



Research and
Development Center

新消费成长业绩靓丽，造纸涨价，家居 &两轮车复苏，出海加速产能转移

轻工制造

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

姜文镪 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮 箱：

jiangwenqiang@cindasc.com

新消费成长业绩靓丽，造纸涨价，家居&两轮车复苏，出海加速产能转移

2025年03月23日

本期内容提要：

- **造纸：**4月浆价报涨，造纸新一轮提价函预计继续落地；4月亚太森博宣布阔叶浆涨价200元/吨。近期全球供应扰动频发，ILIM、Bracell、Mercer、亚太森博等均发布停机检修或转产公告，我们预计本周纸浆周落幕后，外盘报价仍将保持强势。受益于成本支撑，我们预计纸企3-4月提价函稳步落地，且后续仍有提价预期。**仙鹤、五洲**凭借成本&技术等优势，订单仍较饱满，我们预计行业吨盈利Q1环比有望回暖、此后逐季提升。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。
- **家居：**地产企稳预期显现，315订单势头向好。25年1-2月商品住宅新开工面积同比-29%，商品住宅销售面积同比-3%，住宅竣工面积同比-17.7%，家具零售额同比+12%。我们预计软体1-2月零售订单持平或略增、定制1-2月工厂接单持平或个位数下降；各家企业315期间经营趋势向好，我们预计欧派销售相较过去2年改善、**志邦**终端销售正增长、**金牌**终端销售双位数增长、**顾家&喜临门**销售表现较好。后续家居业绩持续低基数，有望迎来实质性的订单增长。对比2025与2024政策力度，广州、深圳、上海、海南、湖北、重庆、江苏家居补贴政策力度加大（补贴比例或补贴金额上限）；此外，部分省份或开放地方补全国，龙头品牌有望持续受益。更新需求占比较高的**顾家家居、敏华控股、喜临门、慕思股份、好太太**等有望迎来更好经营表现。
- **消费：**布鲁可密集发布新IP，百亚逐步回归常态化。布鲁可24H2收入12.0亿元（同比+111%），经调利润2.9亿元（同比+248%）；24H2奥特曼收入同比+40%、占比42%；变形金刚收入同比+115%、占比22%；自有IP英雄无限收入同比+199%、占比12%；假面骑士24年收入占比8%。芝麻街、小黄人、初音未来樱花版上新，奥特曼闪耀版第10弹、群星版第14弹即将上市，英雄无限星光版第6弹推出，25Q2-4三丽鸥、柯南、哈利波特、LINE FRIENDSx变形金刚、蝙蝠侠、星球大战、EVA少女版等新IP或新系列有望陆续上市，25Q2增量可期。百亚24年收入同比+52%，归母净利润+21%，我们预计后续有机棉产品有望焕新、益生菌新品有望推出；315短期构成影响，当前抖音已在工厂复播，我们预计退款率已基本恢复到315前，小红书逐步恢复投放，天猫持续投入。关注传统消费复苏可期的**公牛集团、晨光股份、结构性成长的润本股份、布鲁可、百亚股份、登康口腔、乖宝股份、中宠股份、雅迪控股、爱玛科技等，智能眼镜方向的康耐特光学、英派斯、博士眼镜、明月镜片等。**
- **两轮车：**小牛发布年报，以旧换新效果显著，深圳提出“换电之城”构想。小牛电动24年整车销量92.4万辆，实现营收32.9亿元（同比+24%）；24Q4中国整车销量达18.2万辆（同比+65%），海外整车销

