

➤ **家居：内销整体承压，外销延续高景气度。定制：**24H1 营收/净利同降 8%/14%，定制企业降本增效同时亦让利区域经销商，零售端客流承压，通过大家居+品类拓展，整装+线上+拎包多渠道引流，积极布局海外，研究旧改产品和模式，为存量房市场提前布局。**软体：**24H1 营收/净利同比+6%/-1%，海外补库+存量更新需求提升，表现优于定制。线上加大新兴渠道投入，线下拓店/门店优化，提升连带率和客单值，加大低线市场投入获客。**短期：**以旧换新政策落地进行时，或利好 Q4 销量。看好更多地产利好政策出台，改善性住房需求释放，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。**

➤ **出口链：欧美补库较为谨慎，海运费波动影响跨境电商企业利润释放。**24H1 美国家具店销售额/零售商库存分别同比下滑 3.65%/9.35%，24Q3 大选或带来一定政策不确定性，客户补库较为谨慎，但美国新房销售数据良好或带来后续家居需求。24H1 跨境电商景气延续，但海运费波动一定程度影响利润释放。

➤ **造纸：浆价持续上行，特种纸企业绩整体优于工业纸企。工业纸：**展望 24Q3，针阔价差进一步提升（截至 24 年 9 月 6 日针阔现货价差为 1280 元/吨，较 24 年中增加 630 元/吨），但阔叶浆或在下游产能利用率提升+针叶浆价的带动下在 Q4 涨价，同时下游需求恢复推升纸价。文化纸需求较为刚需，招标季来临有望进一步涨价；24 年为白卡纸产能投放周期后第一年（24 年总产能 1700 万吨，较 2021 年增加 525 万吨），竞争仍较激烈，且社会库存为 21 年来最高点（264 万吨），纸价承压；箱板瓦楞纸需求虽然稳定增长，但行业整体开工率仍然较低（截至 2024 年 9 月 6 日，箱板纸/瓦楞纸产能利用率分别为 64.61%/62.01%），头部纸企涨/降价函次第发出，虽然下半年为旺季，但在库存高企背景下纸价上涨弹性有限。溶解浆格局相对较优，浆价伴随木浆同步上行。Q3 纸企成本或达全年最高，文化纸价下行情况，工业纸纸企盈利 Q3 或继续承压。随着低价浆逐渐入库以及纸品在 Q4 全面进入旺季有望在四季度盈利实现修复，**推荐太阳纸业/岳阳林纸/山鹰国际。特种纸：**展望 Q3，各纸企受益于产能逐步落地，收入有望再上一层台阶；Q3 特种纸价格持续企稳，需求亦逐步恢复，纸企盈利水平有望稳中有增，**建议关注华旺科技/仙鹤股份/五洲特纸/冠豪高新。**

➤ **包装：纸包头部企业显韧性，金属包装企业盈利持续向好。**展望 24Q3，看好国内外经济持续恢复下，包装环节盈利修复。**纸包方面：**继续关注头部企业，下半年为需求旺季，裕同科技大客户推出 AI 产品有望带动销量快速增长；成本方面白卡纸产能投放较多，纸价持续处于低位（四年分位数为 9.6%）。**金属包装方面：**二片罐价格提涨，铝锭、马口铁价格下行（截至 24 年 8 月 30 日镀锡板/铝锭价格较上月同比分别下降 3.14%/3.33%），单罐盈利有望改善；下游需求韧性较强，我们认为即使在当前消费降级的背景下，仍然保持相对稳定。**标的层面，继续推荐纸包龙头裕同科技，建议关注金属包装龙头昇兴股份、奥瑞金。**

➤ **消费类轻工：新型烟草国外渗透率提升，潮流玩具在内的“情绪”“新消费”势高增。**24H1 我国社会消费品零售总额同比上升 4.20%，文化办公用同比下降 4.53%，差于大盘；同时我国物价呈现平稳&下沉趋势，24H1 我国 CPI 同比下滑 0.55%；线下流量减少，消费者对于性价比&功能性&创新性的要求进一步提升，企业需要在产品品质&经营效率方面精益求精。**新型烟草：**出口有望向合规企业集中，国外渗透率持续提升。**文具：**晨光股份各项业务稳健，产品结构升级&内部管理双管齐下，海外业务有望打开新增长点。**潮玩/新消费：**经济欠景气时代，提供情绪价值的潮流玩具逆势成为 24H1 高增品类，泡泡玛特海外本土化建设优异，24H1 海外业务收入同增 260%。

➤ **投资建议：家居：**推荐质地&筹码优的龙头家居企业欧派家居/慕思股份/顾家家居/志邦家居。**出口：**推荐致欧科技/恒林股份。**造纸：**推荐太阳纸业；建议关注华旺科技、仙鹤股份。**文具：**推荐晨光股份，各项业务稳健增长，新业态放量。**潮玩：**推荐海外业务高增的泡泡玛特。**包装：**推荐纸包龙头裕同科技。**新型烟草：**建议关注盈趣科技、思摩尔国际。

➤ **风险提示：**地产销售不及预期，原材料价格大幅上涨，消费复苏不及预期。

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 杜嘉欣

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

## 相关研究

- 1.家居行业系列报告六：日本家居企业如何度过地产低谷期，家居产业链框架再梳理-2024/08/25
- 2.轻工行业 2024Q2 持仓分析：消费景气承压致家居&造纸持仓下行，出海链更具韧性-2024/07/22
- 3.纸浆行业深度：紊乱的节奏，不变的周期-2024/07/17
- 4.轻工行业 2024 年中期投资策略：跨境主线延续，内需静候反转-2024/06/17
- 5.“碳中和”事件点评：CCER 开启审批，碳数据国际互认进一步打开碳价上行空间-2024/06/13

# 目录

<b>1 家居：内需承压，外销延续高景气度</b>	<b>3</b>
1.1 行业：房地产市场承压，家具零售韧性凸显	3
1.2 定制家居：多元化引流，盈利能力提升	4
1.3 软体家居：外销补库+内销存量需求提升，表现更优	9
1.4 投资建议	12
<b>2 出口链：欧美库存较为谨慎，跨境电商企业收入高增但利润受海运运费等多重因素扰动</b>	<b>13</b>
2.1 24H1 美国家居销售持续承压，库存小幅下滑，新房火热或带来后续家居需求	13
2.2 投资建议	15
<b>3 造纸：浆价持续上行，特种纸企业业绩整体优于工业纸企</b>	<b>16</b>
3.1 工业纸：造纸盈利承压，一体化龙头业绩靓丽	16
3.2 特种纸：新产能释放带动收入增长，盈利边际变化不一	21
3.3 投资建议	22
<b>4 消费类轻工：潮玩等新消费热度好于传统消费，个护盈利改善，新型烟草国外渗透率提升</b>	<b>24</b>
4.1 文具：传统文具需求不及预期，消费者对于产品性价比&功能性&创新性要求提升	24
4.2 潮玩/新消费：国内线下渠道转暖，海外业务持续高增	26
4.3 个护：原材料价格下降效果显现，消费升级+自主品牌打造驱动盈利回暖	33
4.4 新烟：出口赛道向合规企业集中，新型烟草海外渗透率持续提升凸显任性	36
4.5 投资建议	42
<b>5 包装：纸包头部企业显韧性，金属包装企业盈利持续向好</b>	<b>44</b>
5.1 纸包头部企业盈利修复，金属包装行业整体持续改善	44
5.2 投资建议	48
<b>6 投资建议</b>	<b>49</b>
<b>7 风险提示</b>	<b>50</b>
<b>插图目录</b>	<b>51</b>
<b>表格目录</b>	<b>52</b>

# 1 家居：内需承压，外销延续高景气度

## 1.1 行业：房地产市场承压，家具零售韧性凸显

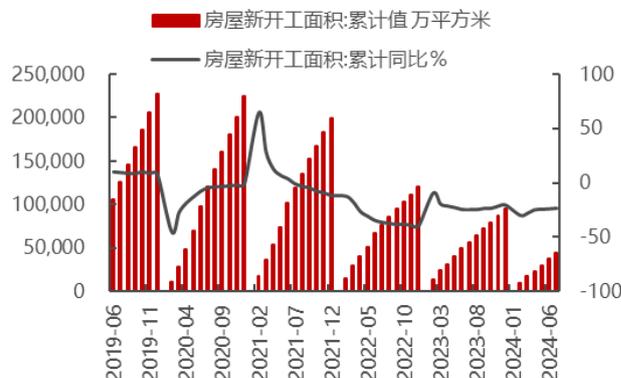
2024H1 地产压力较大，家具零售依然维持正增长态势。家具零售方面：24H1 家具零售额同比增长 2.6%。地产方面，竣工/销售/开工均承受较大压力：24H1 住宅竣工面积同比下滑 21.7%；24H1 住宅销售同比下滑 21.9%；新开工面积亦处于下行态势，24H1 同比下滑 23.7%。竣工承压下家具零售额同比依然正增长或因房屋交付到装修有时间延迟。

图1：2019年6月至2024年7月国内家具零售额及同比（%，右轴）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：2019年6月至2024年7月我国房屋新开工面积及同比（%，右轴）



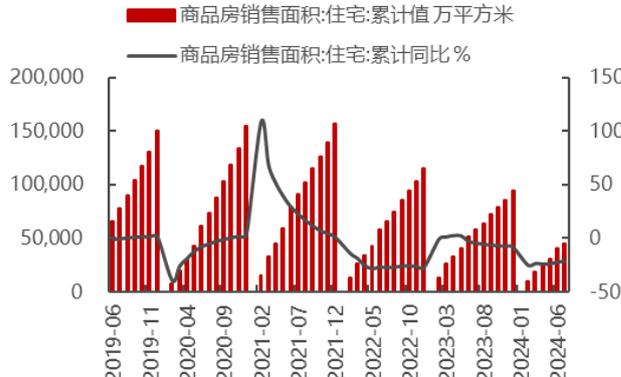
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：2019年6月至2024年7月我国房屋竣工面积及同比（%，右轴）



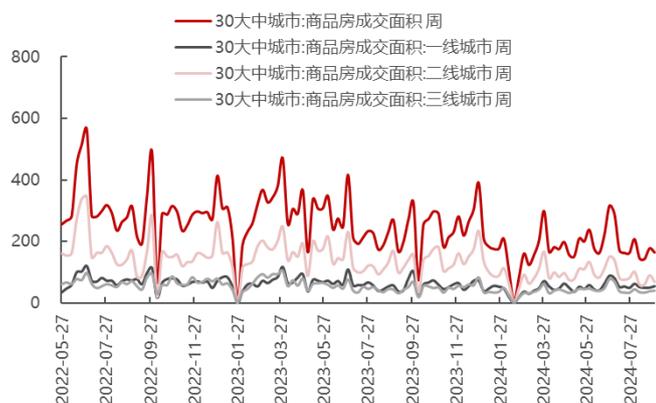
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：2019年6月至2024年7月我国商品房销售面积及同比（%，右轴）



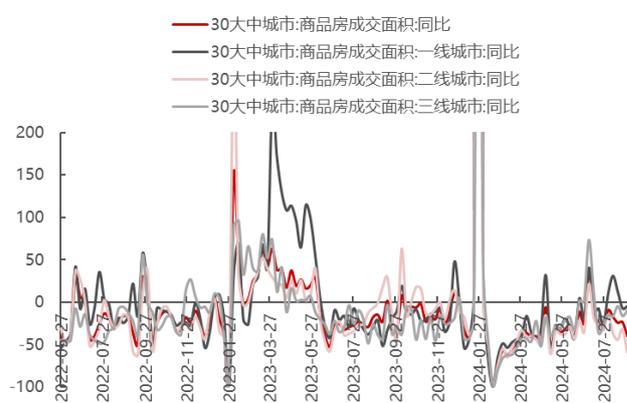
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：30大中城市商品房成交面积（万平方米）



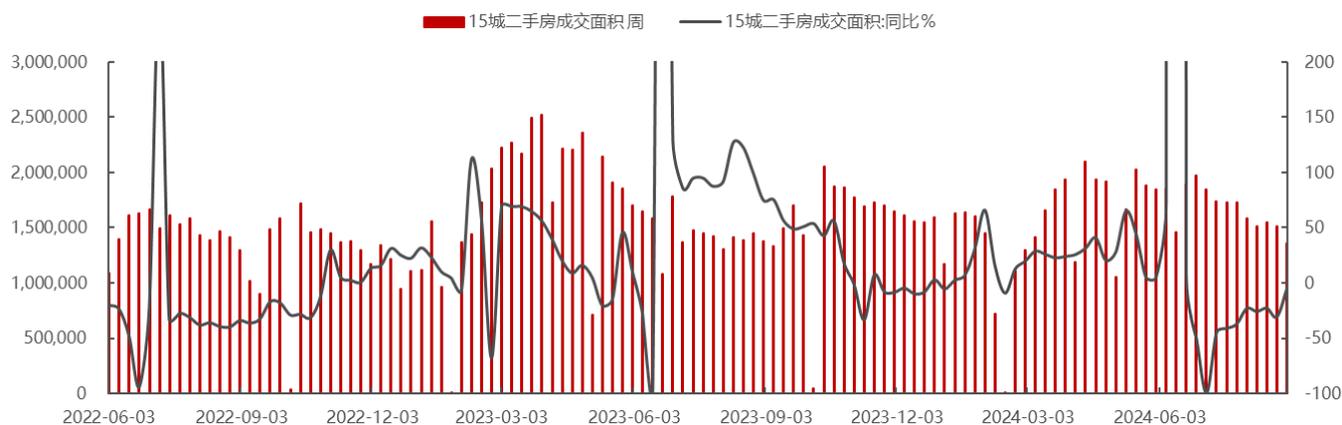
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：30大中城市商品房成交面积同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：15城二手房周度成交面积（平方米）及增速（%）



