



Research and  
Development Center

# 关税一波三折，布局短期错杀标的

轻工制造

2025年4月13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

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

## 周观点：关税一波三折，布局短期错杀标的

2025年04月13日

### 本期内容提要：

**出口：特朗普关税重大转折，出口叙事向常识方向演绎。**本周特朗普政府对中国关税税率已提至145%，并推迟其余国家加征关税90天（期间按照10%征收）。巨大关税差背景下，龙头凭借全球产能布局、本土化供应充分、海外管理&生产效率优异等综合优势，快速抢占全球份额。关税扰动下美国终端需求前置（Costco美国截止4月6日的5周内销售同比+8.7%），我们预计龙头订单前置、H1报表有望表现突出。持续关注海外布局充分的匠心家居、永艺股份、共创草坪、天振股份等，估值低位、海外布局快速扩张的嘉益股份、哈尔斯、众鑫股份、英科再生、恒林股份、建霖家居等，美国占比有限的浙江自然、玉马科技等，行业加价倍率高、关税有望顺畅传导的浩洋股份、西大门等。

**造纸：纸价维持震荡，纸厂仍存挺市意愿。**1)文化纸：终端下单谨慎，纸厂存挺市意愿，规模纸企出单尚可且招标价格相对理想，我们预计短期维持震荡趋势；2)白卡纸：行业进入传统淡季，市场出货放缓对纸价形成向下驱动，我们预计短期纸价维持平稳向下；3)包装纸：部分纸企宣布4月中旬提价，目前市场价格已止跌企稳，我们预计后续有望温和向上；4)特种纸：热转印、格拉辛等日用消费系列格局优异、供需稳定，我们预计提价落地尚可，后续有望高位稳定。本周太阳纸业、五洲特纸发布年报，太阳凭借完善林浆纸布局仍可维系稳定盈利，五洲产能扩张步伐加速、25年产能有望增至280万吨+（24年产能为213万吨+）。此外，仙鹤控股股东拟增持3-5亿元，彰显发展信心和投资价值。建议关注浆纸一体、盈利改善的仙鹤股份、太阳纸业、玖龙纸业、五洲特纸、华旺科技等。

**新型烟草：思摩尔发布一季报，费用投放影响短期盈利。**我们预计Q1思摩尔收入端平稳，其中一次性承压，APV&换弹有望延续增长，HNB、美容等贡献有限；利润承压主要系费用投入同比增加以及税率提高。美国关税提升&对非法清关加强监管，思摩尔等龙头供应商合规管控强、海外产能布局充沛，市场份额有望提高。关注思摩尔国际、中烟香港，关注盈趣科技。

**家居：地产发力可期，订单改善延续。**25Q1地产二手房成交量表现强于新房、但房价表现依然偏弱，核心城市新房表现较好。我们预计地产后续有望成为政策发力的核心板块，期待一线城市进一步放松以及收储、城中村改造的政策发力。我们预计3月慕思、顾家工厂接单增长表现好于行业，此外喜临门、好太太、瑞尔特等依托于线上表现、环比显著改善。展望Q2，我们预计家居全国补贴范围仍在扩张，后续Q2基数逐季走低，家居龙头订单有望迎实质性增速改善。家居为内需方向中位置&预期均相对较低的板块，且政策发力相对明确，建议关注更新需求占比较高的顾家家居、慕思股份、喜临门、好太太、敏华控股等，关注依托于地方补全国实现份额提升的欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居等。

