

轻工行业2024年中期投资策略

跨境主线延续，内需静候反转

轻工&中小盘团队



摘要

- **轻工作为传统制造业，一方面：伴随以地产链为代表的部分行业渐进成熟期，在当前政策预期下需求难有较大弹性；另一方面：过去三年作为资本开支大年，诸如造纸等行业存在产能过剩等问题，且在未来较长一段时间产能持续去化；在此背景下，行业投资从过去“买赛道”的β式投资变成对好公司的精耕细研，当行业的毛利率被供需格局压制的背景下，优秀的公司的成本管控、组织效能等竞争要素提到更加重要的高度，关注行业龙头的提估值机会，其中：**
 - **家居：**2024年上半年，保交楼减少，竣工压力增大，家居企业业绩增速承压；目前地产政策频出，逐渐加码，但传递到家居零售端仍需时间。复盘14-16年地产周期，在地产销售见底后，家居企业开始产生超额收益，整个周期内业绩穿越周期的企业表现更优。看好头部定制企业通过“整装”&“大家居”的模式探索，收入增速仍将优于行业平均；软体类头部公司对于国内市场料积极延伸品类以打开成长空间，如床垫类目的外延式并购或将增加，实现价格带延伸。推荐欧派家居/顾家家居/志邦家居/慕思股份，建议关注索菲亚。
 - **造纸：**一方面：造纸需求稳定（主要为消费品），供给端产能重置成本较高，伴随竞争格局稳定后，行业盈利中枢逐步上移；另一方面：过去行业波动更多来自对远期需求预期下，供给脉冲式投放带来阶段性盈利波动，随着需求增幅放缓，行业格局加速固化，头部企业在低毛利率&低费用率的运营模式下，在实现行业集中度逐步提升同时，头部纸企回购&分红比例或将提升，并带动估值稳步上移。推荐太阳纸业/博汇纸业/山鹰国际等。
- **新机遇亦在孕育，如办公&MRO线上化采购、跨境电商等赛道正进入快速成长期，传统轻工企业正逐步向新领域进化；**
 - **文具办公&MRO线上化采购：**文化办公用品零售额持续承压，表现弱于整体社零；24年4月文化办公用品社零同比下降4.4%，与整体社零进一步分化（+2.3%）；线上&零售大店等新业态表现优于传统校边渠道。参考美国成熟市场，在制造业进入成熟期后，办公物资&MRO这类长尾且影响企业效率的类目逐步外部，并诞生出诸如20年20倍（市值）的固安捷；目前国内正处于MRO快速起步期，从招标情况来看，MRO产品目前从广度和深度上加速纳入线上化采购；头部企业凭借规模、成本、质量以及服务优势进一步巩固自身行业地位，同时伴随规模及网络效应，利润率持续提升。推荐齐心集团/晨光股份/威亨国际等优秀头部公司，建议关注震坤行。
 - **出口链：外销整体高景气，跨境电商已成为拉动外贸重要抓手。欧美去库结束，渐进入补库阶段，整体出口链呈现较高景气，但我们观察到以价换量的现象或存在；跨境电商方面，受益于全球网购渗透率提升&跨境电商服务链完善，大件品红利&Temu等新兴平台新履约模式共同影响下，本土化服务能力成为跨境电商长期发展方向。**
- **风险提示：**1) 宏观方面：需求恢复不及预期的风险。若消费恢复不及预期，轻工行业企业可能面临相关下游需求不及预期的风险。2) 行业方面：行业内部竞争加剧的风险。经济承压带来家居、造纸、消费等行业内部竞争加剧，挤压企业利润。



01

家居行业：政策利好频出，龙头修炼内功

02

出口链：外销整体高景气，跨境电商已成为拉动外贸重要抓手

03

造纸：走向整合

04

包装：格局优化&成本下行，roe进入改善区间

05

轻工新消费：传统零售底部震荡，新渠道新品牌加速突围

06

风险提示

CONTENTS

目录



01. 家居：政策利好频出， 龙头修炼内功

01

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 24年竣工承压，下半年家居企业或迎来压力测试

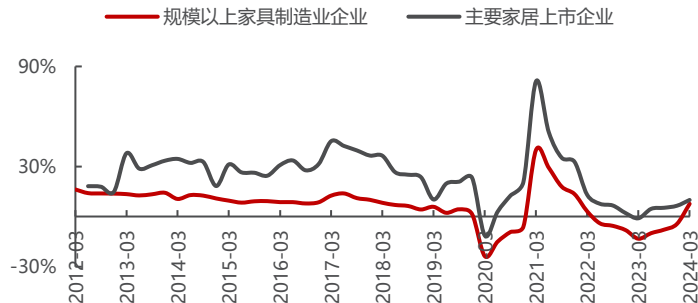
- 2024年1-4月，地产数据依然承压，新开工/竣工/销售面积分别同比下滑25%/20%/20%。
- 2024年1-4月规模以上家具制造业企业营业收入同增6.2%。
- 24Q1主要家居上市企业营收平均同增10%，依然高于规上家具制造业企业营收增速，行业集中度持续提升。
- 24H2地产竣工压力或将延续，头部企业通过挖掘存量市场，发展整装、线上、拎包等多渠道引流，赋能经销商，下半年在地产压力背景下，企业或将迎来压力测试。

图表：24年地产数据承压



资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：规上家具制造业企业及主要家居上市企业营业收入累计同比增速



注：主要家居上市企业营收增速选取欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、顾家家居、慕思股份、喜临门营收同比增速均值

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 展望下半年：政策频出，地产从此前促经济到现在防风险

- 年初以来地产支持政策陆续出台，5月17日地产政策加码，需求侧降低首付比例、取消全国首套和二套房贷款利率下限、下调住房公积金贷款利率0.25pct，并设立3000亿保障性住房再贷款，推动地产库存去化。27-28日上海、广州、深圳相继跟进放松政策。

图表：2024年主要地产支持政策

日期	发布单位	政策内容
2024/5/27	上海市住房和城乡建设管理委、市房屋管理局、市规划资源局、市税务局	《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》 调整优化住房限购政策，支持多子女家庭合理住房需求，优化住房信贷政策等
2024/5/17	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》 对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%。
2024/5/17	中国人民银行、金融监管总局	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》 一、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。 二、中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）。 三、银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。
2024/5/17	中国人民银行、金融监管总局	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》 中国人民银行决定，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
2024/5/17	中国人民银行	中国人民银行拟设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款5000亿元。
2024/5/6	深圳市住房和建设局	《关于进一步优化房地产政策的通知》 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
2024/4/30	北京市住房和城乡建设委员会	《关于优化调整本市住房限购政策的通知》 放松住房限购政策
2024/3/14	杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室	《关于进一步优化房地产市场调控措施的通知》 加大规划建设保障性住房力度，加快房源筹建，2024年开工建设配售型保障性住房不少于6000套，着力解决工薪收入群体住房困难。 明确优化二手房限购政策，在本市范围内购买二手房，不再审核购房人资格。同时明确优化增值税征免年限，本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为2年。
2024/1/12	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

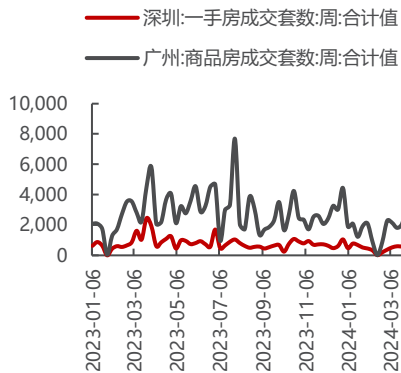
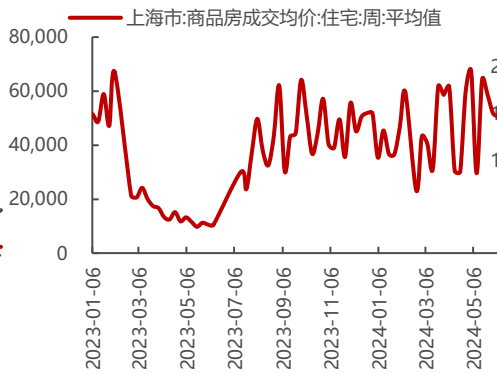
资料来源：政府官网，民生证券研究院

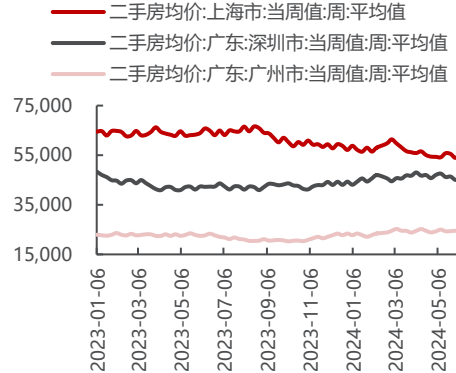
01

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 展望下半年：政策频出，地产从此前促经济到现在防风险

- 517房地产“一揽子”政策落地后，上海、广州、深圳相继跟进，从市场反馈看效果较好。上海市场情绪回暖，新房、二手房成交较4月均有增长；深圳新房、二手房销售均有加快，尤其二手房市场表现活跃；广州新房活跃度回升明显。我们预计随着后续政策持续推出及落地，地产有望逐渐企稳回暖。

图表：深圳、广州周度新房成交套数

图表：上海周度新房成交价格

图表：深圳周度二手房成交套数

图表：上海、广州、深圳周度二手房价格


资料来源：中指研究院，民生证券研究院

01

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

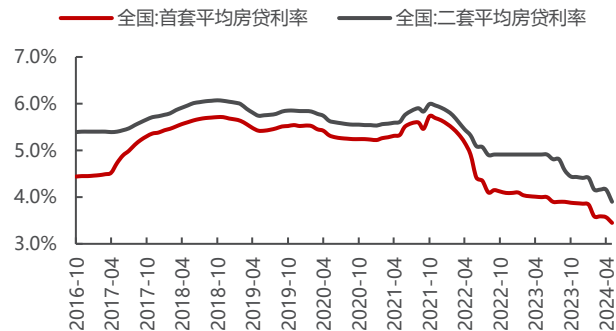
➤ 展望下半年：政策频出，地产从此前促经济到现在防风险

- 对比本轮地产政策及22年下半年地产政策，力度更大。
- 利率：本次地产政策取消全国层面房贷利率下限，并下调公积金贷款利率0.25pct，而22年下半年“因城施策”，各地政府决定首套房利率下限，并下调公积金贷款利率0.15pct。
- 首付比例：本次首套房首付比例降至15%，二套房降至25%，22年政策无调整。
- 政策重点：本次地产政策重在去库存，需求侧政策力度大，并通过收储制度推动库存去化。22年则“托而不举”，着重解决房企融资问题和保交付，防范风险。

图表：24年与22年房地产放松政策对比

	24年	22年
房贷利率	1.取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限 2.下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点	1.按照“因城施策”原则，符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。 2.下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点
首付比例	首套住房首付比例降至15%，二套住房首付比例调整为25%。	无调整
其他	3000亿元保障性住房再贷款收储	“三支箭”解决房企融资问题
重点	去库存	托而不举、保交付

图表：房贷利率持续走低



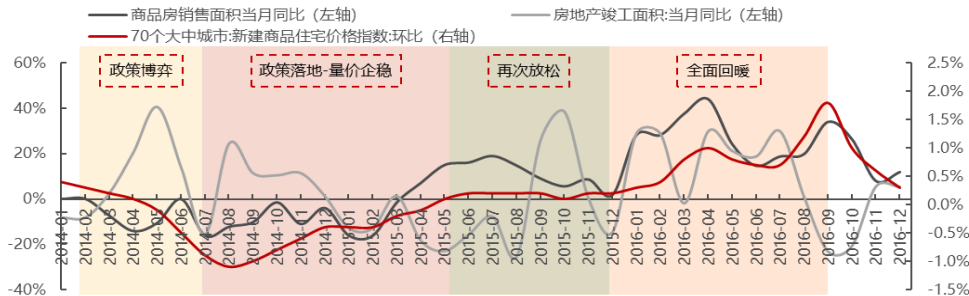
资料来源：中指研究院，民生证券研究院

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 政策拐点vs基本面拐点，谁是影响家居股的核心要素？

- 复盘2014-2016年的房地产周期，根据房地产销售面积及价格增速，以及相关政策出台时间，大致可以分为四个阶段：
- 第一阶段（2014年2月-7月）：政策博弈。**2010年4月以来，多项房地产调控政策陆续出台，抑制地产市场过热。2014年2月商品房销售面积增速转负，各地政府开始陆续发布房地产放松政策，郑州、沈阳等地陆续放松公积金贷款政策，6月-8月37个城市放松限购政策（共46个城市有限购政策）。政策放松下，14年7月当月销售面积增速触底，8月房价环比增速触底，市场开始博弈中央进一步的房地产放松政策。
- 第二阶段（2014年7月-2015年5月）：政策落地-地产量价企稳。**中央第一轮放松政策，14年9月30日发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，主要内容：1) 二套房认定标准从“认房又认贷”变为“认贷不认房”，2) 商贷首套房最低首付比例30%，利率下限为基准利率0.7倍，3) 支持房企在银行间债券市场发行债务融资工具。10月放宽公积金贷款政策，缴存时间从12个月下降至5个月。11月降息，2015年3月下调首付比例，并持续降息。2015年3月及5月，商品房销售面积及价格增速分别转正。
- 第三阶段（2015年5月-12月）：再次放松。**前期虽然商品房销售回暖，但新开工、竣工依然下滑，15年9月中央再次下调首付比例，并再次降息降准，16年1月新开工增速转正，商品房销售面积及价格增长提速。
- 第四阶段（2016年1月-9月）：全面回暖。**本阶段内房地产销售、开工增速均显著回暖，16年2月中央再次下调首付比例后，3月开始上海、深圳、北京陆续收紧房地产政策，本轮房地产政策放松周期走向尾声。

图表：14-16年房地产周期主要阶段



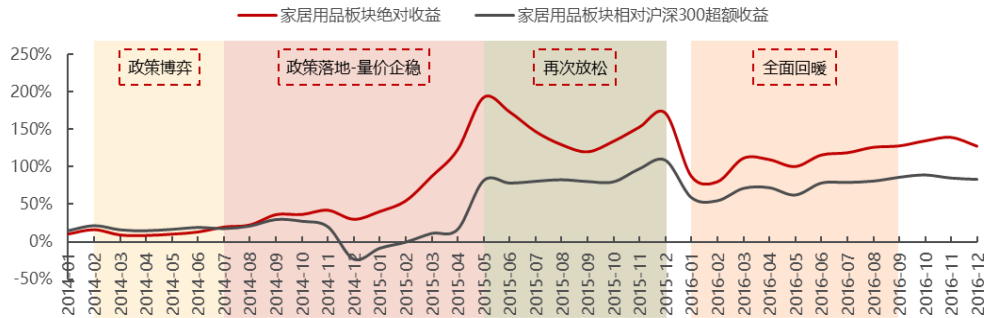
资料来源：iFind，民生证券研究院

01

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 复盘14-16年房地产周期，地产增速见底-转正为收益最高阶段

- **地产销售见底后中央政策落地，销售数据环比回暖阶段为股价主要上升阶段。**对应周期每个阶段家居用品板块绝对收益及相对沪深300的超额收益来看，政策博弈期绝对收益及相对收益均较低，政策落地后为股价主要上涨阶段，后因房地产供给侧不及预期经历回调及政策再次放松后上涨，最后地产彻底回暖，政策开始收紧后为小幅补涨阶段。

图表：2014-2016年家居用品板块相对及绝对收益


资料来源：iFind，民生证券研究院 注：股价定基为2013/12/31

图表：分阶段个股股价涨跌幅

证券名称	政策博弈	政策落地-量价企稳	再次放松		全面回暖
			大盘下行	再次放松	
大亚圣象	15%	275%	-23%	2%	50%
美克家居	8%	178%	-21%	20%	27%
海鸥住工	8%	260%	-54%	49%	43%
悦心健康	4%	113%	-22%	22%	-22%
浙江永强	-8%	288%	-84%	65%	-2%
德力股份	2%	33%	0%	-7%	53%
索菲亚	14%	116%	-6%	16%	65%
哈尔斯	11%	25%	-47%	70%	-25%
丰林集团	-9%	95%	-47%	23%	-7%
德尔未来	-46%	185%	-49%	118%	-17%
喜临门	-6%	137%	-45%	92%	30%

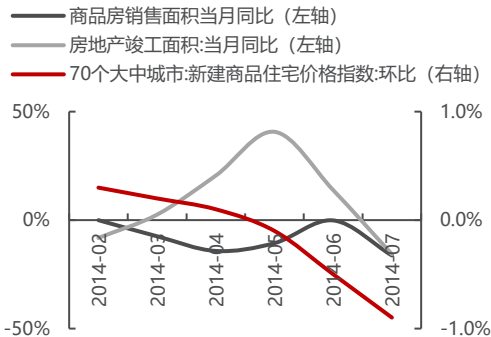
01

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 第一阶段（2014年2月-7月）：政策博弈期，板块无超额收益

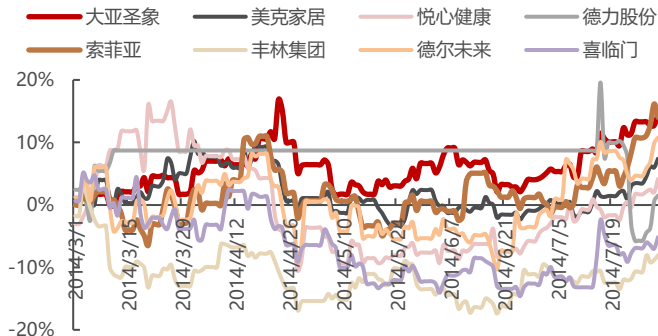
- **地产数据情况：**销售面积增速自2月开始转负，单7月同降16%；竣工面积受影响不大，基本维持正增长趋势；新房价格环比增速持续下降，降幅扩大。
- **主要上市企业业绩情况：**地产数据下行尚未影响家居企业，家居企业收入增速与前期差异不大，整体增长承压。
- **主要上市企业股价表现：**板块无超额收益，个股看业绩。家居板块绝对收益为3%，相对沪深300超额收益-5%。本阶段内股价涨幅较大的为索菲亚及大亚圣象，其中大亚圣象收入增长提速，而索菲亚2013年下半年增速高，且在2014年上半年维持30%+增速。

图表：2014年2-7月地产数据



资料来源：iFind，民生证券研究院 注：股价定基为2014年2月28日

图表：2014年3月1日-7月31日主要家居企业股价涨跌幅



图表：2013-2014年主要家居企业单季度营收增速

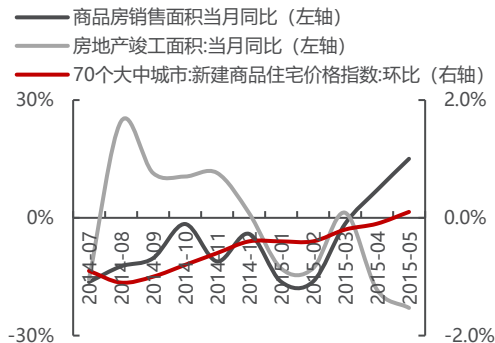
	大亚圣象	美克家居	悦心健康	索菲亚	丰林集团	德尔未来	喜临门
13Q1	-3%	20%	6%	68%	-1%	48%	7%
13Q2	-4%	-12%	-8%	38%	-11%	35%	11%
13Q3	0%	12%	5%	44%	12%	23%	25%
13Q4	1%	-4%	4%	45%	21%	25%	12%
14Q1	6%	-1%	-3%	32%	21%	47%	37%
14Q2	7%	4%	6%	36%	60%	30%	25%
14Q3	4%	4%	-13%	33%	38%	23%	35%
14Q4	-3%	-1%	-9%	30%	14%	4%	14%

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

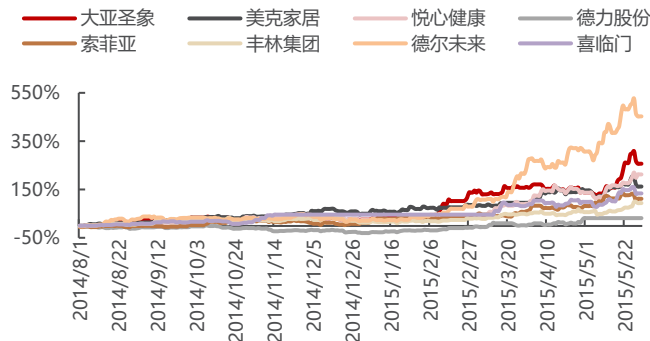
➤ 第二阶段（2014年7月-2015年5月）：地产销售回暖，公司业绩承压无碍板块超额收益

- **地产数据情况**：销售面积增速持续回暖，2015年3月转正；新房价格环比增速持续回暖，15年5月转正。反观竣工面积2015年初同比转负；
- **主要上市企业业绩**：前期地产销售下行开始传导至企业端，各企业收入增速较前期下降，14Q4/15Q1主要家居企业营收平均增速为7%/10%，较前期20%左右营收增速显著下降。其中索菲亚维持30-40%收入增速，喜临门亦持续维持正增长。
- **主要上市企业市值**：大幅跑赢沪深300。家居板块绝对收益为144%，相对沪深300超额收益38%。股价上涨主要为估值提升，主要企业PE-TTM从20-30x区间提升至45-90x，涨幅最大的为大亚圣象（275%）和美克家居（178%），主要系前期估值较低，涨幅与业绩关联度不大。

图表：2014年7月-2015年5月地产数据



图表：2014年8月1日-2015年5月31日主要家居企业股价涨跌幅



图表：2014-2015年主要家居企业单季度营收增速

	大亚圣象	美克家居	悦心健康	索菲亚	丰林集团	德尔未来	喜临门
14Q1	6%	-1%	-3%	32%	21%	47%	37%
14Q2	7%	4%	6%	36%	60%	30%	25%
14Q3	4%	4%	-13%	33%	38%	23%	35%
14Q4	-3%	-1%	-9%	30%	14%	4%	14%
15Q1	4%	12%	-33%	41%	-11%	34%	21%
15Q2	-8%	-7%	-25%	34%	-7%	-1%	12%
15Q3	-6%	9%	-9%	33%	-2%	-2%	19%
15Q4	-22%	9%	-13%	36%	2%	81%	65%

资料来源：iFind，民生证券研究院 注：股价定基为2014年7月31日

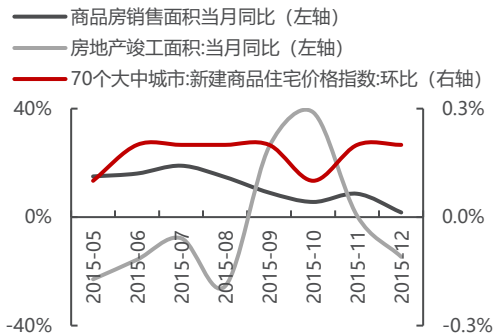
01

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

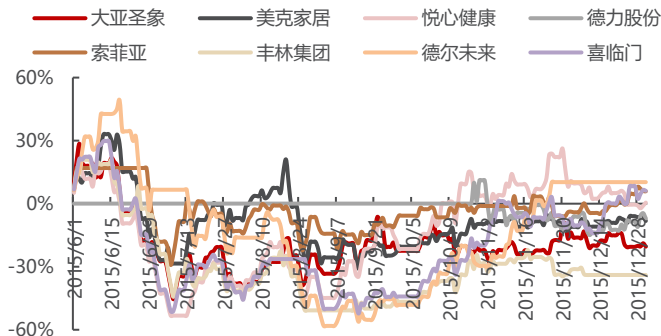
➤ 第三阶段（2015年5月-12月）：地产竣工回暖，家具公司业绩持续承压，板块超额收益收窄

- **地产数据情况：**销售面积持续正增长，增速回落；竣工面积增速在2015年9月转正；新房价格环比持续增长，幅度基本维持。
- **主要上市企业业绩情况：**此阶段内前期地产销售下行进一步影响企业业绩，各企业收入增速基本在此阶段见底，15Q2下表主要家居企业营收平均增速为-0.3%，较14Q2营收增速23.7%下降24pct，15Q3营收增速开始回暖，15Q4达23%。
- **主要上市企业股价表现：**板块依然具有超额。5-9月/9-12月家居板块绝对收益分别为-25%/+23%，**相对沪深300超额收益分别为9%/7%**。5-9月为股市整体下挫带来的普跌阶段，其中收入增速始终维持在30%以上的索菲亚下跌幅度最小。9-12月为新房量价齐升、竣工回暖后的补涨阶段，15Q4收入增速较高的喜临门及德尔未来涨幅较大。

图表：2015年5-12月地产数据



图表：2015年6月1日-2015年12月31日主要家居企业股价涨跌幅



图表：2014-2015年主要家居企业单季度营收增速

	大亚圣象	美克家居	悦心健康	索菲亚	丰林集团	德尔未来	喜临门
14Q1	6%	-1%	-3%	32%	21%	47%	37%
14Q2	7%	4%	6%	36%	60%	30%	25%
14Q3	4%	4%	-13%	33%	38%	23%	35%
14Q4	-3%	-1%	-9%	30%	14%	4%	14%
15Q1	4%	12%	-33%	41%	-11%	34%	21%
15Q2	-8%	-7%	-25%	34%	-7%	-1%	12%
15Q3	-6%	9%	-9%	33%	-2%	-2%	19%
15Q4	-22%	9%	-13%	36%	2%	81%	65%