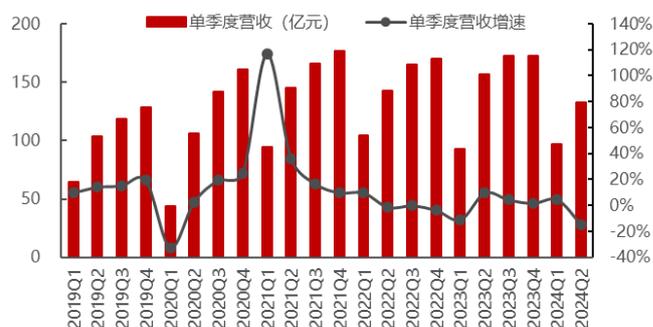
资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 定制家居：多元化引流，盈利能力提升

24Q2 定制企业同比/环比均承受较大压力。24H1 定制家居企业实现营收 229.71 亿元（数据为表 1 所列 10 家定制企业收入加总），同比下滑 7.82%。分季度看，22Q2/22Q3/22Q4/23Q1/23Q2/ 23Q3/23Q4/24Q1/24Q2 定制企业单季度营收同比变化 -1.40%/-0.14%/-3.69%/-10.94%/+9.66%/+4.28%/+1.72%/+4.46%/-15.08%。24Q2 收入下滑，一方面系新房/二手房销售降幅扩大；另一方面系消费信心不足延迟装修、线下客流分散、客户更为注重性价比等因素导致。对此家居龙头加速多渠道转型：1) 加大存量房市场流量获取：目前房地产销售中存量房占比越来越高，存量房装修相较于新房有流量更为分散的特点，各

定制企业积极布局拎包/社区店/电商引流等方式,探索面向存量房市场的产品和店面模型,为未来存量竞争打下基础,如索菲亚开发出拎包 2.0、旧改社区店、旧改服务中心等多种业务模式。**2) 积极拥抱整装:**欧派继续加码整装,推动整装业务同比增长 9%: 1) 持续推进整装渠道扩展; 2) 公司在部分区域推出 10 天交付模式,覆盖橱柜、衣柜、木门和卫浴等产品,旨在提高整装服务的响应速度和客户满意度; 3) 加速数字化赋能,通过 BIM、云计算等技术手段为整装渠道赋能,实现全链路降本增效;索菲亚 24H1 整装同比高增 44%,产品端推进“全品类整家”,将橱柜、木门、家居用品等整合到整装套餐中;渠道端加大和装企合作,通过公司直营整装与经销商合作装企等方式加大对前端流量的渗透,打造装企渠道的整家定制模式。

**图8: 定制家居企业营收及增速**

**图9: 定制家居企业单季度营收及增速**


资料来源: iFind, 民生证券研究院

资料来源: iFind, 民生证券研究院

**表1: 定制家居企业单季度营收 YoY**

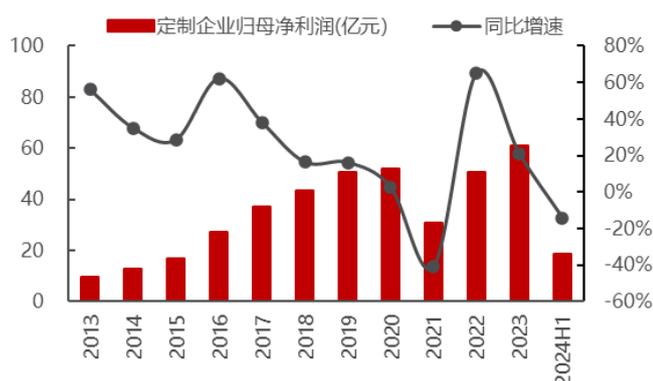
	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	金牌家居	我乐家居	皮阿诺	顶固集创	江山欧派
2021Q1	130.7%	130.6%	110.3%	109.1%	203.0%	81.5%	44.3%	92.3%	251.8%	57.7%
2021Q2	38.6%	41.8%	10.8%	36.5%	72.9%	49.9%	35.0%	49.2%	35.9%	22.5%
2021Q3	30.1%	15.9%	-6.1%	23.2%	35.9%	13.5%	7.9%	-4.8%	48.2%	-8.3%
2021Q4	20.6%	-2.9%	0.7%	24.7%	21.2%	19.9%	-17.4%	4.8%	29.1%	-12.1%
2022Q1	25.6%	13.5%	-22.9%	11.2%	8.4%	17.2%	13.2%	-31.8%	8.0%	3.5%
2022Q2	13.2%	9.6%	-31.1%	4.1%	-18.4%	2.4%	-15.3%	-32.0%	-15.8%	-16.4%
2022Q3	6.0%	7.1%	-26.7%	4.8%	-19.8%	18.5%	-7.2%	-14.2%	-24.4%	7.0%
2022Q4	2.8%	4.0%	-27.6%	2.3%	-25.5%	-13.3%	2.1%	-7.0%	-22.7%	14.5%
2023Q1	-13.8%	-9.7%	-25.5%	6.2%	-43.5%	1.1%	-16.9%	-24.2%	22.2%	39.0%
2023Q2	13.0%	5.6%	3.5%	17.1%	-20.0%	8.0%	20.1%	15.7%	17.7%	17.9%
2023Q3	2.2%	9.6%	-0.9%	9.9%	-9.8%	-1.6%	8.6%	-11.8%	22.4%	17.1%
2023Q4	0.1%	5.4%	-10.7%	16.9%	-9.1%	3.2%	-4.0%	-17.7%	17.6%	3.7%
2024Q1	1.4%	17.0%	-4.0%	1.8%	15.9%	11.4%	6.3%	-2.6%	-1.6%	-8.2%
2024Q2	-20.9%	-4.1%	-26.1%	-6.9%	-16.7%	-5.6%	-20.3%	-29.2%	-7.9%	-11.3%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

**行业出现价格战, 定制企业降本增效同时亦让利区域经销商。2024H1 定制家**

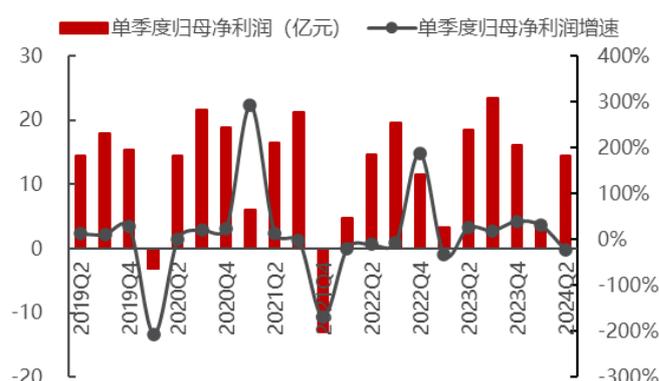
居企业实现归母净利润 18.61 亿元，同减 14.03%，24Q2 实现归母净利润 14.38 亿元，同减 21.91%。分季度看，22Q1/22Q2/22Q3/22Q4/23Q1/23Q2/23Q3/23Q4/24Q1/24Q2 定制企业单季度归母净利润同比变化 -19.5%/-11.0%/-8.1%/+188.7%/-32.7%/+25.5%/+19.4%/+39.6%/+30.8%/-21.9%。毛利率方面，24H1/24Q2 定制家居企业毛利率同比变动-0.02/-0.06pct；费用率方面，2024H1 欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居费用率同比变动+3.99/-0.83/+3.38/-0.61pct。**二季度定制公司毛利率基本稳定，降本增效对冲消费下行影响。**24H1 虽然各家加码降本增效，但因为对经销商扶持力度加大且推出高性价比产品，故整体毛利率未延续过去两年快速增长势头；其中欧派/索菲亚通过降本增效，整体毛利率略有提升，与此同时公司增加低价引流品，且低利润率的整装业务占比提升，故整体净利率基本维持稳定；志邦伴随规模体量提升，整体毛利率亦有一定改善，不过因为市场投入增加，销售费用率提升约 1pct；金牌毛利率下行主因低毛利率的大宗和木门业务占比提升。

图10：定制企业归母净利润及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：定制企业单季度归母净利润及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

**表2：定制家居企业单季度归母净利润 YoY**

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	金牌家居	我乐家居	皮阿诺	顶固集创	江山欧派
2020Q1	-210.3%	-115.5%	-589.3%	-241.3%	-144.8%	-66.5%	230.5%	-74.1%	-3812.5%	259.4%
2020Q2	9.2%	26.5%	-82.3%	21.4%	-14.9%	8.6%	0.6%	3.7%	21.8%	37.3%
2020Q3	28.9%	7.7%	5.1%	19.8%	-8.2%	40.1%	41.8%	14.1%	-88.6%	80.4%
2020Q4	32.8%	38.5%	-77.4%	104.9%	-6.8%	30.4%	75.1%	43.1%	-54.5%	39.1%
2021Q1	340.0%	812.3%	105.1%	213.2%	328.8%	587.8%	458.4%	795.1%	158.0%	-11.7%
2021Q2	30.1%	-8.7%	5.7%	6.1%	5.1%	-22.3%	-9.7%	36.3%	-16.5%	47.9%
2021Q3	14.6%	13.7%	-75.4%	0.9%	-7.2%	-18.1%	-33.9%	-2.1%	904.2%	-36.0%
2021Q4	-9.8%	-246.7%	-93.9%	3.9%	-274.9%	24.9%	-370.7%	-1315.4%	-1482.2%	-130.0%
2022Q1	3.9%	-2.9%	-1366.8%	1.4%	3.9%	-31.2%	15.7%	-46.9%	-73.1%	67.5%
2022Q2	-0.5%	-9.3%	-101.4%	5.3%	-14.7%	45.6%	-34.2%	-34.6%	-15.0%	-57.6%
2022Q3	-11.7%	-2.8%	59.9%	6.0%	167.0%	0.9%	8.3%	-27.7%	-43.9%	-175.4%
2022Q4	26.4%	135.9%	2757.4%	8.0%	129.9%	-37.5%	117.7%	104.7%	87.6%	-867.6%
2023Q1	-39.8%	-8.9%	4.9%	0.5%	-70.7%	8.2%	-50.7%	-120.7%	22.3%	5.6%
2023Q2	28.1%	32.9%	6599.1%	20.0%	-14.0%	-29.9%	97.8%	-10.8%	-27.0%	36.3%
2023Q3	21.1%	15.6%	-5.6%	8.2%	-63.3%	24.8%	75.7%	-44.1%	-29.8%	274.5%
2023Q4	4.0%	18.4%	-20.1%	10.8%	-22.4%	11.8%	-93.7%	-42.3%	29.1%	129.9%
2024Q1	43.0%	58.6%	9.2%	-8.4%	5.3%	11.2%	185.8%	-112.3%	-296.3%	-50.8%
2024Q2	-21.3%	1.0%	-159.9%	-20.5%	-55.6%	-24.4%	-50.3%	-65.3%	-73.2%	-8.7%

资料来源：iFind，民生证券研究院

**零售业务方面：**2024年上半年竣工面积同减21.7%，家居行业传统门店客流急剧缩减，行业部分经销商转型步伐缓慢，经营困难，头部家居企业单店收入多处于下滑状态。**从单店收入来看**，24H1 欧派家居/索菲亚/志邦家居/好莱客/金牌家居/我乐家居单店收入分别同比变动-24.35%/+7.59%/-16.97%/-3.47%/-12.61%/-11.30%。**受制于地产景气度下行叠加居民消费力下行，同店收入出现明显下行，其中客流下降是关键，对此终端经销商 1) 通过多品类销售，2) 增加线上导流，部分对冲不利影响；值得注意的是，索菲亚单店收入增长主要伴随渠道调整趋于尾声（门店数量从24年初3767降至24中报3557家），且增加如厨电等新品类扩展，带动单店收入逆势扩张。**

