

# 轻工造纸行业2024年中期策略

## 优选三条主线，把握布局节奏

分析师：赵中平	执业编号：S1130524050003
分析师：张杨桓	执业编号：S1130522090001
分析师：尹新悦	执业编号：S1130522080004
分析师：龚轶之	执业编号：S1130523050001
分析师：叶思嘉	执业编号：S1130523080001

2024年6月5日

- 基于行业大环境及细分板块基本面情况，2024年中期投资策略中我们认为出海主线及轻工新消费主线两条此前年度投资策略提出的投资主线依然可延续，并且新增红利成长投资主线，此外各条投资主线我们均提出相应的筛选标的新框架。除三条主线外，后续或将受益于内需改善的部分细分板块的结构性的机会也可积极关注。
- **出海投资主线：**23Q4起整体轻工出口景气度较强，考虑历史补库周期持续性及目前所处阶段，出口景气度24H2有望延续，在此情况下可从技工贸一体化程度、品牌化程度两个维度结合筛选 $\alpha$ 标的，推荐关注恒林股份、致欧科技、乐歌股份、名创优品。
- **轻工新消费投资主线：**各新消费品类依托渗透率提升近两年来销售表现优异，新消费品类的科技创新力度/消费者需求度、所处大行业市场规模增速或是决定该品类发展速度及上限的关键。而从实际投资布局来看，可进一步结合渗透率提升速度、空间以及外部经营环境等因素综合研判。整体来看，我们认为2024H2新消费品类布局优先级排序为：智能马桶 $\geq$ 益生菌卫生巾 $>$ 宠物食品 $>$ 功能沙发 $>$ 新型烟草。推荐关注瑞尔特、百亚股份等。
- **红利成长投资主线：**红利成长企业稀缺性正逐步体现，优选个股，把握布局节奏。轻工行业内多数细分行业已步入成熟阶段，部分细分行业竞争格局较优、资本开支降低，高分红可期。该主线可根据企业分红能力及分红意愿，细化相应筛选指标，并且把握布局节奏尤为关键。推荐关注公牛集团、永新股份等。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨，海运费大幅上涨，行业竞争加剧，出口贸易摩擦加大。

# 目录

01

出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

02

新消费投资主线：把握渗透率提升红利，多重指标筛选布局标的

03

红利成长主线：具备诞生红利资产基础，把握布局节奏

04

附录：轻工行业各子板块回顾与展望

# 1 出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

---



# 1. 出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

## 1.1 24Q1基本面表现较优，景气度有望延续至H2

➤ 24M1-2轻工板块出口金额同比大幅提升，而24M3虽受去年高基数、春节期间集中出运带来透支效应影响，多数品类出口有一定下滑，但M4基数回归正常后，各品类增速均明显恢复增长。细分品类来看，办公椅、沙发等品类整体增速靓丽，24M4回弹幅度显著。

图表：中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

		2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月	2023年2月	2023年1月
<b>家具产品</b>																	
家具出口	家具出口	8.70%	-5.20%	57.60%	25.90%	19.10%	8.10%	-5.80%	-2.10%	-4.00%	-13.00%	-12.70%	-14.40%	0.60%	14.40%	-24.90%	-13.00%
办公椅	木制的可调节高度的转动坐具	19.70%	-20.39%	186.72%	93.07%	26.87%	15.17%	19.63%	6.89%	7.99%	-2.67%	-8.43%	-27.00%	-20.61%	39.70%	-42.75%	-62.64%
	非木制可调节高度的转动坐具	12.42%	-15.62%	33.92%	36.02%	19.96%	14.12%	3.24%	17.24%	8.15%	2.26%	0.87%	-5.84%	7.69%	37.16%	-7.89%	-15.88%
沙发	带软垫的木框架坐具	3.79%	-8.87%	64.17%	33.29%	28.79%	24.57%	18.22%	14.84%	10.84%	-12.18%	-9.87%	-11.78%	-5.50%	-6.84%	-38.46%	-29.96%
	带软垫的金属框架坐具	14.69%	-8.54%	52.39%	18.16%	9.47%	-6.11%	-21.05%	-17.30%	-16.02%	-14.00%	-21.45%	-22.12%	-13.15%	1.78%	-34.43%	-15.63%
床垫	弹簧床垫	26.10%	14.73%	53.58%	63.35%	40.16%	25.61%	18.60%	20.54%	26.09%	12.89%	16.94%	-0.87%	-7.82%	27.16%	-1.73%	-14.05%
	海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面	1.20%	-1.46%	25.42%	12.30%	21.00%	12.93%	3.84%	13.83%	20.75%	14.42%	21.82%	8.83%	8.99%	19.91%	-8.71%	-13.84%
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品	-6.30%	-18.27%	49.60%	16.28%	8.58%	7.56%	1.20%	2.01%	-9.46%	-30.77%	-27.14%	-20.71%	-13.90%	-17.90%	-47.06%	-30.18%
<b>其他轻工产品</b>																	
保温瓶	保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外	-7.79%	-25.89%	85.10%	24.99%	20.60%	14.23%	4.35%	15.91%	34.04%	12.90%	12.20%	18.69%	71.24%	93.16%	-8.80%	17.55%
塑料餐饮具	塑料制餐具及厨房用具	-3.92%	-20.41%	38.76%	18.21%	5.98%	-7.82%	-18.52%	-14.44%	-6.36%	-19.18%	-19.59%	-18.23%	-3.36%	17.40%	-22.57%	-13.73%
宠物牵引绳	各种材料制成的鞍具及挽具，适合各种动物用	-11.42%	-22.47%	18.50%	-15.22%	3.05%	-6.73%	-14.27%	-4.67%	-14.00%	-31.85%	-21.68%	-10.35%	9.04%	35.12%	-37.02%	-16.07%
宠物食品	零售包装的狗食或猫食饲料	10.91%	2.91%	22.25%	35.55%	19.34%	27.98%	14.67%	29.35%	-3.93%	-5.38%	-3.58%	-17.45%	2.67%	-9.63%	-12.38%	-33.17%
<b>人造草坪</b>																	
人造草坪	其他化学纤维制簇线人造草皮	-844.63%	-1959.97%	122.10%	229.37%	224.49%	1568.30%	431.65%	-221.12%	1977.39%	691.13%	1643.23%	-258.75%	3609.91%	3399.12%	2847.46%	5194.16%
	其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	672.04%	-1320.01%	1503.27%	1349.49%	1335.04%	296.53%	-705.61%	-744.63%	-1351.66%	-1352.05%	-1508.18%	-617.67%	905.86%	1849.23%	-2152.67%	-2984.53%

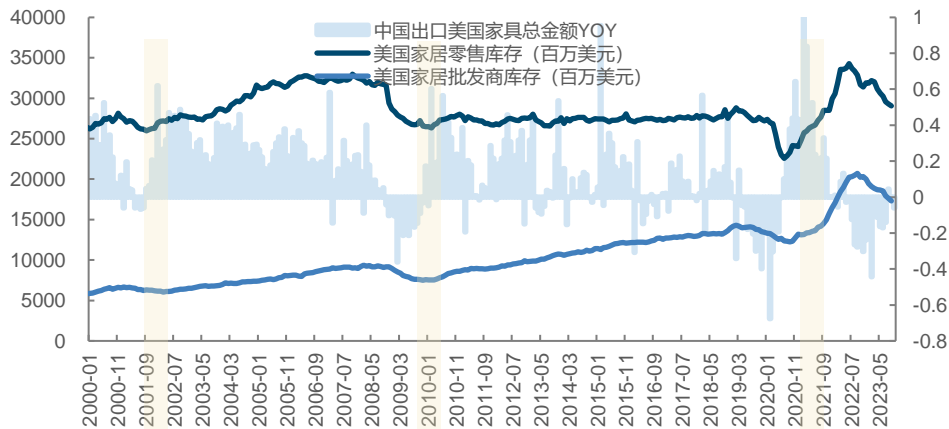
资料来源：Wind，国金证券研究所

# 1. 出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

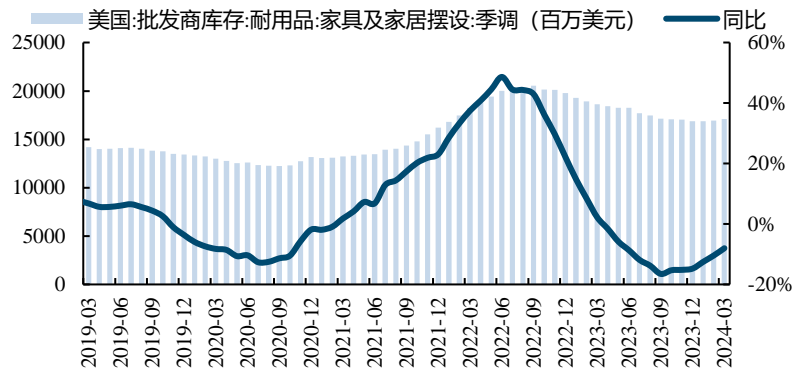
## 1.1 24Q1基本面表现较优，景气度有望延续至H2

- 1) 通过对历史复盘，我们发现历史上美国家居行业库存见底后通常会迎来一段补库周期，普遍为6-12个月，而此轮补库周期开始于23年Q4；2) 同时，从边际上看，2024年3月美国家具产品批发商库存同比-8%，环比未出现明显提升、不存在累库现象。鉴于此，我们认为中国家居出口景气度有望延续至24年H2。

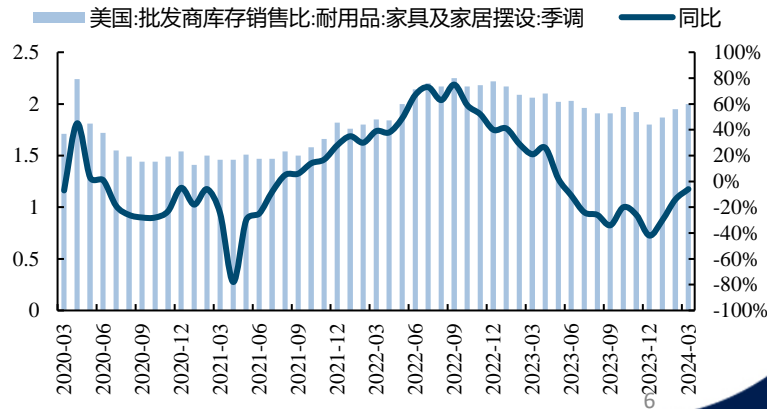
图表：美国制造业&零售商&批发商库存历史复盘



图表：美国家具批发商库存情况（百万美元）



图表：美国批发商库存销售比情况

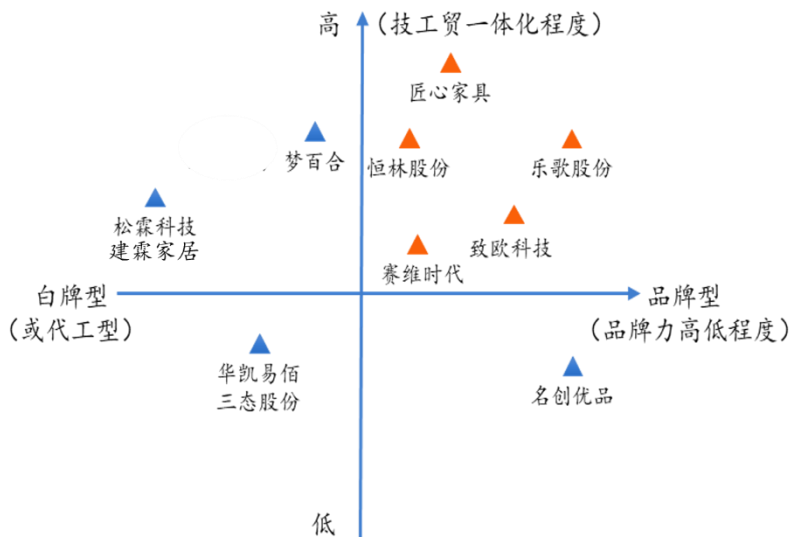


# 1.出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

## 1.2 出海主线如何筛选投资标的？

➢ 我们认为技工贸一体化程度与品牌化程度是筛选海外投资标的的两个主要维度，其中第一象限维度中的匠心家居、恒林股份、乐歌股份、致欧科技、赛维时代兼具自主品牌布局与技工贸一体化程度较高，在23Q1-24Q1营收季度同比增速亮眼。品牌力支撑产品高溢价及消费粘性、技工贸一体化节降企业成本，基于此，这类企业后续的成长稳定性更强、成长上限更高。

图表：筛选出海投资标的四象限



图表：四象限公司23Q1-24Q1营收同比增速与估值（截至5.24）

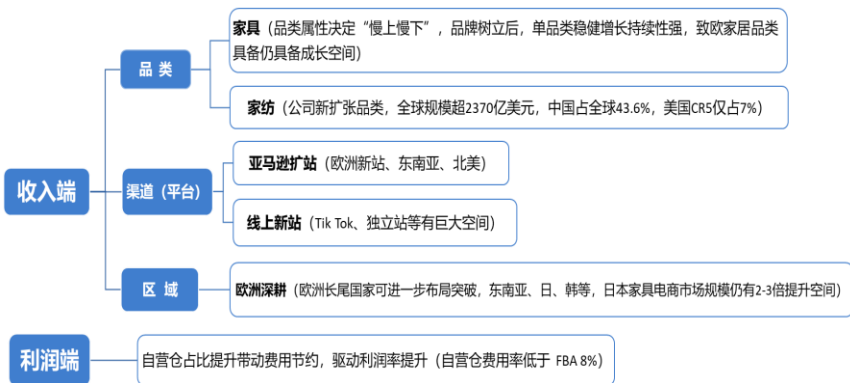
	公司名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024PE
第一象限	恒林股份	20.84%	25.72%	27.09%	28.34%	38.98%	12.33
	乐歌股份	4.29%	12.34%	31.90%	35.73%	40.83%	11.49
	匠心家居	-7.43%	61.74%	55.83%	32.00%	30.66%	16.72
	致欧科技	-11.18%	-0.38%	13.92%	44.98%	45.30%	19.9
	赛维时代	22.81%	29.46%	37.58%	41.13%	44.66%	25.08
第二象限	松霖科技	-23.72%	-13.99%	3.14%	13.71%	12.61%	15.29
	梦百合	-20.74%	-1.95%	6.55%	15.96%	7.08%	15.94
	建霖家居	-29.00%	-11.57%	22.11%	47.27%	42.68%	13.86
第三象限	华凯易佰	47.44%	56.31%	61.04%	30.16%	23.05%	12.18
	三态股份	-3.97%	12.00%	9.84%	10.85%	-0.51%	-
第四象限	名创优品	26.19%	40.32%	36.74%	65.74%	34.31%	22.64

# 1.出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

## 1.3.1重点标的梳理——致欧科技：家居跨境电商龙头，“产品出海”向“品牌出海”晋升

- 品类&渠道双轮驱动营收增长：**1) 品类方面，公司致力于打造“线上宜家”，已经开始逐步向家纺品类扩张，分散的欧美家纺市场以及中国成熟的家纺品供应链为公司家纺品类的成功奠定基础。2) 渠道方面，公司通过多平台布局降低对于亚马逊的依赖程度，其中独立站2023年实现收入1.4亿元，2020-2023CAGR达59.0%，鉴于欧美市场电商平台集中度相对较低，官网购物消费习惯根深蒂固，叠加公司独立站构建基础较优，我们认为随着引流投放不断加大，中长期维度独立站有望贡献较大增量。公司2024年2月发布股权激励，激励的目标值及触发值对应公司2024-2026年营收复合增速分别为25%/20%，彰显发展信心。
- 完善海内外自营仓布局提振盈利能力：**截至2023年底，公司海内外自营仓面积合计已达28万平方米，构筑公司仓储物流核心优势，2023年公司仓储费用率/运输费用率分别为2.3%/17.8%，较2018年分别下降1.1/3.5pct。随着公司海内外自营仓布局进一步完善，整体仓储物流费用率进一步优化，公司盈利能力改善可期。

图表：致欧科技成长驱动力梳理



图表：股权激励业绩考核要求

归属安排	对应该考核年度	业绩考核目标 营业收入增长率 (定比2023年)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2024年	25%	20%
第二个归属期	2025年	56%	44%
第三个归属期	2026年	95%	73%
考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)	
各考核年度营业收入增长率 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$	
	$An \leq A < Am$	$X=A/Am$	
	$A < An$	$X=0$	
激励对象	本激励计划拟首次授予激励对象为董事、高级管理人员、核心技术及业务人员 (包含外籍人员) 等47人		



# 1.出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

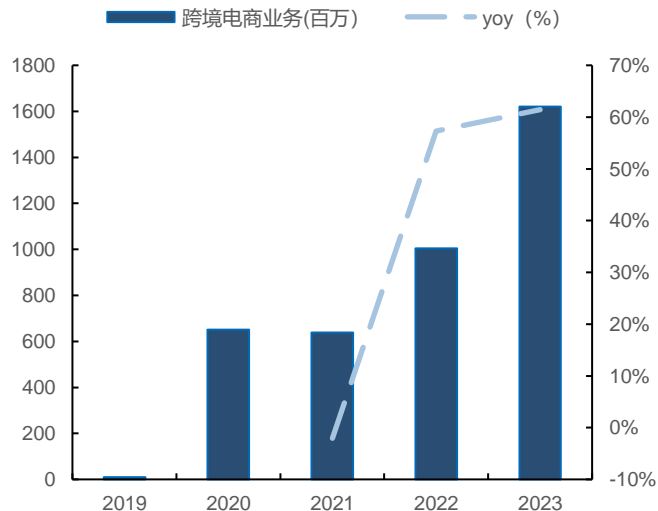
## 1.3.2 重点标的梳理——恒林股份：自产优势明显，跨境电商加速发展

- VC 模式为主，跨境电商加速发展：公司在亚马逊平台主要模式为VC模式，VC 模式与 SC模式在运营仓储营销等维度有显著区别，整体看由于抽佣比例低、账号稀缺度高、VC 模式下竞争压力更低，营销投入相对小，且依托 VC 模式，公司可以进一步扩大仓储、制造端形成的成本优势。在公司产品自产的背景下，以VC模式扩张，支撑跨境电商加速发展。公司2023年跨境电商收入超16亿，2020-2023年跨境电商收入年复合增长率达35.5%。展望后续，公司2024年依托美国迎来补库周期，传统代工业务有望逐季恢复，跨境电商业务依托自产带来性价比优势，有望延续高速发展。

图表：亚马逊VC与SC模式对比

维度	Vendor Central (VC)	Seller Central (SC)
注册条件	邀请制,品牌在营业额、市场渗透率,以及当下特定品类的配额指标,此外亦可以向其他拥有资格的企业购买VC账号	企业身份随时可自主注册
基本费用	无需店租、欧洲免MT	支付店租39.99/月、欧洲VAT
模式	供货给亚马逊,亚马逊定价并销售给客户,Sold by Amazon	SC卖家自己定销售价,Soldby卖家
成本	以优惠的批发价供给亚马逊	/
价格	亚马逊自己定销售价及进行调整	卖家自己设定并控制价格
订单处理	亚马逊自动从仓库履行订单或者供应商代亚马逊履行订单(本地发)。	FBA/FBM(中国直发,海外仓发货)
客户服务	亚马逊处理所有客户服务请求	FBA由亚马逊处理客户服务请求,FBM则由SC卖家处理客户服务请求
账期	通常为60天,根据协议也有可能为30-120天	根据订单情况,每14天可提现
佣金	10%,不同等级账号可能不同,每年可能调整	通常为15%,每个类别都有固定的佣金
库存情况	亚马逊通常会在周一、周三、周五开出PO。亚马逊对畅销品会要求 8-12周的库存,需要根据不同的模式确定库存 PO/DF/DI等	FBM商家自己控制库存并告知亚马逊, FBA则是亚马逊自动管理,商家负责补充库存
退换货	按注册VC账号时签署的退换货条件	FBM模式,SC卖家自行沟通处理。FBA模式退回亚马逊处理
广告、营销	广告活动通过广告控制台设置和管理,所有亚马逊广告位置黑五等促销活动,VC享有优先级别。广告成本低、广告时间长。不受限制地申报各种秒杀,费用很低,甚至免费。	广告活动通过广告控制台设置和管理,有限的广告位置