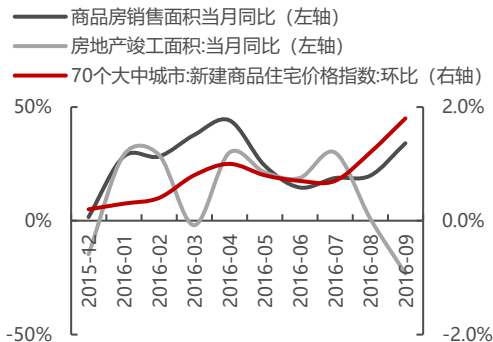
资料来源：iFind，民生证券研究院 注：股价定基为2015年5月31日

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

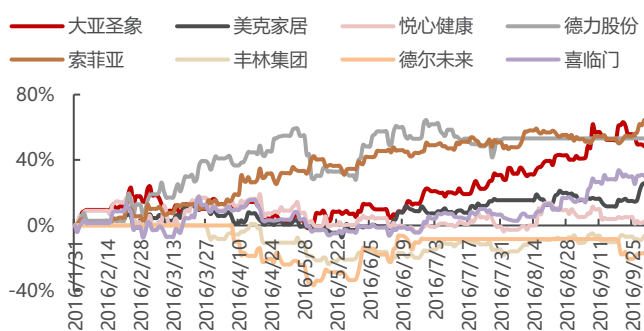
➤ 第四阶段（2016年1月-9月）：全面回暖，业绩表现好/低估值个股表现更好

- **地产数据情况**：销售面积持续正增长；竣工面积基本维持正增长；新房价格环比持续增长，增速持续提升，9月后增速回落。
- **主要上市企业业绩情况**：地产数据企稳传递到企业端，各企业收入增速基本回暖，其中索菲亚在全周期保持30%+增速，成功穿越周期，喜临门亦保持正增长。
- **主要上市企业股价表现**：板块股价分化，低估值/业绩优的企业涨幅较高。家居板块绝对收益为22%，相对沪深300超额收益11%。整个周期维持收入增速30%+的索菲亚及前期估值较低的大亚圣象在本阶段涨幅较大，而估值较高的悦心健康、丰林集团和德尔未来股价下跌。

图表：2015年12月-2016年9月地产数据



图表：2016年1月31日-9月30日主要家居企业股价涨跌幅



图表：2015-2016年主要家居企业单季度营收增速

	大亚圣象	美克家居	悦心健康	索菲亚	丰林集团	德尔未来	喜临门
15Q1	4%	12%	-33%	41%	-11%	34%	21%
15Q2	-8%	-7%	-25%	34%	-7%	-1%	12%
15Q3	-6%	9%	-9%	33%	-2%	-2%	19%
15Q4	-22%	9%	-13%	36%	2%	81%	65%
16Q1	-31%	9%	6%	46%	28%	8%	15%
16Q2	-20%	21%	13%	43%	-6%	8%	30%
16Q3	-26%	29%	10%	43%	14%	1%	41%
16Q4	18%	24%	22%	39%	6%	-7%	33%

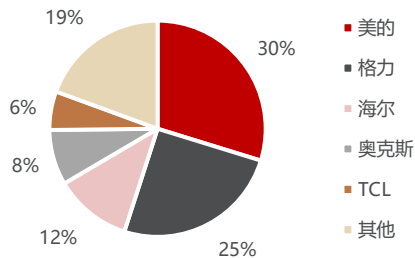
资料来源：iFind，民生证券研究院 注：股价定基为2016年1月31日

01 家居：政策利好频出，龙头修炼内功

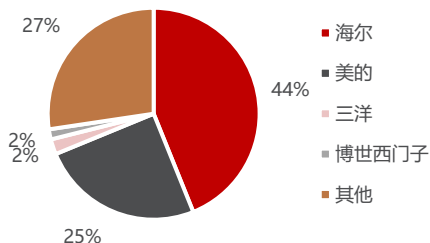
➤ 集中度提升空间仍在

- **定制家居行业：**欧派、索菲亚、志邦等均为个位数市占率
- **床垫行业：**CR5为20%+，慕思、喜临门、顾家个位数市占率，对比美国床垫行业CR5为50%+
- **横向对比家电行业集中度：**空调CR5为81%，洗衣机行业CR5为72%，冰箱行业CR4达73%。

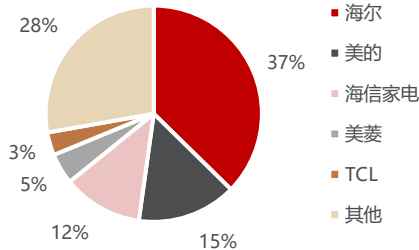
图表：空调分品牌市占率



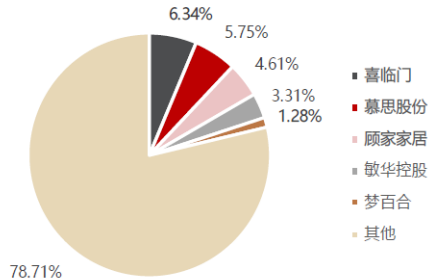
图表：洗衣机分品牌市占率



图表：冰箱分品牌市占率



图表：床垫行业竞争格局



资料来源：产业在线，民生证券研究院

资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

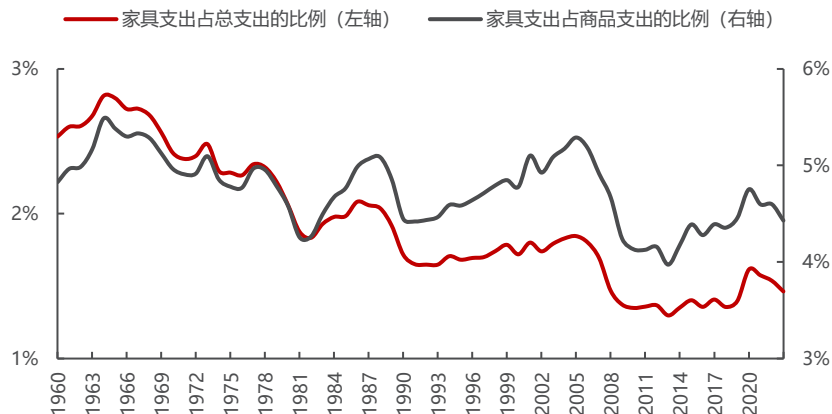
01

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 参考美国，家具消费占比仍存提升空间

- **美国新房销售占比仅15%**。参考美国，1999年新房销售占比就仅有15%，至2010年新房销售占比下降至7%左右，后逐渐提升至15%。
- **家具支出占总消费1.5%，占商品消费4.4%**。1960-2023年，美国个人消费支出中家具支出占比整体呈下降趋势，其中1981年及1990年两个房地产下行周期内，家具支出占比亦在低点，2013年家具支出占比见底（占总支出1.3%，商品支出4%）。
- 对比我国家具支出占限额以上单位商品零售额不到1%，空间较大。

图表：美国个人消费中家具支出占总支出/商品支出的比例



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 行业从新房驱动转向二手房驱动，对家居企业能力要求转变

- 二手房市场的特点：**
 - 1) 流量更为分散。**过去新房交付为一个小区集中交付，经销商和企业可以通过拎包、样板房的方式进驻小区集中消化需求。而二手房装修需求更为分散，每个小区内部只有小部分家庭有重装、局改需求，大规模引流效率较低，难以精准触达消费者。
 - 2) 流量从家居卖场转向家装公司。**过去新房交付后消费者倾向于去家居卖场选购定制橱柜、成品家具，而二手房需求多为局改、换新需求，消费者优先通过家装公司完成装修，家装公司成为新的流量入口。
 - 3) 更为考验集中交付能力。**现在消费者越来越倾向于一站式采购，即家居企业推出的“大家居”模式，而大家居并非仅限于能够提供全品类产品，产品是否能一次性交付，提升客户的消费体验亦非常重要。
- 对家居企业能力要求转变：**
 - 1) 多元化引流能力。**卖场自然客流占比持续下降，要求企业、经销商提升多元化引流能力，开发多元化引流手段，比如线上引流，鼓励经销商直播引流，通过小区拎包、样板间、局改店、社区店等方式进入小区获取客源。
 - 2) 品牌知名度。**目前大量装修流量流向前端装企，因此短期内，是否能与足够多的装企合作亦十分重要，装企选择家居企业合作时主要考虑的是家居企业的品牌知名度，是否能让消费者获得更好的购物体验，因此短期内大牌家居企业更易获得装企流量；
 - 3) 研发能力和产品力。**二手房与新房消费者在产品选择和诉求上也有区别，部分消费者只需要局部改造，部分消费者更为重视装修的品质，因此研发符合二手房市场的产品和套餐也是重中之重；
 - 4) 一体化交付能力。**“大家居”不仅仅是产品配套，也是流程、服务的整合，要求企业能够一次性、精准交付全屋，因此一体化交付能力也是各家居企业需要培育，也是大企业区别于中小企业的**关键**。
- 头部企业凭借品牌力、产品力、渠道力、供应链一体化等内功，在二手房市场依然更为有优势，行业集中逻辑不改。**

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 平台型vs品牌型，家居企业未来如何演绎？

- 远期来看，我们将家居企业发展路径分为平台型和品牌型，平台型以贝壳、欧派家居、索菲亚等重流量的企业为主，而品牌型则以慕思、顾家、敏华、箭牌等品类更具有功能性，品牌属性更重的企业为主。
- **平台型：核心在于流量。**例如贝壳通过收购圣都、爱空间等入局家装赛道，凭借前端经济业务大量流量导流以及自身充足的现金流和运营能力，家装业务快速起量，短期内其定制、软体产品主要与大型上市企业合作，家居企业亦通过家装渠道获取前端流量，但中长期来看，若贝壳家装模式跑通，前端家装行业集中度提升，可能截流后端家居企业流量；**欧派家居**亦向前布局家装赛道，一方面通过整装大家居与装企合作获取前端流量，另一方面通过零售大家居鼓励经销商掌握装修能力，亦存在向前整合家装行业，向前截流的机会；**索菲亚**整装渠道快速成长，23年营收同增67.52%，已合作装企数量221个，覆盖全国185个城市及区域。

图表：主要企业整装业务布局

企业	整装布局（截至2023年）
贝壳	<p>1.布局：2020年4月全面进入家装市场，成立被窝家装，2021年7月收购圣都家装，2021年底发布“一体两翼”战略，其中家居家装为“一翼”，上升至战略高度，2023年10月收购爱空间。23年实现合同额133亿元（+93.1%），实现收入109亿元（+74.3%）。</p> <p>2.能力打造：1) 探索业务服务体系，打造标准化流程，23年施工工期111天，同比下降18天；2) 品类丰富多元化，拓展定制家居、软装、家电品类，23年合同额36亿，占比27%；3) 通过经济业务引流赋能，43%的合同额由经济业务引流贡献，同增9.9pct。</p>
欧派家居	<p>1.零售大家居：由公司现有单品或综合经销商为主体，通过在临街、商业综合体等场景新建或升级改造原有单品门店，销售欧派家居旗下及合作品牌全品类家居产品，同时融入装修、装修管家等增值服务，实现消费者装修服务+家居产品购买需求的闭环满足的商业模式。</p> <p>2.整装大家居：2018年开始试点，公司直接和各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展代理经销合作，利用公司品牌知名度高、产品品类丰富、供应链平台等优势，辅以公司成熟的信息化销售系统，迅速导入装企终端，对其进行品牌、流量、管理、产品的同步赋能。公司负责产品的生产制造以及营销支持等，家装公司负责提供定制家居设计安装服务和家装设计落地施工。同时积极引导传统零售经销商与当地家装、整装渠道公司开展形式多样的业务合作。</p>
索菲亚	<p>1.整装渠道是公司重点发力的新渠道，通过推出专属产品和价格体系，与零售渠道形成差异，从不同角度开拓市场。</p> <p>2.直营整装：公司在全国范围挑选实力较强的全国性装企开展合作，利用公司的高品牌知名度，产品品类丰富、质量领先、研发生产一体化等优势，对装企进行品牌和产品赋能。公司负责提供产品生产制造、安装以及销售支持；装企负责提供设计落地施工。2023年实现营业收入同比增长67.52%。截至2023年12月底已合作装企数量221个，覆盖全国185个城市及区域。</p> <p>3.经销整装：鼓励和推动各地经销商与当地小型整装、家装公司、设计工作室进行合作，实现与家装企业的相互导流和合作共赢。</p>

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

家居：政策利好频出，龙头修炼内功

➤ 平台型vs品牌型，家居企业未来如何演绎？

- 品牌型：强功能性品类。**家居行业强功能性的品类主要有床垫、智能马桶和功能沙发，消费者在使用过程中体验感更强、后悔成本更高，因此更为注重品牌，这些赛道中的企业更倾向也更能建立品牌力。如**慕思**多年来深耕品牌打造，销售费用率、毛利率均高于行业，未来有望通过强品牌力持续提升市占率；**顾家**深耕软体家居多年，从沙发拓展至软床、床垫、定制等品类，并合作知名品牌乐至宝，打造软装领域头部品牌；**箭牌、瑞尔特**等处于智能马桶新型赛道，行业仍处于渗透率提升阶段，在行业高增阶段有望对外资品牌实现弯道超车；功能沙发行业亦处于渗透率提升阶段，仍需持续消费者教育，对标美国功能沙发行业集中度亦高于普通沙发，**敏华、顾家**凭借强品牌力有望持续提升市占率。

图表：主要重品牌的行业特点及企业

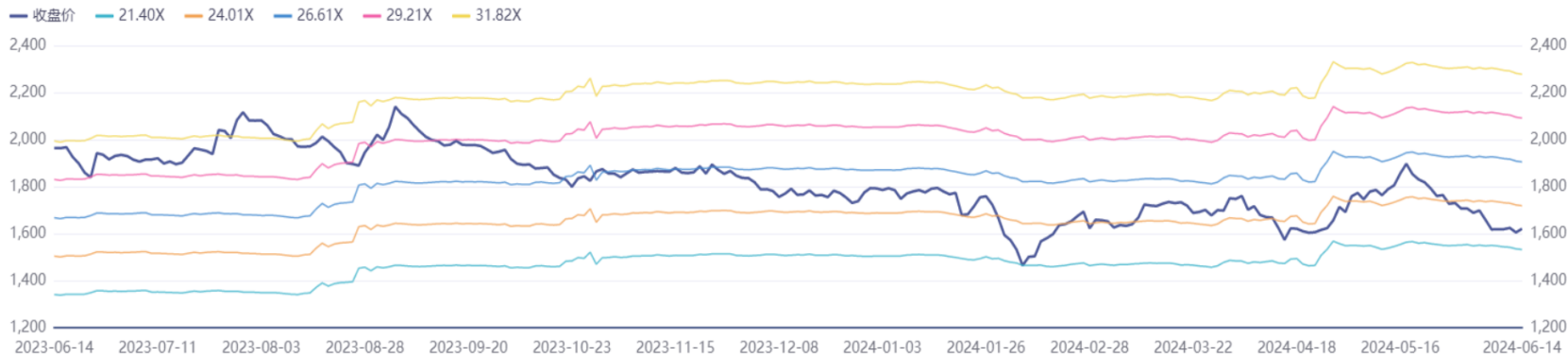
品类	特点	主要企业
床垫	人一生三分之一的时间在床上度过，床垫很大程度影响睡眠质量，功能性强、后悔成本高，因此品牌属性更为重要	慕思股份、顾家家居
智能马桶	尚处于渗透率加速提升阶段，强功能性产品，过去行业被外资品牌占据，国产品牌有望弯道超车	箭牌家居、瑞尔特
功能沙发	相较普通沙发功能属性更强，品牌较为重要	敏华控股、顾家家居

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

- **定制**：地产竣工承压背景下，零售端门店客流承压，公司通过大家居+品类拓展，整装+线上+拎包赋能经销商多渠道引流，大宗业务受益于竣工改善回暖，积极布局拓展海外，研究局改旧改产品和模式，为存量房市场提前布局。
- **软体**：内销更新需求提升+外销高景气，表现优于定制企业。线上加大抖音、快手等新兴渠道投入，线下持续拓店/门店优化，增加品类连带提升客单值，加大低线市场投入，拓宽价格带获客；
- **短期**：看好更多地产利好政策出台，改善性住房需求持续释放，消费信心回暖，积压装修需求释放；
- **中期**：消费品逻辑&集中度提升未被证伪。
- **推荐质地更优的龙头企业，如欧派家居/慕思股份/顾家家居/志邦家居等。**

01

家居板块PETTM

图表：家居板块PETTM，纵轴为收盘价

图表：家居板块重点公司

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603833.SH	欧派家居	65.12	4.98	5.33	5.77	13	12	11	推荐
002572.SZ	索菲亚	17.10	1.31	1.53	1.73	13	11	10	-
603801.SH	志邦家居	13.99	1.36	1.55	1.74	10	9	8	推荐
603180.SH	金牌厨柜	21.15	1.89	2.16	2.45	11	10	9	推荐
603208.SH	江山欧派	22.81	2.22	2.53	2.83	10	9	8	推荐
603816.SH	顾家家居	34.80	2.44	2.79	3.16	14	12	11	推荐
001323.SZ	慕思股份	30.41	2.01	2.26	2.56	15	13	12	推荐
603008.SH	喜临门	18.33	1.11	1.62	1.84	17	11	10	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测 备注：数据截至2024年6月14日，未覆盖公司数据采用wind一致预期。

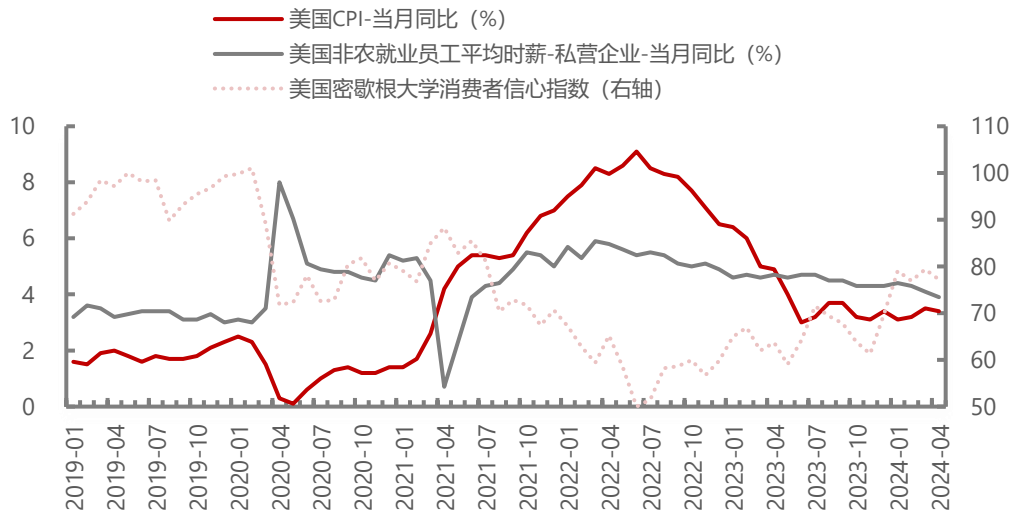
02. 出口链：外销整体高景气，跨境电商已成为拉动外贸重要抓手

02

美国消费市场：需求企稳，居民实际购买力增强

消费力方面，2024年4月，美国CPI同比增加3.4%，低于非农就业员工时薪上涨幅度（3.9%），自2023年5月以来，美国非农收入增速一直高于物价上涨幅度；与此同时，消费者信息指数自23H2以来整体呈震荡上升趋势；我们判断美国居民消费力逐月回升。**需求方面**，从美国批发商家具销售额来看整体较为平稳。

图表：美国CPI&非农就业员工平均时薪当月同比（%）



图表：美国家具及家居摆设批发商销售额（百万美元，季调）



资料来源：iFind，民生证券研究院

美国消费市场：家具自23Q4起经历补库，整体或呈现更高安全库存

从批发商销售库存比来看，疫情后经历去库后我们在23Q4观察到补库现象，但2023年底补库开启前的库存水位略高于历史平均水位，我们判断或因地缘政治、政策不确定性等原因批发商提高了其安全库存水平。

图表：美国家具及家居摆设批发商库存销售比（季调）



数据来源：同花顺iFinD

一般贸易出口：欧美库存周期影响外销企业表现

从企业外销业务增速来看，22H2起欧美去库周期对企业出货造成压制，其中PVC地板收到溯源事件影响，2023年收入大幅下滑。

图表：重点公司外销业务营业收入同比增速

证券名称	2020		2021		2022		2023	
	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
海象新材	54.9%	34.12%	44.0%	49.2%	15.1%	-3.6%	-3.3%	-28.8%
天振股份	30.1%		41.7%		54.0%	-41.4%	-86.1%	-95.6%
梦百合	57.2%	96.3%	55.5%	0.9%	8.0%	-5.4%	-15.8%	2.5%
浙江正特	37.3%		86.0%		17.3%		-20.9%	
浙江永强	8.1%	4.8%	39.3%	101.0%	21.0%	-12.6%	-40.5%	-42.7%
顾家家居	-19.7%	16.7%	84.9%	29.7%	24.1%	-15.0%	-5.8%	20.7%
匠心家居	13.3%		46.5%		86.4%		20.3%	31.5%
敏华控股	-14.1%	16.7%	66.2%	38.4%	3.6%	-22.7%	-18.3%	5.1%
恒林股份	59.4%	76.6%	34.3%	-7.9%	6.8%	16.0%	26.0%	40.6%

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：敏华控制采用财年制，与自然年略有出入，如此表格中23H1反应公司2022年4月1日至2023年9月31日财务数据，23H2反应公司2023年10月1日至2024年3月31日数据）

一般外贸出口：出口改善，价格承压

沙发方面，补库背景下自23Q4开始沙发出口大幅改善，截至24Q2月度出口金额整体处于较高景气；2024年1-4月，我国共出口沙发共10099.8万个，同比增长25.57%；出口总金额56.06亿美元，同比增长20.71%；每个平均价格为55.67美元，同比下降4.19%。23H2顾家家居/敏华控股/匠心家居分别实现外销收入40.63/19.65/9.68亿元，同比变化+20.65%/-44.66%/+44.35%。

办公椅方面，受益于欧美零售商补库周期，办公椅自23H2起出口金额/出口量均处于较高水平，但出口单价一度于23Q4下滑，以价换量的现象或存在。2024年1-4月份，我国共出口办公椅共2426.79万个，同比增长24%；出口总金额12.67亿美元，同比增长17.15%；每个平均价格为52.2美元，同比下降6%。恒林股份23H2实现外销收入37.94亿元，同比增长40.59%；永艺家居23H2实现外销合同收入14.39亿元，同比增长0.63%。

PVC地板方面，2023年受到溯源事件影响行业承压，我们观察到2023年末以来PVC地板出货金额一度转正，但整体呈现量增价减趋势，2024年1-4月，我国共出口PVC地板共151.69364万吨，同比增长21.41%；出口总金额16.87亿美元，同比增长10.32%；每吨平均价格为1109.76美元，同比下降8.79%，一定程度反映了同期PVC原材料价格下降。我们判断溯源事件所造成的影响趋弱，随着企业在供应链、法务、产品创新等各方面的积极应对，我们判断2024年部分积极应对的PVC地板企业或迎来困境反转机会；但不排除会出现价格下降风险，或挤压企业利润。天振股份/海象新材23H2分别实现外销收入0.52/6.63亿元，同比下降95.59%/28.77%，主因溯源事件影响。

床垫方面，2024年1-4月，我国共出口床垫1531.49万个，同比增长9.82%；出口总金额6.20亿美元，同比增长23.19%；每个平均价格为40.40美元，同比上升11.57%。喜临门2023全年外销业务实现收入16.7亿元，同比增长46.49%，梦百合23H2外销收入为33.98亿元，同比增长2.47%。