表3：定制企业单店收入拆分

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
欧派家居	零售收入 (亿元)	82.99	95.53	109.03	115.83	162.67	182.88	184.03	67.30
	门店数	5908	6708	7062	7112	7475	8676	8716	8329
	YoY	-	13.54%	5.28%	0.71%	5.10%	-	15.72%	10.58%
	单店收入 (万元)	-	151.45	158.37	163.44	223.04	210.78	211.14	80.80
	YoY	-	-	4.57%	3.20%	36.47%	-	0.17%	-24.35%
索菲亚	零售收入 (亿元)	58.43	66.45	66.74	67.82	87.03	95.02	99.42	40.72
	门店数	3195	3718	3952	4409	4863	4100	3767	3557
	YoY	-	16.37%	6.29%	11.56%	10.30%	-15.69%	-8.12%	-4.97%
	单店收入 (万元)	-	192.25	174.02	162.24	187.72	212.03	252.76	114.49
	YoY	-	-	-9.49%	-6.77%	15.71%	12.95%	19.21%	7.59%
志邦家居	零售收入 (亿元)	16.44	18.61	21.31	24.62	31.52	32.96	35.95	13.41
	门店数	1759	2363	2827	3232	3742	4231	4583	4931
	YoY	-	34.34%	19.64%	14.33%	15.78%	13.07%	9.04%	7.73%
	单店收入 (万元)	-	90.30	82.14	81.26	90.39	82.69	81.56	27.20
	YoY	-	-	-9.04%	-1.07%	11.24%	-8.52%	-1.36%	-16.97%
好莱客	零售收入 (亿元)	18.31	20.89	21.17	20.09	25.43	23.00	20	7.50
	门店数	1511	1766	1795	2017	2033	1817	1896	1761
	YoY	-	16.88%	1.64%	12.37%	0.79%	-10.62%	4.35%	-8.28%
	单店收入 (万元)	-	127.48	118.88	105.43	125.57	119.48	105.09	42.58
	YoY	-	-	-6.74%	-11.32%	19.10%	-4.85%	-12.04%	-3.47%
金牌家居	零售收入 (亿元)	12.42	14.21	15.35	16.00	20.70	19.60	19.77	6.92
	门店数	1250	1759	2144	2493	3062	3729	3909	3909
	YoY	-	40.72%	21.89%	16.28%	22.82%	21.78%	4.83%	-2.74%
	单店收入 (万元)	-	94.44	78.65	69.01	74.54	57.73	51.77	17.70
	YoY	-	-	-16.72%	-12.26%	8.02%	-22.55%	-10.32%	-12.61%
我乐家居	零售收入 (亿元)	8.77	9.87	10.86	11.89	13.94	14.95	14.72	5.47
	门店数	1062	1283	1207	1302	1557	1657	1679	1655
	YoY	-	20.81%	-5.92%	7.87%	19.59%	6.42%	1.33%	-3.67%
	单店收入 (万元)	-	84.19	87.22	94.79	97.49	93.01	88.27	33.04
	YoY	-	-	3.59%	8.68%	2.85%	-4.60%	-5.09%	-11.30%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

**谨慎推进大宗业务，保证回款安全性。**各定制企业大多对大宗业务保持谨慎态度，以账款安全性为第一考虑要素，积极拓展国央企客户，并着力开拓养老、酒店、学校、医院等非住宅项目。大宗业务成为部分定制企业收入增长的动力。如志邦家居/索菲亚/好莱客 24H1 大宗业务分别同增 8.22%/14.68%/72.61%。

**表4：定制企业大宗业务收入及占比**

		2022A	2023A	2023H1	2024H1
欧派家居	收入 (亿元)	34.95	35.86	14.85	14.99
	yoy	-	2.61%	-	0.97%
	营收占比	15.55%	15.74%	15.36%	17.84%
索菲亚	收入 (亿元)	15.25	14.51	6.39	7.33
	yoy	-	-4.86%	-	14.68%
	营收占比	13.59%	12.44%	13.47%	14.87%
志邦家居	收入 (亿元)	16.57	20.09	5.60	6.06
	yoy	-	21.22%	-	8.22%
	营收占比	30.75%	32.84%	24.35%	27.40%
金牌家居	收入 (亿元)	12.80	12.76	12.76	6.00
	yoy	-	-0.29%	-	-52.96%
	营收占比	36.02%	35.00%	35.99%	40.68%
江山欧派	收入 (亿元)	21.81	25.51	10.82	9.96
	yoy	-	16.97%	-	-7.96%
	营收占比	67.97%	68.26%	71.18%	75.11%
好莱客	收入 (亿元)	4.18	2.10	0.75	1.30
	yoy	-	-49.89%	-	72.61%
	营收占比	14.82%	9.26%	8.17%	14.78%
我乐家居	收入 (亿元)	1.62	2.14	0.86	1.01
	yoy	-	32.59%	-	17.68%
	营收占比	9.71%	12.53%	11.63%	15.32%
顶固集创	收入 (亿元)	3.01	5.27	2.90	2.38
	yoy	-	74.93%	-	-17.67%
	营收占比	28.06%	41.02%	53.40%	41.57%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

### 1.3 软体家居：外销补库+内销存量需求提升，表现更优

**海外补库+存量更新需求提升，软体企业表现更优。**2024H1 重点软体家居企业实现营收 228.21 亿元(数据为表 5 所列 7 家软体企业收入加总),同增 5.61%，分季度看, 22Q2/22Q3/22Q4/23Q1/23Q2/23Q3/23Q4/24Q1/24Q2 软体企业单季度营收同比变化 +1.5%/-7.9%/-18.7%/-12.5%/+8.0%/+11.2%/+20.0%/+14.7%/-1.4%。

图12：软体家居企业收入及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：软体家居企业单季度收入及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

**终端需求承压，软体头部企业通过发力线上及下沉渠道获取多元流量。线上方面**，各企业在稳固传统天猫、京东渠道的同时，重点开拓抖音、快手、小红书等新兴渠道，同时借助线上向线下引流，赋能经销商，线上收入增速普遍高于整体，2024H1 喜临门/慕思股份线上实现收入 18.04/10.31 亿元，同增 22%/29%。**下沉渠道方面**，软体家具价格带较宽，且近年来消费者更为理性，对产品性价比要求更高，各软体企业也加大了对下沉市场的布局，如喜临门通过喜眠品牌布局下沉市场，主打年轻化和性价比；顾家家居出于品牌协同剥离天禧派，并主推乐活系列布局下沉市场。

表5：软体家居企业单季度营收增速

	顾家家居	慕思股份	喜临门	梦百合	麒盛科技	中源家居	匠心家居	软体行业
2022Q1	20.0%	0.2%	12.4%	13.5%	14.1%	-16.2%	1.1%	12.8%
2022Q2	5.7%	-3.8%	18.5%	-3.5%	2.2%	-37.1%	-39.0%	1.5%
2022Q3	-8.9%	-4.2%	10.3%	-10.2%	-20.2%	-31.8%	-35.6%	-7.9%
2022Q4	-17.0%	-24.9%	-23.1%	-3.9%	-30.1%	-32.2%	-18.8%	-18.7%
2023Q1	-12.9%	-23.1%	4.5%	-20.7%	-6.4%	-3.8%	-7.4%	-12.5%
2023Q2	10.0%	-4.3%	6.2%	-2.0%	19.9%	54.2%	61.7%	8.0%
2023Q3	10.8%	0.3%	6.0%	6.5%	27.2%	85.0%	55.8%	11.2%
2023Q4	19.5%	6.9%	24.4%	16.0%	30.0%	88.7%	32.0%	20.0%
2024Q1	10.0%	25.5%	20.0%	7.1%	8.5%	67.5%	30.7%	14.7%
2024Q2	-7.4%	-1.0%	-6.0%	11.9%	-15.0%	46.2%	25.2%	-1.4%

**降本增效持续推进，企业盈利能力提升。**2024 年 H1 重点软体家居企业实现归母净利润 19.29 亿元，同减 1%。分季度看，22Q2/22Q3/22Q4/23Q1/23Q2/23Q3/23Q4/24Q1/24Q2 软体家居企业单季度归母净利润同比变化 +24.4%/+33.3%/-59.0%/-12.1%/+26.1%/+16.9%/+139.5%/+20.6%/-

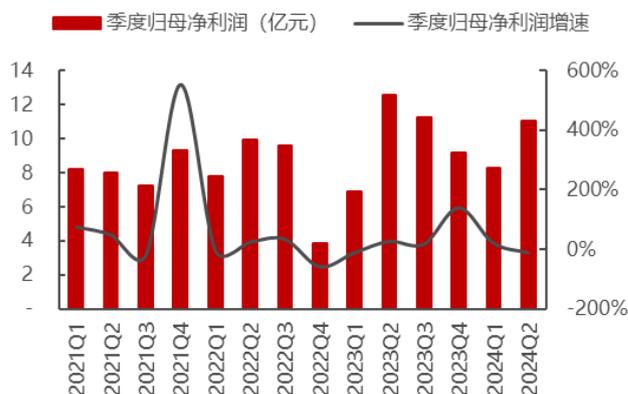
12.6%，其中 23Q4 增速较高主要系喜临门及梦百合合同期基数影响。2023 年软体龙头企业通过降本增效、提升客单值等方式，推动毛利率上行进而提升净利率。慕思股份在内部经销商改革及宏观环境存在不确定性的背景下，以保利润为主，24Q2 慕思股份毛利率同减 0.95pct，不过当期公司费用投放规划未考虑持续恶化的终端形势，费用投放未带来有效的收入增长，期间费用率同增 2.49pct；喜临门毛利率略有下行，主因低毛利率的国际业务和酒店业务占比提升，期间费用率同增 1.68pct，主要受到汇兑影响财务费用提升 1.3pct，就销售和管理费用率看，基本维持稳定；顾家家居 24Q2 毛利率同增 1.97pct，主因 1) 主业降本增效，同时海外基地开工率提升；2) spo&跨境电商占比提升；期间费用率同增 3.22pct，主因公司增加费用投放。

图14：软体家居归母净利润及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：软体家居单季度归母净利润及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

表6：软体家居企业单季度利润增速

	顾家家居	慕思股份	喜临门	梦百合	麒盛科技	中源家居	匠心家居	软体行业
2021Q1	25.6%	-	255.5%	-31.2%	3.2%	418.2%	19.6%	74.9%
2021Q2	43.9%	-	37.5%	-162.3%	6.9%	-79.4%	274.7%	47.8%
2021Q3	7.2%	-	13.4%	-199.0%	88.8%	-107.5%	28.9%	-20.4%
2021Q4	359.6%	-	38.8%	-388.9%	27.1%	-494.0%	21.3%	554.1%
2022Q1	15.1%	-9.1%	-36.2%	-44.2%	-21.8%	-58.8%	-15.8%	-5.0%
2022Q2	15.5%	-3.7%	24.5%	213.8%	-34.2%	-74.1%	52.8%	24.4%
2022Q3	10.1%	36.6%	8.5%	108.0%	-40.7%	-662.3%	-1.8%	33.3%
2022Q4	-4.1%	3.7%	-181.9%	39.9%	-233.5%	-50.4%	24.5%	-59.0%
2023Q1	-9.7%	-18.4%	14.3%	-45.6%	-57.4%	148.2%	8.7%	-12.1%
2023Q2	16.9%	39.1%	-3.1%	53.0%	136.1%	860.8%	22.1%	26.1%
2023Q3	12.7%	37.5%	-0.8%	1.5%	-6.2%	251.7%	43.9%	16.9%
2023Q4	23.5%	0.1%	125.5%	89.0%	113.5%	76.4%	9.9%	139.5%
2024Q1	5.0%	39.5%	20.2%	18.2%	88.0%	1.6%	58.0%	20.6%
2024Q2	-9.1%	-8.9%	-0.6%	-59.5%	-59.0%	-125.4%	31.9%	-12.1%

资料来源：iFind，民生证券研究院

## 1.4 投资建议

**定制：**24H1 营收/净利同降 8%/14%，定制企业降本增效同时亦让利区域经销商，零售端客流承压，通过大家居+品类拓展，整装+线上+拎包多渠道引流，积极布局海外，研究旧改产品和模式，为存量房市场提前布局。**软体：**24H1 营收/净利同比+6%/-1%，海外补库+存量更新需求提升，表现优于定制。线上加大新兴渠道投入，线下拓店/门店优化，提升连带率和客单值，加大低线市场投入获客。**短期：**以旧换新政策落地进行时，或利好 Q4 销量。看好更多地产利好政策出台，改善性住房需求释放，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。

## 2 出口链：欧美库存较为谨慎，跨境电商企业收入高增但利润受海运费等多重因素扰动

### 2.1 24H1 美国家居销售持续承压，库存小幅下滑，新房火热或带来后续家居需求

24H1 美国家具店销售额/零售商库存分别同比下滑 3.65%/9.35%，24H1 美国家具批发商销售额/批发商库存分别同比下滑 7.27%/3.26%。我们观察到进入 24 年以来，美国家居库存水平月度降幅缩窄，或意味着后续补库值得期待；但 24Q3 美国大选带来一定未来政策不确定性，叠加 23Q4 “红海事件” 后海运费波动较大，美国品牌商/批发商或在库存方面较为谨慎。值得注意的是，美国新房销售数据火热，或带来后续家居需求：美国 24 年 7 月新屋销售总数年化化为 73.9 万户，为 2023 年 5 月以来的最高水平。

