增速高点情况再仍维持较为韧性的增速，并未环比减弱。从结构来看：服务消费受益于假期回暖：餐饮收入同比增长3.8%，旅游表现较好。商品消费有所分化，其中可选消费制造在以旧换新政策退坡以及24Q4高基数影响下，开始加速下滑，家电零售额同比下降14.6%，汽车类同比下降6.6%，而金银珠宝因为金价上涨的价格性因素推动零售额同比上涨37.6%。以上社零增速方向基本与周一CPI分项方向一致，即可选消费中除了交通通信价格外的各项服务类消费价格均呈现同比上涨态势，环比来看其他用品与服务，教育文化与娱乐，医疗保健上涨，衣着价格持平，而生活用品服务，交通通信和居住价格环比微微下降，扣除食品和能源后的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅连续六个月扩大，消费需求特别是服务性消费的恢复势头较为稳健。

四大新消费主线提供景气方向：（1）品牌出海2.0时代：跨境电商财税合规迎来强监管时代，行业出清马太效应利好龙头；（2）情绪价值蓬勃发展：潮玩，宠物，黄金珠宝，美护四大情绪价值赛道有望承接国内人均GDP提升下消费增加与转移的溢出；（3）功能价值：巴菲特加仓谷歌减仓苹果，或预示AI+应用开始进入正循环，核心赛道包括AI+消费龙头，AI+眼镜、AI+玩具、AI+3D打印等高交互高场景驱动赛道迎来增长；（4）渠道变革：即时零售与性价比餐饮茶饮值得关注。

行业景气跟踪

- **新消费制造**：（1）两轮车：4Q进入新国标逐步铺开与老国标去库存阶段，头部企业逐步发布新国标车型，26Q1或将迎来行业景气度的关键考验期。（2）宠物：10月宠食线上GMV增速回升，上市内资品牌增速亮眼。
- **轻工制造**：（1）家居：需求端仍有待修复，外销方面10月外销订单有一定下滑，主因关税落地+客户提前备货，降息有望带动海外需求提振。（2）新型烟草：雾化方面联邦政府停摆结束，授权FDA动用不少于2亿美元强化对非法电子烟执法，利好合规市场扩容。HNB方面期待26年IQOS打开美国HNB潜在消费市场。（3）造纸包装：造纸厂频发涨价函以期改善盈利空间，预期后续仍有上涨空间，包装期待26年二片罐提价后价格重回合理区间。（4）潮玩：重点关注潮玩龙头以及积极转型IP开发的传统头部企业、受益产业红利扩散的细分环节标的。（5）轻工个护：建议聚焦中长期具备持续差异新品成长周期驱动与线下开拓能力稀缺带动中期份额提升超预期。（6）AI眼镜：4Q新品持续发布，重点关注假日催化。
- **纺织服装**：①品牌服饰端推荐关注1）有差别于行业独特 α ，今年或有显著弹性的标的，尤其是新零售业态；2）业绩表现在子版块拥有显著优势的标的。②出口端，建议密切关注制造龙头超跌带来的投资机会。
- **美妆护理**：优选：1）积极推进改革、品牌扩张，具备困境反转与补涨空间的传统类标的；2）基本面良好，但估值受板块影响已来至合理区间的一线龙头。
- **家用电器**：关注两个方向，1）经营韧性突出、蓄水池深厚、分红有望提升的白电龙头，2）内销格局优化、成本端价格稳定、出海份额持续提升的黑电龙头。
- **社会服务**：海南封关临近，9天春节假期公布超预期，免税政策新规实施，海南免税主题发酵；看好高性价比餐饮复苏；旅游、K12高景气维持；餐饮拐点向上；人服、酒店稳健向上；职业教育底部企稳。
- **商贸零售**：线下零售景气度：商超店效趋稳、百货-略有承压，调改类向上、电商-底部企稳。线下零售&文旅：率先体现消费复苏预期，政策与资金有望共振。黄金珠宝：黄金税改利好具备定价能力的行业头部企业。跨境电商建议关注具备业绩韧性的头部跨境电商品牌。线上零售：10月社零依旧承压，双十一较为平淡。

风险提示：政策落地不及预期；关税风险；市场波动风险；数据跟踪误差。



内容目录

一、消费中观策略.....	3
二、新消费制造.....	4
三、轻工制造.....	6
四、纺织服饰.....	7
五、美容护理.....	7
六、家用电器.....	7
七、零售互联网.....	8
八、社会服务.....	8
九、风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 新消费指数-总	3
图表 2: 新消费指数-T1	3
图表 3: 新消费指数-T2	4
图表 4: 新消费指数-T3	4
图表 5: 可选消费细分赛道估值水平	4