图表：跨境电商业务营收及增速



# 1.出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

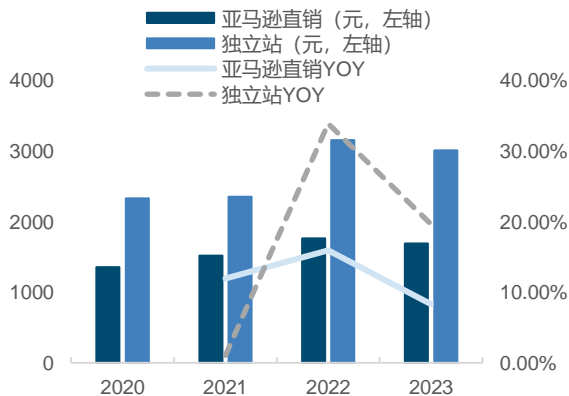
## 1.3.3 重点标的梳理——乐歌股份：垂类品牌出海领军者，海外仓打开第二成长曲线

- **智能升降桌**：健康理念深入、价格带下移带动智能升降产品渗透率加快，双电机/AI智能功能/儿童桌等细分领域、功能带动价格带向上跃迁，行业有望保持双位数成长。1) 公司精耕深度+性价比齐驱，上游延伸奠定成本优势基础，细分功能产品&品牌溢价带动单价高于同业；2) 渠道上两轮驱动，**亚马逊聚焦流量性价比单品，独立站主推升级类新品**，20-23年独立站收入CAGR+34%，客户数/客单值CAGR+18%/+8%
- **海外仓**：库容&周转管理优化带动高速成长，规模优势&精细化运营提升盈利能力逐步兑现。2021-2023，公共海外仓收入1.71/4.88/9.51亿元，同比+850%/+186%/+94%。盈利弹性提升三大路径：①“重资产”模式自建代替租赁减轻成本压力、②借助规模优势提升尾程议价力、③规模效应摊销固定成本，毛利率从2021年的2.75%提升至2023的12.69%。

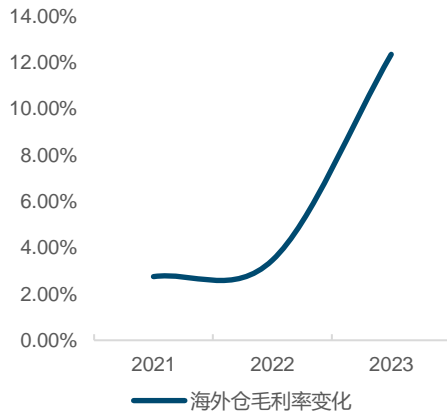
图表：乐歌海外仓盈利模式



图表：亚马逊定位性价比，独立站定位高客单升级产品



图表：海外仓业务毛利率提升显著



# 1.出海投资主线：景气度有望延续，优选个股尤为关键

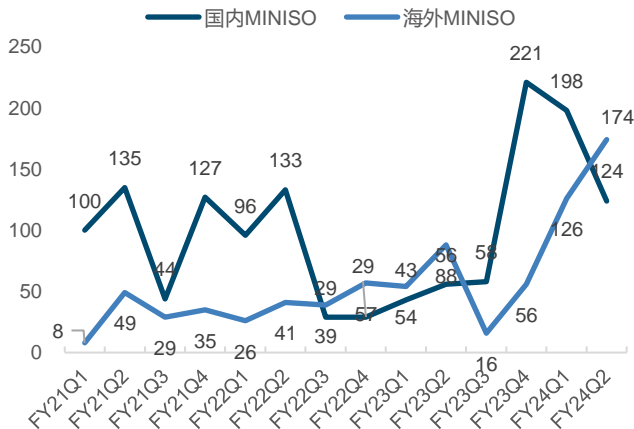
## 1.3.4 重点标的梳理——名创优品：线下零售全球出海领军者，品牌升级带动盈利超预期

- **全球扩张：**直营模式探索成功打开北美成长天花板，主题大店2.0模式开启国内高质成长。1) 海外：伴随北美直营模式探索初见成效，公司提出美国从100+店开拓至1000+家店的目标，3QFY24北美/欧洲GMV分别同比+108%/+81%，直营市场占海外市场的收入贡献从2023年同期的约46%提升至约58%，本地化运营策略初见成效。2) 国内：通过探索芭比、三丽鸥主题大店提升品牌形象势能，提升客流基础，再次证明高效产品供应链体系对于零售同店提升的潜力。
- **扩大IP产品提升盈利能力&品牌势能：**公司IP产品、高毛快消品类占比提升、品类结构不断优化，3QFY24毛利率43.4%（同/环比+4.1/+0.4pct），自2QFY23起毛利率持续提升且再创新高，公司已形成成熟的IP运作体系，广泛合作头部知名IP、系统性产品开发能力、强供应链支持下快反能力等在传统生活用品零售商中仍较为稀缺，看好“大美妆、大IP、大玩具”策略下单店后续成长性兑现。

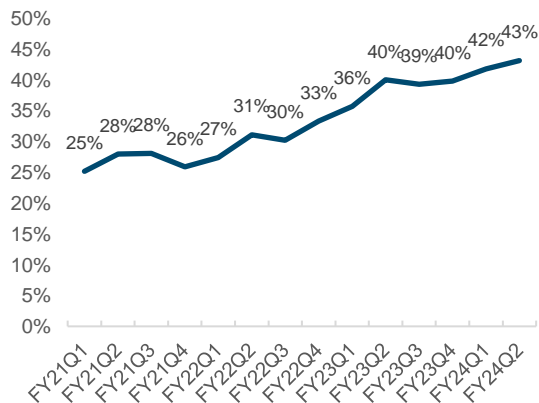
图表：名创优品三丽鸥主题店



图表：名创优品23年国内&海外加速展店（净增加）



图表：名创优品毛利率不断提升



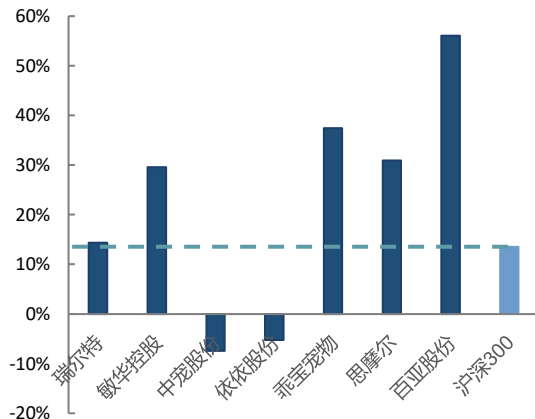
# 2 新消费投资主线：把握渗透率提升红利，多重指 标筛选布局标的

## 2.新消费投资主线：把握渗透率提升红利，多重指标筛选布局标的

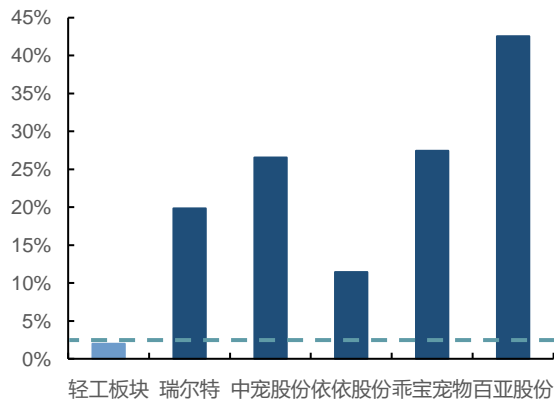
### 2.1受益于渗透率提升，新消费品类整体优于整体行业表现

- 23Q4及24Q1宠物食品、智能马桶等新消费细分行业整体业绩表现优异，新消费赛道中优质个股百亚股份/乖宝宠物/中宠股份/瑞尔特/依依股份23Q4-24Q1营收分别同比+42.6%/+27.4%/+26.6%/+19.9%/+11.4%，显著超越轻工板块整体增速。此外，截至24年5月23日，百亚股份/乖宝宠物/思摩尔/敏华控股股价累计涨幅分别为56.07%/37.43%/30.92%/29.53%，显著跑赢沪深300指数。整体来看，在新消费品类渗透率持续提升的背景下，新消费赛道布局价值依然凸显。

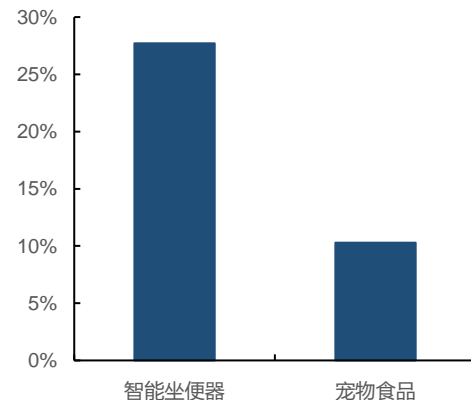
图表：新消费板块重点公司今年以来涨跌幅



图表：新消费板块重点公司23Q4-24Q1营收增速



图表：宠物食品、智能坐便器24年1-4月销售额同比增速



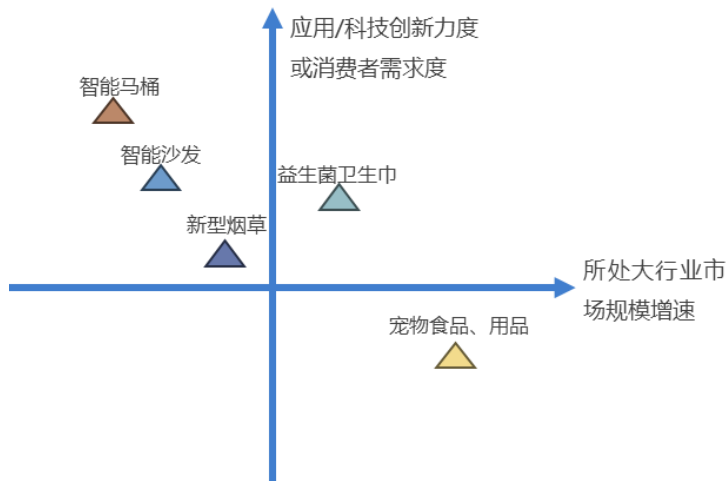


## 2.新消费投资主线：把握渗透率提升红利，多重指标筛选布局标的

### 2.2 如何筛选标的？

- 新消费品类的科技创新力度/消费者需求度、所处大行业市场规模增速是决定该品类发展速度及上限的关键。而从实际投资布局来看，仍需结合渗透率提升速度、空间以及外部经营环境等因素综合研判。整体来看，我们认为2024年下半年新消费品类布局优先级排序为：**智能马桶~益生菌卫生巾>宠物食品~功能沙发>新型烟草。**

图表：新消费品类行业特性对比



图表：新消费品类行业及企业关键指标对比

	中国渗透率	海外渗透率	行业集中度	政策风险	核心公司2024年PE
智能马桶	4%	日本82%，韩国60%	中	极弱	瑞尔特 (PE15x)、箭牌家居 (PE19x)
宠物	20%	美国70%，欧洲46%	中	极弱	中宠股份 (PE28x)、乖宝宠物 (PE33x)、佩蒂股份 (PE27x)
新型烟草	1%	全球8%，美国11%，英国16%	较高	中	思摩尔 (PE19x)、盈趣科技 (PE18x)
功能沙发	8%	美国49%	较高	较弱	敏华控股 (PE10x)、匠心家具 (PE18x)
益生菌卫生巾	较低	较低	较高	较弱	百亚股份 (PE23x)

资料来源：奥维云网，日本内阁府，Euromonitor，2022年中国宠物行业白皮书，Statista，APPA，FEDIAF，国金证券研究所。注：按智能马桶渗透率根据保有量数据测算，新型电子烟渗透率根据市场规模数据测算。

## 2.新消费投资主线：把握渗透率提升红利，多重指标筛选布局标的

### 2.3.1 重点标的梳理——瑞尔特：品类仍处渗透红利期，看好自主品牌份额提升

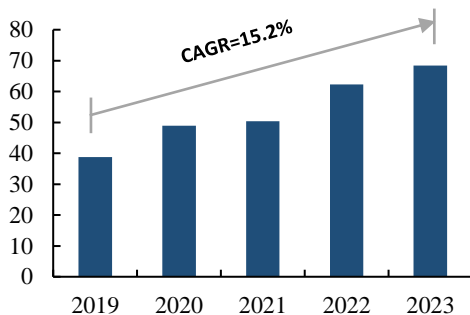
➤ **智能坐便器行业：**中国智能坐便器行业仍处渗透率提升红利期，2021年中国智能坐便器渗透率仅为4%，与美、日、韩等发达国家存在较大差距，为公司自主品牌快速发展奠定基础。2023年中国智能坐便器线上零售额为68.4亿元，2019-2023年CAGR为15.2%。

➤ **1) 线上方面：**依托自产带来的成本优势及爆品运营策略，自主品牌保持快速增长，根据久谦平台数据测算，截至2023年公司自主品牌在天猫/京东/抖音份额分别达3.3%/5.4%/15.2%，后续仍有较大提升空间。

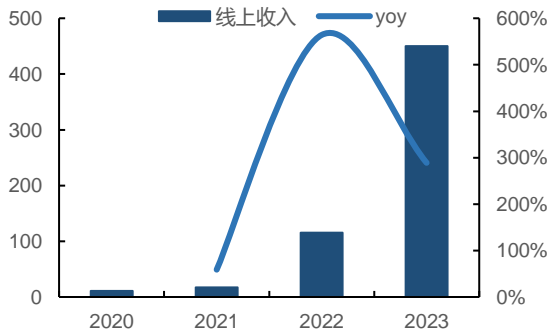
➤ **2) 线下方面：**在生产到售后服务的全流程环节中，经销商只需负责获客销售环节，其余仓储、物流、安装及售后环节均由公司完成，该模式使得经销商能够专注于销售获客环节，充分调动经销商积极性。

➤ 整体来看，公司自主品牌发展思路清晰，行业渗透率提升空间可观、增长驱动力充足（渠道扩张+产品价格带拓宽），看好自主品牌智能坐便器份额进一步提升。

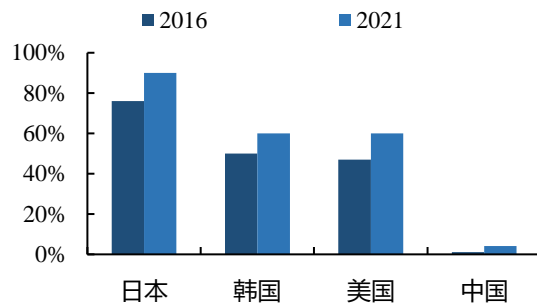
图表：线上智能坐便器零售额规模及同比情况（亿元，%）



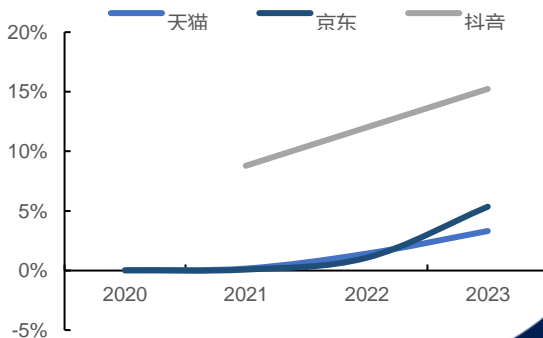
图表：瑞尔特线上平台收入（百万元，%）



图表：2016-2021年国内外主要国家智能马桶渗透率对比（按保有量）



图表：瑞尔特智能马桶在各线上平台份额提升



## 2.新消费投资主线：把握渗透率提升红利，多重指标筛选布局标的

### 2.3.2 重点标的梳理——百亚股份：品牌势能向上，线上+外围加速扩张，优质国产品牌扬帆起航

产品端主动推出差异化&功能性创新品策略向上突破价格带，借助低成本的抖音渠道积极拓圈、线下外省

“以点带面”策略高速开拓。

1) **产品升级**：公司23年上半年发布新品“益生菌”系列，并对前期明星系列“有机纯棉”、“敏感肌”等进行升级，下半年起产品升级趋势加速，大健康矩阵不断完善，看好中期份额持续提升空间。

2) **渠道端**：外围市场招商加速，对组织架构进行优化调整，将广东、湖南、河北作为重点发展战区快速突围，中期看好外围理顺机制重启高成长。电商+线下外围区成长提速，核心区域高基数下稳健成长。24Q1线下/电商营收4.4/2.96亿元，同比+16.7%/+150.5%，占比47%/39%，线下核心区域外省份营收+52%。

3) **盈利预测、估值与评级**：我们预计公司2024/2025/2026年EPS为0.72/0.93/1.18元，当前（截至5月23日）股价对应PE分别为33/25/20倍，维持“买入”评级

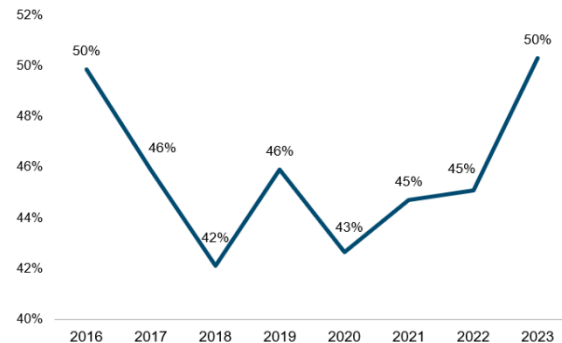
图表：百亚股份产品系列升级图谱



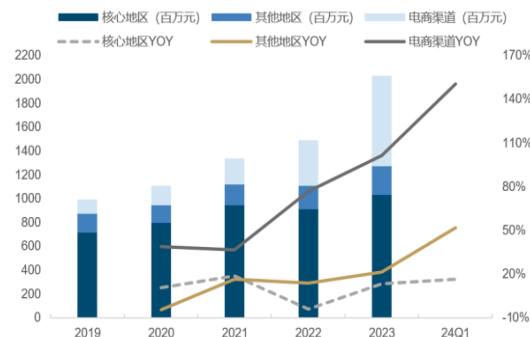
图表：国产品牌积极完善并引领中高价格带产品升级



图表：线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升



图表：公司线上、外围省份加速开拓



资料来源：久谦，公司公告，国金证券研究所；国金证券研究所；为保证价格可比性，选择使用235mm-255mm日用款的单片价格

# 3 红利成长主线：具备诞生红利资产基础，把握布局节奏

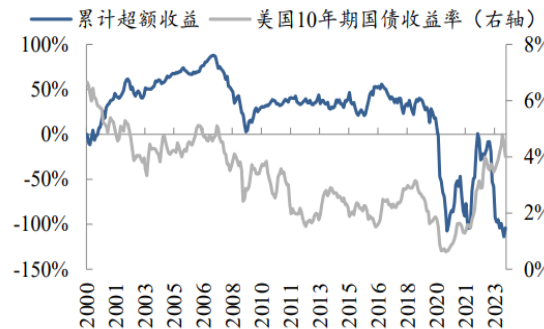


### 3. 红利成长主线：具备诞生红利资产基础，把握布局节奏

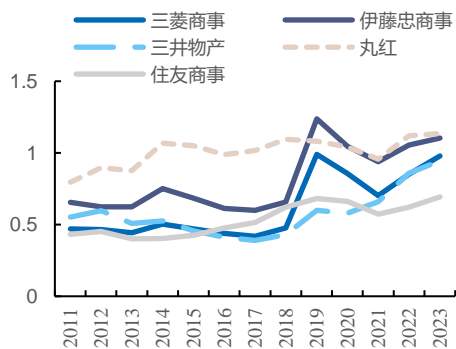
#### 3.1 他山之石：海外市场在经济转型、政策推动下迎来“红利时代”

- **1) 利率下行通道，利好红利资产。海外经验：**利率周期对高股息资产表现影响也较为显著，以标普 500 高股息指数为例，2000-2007 年、2009-2017 年美债收益率持续下行，中枢水平从 6% 降至 2%，期间高股息指数均实现超额收益。
- **2) 改革大幕开启，强调股东回报。海外经验：**2014 年后，日本五大商社将冗余资金用于现金分红/回购是提升 ROE 和估值水平的有效方案，通过给成熟企业“瘦身”达到提高估值目标。2023 年底，中国证监会修订发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》，进一步强调增强投资者回报、健全上市公司常态化分红机制。

图表：美国标普高股息指数历史表现 (%)



