



Research and  
Development Center

# 新消费持续崛起，高切低依然存在，加 强低位顺周期布局

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

姜文锺 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

# 新消费持续崛起，高切低依然存在，加强低位顺周期布局

2025年04月20日

## 本期内容提要:

- **造纸：阔叶浆成交价格温和抬升，食品卡逆势提价。**上游浆厂态度强势，伴随部分纸企补库，据 Fastmarkets 评估南美漂阔价格已涨至 580-600 美元/吨（先前为 580-590 美元/吨）。国内纸价方面：1）文化纸：纸厂库存缓慢增加、市场供应压力仍存，部分订单出现偏低价格，我们预计短期维持震荡趋势；2）白卡纸：多数企业尚无明确检修、供需矛盾增加，食品卡逆势提价，**太阳/五洲**均在 4 月中旬提涨 300 元/吨，我们预计食品卡价格启稳、社卡或延续承压；3）包装纸：部分纸企宣布 4 月中旬提价，箱板/瓦楞本周均价环比已分别+1/+4 元/吨，市场价格已止跌企稳，我们预计后续有望温和向上。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。
- **出口：订单加速外移，国内出货分化。**目前美国关税仍有较大不确定性，根据我们预计，1）短期出货影响：海外产能出货&订单普遍未受影响，且由于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%），出口龙头 H1 报表有望表现突出；国内产能出货分化，保温杯、功能性遮阳帘等细分赛道加价倍率高，订单表现相对平稳，其余传统行业普遍呈现对美订单暂缓发货。2）短期盈利影响：我们预计龙头公司海外产能目前普遍未承担 10%额外关税，且部分行业海外产能稀缺，公司逆势提价，盈利能力有望改善；我们预计，多数国内产能针对 2-3 月 20%关税让利客户、价格略降低，但针对后续 125%加征关税已无力承担。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**众鑫股份、嘉益股份、哈尔斯、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。
- **新型烟草：英美烟草召开股东大会，重申无烟世界战略方向。**英美烟草将 2025 年定义为“部署之年”，计划在美国市场恢复利润增长并持续推出新品，2026 年起力争实现年收入增长 3%-5%。公司表示将会继续致力于 2035 年实现以无烟业务为主的营收结构，并提出五项行业发展目标：1）防止未成年人接触（通过技术手段验证年龄），2）推动负责任的包装、营销及风味使用，3）强化产品安全性评估，4）提高设备循环利用性（如可拆卸电池），5）支持有效市场监管和违规处罚机制。公司转型态度坚定，作为行业龙头在防范未成年使用、环保等核心社会关注点持续改善，我们预计雾化换弹产品有望 25 年加速迭代且在合规市场中持续抢占份额；此外，公司着重强调美国市场重要性，在菲莫 IQOS 登陆美国背景下，我们预计公司将加速自身 HNB 产品性能改善、合规申请。建议关注**思摩尔国际、中烟香港、盈趣科技**。
- **家居：二手房成交价环比回暖，家居龙头订单改善。**据 CRIC，11 个

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

典型城市的二手房小区中，3月有49%的小区成交价格环比上升（2月56%小区环比上升），交易量增长带来更多平价房源成交，3月核心城市二手房交易量平均+21%，上海、深圳、西安、杭州同比增幅均超40%。展望Q2，我们预计家居全国补贴范围仍在扩张，但经销商现金流压力持续显现，欧派等依托整装业务有望实现现金流闭环、份额提升，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。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有望实现份额提升的**欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居**等。

- **消费：百亚 Q1 核心五省预计超预期，明月品牌高端化持续推行，卡游发布小马宝莉 TCG 卡牌。**百亚股份 25Q1 收入同比+30%，归母净利润同比+27%，线下渠道收入同比+49%，其中外国省份同比+125%，重点外国省份加速拓展、精细化管理；我们预计核心五省增速超预期，带动整体盈利能力超预期；4月重回抖音卫生巾品类榜首，天猫、拼多多战略高度提升。明月镜片 25Q1 收入同比+3%，归母净利润同比+12%，利润率持续提升，智能眼镜业务开拓提速，前瞻布局整套解决方案。卡游重磅发布小马宝莉 TCG 集换式卡牌，4月26日/5月3日举办线下对战赛。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。**根据 IDC，25Q1 全球智能手机出货量 3.0 亿部（同比+1.5%），其中三星/苹果/小米/OPPO/vivo 位居前五，分别同比+0.6%/+10.0%/+2.5%/-6.8%/+6.3%，我们预计**裕同科技 25Q1**表现稳健。我们预计**永新股份 25Q1**高基数下略有增长，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。关注**永新股份、裕同科技、昇兴股份、宝钢包装、奥瑞金**等。
- **两轮车：龙头动销高增，产品高端化。爱玛科技 24 年实现收入同比+2.7%，归母净利润同比+5.7%；**我们预计 25Q1 有望实现销量稳健增长、后续提速。**绿源集团控股 25 年**电动两轮车主业有望保持良好增长，同时积极布局第二增长曲线-国内 E-Bike 市场，第三增长曲线-国内租车换电市场，战略规划清晰。**涛涛车业**以海外尤其美国为主要市场，我们预计公司通过发力海外供应链危中求机，上半年海外库存支撑销售，下半年海外供应链扩产接棒，目前看公司布局进展业内领先。我们预计**雅迪控股 25Q1**销量有望取得快速增长，积极布局中高端市场，同时围绕三电持续精进，深化竞争优势。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 3-4 月动销延续高增，菜百 Q1 有望逆势增长。**我们预计**老铺万象城**体系自 3 月起有望加速增长，skp 体系 3-4 月活动周期有望延续高增势头。我们预计**菜百股份 Q1**金饰业务或略有压力，投资金业务在金价支撑下增长靓丽，综合看 Q1 有望逆势取得稳健表