一、消费中观策略

1.1 配置思路

10月社零增速在本周五披露，给本周一CPI超预期回暖提供了更多的线索和板块间的选择。10月社零增速2.9%，相比于9月小幅度回落0.1pct，在2024年10月社零增速高点情况再仍维持较为韧性的增速，并未环比减弱。从结构来看：服务消费受益于假期回暖：餐饮收入同比增长3.8%，旅游表现较好。商品消费有所分化，其中可选消费制造在以旧换新政策退坡以及24Q4高基数影响下，开始加速下滑，家电零售额同比下降14.6%，汽车类同比下降6.6%，而金银珠宝因为金价上涨的价格性因素推动零售额同比上涨37.6%。以上社零增速方向基本与周一CPI分项方向一致，即可选消费中除了交通通信价格外的各项服务类消费价格均呈现同比上涨态势，环比来看其他用品与服务，教育文化与娱乐，医疗保健上涨，衣着价格持平，而生活用品服务，交通通信和居住价格环比微微下降，扣除食品和能源后的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅连续六个月扩大，消费需求特别是服务性消费的恢复势头较为稳健。

四大新消费主线提供景气方向：（1）品牌出海2.0时代：相比于贸易出海的1.0时代，在品牌出海的2.0时代，企业要在出海中具备定价权，无论是价格端的定价权包括品牌心智逻辑以及成本侧的定价权包括稀缺产能逻辑，后续有望迎来有质量的增长，出海到新兴市场国家逻辑更值得关注；（2）情绪价值蓬勃发展：潮玩，宠物，黄金珠宝，美护四大情绪价值赛道有望承接国内人均GDP提升下消费增加与转移的溢出，目前看总体景气度依然维持且部分更细分赛道呈现加速态势，值得持续在龙头公司和新锐公司中寻找景气拐点方向；（3）功能价值：AI+消费在服务业端有望率先落地，AI+电商，AI+教育部分公司开始出现可盈利商业模式，在消费品端仍在导入期可能是墙外开花后墙内香，核心赛道包括AI+消费龙头，AI+眼镜，AI+玩具，AI+3D打印等高交互高场景驱动赛道迎来增长，继续寻找与新兴科技落地结合的产业；（4）渠道变革：围绕两个方向，更好的用户体验与更高的运营效率，因此即时零售与性价比餐饮茶饮更值得关注。

1.2 新消费指数

图表1：新消费指数-总



图表2：新消费指数-T1

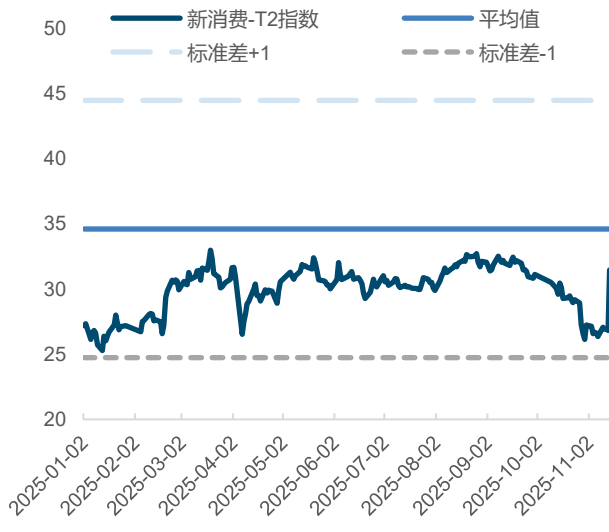


来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据截至2025/11/14；注2：数据区间自2020/1/2开始；注3：新消费指数为国金可选消费组根据PE TTM自行编制，其中T1代表新消费行业龙头，T2为新消费行业第二梯队标的，T3为传统消费行业有望切入新消费行业的标的）

来源：Wind，国金证券研究所（注1：数据截至2025/11/14；注2：数据区间自2020/1/2开始；注3：新消费指数为国金可选消费组根据PE TTM自行编制，其中T1代表新消费行业龙头，T2为新消费行业第二梯队标的，T3为传统消费行业有望切入新消费行业的标的）



图表3: 新消费指数-T2



图表4: 新消费指数-T3



来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据截至 2025/11/14; 注2: 数据区间自 2020/1/1 开始; 注3: 新消费指数为国金可选消费组根据 PE TTM 自行编制, 其中 T1 代表新消费行业龙头, T2 为新消费行业第二梯队标的, T3 为传统消费行业有望切入新消费行业的标的)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注1: 数据截至 2025/11/14; 注2: 数据区间自 2020/1/1 开始; 注3: 新消费指数为国金可选消费组根据 PE TTM 自行编制, 其中 T1 代表新消费行业龙头, T2 为新消费行业第二梯队标的, T3 为传统消费行业有望切入新消费行业的标的)