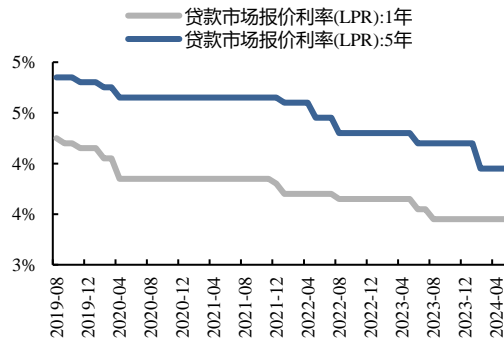
图表：日本五大商社总资产周转率



图表：《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》

主要变化	说明
明确现金分红导向，推动提高分红水平	1、督促公司分红。对未进行现金分红的，需披露具体原因、下一步为拟采取的举措。
简化中期分红程序，鼓励公司在条件允许的情况下增加分红频次，优化分红方式节奏	2、对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点关注，督促提高分红水平，专注主业。
约束超出能力分红企业，引导合理分红	1、分红时应综合考虑盈利水平、资金支出和债务偿还能力，兼顾投资者回报和公司发展需要。

图表：中国1年期与5年期LPR走势



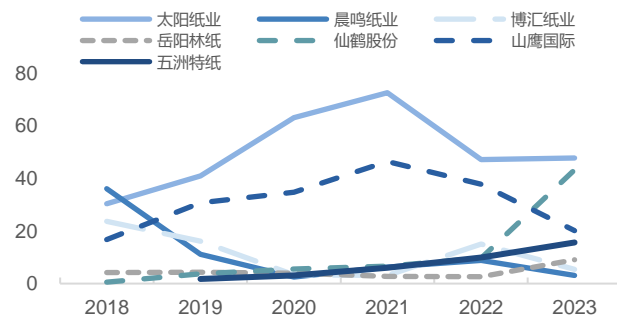


### 3. 红利成长主线：具备诞生红利资产基础，把握布局节奏

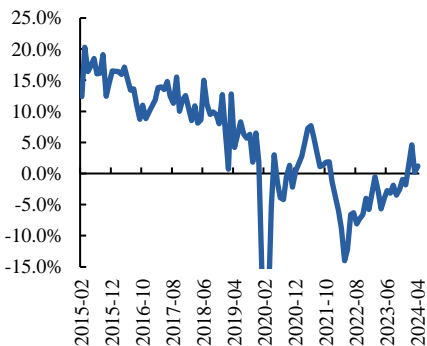
#### 3.2 轻工行业部分子板块或将涌现较多红利资产

- **轻工部分子板块或将涌现较多红利资产：**轻工行业整体步入稳定发展阶段，再投资需求显著下行。1) 家居行业社零增速中枢降低、消费需求降速，而行业内优质企业依托较优商业模式及份额提升，其业绩仍具备增长韧性并且现金流依然较优。2) 造纸行业整体需求已进入平稳期，行业资本开支也正明显减弱，部分纸种的龙头企业成本优势较为明显，格局有望进一步优化。
- **筛选标准：**通过分红能力、分红意愿两大标准，用七大指标细化筛选行业内优质红利标的，核心需具备稳定竞争优势与良好公司治理的企业。

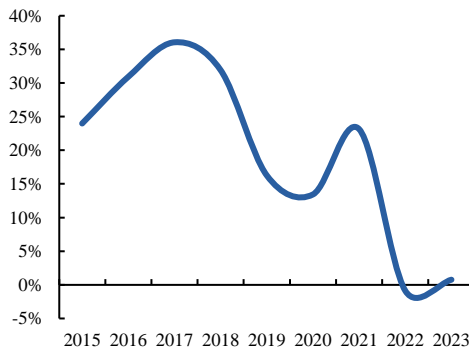
图表：部分重点纸企资本开支情况（亿元）



图表：家具社零单月同比增速（%）



图表：内销家具板块营收增速（%）



图表：轻工行业红利股筛选标准

标准	指标	意义	筛选阈值
分红能力	ROE 绝对值	高 ROE 反映高竞争力，未来能持续创造现金流	≥10%
	ROE 标准差	强调经营稳定性，剔除周期股影响	≤10%
	ROE 趋势	剔除逐年下降标的，回避可能的夕阳行业	剔除连续
	经营性净现金流/净利润	体现收益质量、公司现金流健康状况	≥0.9
	类现金资产占比	具有一定财务弹性，能拿的出钱	≥10%
分红意愿	派息率绝对值	反映公司分红意愿，体现资源配置能力	≥50%
	派息率标准差	强调分红行为的稳定性，剔除突击/脉冲式分红	≤35%

### 3. 红利成长主线：具备诞生红利资产基础，把握布局节奏

#### 3.3.1 重点标的梳理——公牛集团：品牌+渠道构筑业绩壁垒，未来持续高分红可期

- **品牌+渠道构筑业绩核心壁垒**：公牛凭借优良产品力与精准营销手段，构筑“安全”的品牌形象，与渠道扩展形成良性循环，共同构筑公司核心壁垒，成为公司业务稳步增长的重要内在驱动力，也是持续夯实公司“走远路”的主逻辑。
- **盈利能力稳健，现金流状况优异**：2019-2023年，ROE维持25%以上，具备稳健盈利能力；同时主营C端叠加占据产业链主导地位，使得现金流持续优异表现，2023年经营活动现金流达48.27亿元、净现比为1.25。
- **资本开支较低，持续高分红可期**：2017-2021年资本开支维持在5亿元以下，尽管2022、2023年资开支有所增加，但资本开支占无形资产比例最大值仍低于10%，维持较低水平；且通过在建工程进展情况，可判断后续不存在较高资本开支。同时，公司治理水平较优，股利支付率逐渐提升，2023年达71.4%、较20年提升近20PCT，未来持续高分红可期。

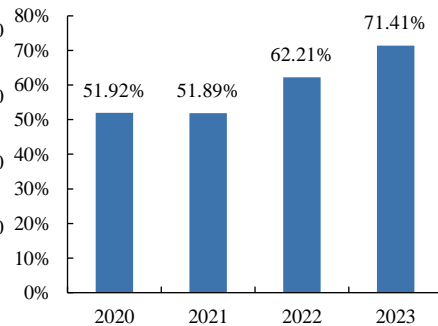
图表：在建工程项目梳理（百万元）

项目名称	预算数	本期投入金额	累计投入占比	工程进度
研发中心及总部基地建设项目	708.2	68.0	90.2%	90%
年产1.8亿套LED灯生产基地建设项目	743.8	93.0	29.9%	35%
年产4.1亿套墙壁开关插座生产基地建设项目	1,204.5	68.8	42.3%	45%
宁波公牛龙山社区建设项目	278.5	105.8	62.0%	65%
信息化建设项目	240.4	1.7	45.9%	50%
年产4亿套转换器自动化升级建设项目	999.0	36.8	81.2%	100%
待安装设备	-	92.2		
合计	4,174.5	466.4	/	/

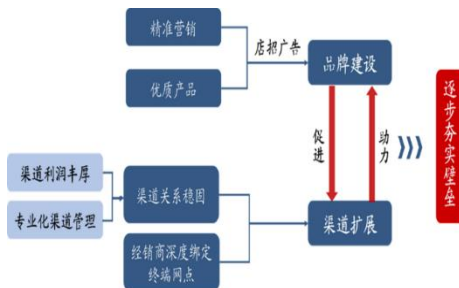
图表：历年经营现金流量净额及净现比



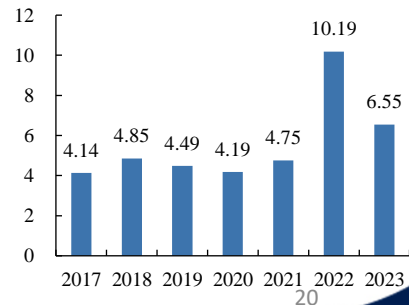
图表：历年股利支付率



图表：品牌+渠道构筑商业闭环



图表：历年资本开支（亿元）

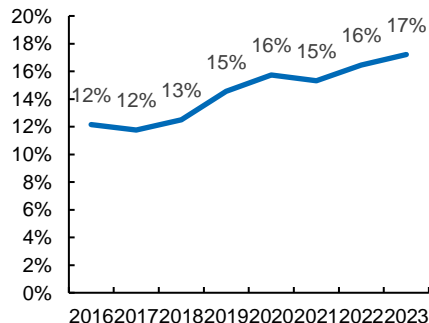


### 3.红利成长主线：具备诞生红利资产基础，把握布局节奏

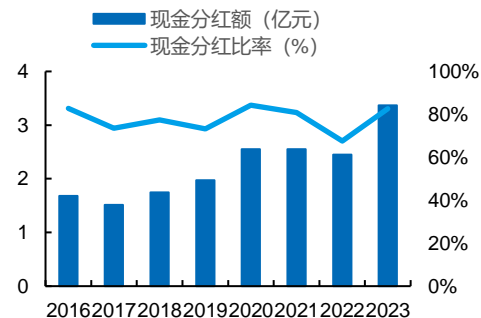
#### 3.3.2 重点标的梳理——永新股份：国内塑料软包龙头，高分红、稳增长优质标的

- 内功深厚、需求刚性，构筑业绩稳健基石：**公司深耕塑料软包装行业三十载，基础优势稳固。公司端：研发端持续投入，技术实力领先；生产端纵向一体化布局，制造与成本管控能力卓越；行业端：产品端品类丰富、应用广泛，通过为客户提供定制化产品增强合作粘性。下游以食品、日化、医药行业为主，需求偏刚性，且目标客群聚焦国内外一线品牌，客户资源优质。
- 盈利能力稳定，现金流较为充裕：**公司盈利状况稳定，净利率常年维持10-12%左右，2016-2023年归母净利润CAGR为10.51%，随营收规模稳健扩张。此外，盈利质量优异、现金流充裕，净现比常年维持1-1.5区间、具备稳定分红能力。
- 高分红政策回馈股东，带动ROE水平稳步提升：**公司积极与股东分享经营成果，自上市以来始终执行高分红策略，现金分红率长期保持在70%以上。长期稳定的高分红率彰显公司优质的现金流与稳健的盈利能力，并且未来有望延续高分红与高股息策略，持续为股东带来稳健投资回报。持续高分红带动ROE水平提升，2023年ROE为17.2%，较2016年提升近5.1PCT，有望对企业估值产生积极影响。

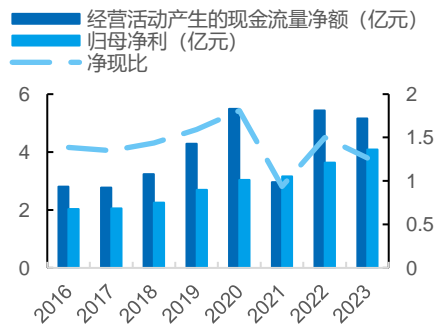
图表：ROE水平持续增长



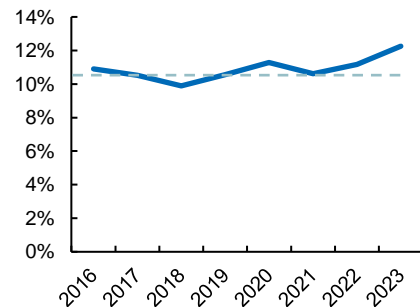
图表：现金分红比例维持70%以上（除22年外）



图表：现金流充裕、净现比维持1-1.5区间



图表：公司净利率维持在10%以上



# 附录：轻工行业各子板块回顾与展望

---



# 4 家居：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

---

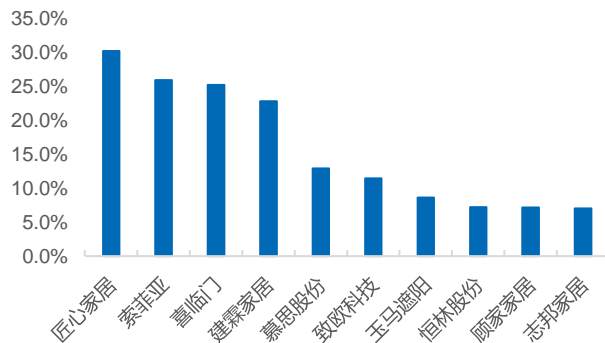


## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

### 4.1 板块行情回顾：地产利好政策托底，内销家具估值修复可期

- **内销、出口家具指数**：内销家具指数4月前整体呈震荡趋势，4月下旬以来地产利好政策预期催化，近1月内涨幅超25%、年内累计收益超越沪深300指数；出口家具指数1月底较年初超跌20%，后受益于家具出口数据同比改善、年内收益持续反弹回正，4月经小幅回调后、5月延续增长态势。
- **家具板块涨幅前10**：24年至今板块涨幅前10企业中，5家属于出口家具板块，其中涨幅前两位为匠心家居、建霖家具，年内累计上涨30.3%/22.8%；内销板块中索菲亚、喜临门表现亮眼，年内涨幅达25.9%/25.3%。
- **板块估值**：地产终端需求影响内销家具板块估值，中信家具指数、欧派家居PE-TTM指标与住宅商品房销售面积变化趋势显著正相关。目前板块整体、行业龙头估值水平处于历史地位（5.22欧派PE为14.56X，5.23家具指数PE为18.96X），地产利好政策托底有望促进家具内销板块估值修复与预期改善。

图表：家具板块涨幅前10标的（截至24年5月23日）



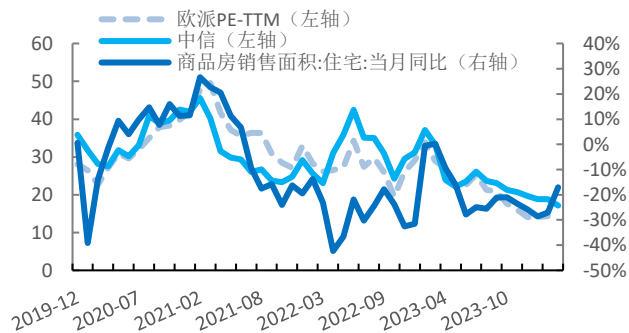
图表：内销家具指数（累计涨跌幅）



图表：出口家具指数（累计涨跌幅）



图表：内销家具板块估值



## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

### 4.2内销基本面回顾：短期基本面仍偏弱，政策组合拳加速落地

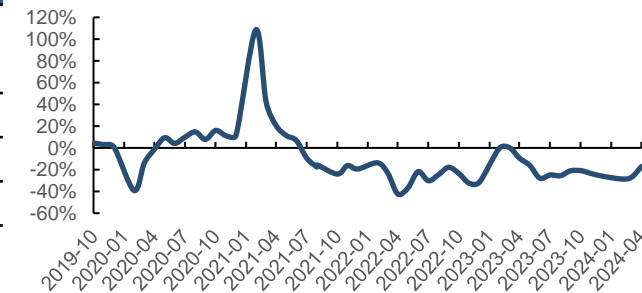
- **销售&竣工端依旧承压**，2024年3月我国住宅销售面积同比-27.06%，前期政策对于地产销售的传导仍未达预期；“保交楼”政策推动下，23年以来地产竣工确有实质性修复，但随后出现回落，整体形式依旧严峻。**宽松政策持续加码落地，地方因城施策、优化限购；中央517新政“组合拳”加速去库**。24年4月以来，北京、成都、杭州等地通过取消限购、鼓励商品房以旧换新等方式优化购房政策，加速刚需释放与信心修复，2024年4月住宅销售面积同比降幅边际收窄。5月17日“组合拳”地产新策发布、供需两侧加速去库进程，**需求侧**“下调首套房最低首付比例为15%”、“取消个人住房贷款利率下限”、“下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25PCT”，**有助于提升居民购房负担能力；供给侧**“设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房”，**国资收储有望加速房地产去库进程**。

图表：2024年以来地产重要政策汇总

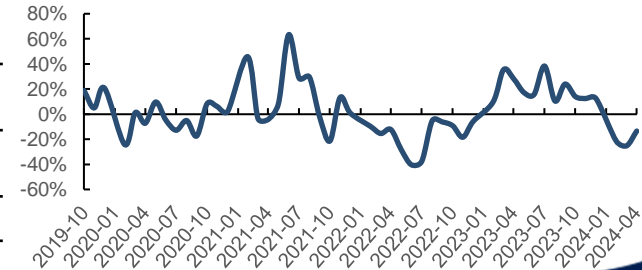
时间	部门	政策/会议内容
5月17日	国务院政策例行吹风会	央行：设3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年；降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房最低首付比例从不低于20%调为不低于15%，二套房最低首付比例从不低于30%调整为不低于25%；取消全国层面个人住房贷款利率政策下限；下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25PCT。
5月3日	深圳市住房和城乡建设局	《关于进一步优化房地产政策的通知》，从分区优化住房限购政策、调整企事业单位购买商品住房政策、提升二手房交易便利化等方面进一步优化房地产政策。
4月30日	北京市住建委	《关于优化调整本市住房限购政策的通知》在执行现有住房限购政策的基础上，允许已拥有住房达到限购套数的居民家庭，在五环外新购一套住房。
4月30日	中央政治局会议	结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
4月30日	中国自然资源部	《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至36个月以下；商品住宅去化周期在18个月（不含）-36个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。
4月28日	成都市住房和城乡建设局	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》自4月29日起，成都全市范围内住房交易不再审核购房资格，全市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售，对社会关注度较高的热点项目，鼓励企业采取公证摇号选房销售。
3月5日	国务院	《2024政府工作报告》适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。
1月25日	国务院金融服务经济社会高质量发展新闻发布会	继续做好个人住房贷款金融服务。支持各地城市政府和住建部门，因城施策进一步优化首付比例、贷款利率等个人住房贷款政策。银行等金融机构大力支持“平急两用”公共基础设施、城中村改造等“三大工程”建设，并且要求尽快形成实物工作量。
1月5日	住房和城乡建设部、金融监管总局	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》建立城市房地产融资协调机制、筛选确定支持对象、满足合理融资需求、做好融资保障工作。

资料来源：wind，政府部门官网，国金证券研究所

图表：住宅销售面积当月同比



图表：住宅竣工面积当月同比

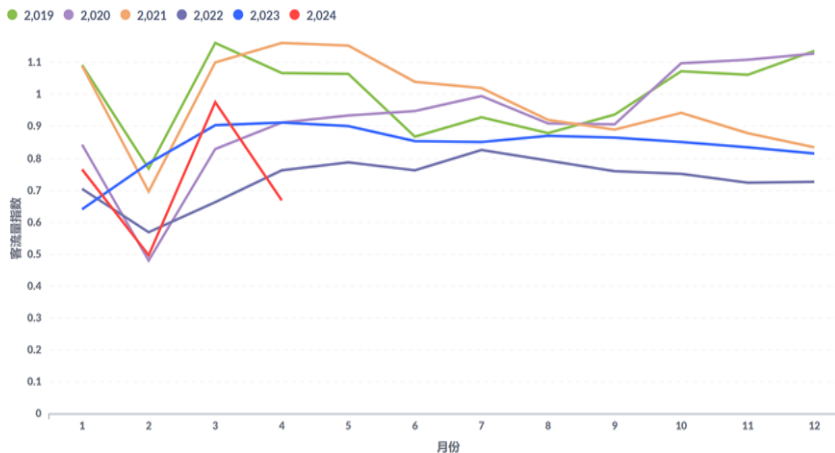


## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

### 4.2内销基本面回顾：短期基本面仍偏弱，政策组合拳加速落地

- 消费信心较弱，家居终端消费偏弱：虽然今年以来地产端利好政策频出、竣工数据也确有实质性改善，但家居终端消费形式依旧严峻，根据国金数字未来实验室数据显示，3月家居卖场客流量指数同比、环比均有改善，但由于315活动促销力度大、虹吸效应显著，导致4月环比、同比均出现较大幅度下滑。从家居企业业绩层面来看，24Q1终端接单压力进一步体现，多数定制家居企业预收款（合同负债）同比、环比均有下降。相对而言，此指标相对较为明显地反应出行业目前终端需求相对较弱，24Q2报表端或将显现压力，期待后续利好政策刺激效果。

图表：家居卖场客流量指数



图表：各公司预收款同比变化情况 (亿元)