02

沙发及办公椅出口情况

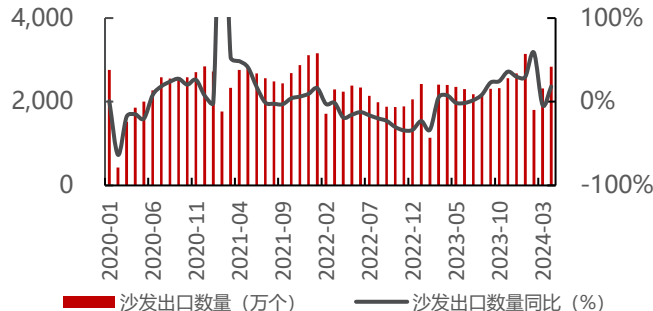
图表：2020年1月-2024年4月中国沙发出口金额（亿美元）

及同比（%，右轴）



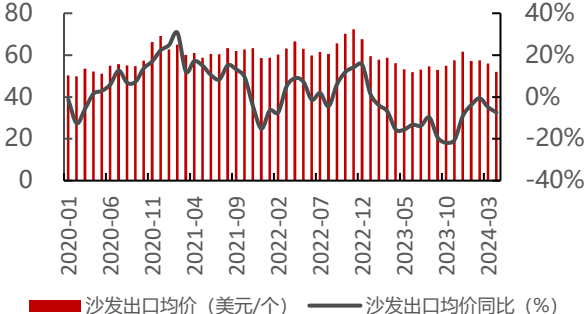
图表：2020年1月-2024年4月中国沙发出口数量（万个）及同比

（%，右轴）



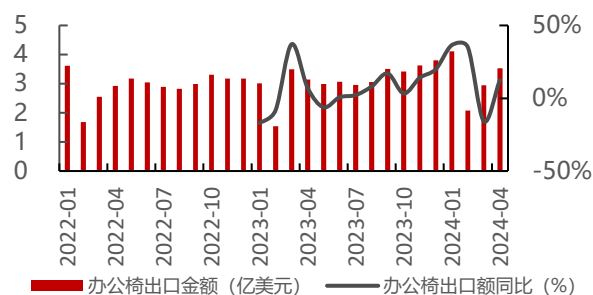
图表：2020年1月-2024年4月中国沙发出口均价（美元

/个）及同比（%，右轴）



图表：2020年1月-2024年4月中国办公椅出口金额（亿美

元）及同比（%，右轴）



图表：2020年1月-2024年4月中国办公椅出口数量（万个）及同

比（%，右轴）



图表：2020年1月-2024年4月中国办公椅出口均价（美元

/个）及同比（%，右轴）

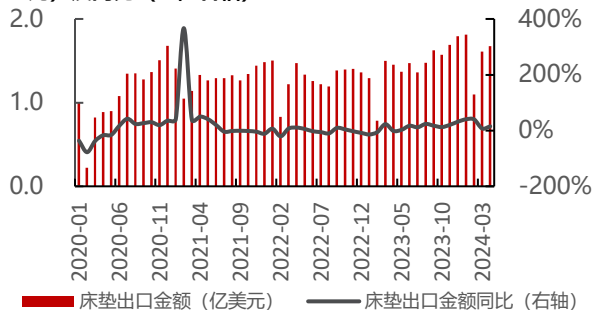


资料来源：iFind，民生证券研究院（注：办公椅出口统计口径包括：木制的可调高度的转动坐具，非木质可调高度的转动坐具；沙发出口统计口径包括：皮革或再生皮革面的带软垫的木框架坐具，皮革或再生皮革带软垫的金属框架坐具，其他带软垫的木框架坐具或金属框架坐具）

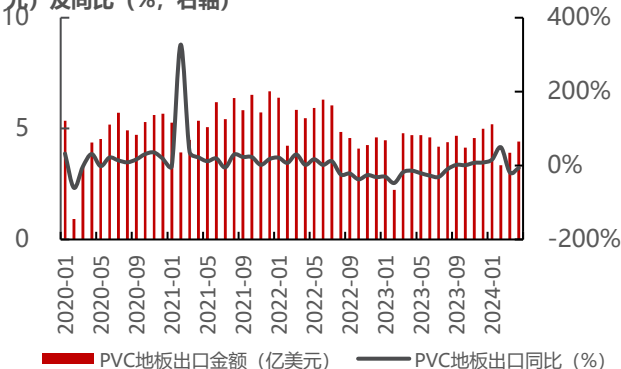
02

PVC地板&床垫出口情况

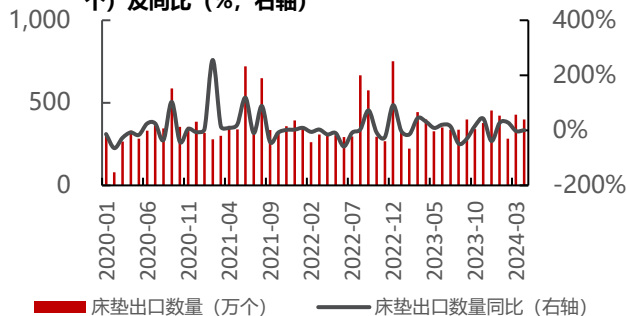
图表：2020年1月-2024年4月中国床垫出口金额（亿美元）及同比（%，右轴）



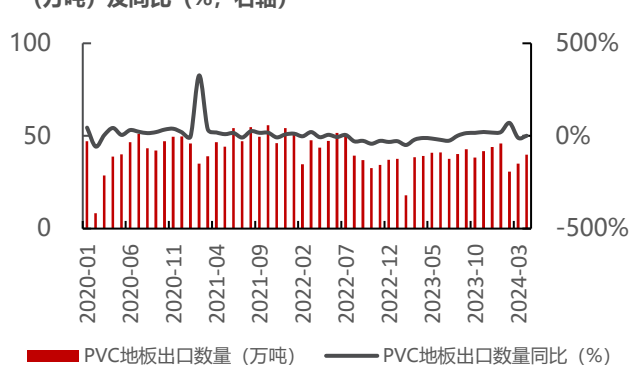
图表：2020年1月-2024年4月中国PVC地板出口金额（亿美元）及同比（%，右轴）



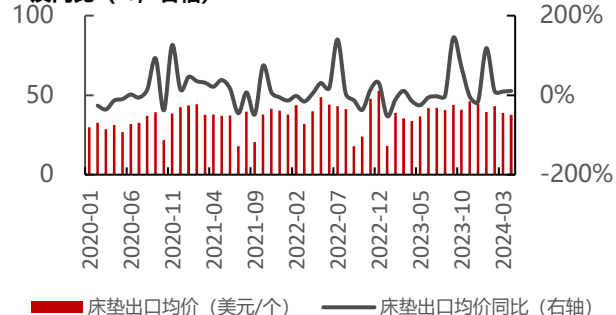
图表：2020年1月-2024年4月中国床垫出口数量（万个）及同比（%，右轴）



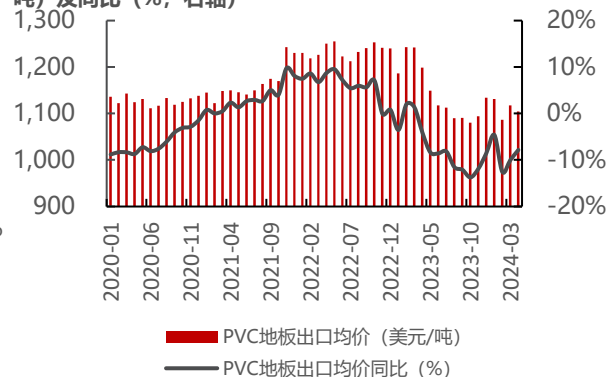
图表：2020年1月-2024年4月中国PVC地板出口数量（万吨）及同比（%，右轴）



图表：2020年1月-2024年4月中国床垫出口均价（美元/个）及同比（%，右轴）



图表：2020年1月-2024年4月中国PVC地板出口均价（美元/吨）及同比（%，右轴）



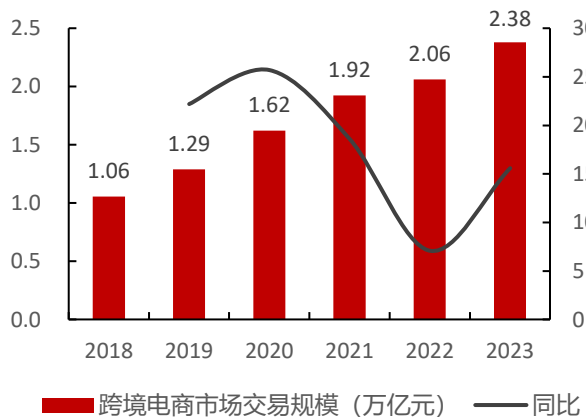
资料来源：iFind，民生证券研究院（注：此次PVC地板的出口统计口径包括：氯乙烯聚合物制铺地制品；床垫出口统计口径包括：弹簧床垫，海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫，不论是否包面）

02

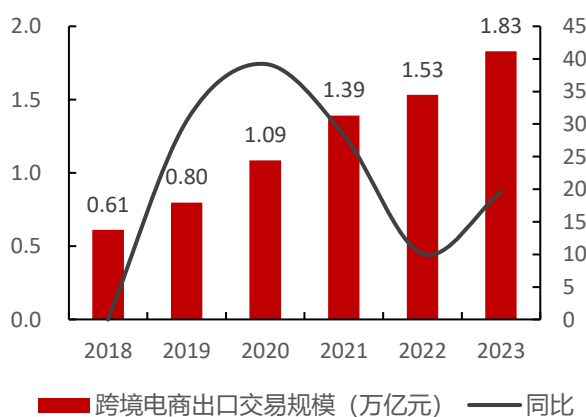
跨境电商：已成为拉动我国外贸重要抓手，其出口增量超过整体出口增量

- 我国跨境电商交易规模高速增长，其中出口占比连年提升。近年来我国外贸持续增长，据中国海关口径，2023年我国出口总额达到23.77万亿元人民币，同比增长0.6%，约增长0.14万亿元。2023年我国跨境电商进出口2.38万亿元，增长15.6%；其中出口1.83万亿元，同比增长19.6%，**绝对值约增长0.3万亿元，超过我国出口总体增量**；进口5483亿元，增长3.9%；跨境电商中出口占比连年提升，2023年达到77%，跨境电商已成为拉动我国外贸的重要抓手；同时，参与跨境电商进口的消费者人数逐年增加，2023年达到1.63亿。跨境电商平台发展刺激跨境物流业务需求，跨境物流为出海提供坚实保障。据国家邮政局披露，2023年我国国际/港澳台快递业务量达到30.7亿件，同比增长51.98%。

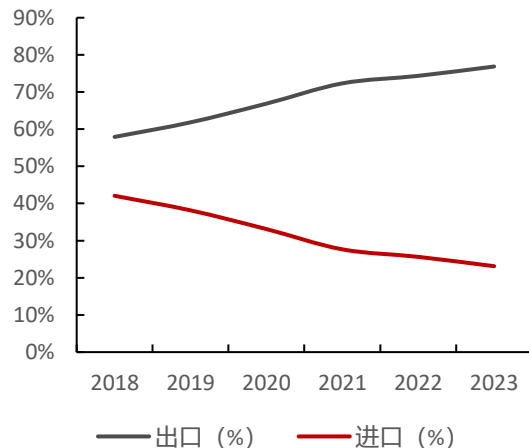
图表：2018-2023年我国跨境电商市场交易规模（万亿元）及增速（右轴，%）



图表：2018-2023年我国跨境电商出口交易规模（万亿元）及增速（右轴，%）



图表：2018-2023年中国跨境电商交易进出口结构



资料来源：中国海关，民生证券研究院

跨境电商：已成为拉动我国外贸重要抓手，国家层面利好政策频出

- 国家级支持性政策频出，利好跨境电商。**作为经济贸易的重要支柱，跨境电商行业得到国家**税收、支付**等多维度的政策支持。近年来，**国务院、商务部、发改委**等相关机构陆续出台了《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》、《中共中央国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见》、《“十四五”对外贸易高质量发展规划》、《国务院办公厅关于促进内外贸一体化发展的意见》、《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》等政策法规，陆续提出优化退税服务，支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业，支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动传统贸易由ODM/OEM向OBM转型的相关政策。

图表：我国跨境电商部分政策

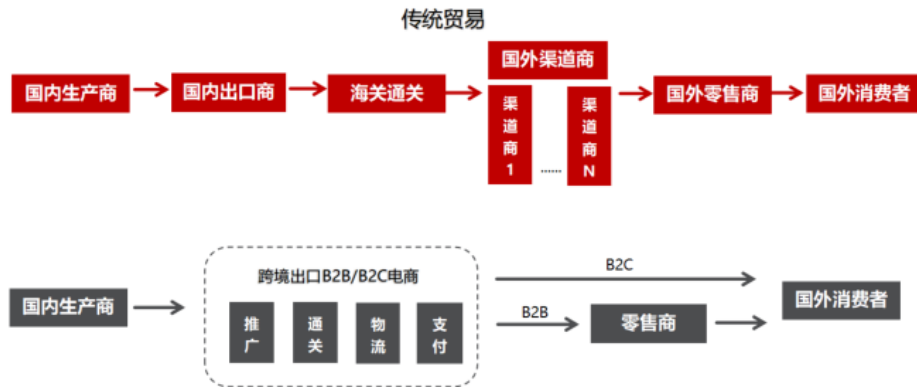
序号	政策名称	发布单位	发布时间	内容
1	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	商务部、发展改革委、财政部、人民银行、海关总署、税务总局、工商总局、质检总局、外汇局	2013年8月	发展跨境电子商务对于扩大国际市场份额、拓展外贸营销网络、转变外贸发展方式具有重要而深远的意义，为加快我国跨境电子商务发展，支持跨境电子商务零售出口，提出如下支持政策：确定电子商务出口经营主体，建立电子商务出口新型海关监管模式并进行专项统计，建立电子商务出口检验监管模式，支持电子商务出口企业正常收结汇，鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务，实施适应电子商务出口的税收政策，建立电子商务出口信用体系等。
2	《关于进一步完善人民币跨境业务政策促进贸易投资便利化的通知》（银发〔2018〕3号）	中国人民银行	2018年1月	依法可使用外汇结算的跨境交易，企业都可以使用人民币结算。支持银行以服务实体经济、促进贸易投资便利化为导向，按照现有人民币跨境业务政策创新金融产品，提升金融服务能力，满足市场主体真实、合规的人民币跨境业务需求。
3	《提升跨境贸易便利化水平的措施（试行）》（国岸发〔2018〕3号）	国家口岸管理办公室	2018年3月	从优化通关流程、简化单证手续、降低口岸收费、建立完善管理机制等方面共18项措施来提高跨境贸易便利化水平。
4	《中华人民共和国电子商务法》	全国人大常委会	2018年8月	电子商务经营者从事跨境电子商务，应当遵守进出口监督管理的法律、行政法规和国家有关规定，将跨境电子商务经营者纳入本法管辖范围，也规定了受本法约束的同时，还应当遵守其他法律法规及规定。
5	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	财政部、税务总局、商务部、海关总署	2018年9月	对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进货凭证的货物，同时符合下列条件的，试行增值税、消费税免税政策：电子商务出口企业在综试区注册，并在注册地跨境电子商务线上综合服务平台登记出口日期、货物名称、计量单位、数量、单价、金额。
6	《关于完善跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知》	商务部、发展改革委、财政部、海关总署、税务总局、市场监管总局	2018年11月	跨境电子商务平台企业、物流企业、支付企业等参与跨境电子商务零售进口业务的企业，应当依据海关报关单位注册登记管理规定，向所在地海关办理注册登记；境外跨境电子商务企业应委托境内代理人向该代理人所在地海关办理注册登记。
7	《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜的公告》	海关总署	2018年12月	规定了跨境电子商务企业管理、零售进出口商品通关管理等事项，为跨境电子商务零售出口监管工作提供了详细的法律依据，促进跨境电子商务的健康有序发展。

资料来源：致欧科技招股说明书，商务部，发展改革委，财政部，人民银行，海关总署，税务总局，工商总局，质检总局，外汇局，民生证券研究院

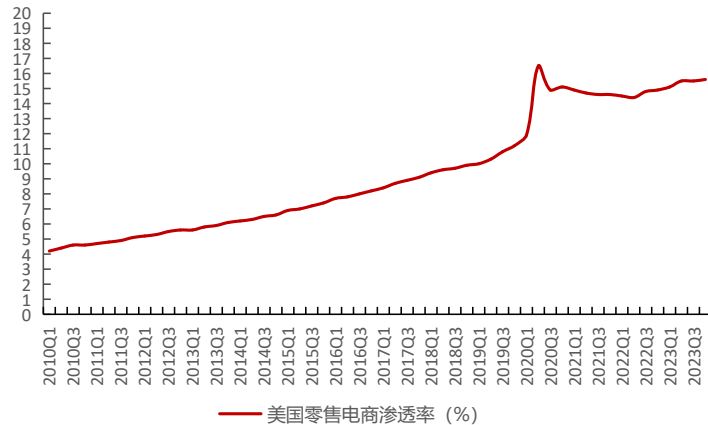
02 跨境电商：线上渗透率不断提升，跨境电商缩短传统消费链条

- **跨境电商缩短了传统消费链条，为欧美消费者直供性价比商品。**有了跨境电商的兴起，中国制造企业得以绕过代理商和线下零售巨头直达C端消费者，大量工贸一体企业、小贸易商通过电商平台直达消费者；中国以出色的制造能力实现产能外溢，为跨境电商物流带来广阔发展空间。
- **疫情改变购买习惯，加速线上渗透率提升。**据美国人口普查局统计口径，截至2023Q4，美国零售电商渗透率已经达到15.6%。自2020Q1新冠疫情大规模传播开始，消费者出行受限的同时大量线下实体店铺暂停营业，消费者被动转向线上购物。我们观察到2020Q2美国零售线上渗透率达到16.5%，环比陡增4.6pct，此后线上渗透率一直维持在14%以上的水平；我们判断疫情加速了线上渗透率的提升，并对消费者购物习惯造成较为长期的影响。

图表：传统贸易与跨境电商消费链条对比



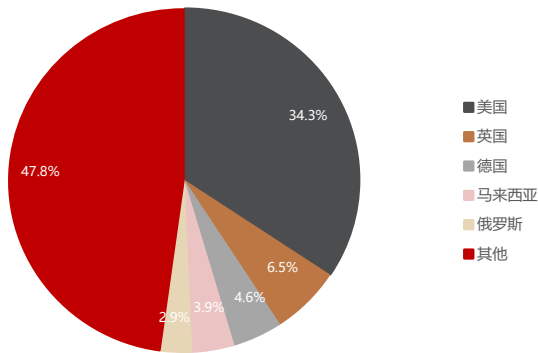
图表：2021Q1-2023Q4美国零售电商渗透率 (%)



02 跨境电商：美国为最大跨境目的国，中国卖家占比不断提升

- 从目的地看，欧美为主要跨境电商出口目的地。** 2022年，英美两国共占到我国跨境电商出口额的40.8%；我国跨境电商出口目的地国家主要为英美等发达国家，其中美国和英国分别占到34.3%和6.5%。这些市场拥有体量较大、网购普及率高、电商渗透率高、基础设施较为完备等特点，因此易形成较大的跨境出口业务规模。
- 中国卖家占亚马逊50%，2023年Meta10%的流量投放来自中国。** 海外电商平台中国卖家占比逐步攀升；从卖家端来看，2024年中国卖家占美国亚马逊顶级卖家的近50%，根据Marketplace Pulse的研究，2023年中国卖家或贡献了第三方GMV的近一半。据Marketplace Pulse可追溯数据，中国卖家的贡献自2016年以来一直在稳步增长，中国商家在Amazon其他20个国际市场上的份额略低于美国。从流量端来看，Meta表示，2023年Facebook和Instagram的广告投放中，中国卖家的占比达到10%，达到136.9亿美元；2021年和2022年中国卖家投放占比为6.5%，或因Temu平台尚未推出（Temu于2022年9月推出）。

图表：2022年中国跨境电商出口主目的国分布情况



图表：2017-2024年亚马逊头部卖家中中国卖家占比



资料来源：艾瑞咨询，海关总署，Marketplace Pulse，民生证券研究院

跨境电商：大件品红利&半托管模式共振，本土化成为发展新方向

跨境电商方面，大件品红利&TEMU新模式共振，本土化服务能力成为发展新方向。Temu半托管模式于3月中旬正式上线美国站；该模式下商家利用境外现货快速配送履约；平台抓住拥有海外本土履约能力的成熟卖家及其本土货盘资源，实现履约时效和平台SKU丰富度的双重优化。TEMU将半托管作为完善货盘的重要手段，平台向卖家提高1V1专属运营团队对接并给予定向扶持及补贴：**佣金方面**，目前亚马逊平台佣金约在15%，而Temu半托管模式仍是0佣金；**定价方面**，半托管定价标准或是对标同类ASIN（亚马逊标准识别号）的75%左右，且平台给予一定流量倾斜及定价补贴，即卖家利润或短期内或不低于亚马逊。中长期看，Temu、Tiktok在内的新兴平台补贴政策存在不确定性，我们认为拥有产业链一体化能力、本土履约能力的卖家方能在较长时间维度上保持竞争力，获得正向收益。从B2C到L2L（本对本），我们观察到跨境电商呈现本土化发展趋势；从消费者洞察、经营合规、仓储物流、再到推广营销，本地化服务能力是商家在商品同质背景下建立差异化竞争优势的关键，更是建立消费者连结、打造品牌价值的中长期发展方向。

图表：Temu全托管模式与半托管模式对比

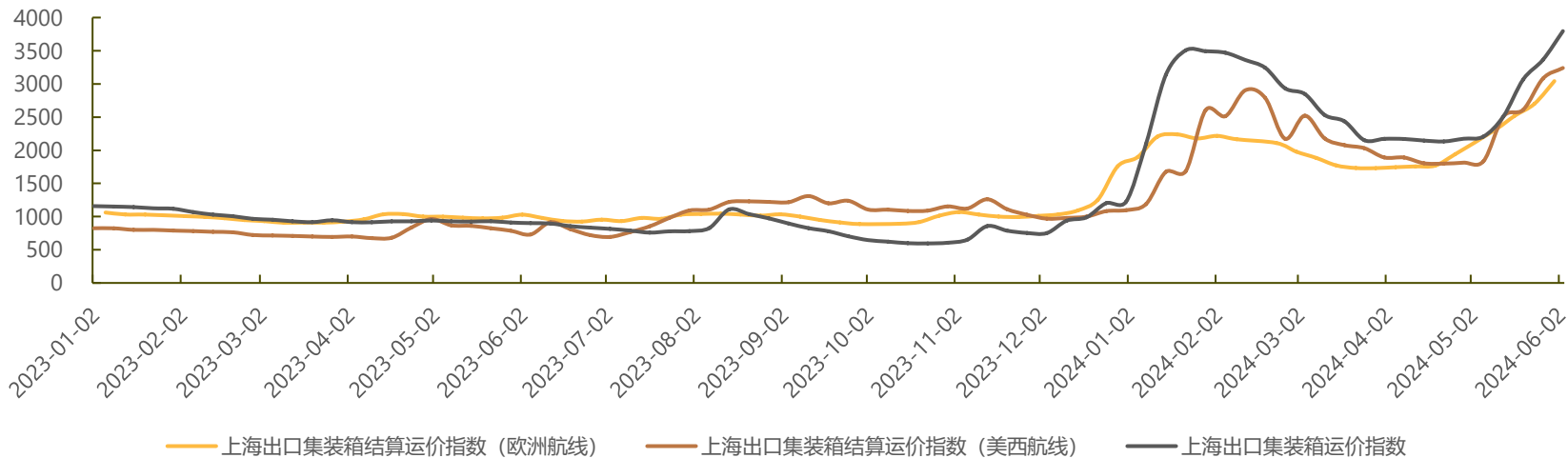
模式	类型	备货	运营	物流
Temu全托管	平台核价	商家负责：选品、备货、寄样以及提供图片和基本信息 平台负责：选品审核、审版、图审、核价以及上架到各国站点	平台负责：投放、营销以及售后客服	商家负责：头程配送至国内仓 平台负责：集货、仓储、跨境运输、尾程投送及逆向物流
Temu半托管	平台核价	商家负责：开店、选品以及提供图片与基本信息 平台负责：完善商品详情、协助比价，以及上架到所在国站点	平台负责：投放、营销以及售后客服	商家负责：仓库管理、发货履约、维护库存以及逆向物流 平台负责：灵活的发货选项

资料来源：亿邦动力，民生证券研究院

海运费：24Q2以来集运费持续上涨

- 24Q2以来集装箱海运费持续上涨**：受到**航运旺季（欧美补库）、红海复杂局势、亚洲的恶劣天气**等综合因素影响，2024年4月初以来，上海航运交易所发布的上海出口集装箱综合运价指数持续上涨。5月31日发布的数据显示，上海出口集装箱综合运价指数为3044.77点，较前一周上涨12.6%，比3月29日的1730.98点上涨了75.9%，比红海危机爆发之前的2023年11月末上涨了206.56%。**分航线看**，截至2024年6月3日美西航线/欧洲航线（基本港）运价指数分别为3240.51/3798.68，分别较2024年3月末上涨59.6%/76.4%，较2023年11月末上涨215.96%/403.58%。