1.3 细分行业估值

图表5: 可选消费细分赛道估值水平

一级行业	细分赛道	PE TTM	PE历史分位	PB	PB历史分位	一级行业	细分赛道	PE TTM	PE历史分位	PB	PB历史分位
轻工制造	印刷	108.6	32.2%	5.1	75.9%	家用电器	冰洗	13.2	10.2%	2.2	34.2%
	其他家居用品	34.5	61.9%	3.5	92.9%		厨房小家电	25.2	56.6%	3.2	91.6%
	塑料包装	17.8	18.1%	2.7	95.0%		其他黑色家电	62.7	32.2%	4.2	94.5%
	特种纸	49.6	100.0%	1.9	95.4%		空调	10.8	40.3%	2.3	31.1%
	成品家居	22.7	49.0%	2.3	56.0%		家电零部件III	40.6	53.2%	4.0	67.2%
	大宗用纸	26.5	70.2%	1.2	82.5%		厨房电器	19.8	67.3%	2.0	23.0%
	卫浴制品	37.7	98.9%	1.7	89.7%		照明设备III	47.5	100.0%	2.1	84.5%
	金属包装	0.0	42.8%	2.1	96.6%		培训教育	92.2	11.3%	6.8	88.1%
	瓷砖地板	61.4	92.6%	1.8	98.3%		自然景区	49.2	0.7%	3.4	95.0%
	娱乐用品	98.3	56.4%	3.8	80.3%		旅游综合	185.1	39.2%	5.4	16.9%
纺织服饰	纸包装	45.0	100.0%	2.1	88.4%	社会服务	人工景区	43.6	0.2%	2.4	26.6%
	定制家居	18.0	22.0%	1.7	17.5%		会展服务	40.4	8.2%	2.3	64.9%
	辅料	22.9	72.0%	2.6	48.0%		检测服务	34.4	41.4%	3.0	48.3%
	钟表珠宝	29.4	87.6%	2.4	75.6%		酒店	34.6	2.4%	1.7	37.4%
	鞋帽及其他	83.3	100.0%	3.3	100.0%		超市	117.7	92.5%	3.6	94.0%
	其他纺织	38.7	63.8%	2.4	94.2%		专业连锁III	76.9	98.6%	3.5	77.5%
	棉纺	19.6	82.7%	1.2	100.0%		跨境电商	51.1	62.5%	4.6	94.3%
	非运动服装	26.1	87.1%	1.6	85.6%		百货	221.3	100.0%	1.7	98.8%
	印染	21.5	86.5%	1.6	89.1%		商业物业经营	37.7	68.4%	1.7	91.2%
	家纺	19.4	100.0%	2.2	96.1%		多业态零售	31.1	70.2%	1.3	47.4%
美容护理	化妆品制造	69.8	89.6%	3.3	100.0%	电商服务	176.8	71.8%	3.3	93.8%	
	品牌化妆品	33.8	26.9%	3.3	13.5%	贸易III	31.6	93.1%	1.7	85.4%	
	生活用纸	32.5	43.9%	2.5	64.7%						

来源: Wind, 国金证券研究所整理 (注1: 统计区间为 2022/1/1 至 2025/11/14; 注2: 机构持仓占比为细分行业持仓占基金重仓股总市值比例; 注3: 机构消费持仓占比为细分行业持仓占基金大消费重仓股总市值比例)

二、新消费制造

- 两轮车: 略有承压。4Q 进入新国标逐步铺开与老国标去库存阶段, 头部企业逐步发布新国标车型, 重点资源预计放在 26Q1, 届时或将迎来行业景气度的关键考验期。"2025 米兰国际摩托车展 (EICMA) 开幕, 各大厂商纷纷携新品亮相彰显实力。春风动力本次展出 V4 SR-RR、675NK GP、800MT-ES 版以及全新的 1000MT-X 车型。其中 V4 SR-RR 原型车搭载 213 马力 V4 发动机, 极速超 300km/h, 技术配置媲美国际顶级超跑, 填补国内公升级性能车空白; 1000MT-X 公升级拉力车完善产品矩阵, 展现中国品牌进军全球高端的野心。QJMOTOR 发布超多款全新车型, V4 发动机复古咖啡风格街车 EQVVS 600、准公升探险“犀牛”RHINO 900 ADV、中量级利器 SRK450RS、单缸运动街车 SRK300SA、入门级运动仿赛 SRK300R1 等, 涵盖准公升级拉力、运动街车、



