



Research and
Development Center

IQOS 正式入美，泡泡 IP 明星化，老铺&润本高景气延续，

AI 端侧持续迎来催化，加强低位价值个股布局

轻工制造

2025 年 03 月 30 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

姜文镪 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

IQOS 正式入美，泡泡 IP 明星化，老铺&润本高景气延续，AI 端侧持续迎来催化，加强低位价值个股布局

2025 年 03 月 30 日

本期内容提要:

- **造纸:** 4月浆价报涨，纸企盈利改善预期强化。Suzano 宣布 2025 年 4 月亚洲价格上涨 20 美金、欧美价格上涨 60 美金，此前亚太森博 4 月提价 200 元/吨。受制于下游库存高位&需求平稳，3 月提价未能充分落地，我们预计此次调价主要系浆厂延续强势挺价、以涨促销，后续浆价或逐步趋于平稳。成本支撑下，我们预计 3 月为仙鹤股份盈利拐点、Q1 盈利有望环比平稳或小幅改善，Q2 有望创历史新高，全年盈利有望超预期。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:** AI 睡眠加速发展，龙头企业积极布局。艾瑞咨询发布 2025 AI 时代健康睡眠白皮书，2024 年全球智能床垫市场规模为 18 亿美元，68% 消费者希望通过 AI 智能床垫进行深度放松按摩、快速入眠；90 后、80 后对 AI 智能床垫尝试度高达 75%、73%。伴随数据精准度提升，AI 床垫将从数据监测持续向健康支持和干预方向演进。慕思股份推出 2025 年 AI 智能床垫新品 T11+，搭载第三代压电陶瓷高精传感器、潮汐算法 2.0，从床延展到空间、享受睡眠仪式感；经中国睡眠研究会联合 8 家单位测评验证，使用慕思 T11+，用户的平均入睡速度可提升近 50%，平均翻身次数减少 14.6%、平均睡眠时长增加 38%。3 月 18 日，顾家家居联合群核科技发布全链路“AI 设计大脑”，从前端营销到设计生产全链路打通，通过对海量数据的智能分析，创新的“用户+设计师”共同设计模式精准匹配用户需求，可在 5min 实现需求交付。3 月 19 日，喜临门与清华大学共建“智慧睡眠技术联合研究中心”正式揭牌，2024 年喜临门智能类产品收入迈入亿元门槛，搭载 AI 功能的宝寐床垫 24Q4 推出，25 年 1-2 月销量持续爬坡。更新需求占比较高的顾家家居、喜临门、慕思股份、好太太、敏华控股等有望迎来更好经营表现。
- **消费:** 润本新品值得期待，AI 玩具百花齐放。根据婵妈妈，3 月 1-27 日抖音 GMV 同比+43%；2 月防晒啫喱新品销售额快速爬升，青少年防晒 3 月推出，青少年系列护肤&洗护产品后续有望推出，海龟爸爸、袋鼠妈妈 25 年青少年均保持高增，侧面验证青少年护肤市场景气度。近期多款 AI 陪伴类新品官宣，智能电动毛绒品牌趣巢推出 AI 抱抱喵，拥有一定的情感分析功能，并根据主人情绪更真实地模拟真实猫咪的行为和反应；豪威科技推出 AI 儿童陪伴机器人“源宝”，嵌入 30+ 心理学儿童评估模型，涉及实时监测情绪波动+行为分析、危险行为预警提醒直达家长手机的功能，另有 20 款心理引导模型，如正念引导、压力释放引导、冥想引导等。珞博 Robopoet 此前发布的口袋 AI 毛绒宠物 Fuzzoo，搭载了声网的对话式 AI 技术，能够为用户提供个性化交互体验，可搭配 DIY 头饰、背包等配饰，有望成为社交神器与潮流标

签，2025年巴塞罗那移动通信大会预售首日即斩获5.2万订单。建议关注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。