图表：上海出口集装箱结算运价指数

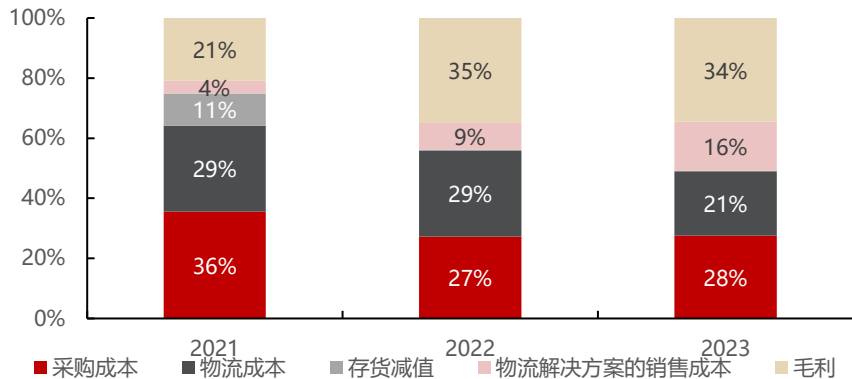


资料来源：上海航运交易所，中国经营报，民生证券研究院

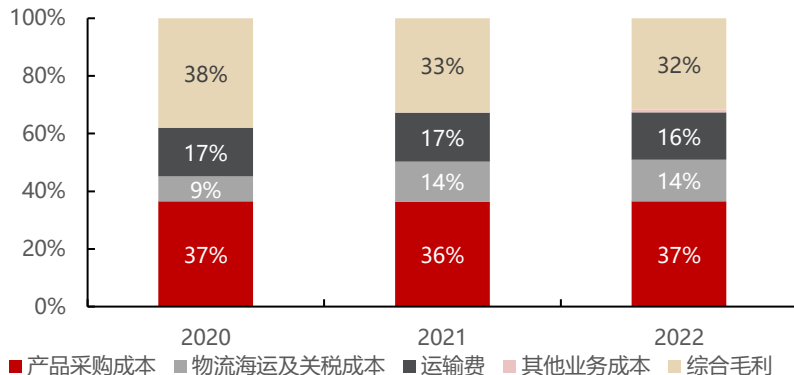
海运费：代工企业发货节奏或受影响，跨境电商企业长协积极应对

代工出口企业收海运费影响有限，跨境电商企业通过长协签约等方式缓释海运费波动风险。对于代工企业来说，海运成本多由客户承担，代工企业或更多在发货节奏方面受到影响，对其整体盈利影响有限。对于跨境电商企业来说，1. **长协**：头部企业往往采用提前与船公司签约&锁定价格的方式平滑海运费波动带来的影响，相较中小企业有更高的议价权力，或拿到远低于市场零售价的集装箱运价。2. **提价**：在行业海运费整体上升的背景下企业或抬高终端价格转嫁成本。3. **影响**：2023年傲基科技物流成本（头程海运+尾程）占收入的21.4%；致欧科技2022年物流成本（运输+海运及关税）约占收入的30%，其中海运及关税成本占到14%，考虑到美国针对中国家具商品征收25%关税，而致欧2022年41%的收入来自北美，我们判断关税成本远高于海运成本，海运成本或占到收入的5%以下。假设某头部企业海运费占其收入的3%，该企业将货运量50%提前签约锁价并保留50%风险敞口，则在市场价上涨100%的情况下，该企业海运费占收入比重上升至4.5%，即影响约1.5%的净利润。考虑到1-2个月的海运周期，即5月份运费上涨或反应至Q3利润中。

图表：2021-2023年傲基科技各项成本占收入比重



图表：2020-2022年致欧科技各项成本占收入比重



资料来源：傲基科技招股说明书，致欧科技招股说明书，民生证券研究院（注：致欧科技自2023年起不再单独披露海运及关税成本，故采用2020-2022年数据）

一般贸易：欧美去库结束，自23年起陆续渐进入补库阶段但产品间节奏不同，24H1整体出口链呈现较高景气；我们判断随着欧美消费力修复&需求整体平稳，我国外销企业业绩或呈现稳健增长状态。

跨境电商：跨境电商已成拉动我国外贸重要抓手，2023年我国跨境电商进出口2.38万亿元，增长15.6%；其中出口1.83万亿元，同比增长19.6%，绝对值约增长0.3万亿元，超过我国出口总体增量（0.14万亿元）；得益于全球网购渗透率提升&跨境电商服务链完善，大件品红利&Temu等新兴平台新履约模式共同影响下，我们判断本土化服务能力成为跨境电商长期发展方向，前置海外仓可有效提升交付能力（美国专线小包时效约在10-15天，亚马逊FBA对部分商品支持隔日或次日达）；海外仓可高效处理退换货等售后需求。大件出海趋势与海外仓需求相互促进：家居家电等中大件商品出海需选择海运+前置海外仓的模式，且尾程运费敏感，使用第三方海外仓或可节省30%以上的尾程运费；我们判断三方仓需求或将持续增长。同时，仓储物流设施的完善进一步使得大件商品出海门槛降低，结合海外电商渗透率不断提升&中国家居家电供应链优势显著，我们判断大件商品出海或将保持较高增速。

近期集运费用上涨：代工出口企业收海运费影响有限，跨境电商企业通过长协签约等方式缓释海运费波动风险。在不考虑转嫁成本至下游的前提下，我们假设某头部企业海运费占其收入的3%，并保留50%风险敞口，海运费上涨100%的情况下或影响该企业下季度利润率约1.5%。

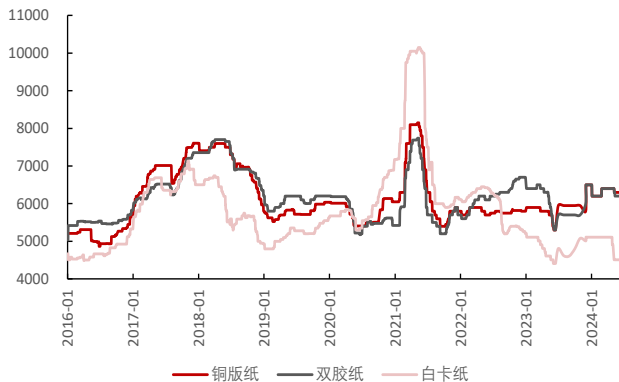
标的层面，我们推荐拥有本土履约能力的跨境电商家居企业致欧科技、恒林股份；建议关注景气度较高的轻工行业出口链企业匠心家居、松霖科技、建霖家居、嘉益股份、哈尔斯、永艺股份、梦百合；建议关注深度布局跨境物流并专注于中大件商品的乐歌股份，建议关注大健云仓、傲基科技、纵腾集团。

03. 造纸：走向整合

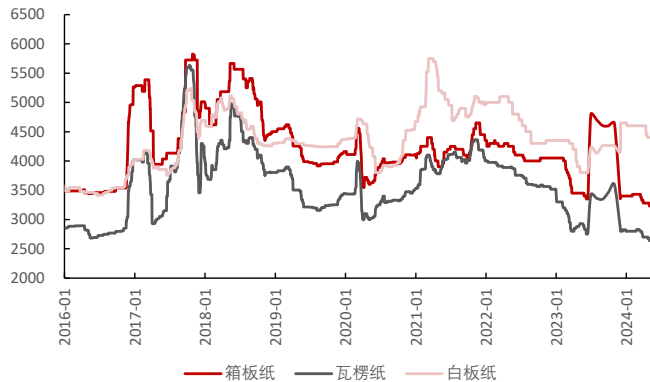
回顾：浆价震荡上行，纸价降至冰点

- **需求恢复较慢，纸价进入低位。**截至2024年5月31日，铜版纸/双胶纸/白卡纸吨价格为6300/6200/4510元，相比年初下降3.08%/4.62%/11.74%，分别位于2016年以来的67.00%/48.90%/2.10%分位；箱板纸/瓦楞纸/白板纸吨价格为3230/2640/4400元，相比年初下降5.00%/5.71%/5.38%，分别位于2016年以来的0%/0%/56.10%分位。

图表：木浆系价格变化（元/吨）



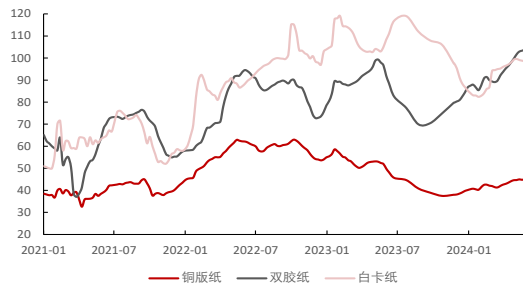
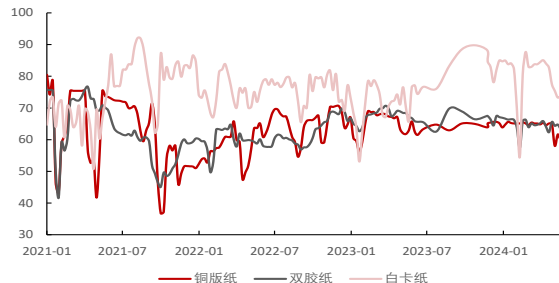
图表：废纸系价格变化（元/吨）

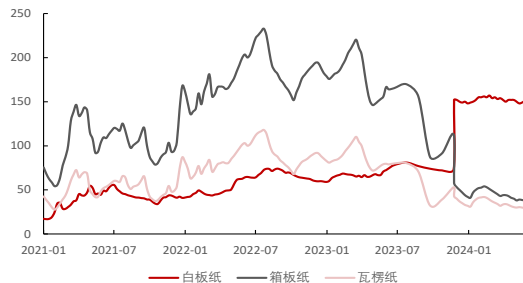
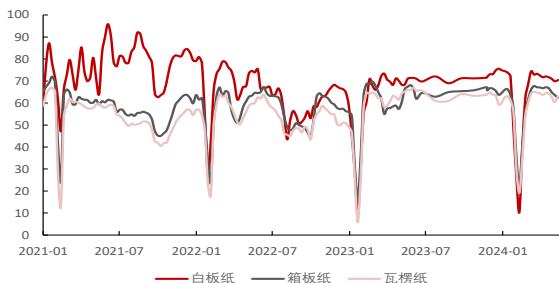
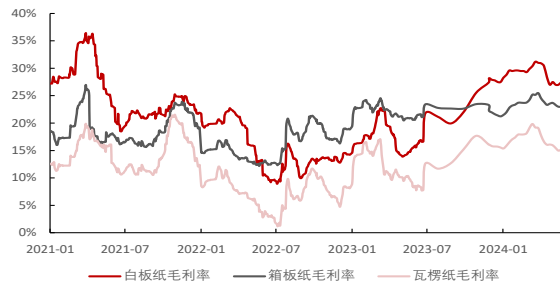


资料来源：wind，钢联数据，民生证券研究院

2024Q2回顾：库存/盈利/产能利用率

➤ **24Q2库存逐渐上行。**截至2024年5月31日，铜版纸/双胶纸/白卡纸库存为45.03/103.79/98.5万吨，较年初变动12.18%/19.77%/15.47%，开工率为64.45%/63.74%/74.1%，毛利率为4.74%/-3.06%/5.42%。白板纸/箱板纸/瓦楞纸库存为151/38/29.5万吨，较年初变动2.03%/-9.52%/-7.81%，开工率70.3%/63.19%/62.17%，毛利率为27.90%/23.14%/15.24%。

图表：木浆系库存 (万吨)

图表：木浆系开工率 (%)

图表：木浆系毛利率

图表：废纸系库存 (万吨)

图表：废纸系开工率 (%)

图表：废纸系毛利率


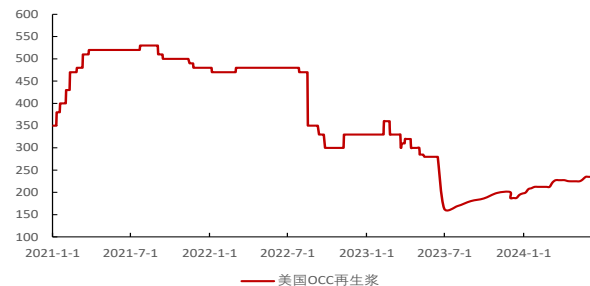
资料来源：wind, 钢联数据, 民生证券研究院

03

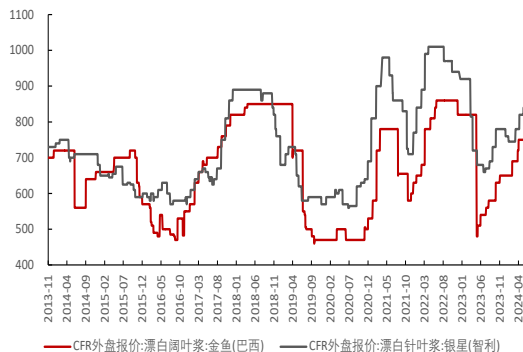
短期看点：浆价居高不下，利好浆纸一体化纸企

- **浆价快速下降至低点后震荡上行：**截至2024年5月31日，外盘阔叶浆/针叶浆报价750/840 美元/吨，分别较年初增加15.38%/7.69%，分别位于2016年以来的62.10%/67.40%分位。当前浆价处于较高水平，考虑到全球主要经济体需求仍未有较大改善且未来仍有新增供应浆价继续上行空间较小。**内外废价格分化。**截至2024年5月31日，国废/美废吨价格为1440元人民币/235美元，较年初分别变动-7.1%/+17.79%。国废价格为2019年8月以来0%分位。
- **浆价短期居高不下：**1) 短期产能仍需一定爬坡时间；2) 纸浆是以美元结算的全球大宗商品，且具备一定资源品属性（木片），在资源品整体处于高位背景下，预计纸浆价格处于阶段性高位。

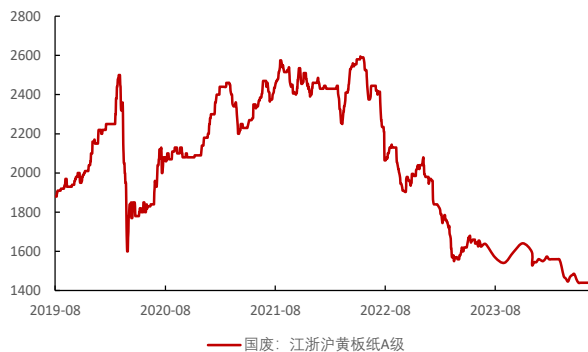
图表：美废价格（美元/吨）



图表：浆价变化（美元/吨）



图表：国废价格（元/吨）



图表：2024年针叶浆和阔叶浆产能拓展

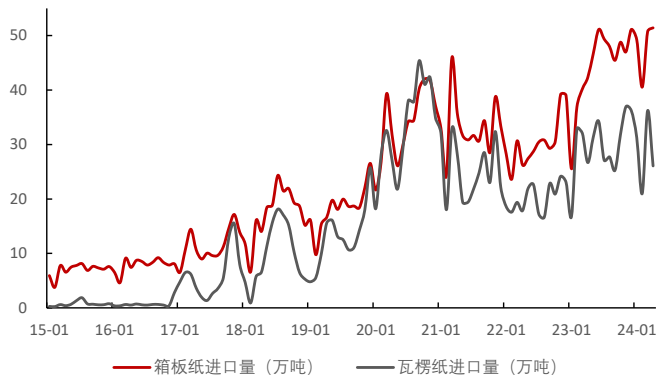
公司	品类	产能(万吨)
Stora Enso	针叶浆	5
CMPC	阔叶浆	40
Suzano	阔叶浆	255
联盛纸业	阔叶浆	166
玖龙纸业	阔叶浆	110
VNT19	阔叶浆	35
华泰集团	阔叶浆	70
合计		681

资料来源：wind，钢联数据，建发纸浆，民生证券研究院

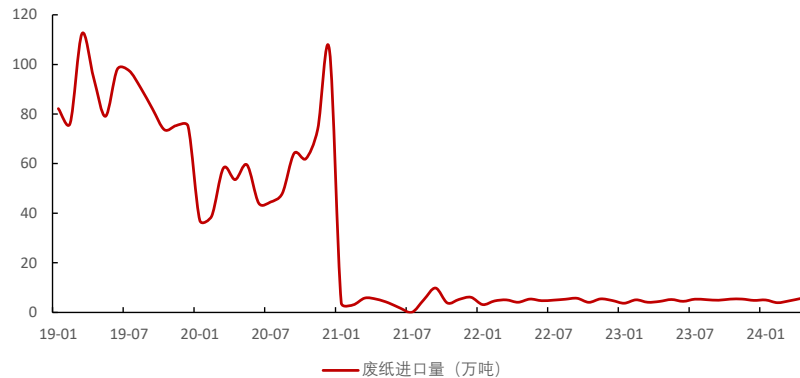
短期看点：箱板瓦楞行业有望迎来拐点

- **政策影响下箱板瓦楞行业原纸与废纸进口出现分化。**随着2021年“禁废令”以及2023年箱板瓦楞纸进口关税减免的政策发布，废纸与原纸进口出现分化，2024年Q1，箱板纸/瓦楞纸/废纸进口量分别为140.5/88.46/13.59万吨，目前箱板瓦楞纸每月进口量维持在80万吨左右，而废纸进口则在5万吨左右。
- **箱板瓦楞行业有望迎来拐点。**首先政策或在2024年发生变化，当前政策下国内箱板瓦楞行业在与国外企业竞争时处于不利状态（海外企业可以使用价格低、质量好的美废作为原料，同时进入国内市场无需缴纳关税），而我国作为产品出口国箱板瓦楞纸需求较大，当前政策不利国内造纸行业发展；其次当前美废以及海运费价格持续上涨，海内外成品纸价差逐渐缩小，国内纸企在服务的及时性、效率、售后、账期等方面均优于海外纸企，竞争优势逐渐凸显；最后箱板瓦楞纸行业逐渐完成整合，产业迎来拐点后行业龙头企业可充分受益。

图表：箱板纸瓦楞纸进口情况



图表：废纸进口情况

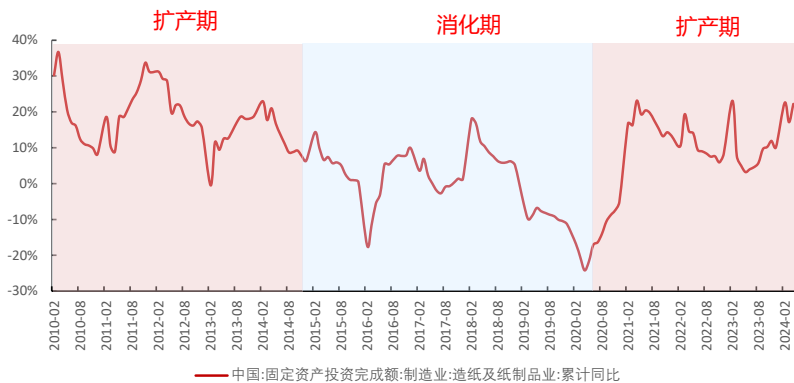


资料来源：wind，民生证券研究院

需求弹性不足，供给谨慎投放新阶段

➤ **新一轮产能去化周期。造纸在2010-2014年和2021-2023年经历产能大幅扩张期。**2010年至今，造纸行业经历数轮投产周期：1) 2011-2014年固定资产完成额每年增速分别为31.1%/15.5%/18.8%，期间白卡纸/箱板纸/瓦楞纸/铜版纸/双胶纸分别投产435/1067/740/295/232万吨；2) 2015-2020年进入产能消化期，供给侧限制叠加存量产能过剩影响，白卡纸/箱板纸/瓦楞纸/铜版纸/双胶纸分别投产320/1228/890/10/350万吨，尤其进入2019-2020年造纸固定资产完成额出现负增长；3) 2021-2023年造纸再次进入投产大年，受益于疫情期间海外供应链向国内转移叠加前期对内需的乐观预期，白卡纸/箱板纸/瓦楞纸/铜版纸/双胶纸分别投产575/707/401/0/411万吨；展望2024年，低行业盈利及较多过剩产能背景下，我们预计新产能投放有限。根据产业扩产规划，白卡纸/箱板纸/瓦楞纸/铜版纸/双胶纸分别投产240/307.5/187.5/0/45万吨。其中白卡纸仍有210万吨产能为原计划在2023年投放但因各种原因推迟到2024年投放，而箱板纸/瓦楞纸则只有60/60万吨产能为大厂投放，其余均为小厂计划投产，存在较大不确定性。

图表：中国造纸业固定资产完成额



资料来源：wind，钢联数据库，民生证券研究院

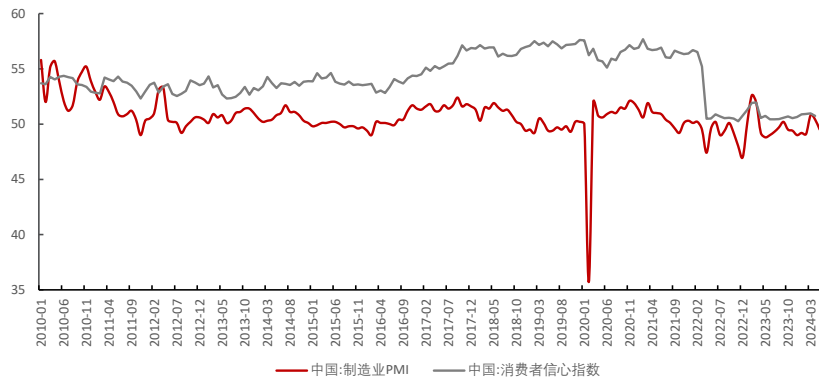
图表：各阶段中国产能投放情况

产能情况 (万吨)	白卡纸	箱板纸	瓦楞纸	铜版纸	双胶纸
2010-2014年	435	1067	740	295	232
2015-2020年	320	1228	890	10	350
2021-2023年	575	707	401	0	411
2024E	240	307.5	187.5	0	45

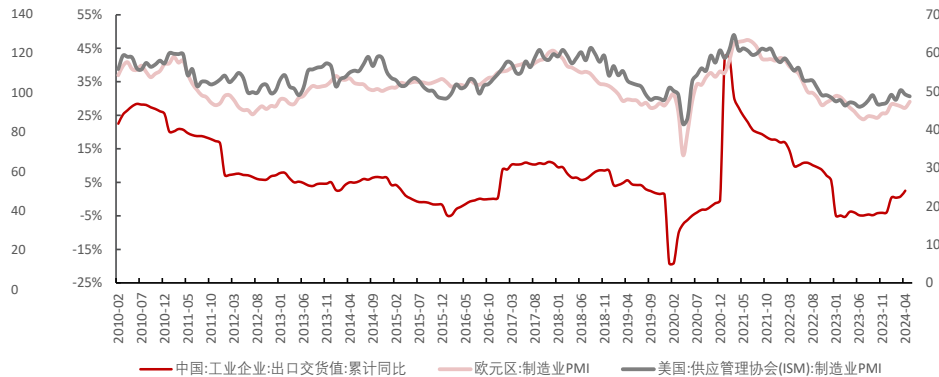
需求弹性不足，供给谨慎投放新阶段

- 内需：2015年后需求大幅改善来自强政策发力，本轮消费信心提振仍需期待。**造纸作为典型的消费影子行业，随着2015年棚改货币化政策发布，居民消费信心也从2016年3月的100直接推高到2017年10月的123.9，从实际消费端来看也是带来2016-2018年的持续繁荣。反观当前时间点，进入2024年中国PMI指数一直在50的枯荣线上下徘徊，截至2024年4月中国消费者信心也降入近13年来的相对低点为88.2。往2024H2看，若国家没有像2015年棚改货币化政策一样推出强有力的经济政策，我们对下半年国内造纸消费需求持谨慎态度。
- 海外需求恢复缓慢，2024年出口亦难有较大弹性。**2014-2015年中国工业企业出口交货值同比分别为6.4%/-1.8%，2015年底美国PMI层短暂降低到50以下，但从整体来看海外需求在2014-2018年区间仍表现良好。反观当前情况，2024年前五个月欧美PMI均在50以下（除美国3月之外），海外需求依然较为疲软，但整体呈现逐渐向上的趋势，中国出口情况有所好转，截至2024年4月，中国工业出口交货值同比增加2.5%。

图表：中国制造业PMI&消费者信心指数



图表：中国工业品出口&欧美地区PMI情况



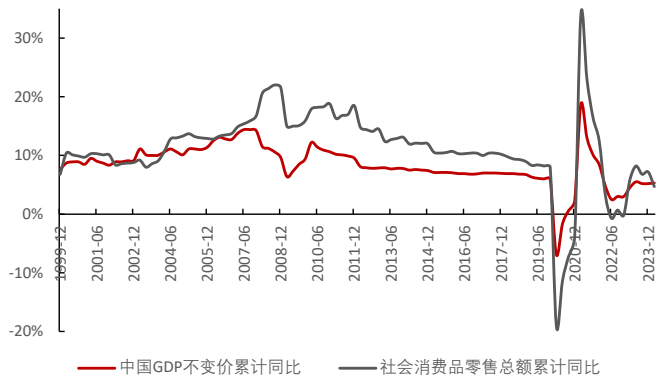
资料来源：wind，民生证券研究院

03

需求弹性不如当年

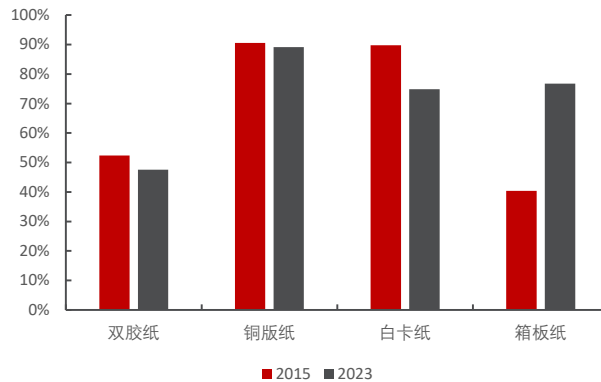
- **需求弹性不如14-15年**，一方面：当前政策尚未完全发力，整体消费信心有待提升；另一方面：即使2024年政策如期兑现，考虑目前国内消费已经过了快速增长阶段（参考2015年中国GDP/社零同比分别增长7.04%/10.7%，而2024Q1中国GDP/社零同比分别增长5.3%/4.7%），预计造纸行业需求以平稳恢复为主，头部企业以低毛利率策略推进整合。
- **箱板纸集中度大幅提升**：2023年双胶纸/铜版纸/白卡纸/箱板纸CR4分别为47.56%/89.15%/74.85%/76.75%，较2015年分别变动-4.82/-1.40/-14.91/+36.33pct。
- **未来行业产能扩张强度大幅下降**。2024年白卡纸实际规划新增产能为30万吨，箱板瓦楞纸仅有玖龙纸业/五洲特纸投产120/60万吨。文化纸方面双胶纸新增产能为45万吨，铜版纸无新增产能。