复古街车和运动仿赛等车款。

- 2) 宠物：略有承压。10月主流电商平台宠物食品 GMV39 亿元，同比+19%。分平台看，抖音增速加快 10月+29%，京东保持高增 10月+21%，天猫增速转正 10月+15%，双十一预热活动推动行业增速上行；内资品牌持续增长、外资头部品牌增速加快。重点品牌表现：(1)【乖宝】麦富迪/弗列加特 10月 GMV 同比+35%/+87%，M1~M10 同比+16%/+111%；保持成长势头。(2)【中宠】顽皮/ZEAL/领先 10月 GMV 同比+80%/+17%/+192%，M1~M10 同比+28%/-8%/+70%；顽皮、领先持续拉动增长、海外高端品牌 ZEAL 当月增速转正、累计降幅收窄。(3) 新零售品牌分化：诚实一口/鲜朗/卫仕 10月 GMV 同比+23%/+80%/+29%，凯锐思/蓝氏/网易严选/高爷家同比-1%/-5%/-10%/-51%。(4) 外资品牌：皇家增速回升，10月+61%；渴望/爱肯拿等高端品牌保持增长，10月同比+35%/+27%；ZIWI、冠能降幅扩大，10月同比-21%/-16%。

京东双十一全周期战报出炉，皇家、麦富迪分别录得犬猫主粮双榜第一和第二，与 618 榜单排名一致。猫主粮方面，弗列加特排名第 7 (+1)，部分新零售品牌排名小幅下滑，网易严选、蓝氏分别排名第 4 (-1)、第 6 (-1)；外资头部品牌排名上升，渴望、爱肯拿分别排名第 3 (+1)、第 5 (+2)。犬干粮方面，榜单前四名排名保持稳定。零食/湿粮品类中，犬零食/湿粮榜单前 5 排名稳定，猫零食/湿粮榜单中弗列加特排名第 2 (+2)，顽皮排名第 4 (-1)。猫砂清洁用品方面，PIDAN 和许翠花位列 TOP2，排名与 618 保持一致。

- 3) AI+3D 打印：1) 消费级 3D 打印景气度高增，国内市场渗透正当时。3D 打印机 25 年双十一战报发布，销量维度，根据京东平台的统计数据，大促开局阶段，3D 打印机成交额同比增长高达 200%，成为增速最快的数码品类之一。价格维度，双十一期间国内消费级 3D 打印机掀起降价热潮，拓竹、创想三维等多个品牌多款机型降价超 30%，不少热门机型刷新历史低价。其中拓竹 P1S 单机售价降至 2209 元，较今年 618 再降 290 元，达到历史最低价，价格下探助力 3D 打印机消费级渗透持续加速。

拓竹龙头地位稳固，Snapmaker 四喷头机型开售，龙头品牌合力做大做强。(1) 拓竹仍稳居第一，连续三年蝉联京东、天猫双平台销量与销售额冠军，新品 P2S 全渠道上线 4 小时销量即突破 10,000 台，24 小时内销量 500+，P1SC、A1 机型分别以 24 小时销量 200+、400+紧随其后。(2) 创想三维 K2 也以月内高销量领先，其 3D 扫描仪多款机型跻身前列。(3) Snapmaker 独立四喷头 3D 打印机 U1 将于 12 月 12 日京东预售上线，目前可在京东平台锁定 U1 专属权益包。本次上线为四喷头 3D 打印机众筹后首次登陆国内大众消费平台，有望通过便捷操作、材料节约等优势，推动老用户换机需求及新用户渗透速度。行业加速渗透下，耗材端需求有望持续扩充。重点关注拓竹供应链相关标的，关注家联科技。