图16：美国家具店销售额及同比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图18：美国家具及家居摆设批发商销售额及同比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图17：美国家具、家用装饰、电子和家用电器零售商库存及同比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图19：美国家具及家居摆设批发商库存及同比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

出口链企业 24H1 总体呈现较高景气度，不同品类/企业之间存在差异。对传

统代工企业来说,为规避国际贸易摩擦风险,公司多针对全球主要市场布局产能,能够节降部分关税&有力承接客户订单转移。此外,在需求平稳的背景下,中国出海企业持续创新,深挖已有客户内部份额,并对外拓展新渠道、新客户,展现出了较强韧性。分品类看:办公椅方面,恒林股份 24H1/24Q2 分别实现收入 48.04/24.51 亿元,同比变动 31.86%/25.68%;永艺股份 24H1/24Q2 分别实现收入 20.52/11.95 亿元,同比变动 33.57%/42.37%。厨卫方面,订单端稳健增长,松霖科技 24H1/24Q2 分别实现收入 14.48/7.66 亿元,同比变动 3.77%/-3.00%;建霖家居 24H1/24Q2 分别实现收入 24.42/12.89 亿元,同比变动 29.80%/20.11%,公司大客户订单稳健增长,重点发力货值较高龙头产品有望持续贡献增量;器皿方面,热销款带动终端需求快速扩张,哈尔斯 24H1/24Q2 分别实现收入 13.93/8.18 亿元,同比变动 48.68%/42.44%;嘉益股份 24H1/24Q2 分别实现收入 11.64/7.32 亿元,同比变动 78.16%/78.13%;PVC 地板方面,天振股份 24H1/24Q2 分别实现收入 3.13/1.60 亿元,同比变动 24.31%/113.93%,主因 2023 年受到“溯源事件”影响基数较低,且公司已在中国、东南亚、美国等多地开展全球化产能布局&满足客户对供应链多元化需求,PVC 地板业务逐步恢复中。

表7: 出口链企业单季度营收增速

	致欧科技	恒林股份	永艺股份	匠心家居	乐歌股份	松霖科技	建霖家居	家联科技	哈尔斯	嘉益股份	盈趣科技	天振股份	西大门	浙江永强
2023 外销占比	98.5%	81.0%	74.5%	99.0%	92.2%	65.0%	76.4%	57.4%	82.1%	95.1%	78.2%	96.7%	66.4%	96.4%
2021Q3	-	8.7%	-4.5%	21.9%	20.0%	46.7%	14.0%	10.1%	25.4%	115.7%	18.8%	-	31.5%	156.1%
2021Q4	-	19.1%	8.3%	-1.9%	6.9%	49.0%	5.1%	15.0%	49.8%	49.8%	-25.9%	68.7%	20.1%	84.0%
2022Q1	-4.1%	35.7%	-5.5%	1.1%	15.8%	49.3%	6.7%	35.8%	15.7%	131.2%	-20.6%	51.9%	23.5%	15.2%
2022Q2	-19.3%	12.8%	-10.1%	-39.0%	6.4%	37.0%	-1.1%	111.8%	24.9%	97.1%	-50.9%	54.1%	-2.1%	20.7%
2022Q3	-4.8%	7.4%	-7.1%	-35.6%	8.6%	-2.7%	-18.0%	79.2%	2.5%	116.2%	-44.7%	-10.3%	8.9%	-29.1%
2022Q4	-3.9%	4.3%	-27.9%	-18.8%	16.2%	-29.1%	-30.3%	20.5%	-27.2%	120.4%	-32.7%	-64.0%	2.4%	-13.0%
2023Q1	-11.2%	20.8%	-30.9%	-7.4%	4.3%	-23.7%	-29.0%	-20.8%	-35.9%	32.5%	-32.5%	-80.3%	5.0%	-22.7%
2023Q2	-0.4%	25.7%	-30.2%	61.7%	12.3%	-14.0%	-11.6%	-24.3%	-21.4%	49.8%	-2.4%	-91.7%	38.1%	-73.6%
2023Q3	13.9%	27.1%	-1.4%	55.8%	31.9%	3.1%	22.1%	-21.1%	27.7%	51.8%	3.2%	-96.9%	26.1%	-68.5%
2023Q4	45.0%	28.3%	19.7%	32.0%	35.7%	13.7%	47.3%	24.2%	32.4%	29.2%	-7.8%	-91.4%	39.8%	-35.0%
2024Q1	45.3%	39.0%	23.0%	30.7%	40.8%	12.6%	42.7%	52.0%	58.6%	78.2%	-12.3%	-13.5%	38.3%	-6.7%
2024Q2	36.5%	25.7%	42.4%	25.2%	48.1%	-3.0%	20.1%	29.2%	42.4%	78.1%	-16.6%	113.9%	28.1%	50.7%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

出口链企业 24H 普遍受到海运费大幅波动影响,一定程度上影响对客户发货节奏/增加海运成本,叠加部分企业 23H1 获得部分汇兑收入,或影响 24H1 表现利润增速。办公椅方面,恒林股份 24H1/24Q2 分别实现归母净利润 2.20/1.17 亿元,同比变动-16.17%/-36.30%;永艺股份 24H1/24Q2 分别实现归母净利润

1.26/0.84 亿元，同比变动-11.01%/-7.30%。**厨卫方面**，松霖科技 24H1/24Q2 分别实现归母净利润 2.21/1.10 亿元，同比变动 83.69%/43.23%，产品结构优化下毛利率水平上升；建霖家居 24H1/24Q2 分别实现归母净利润 2.59/1.36 亿元，同比变动 62.82%/19.84%；**器皿方面**，哈尔斯 24H1/24Q2 分别实现归母净利润 1.29/0.97 亿元，同比变动 182.41%/131.46%；嘉益股份 24H1/24Q2 分别实现归母净利润 3.17/2.10 亿元，同比变动 94.56%/90.86%；**PVC 地板方面**，天振股份 24H1/24Q2 分别亏损 0.33/0.23 亿元（归母口径）。

**表8：出口链企业单季度归母净利润增速**

公司	致欧科技	恒林股份	永艺股份	匠心家居	乐歌股份	松霖科技	建霖家居	家联科技	哈尔斯	嘉益股份	盈趣科技	天振股份	西大门	浙江永强
2021Q3	-	-32.1%	-54.3%	29.0%	-57.6%	-9.5%	6.5%	-59.8%	102.8%	170.4%	5.6%	-	19.4%	8.8%
2021Q4	-	18.1%	-18.3%	21.3%	9.8%	17.3%	-28.0%	-34.2%	403.4%	-16.6%	-39.1%	42.6%	-17.1%	-574.3%
2022Q1	-29.4%	9.1%	-13.6%	-15.8%	-43.6%	-1.3%	-7.4%	57.2%	20.5%	177.6%	-39.4%	13.7%	8.2%	-41.6%
2022Q2	-12.7%	38.6%	50.3%	52.8%	116.1%	34.4%	34.7%	198.9%	209.6%	153.5%	-40.1%	353.6%	-22.8%	-36.7%
2022Q3	8.3%	-15.2%	218.4%	-1.8%	-29.6%	-1.5%	29.9%	324.1%	50.9%	183.8%	-39.2%	365.1%	-6.8%	-19.1%
2022Q4	82.9%	-19.8%	143.0%	24.5%	-1.1%	-64.7%	34.2%	55.1%	-41.1%	405.8%	-23.5%	-98.8%	-5.0%	133.0%
2023Q1	69.9%	7.5%	9.5%	8.7%	2104.0%	-39.9%	-52.7%	-18.9%	-88.4%	61.0%	-48.4%	-43.8%	-14.9%	195.8%
2023Q2	67.2%	33.4%	1.2%	22.1%	-58.9%	-7.7%	-13.2%	-53.6%	-56.4%	105.9%	-34.5%	-173.3%	49.4%	-175.1%
2023Q3	64.8%	23.4%	-53.4%	43.9%	163.9%	152.0%	0.7%	-72.1%	102.6%	85.8%	-32.5%	-110.5%	11.6%	-61.6%
2023Q4	60.6%	-277.2%	72.4%	9.9%	93.6%	49.6%	33.7%	-151.0%	276.2%	51.6%	-25.5%	-11567%	-7.9%	-142.7%
2024Q1	15.1%	31.2%	-17.5%	58.0%	-79.9%	154.7%	170.4%	136.0%	781.6%	102.2%	-30.6%	-120.9%	40.2%	-36.6%
2024Q2	-27.9%	-36.3%	-7.3%	31.9%	74.0%	43.2%	19.8%	-31.4%	131.5%	90.9%	-35.0%	77.4%	0.2%	336.1%

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2.2 投资建议

一定程度上区别于美国家居需求大盘，24H1 中国轻工出海企业由于其优异的产品创新能力&客户开拓能力展现出较强韧性，海外供应链布局已成为常态，但不同品类/企业之间存在差异。线上渗透率持续提升，伴随 TEMU、Tiktok 等跨境电商平台兴起，我国跨境电商企业在 24H1 维持较高景气度，但海运费的大幅波动一定程度上抑制企业利润释放。展望 24Q4，头部企业积极运用长协规避海运费波动风险，成本有望逐步向下游传导，推荐拥有本土履约能力的致欧科技、恒林股份。

## 3 造纸：浆价持续上行，特种纸企业绩整体优于工业纸企

### 3.1 工业纸：造纸盈利承压，一体化龙头业绩靓丽

24 年为造纸行业产能消化周期首年，前期供给脉冲式投放造成纸价承压。受过去三年国内工业产能持续集中投放的影响，所有纸种价格均有所下降。其中铜版纸未有新增产能投放，因此整体价格保持相对稳定，双胶纸虽然有教辅教材以及政府书籍的需求支撑，但 2023/2024H1 产能分别投放 111/75 万吨，整体价格仍承压。白卡纸方面：21-23 年为产能集中投放周期（3 年总计投放 440 万吨，23 年总产能为 1620 万吨），整体下游需求慢恢复的情况下，纸价进一步承压。箱板瓦楞纸上游国内供给增加，同时受 0 关税政策影响进口纸大量引进国内，下游需求处于慢恢复状态，整体价格同比持续下降。24 年 H1 白卡纸/铜版纸/双胶纸/瓦楞纸/箱板纸同比分别下降 135/8/356/210/318 元/吨。同时化机浆等价格也有所回落，24 年 H1 化机浆/溶解浆内盘均价约 4104/7580 元/吨，同比-14%/+4%。

表9：24H1 及 24Q2 纸品及原材料价格变动

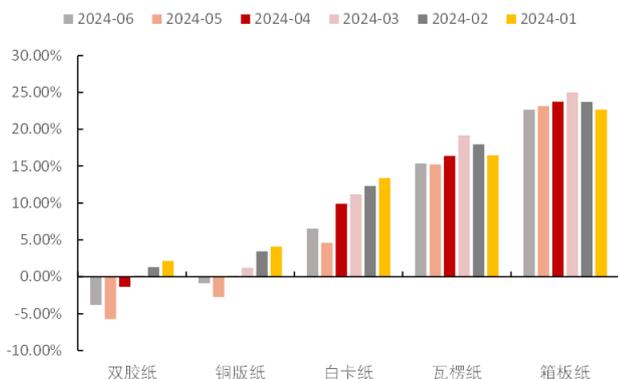
产品	24H1 均价	同比 23H1 (绝对值)	同比 23H1 (百分数)	24Q2 均价	同比 23Q2 (绝对值)	同比 23Q2 (百分数)
<b>纸品</b>						
白卡纸	4672	-135	-3%	4502	-41	-1%
铜版纸	5732	-8	-0.14%	5739	146	3%
双胶纸	5764	-356	-6%	5773	-46	-1%
瓦楞纸	2769	-210	-7%	2689	-158	-6%
箱板纸	3324	-318	-9%	3245	-165	-5%
<b>原材料</b>						
国废黄板纸	1551	-127	-8%	1518	-115	-7%
美废 12#	229	56	33%	235	69	41%
内盘针叶浆	6149	24	0%	6365	1006	19%
内盘阔叶浆	5497	463	9%	5739	1484	35%
外盘针叶浆	690	82	13%	730	197	37%
外盘阔叶浆	4104	-643	-14%	3973	-203	-5%
内盘化机浆	4104	-643	-14%	3973	-203	-5%
内盘溶解浆	7580	307	4%	7700	482	7%

