



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新消费估值体系抬升，出口链关税缓和预期强化

轻工制造

2025 年 05 月 11 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

骆峥 新消费行业分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@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

新消费估值体系抬升, 出口链关税缓和预期强化

2025 年 05 月 11 日

本期内容提要:

- **造纸: 海外供应事件频发, 浆价或将平稳震荡。**芬林宣布开始就 Joutseno (年产 69 万吨针叶浆) & Rauma (年产 65 万吨针叶浆) 纸浆厂以及 Rauma 锯木厂可能的临时裁员进行变更谈判, 此次谈判主要为应对后续临时停产; Millar Western 旗下三家加拿大化机浆厂 (合计产能 101 万吨) 将进行两个月临时停产; Arauco 智利 Bio Bio 纸浆厂 4 月底发生火灾, 影响仍在评估。当前节点, 海外纸浆供应端扰动频发, 我们认为后续浆价或将低位平稳震荡, 纸企成本 4-5 月仍有望维持低位, 此后 6-7 月小幅上扬、Q3 重返低成本区间。关注浆纸一体、盈利改善的**太阳纸业**、**仙鹤股份**, 关注盈利修复的**华旺科技**、**五洲特纸**、**玖龙纸业**等。
- **出口: 关税一波三折, 中美首次“破冰”。**中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰于 5 月 9 日至 12 日访问瑞士与美国财政部长贝森特举行会谈。我们认为, 本次会面为关税纠纷后中美双方首次谈判, 具备强烈“破冰”意义, 参考 2018 年首轮副总理级别磋商, 双方谈判框架、时间线有望确立。当前节点, 海外客户态度分化, 大客户加大东南亚等区域采购力度、中小客户减少采购或延迟发货。此外, 龙头公司海外产能目前普遍未承担 10% 额外关税 (甚至部分强势产品提价), 多数国内产能关税纠纷初期略降价、后续基本未承担。结合 4 月海关出口数据验证, 我国当月出口金额同比+8.1%, 其中对美-21.0%、对东盟+20.8%, 我们认为除部分转口贸易增加外, 产能加速转移导致我国原材料/半成品出口需求激增。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: 日本烟草发布 2025 一季报, 新型烟草增速靓丽, 拟推出新款 HNB。**公司 2025Q1 收入 8270 亿日元 (同比+11.7%), 其中新型烟草收入为 266 亿日元 (同比+11.3%)、销量约 30 亿颗 (同比+19.0%)。新型烟草表现靓丽主要系 HNB 贡献增长动能, 烟弹销量同比+27.7%, 日本市场 PLOOM 市占率同比提升 1.8pct 至 12.7%。此外, 公司再次重申 HNB 为主要战略投资方向, 拟在 5 月末推出新款 PLOOM 烟具&烟弹系统, 坚定 HNB 在 2028 年达到全球主要市场市占率中双位数目标。关注**思摩尔国际**、**中烟香港**, 关注**盈趣科技**。
- **家居: 4 月软体订单增势延续, 定制订单显著回暖。**25 年 3 月以来国补步入常态化, 315 活动期间前端回暖, 我们预计 4 月订单延续较快增长, 软体龙头零售订单及发货有望较快增长、定制龙头零售接单有望改善。伴随 24 年基数逐步走低, 我们预计家居龙头订单&收入有望

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

恢复切实增长。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：布鲁可发布变形金刚等新品，卡游推出 EVA 卡牌，润本山姆渠道增量显著。**本周布鲁可发布变形金刚星辰版第 3 弹，创新性推出合体玩法、多个载具可拼装合体成为大力神；发布变形金刚传奇版，首次搭载音效、科技感提升；此前柯南影响趋弱，公司及时发布道歉信并进行调改，伴随线下渠道逐渐铺货，我们认为影响较小。卡游推出新世纪福音战士-经典新生-开端 10 元包，有机会获得秘密作战卡、适格者特典卡、BR 萌系盛装卡等。润本五一后增长提速，我们预计 4 月润本整体收入同比+30%，根据蝉妈妈，5 月 1-9 日润本抖音 GMV 同比+37%，防晒啫喱大单品延续放量，青少年产品有望逐步进入市场，且伴随天气转暖、驱蚊类产品有望增长提速。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。**裕同科技、永新股份增长延续稳健、盈利能力有望稳步提升，新增长点持续贡献，裕同环保纸塑、注塑业务增速靓丽，客户开拓顺利；永新功能性、差异化材质产品占比持续提升，海外市场快速拓展。建议关注永新股份、裕同科技、昇兴股份、宝钢包装、奥瑞金等。
- **两轮车：Q2 以来销售景气良好，九号公司新品发布。**我们预计 25Q2 终端销售延续良好景气度，增速或受到基数影响有所放缓但仍然符合全年预期。九号公司 5 月 8 日召开新品直播发布会，推出面向女性用户的多款 Q 系列全新车型，以更多元化产品阵容，满足女性用户对个性、美感与实用并重的出行需求；此外，全新升级的智能电动车远航家 M 系列三款车型，以及电动滑板车新品 E3 系列和 F3 也在此次发布会中亮相，我们认为九号公司基于产品研发与技术创新，有望持续推动品牌破圈，保持销售靓丽增长。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：老铺黄金配售新股，潮宏基五一新开多店。**老铺黄金公告拟以 630 港元每股价格配售 431 万股，拟募资金额约 27.2 亿港元，根据公司公告，募得资金 80% 计划用于核心业务发展，包括但不限于门店拓展、存量门店位置调优及扩大、支撑同店销售增长等，20% 将用于补充营运资金等。潮宏基五一档期主品牌新开门店 31 家，专注于情感礼赠需求的子品牌“潮宏基 Soufflé”新开店 10 家，在品牌势能及优秀单店模型支持下稳步扩张。行业大盘方面，我们预计近期金价大幅波动或对消费者观望情绪的消化造成一定阻碍，真实景气度有待进一步恢复。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：部分卖家涨价应对关税波动，4 月以来动销增速或承压。**