■ 三大长期主线跟踪：

- 1) 消费出海：跨境电商财税合规迎来强监管时代，行业出清马太效应利好龙头。伴随金税四期大数据监管落地，24 年 7 月税务局 15 号文后税务局掌握卖家收入端数据。25 年税务局 17 号文落地强调卖家完成收入端合规证明。10 月以来，税务局逐步向需要补充申报、补缴税的商家发送税务预警短信，短期来看之前未完成财税合规的中小卖家承压。长期来看，伴随行业出清，搭建合规框架的跨境龙头企业将在行业洗牌中脱颖而出，跨境电商行业规范逐步健全，行业行稳致远。
- 2) 功能价值 AI+：(1) 小米集团：“AI 才女”罗福莉加入小米。11 月 12 日，罗福莉发布朋友圈称，“智能终将从语言迈向物理世界。我正在 Xiaomi MiMo，和一群富有创造力、才华横溢且真诚热爱的研究员，致力于构建这样的未来，全力奔赴我们心目中的 AGI。”2 天后，小米发布智能家居未来探索方案 Miloco (全称 Xiaomi Local Copilot)，探索由大模型驱动全屋智能生活，用户可以跟智能家居系统对话沟通，经过大模型的推理计算，自动完成家庭生活中的各类智能需求和规则。Miloco 的发布是小米将大模型技术落地家庭场景的重要实践，对全社会进行开放，目前已在 GitHub 上线，开发者可部署、体验，参与技术共建。这或许是智能家居的“ChatGPT 时刻”，小米 AIoT 平台截至今年 6 月已连接的 IoT 设备数 (不含智能手机、平板及笔记本电脑) 达 9.89 亿台，数以亿计的米家摄像头、小爱音箱、台灯等设备都有望用上大模型。(2) 巴菲特加仓谷歌减仓苹果，或预示 AI+应用开始进入正循环。
- 3) 情绪价值：11 月 15 日据 The Hollywood Reporter 报道，索尼影业在凭借《K-Pop: 猎魔女团》在全球范围内取得成功之后，于本周拿下泡泡玛特旗下潮玩玩偶 Labubu 的影视改编权。Labubu 电影项目目前正处于早期开发阶段，目前尚未确定其制片人或导演，也暂未明确采用真人形式还是动画形式。索尼影视动画历史上曾创作多款广受欢迎的动画电影，其中最具有代表性的包括蜘蛛侠和蓝精灵等。与索尼的合作有望为



借助好莱坞的渠道为 Labubu 进一步拓宽市场空间。

三、轻工制造

■ 行业边际变化

- 1) 家居：底部企稳。1) 内销方面，10月社零增速同比+2.9%，10月家具类零售同比增速同比+9.6%，同比增速环比下滑，预计主因家居国补一定程度退坡叠加上游需求回暖仍需时间。2) 外销方面，据渠道追踪，部分家居企业10月外销订单有一定下滑，虽有黑五等促销活动，但10月份关税落地以及客户此前已提前备货，因此存在观望情绪，订单量相对个位数下滑；此外，根据CME跟踪，12月美国降息概率为44.4%，市场上对降息仍存分歧。展望后续，内销板块中长期等待地产端企稳及消费力回升，静待需求逐步回暖，头部大家居企业依托品类延伸、渠道赋能管理深化、零售变革等举措，优势或将逐步在报表端显现。外销方面，随着美国降息，或有望推动海外家具需求提振。建议关注技工贸一体化程度较高、海外产能布局领先、品牌化程度较高的企业。
- 2) 新型烟草：稳健向上。雾化方面，当地时间11月12日，美国总统特朗普签署法案正式结束联邦政府停摆，其中授权FDA动用不少于2亿美元强化对非法电子烟执法，要求至少投入200万美元成立由司法部、国土安全部与FDA共同领导的跨部门工作组，强制更新优先执法方向扩大至调味一次性电子烟。此前7月参议院已批准该项拨款，本次特朗普签署后即进入正式实施阶段。预计该项法案将加速非法产品的退出，显著利好合规市场扩容。HNB方面，在10月7日FDA已召开会议讨论IQOS产品续期申请后，FDA公开IQOS续期公众意见征集，将于12月8日截止。IQOS登录美国市场的进程已向前一步，期待26年IQOS打开美国庞大的HNB潜在消费市场，为其他厂商进入创造必要的消费者教育与政策监管适应条件。思摩尔作为唯一一家在雾化和HNB两大品类都深度切入海外烟草巨头供应链的上市企业，目前位置已值得恢复布局信心。
- 3) 造纸：截止11月13日，国内针叶浆/阔叶浆单位价格5490/4313元/吨，环比上周+66/+63元/吨，箱板纸/瓦楞纸/白板纸/白卡纸/双胶纸/双铜纸/生活纸报价3939/3285/3279/4197/4643/4975/5850元/吨，较上周分别+56/+59/+47/+128/+0/+0/+0元/吨。针叶浆在期货市场资金推动下大幅上涨，拉动现货价格走高。纸厂加紧采购且市场货源减少，阔叶浆价格亦有上涨。白卡纸整体供应较为稳定，在出口和内销支撑下整体需求保持增长趋势，纸厂频发涨价函以期改善盈利空间，且下游贸易商跟进较为积极，预期后续仍有一定上涨空间。
- 4) 包装：稳健向上。25年10月，全国粮油食品/饮料/烟酒/日化品社零增速分别+9.1%/+7.1%/+4.1%/+7.4%，下游包装需求处于稳步恢复中，预计将为包装企业整体业绩增长提供稳固需求基础。二片罐提价尚未最终落地，使25Q3金属包装板块盈利表现承压较明显。国内二片罐竞争格局持续向好，头部企业海外新建产能预计将有效缓解国内供给过剩压力，期待26年二片罐提价后价格重回合理区间，预计将直接增厚金属包装企业的盈利空间并改善行业整体盈利水平。
- 5) 潮玩：拐点向上。近期头部品牌通过把控新品发布节奏&多IP特点差异化布局带动成效显著。25M10盲盒娃娃GMV+41%。相应品类下泡泡+111%((销额8155万)，名创+183%，TOPTOY+324%，布鲁可同比明显提速(+70%，包含潮玩和婴幼儿品类)。【泡泡】海外旺季+多IP矩阵+渠道调整结构性扩张，北美开店节奏加快，近期宣发引导消费者回到线下门店，以提升复购与长期健康度。国内13日/14日分别发新labubu凌晨一点系列/MEGA LABUBU TEC 1000% 圣诞，北美14日上新多系列圣诞款新品(DIMOO/星星人/ZSIGA)。【晨光】九木杂物社积极布局IP热点，继11月发新“疯狂动物城”系列后，14日发新独家史努比圣诞礼物系列。重点关注潮玩龙头泡泡玛特、布鲁可等以及积极转型IP开发的传统头部企业、受益产业红利扩散的细分环节标的。
- 6) 轻工个护：略有承压。整体来看，M10线上GMV国产品牌表现整体优于外资，卫生巾M10+2.8%；其中护舒宝-5.9%，高洁丝-20%，苏菲-20%，国产品牌她研社+87%，淘淘氧棉+35%，自由点受到前期舆情&费用影响-42%；牙膏M10+11%，其中云南白药-8.2%，参半+84%，舒克+32%，冷酸灵-17%，外资品牌好来-0.6%，高露洁-7.1%。个护电商竞争加剧&控制费用投放，建议聚焦中长期逻辑空间：1) 具备持续差异新品成长周期驱动；2) 线下开拓能力稀缺带动中期份额提升超预期。
- 7) AI眼镜：4QAI眼镜新品持续发布，向大众消费电子加速渗透。本周11月13日，BOLON暴龙与Rokid乐奇正式推出了双方联名的AI拍摄眼镜——BOLON暴龙AI眼镜，包括三款SKU：太阳镜经典款售价2199元，满足基础防护需求。光学镜款售价2199元，可近视配镜。全视线款(光致变色)售价2599元，提供全视线Gen+S