资料来源：钢联数据，wind，民生证券研究院备注：上图价格单位除外盘木浆和美废 12#为美元/吨外，其余均为元/吨

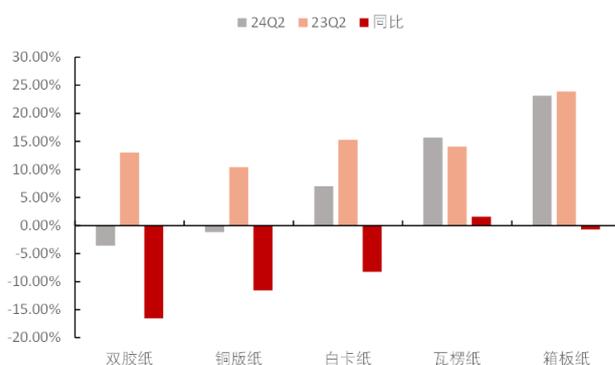
**表10: 2024Q1-Q2 纸品及原材料价格变动**

产品	24Q1 均价	环比 23Q4	24Q2 均价	环比 24Q1
<b>纸品</b>				
白卡纸	4844	-3%	4502	-7%
铜版纸	5724	-1%	5739	0%
双胶纸	5755	-4%	5773	0%
瓦楞纸	2850	-2%	2689	-6%
箱板纸	3403	1%	3245	-5%
<b>原材料</b>				
国废黄板纸	1585	-3%	1518	-4%
美废 12#	223	12%	235	6%
内盘针叶浆	5929	-2%	6365	7%
内盘阔叶浆	5250	-2%	5739	9%
外盘针叶浆	757	-1%	807	7%
外盘阔叶浆	650	7%	730	12%
内盘化机浆	4237	-8%	3973	-6%
内盘溶解浆	7460	-1%	7700	3%

资料来源: 钢联数据, wind, 民生证券研究院备注: 上图价格单位除外盘木浆和美废 12#为美元/吨外, 其余均为元/吨

**图20: 各纸品月度行业毛利率**


资料来源: 卓创纸网, 民生证券研究院。注: 行业毛利率, 不考虑自备原料和库存

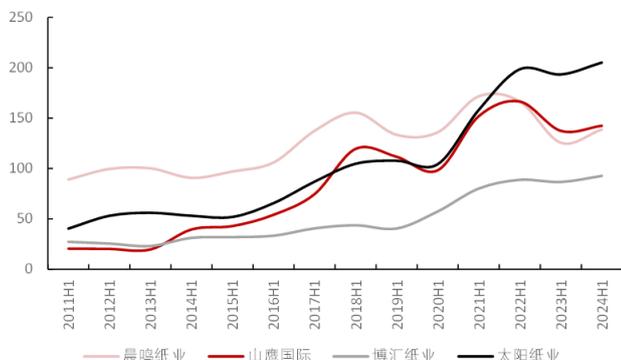
**图21: 24Q2 各纸品行业平均毛利率及同比变化**


资料来源: 卓创纸网, 民生证券研究院。注: 行业毛利率, 不考虑自备原料和库存

**量增带动收入上行。**24H1 太阳纸业/山鹰国际/博汇纸业/晨鸣纸业营收同增6%/4%/7%/11%至 205/143/93/139 亿元。24Q2 太阳纸业/山鹰国际/博汇纸业/晨鸣纸业营收同增 8%/3%/8%/11%至 103/76/49/71 亿元。上半年来看, 太阳纸业依靠广西 100 万吨新产能投放, 以及高端纸品价格相对稳定的特点, 实现收入增长; 山鹰国际在纸价持续下降的背景下依靠销量提升 (24H1 原纸产量/销量为 341.95/346.43 万吨, 同比增加 13.59%/17.1%) 支撑收入同比增长; 博汇纸业主要产品白卡纸仍然受供需关系的影响价格仍有一定下降, 整体依靠纸机效率

提升带来的量增（24H1 公司共生产/销售机制纸 216.39/216.05 万吨，同增 9%/11%）维持营收增长。

图22：工业纸企业半年度营收规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

表11：工业纸企业产能

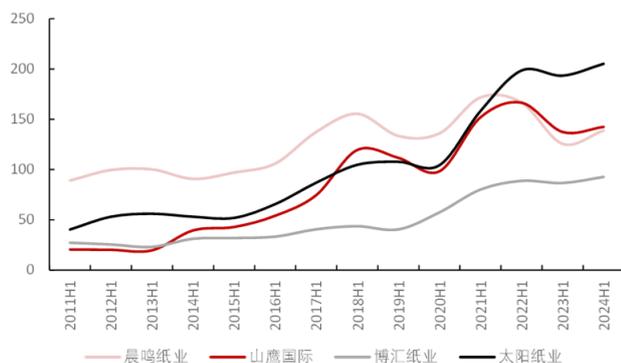
公司	产能（万吨）		投资额（亿元）	未来新增产能情况
	2024	2026 年前		
太阳纸业	1200	1337.7	89.1	颜店厂区 3.7 万吨特种纸基新材料项目，颜店厂区 14 万吨特种纸项目二期工程，南宁生活用纸 30 万吨项目，南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目，南宁 100 万吨高档包装纸项目
博汇纸业	419	499	27.85	80 万吨高档特种纸项目
山鹰国际	817	1007	174.5	（山鹰吉林）100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目，（宿州山鹰）年产 90 万吨包装纸项目
晨鸣纸业	1100	1130	14.9	30 万吨针叶浆项目（山东晨鸣）

资料来源：各公司中报，纸业网，吉林日报，民生证券研究院

**浆价上行未能带动纸价上涨，头部企业周期底部显现 $\alpha$ 。**24H1 太阳纸业/山鹰国际/博汇纸业/晨鸣纸业归母净利润同增 41%/142%/138%/104% 至 17.6/1.1/1.3/0.3 亿元，24Q2 归母净利润同比 +17%/+6%/-80%/+93% 至 8/0.7/0.3/-0.3 亿元。从实际情况来看，晨鸣纸业 23Q2 低基数且 24Q2 仍然处于亏损状态，博汇纸业在纸价降价压力下盈利水平有较大幅度下降，而山鹰国际主要依靠产能提升以及上游废纸价格的下降带来盈利能力的提升。因此上半年大宗纸企表现较好的仅有太阳纸业一家，在浆价持续上行而纸价未能很好传导的背景

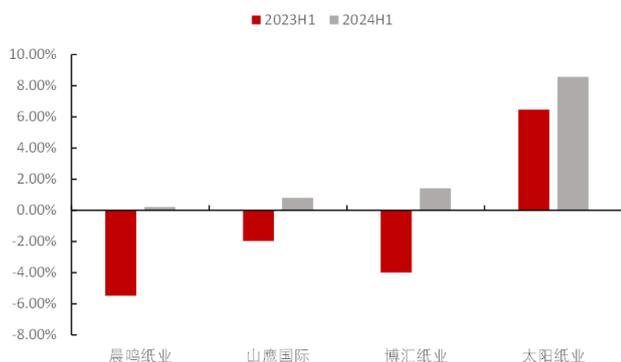
下，仍然依靠自制浆以及外售浆带来的利润带动整体盈利的上行。

图23：工业纸企业半年度归母净利润规模（亿元）



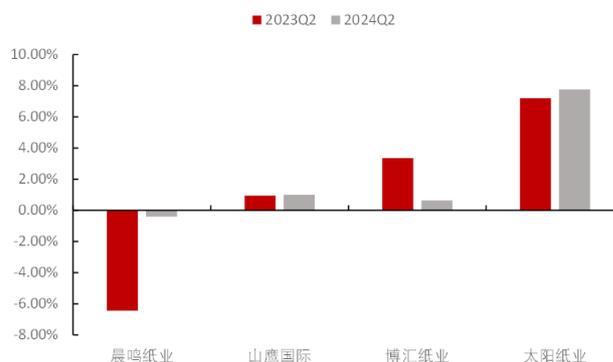
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：工业纸企业 23H1 及 24H1 归母净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：工业纸企业 23Q2 及 24Q2 归母净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

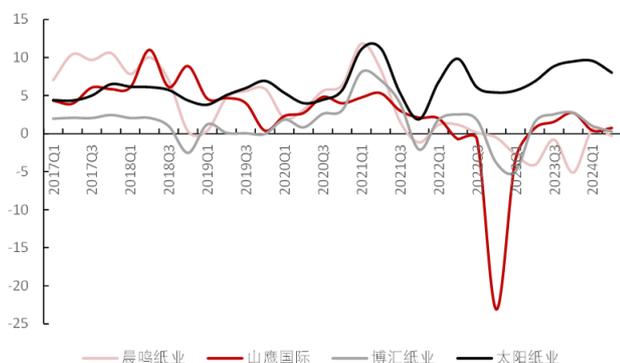
**24Q3 浆价迎来拐点，纸品价格压力仍存。** 1) 浆：受欧美需求逐步恢复，港口补库以及芬兰、智利码头工罢工等黑天鹅事件的影响，24Q2 外盘针叶/阔叶浆吨价 807/730 美元，同增 11%/37%，环比增加 6.61%/12.31%；溶解浆受木浆带动，以及下游进入旺季，吨价环比 Q1 增加 240 元，国内企业出厂均价为 7700 元。2) 木浆系纸品：文化纸进入淡季，但全年需求较为刚需（以教辅教材、红色书刊为主），我们预计文化纸价格在下半年呈现先降后升的态势；白卡纸方面：全球整体需求虽有回升，但由于 21-23 年产能集中投放，行业竞争激励，我们判断白卡纸价格 24Q3 仍然承压。截至 6 月底，双胶纸/铜版纸吨价环比增加 18/15 元（+0.31%/+0.26%）；白卡纸价环比下降 343 元（-7.08%）。

**表12：24Q2 纸品及原材料价格变动**

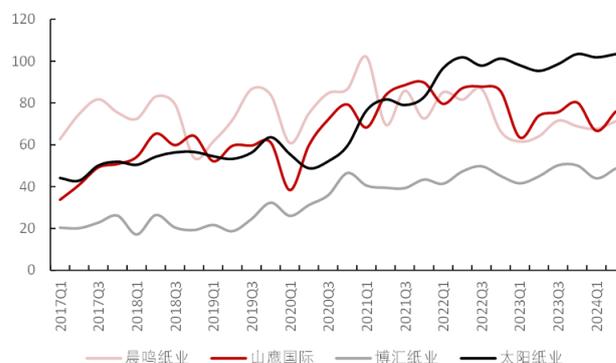
产品	24Q2 均价	环比 24Q1 (绝对值)	环比 24Q1 (百分数)	同比 23Q2 (绝对值)	同比 23Q2 (百分数)
<b>纸品</b>					
白卡纸	4502	-343	-7%	-41	-1%
铜版纸	5739	15	0%	146	3%
双胶纸	5773	18	0%	-46	-1%
瓦楞纸	2689	-161	-6%	-158	-6%
箱板纸	3245	-158	-5%	-165	-5%
<b>原材料</b>					
国废黄板纸	1633	-67	-4%	-115	-7%
美废 12#	166	13	6%	69	41%
内盘针叶浆	5360	436	7%	1006	19%
内盘阔叶浆	4248	489	9%	1484	35%
外盘针叶浆	713	50	7%	82	11%
外盘阔叶浆	538	80	12%	197	37%
内盘化机浆	4179	-264	-6%	-203	-5%
内盘溶解浆	7210	240	3%	482	7%

资料来源：钢联数据，wind，民生证券研究院备注：上图价格单位除外盘木浆和美废 12#为美元/吨外，其余均为元/吨

**针阔价格进一步拉大，纸企盈利或在 Q4 修复。**纸浆 2024 年 9 月 3 日加拿大狮牌针叶浆涨价 20 美元/吨至 790 美元/吨，而阔叶浆则在一个月内快速从 800 美元/吨下降至 580 美元/吨，针叶木片上行叠加产能退出价格现上行拐点，而阔叶浆则在 7 月底 Suzano 释放的 255 万吨产能压力之下向上弹性不及针叶浆，针阔价差或进一步拉大。24Q3 文化纸进入淡季，叠加纸浆下行周期，太阳纸业盈利环比或进一步收缩，需要注意的是 9 月渐进文化纸旺季，而阔叶浆也将受针叶浆带动存在短期上行的可能，看好太阳纸业 24Q4 盈利环比修复。白卡纸、箱板/瓦楞纸方面下半年为旺季，虽然受供需影响整体弹性有限，但环比来看博汇纸业/山鹰国际盈利呈现逐季改善趋势。

**图26：工业纸企业单季度归母净利润规模（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

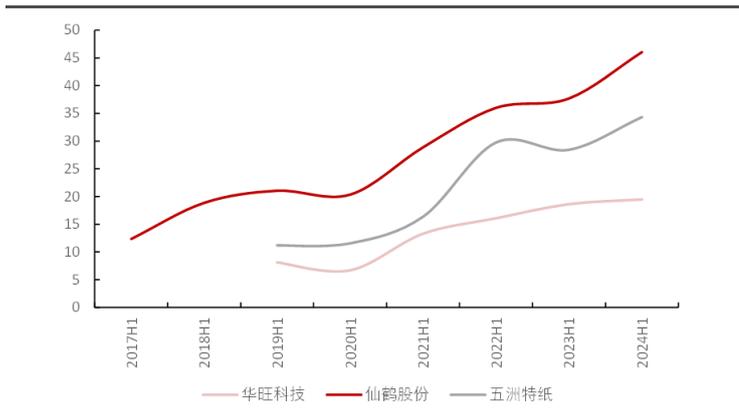
**图27：工业纸企业单季度营收规模（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.2 特种纸：新产能释放带动收入增长，盈利边际变化不一