图表：社零/GDP累计同比



资料来源：wind，钢联数据，民生证券研究院

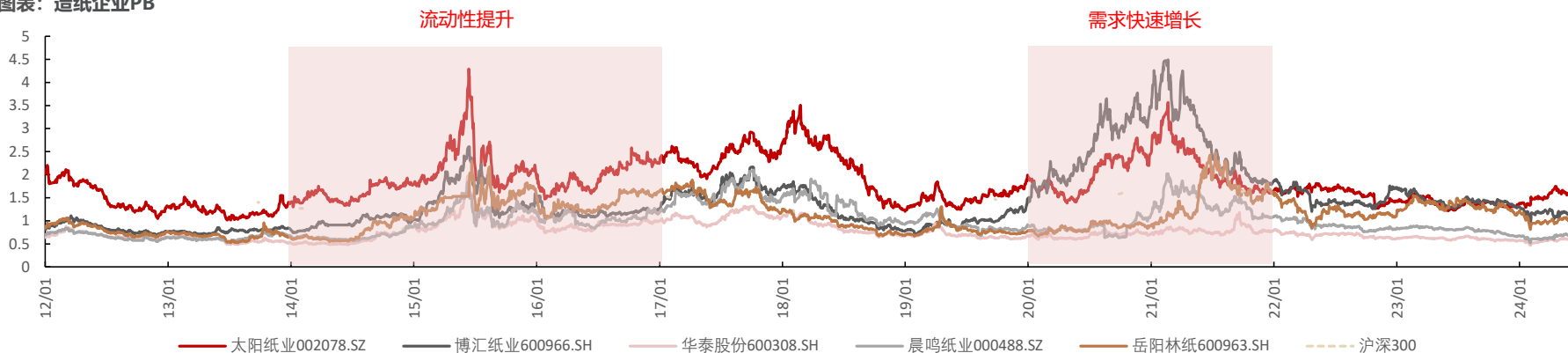
图表：纸品CR4变化



过去以β投资为主，α体现在下行周期

- 在过去增量市场下，造纸板块以β投资为主：前期考虑行业需求仍有增长空间，造纸产能保持快速扩张势头，行业上行周期行业头部公司之间涨幅差异不大：1) 如2020-2021年，造纸板块盈利改善，当时行业供给去化趋于尾声，行业需求出现快速增长，太阳纸业/晨鸣纸业/博汇纸业/造纸板块期间振幅分别为164.8%/171.7%/252.9%/88.3%。2) 如2014-2015年，造纸板块增长更多来自市场流动性提升，太阳纸业/晨鸣纸业/博汇纸业/造纸板块期间振幅分别为274.8%/233.8%/282.2%/203.7%，以太阳/晨鸣为代表的头部企业未显示出明显α收益。2021年行业见顶后至今，太阳/晨鸣/博汇分别下降25.53%/68.58%/70.58%。因此优秀企业的α属性，更多体现在下行周期中，优秀公司跌幅更小。

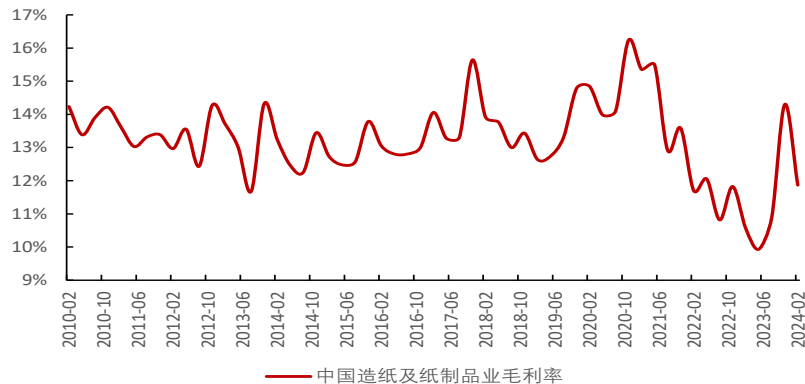
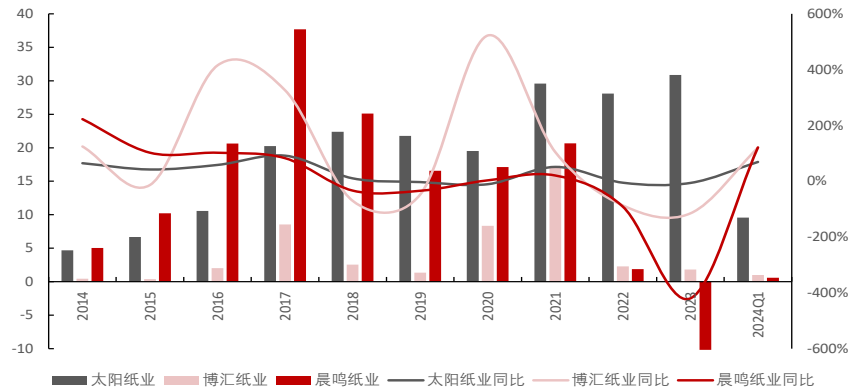
图表：造纸企业PB



资料来源：wind，民生证券研究院

行业展望：存量竞争关注龙头企业估值向上

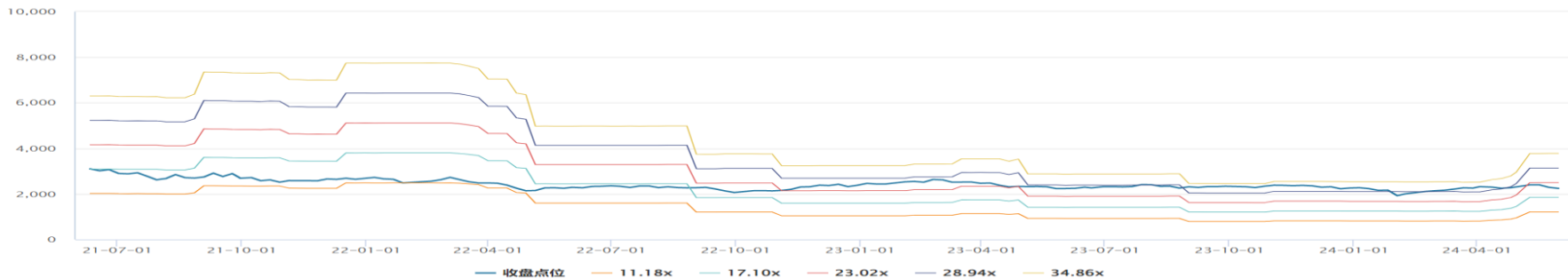
- **在存量竞争中，头部纸企间盈利分化开始加剧，关注行业龙头估值的向上弹性。**今年行业供需双重承压背景下，我们看到太阳纸业Q1归母净利润/经营性现金流净额分别为9.56/5.86亿元，同比变动+69.04%/-63.89%，反观其他上市纸企，24Q1归母净利润最大的为仙鹤股份（2.69亿元），就行业数据看，截至2024年2月行业毛利率为11.9%，较2020初下降3pct。这背后反映太阳精细化管理和产业一体化布局后，相对竞争优势在扩大。展望未来看好头部纸企分红&回购提升带来估值弹性。一方面：**造纸需求稳定（主要为消费品），供给端产能重置成本较高，伴随竞争格局稳定后，行业盈利中枢逐步上移；**另一方面：**过去行业波动更多来自对远期需求预期下，供给脉冲式投放带来阶段性盈利波动，随着需求增幅放缓，行业格局加速固化，头部企业在低毛利率&低费用率的运营模式下，在实现行业集中度逐步提升同时，头部纸企回购&分红比例或将提升，并带动估值稳步上移。**

图表：造纸板块毛利率

图表：造纸企业净利润情况 (亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

投资建议：行业进入存量市场，建议关注头部企业

- 基于目前行业逐步转为存量市场，头部企业逐步凸显，对太阳纸业维持“推荐”评级。
- 新增供给减少，需求慢恢复，优先选择兼具盈利韧性和成长性的造纸龙头。
- 供给方面：产能进入消化期，新增产能大幅减少，2024年纸企竞争激烈程度减弱。
- 需求方面：国内后疫情时代需求处于慢恢复状态，若国家没有像2015年棚改货币化政策一样推出强有力的经济政策，我们对2024年国内消费需求持谨慎态度；2024年俄乌局势仍不明朗，美债利率仍处在高位，海外需求未见明显增长机会。
- 行业复盘与展望：在过去增量市场下，造纸板块以β投资为主：前期考虑行业需求仍有增长空间，造纸产能保持快速扩张势头，行业上行周期行业头部公司之间涨幅差异不大。在存量竞争中，头部纸企间盈利分化开始加剧，关注行业龙头估值的向上弹性。随着需求增幅放缓，行业格局加速固化，头部企业在低毛利率&低费用率的运营模式下，伴随行业格局固化且资本开支逐步下降，头部纸企回购&分红比例或将提升，并带动估值稳步上移。
- 继续重点推荐太阳纸业，同时关注其他优质头部纸企：其中太阳纸业完善广西基地布局，旨在提升华南市场话语权同时，亦加强产业链一体化效应；内部精细化管理，费用率显著优于行业其他竞争对手；同时老挝基地推进林地资源建设，山东、广西、老挝三大基地协同发展，成本端具有持续挖潜空间；未来伴随产能扩张强度下降，我们预计分红&回购比例逐步提升，估值端亦有提升空间。

图表：造纸板块PETTM，纵轴为收盘点位

图表：造纸板块重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
002078.SZ	太阳纸业	14.75	1.1	1.26	1.38	13	12	11	推荐
600966.SH	博汇纸业	5.17	0.14	0.66	0.91	37	8	6	推荐
603733.SH	仙鹤股份	18.91	0.94	1.48	1.93	20	13	10	-
600567.SH	山鹰国际	1.57	0.03	0.22	0.34	52	7	5	推荐
2689.HK	玖龙纸业	3.40(HKD)	-0.55	0.18	0.54	-	19	6	-
605377.SH	华旺科技	14.67	1.7	1.92	2.25	9	8	7	-
600963.SH	岳阳林纸	4.04	-0.13	0.23	0.3	-	18	13	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测 备注：数据截至2024年6月14日，股价对应日期为2024年6月14日，未覆盖公司数据采用wind一致预期，当日1港元=0.93人民币

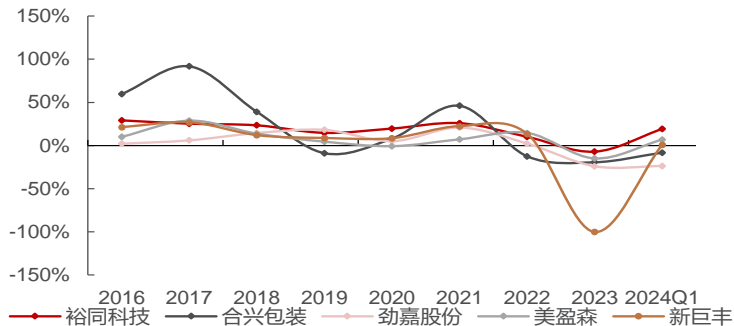


包装：格局优化&成
04. 本下行，roe进入改善
区间

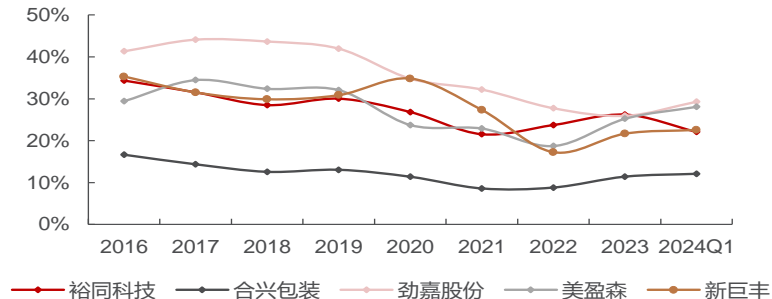
04

纸包装景气跟踪

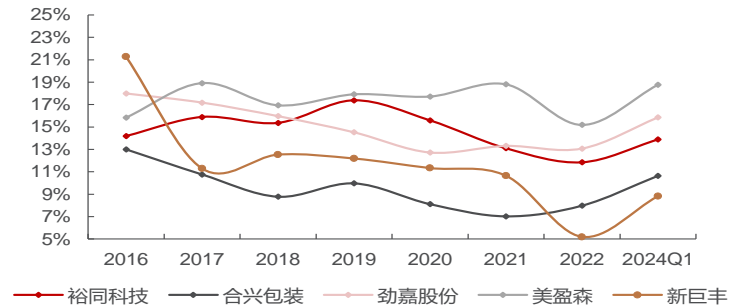
图表：包装企业收入增速



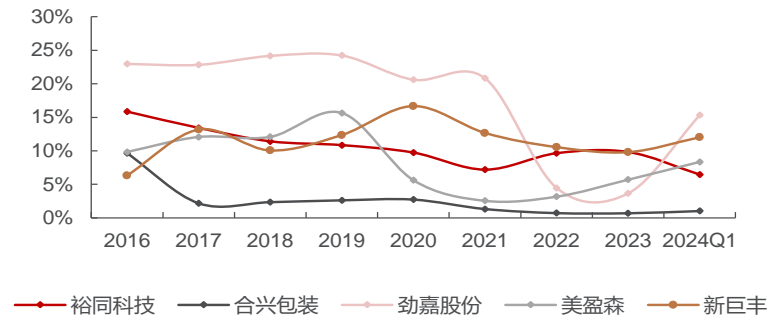
图表：包装企业毛利率



图表：包装企业期间费用率



图表：包装企业净利率

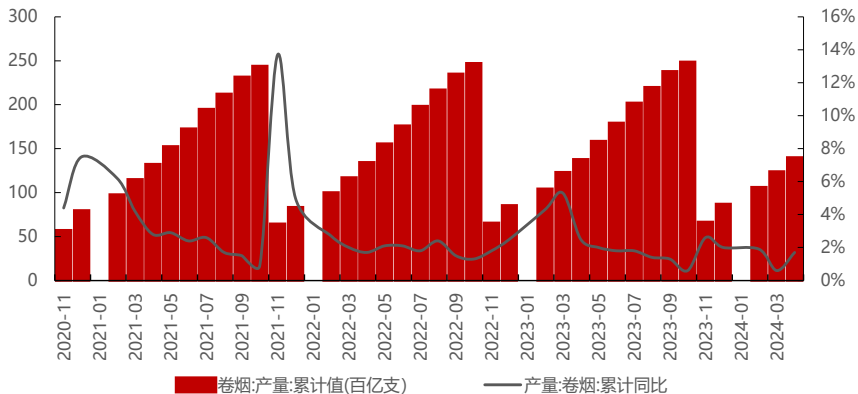


资料来源：wind，民生证券研究院

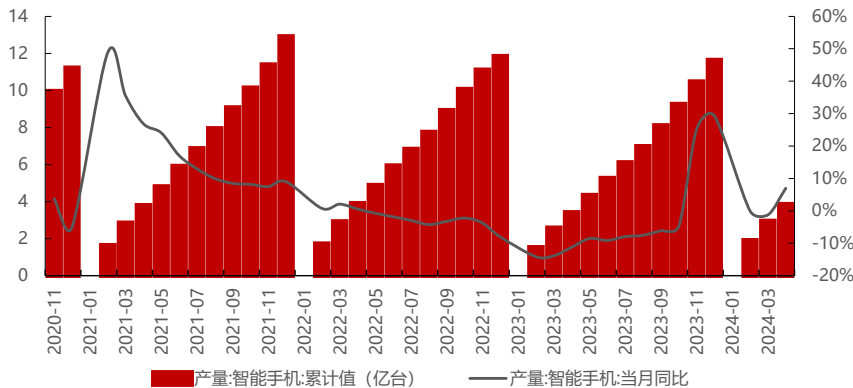
纸包装展望：大市场小公司，头部企业加速整合正当时

- **2023年纸包装行业规模2683亿元，当前居民消费信心不足，未来可重点关注下游高景气细分领域。**如烟酒包装(疫情管控放开线下消费需求上行新型烟草带来年轻消费者需求升级)，3C包装(5G换机、ARVR等智能硬件进入快速增长前夕)，以纸代塑政策下食品环保包装等领域。
- **细分领域看：3C包装：**2024年截至4月智能手机产量累计同增7%，疫情对消费者行为产生中长期影响，他们更倾向于必要支出并保持储蓄，对于电子消费品维持理性态度。但随着近期苹果MR眼镜发布，或引发新的智能眼镜消费潮。**烟酒标：**招标市场化持续推进，我国2024年截至4月卷烟产量累计同增2.9%，利好头部企业。

图表：2024年截至4月卷烟产量累计同增2.9%



图表：2024年截至4月智能手机产量累计同增7%



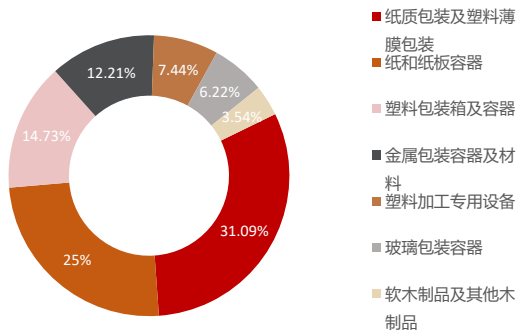
资料来源：wind，华经产业研究院，民生证券研究院

包装行业为劳动、资本密集型行业

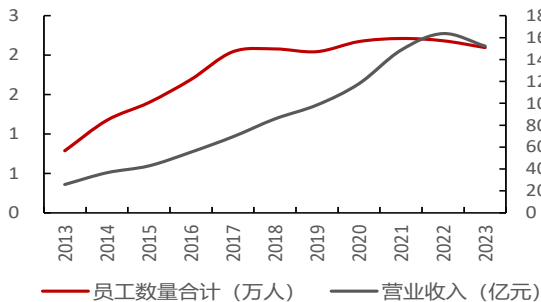
包装市场特点：

- 1. 下游需求分散，定制化需求高。**2022年纸质包装及塑料薄膜包装/纸和纸板容器/塑料包装箱及容器/金属包装容器及材料/塑料加工专用设备/玻璃包装容器/软木制品及其他木制品需求分别占比31.09%/25%/14.73%/12.21%/7.44%/6.22%/3.54%。
- 2. 资本密集：**纸包装行业具备较强区域性，一旦运输半径超过100公里成本优势开始边际递减，因此需要在多地投建工厂。
- 3. 劳动密集：**目前包装工厂无法实现完全自动化生产，需要大量人工进行后道组装工序。龙头企业通过资金优势、技术优势、规模优势提高客户黏性、扩大生产以及良好的人员管控能力实现强者恒强局面。

图表：2022年包装行业下游需求情况



图表：裕同科技员工数量(万人)



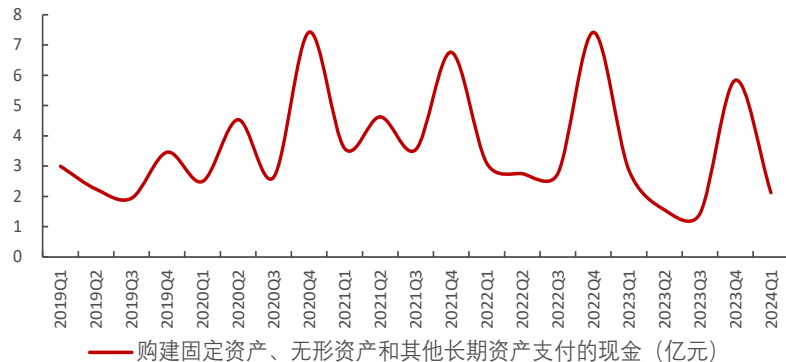
图表：包装企业竞争力分析



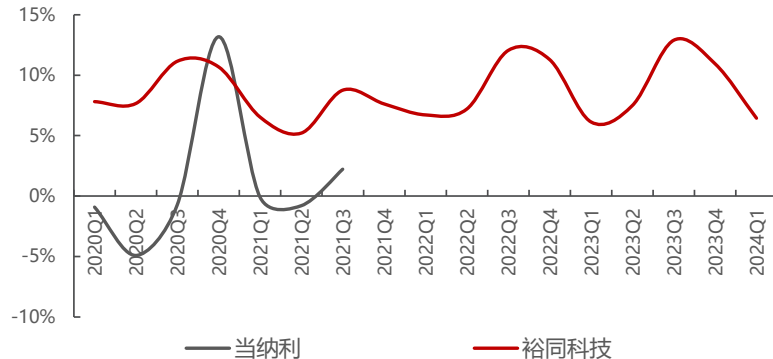
资料来源：wind，中商情报网，民生证券研究院绘制

裕同科技智能工厂投入平稳，成本下行盈利水平上行

- **资本开支力度降低。**24Q1公司资本支出环比下降63.7%至2.12亿元，目前公司已经基本完成智能工厂建设，我们预计未来CAPEX将持续下降。
- **智能工厂进一步提高净利率。**24Q1裕同科技净利率同比变动0.31pct至6.45%，成本降低叠加智能工厂提高效率推动盈利上行。
- **2024年看好下游需求迎来拐点。**烟酒方面：卷烟需求每年较为稳定，在烟标改版影响结束后，2024年行业格局继续优化公司持续受益。酒包装方面公司继续深耕高端市场，不断提升客户内占比。3C方面：2023年国内手机出货量下降速度逐季收窄，展望2024年伴随华为引领的国产手机再次崛起，行业需求或迎来拐点。

图表：裕同科技CAPEX (亿元)


资料来源：wind，备注：当纳利已退市因此无2021年后数据，民生证券研究院

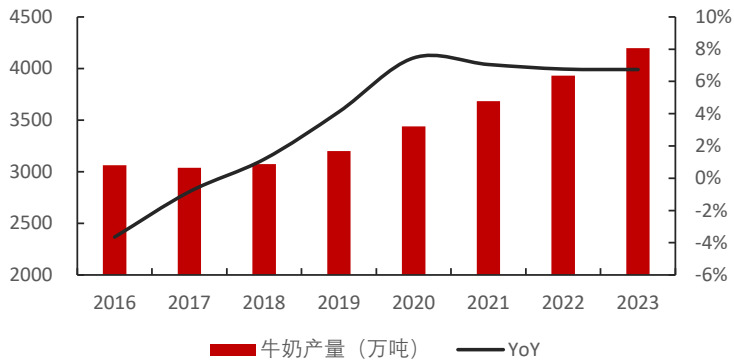
图表：当纳利、裕同科技净利率


04

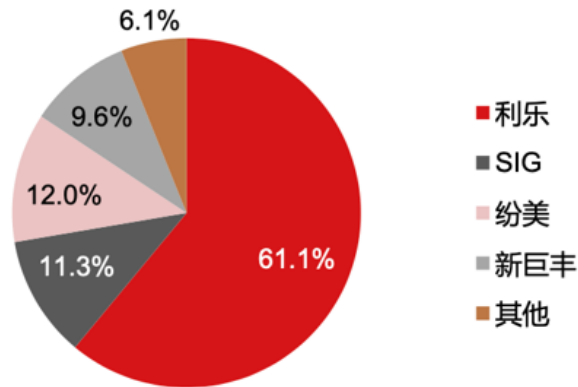
中国液包有百亿元市场规模，增速为大个位数

- 液包市场呈现一超多强格局。** 中国市场数据2020年液包行业CR4达到94%，其中利乐市占率高达61.1%，纷美/SIG/新巨丰市占率分别为11.3%/12.0%/9.6%。利乐市占率较第二名纷美高出49.8pct，龙头地位凸显。假设新巨丰市占率在2022年仍为9.6%，可推算2022年液包行业规模约为167.5亿元。
- 下游液态奶产量逐年加速上升，带动国内无菌包装市场兴起。** 2023年中国液态奶总产量达4197万吨，同比增长6.74%。

图表：国内上游液体奶产量(万吨)及增速



图表：2020年国内液态奶无菌包装市场格局

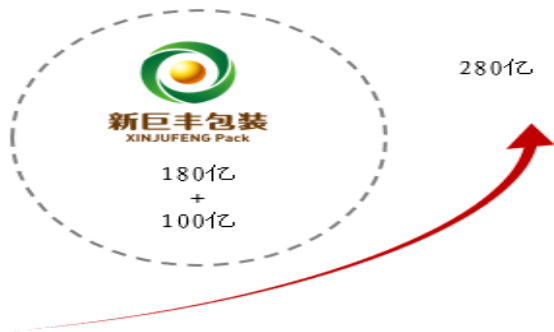


资料来源：国家统计局，新巨丰招股说明书，民生证券研究院

国产替代兴起，整合产业链打造民族品牌

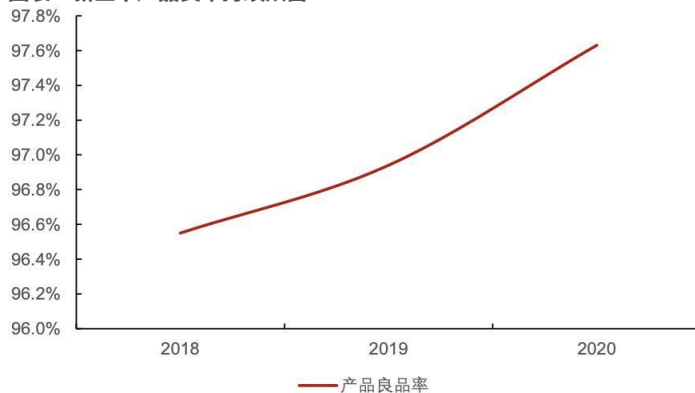
- **新巨丰产能扩建，满足客户需求。**2023年末100亿新产能落地，公司产能达到280亿包，满足大客户旺季需求。
- **产品良率持续提升，深受大客户认可。**2021年中国无菌包装消耗量大约为1100亿包，意味着包材企业良率每提升1%就能节省11亿包牛奶。根据伊利对供应商产品服务的评测，公司产品在众多供应商中投诉率最低，具有较强的质量优势，符合伊利维护采购安全的质量要求。2020年新巨丰产品良率为97.63%，较2018年上升1.08pct。