动态感光镜片，是区别于乐奇眼镜的核心。Rokid 创始人&CEO 称明年公司眼镜产品销售目标为百万台以上。4Q 重点关注假日催化，根据 Meta 发布新的博客，根据十余年行业趋势数据显示北半球冬季假期期间用户时长显著增长，感恩节与圣诞节前后尤为明显。重点关注 1) 4Q 科技大厂新品发布节奏；2) 镜片关键卡位标的，如康耐特光学等。

四、纺织服饰

- 一句话概括：优选高景气度与格局变化较大行业，重视其中具备差异化的标的。
- 行业边际变化

品牌服饰端，10 月服装零售同比增长 6.3%，环比继续提升，国庆主要公司终端动销受天气偏热影响有所走弱，但全月数据依靠中秋以及下半年全国范围大幅降温实现逆转，目前来看终端消费仍处于弱复苏的趋势，参考久谦数据，波司登、罗莱生活等品牌保持良好的增长，展望 11 月以及冬季，今年官方气温预测全国平均温度低于去年，有利于服装企业秋冬装动销。建议持续关注消费后续改善的趋势。当前时间点，我们推荐关注两个方向 1) 有差别于行业独特 α ，今年或有显著弹性的标的，尤其是新零售业态；2) 业绩表现在于版块拥有显著优势的标的。

出口端，10 月我国纱线/服装/鞋靴出口额同比下降 9.1%/16.0%/21.0%，Q3 出口数据环比 Q2 整体走弱，10 月份从趋势来看仍然有压力，主要系前期关税波动对海外客户下单有明显影响并且 24H2 受抢出口影响基数较高。越南/柬埔寨出口增速趋势与我国相似。10 月部分公司出口数据有所改善，钰齐同比增长 10.8%，领跑行业；来亿有所改善。中美贸易摩擦反复，但此轮对市场的冲击明显弱于 4 月，当前市场主要担心纺织龙头 H2 订单和盈利情况，但无论从抗风险能力和产业链地位来看纺织龙头均具备较大优势，建议密切关注制造龙头超跌带来的投资机会。

