



Research and  
Development Center

出口链优选议价能力突出标的，加大稳健资产及新消费成长标的布局

轻工制造

2025年04月06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

## 出口链优选议价能力突出标的，加大稳健资产及新消费成长标的布局

2025年04月06日

### 本期内容提要：

- **造纸：纸浆4月报价延续上涨，纸企减量提价。** Arauco公布2025年4月报价，针叶银星/阔叶明星/本色金星分别为825/630/690美元（其中阔叶环比+20美元，其余持平），Q2全球浆厂加速减产节奏，其中RGR（Bracell、亚太森博中国、Toba Pulp Lestari）、南通王子、广西太阳、芬宝（Kemi、Joutseno）、Ilim、阿尔派、Mercer（月亮、和平河）均将在4-5月停机检修/转产、我们认为短期浆价或维系震荡偏强，后续通胀预期强化有望支撑浆价。多家纸企此前已宣布4月提价函，但受制于需求疲软，目前纸价仍保持平稳，我们预计伴随纸浆实际成交价格上移，纸企或将进一步提价、以涨促销。此外，万国太阳已宣布4-5月PM22白卡停机，后续供应减量有望助力提价落地。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：预计3月工厂接单改善、Q1收入端小幅下滑。**我们预计定制企业3月工厂零售接单实现持平或个位数增长；预计软体企业3月床垫出货实现正增长，沙发前端亦有改善；预计智能家居企业线上&线下销售情况环比改善，瑞尔特品牌增长显著提速。受1-2月国补空窗期及24Q1高基数影响，我们预计整体家居板块Q1收入端预计呈现同比小幅下滑态势。根据CRIC，25Q1新房成交止跌企稳，3月局部“小阳春”，3月30城成交同比+7%，一线城市表现更好；二手成交韧性好于新房，25Q130城二手房成交面积同比+21%。更新需求占比较高的**喜临门、慕思股份、好太太、顾家家居、敏华控股**等有望迎来更好经营表现。
- **消费：润本防晒啫喱快速起量，晨光IP重视度战略提升，中宠、布鲁可等受关税影响小，关注智能眼镜方向。**润本股份防晒啫喱2月中旬上新，销售额快速爬坡，快速登顶近30天抖音宝宝防晒霜爆款榜top2。**晨光股份**提升IP产品重视度，计划加强IP合作并培育自有IP，重点发展文创、玩具、潮玩品类。**中宠股份**前瞻布局美国&加拿大产能，逐步扩张释放增量，关税影响较小；**布鲁可**所处潮玩赛道优异，按出货价加征关税、影响较小，且具备较强价格传导能力。智能眼镜板块有望迎新一轮催化，4月30日Meta将发布财报，4月29日Meta将举行LlamaCon大会，5月15日字节将召开原动力大会，且后续仍有小米AI眼镜+Meta AI眼镜等重磅单品催化。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**等。
- **两轮车：爱玛25Q1预计稳健增长，九号领跑中高端市场。**爱玛24年实现收入同比+2.7%，归母净利润同比+5.7%；公司预计25Q1实现归母

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

净利同比+25.1%。我们预计公司 25Q1 实现出货量稳健增长，终端销量及增长预计更快（25Q1 或受到供应紧张的压制），部分需求或递延至 Q2 释放，我们预计 25Q1 的 ASP 与单车利润同比均有望提升。**九号公司**在 25 年有望继续领跑中高端市场，增长可期。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**。

- **电工照明：稳健类资产价值进一步凸显。**3月31日西门子开关召开渠道推广会议，计划继续推出开关插座/智能家等家居电器产品、扩张覆盖全国 230 城的分销网络。公牛集团推出风扇灯、拨杆开关等新品探索增量市场。近期上海 AWE 展会召开，欧普照明携手华为鸿蒙智家推出 SDL 智慧光谱产品（智慧天镜灯盘/SDL 星轨灯等）探索智能家居解决方案。1) **公牛集团**：行业需求仍有压力，但公司积极推新品+拓渠道寻求结构性增长，支撑全年业绩增长，全年有望呈现前低后高。2) **巨星科技**：公司 ODM 订单不接受调价，OBM 产品提价以转嫁成本，态度较为坚决。我们认为关税对短期业绩影响有限：①公司订单饱满、议价能力强，可向下传导压力；②工具产品加价倍率高，终端小幅提价即可覆盖成本。重点在于美国关税+延迟降息对未来需求端影响，可类比 18-19 年或 21-22 年，我们预计市场呈现价增量减趋势。3) **欧普照明**：我们预计地产弱复苏背景下公司 25Q1 经营压力延续，目前股息率约 5%，估值处历史相对低位。市场波动率加大期间稳健红利资产价值凸显，持续关注**公牛集团**、**欧普照明**；**巨星科技**议价能力强且订单饱满，建议关注。
- **美护：毛戈平定位高端东方美学，品类与渠道扩张并举。**毛戈平 24 年毛利率达 84.4%，其强溢价能力源于对产品品质的坚守及用户价值的运营，拒绝娱乐化、流量化及低性价比的路径。公司当前线下/线上复购率分别为 34.9%/27.5%，线下多以熟龄客户为主追求优雅体验，线上年轻客群尝试性较强，整体客单达 1200 元。后续品类拓展中，预计 5 月将推出 13 款东方调香水，结合东方文化调香及故宫考察灵感，或将打造基于中国人嗅觉偏好的香水差异化。我们认为公司通过爆款单品输出方式，当前销售额上亿的大单品已从 2 个增至 7 个，并以美学驱动理念，使得彩妆护肤品类协同发展，将进一步夯实“毛戈平”品牌的高端国货影响力。期待后续新品及 5 月香水类产品上市后的反馈，叠加公司销售网络的进一步强化，或将助力公司增速提升。建议关注产品创新力与文化赋能兼具的**毛戈平**。
- **黄金珠宝：老铺黄金长期店效空间打开，潮宏基 3 月销售靓丽。**老铺黄金 24 年实现收入同比+167.5%，归母净利同比+253.9%，增长靓丽；会员方面，截至 2024 年底老铺忠诚会员数达 35 万，相较于 23 年增加 15 万名；根据公司交流，老铺未来或聚焦高店效模式；香港 IFC 已可见老铺黄金围挡，后续会有新店开出。**潮宏基** 3 月终端店均销售我们预计有望靓丽增长。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。
- **IP 零售：名创渠道首发 WAKUKU 吊卡，关税影响有限。**WAKUKU