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

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

量 4.4 万辆（同比+64%）。据商务部信息，今年截至 3 月 18 日，我国电动自行车以旧换新共交售旧车、换购新车各 204.4 万辆，带动新车销售 56.1 亿元（1-2 月该组数据为 101.9 万辆、26.6 亿元），政策驱动下效果提速。深圳召开“换电之城智享安全——共筑电动自行车行业高质量发展新生态大会”，从标准化建设体系化、安全治理系统化、产业升级生态化等方面为行业发展锚定战略坐标。头部企业基于渠道规模、技术研发等综合优势，有望深度参与行业变革，新生态构建过程中持续提高市场份额，深化竞争壁垒。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：老铺黄金预售启动，潮宏基订货会新品靓丽。老铺黄金 SKP 渠道 4 月活动是重要销售节点，预售已经启动，我们预计本轮活动周期销售增速有望在翻倍以上，且高端客群稳定渗透、大众客群快速破圈。潮宏基顺利举办春季新品订货会，一口价黄金方面“布丁狗”、“人鱼汉顿”等新 IP 联名备受关注，高克重精品古法金饰“故宫系列”有望延续“梵华系列”靓丽表现。传统品牌中，我们预计老凤祥今年以来出货情况或与行业大盘接近，但受益于阶段性金价上涨，利润端表现或略优于营收端。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老凤祥、周大生、中国黄金等。**
- **新型烟草：思摩尔国际发布年报，确立 HNB 为第二增长曲线。2024 年思摩尔实现收入 118.0 亿元（同比+5.6%），全面收益总额为 14.2 亿元（同比-9.6%）；单 Q4 实现收入 34.8 亿元（同比+8.8%），全面收益总额为 3.6 亿元（同比-2.6%）。拆分来看，全年 APV 实现收入 24.8 亿元（同比+34.0%），其中欧洲/美国同比分别+37.2%/+14.0%；代工业务实现收入 92.2 亿元（同比-0.3%），其中欧洲/美国同比分别+0.3%/+2.4%。公司前期研发投入终见成效，1) 美容：H2 雾化美容品牌岚至上线，累计贡献收入 2700 万元；2) HNB：24 年产品成功上市，公司明确 HNB 为第二业务增长曲线，25 年为关键落地阶段、有望在全球多个市场逐步推出。此外，雾化换弹受益于海外市场监管趋严、边际延续复苏，建议关注深度绑定全球烟草龙头的思摩尔国际。**
- **出口：本周更新海关数据，龙头加速产能转移。1-2 月出口多数细分赛道由于去年补库高基数而同比承压（23-25 前 2 月 CAGR 仍保持稳健增长），其中保温杯、全地形车、宠物食品&尿垫等新消费受益于海外高景气延续，同比保持稳增趋势；两轮车、充气床垫补库节奏滞后，同比亦呈正增趋势。此外，沙发、床垫、办公椅、PVC、人造草坪等细分赛道海外生产基地布局逐步完善，龙头受贸易摩擦影响加速转移产能，我们预计龙头企业接单情况远优于海关统计数据。关注海外布局充分的永艺股份、匠心家居、共创草坪等，业绩具备弹性的嘉益股份、浙江自然等，结构成长、估值依然偏低的哈尔斯、西大门、英科再生、玉马科技、英派斯、建霖家居等，关注困境反转的浩洋股份、天振股份等。**
- **跨境电商：多维度政策调整，行业出清或迎来加速。亚马逊平台通过邮件提醒卖家贸易政策风险，我们也注意到联邦机构将于 4 月 1 日提**

交对“800 美元免税额度”政策正式审查报告；此外，亚马逊发布促销政策调整通知，一方面优惠券费用有所提高，另一方面卖家自主安排促销活动的灵活度提高。Temu 加速全托管转半托管进程，4 月或将完成全量全托管爆款商品的强制迁移。TikTok Shop 在德意法西和英国跨境店入驻主体资格由此前仅限本土卖家放宽至中国大陆和中国香港主体。跨境电商行业多维度政策调整，卖家盈利压力显现、拔高经营门槛，行业出清或加速，具备优秀运营能力、成熟仓储物流体系的头部卖家有望受益。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：孩子王合作涂鸦智能，推动母婴童市场 AI 智能化进程。孩子王 3 月 18 日公告与涂鸦智能达成合作，并协同此前与火山引擎共同成立的 BYKIDs 伴身智能孵化器。孩子王作为母婴童赛道头部零售渠道，将充分发挥其渠道优势，AI 伴身智能产品将在孩子王渠道进行首发，并携手涂鸦智探索海外市场机遇。我们预计 3 月 28 日 BYKIDs 伴身智能孵化器发布会公司将公布更多合作细节及相关婴童 AI 伴身智能产品后续规划。爱婴室与万代南宫梦进一步深度绑定，3 月 29 日万代拼装模型店也将于苏州中心开业，此为爱婴室与万代合作的新式店铺形态，后续双方还将在全国范围内推广更多门店，与万代的合作或将助力 IP 业务成为公司新的增长曲线。建议关注母婴童赛道龙头，正积极探索打造母婴 AI 新领域的孩子王，及与万代合作深化的爱婴室。**
- **包装：永新股份 24Q4 利润超预期，裕同科技经营稳健，两片罐 25Q1 预计承压。永新 24Q4 收入同比+10%，归母净利润+42%，彩印收入稳健增长，薄膜、出海增速靓丽；2024 年分红率达 81.2%，延续高分红；管理层焕新，年轻化促成长。手机国补政策更新，针对指定手机（商品到手价 6000 元以上）补贴立减 10%、至高 1000 元、全国可用，裕同供应高端机型为主、有望受益。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。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

姜文魑，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； 增持： 股价相对强于基准 5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。