**消费：玩具产业景气度高，泡泡4月新品值得期待。**深圳玩具展参展方1400+家，呈现头部集中趋势，拼装积木、搪胶毛绒、卡牌、萌粒、AI玩具

等热度较高。据观察，核心圈层拼装模型品牌（如藏玩阁等）逐步开始做泛人群（非深度爱好者），推出拼装难度&价格偏低产品；积木人玩家推出明盒拼搭手办类产品；微缩场景（结合IP）积木产品明显增多。搪胶毛绒玩家增加，零售价普遍定位LABUBU的1/2左右；卡游的卡牌类产品陈列面积占比更高、推出3D立体卡牌，集卡社趋于向IP衍生品周边集合店发展。萌粒玩家较多，奥飞叠叠乐产品增速亮眼，卡游等跨品类玩家推出萌粒产品，Funko萌粒类产品展台较为火爆。目前教育类AI产品数量多于情感陪伴类，2025年计划上市的产品较多。泡泡玛特4月新品值得期待，围绕热门IP丰富产品矩阵，4月10日发售Hirono回声系列手办（69元）&周边、SkullPanda可动人偶（1299元）、海绵宝宝好朋友系列盲盒（69元），11日发售MEGALABUBU1000%/400%托尼托尼·乔巴（5999元/1299元），13日发售蜡笔小新春日部游艺会福袋（59元），17日发售Zsiga森林漫步系列拼搭积木（199/269/699元）、星星人系列手办（69元）&毛绒挂件盲盒（89元）&周边、泡泡萌粒睡衣派对系列公仔，18日发售星星人系列珠宝。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**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。

**包装：永新股份&裕同科技经营稳健，两片罐25Q1或将承压、下游稳步复苏。**我们预计永新股份25Q1增长稳健，彩印终端有改善迹象、下游客户去库压力弱化；功能性薄膜增加对外销售，规模效应有望进一步释放，预计盈利能力有提升空间。海外业务层面扩张加速，管理团队年轻化，战略目标预计制定较高，后续加强公司激励和人才引进，通过市场化激励保持团队向上动力和忠诚度。裕同科技直接对美出口业务极少，产品本身价值量低、且净利率不高，客户进一步压价空间不大。金属包装方面，我们预计两片罐价格延续承压，国内两片罐25Q1可能产生亏损，但伴随终端企稳复苏，预计后续有望稳步提价。关注**永新股份、裕同科技、昇兴股份、宝钢包装、奥瑞金**等。

**电工照明：关注稳健防御资产，关税暂缓加速海外补库。**公牛集团推出沐光交响系列薄隐智能吸顶灯，融合极致超薄、自然光谱、语音智控等功能，我们预计公司25年将加快渠道布局。第137届广交会中公牛集团设置照明&新能源展区推广墙开/转换器/LED灯/全场景储能及新能源车充电系统，巨星科技则重点展出旗下WORKPRO、S·K、SWISS+TECH等品牌工具及户外产品。出海方面，特朗普政府4月11日宣布90天关税暂缓期，避税目的+高通胀预期下电动工具海外零售商及制造商正加紧补库，我们预计25Q2出货增速将较为可观。持续产品创新+渠道扩张仍是电工照明企业发展主线，龙头公司巩固竞争优势，关注增长稳健且新增长曲线拓展顺利的**公牛集团**、业绩企稳并维持高分红的**欧普照明**，左侧关注积极调整经营策略转嫁成本压力并有望依靠产品优势扩大市场份额的**巨星科技**。

**两轮车：九号份额持续提升，以旧换新持续加快。**九号公司24年实现收入同比+38.9%，归母净利同比+81.3%；我们预计公司25年有望继续领跑中高端市场、发展渠道（24年门店数7600+）。行业方面，截至4月8日，全国电动自行车售旧、换新各334.1万辆，其中1月/2月/3月/4月1-8日分别为15.6/86.3/186.1/46.1万辆，累计申请补贴22.7亿元，带动新车销

售 95.5 亿元，补贴效果拉动仍在加快。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**，科技引领的**九号公司**。

**黄金珠宝：金价利好精品金饰消费，潮宏基 4 月动销趋势良好。**本周金价经历波动后再创历史新高，我们预计在金价上行的有力支撑下，精品金饰（一口价黄金、高工费古法金等）消费有望受益。具体看，我们预计潮宏基 4 月终端动销有望取得良好成绩，公司 3 月推出“故宫”系列新品在小红书已有上万条笔记，我们预计有望延续“梵华”系列靓丽表现。老铺黄金方面，由于品牌采用一口价模式定价，金价上行时有望激发消费者心理上相对性价比的偏好，叠加 SKP 商场 4 月生日庆活动氛围，我们预计终端动销高增可期。建议关注品牌价值持续凸显、终端有望逆势增长的老铺黄金、潮宏基，基于投资金特色及区域卡位跑赢行业的**菜百股份**，静待底部反转机会的**周大生、老凤祥、中国黄金**等。