根据蓝洞新消费信息，安克创新在美国电商平台产品售价已有提价，我们预计其他头部跨境卖家如赛维时代、致欧科技、卡罗特等或做出类似应对。从4月亚马逊TOP100数据跟踪来看，多数跨境卖家销售增速明显放缓，我们认为原因或在于产品提价后的短期影响，但其中赛维时代旗下品牌 Zeagoo、COBIZI，安克创新旗下品牌 eufy、soundcore 等仍保持靓丽增长。我们认为，超过70%的亚马逊卖家和品牌货源在中国，若美国关税冲击持续，多数卖家将回到同一起跑线，待短期涨价影响消化后，品牌溢价能力突出、全球化布局领先的品牌有望提升市占率。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。

- **IP 零售：泡泡玛特新品热销全球，政策助推 IP 消费向好。**泡泡玛特 LABUBU 三代搪胶发售，再度引发全球抢购热潮，一度登顶美国 APP Store 购物榜。5月密集上新，手办/MEGA/搪胶盲盒/衍生品全方位发力，如迪士尼史迪奇小情绪系列手办、小甜豆有关爱的语言系列手办、CHAKA 烛语系列手办、MEGA MOLLY 榴莲人、MEGA SKULLPANDA 红水晶、泡泡萌粒、小手拉小手系列数据线盲盒、CRYBABY 豹豹猫系列搪胶毛绒挂件盲盒等，小野服饰系列周边“海极之歌”也将于5月中旬上新。名创优品发起全球潮玩供应商招募令，或将进一步深入潮玩赛道业务拓展。5月8日商务部发布《大力提振消费 全方位扩大国内需求 推动经济持续回升向好》，其中提到，培育新型消费，着力增强消费动能。打造 IP（知识产权）创意设计和新品发布平台，建设 IP 消费商业地标，推出 IP 消费经典路线，拓展沉浸式消费空间。我们认为当前情绪消费兴起，外生作用及内生影响共同推动，IP 零售消费景气度持续向好。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：孩子王加速高线布局，好孩子国际稳健增长。**孩子王自营优选小店于深圳天河城、上海虹桥天地及杭州城北万象城三店齐开，也是公司首进深圳和上海。自营优选小店为公司新门店模型，选址聚焦都市人流密集购物中心，以满足都市新生代家庭品质育儿需求，当前已开设 12 家门店，未来将增加高线城市布局密度。好孩子国际发布 Q1 业绩，旗下 Cybex 品牌 25Q1 收入 11.45 亿港元（yoy+17.6%，按恒定货币口径计算同比+20.7%），欧洲市场需求强劲，份额持续提升，带动公司 25Q1 整体收入同比增长 7.5%（按恒定货币口径计算同比+9.7%）。我们认为孩子王正积极提效落地多样消费场景，好孩子国际旗下品牌势能强劲，关税或短期影响业绩但其产能优势领先。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，**好孩子国际**品牌势能强劲。
- **美妆：毛戈平“闻道东方”香氛系列重磅上线，东方美学赋能香水赛道新增量。**毛戈平 5 月 8 日线上正式发售其与故宫联名的气蕴东方系列第六季“闻道东方”香氛系列产品，旗下涵盖 13 款香水，45ml/10ml 规格定价分别为 680 元/200 元。“闻道东方”系列香水充分融合了东方美学及消费者对于内在精神自我投射的情绪价值需求，我们预计毛戈平

香水系列或将贡献公司业绩新增量。此外，据蝉妈妈数据，美妆品牌抖音 GMV4 月表现分化，丸美品牌及其旗下 PL 恋火品牌增速均翻倍。彩棠、珀莱雅同比增速均超 60%，毛戈平、兰蔻、雅诗兰黛增速稳定维持在 30% 左右，YSL 及花西子同比低个位数增长。建议关注产品创新力与文化赋能兼具的**毛戈平**，关注线上高速增长**的丸美生物**。

- **电工照明：公牛集团推进健康照明战略，工具板块关注中美经贸会谈。**
公牛集团春季家装节活动进行中，推广无叶风扇灯、小晴空护眼落地灯、全面屏浴霸、乐动拨杆开关等新品，以自然舒适为主题构建全屋产品生态，并向线下公牛旗舰店引流。5 月 8 日公牛集团 X 首尔半导体战略签约暨新品发布会成功举办，公司继续推进“全屋健康照明”战略，打造全价值链光生系统。我们预计公司墙开&智能照明主业持续推陈出新捕捉细分场景需求，核心业务有望稳中有进。此外公牛集团即将参加 2025 上海充换电展、光储充展，重点展示直流充电桩 3.0 系列及 720kW 分体式直流充电桩，B 端新能源业务持续拓展。工具板块当前仍面临关税政策影响，关注 5 月 9 日-12 日中美在瑞士进行的经贸高层会谈，巨星科技等重点公司也在积极推进海外产能建设以应对市场不确定性。美国纽约州正推进电动园林设备退款法案，旨在补贴企业客户购买电动园林产品，电动化趋势继续强化。民用电工板块强者恒强，龙头公司竞争力持续提升并积极提升派息率，红利价值凸显。工具板块短期面临关税挑战，但率先布局出海、终端有序提价的企业有望在未来提升全球市场份额。建议关注稳健资产**公牛集团**、**欧普照明**，左侧建议关注**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，具备 3 年多消费行业研究经验，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，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商等赛道。

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开发中心，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。2025 年加入信达证券研究开发中心，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。

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