五、美容护理

美护板块基本面表现良好，化妆品类 10 月零售同比增加 9.6%，增速环比 9 月提速 1pct，但估值受新消费板块影响有所下调。

【双十一复盘】双十一销售数据陆续公布，个护美妆品类销售额占比达 8.2%，位列第四；护肤美容类销售总额为 991 亿元，较去年双十一同比增长 38.6%，显示需求端依然保持强劲。从品牌表现来看，国货品牌延续强势态势，护肤类目由珀莱雅、韩束领跑，彩妆类目中毛戈平、恋火跻身行业前五。以抖音为代表的 content 电商表现突出，渠道增长动能显著。今年通过降低活动门槛、规则向中小达人和商家倾斜，实现有效扩量，销售额超越快手，位居平台第三。内容电商对爆款商品的打造效果尤为明显，销售额破亿元的单品数量同比增长 129%。在爆品驱动下，品牌格局变动加速，具备渠道打法优势的韩束反超欧莱雅成为抖音平台销售额第一，且国货品牌表现抢眼，抖音前五席位中占据四席，国货占比显著高于天猫、京东等传统货架电商。

【重点公司战报】若羽臣：全渠道总 GMV 同比+80%，爆品打造与复制能力持续验证，其中绽家天猫/抖音/京东/小红书销售额分别同比+65%/102%/135%/46%，家清类持续领跑；斐萃 GMV 环比 618 增长 110%，天猫/抖音/京东销售额分别环比 618 增长 240%/+100%/+180%+；NuiBay 完成双十一首秀，获天猫美白麦角硫因类多榜 top1，保健品的全价位布局初见成效。

整体来看美护行业内格局分化加剧，在双十一大促与新品周期催化下，建议优选：1) 积极推进改革、品牌扩张，具备困境反转与补涨空间的传统类标的；2) 基本面良好，但估值受板块影响已来至合理区间的一线龙头。

六、家用电器

1、建议关注两个方向，1) 经营韧性突出、蓄水池深厚、分红有望提升的白电龙头，2) 内销格局优化、成本端价格稳定、出海份额持续提升的黑电龙头。

2、行业边际变化更新：

1) 白电：进入 Q4 面临高基数压力，10 月线上销售数据有所下滑，但企业反馈发货端数据表现好于线上零售监测数据。据奥维云网，内销方面，10 月空调、冰箱、洗衣机线上销量同比分别-22.2%、-22.4%、-18.2%。外销方面，出口压力有所缓解，但分品类来看，空调出口增速弱于冰洗。我们预计主要受天气因素影响，一方面 25 年东南亚夏季雨季时间明显长于往年、南美天气偏冷等因素对今年海外空调需求有所压制，另



一方面 24 年海外高温也造成了较高的基数。冰冷需求相对较好，三季度出口同比+4.7%，其中非洲、亚洲、南美、大洋洲出口量实现同比正增长，分别同比+41.2%/18.7%/18.2%/2.6%，北美、欧洲同比-21.3%/-5.4%。

- 2) 黑电：受国补退坡影响，内需放缓，但大尺寸与高端产品出货提速带动产品结构持续优化，对冲部分影响，海外出货则持续保持修复态势。内销方面，国补退坡下结构升级速度环比 Q2 有所放缓，但仍维持在相对不错的位置，三季度 Mini LED 渗透率 28.3%。外销方面，7 月以来发货有所恢复，但仍处于下滑区间，9 月电视出口同比-8%。展望后续，面板有望保持稳定，海外需求有望在补库+26 年体育赛事的催化下持续恢复：10 月 TOP8 品牌采购量同比+9%，11 月在去年同期高基数的影响下，同比-1%；供应端，TOP8 品牌采购 10 月/11 月同比+8%/-1%，预计中小尺寸 TV 面板价格下跌 1 美元，大尺寸下跌 2-3 美元。
- 3) 景气度方面，白电略有承压，黑电略有承压，厨电底部企稳，扫地机略有承压。