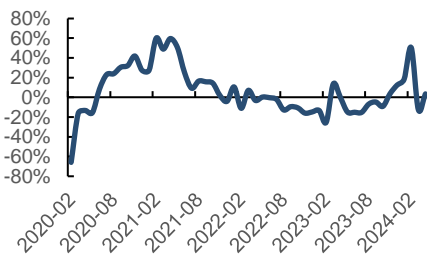
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
<b>一线品牌</b>									
欧派	19.8	22	21.9	11.5	20.9	20.8	19.6	15	16.4
索菲亚	9.4	10.1	10.5	7	10	13	12	13.1	8.7
尚品	7.6	8.4	8.1	6.2	7.1	7.4	6.1	6.4	5.3
欧派yoy	39.30%	-6.60%	-10.20%	-45.10%	5.60%	-5.60%	-10.60%	31.10%	-21.50%
索菲亚yoy	55.30%	29.10%	27.20%	-28.40%	6.20%	28.70%	14.50%	86.10%	-13.20%
尚品yoy	-17.40%	-20.80%	-17.00%	-37.20%	-7.00%	-11.50%	-24.20%	3.50%	-24.60%
<b>二线品牌</b>									
志邦	4.1	4.3	4.4	4.4	3.6	4.4	4.2	4.7	2.4
金牌	3	4.1	3.4	3.3	2.8	4.2	2.8	4.4	3
好莱客	4.1	4.6	1.5	1	1.5	1.7	1.5	1.9	1.4
我乐家居	2.5	2.8	2.7	2.6	2.7	2.8	2.4	2.7	2.1
皮阿诺	1.4	1.9	1.9	1.4	1.7	1.5	1.6	1.8	1.6
志邦yoy	21.90%	-9.40%	-12.50%	-17.80%	-12.40%	1.50%	-5.20%	8.70%	-31.80%
金牌yoy	17.20%	-2.00%	-18.10%	-22.10%	-6.30%	2.20%	-17.10%	34.70%	5.20%
好莱客yoy	0.60%	5.20%	-60.30%	-75.10%	-63.80%	-64.00%	1.60%	90.00%	-7.50%
我乐家居yoy	36.50%	11.80%	-0.90%	-24.60%	7.40%	-0.70%	-10.90%	3.80%	-21.40%
皮阿诺yoy	-8.10%	29.50%	25.60%	-11.90%	24.50%	-20.00%	-18.40%	31.00%	-6.50%

## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

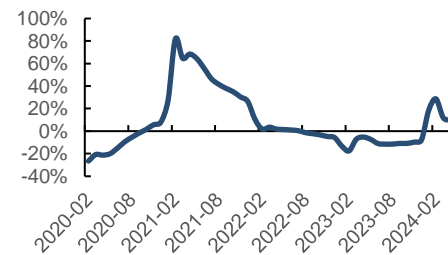
### 4.3 外销基本面回顾：补库周期正开始，整体景气度较强

现状：2023年Q4以来家具出口边际已迎来拐点，2024年1-4月中国家具及零件出口金额（美元计价）累计同比+9.7%，单4月同比+3.5%，出口景气度延续。分品类来看，家具品类中床垫、沙发、PVC地板等品类出口金额23Q4以来均迎明显改善。具体公司来看，无论是代工型外贸家居企业还是以自主品牌为主的跨境电商家居企业，23Q4、24Q1均现较优增长，整体出口景气度较高。

图表：4月家具及零件出口同比+3.5%



图表：1-4月家具及零件累计出口同比+9.7%



图表：外销家具上市企业23年年报及24年一季度业绩综述（亿元）

单位：亿元	23年营收	23年营收同比	23年归母净利润同比	23年Q4营收同比	23年Q4归母净利润同比	24年Q1营收同比	24年Q1归母净利润同比	24年Q1扣非归母净利润同比
梦百合	79.8	-0.5%	157.7%	16.0%	-89.0%	7.1%	18.2%	262.7%
中源家居	11.0	52.5%	-151.0%	88.7%	-76.4%	67.5%	1.6%	97.3%
麒盛科技	31.0	16.5%	702.6%	30.0%	-113.5%	8.5%	88.0%	495.8%
浙江正特	10.9	-21.1%	-71.4%	-25.3%	-437.7%	1.8%	-6.1%	50.6%
匠心家居	19.2	31.4%	21.9%	32.0%	9.9%	30.7%	58.0%	82.9%
浙江自然	8.2	-13.0%	-38.6%	6.7%	-121.7%	13.8%	-42.5%	4.4%
恒林股份	81.9	25.8%	-25.4%	28.3%	-277.2%	39.0%	31.2%	34.0%
永艺股份	35.4	-12.7%	-11.1%	19.7%	72.4%	23.0%	-17.5%	21.6%
松霖科技	29.8	-6.2%	35.0%	13.7%	49.6%	12.6%	154.7%	156.9%
建霖家居	43.3	3.5%	-7.3%	47.3%	33.7%	42.7%	170.3%	324.7%
玉马遮阳	6.6	21.3%	5.4%	28.2%	19.8%	21.6%	35.5%	37.0%
西大门	6.4	27.7%	11.1%	39.8%	-7.9%	38.3%	40.2%	29.4%
天振股份	3.1	-89.5%	-170.4%	-91.4%	-11567.4%	-13.5%	-120.9%	-182.2%
海象新材	16.0	-15.6%	-78.6%	-25.8%	-217.0%	-30.5%	-83.7%	-83.5%
嘉益股份	17.8	41.0%	73.6%	29.2%	51.6%	78.2%	102.2%	112.5%
哈尔斯	24.1	-0.9%	21.3%	32.4%	276.2%	58.6%	781.6%	25927.0%
乐歌股份	39.0	21.6%	189.7%	35.7%	93.5%	40.8%	-79.9%	100.1%
致欧科技	60.7	11.3%	65.1%	45.0%	60.6%	45.3%	15.1%	13.6%

图表：23年以来中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月	2023年2月	2023年1月
<b>家具产品</b>																
办公椅	19.70%	-20.3%	186.72%	93.07%	26.67%	15.17%	19.63%	6.88%	7.99%	-2.67%	-8.43%	-27.00%	-20.61%	39.70%	-42.76%	-62.64%
可调节高度/可躺坐/人体工学椅	12.42%	-15.62%	33.92%	36.02%	19.96%	14.12%	3.24%	17.24%	8.15%	2.26%	0.87%	-5.84%	7.69%	37.16%	-7.89%	-15.88%
非可调节高度/可躺坐/人体工学椅	3.79%	-8.87%	64.17%	33.29%	28.79%	24.57%	18.22%	14.84%	10.84%	-12.18%	-8.87%	-11.78%	-5.50%	-6.84%	-38.46%	-29.96%
沙发	14.68%	8.54%	52.39%	18.16%	-9.47%	-6.11%	-21.05%	-17.30%	-16.02%	-14.00%	-21.45%	-22.12%	-13.15%	1.78%	-34.43%	-15.63%
布艺沙发	28.10%	14.73%	53.38%	63.35%	40.16%	25.61%	18.80%	20.54%	26.08%	12.89%	16.94%	-0.87%	-7.82%	27.16%	-1.73%	-14.05%
海绵/乳胶/泡沫塑料制沙发，不论是否包面	1.20%	-1.46%	25.42%	12.30%	21.00%	12.93%	3.84%	13.83%	20.75%	14.42%	21.82%	8.83%	8.99%	19.91%	-8.71%	-13.84%
PVC地板	-6.30%	-18.27%	49.60%	16.28%	8.58%	7.56%	1.20%	2.01%	9.46%	-30.77%	-27.14%	-20.71%	-13.90%	-17.90%	-47.06%	-30.18%
<b>其他轻工产品</b>																
保温杯	-7.79%	-25.89%	85.10%	24.99%	20.60%	14.23%	4.35%	15.91%	34.04%	12.90%	12.20%	16.69%	71.24%	93.16%	-8.80%	17.55%
保温瓶和其他空气器及零件，组成玻璃除外	-3.92%	-20.41%	38.76%	18.21%	5.96%	-7.82%	-18.52%	-14.44%	-8.36%	-19.18%	-19.59%	-18.23%	-3.36%	17.40%	-22.57%	-13.73%
塑料餐具类	-11.42%	-22.47%	18.50%	-15.22%	3.05%	-6.73%	-14.27%	-4.67%	-14.00%	-31.85%	-21.68%	-10.35%	9.04%	35.12%	-37.02%	-16.07%
各种材料制成/成杯及酒杯，适合各种植物用	-10.91%	2.91%	22.25%	35.55%	19.34%	27.98%	14.67%	29.35%	-3.93%	-5.38%	-3.58%	-17.45%	2.67%	-9.63%	-12.38%	-33.17%
宠物食品	10.91%	2.91%	22.25%	35.55%	19.34%	27.98%	14.67%	29.35%	-3.93%	-5.38%	-3.58%	-17.45%	2.67%	-9.63%	-12.38%	-33.17%
<b>人造草料</b>																
其他化学纤维制或混入人造草料	-844.63%	-1659.97%	122.10%	229.37%	224.49%	1568.30%	431.65%	321.12%	1977.39%	691.13%	1643.23%	-258.73%	3609.91%	3398.12%	2847.46%	5194.16%
其他化学纤维制或混入人造草料制地毯	672.04%	-1320.01%	1503.27%	1349.49%	1335.04%	296.53%	-705.61%	-744.63%	-1351.66%	-1352.05%	-1508.18%	-617.67%	905.86%	1849.23%	-2152.67%	-2984.53%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

### 4.4内销展望：后续需求无需过于悲观，两大趋势主推龙头集中度提升

- **无需过多担忧后续装修需求不足问题：**虽然近年来新房竣工、销售表现相对疲弱，但二手房装修需求逐步显现，后续家居装修需求具韧性，中长期来看，经过我们测算，15年更新周期下，2024E-2027E装修套数分别为2040、1670、1840、1880万套，二手房装修需求支撑下，2026年装修套数将扭转下滑趋势。2024、2025年低点期或将是家居板块布局的战略机会。

图表：2024-2026年中国理论装修需求套数测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
当年销售面积(万平方米)	154,878	156,532	114,630	94,800	80,580	76,551	74,254	72,027
销售面积增长率(%)	3.15%	1.07%	-26.77%	-17.30%	-15%	-5%	-3%	-3%
当年交房面积预测(万平方米)	147929	150144	154878	156,532	114630	94800	80,580	76,551
单套房平均面积(平方米)	90	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数(百万)	16.44	16.68	17.21	17.39	12.74	10.53	8.95	8.51
10年前住宅竣工套数(百万)	6.21	9.48	10.34	10.78	10.94	12.86	11.69	12.49
15年前住宅竣工套数(百万)	3.17	3.76	5.53	6.04	7.68	6.21	9.48	10.34
20年钱住宅竣工套数(百万)	1.06	1.32	1.68	2.06	2.46	3.17	3.76	5.53
10年前更新周期下-装修套数	22.6	26.2	27.5	28.2	23.7	23.4	20.6	21.0
YOY	-4.7%	15.5%	5.3%	2.3%	-16.0%	-1.2%	-11.8%	1.7%
15年更新周期下-装修套数	19.6	20.4	22.7	23.4	20.4	16.7	18.4	18.8
YOY	5.7%	4.3%	11.3%	3.1%	-12.9%	-18.0%	10.1%	2.2%
20年更新周期下-装修套数	17.5	18.0	18.9	19.4	15.2	13.7	12.7	14.0
YOY	8.7%	2.9%	4.9%	3.0%	-21.9%	-9.8%	-7.2%	10.4%

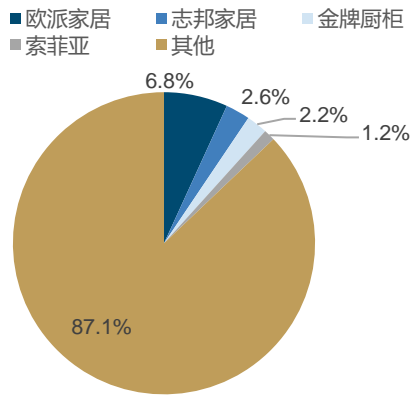


## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

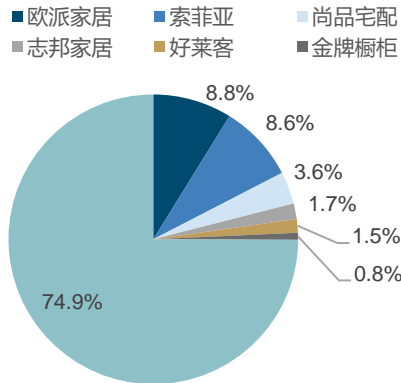
### 4.4 内销展望：后续需求无需过于悲观，两大趋势主推龙头集中度提升

- 行业两大趋势已现，助推集中度加速提升，龙头业绩增长韧性可期：近年来，虽然由于消费需求承压，外部经营难度加大，家居行业内中小企业逐步退出，**头部品牌收入增长持续领先社零增速**，行业稳步集中，但家居行业整体目前仍较为分散，根据我们测算，2022年厨柜/衣柜行业CR4分别为12.9%/22.7%，市场集中度仍有较大提升空间。展望后续，在行业流量整体承压、流量碎片化、消费者一站式采购需求等背景下，我们认为头部家居品牌在整装渠道加速开拓、多品类加速融合的两大趋势推动下，市场份额有望迎来加速提升，进一步奠定业绩增长韧性。

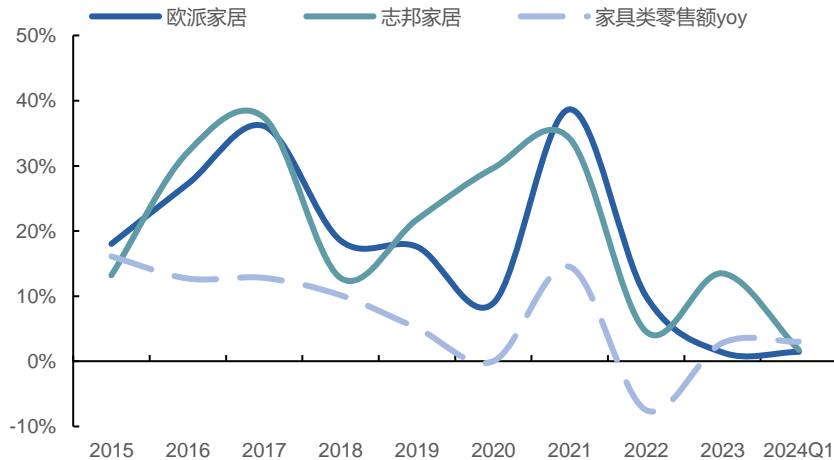
图表：橱柜行业集中度



图表：衣柜行业集中度



图表：龙头企业营收增速跑赢家具社零增速

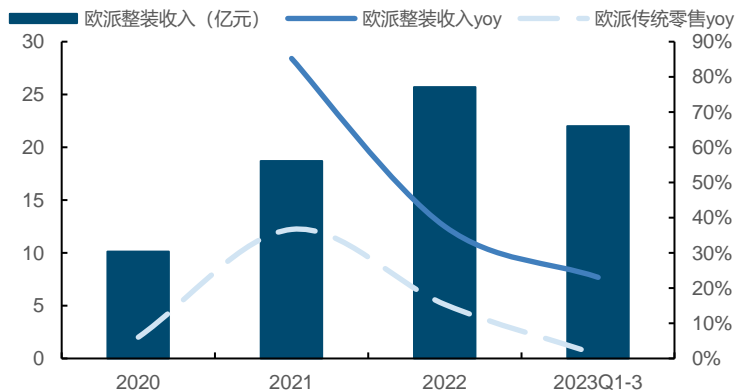


## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

### 4.4 内销展望：后续需求无需过于悲观，两大趋势主推龙头集中度提升

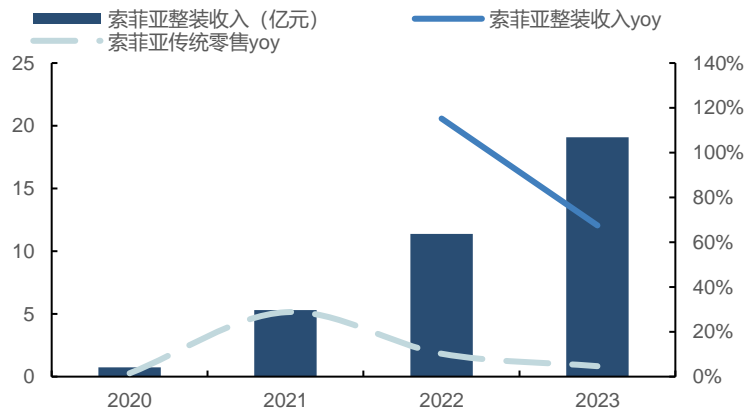
- 趋势一：整装渠道流量入口越发明显，龙头企业布局优势凸显。宏观层面来看，目前中国新房销售趋缓，一二线城市正逐步步入存量房时代，城镇化红利释放进入瓶颈期，整体家居行业客流量面临下行压力，中长期角度家居企业仅依靠新房装修量已经难以维持收入层面的快速增长。并且，由于消费者获取信息的渠道越加广泛，流量越发碎片化，传统门店自然流量承压，而整装渠道由于更契合消费者一站式采购的消费需求逐步成为装修消费的“第一站”，具备天然流量优势，也逐步成为家居企业业绩增长的核心驱动。2023前三季度欧派整装渠道增速分别为23%，传统零售渠道收入增速为1.1%；2023年全年索菲亚整装渠道增速67.52%，传统零售渠道收入增速为4.6%。在此趋势下，头部家居品牌具备为装企品牌背书、赋能等优势，并且整装渠道对于品牌商产品、渠道管理以及经销商团队能力要求明显提升，综合能力更强的龙头企业有望通过整装渠道获取更大市场份额从而实现整体份额提升。

图表：欧派家居整装渠道收入及yoy（亿元，%）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表：索菲亚整装渠道收入及yoy（亿元，%）

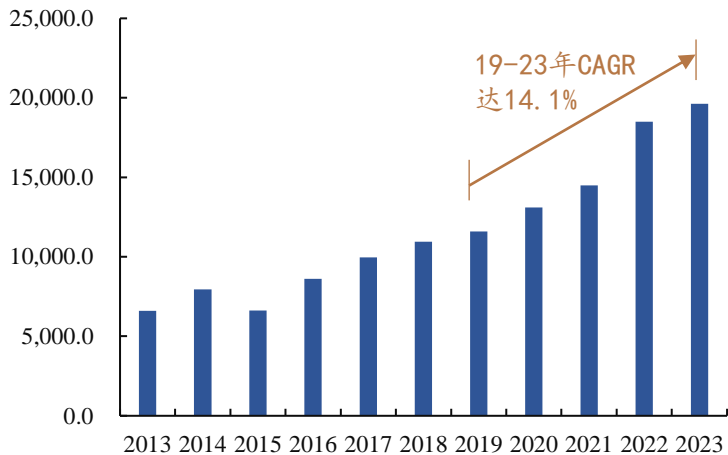


## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

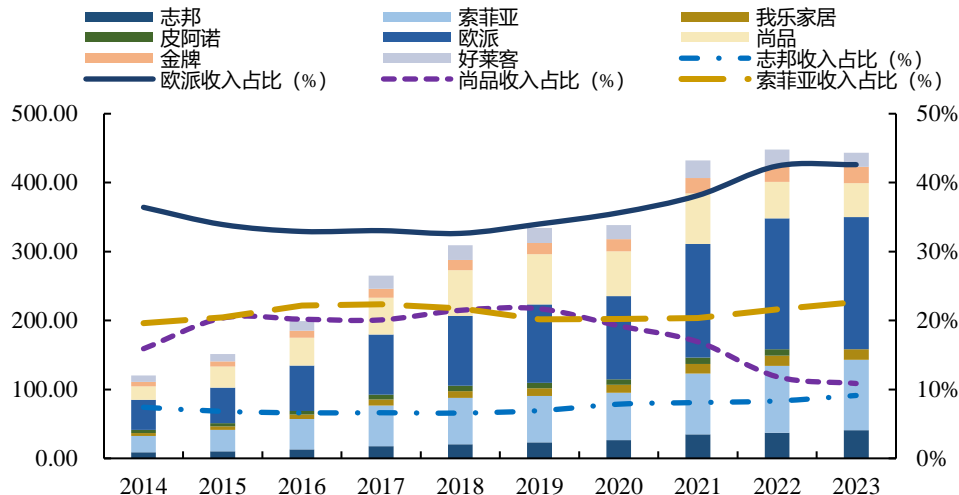
### 4.4内销展望：后续需求无需过于悲观，两大趋势主推龙头集中度提升

- 趋势二：多品类融合契合多方需求，整合上下游流量促进份额提升。面对当前整体流量承压、流量来源碎片化的情形，家居公司把握客单价提升主线，通过品类拓展做大单值，提升整体收入。2023年，索菲亚品牌出厂客单价为19619元、2019-2023年CAGR达14.1%，客单价提升带来的增长驱动作用越发明显。由于多品类融合更考核家居企业各环节的衔接能力、供应链整合能力以及部品议价能力，具备规模优势及组织优势的头部企业有望显著拉开与二三线品牌差距，家居行业集中度有望进一步提升。
- 整体来看，在行业需求量承压的情况下，战略布局领先，多品类扩张、渠道赋能领先的企业业绩韧性更强。根据统计，近5年来，欧派、索菲亚、志邦三家在零售渠道的份额（占9家上市企业份额的比例）提升明显，而尚品、好莱客、皮阿诺等均现份额下滑。