新产能释放带来特种纸企业营收增长。2024H1 华旺科技/仙鹤股份/五洲特纸营收同增 5%/22%/21%至 19/46/34 亿元。2024H1 仙鹤股份总销量/均价同变 +32%/-7%，五洲特纸总销量/均价同变+33%/-9%，华旺科技依靠 2023 年 6 月底投入的 8 万吨马鞍山产能销量同比实现正增长。

图28：特种纸企业半年度营收规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

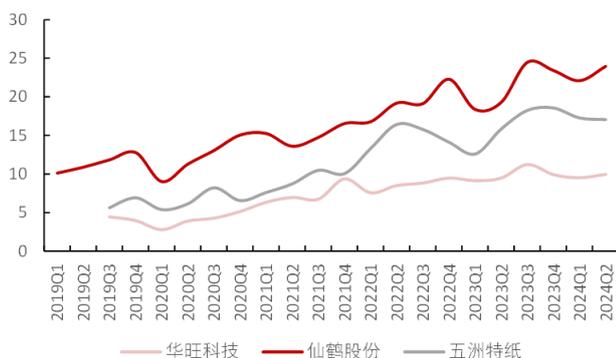
表13：特种纸企业产能

公司	产能（万吨）		投资额（亿元）	未来新增产能情况
	2024	2026 年前		
华旺科技	35	43	5.28	马鞍山华旺公司年产 8 万吨特种纸生产线扩建项目二期
仙鹤股份	160	316.8	21.38	年产 120 万吨特种浆纸项目，年产 20 万吨生活用纸项目，年产 6.8 万吨包装材料项目，年产 10 万吨生物机械竹纤维项目
五洲特纸	239	494	54.86	湖北基地 449 万吨浆纸一体化项目二期，江西基地新建年产 110 万吨机制纸生产线项目，江西基地年产 30 万吨化机浆项目工程，衢州基地新建年产 15 万吨淋膜纸智能化生产线项目

资料来源：纸业联讯，纸业网，各公司中报，各公司公告，民生证券研究院

新产能释放&提价落地，24Q2 特种纸企收入同比实现增长。24Q2 华旺科技/仙鹤股份/五洲特纸营收同增 5/24%/8%至 9.95/23.95/17.05 亿元，环比 +4%/+8%/-1%。华旺科技营收增长主要来自于外销增加以及马鞍山 8 万吨产能落地，仙鹤股份营收增长主要来源于新增的 30 万吨食品卡产能以及纸价提升落地，五洲特纸营收增长亦来自产能增加以及纸品提价落地。

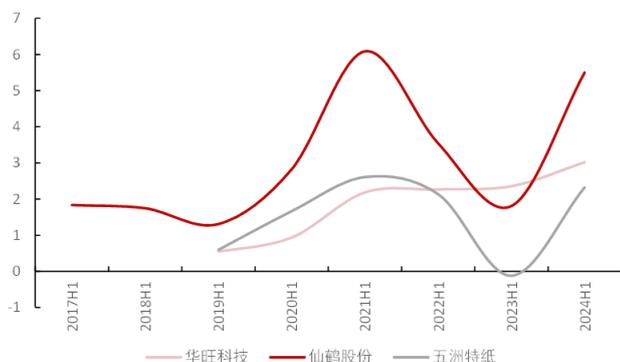
图29：特种纸企业单季度营收规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

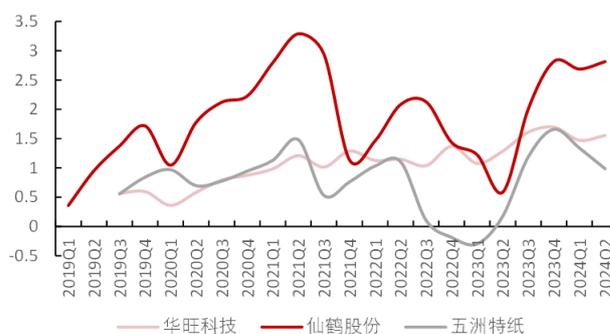
浆价持续上涨支撑纸价上行，24H1 整体盈利大幅改善。2024H1 华旺科技/仙鹤股份/五洲特纸归母净利润同增 28.06%/204.73%/2013.39% 至 3.02/5.5/2.32 亿元，24Q2 华旺科技/仙鹤股份/五洲特纸归母净利润同增 21%/381%/485%至 1.55/2.82/0.99 亿元，单 Q2 华旺科技/仙鹤股份/五洲特纸归母净利率环比增加 2.1/8.7/4.7pcts。24H1 虽浆价持续上涨，但前期纸企依靠低价库存浆以及特纸提价顺利，整体盈利有较大幅度改善。

图30：特种纸企业半年度归母净利润规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：特种纸企业单季度归母净利润规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.3 投资建议

**工业纸：**展望 24Q3，针阔价差进一步提升，但阔叶浆或在下游产能利用率提升+针叶浆价的带动下在 24 年四季度涨价，同时下游需求恢复推升纸价逐步提升。文化纸需求较为刚需，伴随招标季来临文化纸有望进一步涨价；24 年作为白卡纸产能投放周期后第一年，竞争仍然较为激烈，且社会库存位居高点，纸价仍然承压；箱板瓦楞纸需求虽然稳定增长，但行业整体开工率仍然较低，头部纸企涨/降价函

交替发出,虽然下半年为旺季,但在库存仍然高企的背景下纸价上涨弹性或受阻。溶解浆格局相对较优,浆价伴随木浆价格上行而涨价。Q3 纸企成本预计达到全年最高位,文化纸价下行情况下,以工业纸纸企盈利或在 Q3 继续承压。随着低价浆逐渐入库以及纸品在 Q4 全面进入旺季有望在四季度盈利实现修复,继续推荐太阳纸业/岳阳林纸/山鹰国际。

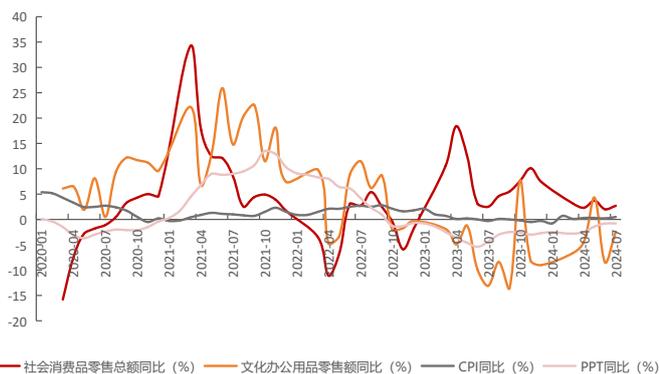
**特种纸:** 展望 Q3,各纸企受益于产能逐步落地,收入有望再上一层台阶;Q3 特种纸价格持续企稳,需求亦逐步恢复,纸企盈利水平有望稳中有增,建议关注华旺科技/仙鹤股份/五洲特纸/冠豪高新。

## 4 消费类轻工：潮玩等新消费热度好于传统消费，个护盈利改善，新型烟草国外渗透率提升

### 4.1 文具：传统文具需求不及预期，消费者对于产品性价比&功能性&创新性要求提升

2024 上半年，我国文化办公用品类商品零售额除 4 月份外均处于下滑状态，整体文具用品需求较弱，且慢于社零总体大盘；24H1 我国月度 CPI 增速均处于 1% 以下，整体消费呈现紧缩&下沉态势。与此同时，疫后消费者的文具消费习惯已发生改变：商圈、线上等业态现整体优于传统校边店；传统校边店两极分化趋严，头部零售大店重要性进一步增强，经营能力较的小店或难以为继；产品方面，消费者选择增多，只有创新性&功能性较强的产品才能受到市场认可。

图32：文具企业单季度归母净利率情况（%）



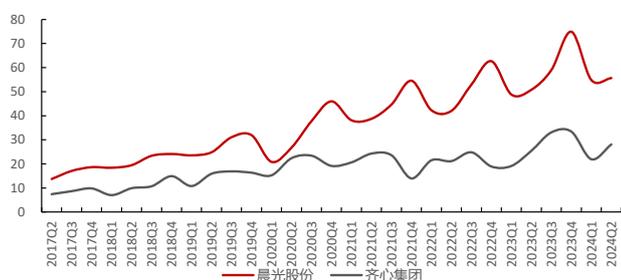
资料来源：iFind，民生证券研究院

企业层面来看，晨光股份 24H1 实现营收 110.51 亿元，同比增长 10.95%；24Q2 实现营收 55.66 亿元，同比增长 9.58%。在国内需求不及预期，消费者习惯发生转变的 2024 上半年，公司各项业务实现稳定增长。据公司口径，24H1 公司传统核心/新业务分别实现 9%/12% 的收入增长。24Q2 晨光科技/零售大店/科力普分别实现收入 2.36/3.57/31.7 亿元，同比变动 11.6%/19.0%/11.6%。24H1 核心业务以爆品思路开发产品，聚焦减量提质，注重强功能、高品质的产品，提高书写工具等核心单款上柜率和销售贡献。九木杂物社增加晨光品牌露出，带动晨光的高端化产品开发，将前沿的消费者数据应用于产品开新&区域投放策略，从而反哺庞大的传统渠道。科力普重点聚焦电力、能源和金融等领域，新拓展中国石油、中国电气装备等客户；中后台数字化建设实现持续降本增效。分产品看，24Q2 书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/科力普分别实现收入 5.7/7.1/8.6/2.4/31.7 亿元，同比增长 13.0%/-0.3%/4.7%/27.9%/11.2%。海外业务不断推进，深耕非

洲和东南亚，业务、渠道、团队、产品模式不断打磨精进，24H1 公司海外业务实现收入 4.8 亿元，同增 14.8%。外购业务方面，贝克曼 24H1 业务稳定发展，实现营业收入 1.04 亿元；安硕经营质量持续优化。

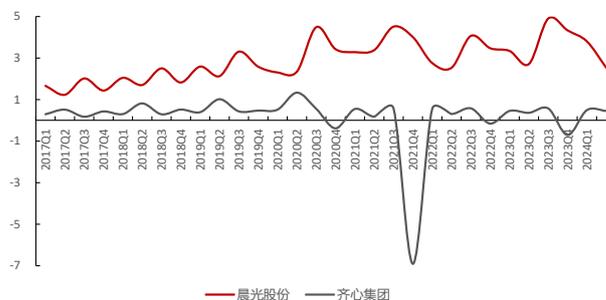
**齐心集团:** 24H1 实现营收 49.97 亿元，同增 12.22%；24Q2 实现营收 28.07 亿元，同增 10.39%。分行业看，B2B 业务小幅增长，24H1 B2B/云服务实现营收 49.7/0.27 亿元，同比变化+12.71%/-37.62%。24Q2B2B 业务收入为 27.88 亿元，同比/环比分别增长 10%/28%，同比增长趋缓，环比高增主因 Q1 受春节影响基数较低。24Q2 云服务收入为 0.18 亿元，同比/环比分别增长 6%/100%，主因业务重心调整，公司主动减少投入。

图33: 文具企业单季度营收规模 (亿元)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图34: 文具企业单季度归母净利润规模 (亿元)



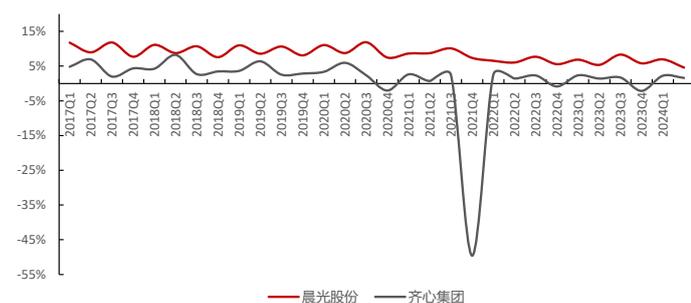
资料来源: iFind, 民生证券研究院

**利润方面, 晨光股份** 24H1 实现归母净利润/扣非净利润 6.33/5.67 亿元, 同比 4.71%/4.52%；24Q2 实现归母净利润/扣非净利润 2.53/2.40 亿元, 同比-6.59%/-3.33%。24Q2 公司销售毛利率/净利率分别为 18.66%/4.76%，同变-0.70/-0.96pct。分产品看，24Q2 书写工具/学生文具/办公文具/其他产品/科力普毛利率分别为 42.3%/36.3%/23.7%/44.9%/7.0%，同比变动-0.7/+0.01/+0.7/-1.7/-1.2pct。24H1 公司海外业务毛利率为 33.9%，同比上年增长 5.5pct，远高于国内业务；新业务方面，24H1 零售大店/科力普分别实现净利润 0.09/1.32 亿元，净利率分别为 1.23%/2.16%，同变-1.68/-1.12pct。费率基本保持稳定，24Q2 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 7.28%/4.66%/0.79%/-0.19%，同变-0.05/0.30/-0.04/0.3pct；其中晨光科力普员工股权激励费用计入 24H2 管理费用 4652 万元；24Q2 公司计提信用减值损失 2794.7 万元，主因晨光科力普应收账款增长，计提坏账有所增加。