现。近期金价再度新高，我们预计行业大盘尤其普货克重黄金动销压力或再次增大，终端加盟商闭店行为或进一步推动行业格局优化。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：出海短期承压，国内政策、平台共同寻求破局。**从25年4月21日起，DHL对B2C货件（收件人为美国个人）、且申报价值超过800美元的货件将临时暂停服务，关税政策影响下短期显著承压。国内政策方面，深圳商务局发布相关资助公告（事后资助）表示，针对深圳企业组团或者自行境外参展（符合标准前提下），将给予资助，合计资助金额不低于5万元、不高于60万元。平台方面，京东旗下出海平台Joybuy开始在英国进行小范围测试，目前已经启动出海品牌招商。Joybuy目前覆盖的品类包括日用百货、美妆护肤、3C电子、家居、宠物用品等，三星、罗技、韶音等品牌的商品已上架在售。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、卡罗拉、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。
- **IP零售：泡泡玛特全球架构升级，新品密集发售备战旺季。**泡泡玛特4月14日启动全球架构升级：设立四大区域总部强化本地化管理，同时整合十大中台部门提升协同效率。此外，LABUBU三代搪胶于4月24日进行线上发售，25日线下发售，含6个常规款及1个隐藏款，单个售价依旧为99元，备受市场期待。星星人系列珠宝也于4月18日发售，结合近期星星人系列手办及毛绒挂件盲盒，4月新品密集上市。据久谦，25Q1泡泡玛特国内电商GMV为5.73亿元(yoy+236%)，其中天猫/抖音分别+165%/358%。我们认为泡泡玛特海外市场高增可期，新品爆款IP或将带动新一轮抢购潮。名创优品IP战略重塑品牌，加盟严选保障质量，或在六一/暑期密集投放重磅IP，有望拉动业绩提升。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。
- **母婴童：母婴消费券+育儿津贴，头部公司发力推动内销业务扩张。**京东超市与南昌市商务局合作发放“江西母婴消费券”提供10%补贴，同时中国澳门政府为3岁以下婴幼儿的永久性居民家庭每年发放1.8万澳门元育儿津贴。孩子王4月13日启动“出口转内销扶持计划”，通过资源、渠道共享及数智赋能助力外贸企业拓展国内市场，提升供应链合作，公司2025年目标新开500家加盟店。我们预计公司短期依靠直播业务获取提升流量，中期加盟扩张业务打开增量，长期AI生态领跑行业。爱婴室代理高达基地店抢占线下IP消费高地。建议关注母婴童赛道龙头，孩子王探索打造母婴全域生态，爱婴室万代合作深化。
- **美护：毛戈平Q1京东渠道同比翻倍增长，全域曝光线下筑基线上发力。**据久谦数据，毛戈平25Q1国内电商GMV为6.74亿元(yoy+50.4%)，其中天猫/抖音/京东分别+52.7%/+42.2%/+101.9%，京东平台发力显著，1/2/3月京东GMV同比增幅分别为154.5%/70.8%/86.7%，差异化投放营销策略效果显著，25Q1全平台

销售近 300 万件产品。我们认为公司以线下专柜沉淀的品牌信任为根基，通过线上营销扩大市场声量，未来将坚持“全域曝光+爆品打造”双轮驱动策略，有望实现业绩持续增长。建议关注产品创新力与文化赋能兼具的**毛戈平**。

- **电商：智慧供应链平台掘金下沉市场，数字化赋能增长引擎。**汇通达 4 月 18 日发布“橙易进货”智慧供应链平台，同步启动外贸优品下乡和乡镇购物节活动，以“3 大供应链工程+3 大 AI 工程”战略构建下沉市场产业互联网生态。平台通过开放化、短链化、智能化赋能 25 万家会员店，借助 AI 技术提升供需匹配效率，助力内外贸企业开拓下沉市场增量空间。公司下沉市场覆盖率、门店规模及数字化能力行业领先，商业潜力可观，有望成为扩内需核心增长点。建议关注专注对中国下沉市场赋能的**汇通达网络**。
- **电工照明：积极拓展海外市场，地产企稳利好内销。**本周第 137 届广交会中电工照明龙头企业积极参展推出新品+拓展海外客户，海外业务维持增长势头。**公牛集团**国际品牌 GONEO 积极拓展东南亚市场，加快当地大型经销商招募，产品已覆盖转换器/无主灯/新能源/电动工具等，终端反馈 Q1 出海业务量同比增长 50%。**巨星科技**重点推广 Workpro/S·K/SWISS+TECH 等自有品牌，成功吸引“一带一路”地区客户。国内 Q1 商品房销售面积同比下降 3.0%，降幅较 1-2 月收窄 2.1pct，边际逐步企稳，利好地产链如墙开/照明等方向。建议关注国内优势稳固+海外快速拓展的民用电工龙头**公牛集团**、业绩有望企稳且维持高分红的**欧普照明**，建议关注跟踪短期受关税预期影响但长期有望通过产品+品牌提升全球市场份额的**巨星科技**。
- **风险因素：**国内需求低于预期，贸易摩擦超预期，地产超预期承压，IP 拓展不及预期，原材料大幅波动，人口出生率下降，市场竞争加剧，新业务拓展不及预期等。

## 研究团队简介

**姜文锬**，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。

**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。