图表：索菲亚客单值持续提升



图表：定制家居企业近年来零售渠道市场份额趋势（占9家上市企业份额）

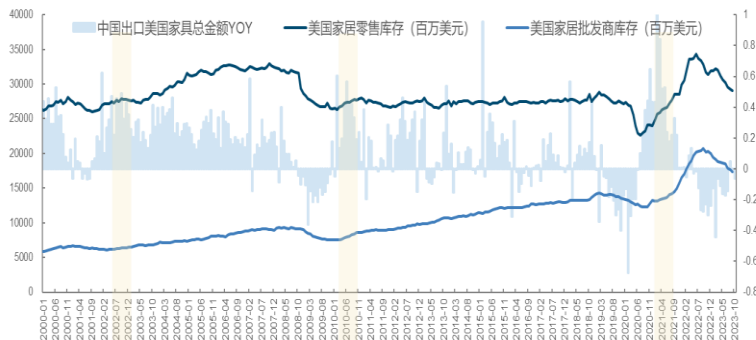


## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

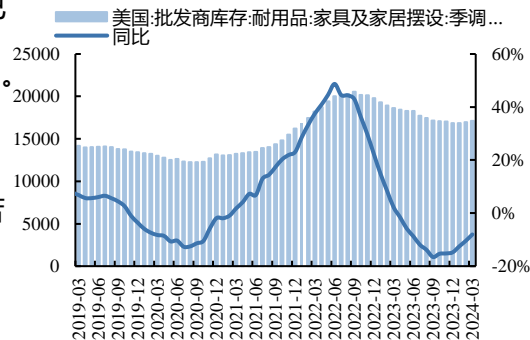
### 4.5外销展望：补库+降息预期催化，出口景气度有望延续

- 一方面，美国家具产品批发商库存金额进一步下降，2024年3月同比-8.1%，库销比也逐渐回落至历史正常水平，补库已逐步开启。并且通过对历史复盘，我们发现历史上美国家居行业库存见底后通常会迎来一段补库周期，普遍为6-12个月。
- 另一方面，24年1、2、3月新建住宅销售延续复苏态势，分别为67.1、63.7、69.3万套，同比分别+3.4%、+1.9%、+8.3%；成屋销售降幅明显收窄，1、2、3月成屋销售400、438、419万套，同比分别-1.7%、-3.3%、-3.68%。后续若美国降息逐步落地，地产销售有望改善，或将进一步助推家居需求明显提升，带动中国家具出口景气度进一步上行。整体来看，在补库及降息预期催化下，今年下半年中国出口景气度依然有望延续。

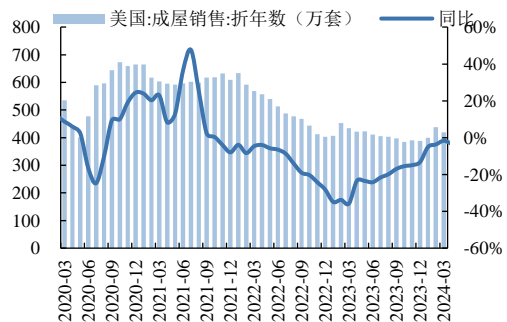
图表：美国家居零售商&批发商库存历史复盘



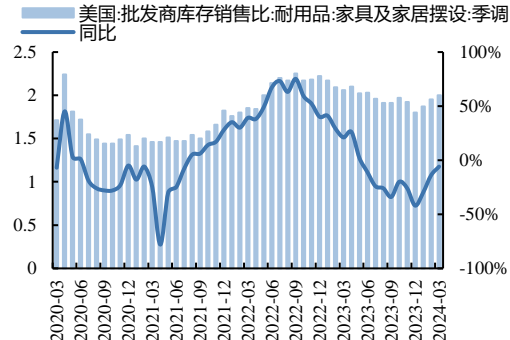
图表：美国家具批发商库存（百万美元，%）



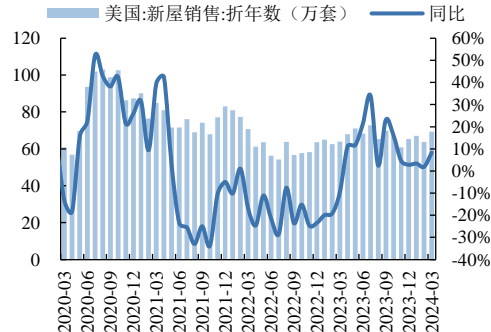
图表：美国3月成屋销售套数同比-3.68%



图表：美国家具批发商库销比（百万美元，%）



图表：美国3月新屋销售套数同比+8.28%





## 4. 家居板块：内销期待地产政策效果，外销景气度有望延续

### 4.6 投资建议：紧抓综合能力领先龙头，把握单品类渗透红利

➤ **内销方面**，目前板块估值已较为充分反应行业承压预期，在地产需求端政策正应出尽出的情况下，底部布局机会显现。推荐两条进攻退可守方向：1) 多品类融合顺畅、整装渠道加速布局，在行业流量承压的情况下，具备客单价提升支撑增长的企业，此类企业不仅具备业绩韧性，并且后续估值中枢上限或也可更高。推荐：【顾家家居】、【索菲亚】、【志邦家居】等；2) 具备细分品类渗透率提升或仍具备较大渠道扩张空间，具备逆势成长能力的公司，推荐：【森鹰窗业】、【瑞尔特】、【敏华控股】。

**1) 索菲亚**：分品牌来看，整装渠道持续开拓下，主品牌索菲亚客单价提升驱动越发显著；子品牌米兰纳发育顺利，增长势能强劲；司米品牌逐步进入渠道调整尾声，有望恢复理想增长。整体来看，在“多品牌、全品类、全渠道”发展战略指导下，公司后续增长依然清晰，当前股价对应2024年PE13X，估值具备较大向上空间，维持“买入”评级。

**2) 顾家家居**：内销“一体两翼”战略指导下，定制+功能+床垫三大高潜品类快速增长。外销拐点已经显现，随着海外需求回暖，外销增长确定性强。此外，盈峰入主后，后续产业合作、协同效果有望显现，公司增长势能充足，预计2024-2026年公司的EPS为2.9、3.4、3.9元，当前股价对应PE分别为13x/11x/10x，维持“买入”评级。

➤ **外销方面**，在美国补库及降息预期催化下，今年下半年中国出口景气度依然有望延续。在板块景气度有望延续并且板块估值仍相对较低的情况下，相关优质出口家居企业尤其技工贸一体的企业布局机遇值得关注，建议关注恒林股份、嘉益股份、致欧科技、匠心家居、永艺股份、梦百合等。

图表：家具各公司盈利预测及估值

公司	股价（元）	EPS			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
索菲亚	19.5	1.5	1.8	2.0	12.7	10.9	9.6
志邦家居	18.5	1.5	1.7	1.9	12.0	10.7	9.5
顾家家居	38.0	2.9	3.4	3.9	13.2	11.3	9.8
致欧科技	28.1	1.2	1.5	1.8	22.6	18.7	15.5
乐歌股份	17.4	1.4	1.6	1.9	12.2	10.8	9.1
梦百合	8.7	0.6	1.1	1.5	15.6	8.2	5.7
*恒林股份	49.2	4.0	4.9	5.9	12.5	10.1	8.4

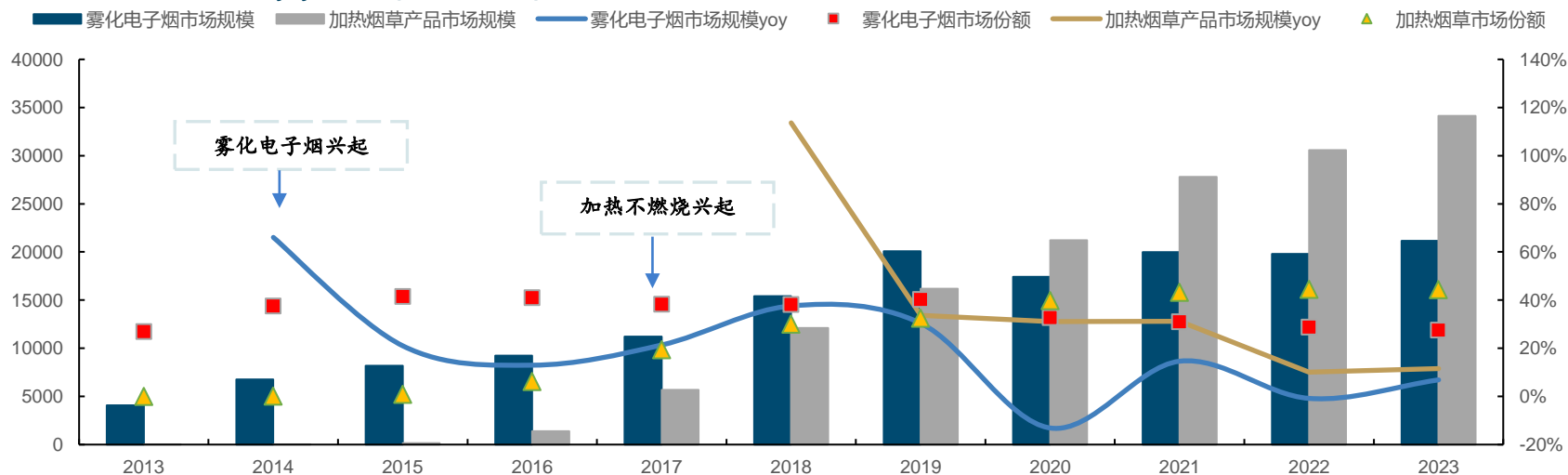
# 5 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产 品份额有望逐步恢复

## 5 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

### 5.1 新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

- 在全球控烟框架之下，新型烟草由于具备减害作用近年来快速发展，2023年雾化电子烟/加热不燃烧市场规模分别为211.6/341.4亿美元，2016-2023CAGR分别为12.6%/58.2%，虽然在此期间，各国监管政策陆续出台，有所影响行业增长进程，但多数政策仍是有利于行业长期发展，新型烟草整体发展趋势不变，后续渗透率提升依然可期。尤其雾化电子烟方面，近年来虽受口味禁令、非法产品影响，其市场规模短期增长有所放缓，但目前来看国内政策风险已出清，海外23年以来监管也正逐步趋严，政策风险逐步出清，展望24年，合规的换弹式雾化电子烟产品份额有望回升。

图表：新型烟草市场规模、yoy及占比（百万美元，%）



资料来源：Euromonitor，国金证券研究所

## 5.新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

### 5.1新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

- 国内市场：政策风险基本出清，终端需求逐季改善正显现
- ✓ 2022年10月1日电子烟新国标政策落地叠加后续电子烟消费税落地，目前国内政策风险已基本出清，国内雾化电子烟市场迎来合规发展新阶段，终端需求正逐季改善。电子烟新规落地后短期内新国标产品需求确有承压，但随着原有果味库存出清叠加新国标产品持续优化迭代，终端需求逐步企稳回升。

图表：悦刻新国标口味梳理

品牌	系列	口味	新国标产品名称	
悦刻	山烤	中式烤烟为基底，赋予木香、花香、坚果、苔香等等，且烟草香相对突出、浓郁	国标青羽	森林复兴、望江有径、 <b>佳人有期</b>
			幻影	忘江有径、森林复兴、烟云妙曼、清欢人间、群玉山见、竹杖胜马、燃情桑巴、佳人佳期
			幻影power	森林复兴
	岩烤	中式烤烟为基底，赋予甜香、药香、木香、干草香等	悦刻雷力	拂柳风
			幻影	山水任行
			幻影power	红运滚滚
	溪烟	以中式烤烟为基底，赋予清甜香、草本香、木香等，清甜感较突出	国标青羽	相印彩云、点点灵犀、 <b>传家宝藏</b>
			幻影	相印彩云、绕指轻舞、 <b>兰亭煮雪、传家宝藏</b>
			幻影power	相印彩云、蓝田暖阳、 <b>传家宝藏</b>
	瀑烟	以津巴烟草只和白肋烟混合烟草口味为基底，细腻浓郁，赋予豆香、坚果香等，甜感弱	国标青羽	柔情牛仔
			幻影	绿扇盈盈

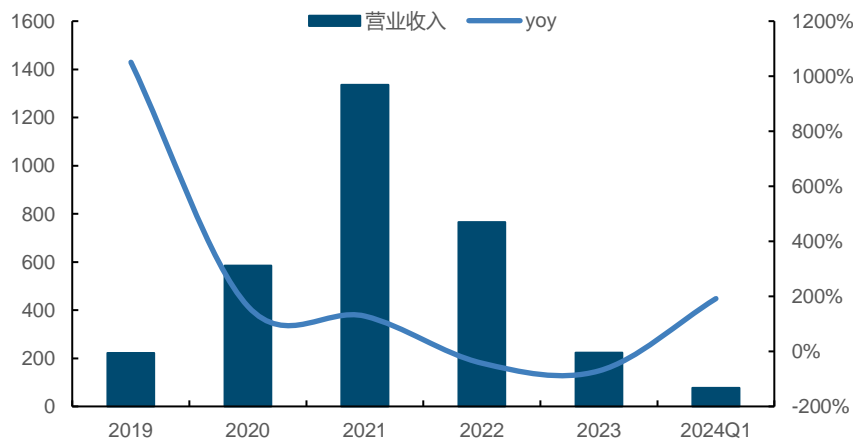


## 5. 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

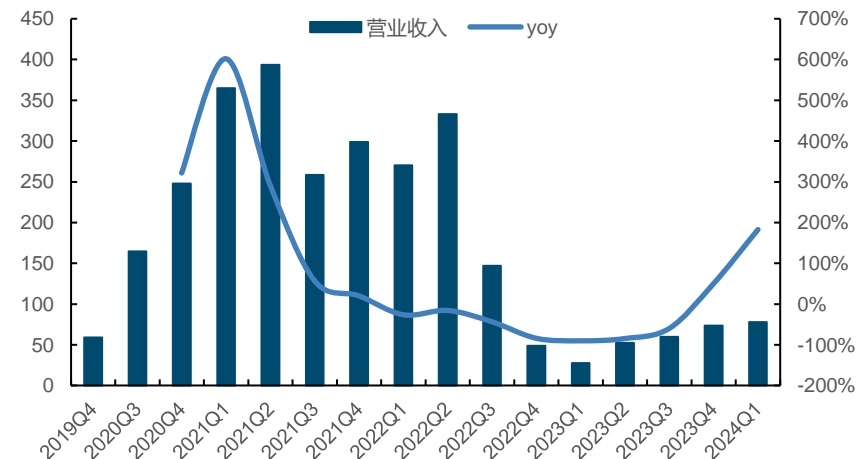
### 5.1 新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

- ✓ 24年以来雾芯科技季度营收呈现环比增长趋势，印证国内市场需求逐季改善趋势。展望后续，随着更多合规产品的推出叠加对于非法产品的监管趋严，终端新国标产品的需求有望延续逐季改善趋势，合规雾化电子烟市场规模有望逐步恢复。

图表：雾芯科技营收及yoy（百万美元，%）



图表：雾芯科技分季度营收及yoy（百万美元，%）



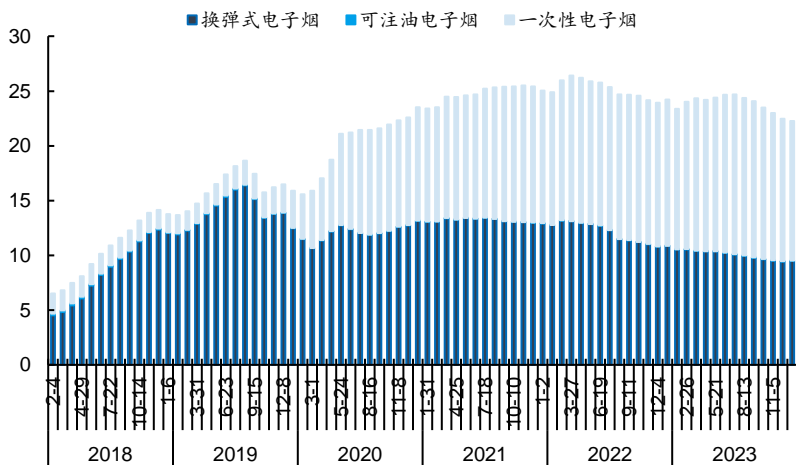
资料来源：雾芯科技公司公告，国金证券研究所

## 5. 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

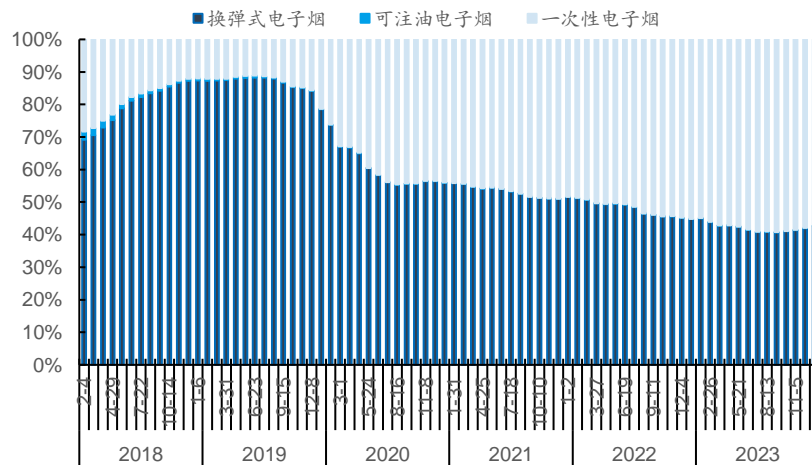
### 5.1 新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

- 海外市场：政策风险陆续出清，合规换弹式产品份额有望提升
- ✓ 欧美一次性烟市场监管正趋严，份额或已较难进一步提升：近年来由于口味禁令叠加一次性烟产品价格优势，原换弹式消费者逐步转向一次性烟产品，欧美一次性产品市场迎来快速扩容。根据CDC数据，截至2023年12月，虽然美国电子烟市场中一次性产品的销量份额仍达57.2%，但三季度以来份额边际已有所回落。

图表：美国电子烟市场各品类销量（百万颗）



图表：美国电子烟市场各品类份额 (%)



资料来源：CDC，国金证券研究所

## 5. 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

### 5.1 新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

- 海外市场：政策风险陆续出清，合规换弹式产品份额有望提升
- ✓ 欧美一次性烟市场监管正趋严，份额或已较难进一步提升：近年来由于口味禁令叠加一次性烟产品价格优势，原换弹式消费者逐步转向一次性烟产品，欧美一次性产品市场迎来快速扩容。然而，今年以来，由于一次性产品存在引导青少年吸食、不利环保等问题，美国FDA通过拒绝头部企业Bidi Vapor LLC电子烟进入市场、与司法部联合稽查等多个方面加强对一次性产品头部品牌的执法力度。

图表：2024年以来美国地区针对一次性产品相关举措

时间	事件	进展
2024年1月	美国FDA再次拒绝Bidi Vapor LLC电子烟进入市场	美国FDA拒绝Bidi Vapor LLC的电子烟产品进入市场，因为Bidi Vapor LLC公司未能证明其产品对成年烟民提供降低风险的替代方案，该公司被禁止在美国销售此产品。
2024年5月	美国FDA在加州查获价值超70万美元的非法调味电子烟	美国FDA与司法部联手查获了超过45000支非法电子烟，估值约为70.3万美元。查获的产品主要是调味电子烟，涉及 Puff Bar/Puff、Elf Bar/EB Design、Esco Bar、Kuz、Smok 和 Pixi等品牌的一次性电子烟。
2024年5月	美国多个学校严厉打击青少年吸电子烟	据美国媒体《新闻频道3》5月7日报道，美国疾病预防控制中心（CDC）第十年报告显示，中学和高中生中，电子烟是最常使用的烟草产品。在密歇根州西部的学区，青少年在校内使用电子烟是首要的问题，一些电子烟设备甚至含有尼古丁，甚至是大麻。