- **两轮车：雅迪、绿源发布业绩公告，25年经营经营恢复确定。**雅迪24年实现营收282.36亿元（同比-18.9%），扣非归母净利润12.72亿元（同比-51.8%），电动两轮车销量为1302万辆（同比-21.2%），我们预计25Q1公司有望实现销量350万辆以上，同比增长60%以上，同时单车利润较23年也有望明显提升。我们认为，25年公司有望在全环节销量、盈利能力、利润表现等维度较23年有所增长，利润端弹性预计比销售端更高。**绿源**24年实现营收50.72亿元（同比-0.5%），扣非归母净利润1.17亿元（同比-19.8%）。我们认为，25年以旧换新政策有望从需求端激发消费活力，新国标则有望从供给端加速行业出清；头部企业市场份额提升，有望受益于25年政策增量、实现经营业绩恢复。推荐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**。
- **电工：积极推进产品/渠道创新，龙头公司增长仍可期。**1) **公牛集团：**25Q1收入仍延续稳健趋势，公司积极推进新产品、新渠道、新市场拓展，传统主业稳健+维持高分红，新兴业务（照明/新能源/出海）提供增量。分业务看：①转换器：量稳价增，地位稳固。②墙开：行业延续下滑，公司通过产品创新+价格策略+渠道排他实现结构性增长，市场份额持续提升。③照明：重启渠道扩张，无主灯单店模型优化，经营有望改善。④新能源：C端份额绝对领先，规模效应逐步显现、盈利改善，维持高增势能。⑤出海：东南亚渠道建设完毕、预计高增，欧美/日韩客户亦加快转化。⑥电动工具：新业务进展顺利，初期铺货保持较高增速。2) **巨星科技：**24年净利润增长35-50%，25Q1延续增长势头，订单良性+产能满产，收入确定性强。公司以产品创新+全球布局+多元渠道为抓手，持续提升全球份额。短期关税因素、美国地产偏弱对公司经营造成影响，预计公司关税分摊比例较低、自然更新需求带动海外需求弱复苏，中长期公司仍有较强α和持续增长动能。
- **美护：毛戈平发布年报，线上渠道增速显著，国际化战略进行时。**毛戈平24年实现收入39亿元(yoy+35%)，公司从单纯的业绩高增转向高质量增长。线下专柜扩张，强化“体验式试妆”优势，提升用户粘性。公司2024年线下自营及经销专柜共计409个(新增25个专柜)。线上渠道扩张，全渠道精细化运营，会员复购率提升显著。公司24年线上及线下会员总数约为1500万人、同比23年增长约50%；同时，会员复购率提升至30.9%(+4.1pct)，其中线上复购率/线下复购率分别为27.5%/34.9%(+5.5/2.1pct)。公司正通过高端化产品策略，持续丰富产品矩阵，如2025年1月推出MAOGEPING国韵凝香香水系列，进军高潜力香氛市场；同时公司计划孵化或收购具备技术、专利的中高端美妆品牌，完善自身品牌矩阵。公司现已通过丝芙兰进入中国香港，未来将在海外建设百货专柜+电商双渠道，欧美及亚太区域也计划进行本地团队的搭建。我们预计公司将持续结合品牌力、产品力及