**齐心集团** 24H1 实现归母净利润/扣非净利润 0.95/0.92 亿元，同增 17.55%/25.03%。24Q2 单季度归母净利润/扣非净利润 0.45/0.48 亿元，同增 25.68%/55.04%。**分业务来看:** 24Q2 B2B/云服务利润分别为 0.78/-0.29 亿元，同比分别+42%/亏损扩大，环比分别+15%/亏损扩大。24Q2 毛利率/净利率同增 0.79/0.16pct 至 9.12%/1.47%，毛利率增长主要来自于产品结构变化，净利率增长不及毛利率主因库存减值影响 (2505 万元)；费用率层面，24Q2 销售/管理/研

发/财务费用率同比变化+0.05/+0.01/-0.01/-0.19pct至4.26%/1.57%/0.54%/-0.84%。24Q2经营性现金流净额录得0.99亿元，同降4.47%，主因公司低价储备产品所致（24H1原材料/库存商品较年初增加10.36%/7.98%），24H1应收票据及账款为33.25亿元，同增19.86%，应收转款及票据周转天数为115天，同比增加1天较为稳定。

图35：文具企业单季度归母净利率情况（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

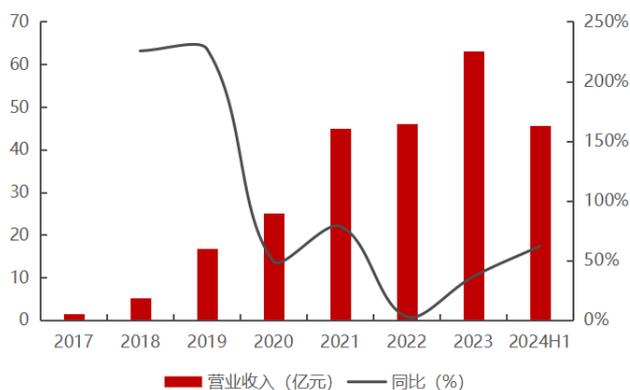
## 4.2 潮玩/新消费：国内线下渠道转暖，海外业务持续高增

### 4.2.1 潮流玩具/泛娱乐消费一定程度上提供情绪价值，属于逆周期商品

24H1 在经济增长不及预期，消费者信心疲软，对于能够提供情绪价值的游戏、动漫、文艺作品及其衍生品需求增强。我们观察到随着二次元文化的普及和爱好者数量的增加，谷子（二次元衍生品）、集换式卡牌销售火热，并呈现出快速增长的趋势。消费者除了购买喜爱的IP衍生品以外，产品本身的稀缺性又提供了一定“幸运感”：出品商往往会采用预售、限量、盲抽等方式来增加购买的趣味性和稀缺性；我们认为在经济欠景气周期，“幸运经济”应运而生，消费者愿意付出较少成本来购买“美好生活的可能性”；得而闲鱼、千岛等二手市场的完善又提供了额外的收藏价值。

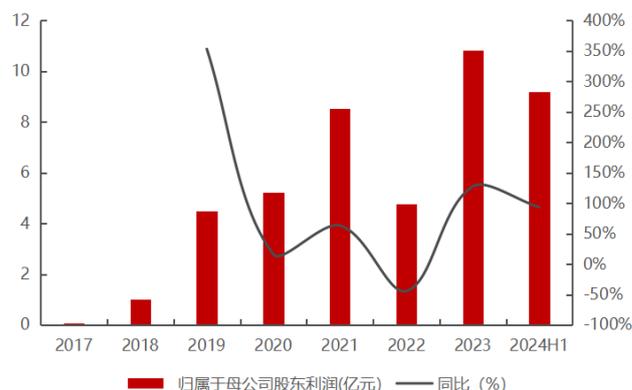
企业方面，泡泡玛特 24H1 实现营业收入/归母净利润/经调整净利润 45.58/9.21/10.18 亿元，同比增长 62%/93.3%/90.1%。分地区看，24H1 公司中国内地业务实现收入 32.06 亿元，同比增长 31.5%；我国港澳台及海外业务实现收入 13.51 亿元，同比增长 259.6%。

图36: 泡泡玛特营业收入 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: 泡泡玛特公告, 民生证券研究院

图37: 泡泡玛特归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: 泡泡玛特公告, 民生证券研究院

**国内方面**, 泡泡玛特 24H1 线下/线上/批发收入分别为 17.9/11.0/3.2 亿元, 收入占比分别为 39.2%/24.0%/7.1%, 分别同增 23.1%/34.0%/90.8%。线下渠道中零售店/机器人商店数量较 23 年底分别变动+11/-1 家至 374/2189 家, 整体保持稳定。线上渠道中抽盒机/抖音/天猫旗舰店/其他分别实现收入 4.0/2.1/2.0/2.9 亿元, 分别同比+7.0%/+90.7%/+28.1%/+60.8%; 内容电商搭建多直播间聚焦不同品类及场景, 提升了流量获取及转化效率。

**我国港澳台及海外方面**, 海外展店继续, 东南亚及北美表现超预期。24H1 泡泡玛特海外线下/线上/批发收入分别为 9.5/2.5/1.6 亿元, 分别同增 397.3%/335.4%/22.5%; 海外零售店/机器人商店数较 23 年底分别变动+12/+3 家至 92/162 家。公司首次披露海外各区域业绩, 24H1 东南亚/东亚及中国港澳台地区/北美/澳洲及其他地区分别实现收入 5.6/4.8/1.8/1.4 亿元, 同比增长 478.3%/153.7%/377.7%/158.8%; 分别占海外收入 41.1%/35.4%/13.2%/10.3%, 同比变动+15.5/-14.7/+3.3/-4.1pct。展望未来, 渠道方面公司将持续扩张东南亚、欧洲, 线下在全球地标开设渠道, 线上加强对三方平台、内容电商和官网的投入。产品方面, 公司或通过与知名品牌和艺术家的合作, 丰富产品线的同时提高全球范围内影响力。

**新品类拓宽消费场景, 毛绒玩具增速迅猛**。近年泡泡玛特持续推出新产品类型, 如萌粒、Mega 大娃、毛绒玩具、积木等, 产品形态和工艺的创新在增强现有粉丝黏性的同时扩大了粉丝群体&客单价。公司首次按照品类划分收入, 24H1 手办/MEGA/毛绒玩具/衍生品及其他分别实现收入 26.6/5.9/4.5/8.7 亿元, 同比增长 30.2%/141.9%/993.6%/77.5%; 上述品类分别占公司收入 58.3%/12.9%/9.8%/19.0%, 同比变动-14.2/+4.3/+8.3/+1.6pct, 手办占比首次低于 60%。2024 年 H1 艺术家 IP 收入为 36.9 亿元, 同增 70.4%, 占总收入达 81.0%; 头部 IP 保持强劲增长, MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA 实现收入 7.82/6.27/5.75 亿元, 同比分别增长 90.11%/292.17%/9.15%。

## 4.2.2 潮玩出海实则是文化出海，泡泡玛特为出海消费企业提供了优秀的本土化范本

### 设计本土化：洞察本土审美&文化偏好，已有 IP 改良+外部 IP 引入吸引当地消费者

潮玩作为文化产品，各国消费者处于文化差异对其接受度、产品偏好均有较大不同：如印度尼西亚信仰伊斯兰教，因此比较忌讳较为敏感的宗教符号和形象；如泡泡玛特曾经计划在西班牙上线斗牛士玩偶系列，后才了解到斗牛士在当地寓意不佳。泡泡玛特在洞察到全球各地消费者的不同需求后，以两种方式实现设计本土化：一方面和全球各地艺术家合作，推出符合本地文化特色的限量款产品；另一方面，泡泡玛特汲取当地用户的偏好特点，积极对自有 IP 进行改良。从结果来看，用心做本土化的产品大多受到市场欢迎，如在日本推出招财猫吊卡，在加拿大推出海狸枫叶款 Pucky 手办，在法国运用法国海军蓝元素推出限量 BonjourZimomo 手办等。与此同时，部分已有产品因其形象契合某地文化特色，而受到当地消费者的喜爱：如 Labubu 森林音乐会系列盲盒中的 Tycoco 因其骷髅头形象迎合了墨西哥当地的传统亡灵文化而大受欢迎；如欧美用户更喜欢职业版手办，因此对宇航员版 MOLLY 的接受度高于其余款式。

**表14：泡泡玛特部分本土化产品案例**

产品名	时间	设计背景	产品图
SatyrRory 潘神洛丽基础盲盒	2018年2月	韩国设计师 Seulgje 提到设计 Satyr 形象时受到了神话故事，动漫，动画电影《幻想曲》很大的影响，同时她还十分着迷《山海经》中精怪神兽，尤其是半人半动物化的形象，所以设计出了 Satyr。SatyrRory 系列在韩国线下直营店很受欢迎。	
Labubu 和 Tycoco 森林音乐会系列盲盒	2019年4月12日	Labubu 和 Tycoco 是一对欢喜冤家，LABUBU 的创作者龙家升表示，他的首部精灵绘本就是一部描述有关演奏风笛的作品，一直希望可以吧音乐题材延续到立体作品中。该系列曾被远销到欧洲和墨西哥，Tycoco 因其骷髅形象在墨西哥市场受到极大欢迎。	
DUCKOO 野营系列盲盒	2019年9月	泡泡玛特和韩中国内地内容创意团队 CHOKOCIDER 合作推出 DUCKOO 系列盲盒，DUCKOO 是一个非常生活化的形象，DUCKOO 野营系列是关于业余时间的兴趣生活的故事。发售后在中国和韩国都很受欢迎。	
日本限定 LABUBU 招财猫吊卡	2020年8月7日	日本限定 LABUBU 招财猫吊卡以日本传统文化中极具特色的招财猫为灵感源泉，与泡泡玛特顶级 IPLABUBU 完美融合，为日本粉丝量身打造，寓意美好，日本官网首发 200 个 7 分钟即告售罄	
加拿大特别限定款枫叶海狸 Pucky	2021年3月	泡泡玛特将传统 IPPucky 融入加拿大枫叶和国宝海狸的元素推出了加拿大限定款 Pucky，发售当天玩家排队抢购。	
Labubu 阿根廷国家队系列	2021年5月	Labubu 创作者龙家升表示从事艺术创作以来，一直都很希望可以设计跟足球有关的作品，非常喜欢阿根廷球员 LionelMessi，所以创作了这款盲盒。	
Crybaby 系列盲盒	2021年7月泰国艺术家 Molly 和泡泡玛特合作的 Crybaby 丛林探险系列正式上线，2023 年泡泡玛特在泰国开店后 Crybaby 风靡泰国。	创作的灵感来源来自于设计师 Molly 的爱宠，一只金毛狗狗 SOMCHUN，CRYBABY 代表了一种发自内心的情绪，艺术家 Molly 想通过 CRYBABY，鼓励大家直面自己真实的情感，EverybodyCriesSometimes!	