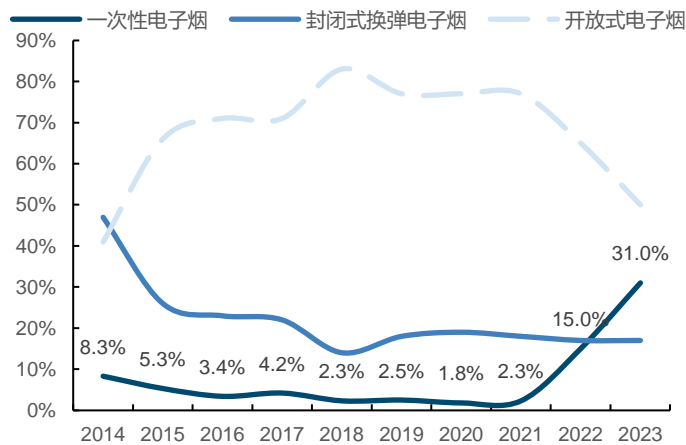
资料来源：FDA官网，国金证券研究所

## 5. 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

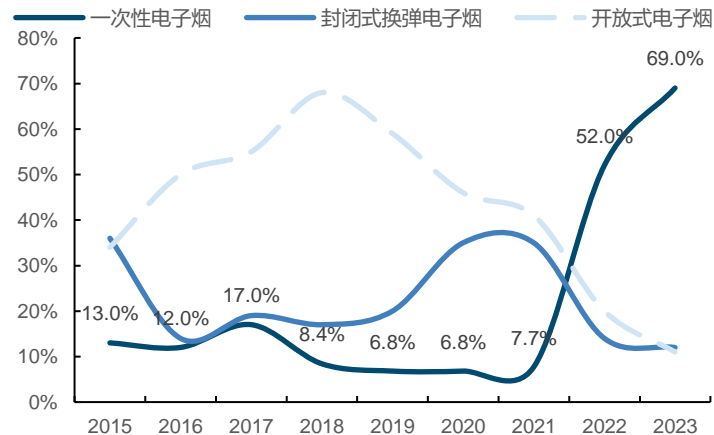
### 5.1 新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

- 海外市场：政策风险陆续出清，合规换弹式产品份额有望提升
- ✓ 欧洲市场方面，虽然一次性电子烟渗透率仍在快速提升，根据ASH统计，截至2023年8月，成年人/未成年人吸食一次性电子烟的比例分别为31.0%/69.0%，分别较2021年提升28.7/61.3pct，但英国、爱尔兰等主要国家陆续对一次性烟监管进行提案，后续相关政策禁令风险仍存。

图表：英国成年人最常用电子烟产品比例（按使用设备划分）



图表：英国未成年人最常用电子烟产品比例（按使用设备划分）



资料来源：Ash，国金证券研究所



## 5. 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

### 5.1 新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

➤ 海外市场：政策风险陆续出清，合规换弹式产品份额有望提升

图表：2024年以来欧洲地区一次性电子烟禁令发布及执行进程

国家/地区	最新提案时间	目前进展	预计落地时间
英国	2024年5月	英国一议员提议修正禁烟法案 拟将电子烟禁令扩展至2015年后出生者。	/
其中：苏格兰	2024年2月	苏格兰拟禁售一次性电子烟 英国便利店协会敦促其评估后续影响。	拟定于2025年
爱尔兰	2024年5月	爱尔兰努力禁止一次性电子烟销售，环境部长计划制定法律阻止销售，担心青少年成瘾和环境污染。其他国家已有禁令，欧盟支持禁止。	拟定于2024年底
法国	2024年3月	法国一次性电子烟禁令将在2024年9月底生效。该法案规定禁止制造、销售或免费提供一次性电子烟，违者将面临10万欧元的罚款。	拟定于2023年9月底
德国	2024年7月	德国卫生部长卡尔·劳特巴赫（Karl Lauterbach）正在推动一项禁令，该禁令将禁止在儿童和孕妇乘坐的汽车内吸烟，吸食产品范围涵盖卷烟、电子烟、加热烟草产品和大麻。	/
匈牙利	2023年8月	政府已禁售一次性电子烟品牌Elf Bar，吸食即违法；其他电子烟产品的禁售也在努力推行中。	/
比利时	2024年3月	比利时卫生部长弗兰克·范登布洛克（Frank Vandenbroucke）宣布，自2025年1月1日起，比利时将禁止销售一次性电子烟，以实现“无烟一代”的目标。	拟定于2025年1月1日

资料来源：欧洲各国政府官网，国金证券研究所

## 5 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

### 5.1 新型烟草仍是大势所驱，政策风险逐步出清

- 政策风险逐步出清，合规换弹式产品份额有望触底回升：虽然目前换弹式电子烟产品仍受部分口味限制（薄荷醇）的不确定性，但整体口味禁令风险已较为明确，后续对整体市场销售冲击相对有限。并且在一次性电子烟面临严监管的情况下，随着非法一次性烟产品的逐步退出，换弹式产品市场规模有望逐步恢复理想增长。整体来看，合规换弹式电子烟产品份额即将迎来份额回升拐点。

图表：2024年以来美国调味电子烟禁令进展

时间	事件	具体内容
2024年3月	美国参议院委员会主席敦促零售商停止销售非法调味电子烟	美国参议院五个主要委员会的主席警告主要便利店和批发商的首席执行官，要求他们停止销售非法调味电子烟产品，他们称这些产品“普遍违反联邦法律”。
2023年5月	美国俄勒冈州维持调味烟草禁令	美国俄勒冈州上诉法院发布裁决，决定维持华盛顿县全面禁止调味烟草和尼古丁的法令。该法院称，该县的法令与州法律并不冲突。
2024年5月	美国俄州调味烟草禁令：21个城市实施禁止调味烟草产品销售	美国俄亥俄州法官通过的全州优先购买法违宪，这一裁定将允许在诉讼中名列的21个城市执行禁止售卖调味烟草产品的禁令

资料来源：FDA官网，路易斯安那州政府官网，国金证券研究所

图表：2024年以来欧洲各国家/地区调味电子烟禁令进展

国家	时间	进展	预计落地时间
荷兰	2023年12月	2024年1月1日起，荷兰将不再允许购买有如菠萝、蜂蜜、猕猴桃或坚果等口味的电子烟，只有烟草味可以购买。	2024/1/1
波兰	2024年2月	波兰政府就禁止销售调味加热烟草产品已作出决议。波兰卫生部副部长沃杰赫·科涅辛尼 (Wojciech Konieczny) 表示，该2025年底项法案正在内部研讨，预计不久将会进入立法程序。	
加拿大	2024年4月	加拿大卫生部宣布将重启3年前的调味电子烟禁令。加拿大电子烟消费者表示该禁令将对电子烟的合法消费产生破坏性的影响，并将助长“黑市”。	/

资料来源：两个至上，国金证券研究所

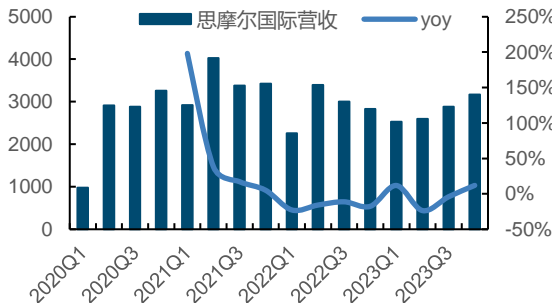
## 5. 新型烟草：海内外政策风险逐步出清，合规产品份额有望逐步恢复

### 5.2 投资建议：国内业绩逐季改善趋势确立，海外长期空间仍值期待

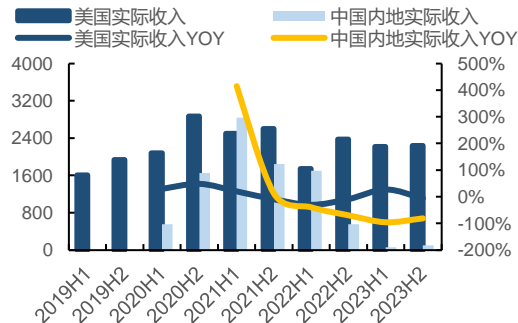
➤ 思摩尔国际：公司作为全球电子烟代工市场的头部企业将充分受益于海内外新型烟草市场的持续发展。国内市场方面，虽然短期内水果口味限制仍会对终端需求产生一定影响，但随着国内对非法产品打击力度加强叠加合规产品持续推出，公司显著的产品力优势将助推自身份额持续提升，并稳固定价权。海外市场方面，公司深度绑定海外大客户英美烟草，截至2023年英美烟草旗下VUSE产品在美国的市场份额已达45.6%，后续随着合规换弹式产品份额进一步回升，公司预计将显著受益，整体来看，海外长期空间仍然值得期待。此外，公司医疗雾化、HNB等更多产品将逐步落地，新业务有望开启思摩尔公司新成长曲线。

➤ 我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.30/0.33/0.37 元，当前（5月21日）股价对应PE 分别为26/24/21倍，维持“买入”评级。

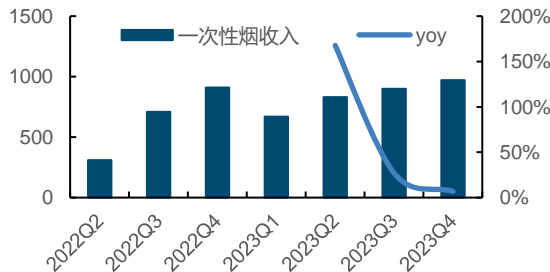
图表：思摩尔分季度收入及yoy（单位：百万元）



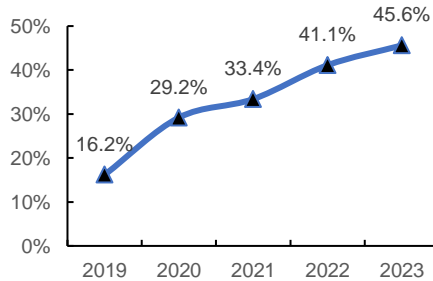
图表：思摩尔分地区收入（单位：百万元）



图表：思摩尔一次性烟分季度收入（单位：百万元）



图表：VUSE美国市场份额持续提升



# 6 文娱个护宠物：产品&渠道双线发力，优质国货 品牌势能&份额提升



## 6. 文娱个护宠物：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升

- **差异化产品策略**：在消费力缓慢恢复趋势下，部分优秀的快消品企业主动推出差异化&功能性创新品策略，借助低成本的新渠道积极拓圈，积极提升份额。
- **渠道角度**：优质国货品牌加大对小红书、抖音等内容电商、社交电商资源的投入力度，一方面建立更精准的营销投放和销售转化，另一方面基于品类用户运营反向助力产品需求、助力高效研发。

**1) 卫生巾：国产品牌现分化，二线国货品牌弯道超车。**①市场规模稳中有进，根据欧睿，23年终端零售规模1021亿元，同比增长3.06%，18-23年复合增速2.68%。②**品牌格局**：以自由点（百亚）为代表的区域国产/线上品牌（洁婷、自由点、她研社、淘淘氧棉）产品力与外资品牌缩小差距，渠道层借助抖音精细化运营提升品牌力、快速发力。根据欧睿，百亚股份旗下自由点市场份额从2018年1.0%提升至2023年2.1%。

**2) 眼镜**：功能化带动产品升级，离焦镜凭借高性价比、周边&多点离焦技术升级带动防控效果优化、低门槛佩带要求等，驱动细分赛道渗透率提升，国产品牌借助供应链优势战略追随外资品牌。优质品牌基于国内消费者洞察进行针对性产品优化（鼻侧区设计等）、更快的交付速度、提高价格覆盖段扩大细分人群等加速成长，品牌力逐步建立，看好后续基于渠道扩张、产品升级、品牌溢价带动的量利齐升成长空间。

图表：抖音巨量5A人群资产理论



图表：女性卫生巾品牌格局变化

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	七度空间 (独安) 11.1%	苏菲 (尤妮佳) 11.6%	苏菲 (尤妮佳) 12.4%	苏菲 (尤妮佳) 12.0%	苏菲 (尤妮佳) 10.5%	苏菲 (尤妮佳) 9.8%
2	苏菲 (尤妮佳) 10.5%	七度空间 (独安) 10.7%	七度空间 (独安) 10.2%	七度空间 (独安) 9.1%	七度空间 (独安) 9.0%	七度空间 (独安) 8.9%
3	护舒宝 (宝洁) 5.2%	护舒宝 (宝洁) 5.7%	护舒宝 (宝洁) 5.7%	护舒宝 (宝洁) 5.6%	护舒宝 (宝洁) 5.2%	护舒宝 (宝洁) 4.9%
4	ABC (馨兴) 3.1%	高洁丝 (金佰利) 3.4%	高洁丝 (金佰利) 3.6%	高洁丝 (金佰利) 3.7%	高洁丝 (金佰利) 3.9%	高洁丝 (金佰利) 4.0%
5	高洁丝 (金佰利) 3.0%	ABC (馨兴) 3.3%	ABC (馨兴) 3.2%	ABC (馨兴) 3.3%	ABC (馨兴) 3.1%	ABC (馨兴) 2.8%
6	乐而雅 (花王) 2.1%	乐而雅 (花王) 2.3%	乐而雅 (花王) 2.3%	乐而雅 (花王) 2.3%	乐而雅 (花王) 2.1%	自由点 (百亚) 2.1%
7	洁婷 (独安) 1.2%	自由点 (百亚) 1.2%	自由点 (百亚) 1.3%	自由点 (百亚) 1.5%	自由点 (百亚) 1.7%	乐而雅 (花王) 2.0%
8	自由点 (百亚) 1.0%	洁婷 (独安) 1.2%	洁婷 (独安) 1.2%	洁婷 (独安) 1.3%	洁婷 (独安) 1.3%	洁婷 (独安) 1.3%
9	洁婷 (桂林洁婷) 0.8%	洁婷 (桂林洁婷) 0.9%	洁婷 (桂林洁婷) 0.9%	洁婷 (桂林洁婷) 0.9%	洁婷 (桂林洁婷) 0.8%	洁婷 (桂林洁婷) 0.7%
10	舒舒爽 (独利) 0.8%	舒舒爽 (独利) 0.7%	舒舒爽 (独利) 0.6%	舒舒爽 (独利) 0.6%	舒舒爽 (独利) 0.6%	舒舒爽 (独利) 0.7%

图表：眼镜行业通过多场景、细分功能化带动产品升级





## 6. 文娱个护宠物：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升

3) 文娱：IP化率提升构建产品结构升级新支点，渠道业态更新强化品牌力，中期出海贡献新成长。①情绪消费背景下，日用品/文具等与IP有效连接，有效构建产品差异化、提升客单值。②渠道端：线下大店&主题店店态升级提升品牌力，线上运营更精细化；③出海：渠道/产品/组织管理由粗到细，各企业出海阶段有差异。

4) 宠物：成长景气稀缺，国产品牌强消费者洞察下的产品迭代能力优于外资、紧握渠道变迁红利，助力份额提升。乖宝等宠食头部公司在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，且逐步进入到基础研究赋能研发，宠物品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。①产品迭代：国产品牌从品类形态、营养角度进行升级，国产品牌在生骨肉冻干、羊奶粉冻干、低温烘焙猫粮等新兴品类上发展迅速，产品形态创新更为丰富。②渠道：品牌矩阵构建逐步齐全。

图表：名创超级IP能力



图表：18-23年以来书写工具CR10提高7.3pct

市场份额	品牌口径	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018-2023变化	2019-2023变化	2023年变化
1	晨光	18.1%	21.1%	23.1%	26.1%	24.8%	24.8%	6.7%	3.7%	0.0%
2	得力	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%	7.7%	7.5%	1.2%	0.7%	-0.2%
3	爱好	2.7%	2.6%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	0.0%	0.1%	0.0%
4	日本百乐	1.8%	1.9%	2.0%	2.4%	2.6%	2.5%	0.7%	0.6%	-0.1%
5	绘儿乐	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.4%	0.2%	0.2%	-0.2%
6	真彩	3.3%	2.9%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%	-1.0%	-0.6%	-0.1%
7	日本三菱	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	0.0%	0.1%	0.0%
8	三木	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
9	宝克	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
10	金万年	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	0.0%	0.0%	0.1%
CR10		41.3%	44.0%	47.0%	50.4%	49.3%	48.6%	7.3%	4.6%	-0.7%

图表：19-23年双11宠食品牌排名

名次	19-23年宠物品牌天猫11+618大促排名变动							
	23年双11	23年618	22年双11	22年618	21年双11	21年618	20年双11	19年双11
1	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN 皇家	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	PETQUEEN GO!	ROYAL CANIN 皇家
2	ROYAL CANIN 皇家	ROYAL CANIN 皇家	ROYAL CANIN 皇家	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN 皇家	ROYAL CANIN 皇家	ROYAL CANIN 皇家	PETQUEEN GO!
3	LEGEND SANDY	Orijen 原始猎食渴望	Orijen 原始猎食渴望	Orijen 原始猎食渴望	Nourse 卫仕	ACANA 爱肯拿	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪
4	网易严选	网易严选	Nourse 卫仕	Nourse 卫仕	凯锐思	Orijen 原始猎食渴望	PureNatural/伯纳天纯	Myfoodie/麦富迪
5	诚实一口	Instinct 本能	ACANA 爱肯拿	凯锐思	Orijen 原始猎食渴望	凯锐思	ACANA 爱肯拿	Orijen 原始猎食渴望
6	鲜朗	诚实一口	网易严选	ZIWI	PIDAN	Nourse 卫仕	凯锐思	比瑞吉
7	Instinct 本能	LEGEND SANDY	PIDAN	网易严选	ACANA 爱肯拿	福来思	新威克	福来思
8	Orijen 原始猎食渴望	ACANA 爱肯拿	LORDE	PIDAN	网易严选	大宠爱	PureNatural/伯纳天纯	伟嘉
9	PureNatural/伯纳天纯	ZIWI	ZIWI	PureNatural/伯纳天纯	大宠爱	PIDAN	Nourse 卫仕	Pedigree
10	Nourse 卫仕	Nourse 卫仕	Instinct 本能	福来思	Pro Plan 冠能	Pro Plan 冠能	ZIWI	Pro Plan 冠能

## 6.文娱个护宠物：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升

### 重点标的梳理——百亚股份：品牌势能向上，线上+外围加速扩张，优质国产品牌扬帆航

产品端主动推出差异化&功能性创新品策略向上突破价格带，借助低成本的抖音渠道积极拓圈、线下外省“以点带面”策略高速开拓。

1) **产品升级**：公司上半年发布新品“益生菌”系列，并对前期明星系列“有机纯棉”、“敏感肌”等进行升级，下半年起产品升级趋势加速，大健康矩阵不断完善，看好中期份额持续提升空间。

2) **渠道端**：外围市场招商加速，对组织架构进行优化调整，将广东、湖南、河北作为重点发展战区快速突围，中期看好外围理顺机制重启高成长。电商+线下外围区成长提速，核心区域高基数下稳健成长。24Q1线下/电商营收4.4/2.96亿元，同比+16.7%/+150.5%，占比47%/39%，线下核心区域外省份营收+52%。