图表：2023年新巨丰产能规模



资料来源：新巨丰招股说明书，中研网，民生证券研究院

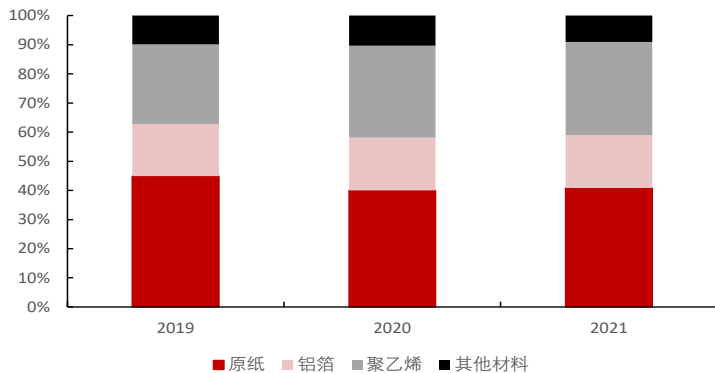
图表：新巨丰产品良率持续改善



成本优势带来高性价比，增强核心竞争力

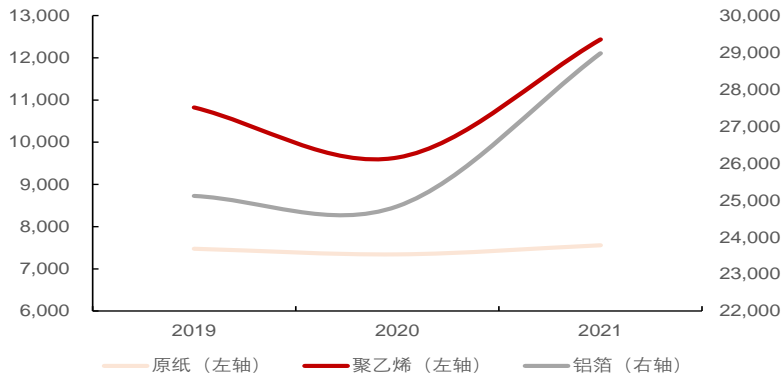
- 2019-2021原纸成本历年占比最高，价格波动较为稳定。**公司采购原材料中，原纸占比最高（40%），但价格波动较为稳定，我们判断主因该原纸为特种纸（食品卡），价格与供应商采取长协价格，故波动较小；聚乙烯和铝箔分别占比30%和18%，价格波动较大。其中铝箔采取长协的方式，聚乙烯根据市价按月与供应商签订采购合同。
- 纸浆价格下行，原材料成本改善迎来盈利改善拐点。**虽然铝箔以及聚乙烯价格有所回升，但主要成本白卡纸价格持续下降，看好成本下降带来的新巨丰盈利能力改善。

图表：新巨丰原材料成本拆分情况

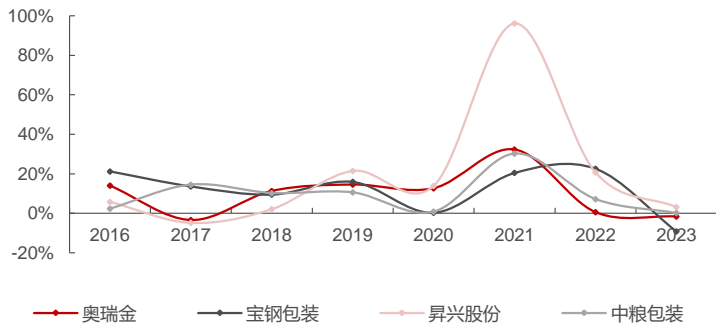


资料来源：新巨丰招股说明书，民生证券研究院

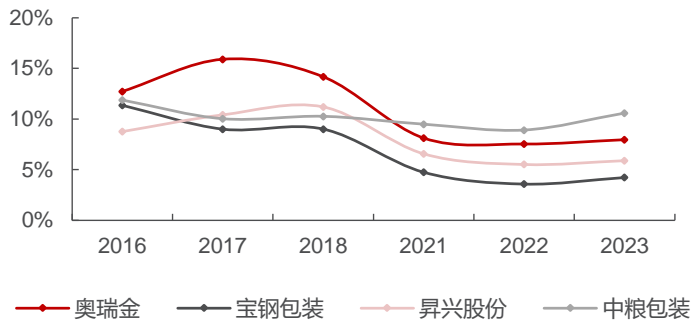
图表：新巨丰原材料平均采购单价（元/吨）



图表：包装企业收入增速

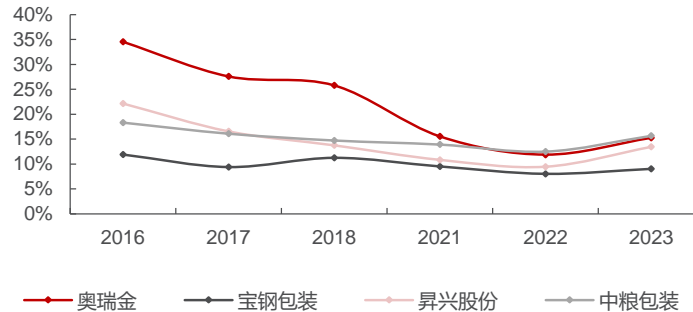


图表：包装企业期间费用率

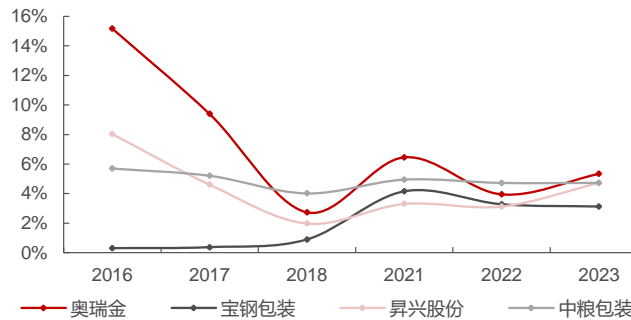


资料来源：wind，民生证券研究院

图表：包装企业毛利率



图表：包装企业净利率



04

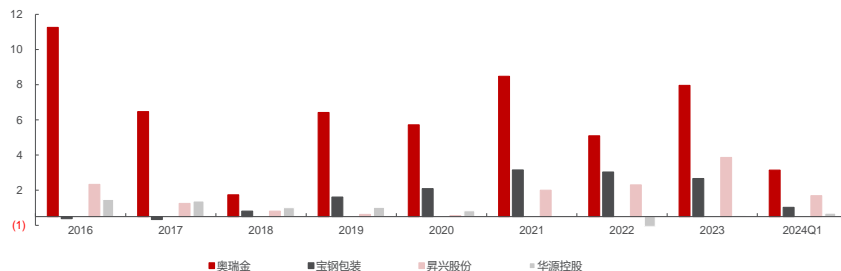
马口铁价格下降，三片罐盈利大幅上升

- 金属包装企业盈利向好。**金属二/三片罐包装主要原料呈现相反的价格趋势，以天津镀锡板为例，2024年前四月均价为6593.83元/吨，同比降低2.19%；铝锭均价为19265.88元/吨，同比增加4.07%。金属包装企业三片罐盈利大幅上升，下半年二片罐招标有望改善二片罐盈利情况。2024Q1奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/华源控股实现扣非归母净利润2.65/0.52/1.19/0.19亿元，同比变化28.44%/-10.47%/121.54%/51866.59%

图表：镀锡板价格（元/吨）



图表：包装企业扣非归母净利润（亿元）



图表：铝锭价格（元/吨）

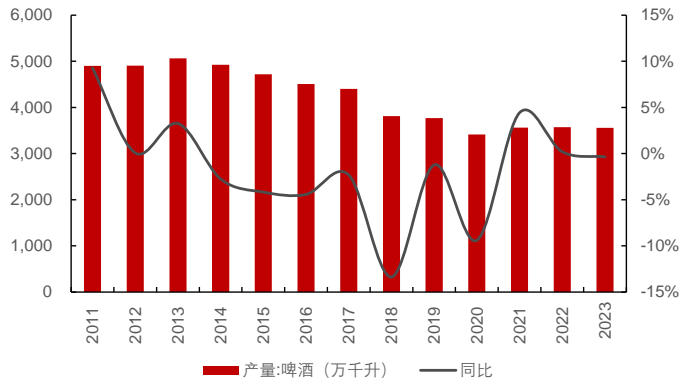


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

金属包装展望：需求恢复&成本下行，看好金属包装利润中枢上行

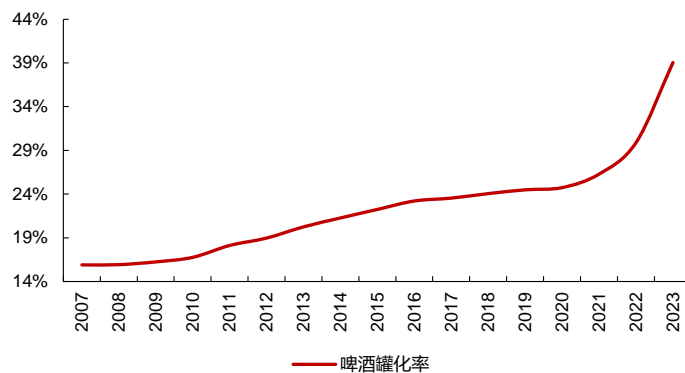
- **伴随疫情好转，金属包装需求或逐步恢复。**中长期看，伴随啤酒罐化率提升，二片罐需求持续向好。从成本的角度来看，罐化率提升将优化金属包装企业成本，我们按照0.38元/罐的行业历史低价来测算，罐化率每提升1pct，可以带来约11亿二片罐需求，对行业需求拉动约3pct。
- **行业供需稳步改善，驱动行业盈利上行。**海外企业逐步退出，行业加速整合强化产业链议价能力。

图表：中国年累计啤酒产量（万千升）



资料来源：wind，欧睿，民生证券研究院

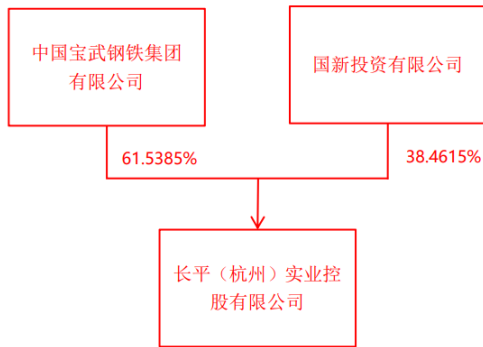
图表：中国啤酒罐化率逐年提升 (%)



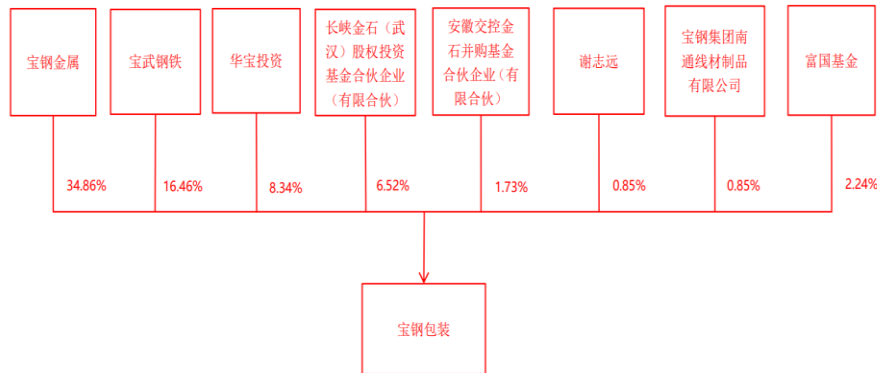
金属包装竞争格局优化

- 中粮包装私有化，市场集中度进一步提升，行业盈利有望进一步上行。**2023年12月6号长平实业拟以每股6.87港元收购中粮包装1,113,423,000股股份，预计需要支付76.49亿港元。1) **对行业而言**，2022年底两片罐市场宝钢包装/中粮包装/奥瑞金市占率分别为18%/17%/22%。2023前三季度金属包装行业总归母净利润为12.30亿元，同比增加20.68%。后续收购若顺利落地，中粮包装以及宝钢包装将同时隶属于宝武集团，金属包装行业存在继续整合的可能性，行业竞争格局持续优化。2) **就公司角度来看**，中粮包装国内两片罐产能约为120亿罐，后续沈阳7亿罐以及比利时二期将陆续投产。2023H1公司净利润为2.73亿元，同比增加2.25%。同时中粮包装退市后可节省在香港联交所为维持上市地位有关的成本，并且为中粮包装后续寻求多远化战略发展提供可行性。另外长平实业收购中粮包装完成后，可以更简化的企业管理架构灵活管理中粮包装的业务，并可避免作为上市公司受到市场预期及股价波动的压力，将原有助于上市公司相关的费用重新分配至实际的业务运营当中。3) 当前宝武集团战略转型，除了战略性新兴产业，原则上不再考核子公司营收规模类指标。**或将直接缓解当前金属包装行业“内卷”现象，行业将从强调市占率转向专注企业盈利水平，金属包装行业盈利水平有望上行。**

图表：截至2023年12月6号长平实业股权结构



图表：截至2023年9月30号宝钢包装股权结构



资料来源：中粮包装公司公告，企查查，民生证券研究院

图表：包装板块PETTM，纵轴为收盘点位



图表：包装板块重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
002701.SZ	奥瑞金	4.35	0.30	0.37	0.42	15	12	10	-
601968.SH	宝钢包装	4.91	0.19	0.23	0.27	26	21	18	-
002752.SZ	昇兴股份	5.49	0.34	0.42	0.49	16	13	11	-
0906.HK	中粮包装	7.11 (HKD)	0.43	0.6	-	17	12	-	-
002831.SZ	裕同科技	26.23	1.55	1.91	2.22	17	14	12	推荐
002228.SZ	合兴包装	2.53	0.08	0.14	0.16	32	18	16	-
301296.SZ	新巨丰	8.00	0.41	0.45	0.52	20	18	15	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测 备注：数据截至2024年6月14日，股价对应日期为2024年6月14日，未覆盖公司数据采用wind一致预期，当日1港元=0.93人民币

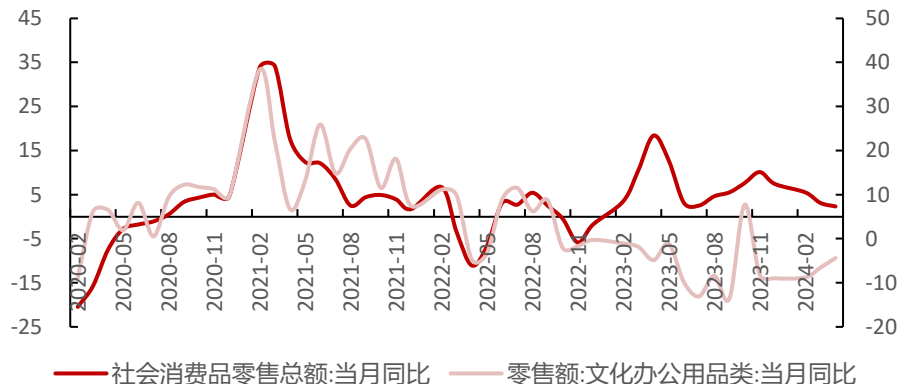


05. 轻工新消费：传统零售底部震荡，新渠道新品牌加速突围

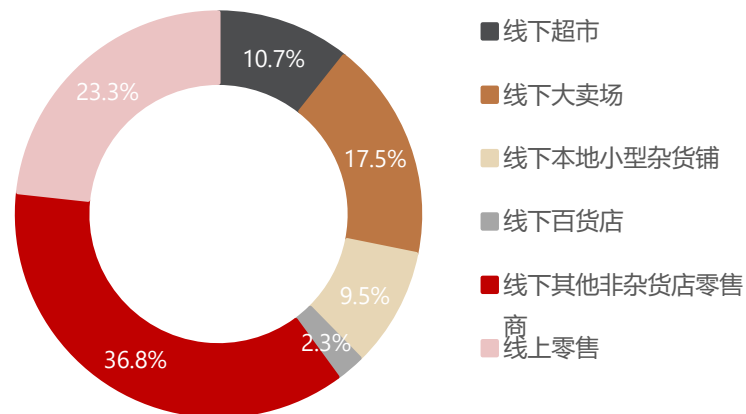
05 文具回顾：零售额持续承压，新业态表现优于传统校边店

- 文化办公用品零售额持续承压，表现弱于整体社零**；文化办公用品增速曾于2023年10月一度转正，随后回落至下滑区间，24年4月文化办公用品社零同比下降4.4%，与整体社零进一步分化（+2.3%）。从渠道看，线上化已是大势所趋，2018年至2023年我国书写工具线上渗透率已从12.9%提升至23.3%，但2023年同比下降1.1pct，我们判断为疫后放开线下渠道回弹所致。总得来说，2023年文具各渠道逐季稳步恢复，消费习惯迁移背景下商圈、线上等业态现优于传统校边店；文化属性较高&功能性较强的文创产品增速优秀于传统文具。我们观察到具有虹吸效应的核心大店成为文具企业争相合作的对象；此外，文具经销商订货会呈现一年多次、柔性上新的趋势，企业通过精益管理提升供应链协同性，使用数字化系统赋能业务端及经销商，实现产品精准投放及推广，大小学汛波峰或趋于平滑。

图表：我国社零总额（左轴）&文化办公用品零售额（右轴）当月同比（%）



图表：2023年中国书写工具销售渠道占比



资料来源：Euromonitor, ifind, 民生证券研究院

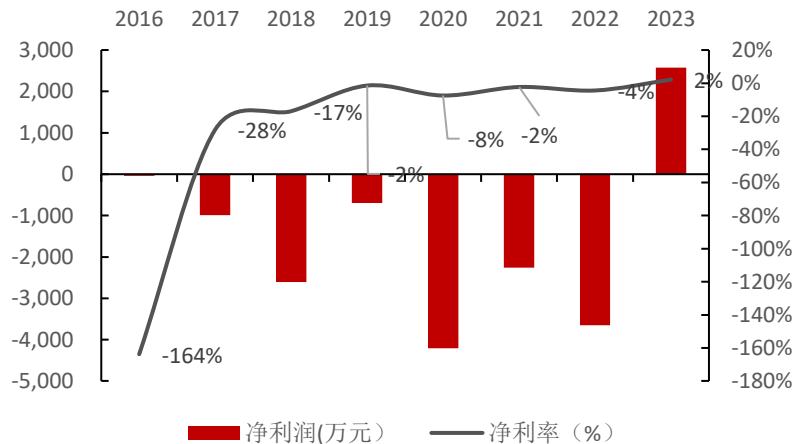
05 文具回顾：零售大店业务模式跑通，九木实现正向盈利

- 九木杂物社驶入正轨，已于2023年实现正向盈利。**随着我国购物中心的普及以及文化生活水平的提升，生活场景消费零售市场规模高速增长，无印良品、名创优品为首的杂物店、文创商店兴起。晨光股份旗下的九木杂物社在疫后展店加速，截至24Q1九木杂物社共拥有639家店铺，单Q1展店21家，2023年全年展店129家。九木杂物社一直以来定位为品牌桥头堡，对高附加值商品进行露出从而向传统渠道输送流量，对集团的隐性贡献高于财务贡献；但自2023年开始，九木成功实现正向盈利并有望成长为重要利润增长点。2023年九木实现营业收入12.4亿元，单店收入超过200万元；实现净利润2573万元，净利率约为2.1%。

图表：晨光九木杂物社店铺数量（家）



图表：晨光九木杂物社利润及利润率



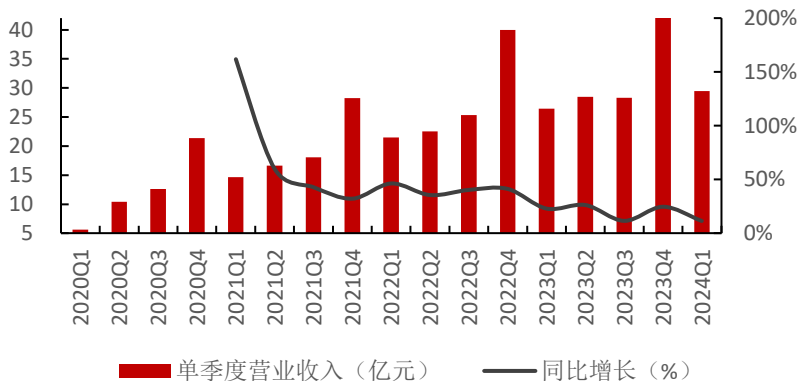
资料来源：晨光股份公司公告，ifind，民生证券研究院

05 文具回顾：办公集采整体保持增长趋势，渗透率仍有提升空间

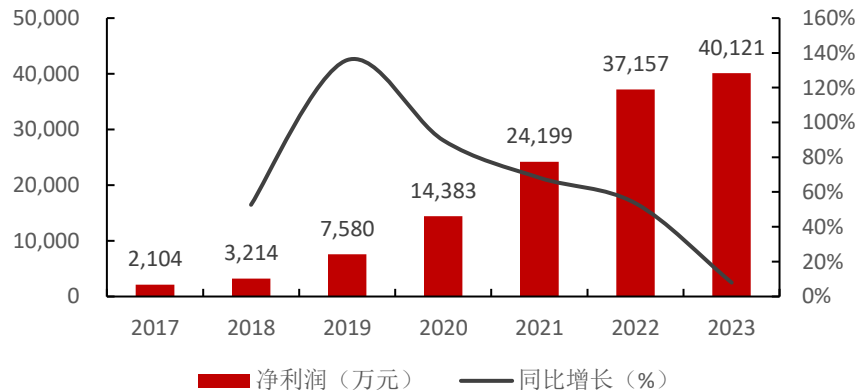
➤ 办公集采增长趋势稳定，渗透率仍有提升空间

- 据尚普咨询与亿邦智库显示，我国办公用品市场规模持续增长，2022年我国办公用品市场规模达到2.05万亿元，同比增长5.1%；MRO工业品2022年采购额9.08万亿元，同比上涨7.46%；2022年我国数字化采购渗透率较2021年的7.24%上升至8.26%，集采平台有持续提升空间。自“阳光集采”以来，政企集中采购进程已常态化，集采业务科力普或受国家政策影响，国央企下单速度暂缓，我们判断该块业务需求总体较为稳定，且公司已入围多家核心客户项目，总体来看24年办公集采业务将持续稳健增长；2023年科力普实现净利润4.0亿元，贡献公司总体利润的24.4%。

图表：晨光科力普单季度营业收入(亿元)及同比



图表：晨光科立普净利润 (万元) 及同比



资料来源：wind，艾媒咨询，亿邦智库，民生证券研究院

办公用品为标准品，MRO产品包含大量非标品

- MRO是指非生产原料性质的工业用品。**MRO是英文Maintenance维护、Repair维修、Operation运行的缩写。通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务。相对于办公用品的标准化、易上手使用，MRO产品就有一定的非标准化特性，一部分产品需要经过专业训练才能使用。

图表：MRO产品品类

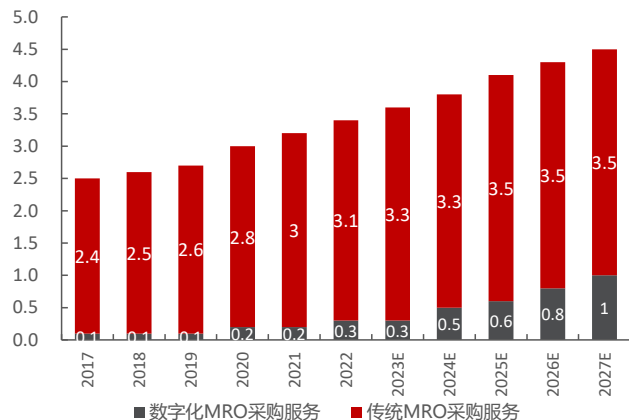
品类	主要种类	细分种类	主要商品品类
MRO 用品	定时维护设备或设施	机械类	轴承、联轴器、机械传动及维护、气动元件、气动元器件、液压元器件、液压工具价格敏感型
		电气、自控类	低压电器、电气设备、电缆、电线、灯具、光源、照明设备、声光信号装置、动力源、电源
		耗材	各类润滑油脂、皮带、削减液
		其它	非标备件加工
	紧急维修设施或设备	工具类	各类手动工具、电动工具、气动工具、电子工具焊接工具、管道工具、起重测量工具
		辅助用品	胶带、安防、消防、防暴器材
		仪器仪表	电气测量、分析仪器、实验仪器、环保、其他仪器
		耗材	砂纸、铜皮
	维持企业日常工作的物料	仓储物流	搬运设备、起重设备、货架、周转箱小推车、包装设施和材料
		工作场所控制	静电控制、环境监测及清洁、无尘室用品、化学品泄漏控制
		劳动防护用品	员工安全防护、应急救援设备、PPE、安全锁具、安全标识、道路交通
		办公用品	文件柜、文件夹、纸膜、打印设备
其它		环保设施	
	耗材	砂纸、铜皮	