渠道力实现业绩增长，引领国货美妆高端化浪潮。建议关注产品创新力与文化赋能兼具的毛戈平。

- **黄金珠宝：老铺黄金与潮宏基 3月有望延续逆势高增，行业景气下滑收敛。**尽管近期金价再度冲高或给持续恢复带来不确定性，但拉长看行业景气度仍具备较强逻辑。**老铺黄金 SKP 渠道 4月活动将正式开启**，我们预计 3-4 月销售增速有望延续此前 1-2 月靓丽表现。我们认为，短期加盟商开店品牌偏好或从“大店型密布抢占市场”向“差异化布局保障盈利”转换，利好**潮宏基**等差异化品牌。传统品牌中，**豫园股份** 24 年珠宝时尚业务实现营收 299.77 亿元（同比-19.0%），主要系金价抑制动销，期待公司“瘦身健体”、“拥轻合重”等战略措施。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、豫园股份**等。
- **IP 零售：泡泡玛特发布年报，加速打造兼具商业价值与文化影响力的明星 IP。**泡泡玛特 24 年实现收入 130.38 亿元 (yoy+106.9%)，其中国内收入 79.72 亿元 (yoy+52.3%)，海外收入 50.66 亿元 (yoy+375.2%)，海外收入中东南亚和北美涨幅领先，其他区域同步高增，主要系通过深化本地化供应链和渠道建设，如推出区域限定产品，泰国 LABUBU 结合当地文化推出特别款、与巴黎卢浮宫合作的地标限定款等，未来也将强调全球化扩张的核心战略。公司 IP 驱动多极增长，艺术家 IP 增速亮眼，艺术家 IP 产品占比从 76.5% 上升至 85.3%，带动公司客群结构持续优化。公司当前已具备成熟的 IP 运营体系，成功运营明星 IP 系列，The Monsters 系列 24 年收入超 30 亿元 (yoy+726.6%)；同时持续产品创新投入，增强用户粘性。我们预计公司或将持续孵化原创 IP 叠加合作外部联名丰富 IP 矩阵，同时公司也将推出更多故事化、系列化产品，如开发动画衍生内容等，深化 IP 内容，延长 IP 价值，实现由 IP 运营向 IP 心智树立的转型。建议关注国内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具备改善空间的**名创优品**。
- **新型烟草：IQOS 正式在美试销，PMI 计划 2030 年美国市占率达 10%。**PMI 于 27 日正式在美国得克萨斯州奥斯汀推出其加热烟草设备 IQOS，烟具/烟弹分别为 60 美元/8 美元，并表示希望 2030 年 IQOS 在美国的卷烟和 HNB 市场中占据 10% 的份额。公司目前在美有限推出旧版 IQOS 设备，并等待 IQOS ILUMA 的 PMTA 授权（我们预计 2025H2 落地）。美国为英美烟草核心区域，收入/调整后经营利润占比分别为 44%/54%，待至 IQOS ILUMA 美国上市，我们预计英美烟草的卷烟销量或将进一步承压，因此公司对 HNB 研发&产品重视程度将进一步加大。建议关注深度绑定全球烟草龙头的**思摩尔国际**。
- **出口：海外办公椅龙头发布年报，美国订单增长稳健，提价对抗关税影响。**1) **Steelcase**: 2025 财年 Q4 收入同比+2%，其中美洲地区同比+5%、国际业务同比-7%。订单方面，Q4 订单同比+9%，其中美国+12%/国际业务+1%，美国订单稳步回暖，公司预计 2026 财年 Q1 收入同比有望实现 4%-8%；2) **MillerKnoll**: 2025 财年 Q3 收入同比

+0.4%，全球零售/北美零售同比分别+15%/+14%，北美合约/国际合约同比分别+1.4%/-5.0%；合约市场疲软主要系关税&宏观经济不确定影响；公司计划通过战略定价和供应链调整来对冲潜在关税影响，宣布自6月2日起将产品目录价格提高4.5%。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：卡罗特、傲基营收端增长良好，盈利波动逐步显现。**卡罗特24年实现营收20.73亿元（同比+30.9%），扣非归母净利润3.56亿元（同比+52.2%）；我们预计3月开始推新跟进有望加速动销提升。**傲基**24年实现营收107.10亿元（同比+23.3%），扣非归母净利润5.04亿元（同比-4.1%）。我们认为，跨境电商行业面临关税、平台等多维度政策调整，卖家盈利压力或将增大，行业出清或迎来加速，而具备优秀运营能力、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：孩子王与火山引擎共同探索AI伴身智能孵化新路径。**孩子王与火山引擎3月28日共同举办“BYKIDs AI伴身智能硬件孵化器发布会”，双方将整合大模型资源、智能体开发及资本支持，共同加速母婴行业AI产品落地。**孩子王**已依托KidsGPT母婴大模型和数字化生态，结合8000+专业育儿顾问与智能营销平台，已为近亿家庭提供精准高效的育儿服务。我们预计后续公司或将通过BYKIDs AI伴身智能硬件孵化器连接业内更多的AI伴身智能企业，成为母婴行业领先的AI智能公司。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&裕同科技经营稳健，两片罐25Q1或将承压。**永新24Q4彩印收入稳健增长，薄膜、出海增速靓丽，25Q1有望延续稳健增长；管理层焕新，年轻化促成长。此前手机国补政策更新，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，效果陆续显现，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

姜文镪，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，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）； 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。