七、零售互联网

- 1) 线下零售景气度：商超店效趋稳、百货-略有承压，调改类向上、电商-底部企稳。
- 2) 线下零售&文旅：率先体现消费复苏预期，政策与资金有望共振。近期多地出台消费及文旅刺激政策，政策效果&逻辑有望扩散。叠加双节文旅订单催化，以及地方调改效果显现，区域龙头&商超主力有望直接受益区域消费券兑换及客流回暖。线下零售业态中，9 月全国限额以上-百货店累计同比为 0.9%，环比下滑；9 月限额以上-超市累计同比为 4.4%，环比下滑。
- 3) 黄金珠宝：自 2025 年 11 月 1 日起上海黄金、期货交易所买卖标准黄金实行差异化增值税管理，政策有意引导交易走场内、简化退税流程、减少资金占用的设计：1) 投资金销售企业，免税套利消失或推动需求向头部集中，利好消费者的投资金需求流向具有上海黄金交易所会员资格的头部企业，如菜百股份、中国黄金、老凤祥等。2) 非投资金饰品销售企业，短期利润承压（进项税额扣除率从 13%变为 6%），中长期看中小金饰品牌&水贝市场金价与品牌端价格差异显著收窄，利好具备定价能力的行业头部企业，一口价黄金产品占比提升较快、高端及悦己类客群稳定的珠宝企业。持续推荐头部金饰品牌：1) 老铺黄金，门店店效高增持续，年内三次涨价持续巩固高端定位，业绩对成本端变化容忍度较高；2) 潮宏基，终端动销热度持续，公司品牌溢价能力验证，自采比例提升叠加新品上新驱动盈利能力持续提升，全年业绩或超预期，当前低估值性位置价比较高。
- 4) 跨境电商：亚马逊三季报营收同比增长 13%，超市场预期，其中第三方卖家服务同比增长 12%，广告业务同比增长 24%，景气度持续但显现平台费用率提升趋势，或加速市场中小卖家出清与集中度提升。亚马逊 10 月底推出 1.4 万人裁员计划，声称以精简运营并加快人工智能的部署。本次是亚马逊继 2022 年底裁员 2.7 万后的最大规模调整，占其全球 35 万名企业员工（不包括仓储工人）的 4%。亚马逊大规模裁员一定程度反映行业景气度放缓以及库存出清周期显现（2022 年同样为去库阶段）。
- 5) 行业终端景气度略有下调，短期内盈利能力受关税及成本端波动影响，企业通过供应链转移、涨价、降本控费等方式不同程度应对，造成业绩分化持续。建议关注具备业绩韧性的头部跨境电商品牌，安克创新，或产生低估值布局机会。
- 6) 线上零售：10 月份社会消费品零售总额 46291 亿元，同比增长 2.9%，整体表现依旧承压。双十一收官，整体来看表现较为平淡，静待后续消费修复。京东发布第三季度业绩，Q3 调整后净利润 58 亿元，同比-56%，外卖业务虽然在 Q3 以来已经在竞争中投入边际放缓，但仍对报表端有较大影响。

八、社会服务

- 一句话概括：海南封关临近，9 天春节假期公布超预期，免税政策新规实施，海南免税主题发酵；看好高性价比餐饮复苏；旅游高景气维持；餐饮拐点向上；酒店稳健向上；教育：1) K12 高景气维持，2) 职业教育底部企稳；人服稳健向上。
- 行业边际变化：
 - 1) 茶饮：根据久谦数据跟踪，2025 年 9 月古茗、喜茶、奈雪的茶、茶百道、蜜雪冰城、霸王茶姬的门店店效同比增长分别为 16.09%/3.90%/1.53%/-1.21%/32.99%/-16.23%，品牌间分化明显。从业绩持续性角度，目前成长性最好的茶饮品牌主要为蜜雪冰城和古茗。蜜雪冰城兼具出海+下沉逻辑，在低端价格带具备显著竞争优势，但目前国内



门店数已经较多，海外拓店面临阶段性放缓，整体估值偏高。古茗成长性主要来自于跨区域门店拓张（全国多个省份仍未开始布局）+品类扩张（重点推出咖啡），门店数量仍有翻倍空间，且咖啡品类成长空间明显，估值相对蜜雪更低。

- 2) 餐饮：10月社零餐饮收入5199亿元，同比增长3.8%。10月整体来看各餐饮公司表现略好于9月，同店及翻台率处于修复趋势当中，从量价来看价格端保持此前趋势，未出现明显消费升级现象，增长主要依靠线下客流量增加驱动。

九、风险提示

- 政策落地不及预期：当前内需依然偏弱，主要依赖增量政策托底，若后续落地效果不及预期可能造成不利影响。
- 关税风险：当前美国关税仍存在较大不确定性，若最后关税仍维持较高水平，或对美国消费形成一定冲击
- 市场波动风险：当前市场情绪变化较大，可能导致波动率同步放大。
- 数据跟踪误差：高频数据跟踪可能存在统计误差。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址: 北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究