资料来源：共研社，中国经济网，民生证券研究院

集采：高天花板黄金赛道，数字化渗透率持续提升

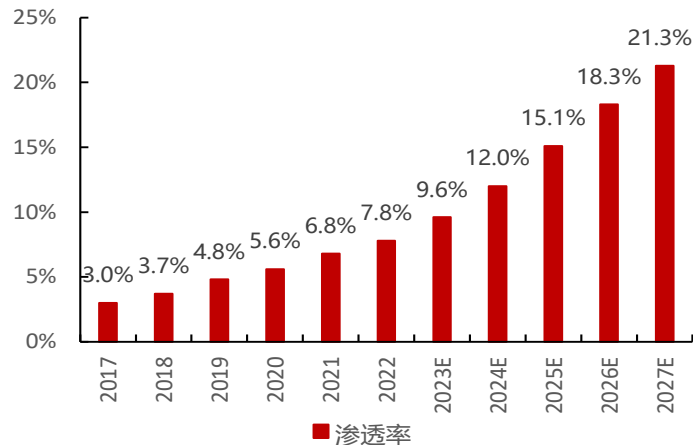
- MRO采购服务市场规模稳定增长。**根据灼识咨询，按交易额计，2022年中国MRO采购服务市场规模为3.4万亿元，且预计于2027年将达到人民币4.5万亿元，5年CAGR为5.8%；中国数字化MRO采购服务行业的市场规模于2022年达到人民币0.3万亿元，且灼识咨询预计于2027年将达到人民币1.0万亿元，5年CAGR为29.2%。
- 数字化渗透率提升打开盈利空间。**2022年，中国数字化MRO采购服务渗透率为7.8%。随数字化MRO采购服务便捷、透明及具有成本效益的优点进一步凸显，数字化MRO采购服务的接受度和普及度日益提高，预计中国数字化MRO采购服务渗透率在2027年将达到21.3%。

图表：2017-2027年中国MRO采购服务及数字化MRO采购服务市场规模（万亿元）



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

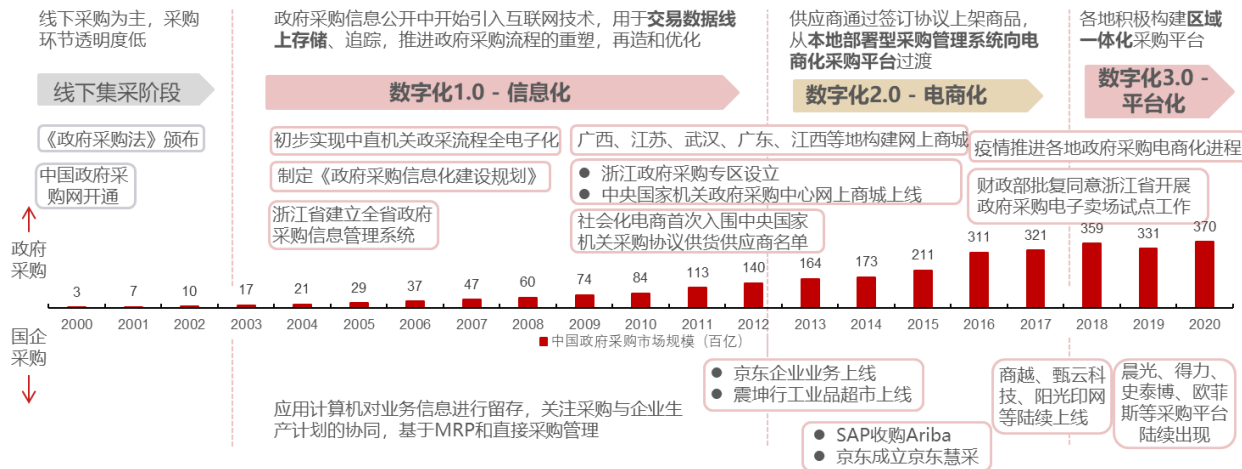
图表：2017-2027年MRO采购数字化渗透率（%）



05 集采：阳光采购促进MRO以及办公用品线上集采发展

- 政府线上化采购正处于平台化初级阶段，参考C端平台化阶段（2009年-2017年），政府线上化采购正处于高速增长前夕。2003年以来政企采购开启数字化转型，2003-2012年为数字化1.0阶段，该阶段政府依然采取线下招标模式，此时信息管理系统只作为线下交易系统的备份；2013-2017年为数字化2.0阶段，政府采购逐步电商化，搭建电子卖场，实现招标、谈判、采购、询价等采购方式全流程电子交易在线处理；2018-至今未数字化3.0阶段，为传统电子卖场的升级阶段，内部打通政府采购资产管理、预算执行、国库支付系统，外部打通商家信用执行、商品认证、金融服务系统，形成连接各系统、各区域的区域一体化交易云平台。

图表：政企采购数字化转型进程

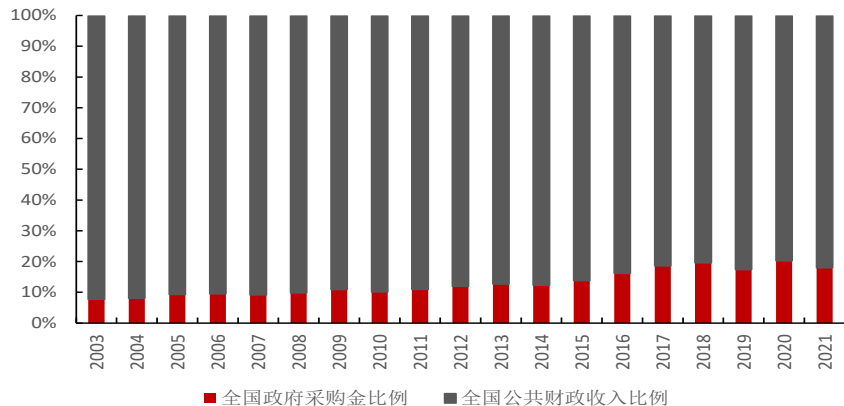


资料来源：财政部，艾瑞咨询，国务院国有资产监督管理委员会，民生证券研究院

集采：阳光采购促进MRO以及办公用品线上集采发展

- 财政收入增长承压，政府采购趋于平稳。**2022年我国政府采购规模为3.70万亿元，同比增长11.8%，主要受我国公共财政收入增速放缓的影响，2023Q3公共预算收入4.8万亿元，同比增长16.4%。2023年1-10月，公共预算收入18.7万亿元，同比增长8.1%。

图表：全国政府采购规模/收入比例



图表：公共财政收入累计同比增速下降



资料来源：财政部，艾瑞咨询，国务院国有资产监督管理委员会，民生证券研究院

05 集采：阳光采购促进MRO以及办公用品线上集采发展

- **目前政府及央企采购加速进入布局线上业务：**出于节约开支和廉政化需要，通过自建或外包电商平台，实现采购的线上化、集中化；根据国资委数据：通过集中采购带来千亿级别资金节约，前期政府央企主要发力办公物资线上化采购，近年来MRO品类亦逐步进入线上化范畴。

图表：“阳光集采”相关政策梳理

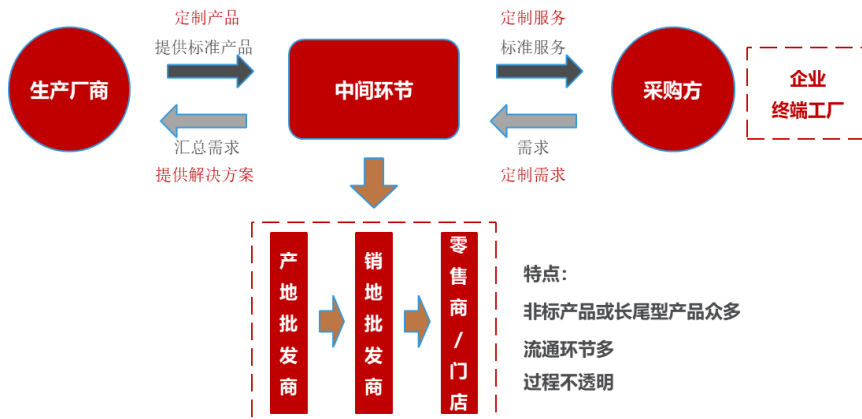
发布部门	相关文件	主要内容
2018/2 财政部	《国有金融企业集中采购管理暂行规定》	旨在进一步提高国有金融企业集中采购效率，规范国有金融企业集中采购行为，国有金融企业集中采购应当遵循公开、公平、公正、诚实信用和效益原则。
2018/11 中央深化改革委员会	《深化政府采购制度改革方案》	深化政府采购制度改革要坚持问题导向，强化采购人主体责任，建立集中采购机构竞争机制，改进政府采购代理和评审机制，健全科学高效的采购交易机制，强化政府采购政策功能措施，健全政府采购监督管理机制，加快形成采购主体职责清晰、交易规则科学高效、监管机制健全、政策功能完备、法律制度完善、技术支撑先进的现代政府采购制度。
2019/5 发改委	《关于深化公共资源交易平台整合共享的指导意见》	积极推动整合分散设立政府采购等交易平台，引入招标投标、拍卖等竞争性方式，完善交易制度和价格形成机制，促进公共资源公平交易、高效利用。中央管理企业电子招标采购交易系统应当通过国家电子招标投标公共服务平台有序纳入公共资源交易平台，依法接受监督管理。
2019/7 财政部	《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	构建统一开放、竞争有序的政府采购市场体系。全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法；严格执行公平竞争审查制度；加强政府采购执行管理；加快推进电子化政府采购；进一步提升政府采购透明度；完善政府采购质疑投诉和行政裁决机制。
2021/10 威海市国资委	《威海市市属国有企业阳光采购信用管理暂行办法》	进市属国有企业阳光采购领域信用体系建设,市国资委负责指导交易服务平台建立健全信用评价体系,对市属企业阳光采购信用评价管理各环节工作实施监督。
2022/5 山东省国资委	《山东省省属企业阳光采购监督管理办法》	坚持企业主体、成本效益、阳光公开、资源共享四个原则,夯实企业集团主体责任,指导企业完善全要素采购管理链条,将企业招标采购工作实施情况,纳入省属文化企业高质量考核评价体系,构建阳光采购监督管理体系。
2022/7 四川省国资委	《四川省省属企业实施阳光采购管理办法(试行)》	国务院国资委大力推行阳光采购,主导建立了中资阳光采购平台。国企改革三年行动方案中明确提出:要建立国有企业阳光采购服务平台,实现企业采购阳光透明。

资料来源：政府网，政府采购新闻网，国务院办公厅，财政部，四川省管理资产委员会，民生证券研究院整理

集采：企业采购分为办公物资和 MRO两大类

- **办公用品**（齐心集团、晨光科力普）通用度广，更易拓展客户群体，收入体量增速更快。并且随着收入体量的增大，办公用品利润率逐渐增高。
- **MRO产品**（咸亨国际、怡合达）需要通过增加销售人员数量实现对客户的深度服务，产品定制化程度更高，客户边界拓展较难。但同时客户粘性更高，产品定制化以及服务属性的加持也为企业带来更强盈利韧性，毛利率也属于较高水平。以京东企业购为首的平台型“玩家”和得力集什、晨光科力普为首的文具巨头纷纷入场。

图表：MRO与办公用品服务流程不同

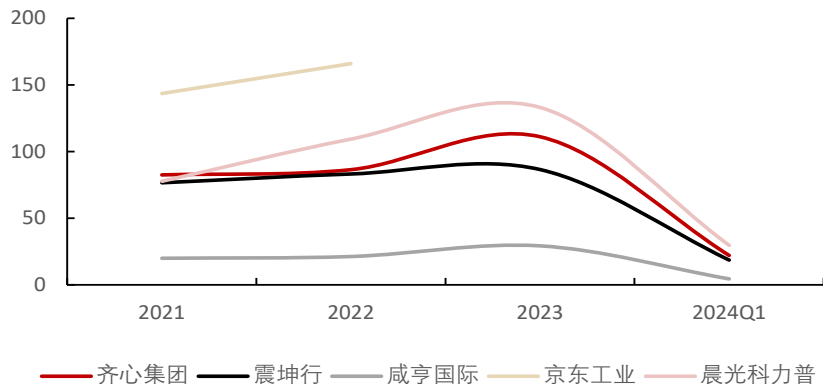


资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院；注：红色字体为非标品MRO额外服务

办公集采收入增速快，MRO企业粘性高

- 办公标准品营收增长速度明显快于MRO产品。**收入端：截至2024Q1齐心集团/震坤行/咸亨国际/晨光科力普分别实现营收21.91/18.42/4.38/29.64亿元，同比分别变化14.66%/-4.36%/17.37%/11.59%，主因办公用品（齐心集团、晨光科力普）通用度广，更易拓展客户群体，收入体量增速更快，而MRO产品（咸亨国际、震坤行）需要通过增加销售人员数量实现对客户的深度服务，产品定制化程度更高，客户边界拓展较难。其中京东工业依靠京东集团已有办公用品客户资源，快速切入客户实现营收快速增长。

图表：主要集采企业营业收入（亿元）

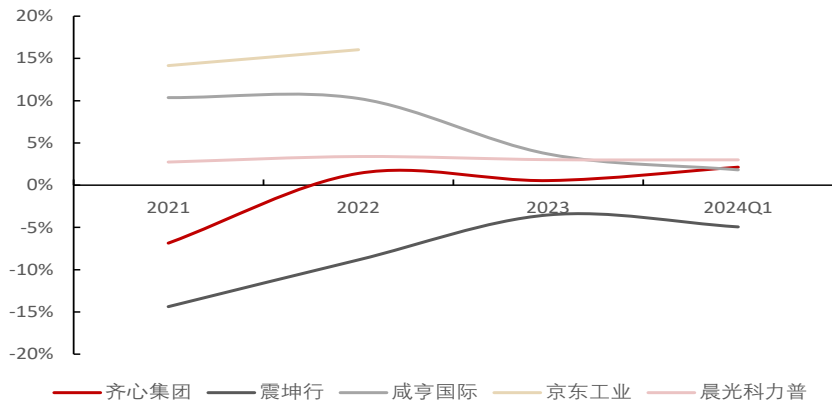


资料来源：wind，民生证券研究院

办公集采收入增速快，MRO企业粘性高

- MRO企业服务属性加持具有较强溢价能力，净利率水平高于办公用品企业。**盈利端：截至2024Q1齐心集团/震坤行/咸亨国际/晨光科力普净利率分别为2.14%/-4.94%/1.82%/3.00%，作为成熟MRO企业的咸亨国际盈利水平明显高于办公用品企业，MRO企业虽短期收入增速较慢，但凭借服务属性以及非标品MRO产品的溢价能力获得更高的净利率。

图表：主要集采企业净利率



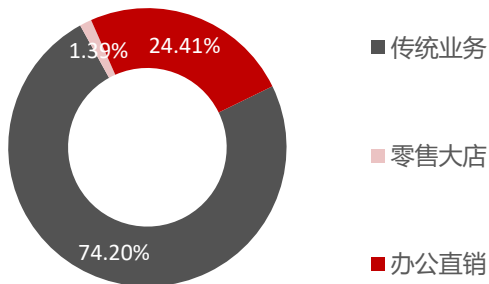
资料来源：wind，民生证券研究院

文具投资建议：龙头盈利持续抬升

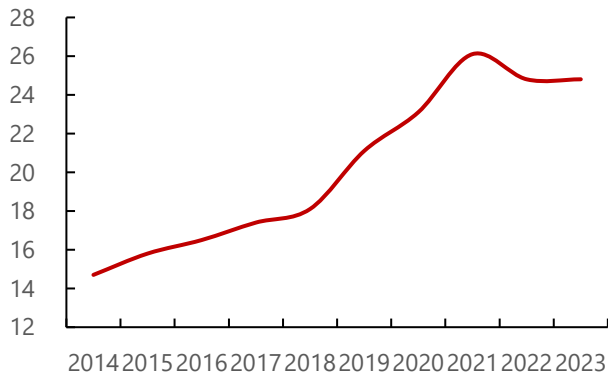
➤ 晨光股份：传统业务护城河深厚，高端化进程现转机

- 新业态增速靓丽，订货上新柔性化使得精准推广成为趋势。** 2023年/2024Q1晨光股份营收分别同比增加16.8%/12.37%至54.85/233.51亿元。24Q1晨光股份/齐心集团营收同比增加12.37%/14.66%至54.85/21.91亿元。晨光股份2023年传统核心业务（不含晨光科技，未考虑内部抵减，下同）/晨光科技/科力普/零售大店分别实现收入78.53/8.57/133.06/13.35亿元，同比增长4.26%/30.0%/21.74%/51.02%。**23全年较高毛利率的书写工具/其他产品收入（主要为九木杂物社）分别同增4.8%/57.7%，带动整体业务结构持续优化。**

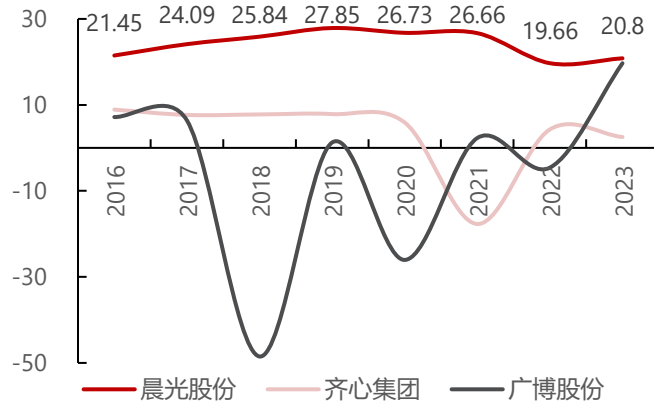
图表：晨光各业务净利润占比（截至2023）



图表：晨光书写工具市场份额（截至23年，%）



图表：文具企业ROE (%)



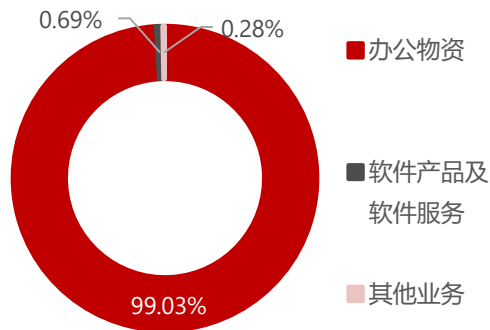
资料来源：公司公告，wind，Euromonitor，民生证券研究院

文具投资建议：龙头盈利有望抬升

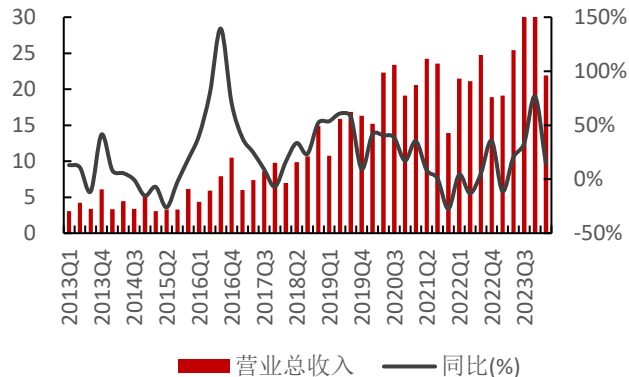
➤ 齐心集团：主动调整业务结构，持续深耕办公物资业务

- 齐心集团2023年收入同增28.62%，其中B2B办公物资/云服务实现营收110.22/0.77亿元，同比变化+29.93%/-47.24%；23Q4收入同增76.78%，其中B2B业务收入为33.24亿元（同增近80%）。23Q4云服务收入为0.16亿元，主因业务重心调整，公司主动减少投入。24Q1收入同增14.66%，办公物资业务稳健发展，MRO业务持续在电力领域客户深耕，已成为主要收入来源之一。齐心集团23年归母净利润/扣非净利润0.77/0.75亿元，同比分别-39.40%/-17.61%。

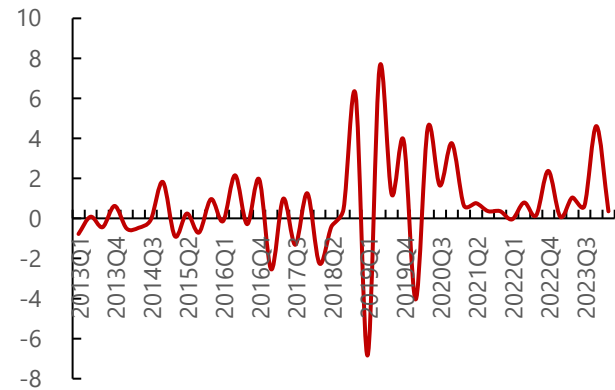
图表：齐心集团各业务营收占比（截至23H1）



图表：齐心集团单季收入（亿元）及增速



图表：经营活动净现金流（亿元）



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

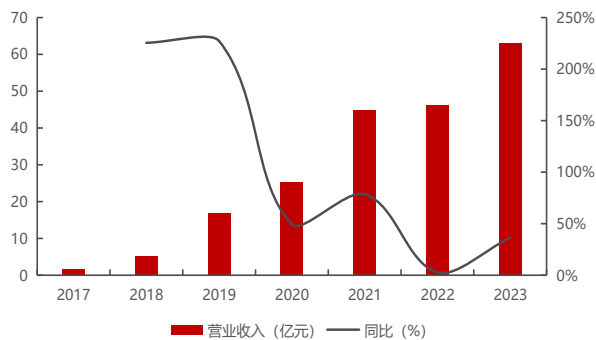
- **办公用品服务属性弱，线上采购价格更为优惠，因此能够率先进入政府集采名目当中，并且更容易起量。**由于产品为标准品，各家产品差异化并不大，因此先发者可通过快速起量扩大规模，摊薄其他成本顺势降低终端价格，从而提高客户粘性。
- **MRO企业更看重企业服务能力和内部人员管控能力。**以咸亨国际为例，咸亨国际深度参与国网电站设计阶段，为央企客户提供从设计到落地解决方案，一体化售卖电站所需MRO产品。不仅提高客户粘性、扩大客户产品购买数量，还能积累经验快速复制落地方案。
- **从需求端来看，**随着廉政化政策进一步加深，国央企深化线上采购趋势。**从招标情况来看，**MRO产品目前从广度和深度上加速纳入线上化采购。在透明的线上招标体系下，头部企业凭借规模、成本、质量以及服务优势进一步巩固自身行业地位。看好头部企业在行业集中度进一步增强，市场规模增大的情况下，收入增长提速再上一层台阶，同时伴随规模及网络效应，利润率有望进一步提高。
- **当前民营企业发展遇到瓶颈，政府国央企扛起发展大旗的时代背景下，我们持续看好ToG类B2B集采公司，**主因有二：1) 中央政府财政收入增速下降，采购需求却随着产业升级日益增加，线上集采可节约大量资金；2) 阳光采购政策推动央企采购线上化、透明化。**建议关注：齐心集团、咸亨国际、晨光科力普、震坤行以及京东工业。**

05

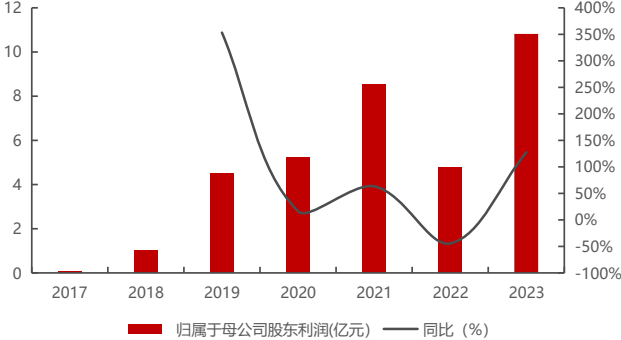
潮玩：国内线下渠道转暖，海外业务持续高增

- 泡泡玛特：持续打造热门IP，为营收提供有力支撑。**泡泡玛特2023年实现营业收入/归母净利润/经调整净利润63.01/10.82/11.91亿元，同比增长36.5%/127.5%/107.6%。2024Q1公司整体营收同比增长40%-45%，其中中国内地营收同比增长20%-25%，港澳台及海外营收同比增长245%-250%。公司持续从产品维度打造热销款，2023年艺术家IP收入为48.22亿元，同增32.49%，占总收入达76.5%，同减2.4pct；头部IP保持强劲增长，SKULLPANDA/MOLLY/DIMOO实现收入10.25/10.20/7.38亿元，同比分别增长20.3%/27.2%/27.6%。24Q1，MOLLY、SKULLPANDA等均有新系列上市，仅在4月份就有28款新品发售。