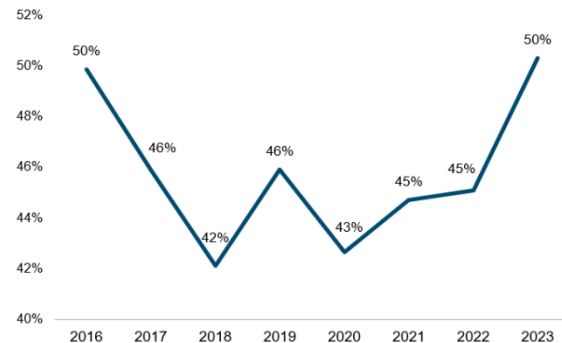
图表：百亚股份产品系列升级图谱



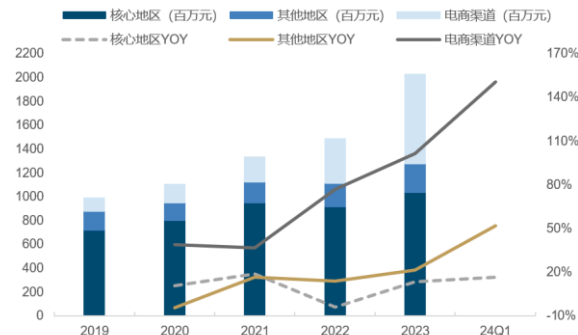
图表：国产品牌积极完善并引领中高价格带产品升级



图表：线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升



图表：公司线上、外围省份加速开拓



资料来源：久谦，公司公告，国金证券研究所；国金证券研究所；为保证价格可比性，选择使用235mm-255mm日用款的单片价格

## 6. 文娱个护宠物：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升

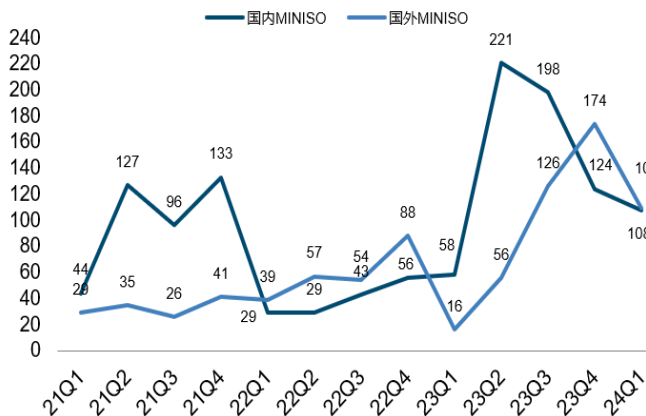
### 重点标的梳理——名创优品：线下出海先锋，IP战略、海外&Toptoy加速开店推动成长

- **全球扩张：直营模式探索成功打开北美成长天花板，主题大店2.0模式开启国内高质成长。** 1) **海外：**根据名声在外公众号统计（不完全），1-2月/3/4月海外开店 109 / 53 家/ 59 家，年初至今平均每月开店约 55 家，按此进度估算全年开店600+家。2) **国内：**通过探索芭比、三丽鸥主题大店提升品牌形象势能，提升客流基础，再次证明高效产品供应链体系对于零售同店提升的潜力。
- **扩大IP产品提升盈利能力&品牌势能。** 盈利能力表现优异，主因受益海外直营占比提升、TOPTOY表现较优：Q1毛利率43.4%（同/环比+4.1/+0.3pct）创历史新高，主因：①美国为代表的高毛利海外直营市场快速成长：Q1直营市场占海外收入比例58%（+12pct）；②TOPTOY快速成长；③IP等产品结构优化。
- **性价比IP战略效应有效，线下兴趣消费出海先锋。** 24年公司计划全球净增门店900-1100家，国内伴随名创主题&大店战略推进、Toptoy店态优化看好后续展店空间，以北美为代表的海外直营业务处于加速开拓期，新五年战略目标指导下成长可期。

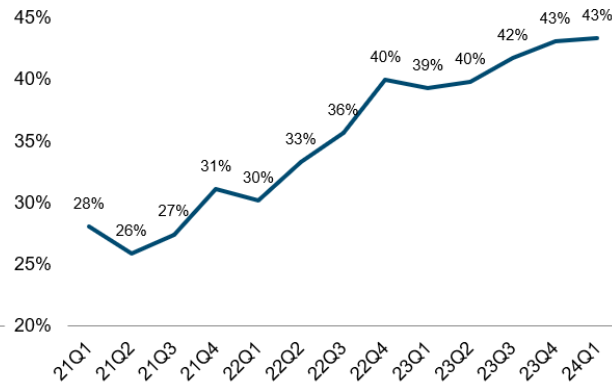
图表：名创优品与Chiikawa联名



图表：名创优品24年国内&海外加速展店（净增加）



图表：名创优品毛利率不断提升

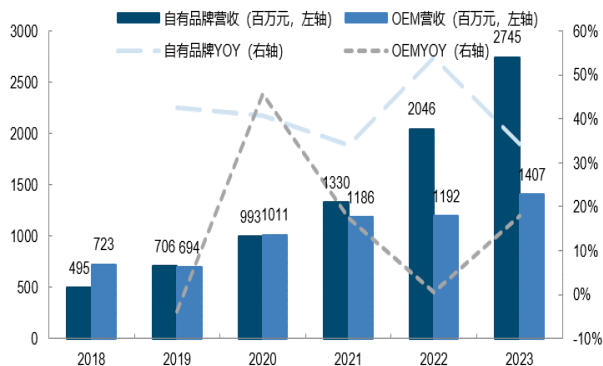


## 6. 文娱个护宠物：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升

### 重点标的梳理——乖宝宠物：国内宠食品牌领跑者，品牌布局完善，成长路径清晰。

- 公司基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代，且凭借强大线上精细化运营力实现持续领先。主品牌麦富迪针对细分营养功效推出系列新品，高端副牌弗列加特对标外资高端品牌积极破圈拓新，保持高速增长，中期看好国货优质自主品牌份额持续提升。
- ✓ **自主品牌直营渠道高速增长，主粮为主要成长驱动，OEM稳健恢复。** 1) 分业务角度：23年自主品牌/OEM业务收入27.4/14.1亿元，同比+34.2%/+18%，公司以主品牌麦富迪为基础，推出麦富迪BARF系列等新品类，弗列加特定位高端猫品牌快速成长；2) 分渠道：直营+经销双线运行，敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，凭借精准营销与内容驱动，人群资产得以有效扩容，23年直营/经销收入12.4/16.7亿元，同比+57%/+19.1%。
- ✓ **品牌升级角度，三大升级策略指引后续高质成长：** 1) 主品牌麦富迪借助barf、羊奶系列价格带升级，强需求洞察强化产品升级；2) 高端副牌弗列加特以大单品为突破口，主打品质差异化，凭借供应链优势、先进生产线以及强大产品力，走出国产品牌高端化道路；3) 收购美国品牌歪小尾waggin' train布局高端犬类鲜粮。

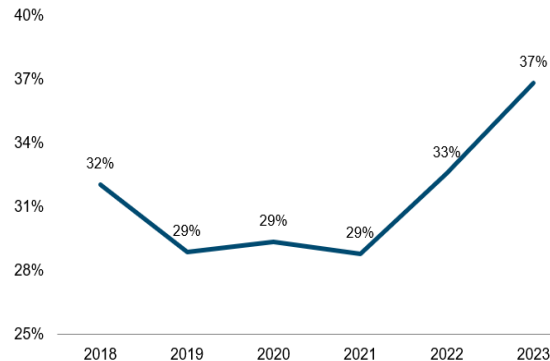
图表：乖宝自主品牌保持高速增长



图表：乖宝旗下各品牌（系列）主推产品新增烘焙粮



图表：线上直营加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升带动毛利率稳步提升





## 6. 文娱个护宠物：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升



### ▶ 明月镜片：产品结构不断优化，零售医疗布局进一步提升

✓ **产品结构升级，“轻松控”系列产品销量快速增长**：公司通过优化产品结构和SKU扩展，提升了盈利能力和销售额。2024年4月，公司推出了浅底色防蓝光镜片，扩展了防蓝光产品系列，涵盖专业级、日常通用和浅底色三大类型，以满足更多用户需求。同时，公司与德国徕卡公司达成独家合作协议，共同开拓中国高端镜片市场。此外，公司丰富了近视管理镜片的品类，确保零售和医疗渠道各有12个SKU在售。23年/24年Q1，三大明星产品的收入占常规镜片收入的比重为52%/54%，其中 PMC 超亮收入同比+80%/+77%，1.71 系列同比+30%/+33%，防蓝光24Q1 同比+22%。截至2023年底，公司近视管理镜片品类共有24个SKU在售，其中零售渠道和医疗渠道各有12个SKU。23年/24年Q1，“轻松控”系列产品的销售额分别达到13338万元/4108万元，同比+70%/+50%。

▶ **零售渠道优化，加强医疗布局**：公司在零售和医疗渠道方面持续优化布局，提升整体运营效率。2023年，公司成立了客户成功中心，为客户提供战略规划、视光升级、经营管理、品牌赋能和销售技巧等方面的支持，优化零售渠道。医疗渠道方面，公司积极与知名医疗机构合作，提升品牌的专业性和产品信任度。2023年，公司在不同渠道的收入分别为直销4.5亿元（+14.6%）、经销2.3亿元（+31.2%）、直营电商0.6亿元（+18.9%）和样板体验店532.8万元（+170.4%）。截至2023年底，公司医院类客户达到194家，并已与爱尔眼科、温州医科大学附属第一医院、浙江大学第二医院等医疗机构展开合作。

### ▶ 晨光股份：传统核心业务持续向好，科力普短期增速放缓，零售大店盈利改善

✓ **传统渠道维持稳健增长态势**：传统业务在24年Q1保持了稳定的增长势头。公司持续优化产品结构，重点推广经典畅销产品，实现核心产品的营收和毛利率双增。线下终端门店提质升级，线上则通过多店铺和旗舰店进行精细化运营，同时在传统渠道提升单品上柜率，并拓展新渠道业务。24Q1传统业务实现营业收入21.9亿元，同比+11.6%。按产品类别划分，书写工具收入达到5.6亿，同比+15.7%，毛利率为43.8%，同比+3.3pct；学生文具收入达到8.5亿，同比+17.1%，毛利率为34.7%，同比+1.0pct；办公文具增长相对较弱，同比+6.4%，毛利率为27.5%，同比-0.7pct。2024年Q1新渠道业务收入达2.5亿，同比+32.7%

✓ **科力普短期增速放缓**：科力普办公直销业务在短期内增速有所放缓。公司的办公直销业务以办公一站式采购为核心，逐步扩展至MRO、营销礼品和员工福利领域，并积极开拓新老客户。24Q1科力普（办公直销）收入29.5亿，同比+11.6%，毛利率为7.23%，同比-0.01pct。尽管受到客户采购需求和大环境的影响，增速有所放缓，但长期趋势仍然向好。

✓ **零售大店增长稳健**：零售大店业务在2024年第一季度继续保持稳健增长。公司通过晨光生活馆和九木杂物社等零售大店渠道推动销售，九木杂物社作为晨光品牌和产品升级的先锋，不断提升收入和盈利能力。24Q1零售大店（晨光生活馆，含九木杂物社）收入3.7亿，同比+23.5%；其中九木实现收入3.5亿，同比+25.1%。截止至24Q1末，公司门店数量达678家，其中九木639家（直营435家/加盟204家）。



# 7 造纸包装：补库周期开启，关注份额提升&高分红

---

## 7.1造纸：补库周期开启，上游资源壁垒凸显

### 7.1.1 板块回顾：当前进入被动去库阶段，盈利温和修复，供给格局影响盈利中枢

- ▶ 板块处于被动去库尾期，成本压力减弱，产业链盈利端拐点初现。
- ✓ 本轮造纸去库周期从22年3月开始至今持续23个月，当前板块整体处于被动去库阶段且进入库存底部，历史造纸周期去库时间多在15~24个月之间（2015.3~2016.11期间，共21个月）、（2018.10~2019.12期间，共15个月），后续主动补库拐点时间、节奏仍和需求恢复节奏正相关。
- ✓ 24Q1起成本端供给压力再现，在海外浆厂的强议价能力支撑下，纸浆价格再次进入上行区间，龙头企业前期凭借战略储备部分平滑成本快速上行的波动，纸价整体表现平淡但用浆成本提升，大部分纸企24Q1盈利能力环比Q4有所收窄。分纸种角度，文化纸于3月开启成本驱动型涨价，头部纸企盈利保持较优，部分薄型特种纸4月起开启向下游顺价，白卡纸价格受行业淡季、供给端压力较大影响价格有所下调盈利能力再次承压。
- ✓ 展望：由于造纸下游需求以广谱性消费为主，整体景气度与整体社零消费相关性较强，在经营活动环比改善预期下，预计纸企提价落地稳步推进，带动盈利持续改善。

图表：本轮造纸及纸制品去库时间达到23个月，当前处于被动去库阶段



图表：1Q24造纸企业盈利能力延续修复

单季度净利率		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
浆纸系	太阳纸业	14.54%	13.78%	6.82%	2.29%	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%
	晨鸣纸业	12.21%	11.77%	0.72%	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%
	博汇纸业	20.00%	17.81%	10.24%	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%	3.35%	5.05%	5.48%	2.29%
	岳阳林纸	8.53%	7.45%	2.57%	-2.83%	7.50%	8.05%	6.87%	4.27%	3.49%	0.77%	0.75%	0.00%	4.16%
	华泰股份	8.32%	7.03%	4.47%	0.89%	4.80%	3.17%	2.55%	-0.56%	2.68%	1.15%	1.21%	1.35%	3.29%
废纸系	森林包装	10.05%	10.28%	7.07%	10.82%	5.64%	5.04%	6.04%	4.19%	3.45%	4.87%	11.67%	7.94%	16.66%
	山鹰国际	7.13%	6.64%	3.45%	2.28%	2.37%	-1.19%	-0.64%	0.00%	-5.92%	0.57%	7.98%	9.77%	7.36%
	兴兴纸业	9.63%	10.19%	5.97%	5.04%	5.76%	2.55%	-0.03%	-0.05%	0.81%	1.51%	1.32%	2.97%	1.63%
特种纸系	仙鹤股份	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%	3.07%	8.28%	12.08%	12.25%
	齐峰新材	10.24%	6.10%	0.69%	0.75%	2.48%	-0.55%	-1.49%	0.75%	-0.20%	5.41%	11.08%	8.40%	5.98%
	五洲特纸	14.84%	16.96%	5.05%	7.56%	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%	1.12%	6.57%	9.01%	7.82%
	华旺科技	15.36%	17.24%	14.93%	13.67%	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%	13.53%	14.30%	17.06%	15.42%
	冠豪高新	4.23%	7.66%	5.73%	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	-8.40%	-4.32%	2.16%	2.16%

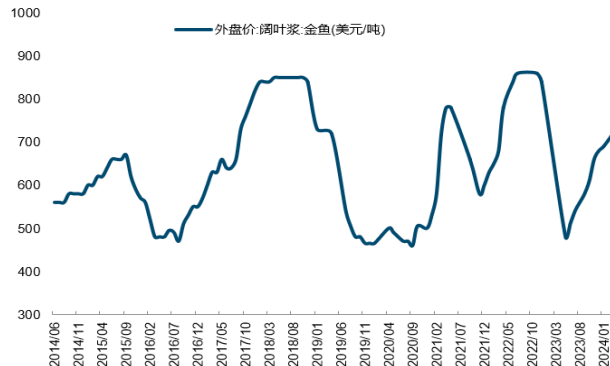
# 7.1造纸：补库周期开启，上游资源壁垒凸显

## 7.1.2 板块展望：周期恢复初现，精选细分赛道纸种

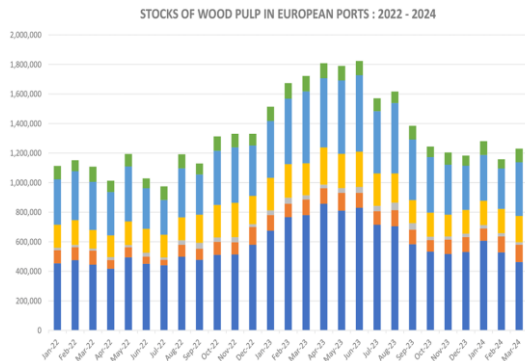
**纸浆成本判断：供给扰动不断背景下，短期维持浆价强势判断，考虑到3Q24新产能投放&爬坡，2H24成本压力或见拐点。**

- ✓ **供给：**供给侧扰动（罢工/爆炸事件等）导致24年初以来浆价攀升至历史中高水位，24年6月Suzano255万吨新产能投放，对供给端实际影响节奏取决于爬坡速度、船运周期等；回溯历史，23年以来海外浆厂多通过战略性检修控制出货量，彰显卖方市场地位。
- ✓ **库存方面：**欧洲主要港口缓幅补库，国内港口库存处于平均水平。
- ✓ **需求端：**后续中国经济稳步恢复，价格演绎仍取决于经济活动回暖节奏。

图表：外盘阔叶浆价格24年以来加速攀升



图表：欧洲港口木浆库存低位缓幅补库



图表：纸浆龙头Suzano24-25年检修计划

Mill - Pulp capacity	2023				2024				2025			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Aracruz - Mill A (ES) - 590 kt												No downtime
Aracruz - Mill B (ES) - 830 kt		No downtime										
Aracruz - Mill C (ES) - 920 kt		No downtime										No downtime
Imperatriz (MA) - 1,650 kt												No downtime
Jacarei (SP) - 1,100 kt												No downtime
Limeira (SP) - 690 kt												
Mucuri - Mill 1 (BA) - 610 kt												
Mucuri - Mill 2 (BA) - 1,130 kt												No downtime
Ribas do Rio Pardo - 2,550 kt			N/A									
Suzano (SP) - 620 kt												No downtime
Três Lagoas - Mill 1 (MS) - 1,300 kt												No downtime
Três Lagoas - Mill 2 (MS) - 1,950 kt												No downtime
Veracel (BA) - 560 kt												

图表：全球阔叶浆产能投放计划



资料来源：RISI，Suzano年报，国金证券研究所

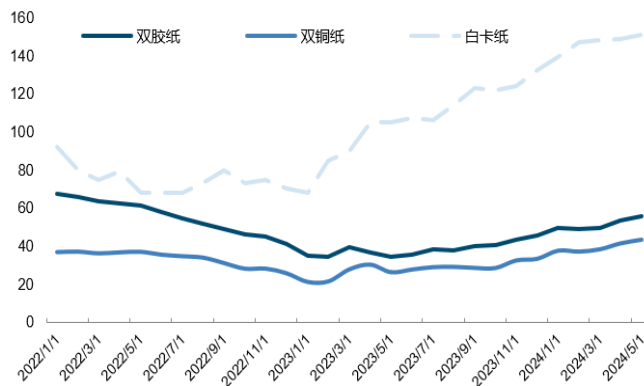
# 7.1造纸：补库周期开启，上游资源壁垒凸显

## 7.1.2 板块展望：周期恢复初现，精选细分赛道纸种

### 各纸种剖析：箱瓦纸供给端压力减弱，白卡纸压力仍较大，文化纸库存低位

- 浆纸系：盈利触底后逐季修复，浆纸一体化龙头再次彰显盈利韧性。
- ✓ 文化纸：价格韧性更强：由于双胶纸新增产能主要为大厂投放，双胶纸行业出版社招投标模式占比较高，品质要求更严格，小厂逐渐出清带动格局优化，头部纸企间价格协同性更强。以太阳为代表的浆纸一体化龙头基于更强的综合配套成本优势，拉开与中小纸企的成本差距，在这轮周期中盈利波动性较非头部企业有所减弱，且公司在老挝积极布局自营林、合作林项目，逐步深化更上游木片环节成本优势。
- ✓ 白卡纸：盈利弹性修复偏弱，头部企业借助强化成本管控、优化产品结构保持盈利稳定性。24年白卡仍有大厂产能投放，预计短期盈利仍承压，中期看好行业固定资产投资进入稳定期后盈利有望逐步修复。

图表：浆纸系社会库存变化（单位：万吨）



图表：双胶纸产能投放进度

年份	企业	产能 (万吨)	计划投产时间	所在省份
2023年	玖龙纸业	55	2023.11.30	广西壮族自治区
	奥海纸业	25	2023.12.31	山东省
	泰盛纸业	30	2023.12.31	福建省
<b>23年合计</b>		<b>110</b>		
<b>2024年</b>	<b>永丰纸业</b>	<b>20</b>	2024.01.01	四川省
2025年	岳阳林纸	45	2025.06.30	湖南省
	玖龙纸业	50	2025.12.31	湖北省
	晨鸣浆纸	53	2025.12.31	湖北省
<b>25年合计</b>		<b>168</b>		

图表：白卡纸产能投放进度

年份	企业	产能 (万吨)	计划投产时间	所在省份
2024年	玖龙纸业	120	2024.12.31	湖北省
	中纸纸业	102	2024.12.31	广东省
	<b>24年合计</b>	<b>222</b>		
2025年	博汇纸业	100	2025.12.31	江苏省
	金桂浆纸业	100	2025.12.31	广西壮族自治区
	亚洲浆纸业	100	2025.12.31	浙江省
	景兴科技	100	2025.12.31	江苏省
<b>25年合计</b>		<b>400</b>		