胖哒哒吊卡 3 月 29 日于名创优品 MINISO LAND 北京壹号店首发售罄，后续 4 月 1 日起陆续在上海南京路、成都春熙路及天津滨江道 3 家 LAND 店陆续发售。美股上市公司量子之歌对 Letsvan (WAKUKU IP 所属方) 达成并购投资，中国潮玩从 IP 孵化到商业运营再到国际化布局的全链条发展路径或已初窥门径。建议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具备改善空间的名创优品。

- **新型烟草：帝国烟草发布 2030 战略，拓展新型烟草业务规模。**公司新战略专注于五个主要传统烟草市场（美国、德国、英国、西班牙和澳大利亚，合计利润占比约 70%），并利用差异化品牌和开发销售能力，扩大新型烟草业务规模。公司预计，中期来看烟草净收入将实现低个位数增长、新型烟草净收入将实现两位数增长。伴随新型烟草渗透率提升，海外龙头紧迫性提升、加速转型规划，全球核心供应商有望获较丰厚产业链利润。持续关注**思摩尔国际**，关注**盈趣科技**。
- **出口：美国关税仍存转折预期，关注短期超跌标的。**4 月 2 日特朗普政府公布最新关税政策，我们认为“对等关税”没有反映对等性，实质上是“消费税”，征收范围不合理且超出预期。多数制造企业已无力与下游品牌商、贸易商等分摊关税、部分品牌出海公司亦决定直接向终端客户传导。越南、柬埔寨等东南亚国家已积极与美国沟通，其中，1) 越南同意取消对美关税从而与美国重新签订协议，特朗普发文表示感谢并计划进一步会晤，2) 柬埔寨将把部分来自美国的进口商品关税从 35% 下调至 5%。我们认为，当前美国对东南亚关税政策或存反转预期，未来制造订单向东南亚转移趋势仍会延续。持续关注海外布局充分的**匠心家居**、**永艺股份**、**共创草坪**，业绩具备弹性的**浙江自然**、**嘉益股份**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**、**众鑫股份**、**英派斯**、**建霖家居**等，关注困境反转的**浩洋股份**、**天振股份**，美国占比较低的**松霖科技**、**久祺股份**等。
- **跨境电商：美国关税靴子落地，头部卖家危中求机。**美国关税加征阶段性靴子落地，此外 800 美金免税政策将从 25 年 5 月 2 日终止。我们预计**致欧科技**、**赛维时代**、**卡罗特**、**傲基股份**等卖家或将对美国市场商品适当提价以转移关税压力；此外龙头企业推动全球供应链重构和加大非美市场拓展。我们认为，此轮关税压力或已明显超出卖家消化能力，直接调整价格转移压力或是主流途径，叠加全球主要供应链国家均面临关税加征，中国卖家竞争压力反而弱化。具备优秀运营能力、成熟仓储物流体系的头部卖家则有望危中求机，实现市场份额稳中有升。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：孩子王、爱婴室发布 24 年业绩，母婴主业改善显著，积极拓展新业务方向。**孩子王、爱婴室相继发布 24 年度业绩，24 年营业收入分别为 93.37 亿元 (yoy +6.7%) / 34.67 亿元 (yoy +4.1%)；对应归母净利润率分别为 1.94%/3.07%。母婴零售头部在店效层面降幅收窄，孩子王 2024 年直营店坪效 5533 元/平米 (yoy-3.2%)，店均收入

1248 万元 (yoy-4.3%)，随着“全龄段儿童生活馆”的持续推进，店效或将稳步改善；**爱婴室** 24 年可比店销售增长率同比-0.68 pct (23 年为-6.73 pct)，门店改造效果显著。全国总体母婴门店数量在 18 万家，新企新店仍快速出现。**孩子王** 24 年新增门店 96 家至 1046 家，并于 24 年内开放加盟，预计 25 年加盟店或拓展至 500 家，未来计划 3 年覆盖 1000 个县城，加快占领下沉市场；**爱婴室** 则加快调改脚步，24 年合计调改门店 35 家、新增门店 62 家至 475 家，预计 25 年开店加速。我们认为母婴童头部公司当前门店改造效果显现，头部开放加盟门店回本周短、回报率高，随着加盟模式的突破，将打开下沉市场布局；叠加头部公司在新业务层面的拓展，如**孩子王**线上合作辛选，后续直播常态化及 AI 拓展端战略布局合作火山引擎，打造 BYKIDs 伴身智能孵化器，AI 玩具类产品在途；**爱婴室**与万代合作的 IP 零售业务或将在全国范围内开设更多门店，我们预计能为公司打开 25 年业绩增长空间。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&裕同科技经营稳健，关税影响可控，两片罐 25Q1 或将承压、后续提价预计顺利。**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。永新股份 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。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，预计后续有望提价顺利。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

姜文镗，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、文具、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、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。

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。	<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。	

## 评级说明

## 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。