图表：泡泡玛特2017-2023年营业收入（亿元）及同比（右轴）



图表：泡泡玛特2017-2023年归母净利润（亿元）及同比（右轴）



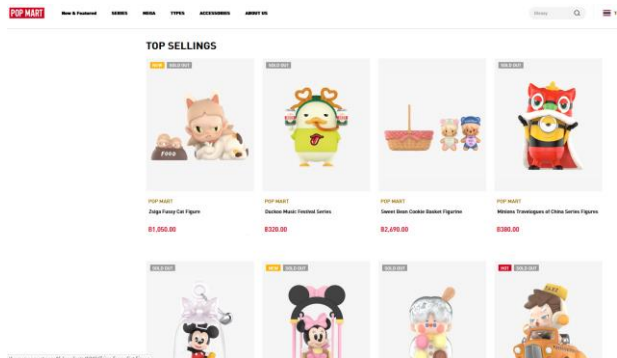
图表：泡泡玛特近期上新SPACE MOLLY周年系列



潮玩：国内线下渠道转暖，海外业务持续高增

- 泡泡玛特**：海外业务持续推进，或制造新增长点。23H2公司港澳台及海外方面线下/线上/批发收入分别为4.50/0.99/1.41亿元，分别同增301.3%/78.7%/9.0%。线下渠道中零售店/机器人商店分别实现收入4.18/0.32亿元，同增314.7%/182.2%；23年公司在中国、马来西亚、泰国以及荷兰开设了首家线下门店，并于12月份在中国台湾西门町开设了全球第三家旗舰店。23H2线上渠道中Shopee/泡泡玛特官网/其他收入分别为0.28/0.27/0.44亿元，分别同增46.5%/146.7%/73.5%，主因公司开始深耕港澳台及海外业务，快速提升区域品牌建设，以当地市场文化差异化为根基推出当地限定产品，LABUBU、Crybaby等核心IP受到泰国消费者追捧；2024年2月9日，泡泡玛特在曼谷开出了当地第三家线下门店，开业首日销量突破500万元，创造了泡泡玛特全球门店单日销售额新高峰。

图表：泡泡玛特泰国官网多款热销产品已售罄



图表：泡泡玛特泰国尚泰拉抛购物中心店



个护：消费升级+自主品牌打造驱动盈利回暖

➤ 生活用纸：成本下降盈利回暖，终端需求回暖

- 成本大幅回落，终端需求回暖。**2023年7-9月，针叶浆/阔叶浆价格分别为673.33/530美元/吨，同比下降32%/40%；2023年9月起浆价触底反弹，至24年4月针叶浆/阔叶浆价格分别为780/710美元/吨，较23年5月最低点上涨14.7%/49.5%，但我们判断随着Arauco以及UPMI以及芬林芬宝产能脉冲式投放，叠加整体需求难有较大弹性，我们预计纸浆继续上行空间不大。**需求：**24Q1我国消费信心指数89.13，环比提升1.63pct，消费信心开始回暖，我们看好后续伴随相关政策出台，消费信心持续回暖。

图表：木浆价格（单位：美元/吨）



资料来源：同花顺，钢联，民生证券研究院

图表：我国消费者信心指数

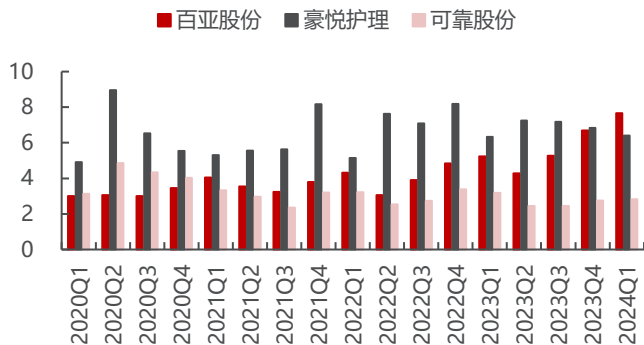


个护：消费升级+自主品牌打造驱动盈利回暖

➤ 卫生用品：原材料成本下降提升盈利，自主品牌建设进度分化

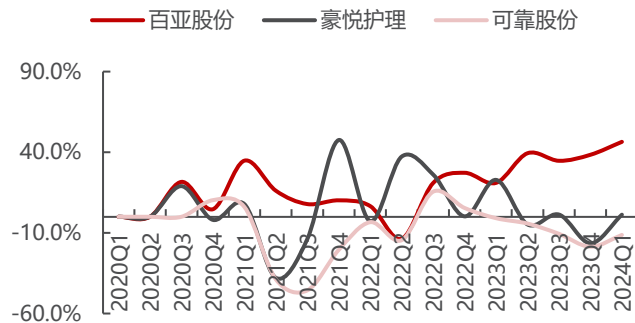
- 收入端：自主品牌建设进度分化。** 2023年百亚股份/豪悦护理/可靠股份实现营收21.44/27.57/10.81亿元，同比变动+33.0%/-1.6%/-8.8%，24Q1分别实现营收7.65/6.40/2.83亿元，同比变动+46.4%/+1.2%/-11.2%。百亚股份通过抖音发力自主品牌建设，线上持续发力高增，23A/24Q1分别实现收入7.5/3亿元，同增102%/151%；全国拓展逻辑兑现，外围区域开始放量，23A/24Q1外围省份收入同增21%/52%；核心区域受制于产能不足略有缺货。豪悦护理在原材料价格下降后，主动下调销售单价，收入增长慢于销量增长。可靠股份在婴儿卫生用品行业下行背景下大力发展自主品牌，仍处于投入阶段。

图表：卫生用品企业单季度营收（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：卫生用品企业单季度营收增速

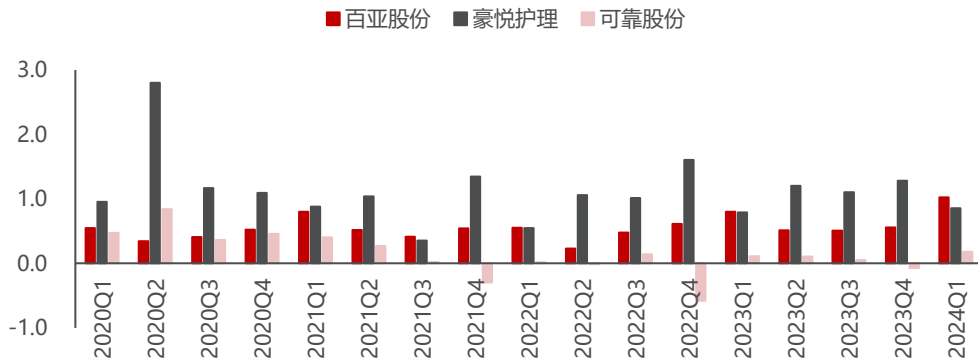


个护：消费升级+自主品牌打造驱动盈利回暖

➤ 卫生用品：成本下降利好盈利，自主品牌建设进度分化

- 利润端：原材料价格下降+产品结构优化提升毛利率，自主品牌建设持续投入。** 2023年百亚股份/豪悦护理/可靠股份实现归母净利润2.38/4.39/0.20亿元，同增27.2%/3.7%/146.8%，2024Q1实现净利润1.03/0.86/0.18亿元，同比变动+28.1%/+8.0%/+65.2%。23A/24Q1百亚股份实现毛利率50.32%/54.36%，同比增长5.21/7.51pct，实现归母净利率11.11%/13.41%，同比下降0.51/1.92pct；23A/24Q1豪悦护理实现毛利率26.94%/27.71%，同比增长3.79/4.65pct，实现归母净利率15.91%/13.40%，同增0.82/0.84pct；23A/24Q1可靠股份实现毛利率17.65%/20.39%，同比增长4.55/3.80pct，实现归母净利率1.87%/6.48%，同增5.50/3pct。

图表：卫生用品企业单季度归母净利润（亿元）



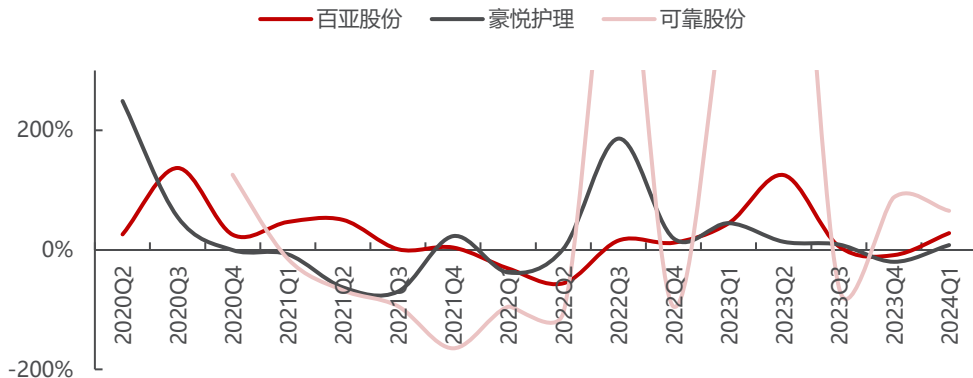
资料来源：iFind，民生证券研究院

个护：消费升级+自主品牌打造驱动盈利回暖

➤ 卫生用品：成本下降利好盈利，自主品牌建设进度分化

- 其中，百亚股份产品结构持续优化，高毛利率大健康产品占比提升，23A公司高毛利率大健康产品占比达26.17%，拉升毛利率，同时公司正处于全国扩张投入的关键阶段，销售费用投入较多，23A/24Q1公司销售费用率31.2%/34.42%，同增6.7/11.59pct，支撑公司持续提升品牌知名度、抢占外围市场份额。豪悦护理及可靠股份毛利率提升主要受益于原材料价格下降及自主品牌建设。

图表：卫生用品企业单季度净利润同比增速



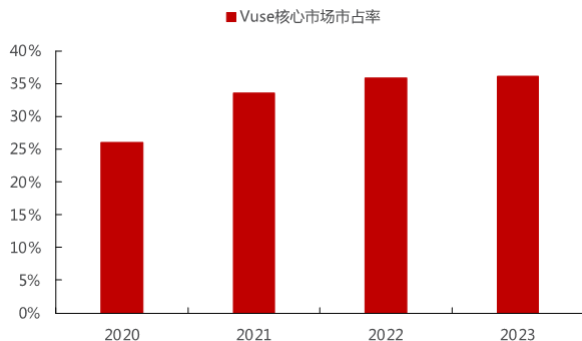
资料来源：iFind，民生证券研究院

- **生活用纸方面**，展望2024年，随着Arauco以及UPM以及芬林芬宝产能脉冲式投放，叠加整体需求难有较大弹性，我们预计纸浆上行空间不大，受益于浆价低位，预计纸企盈利进入持续上行区间；受益于政府更为积极的财政政策，看好终端消费信心持续恢复。回顾上一轮浆价下行周期，我们认为头部生活纸企业毛利率及净利率仍有较大改善空间，建议关注中顺洁柔/维达国际。**卫生用品方面**，百亚股份全国化拓张逻辑持续兑现，我们预计2024年收入维持高增，电商规模效应逐步显现，费用投放效率提升，有望逐步贡献利润，外围省份仍处于投入阶段，我们预计持续贡献高增，线下核心区域在解决缺货问题后有望迎来补库，建议关注百亚股份。

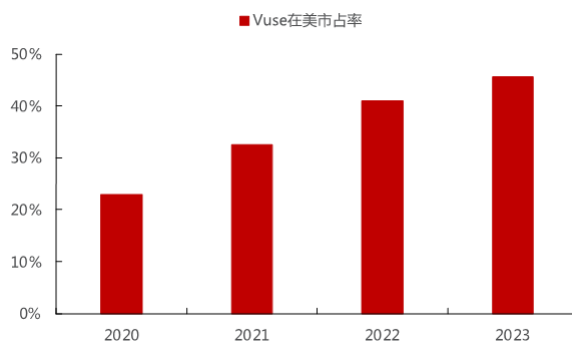
海外：新烟渗透率持续提升，产品合规大势所趋

- **传统烟草收入整体承压，新型烟草产品一枝独秀。**2023年BAT总体实现收入272亿美元，同比减少1.3%；新型烟草在BAT业绩中发挥越来越大的作用，2023年收入同比增长21%，新型烟草用户数量达到2390万人，同比增加320万人。市占率方面，Vuse（雾化）在五大核心市场市占率达到36.1%，同增3.0pct；在美式市占率达到45.6%，同增4.7pct。加热不燃烧方面，2023年glo（HNB）在九大核心市场市占率达到18.2%，同降1.1pct，波兰和捷克共和国的增长被日本、韩国和意大利的竞争激烈的市场所抵销。BAT于2023年12月在意大利和波兰推出Hyperpro。截至2023年glo已成功进入31个市场进行销售。

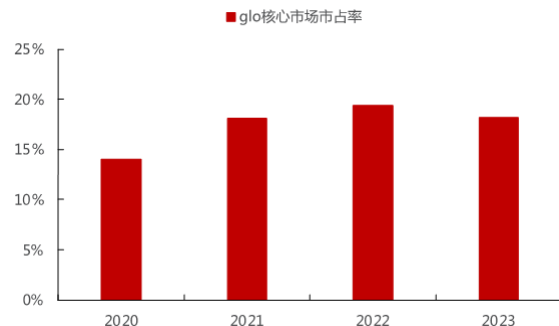
图表：Vuse在核心市场市占率持续提升



图表：Vuse在美式市占率持续提升



图表：glo核心市场市占率

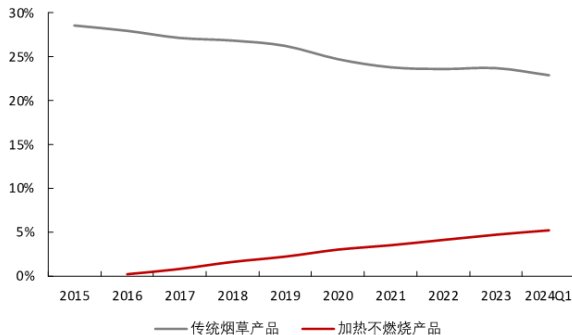
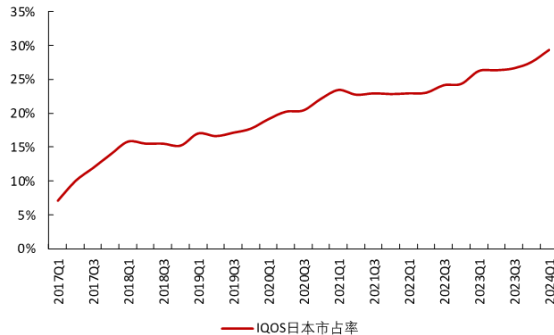


资料来源：BAT公司公告，民生证券研究院

05

海外：新烟渗透率持续提升，产品合规大势所趋

- 新型烟草市占率不断提升，带动PMI整体收入再上一层台阶。** PMI2024单Q1整体实现收入87亿美元，同比增加9.7%，剔除汇率影响后同比增加12.1%。出货方面，24单Q1公司HTU产品出货达到331亿支，同比增加20.9%，口含烟制品出货达到2.42亿罐，同比增加40%。IQOS在全球使用人数达2860万人（同比+370万人，环比+20万人），其中公司预计使用者转化率为72%，即有72%的IQOS消费者停止使用传统香烟。PMI加热产品（IQOS）于欧盟/日本市占率分别为10.2%/29.3%，同比+0.9/+3.1pct;24单Q1，新烟产品占公司营收比例的39.0%。24单Q1，HTU产品在国际市场市占率为5.2%（不包括中国和美国），同比增加0.7pct。

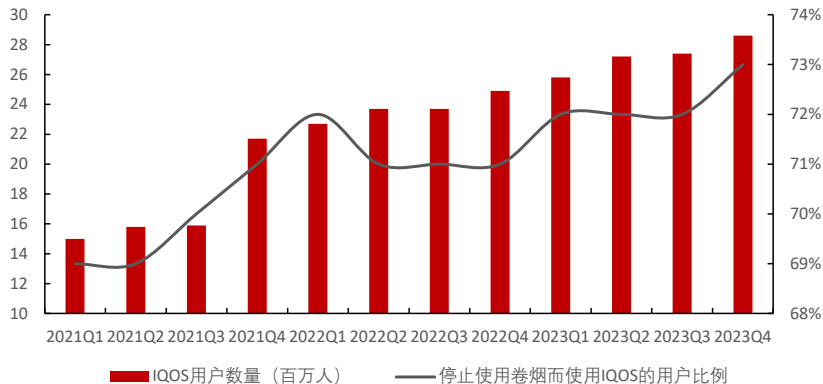
图表：PMI传统烟草产品及加热不燃烧产品市占率

图表：IQOS产品在日本市占率

图表：IQOS产品在欧盟市占率


资料来源：PMI公司公告，民生证券研究院

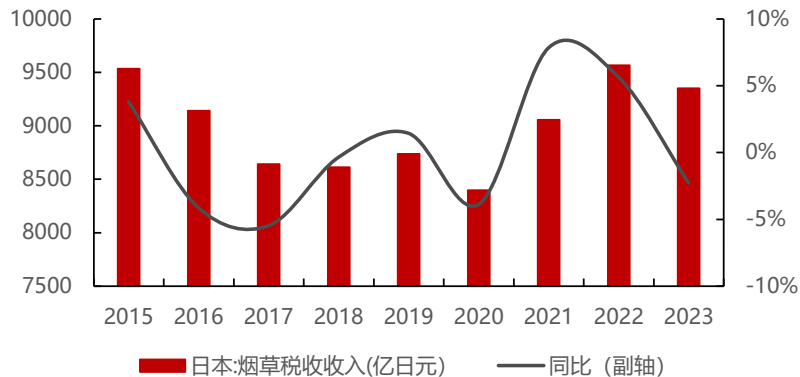
05 加热不燃烧兼顾减害&税收收益，受欢迎度已获得市场验证

- **核心原因：**减少烟草带来的伤害&保持烟草吸食原味，亦兼顾税收收益。据日本财务省于2023年公布的年度会计预算决算收入，2023年全年日本烟草税收收入达到9350亿日元。
- **减害属性：**与传统卷烟相比，HNB等新型产品的风险和危害显著降低，HNB烟支使用中有害物质减少90%以上。
- **客群属性：**雾化客群以新烟民或接触烟草不久的人群为主，HNB客群以老烟民为主。
- 据PMI年报披露，截至23年末，IQOS用户总数估计约为2860万，与2023年9月相比增加了120万，反映了正常的季节性季度趋势，其中约2090万人已改用IQOS并戒烟。

图表：全球IQOS用户数（百万人）



图表：日本烟草税会计预算决算收入（亿日元）



资料来源：PMI官网，民生证券研究院

国内：迈进有序管理时代，企业积极求变

- 随着《管理办法》、国家标准以及相关配套措施的陆续出台，中国市场进入了有序管理的时代，有利于行业的长期健康发展。同时《罚没烟草物品管理办法》、《电子烟生产经营主体申请许可证办事须知》以及《电子烟交易管理细则（试行）》等一系列法规文件的陆续发布，也表明中国电子烟市场进入了规范管理的新阶段。这些法规明确了电子烟产品的种类和来源的判定方法，规范了许可证的申请流程，以及交易管理的具体内容。此举有助于促进行业的长期健康发展，同时也意味着电子烟行业将面临更加严格的合规要求，与传统烟草制品面临同等融资环境。

图表：我国电子烟管理近期主要政策梳理

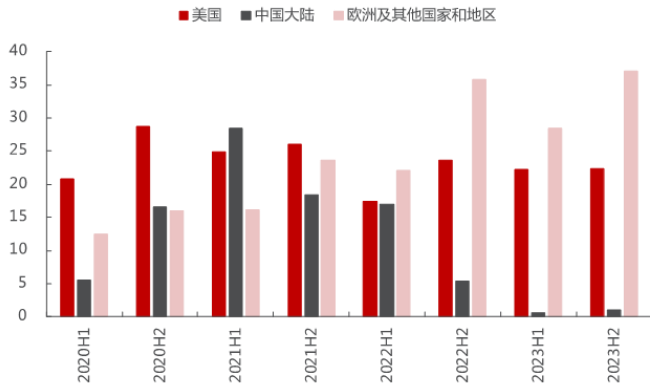
时间	部门	文件名称	核心内容
2023年9月27日	国家烟草专卖局、财政部	《罚没烟草物品管理办法》	1) 通过一系列方法如真伪鉴别和质量检验等判定电子烟产品的种类和来源2) 对合法真品且列在全国电子烟销售目录内的采用变卖方式进行处理3) 对其他非法或不符合规定的电子烟产品及其配件，经上级烟草专卖局批准，将直接销毁，并保留相关记录以备查。
2024年2月5日	国家烟草专卖局	《电子烟生产经营主体申请许可证办事须知》	1) 许可证的申请类型包括新办申请（含重新申领许可证）、变更申请、延续申请以及停业申请、恢复营业申请、歇业申请、补办申请。
2024年4月25日	国家烟草专卖局	《电子烟交易管理细则（试行）》修订	1) 明确了各类型电子烟交易的交易主体2) 完善了总量管理的具体内容，对第十八条总量管理内容进行充实完善3) 规范专用术语和标准化用语使用4) 新增部分管理要求，新增第十九条关于生产企业开展市场营销活动备案相关要求5) 删除与交易管理无关的技术性处理内容。
2024年4月26日	国家烟草专卖局	《电子烟产品技术审评实施细则》修订	1) 根据电子烟产品技术审评的适用范围，删除了出口电子烟产品有关条款2) 对申请人提交资料的要求和其诚信义务进行了细化3) 新增部分管理要求，如增加第二十一条第五款

资料来源：国家烟草专卖局，国务院，人民日报，两个至上，民生证券研究院

国内：迈进有序管理时代，企业积极求变

- 思摩尔国际：本地化运营叠加监管加强执法力度，美国地区实现收入增长。** 23年全年收入111.68亿元，同比减少8.04%，全球市占率下降至12.41%，同比减少5.7%，下半年公司收入60.46亿元，同比减少6.87%。分客户：全年企业客户/零售客户收入同比变动-12.7%/+26.0%至93.21/18.47亿元，收入占比83.5%/16.5%。分区域：2023年海外/国内销售占比98.5%/1.5%；23H1/23H2海外收入占比分别为98.79%/98.33%，收入同比分别增加27.96%/0.01%；其中，一方面得益于公司积极的海外政策，通过搭建本地化营销团队及门店管理系统，提升产品上架率，同时加强海外供应链建设（截至2023年1月31日公司已建立5个海外仓库），提升交付速度；另一方面，大客户VUSE市占率持续位居美国第一（2023年12月美国市场份额为42%），叠加FDA持续对不合规产品的打击，美国地区全年收入同比增加8.28%。

图表：思摩尔国际各地区年度营业收入（亿元）

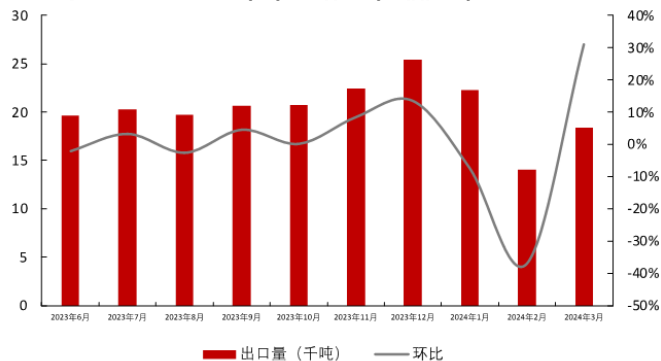


资料来源：思摩尔国际公司公告

国内：迈进有序管理时代，企业积极求变

- **2023年电子烟出口规模持续增长，市场覆盖面积进一步扩大。**据中国海关总署公布的数据，2023年中国电子烟出口规模再次取得显著增长，出口电子烟110.8亿美元，同比增长12.48%。2023年，中国电子烟的总出口量23.3万吨，相较于2022年的16.28万吨，同比增长43.37%。2023年中国电子烟平均出口单价47.50美元/千克。尽管总出口额和数量都呈现出强烈的增长趋势，但2023年中国电子烟的平均出口单价却下降了21.55%。这或许反映了国际市场对电子烟产品价格的敏感性，制造商为争夺市场份额而采取的价格竞争策略。2023年，中国电子烟的市场覆盖面进一步扩大，已经出口至全球167个国家及地区，较2022年增加了10个。2023年中国电子烟的出口规模依然强劲增长，市场格局不断调整，而价格方面的下降则可能引发行业内的深入思考和战略调整。

图表：中国电子烟出口量（吨）及增速（右轴，%）



资料来源：两个至上，民生证券研究院

06. 风险提示

- 1) 宏观方面：需求恢复不及预期的风险。**若消费恢复不及预期，轻工行业企业可能面临相关下游需求不及预期的风险。
- 2) 行业方面：行业内部竞争加剧的风险。**经济承压带来家居、造纸、消费等行业内部竞争加剧，挤压企业利润。
家居：房地产复苏不及预期的风险；各企业渠道拓展不及预期的风险。**出口：**下游需求不及预期的风险，若欧美消费不及预期，外销企业业绩或承压；行业内部竞争加剧的风险，若跨境电商等行业竞争加剧，或挤压企业利润；海运费及汇率大幅波动的风险。**造纸：**下游需求不及预期的风险；自然灾害引起浆产能下降的风险。**包装：**行业竞争加剧风险，对核心客户依赖度过高风险；**消费类轻工：**宏观经济复苏不及预期的风险；消费信心复苏不及预期的风险。

THANKS 致谢

民生轻工&中小盘研究团队：



分析师 徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮件：xuhaoliang@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 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, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。