资料来源：隆众资讯，国金证券研究所；注：由于23-25年部分项目投产产能、时间不确定，产能统计与实际相比或有所偏离

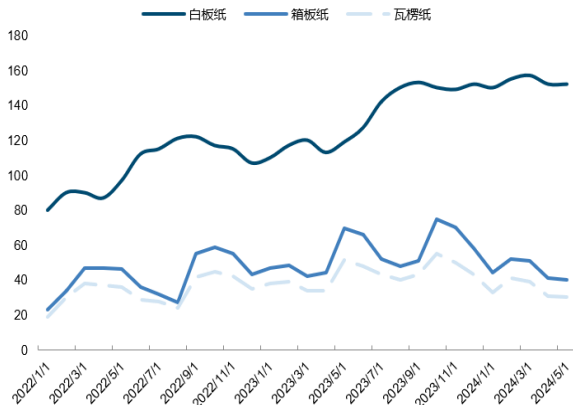


## 7.1造纸：补库周期开启，上游资源壁垒凸显

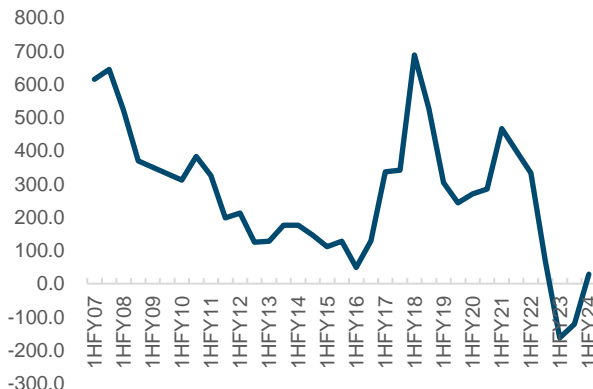
### 7.1.2 板块展望：周期恢复初现，精选细分赛道纸种

- **箱板瓦楞纸：供给端压力阶段性放缓，需求为主导变量。**伴随23年太阳、玖龙、山鹰箱板纸产能的陆续投放，24年起大厂产能投放进度趋缓，多数年底陆续投产。进口：23A/24Q1箱板纸进口量分别为532/141万吨，同比+46.2%/+36.9%，24Q1进口量环比-4%，受海运费影响自23年12月起美废价格进入快速上行期，当前东南亚美废到港价格220元/吨，与国废价格差距进一步缩窄，进口纸套利空间减弱，预计短期进口纸压力边际收窄。
- **需求端：箱瓦纸下游和经济活动高度相关，后续内需及出口恢复弹性对板块景气度提振影响较高。**

图表：废纸社会库存变化（单位：万吨）



图表：箱板纸龙头玖龙吨盈利（元/吨）已现拐点



图表：箱板纸产能投放进度

年份	企业	产能 (万吨)	计划投产时间	所在省份
2023年	玖龙纸业	45	2023.11.30	广西壮族自治区
	玖龙纸业	30	2023.12.30	广西壮族自治区
	荣成科技	35	2023.12.31	湖北省
	迅源纸业	25	2023.12.31	四川省
	山鹰纸业	35	2023.12.31	浙江省
<b>23年合计</b>		<b>170</b>		
2024年	华星纸业	10	2024.06.30	山东省
	鹏昇纸业	35	2024.12.30	贵州省
	鹏昇纸业	35	2024.12.30	贵州省
	金励纸业	30	2024.12.30	浙江省
	鹏昇纸业	40	2024.12.31	云南省
	丰源集团	25	2024.12.31	山东省
	金励纸业	30	2024.12.31	浙江省
	金田纸业	30	2024.12.31	河南省
	鑫光科技	25	2024.12.31	安徽省
	东晟纸业	20	2024.12.31	云南省
	惠宁纸业	15	2024.12.31	陕西省
	玖龙纸业	60	2024.12.31	湖北省
盛世荣创	30	2024.12.31	贵州省	
<b>24年合计</b>		<b>385</b>		
2025年	丰源集团	50	2025.12.31	山东省
	山鹰纸业	44	2025.12.31	湖北省
	景兴科技	30	2025.12.31	江苏省
	金田纸业	30	2025.12.31	河南省
	林平发展	30	2025.12.31	安徽省
	东方智慧能源	45	2025.12.31	陕西省
荣晟纸业	30	2025.12.31	安徽省	
<b>25年合计</b>		<b>259</b>		
2026年	景兴科技	30	2026.12.31	江苏省

资料来源：隆众资讯，国金证券研究所；注：由于23-25年部分项目投产产能、时间不确定，产能统计与实际相比或有所偏离



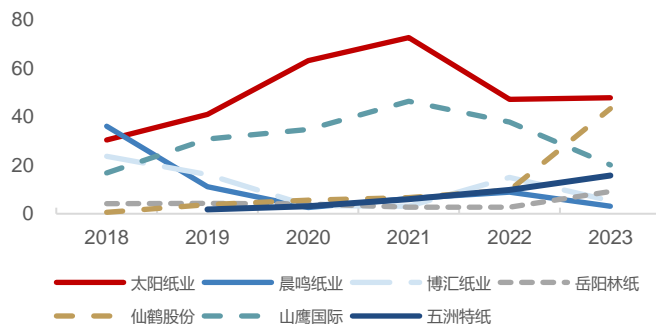
# 7.1造纸：补库周期开启，上游资源壁垒凸显

## 7.1.2 板块展望：周期恢复初现，精选细分赛道纸种

➤ **特种纸：龙头集中扩产期，关注细分高壁垒、具备出海空间的细分纸种投资机会。** 消费类薄型特种纸、装饰纸受益格局更优盈利韧性更优，食品卡等则短期承压。仙鹤、五洲、冠豪为代表的特纸头部企业先后22年期进入资本开支高峰期，预计23-24年起产能陆续投放，由于特纸细分赛道较多，重点关注：

- ①具备出海优势、壁垒较高的装饰纸、医疗纸等纸种阶段性投资机会；
- ②仙鹤、五洲头部企业强化上游纸浆布局，中期有望进一步平抑成本波动，抬升盈利中枢。

图表：部分重点纸企资本开支情况（亿元）



图表：特种纸产能投放规划

企业	项目名称	新增产能（万吨）	投产进度
仙鹤股份	30万吨食品卡纸+10万吨特种纸	40	30万吨食品卡/10万吨特种纸于2023年4月/5月投产
	湖北石首年产250万吨高性能纸基新材料项目	250	预计2024年完成一期投产
	广西来宾年产250万吨林浆纸一体化项目	250	预计2024年完成一期投产
华旺科技	18万吨特种纸项目(一期为8万吨装饰原纸)	18	一期8万吨装饰原纸2023年6月投产，二期预计2024年投产
	年产30万吨高性能纸基新材料(食品、医疗及工业用纸)	30	
五洲特纸	武穴年产660万吨浆纸一体化项目(410万吨特种纸)	660	
	汉川年产449万吨浆纸一体化项目(294万吨机制纸)	449	一期60万吨箱板瓦楞纸预计24Q2投产
冠豪高新	年产6万吨特种纸项目(热升华转印纸、特种包装纸)	6	预计2024年投产
	高档涂布白卡纸(食品包装纸)	30	预计2024年投产
齐峰新材	年产20万吨装饰原纸项目(一期8万吨)	20	预计2024-2025年完成(一期预计2024年投产)
恒达新材	5万吨原纸项目、1万吨医疗和食品纸加工项目	6	预计2023底-2024年投产
恒丰纸业	年产4万吨绿色低定量特种涂布纸(透明印刷纸和食品包装纸)	4	预计2025年投产

资料来源：各公司公告，国金证券研究所；注：由于23-25年部分项目投产产能、时间不确定，产能统计与实际相比或有所偏离

## 7.1造纸：补库周期开启，上游资源壁垒凸显

### 7.1.3 投资建议：格局为先，基于细分赛道优选个股 $\alpha$

➤ 造纸下游需求以广谱性消费为主，整体景气度与整体社零消费相关性较强，在经营活动环比改善预期下，预计纸企提价落地稳步推进，带动盈利持续改善。纸种选择排序：特种纸>文化纸>箱板纸>白卡纸。首推林浆纸一体化布局前瞻、综合成本管理能力强的大宗纸企太阳纸业，关注短期盈利能力稳步修复，成长属性较优、后续借助出海打开成长空间的特种纸企业仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸，同时建议关注废纸系盈利困境修复、低估值下带来布局窗口，首推玖龙纸业。

➤ **太阳纸业：产品多元化布局+产业链纵向布局，平抑成本波动，管理效率领先深化成本优势**

1) **浆纸系向废纸系、溶解浆等多品类布局**：公司从文化纸起家，经过多年有序拓品类战略，当前以形成文化纸、箱板纸、生活用纸等为代表的多类纸品，化机浆、溶解浆为代表的浆产品布局，有效抵抗单一产品周期波动对整体业绩的影响，

2) **深入贯彻林浆纸一体化布局，老挝、广西深度成本挖潜**。当前纸浆自供比率较高，公司正逐步扩大在老挝的林地建设面积，木片自给率有望稳步提升；充分利用广西码头、税收优惠布局南方市场，预计2023年公司纸、浆合计总产能将接近1200万吨，三大基地实现协同发展。

3) 文化纸低库存下提价表现较优，叠加低价浆库存进入报表，盈利能力稳步回暖；箱板纸中高端产品成本优势较强有力进行托底，后续需求回暖盈利弹性可期；溶解浆伴随老挝木片自供率提升，中期盈利中枢提升可期。我们预计公司24-26年归母净利润分别为36.6、41.2、46.1亿元，当前股价对应PE分别为12/10/9X，维持“买入”评级。

## 7.1造纸：补库周期开启，上游资源壁垒凸显

### 7.1.3投资建议：格局为先，基于细分赛道优选个股 $\alpha$

#### ➤ 华旺科技：深耕中高端产品，受益国内场景渗透扩容，出海打开成长空间

- 1) 中高端装饰原纸行业领军者：技术优化&性价比驱动下，带动装饰纸应用场景延伸，行业中高端升级趋势显著，公司立足中高端，产品议价力充足。
- 2) 原料采购+精细化管理深化成本控制&提升效率：原料布局角度，公司主要原料为木浆、钛白粉，通过经营木浆贸易业务积累成本判断经验前瞻进行原料战略储备和布局，与中核钛白深入绑定共同研发专用原料；通过机器设备改造实现多规格纸种切换，达到效率最优。
- 3) 产品升级&出海打开成长天花板，品类扩张打造长期成长曲线。马鞍山18万吨特种纸项目（二期）投放后，公司有望巩固装饰原纸行业龙头地位，中期公司积极布局特种纸新赛道，包括高品质食品纸、医疗级用纸、工业用纸等细分差异化产品。我们预计24-26年公司归母净利润分别为6.6、7.7、8.5亿元，当前股价对应PE分别为11、9、8倍，维持“买入”评级。

## 7.2包装：品类扩张驱动成长、重视效率提升，优选高股息标的

➤ 收入端：终端需求逐步恢复，头部企业借助品类扩张、在大客户中份额提升，带动多维成长。盈利端：受原料价格低位/汇率/产品结构化，利润率呈恢复趋势，后续原料价格对利润率边际影响减弱，重视智能化改造/成本管控/产品结构优化带来的盈利能力提升，同时关注资本开支进入下行期，关注中期分红潜力提升的优质标的。

- ✓ **塑料包装**：下游需求稳中有升，推荐塑料软包龙头永新股份（BOPE膜一体化布局+高分红），关注紫江企业
- ✓ **纸包装**：资本开拐点至，智能工厂深化布局推动效率提升改善盈利能力，推荐消费电子包装龙头裕同科技（烟酒包装打开成长曲线+高分红）；积极关注具备收购整合预期的新巨丰。
- ✓ **金属包装**：行业整合有望加速，关注昇兴股份。

图表：重点包装公司股息及分红率

简称	市值(亿元)	分红率		经营现金流净额/净利润		资本开支变化	股息率	
		2022年	2023年	2022年	2023年	2020-2023	2022年	2023年
美盈森	50	75.1%	101.5%	3.77	2.40	-72.7%	2.0%	4.0%
王子新材	52	21.8%	31.1%	1.72	1.39	33.9%	0.5%	0.4%
大胜达	55	10.0%	30.0%	1.95	2.41	220.8%	0.3%	0.5%
昇兴股份	60	23.3%	29.3%	3.34	4.22	8.5%	0.8%	1.6%
永新股份	63	67.5%	82.6%	1.47	1.24	-58.0%	3.9%	5.4%
宝钢包装	64	51.1%	50.7%	2.83	3.08	21.7%	2.1%	1.7%
劲嘉股份	69	288.7%	358.4%	2.15	3.28	-31.9%	8.5%	6.4%
东峰集团	78	-	30.6%	2.26	0.05	113.8%	-	0.6%
紫江企业	91	62.9%	67.8%	1.13	4.39	160.2%	4.2%	4.2%
奥瑞金	121	54.6%	39.7%	1.89	2.04	10.8%	2.6%	2.6%
裕同科技	250	20.1%	39.4%	1.66	2.46	-31.6%	1.2%	3.5%

图表：1Q21-1Q24重点包装公司毛利率变化

毛利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
美盈森	23.7%	22.8%	22.5%	22.9%	21.4%	18.8%	18.6%	18.7%	23.1%	22.7%	23.7%	25.2%	28.1%
王子新材	17.2%	18.5%	19.1%	20.7%	13.9%	13.5%	15.5%	17.7%	18.2%	17.5%	17.9%	20.1%	16.9%
大胜达	10.6%	12.0%	11.4%	12.2%	13.8%	14.0%	14.8%	16.0%	15.8%	16.2%	16.7%	16.9%	15.2%
昇兴股份	13.9%	11.6%	11.3%	10.4%	9.3%	9.0%	9.6%	9.5%	10.7%	11.3%	12.2%	13.4%	14.0%
永新股份	21.2%	21.2%	22.7%	22.2%	20.8%	21.0%	21.9%	22.2%	24.4%	24.4%	24.8%	24.7%	22.1%
宝钢包装	11.2%	11.6%	10.9%	9.5%	8.2%	8.7%	8.3%	8.0%	8.8%	9.2%	9.5%	9.0%	8.4%
劲嘉股份	34.7%	34.1%	33.6%	32.2%	34.1%	32.0%	28.6%	27.8%	30.2%	29.4%	29.0%	25.9%	29.3%
东峰集团	33.9%	33.6%	31.7%	31.6%	32.2%	31.7%	30.6%	29.6%	27.8%	25.0%	23.9%	23.0%	26.7%
紫江企业	20.4%	21.8%	22.0%	21.2%	19.7%	20.5%	20.7%	20.6%	21.5%	22.1%	21.8%	21.4%	22.1%
奥瑞金	20.1%	19.0%	17.7%	15.3%	13.5%	13.1%	13.0%	11.9%	14.8%	15.9%	16.1%	15.2%	18.3%
裕同科技	23.9%	20.9%	21.7%	21.5%	20.8%	21.1%	22.8%	23.7%	23.7%	23.6%	25.4%	26.2%	22.1%
新巨丰	-	31.9%	29.6%	27.3%	20.2%	21.3%	20.1%	17.2%	19.0%	19.9%	20.8%	21.7%	22.5%
上海艾录	32.6%	33.7%	32.7%	28.6%	26.8%	24.5%	23.9%	23.5%	18.5%	22.1%	22.8%	23.6%	26.3%

资料来源：Wind,各公司公告，国金证券研究所

图表：1Q21-1Q24重点包装公司净利率分布

净利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
美盈森	4.7%	1.1%	2.8%	1.8%	4.4%	2.6%	3.7%	2.1%	4.9%	7.4%	6.5%	3.9%	8.4%
王子新材	3.0%	5.2%	3.9%	8.4%	10.8%	1.5%	2.4%	3.0%	0.2%	2.2%	3.2%	8.2%	1.0%
大胜达	2.6%	6.0%	3.2%	9.7%	5.6%	6.0%	5.4%	7.4%	6.0%	5.4%	8.8%	5.2%	4.6%
昇兴股份	4.7%	2.1%	3.9%	2.1%	3.4%	3.7%	4.6%	0.4%	3.4%	5.7%	6.5%	3.2%	7.5%
永新股份	8.5%	10.2%	11.7%	11.7%	9.1%	10.3%	12.1%	12.6%	10.1%	12.2%	13.4%	13.0%	10.5%
宝钢包装	6.0%	4.5%	3.1%	3.4%	3.6%	3.8%	3.4%	2.5%	3.7%	3.5%	4.1%	1.3%	3.1%
劲嘉股份	21.6%	20.9%	26.7%	15.1%	22.8%	16.9%	7.3%	-31.4%	15.4%	13.5%	8.6%	-23.2%	15.3%
东峰集团	25.2%	24.9%	13.7%	18.4%	11.8%	13.3%	4.7%	2.0%	25.1%	3.1%	-0.6%	-19.1%	3.8%
紫江企业	5.9%	8.5%	4.7%	6.1%	5.8%	5.7%	8.3%	8.1%	6.0%	8.0%	6.1%	6.9%	7.3%
奥瑞金	9.7%	8.2%	6.8%	1.6%	6.0%	4.4%	4.7%	0.3%	6.2%	6.5%	6.6%	1.6%	7.8%
裕同科技	6.5%	5.2%	8.8%	7.6%	6.7%	7.2%	12.1%	11.3%	6.1%	7.5%	12.9%	10.9%	6.5%
新巨丰	17.0%	13.7%	11.1%	10.6%	10.0%	10.5%	11.8%	9.8%	9.7%	8.6%	8.8%	11.7%	12.0%
上海艾录	17.7%	12.8%	13.1%	8.7%	11.6%	8.5%	9.3%	8.0%	2.8%	9.1%	6.3%	6.9%	9.5%

## 7.2包装：品类扩张驱动成长、重视效率提升，优选高股息标的



- **裕同科技：3C终端回暖，烟酒成新成长曲线，提高分红率增厚安全边际**
- ✓ **包装的龙头企业，竞争力逐渐攀升：**在行业集中度较低的情况下，通过绑定优质客户、建造智能化工厂降低成本、提升综合能力优化格局、扩大全球产能布局等一系列举措将公司提升市场份额和利润率提升到行业领先地位。
- ✓ **把握结构性增长机会，优化大消费包装业务：**在修复已有的客户同时，收购仁禾、华宝利，注重环保纸塑和烟酒包装进行拓展客户和品类。客户开拓前期以3C消费电子客户为主，逐步延展至餐饮、日用品等领域，中长期成长空间广阔。
- ✓ **高分红优质标的：**1) 资本开支进入回落周期，分红能力提升。2022/2023年资本开支分别为16.0/11.7亿元，同比-13%/-26.9%。2) 提高分红：公告2023年度至2025年度，每年以现金形式分配利润不少于当年归属母净利润的60%。2023年合计分红8.67亿元，分红率60.3%，23年股息率3.4%。
  
- **永新股份：薄膜产能释放+彩印产能扩张，支撑稳健成长，高分红优质个股。**
- ✓ **塑料包装领域的领军企业，持续推进高分红政策：**塑料包装行业竞争格局相对分散，不断提升技术和开发能力，降低成本，提升在市场中的竞争能力。
- ✓ **扩张产能促进成长，产品结构优化提升盈利能力：**积极开拓国内国外市场，通过与国内国外快消品牌客户建立合作关系，提升客户粘性。在产品方面，BOPE薄膜产能释放进一步完善上游产业链，提升整体盈利能力。
- ✓ **分红情况：**22/23年分红2.4/3.4亿元，分红比例67.5%/82.6%。



# 8 风险提示

---

- 国内消费增长放缓的幅度和时间超预期：今年国内消费表现疲软，如果国内需求持续放缓，且持续的时间超预期，对消费行业的基本面将带来不利影响。
- 地产竣工及销售恢复速度低于预期：若国内房地产销售未有相应改善，并且地产竣工改善低于预期，将直接影响家居行业的终端需求。
- 原材料价格大幅上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱，造成业绩不及预期。
- 新品推广不及预期的风险：家清及个护企业积极应对行业竞争，推出新品以迎合下游消费需求，若新品推广销售不及预期，则会影响公司的业绩表现。
- 代工商大客户流失的风险：个护、电子烟等代工商下游客户集中度较高，且下游客户市场竞争较为激烈，若出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。

## 投资评级说明

- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在5% - 15%；
- 中性：预期未来6 - 12个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在5%以上。

# 特别声明



国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图表发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题