**跨境电商：海外供应链布局、主营产品类等或带来关税成本差异。**美国关税政策持续变化，考虑到不同国家间情况差异，龙头通过布局海外供应链有望创造成本优势，例如安克创新、致欧科技、卡罗特、赛维时代、傲基股份等卖家均在东南亚等海外地区有布局供应链。卡罗特主营产品类为锅具（不粘锅属于铝制品）在此前已承受铝制品关税加征，目前暂时豁免于本轮整体加征。我们认为具备优秀运营能力、成熟仓储物流体系的头部卖家有望危中求机，实现市场份额提升。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。

**母婴童：存量店效提升，加速直播电商布局。**孩子王发布 25Q1 业绩预告，预计 Q1 实现净利润 0.29-0.38 亿元、同比增幅达 150%-230%，主要系存量业务发力，直营门店店效提升，结合 24Q1 基数相对低叠加完全合并乐友后共同发力。此外，4 月 9 日公司与辛选联合主办泛母婴生态共创大会，双方合资创立的“链启未来”泛母婴生态创新平台正式亮相，双方将集合供应链、电商等全渠道资源优势，为生态链合作方赋能。我们认为“链启未来”亮相标志着公司或将加快优质内容及直播矩阵的建设，使得后续直播常态化；叠加公司当前单店模型改善、后续下沉市场加盟模式发力，以及 BYKIDS AI 伴身智能赛道的拓展，当前流量+服务+数据+平台的“全域生态”平台初具规模。建议关注母婴童赛道龙头，正积极探索打造母婴全域生态的**孩子王**，及与万代合作深化的**爱婴室**。

**电商：AI+供应链赋能下沉市场夫妻店，产业互联网模式重构农村商业生态。**汇通达网络 4 月 10 日举办“AI+战略产品发布会”，推出“千橙 AI 大模型+智能硬件”一体化解决方案，赋能乡镇夫妻店，全面升级下沉市场 AI 战略。公司以“供应链+AI+数据”重构下沉市场商业链路，打造城乡数字化流通基础设施，构建产业互联网新生态。我们认为公司当前在下沉市场覆盖率、门店数量及数字化能力层面领先行业，下沉市场可挖掘商业空间大，或为扩内需核心增量。建议关注专注对中国下沉市场赋能的**汇通达网络**。

**美妆：线上差异化投放，大单品兼顾高曝光与转化。**据蝉妈妈数据，头部美妆品牌抖音 GMV 3 月均保持 20%以上增长，毛戈平、兰蔻 3 月增速领跑，花西子增速下滑。毛戈平 1-3 月抖音 GMV 同比增速超 50%，其中粉

膏粉底液类产品销售额突破 1000 万。公司美妆达播合作多集中在肩部及腰部主播，匹配公司进行差异化投放的营销策略。公司依托线下专柜积累多年用户信任度，线上推广以扩大消费者认知和曝光为主，后续仍以“高曝光+大单品”策略为核心，助力业绩提升。建议关注产品创新力与文化赋能兼具的毛戈平。

**IP 零售：名创 Q1 同店环比改善，供应链多元化应对风险。** 泡泡玛特授出近 50 万股奖励，以激励公司 43 名核心突出贡献员工。名创优品 25Q1 同店趋势改善，公司运用供应链多元化，当前美国业务直采比例已近 40%，同时建立东南亚、拉美等多国供应链应对制裁风险。后续 IP 通过自有 IP、投资孵化 IP 及第三方合作同步推进，迪士尼、三丽鸥等长青 IP 将继续通过独家框架深挖品类合作。我们认为名创当前在 IP 驱动下的旗舰店扩张战略具备差异化壁垒，公司美国业务稳健拓展，当前估值具备性价比。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**。

**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

姜文镔，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，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、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）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：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。