资料来源：泡泡玛特微信公众号，泡泡玛特官网，澎湃新闻，腾讯新闻，民生证券研究院

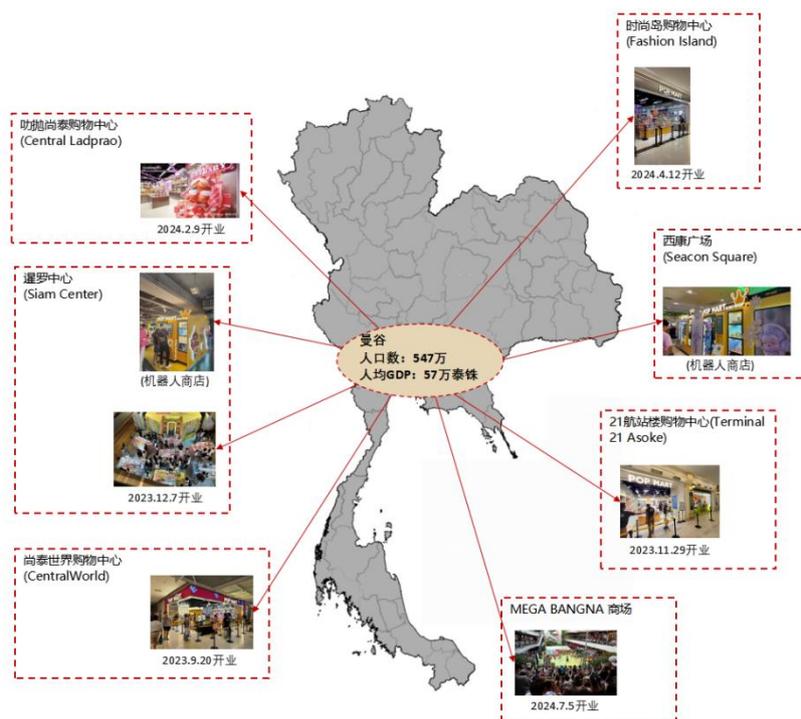
## 本土化运营：选址当地文化潮流聚集地，线上+线下双管齐下完整展示品牌理念

选址方面，与中国内地的开店策略类似，公司选取人流集中、文化氛围浓厚的潮流商圈开设店铺。类似于在北京三里屯，在东京表参道、首尔明洞等都市潮流地

标开店，不仅是为了销售产品，更是为了与潮流人士共同创造新的生活方式。以泰国店铺选址为例，泡泡玛特所有店铺均开在首都曼谷，截至 2022 年曼谷集中了泰国人口的 7.62%，其 GDP 占全国的 46.59%。泡泡玛特泰国首店开在尚泰世界购物中心 (CentralWorld)，该商场位于曼谷 CBD 商圈，是目前东南亚地区第二大购物中心，也是曼谷最大的百货购物中心。泡泡玛特第三家线下门店开在叻抛尚泰购物中心 (Central Ladprao)，该商场是 Ladprao 商圈的核心商场，也是当地规划的新 CBD 区域。其余的分别开在暹罗中心 (Siam Center)、时尚岛购物中心 (Fashion Island)、西康广场 (Seacon Square)、21 航站楼购物中心 (Terminal 21 Asoke) 和 MEGA BANGNA 商场，以上均为曼谷人流量较为集中的头部商圈。

值得注意的是，我国一线城市大型商圈较多，截至 2023 年，上海仅仅是 20 万平方米以上的大型商场就有 16 家。为了获得泡泡玛特等强势品牌的热度及客流，商场或愿意在租金方面做出让利，我们认为泡泡玛特或在入驻时拥有一定的租金议价能力。

图38：泡泡玛特在泰国 6 家线下门店及 2 家机器人商店选址

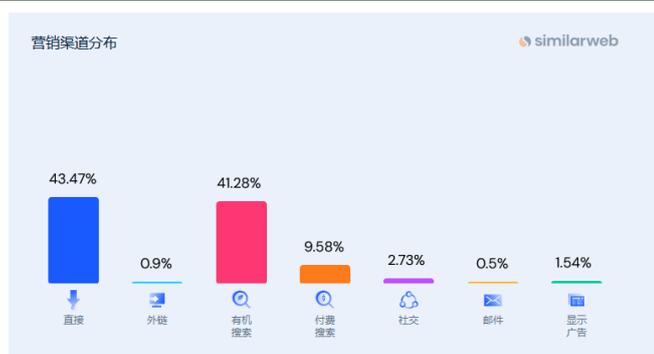


资料来源：谷歌地图，民生证券研究院

从平台来看，独立站、Shopee 为其海外业务主要线上销售渠道，Shopee 跨境物流服务保障下单后 5-7 天送达。2023 年海外线上官方网站/Shopee 分别贡献收入 3947.9/4288.5 万元，较上年同比增长 45.9/70.3%，分别占到海外线上收入的 25.3/27.5%。泡泡玛特独立站 80%为自然流量 (24 年 6 月)，证实其品牌

**影响力。**据 SimilarWeb 统计, popmart.com 的最大流量来源是直接流量, 2024 年 6 月输送了 43.47% 的电脑端访问量, 手机搜索排名第二, 输送了 41.28% 的流量; 这意味着超过 80% 的独立站流量均为自然流量, 即企业并不需要为点击付费。

图39: 泡泡玛特独立站营销渠道分布



资料来源: similarweb, 民生证券研究院 (注: 数据取自 2024 年 6 月)

图40: 泡泡玛特独立站用户画像



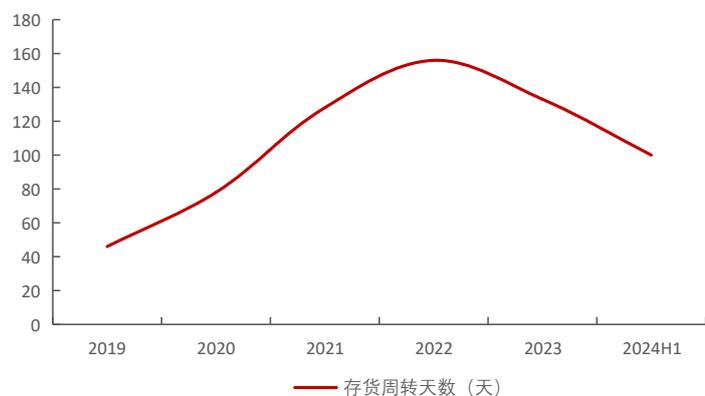
资料来源: similarweb, 民生证券研究院 (注: 数据取自 2024 年 6 月)

### 供应链本土化: 越南工厂已成功下线产品, 公司预计今年 10% 的产品从海外工厂生产

**越南工厂产品下线, 进军供应链全球化。**为了解决全球供应的挑战, 接下来泡泡玛特将通过各国的合理卫星工厂布局和仓储布局, 逐步解决海外的需求, 实现全球化下的“LOCALFORLOCAL”。2024 年 1 月 18 日, 泡泡玛特在越南已经完成其海外工厂的第一批产品生产, 标志着该公司全球供应体系的进一步扩展。随着海外市场的高速增长, 泡泡玛特开始逐步扩大其全球供应体系。**泡泡玛特首席运营官司德在业绩交流会上提到, 预计 2024 年有 10% 以上的产品从海外工厂生产。随着预测能力、供应链效率的提升, 公司库存周期也有所缩减。**2019-2022 年公司存货周转天数呈上升趋势, 2023 年则下降至 133 天, 2024 中报显示存货周转天数已为 100 天。

泡泡玛特风险提示: 潮玩市场竞争加剧, 消费需求不及预期, 国际贸易摩擦, 汇率大幅波动的风险。

图41：2019-2024H1 年泡泡玛特存货周转天数



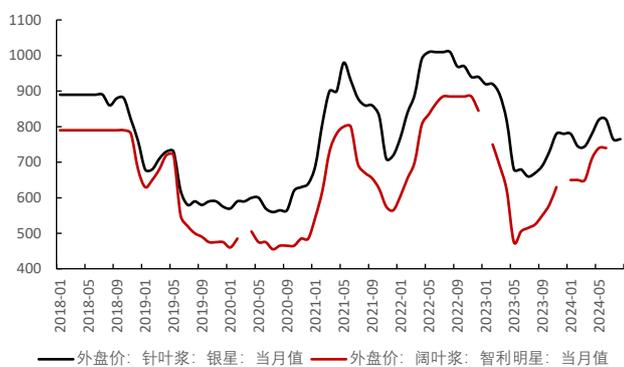
资料来源：iFind，民生证券研究院

## 4.3 个护：原材料价格下降效果显现，消费升级+自主品牌 打造驱动盈利回暖

### 4.3.1 生活用纸：24H1 成本上行盈利承压，24H2 浆价下行利好纸企盈利修复

**成本小幅上升，终端需求显韧性。浆价：**2024 年 4-6 月，针叶浆/阔叶浆价格分别为 807/730 美元/吨，同比上升 11%/37%，截至 2024 年 8 月 31 日，24Q3 针叶浆/阔叶浆环比降低 41.67/150 美元；2023 年 9 月起浆价触底反弹，至 24 年 6 月针叶浆/阔叶浆价格分别为 820/740 美元/吨，同增 21%/47%，自 2024 年 7 月起木浆价格持续下降，阔叶浆已经降低至 580 美元/吨，成本下行背景下生活用纸企业盈利有望提升。**纸价：**24Q1/24Q2 生活用纸原纸价格 6731/6973 元/吨，同比-19%/+3%，24 年 3 月起，随着浆价小幅上行，生活用纸原纸价格小幅抬升，下半年浆价虽然持续降低，但生活用纸较为刚需，因此降价幅度料较低。**需求：**24Q2 我国消费信心指数 86.9，同比/环比下降 2.47/0.34pct，消费信心自 24Q1 回暖后再度走低；进入 24 年 Q3，7 月消费信心指数为 86，消费信心指数环比持续走低。

图42：木浆价格（单位：美元/吨）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图43：生活用纸原纸价格（单位：元/吨）



资料来源：钢联，民生证券研究院

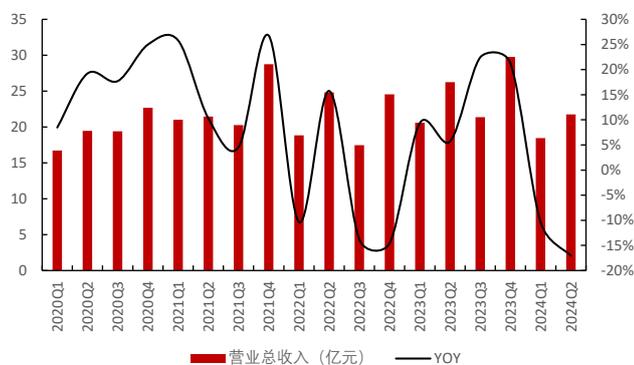
图44：我国消费者信心指数



资料来源：iFind，民生证券研究院

**收入端：行业竞争激烈营收承压。**2024年H1中顺洁柔实现营收40.21亿元，同比下降14.17%，主因生活用纸行业激烈的竞争态势；24Q2中顺洁柔实现收入21.76亿元，同比下降17.09%。**产品端**，头部纸企将高端、高毛利的卫生巾等个人护理产品作为未来重点发展的战略品类，且投入开拓业务新领域，优化产品结构，如中顺洁柔24年H1个人护理收入同增5.4%，占比1.6%；24年推出“洁仕嘉”牌洗衣液产品。**渠道端**，在传统经销及KA卖场渠道客流下滑背景下，头部生活用纸企业加大小红书、抖音、快手等平台投入，并大力到家业务，新零售及电商渠道取得较好增长，24年H1非传统模式营收22.46亿元，占比55.84% (+1.71%)。

图45：中顺洁柔单季度营收及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图46：维达国际单季度营收及增速

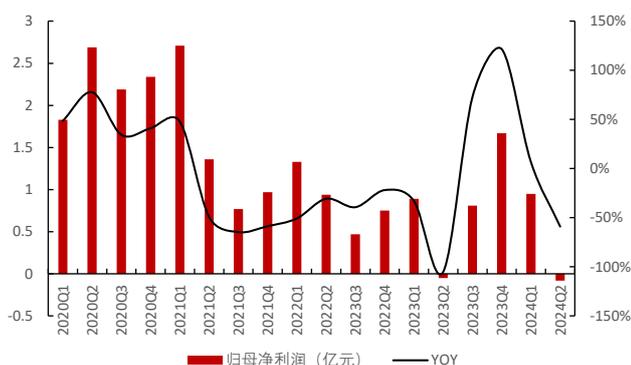


资料来源：维达国际官网，民生证券研究院

**利润端：成本上行盈利能力承压。**2024年H1中顺洁柔实现净利润0.88亿

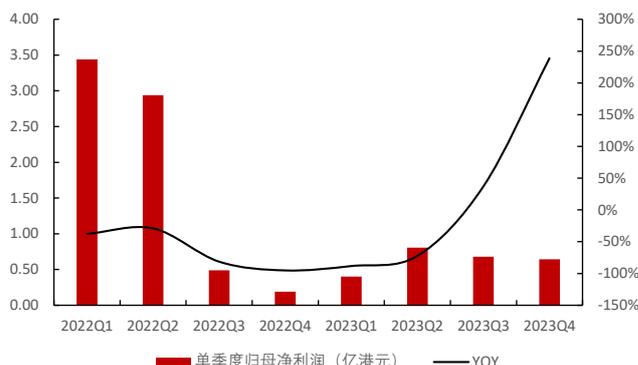
元，同比+3.66%，其中 2024Q2 中顺洁柔实现归母净利润-0.08 亿元，同比-59.05%，浆价上行对生活用纸企业成本造成较大压力。2024H1 中顺洁柔实现毛利率/净利率 32.83%/2.16%，同比+4.4/0.37pct。24Q2 由于终端竞争较为激烈，公司并未大幅投入抢占市场，且成本上行导致整体盈利承压。

图47：中顺洁柔单季度归母净利润及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图48：维达国际单季度净利润及增速

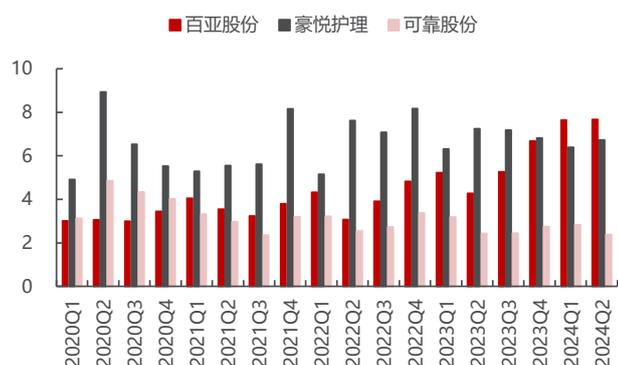


资料来源：iFind，民生证券研究院

### 4.3.2 卫生用品：自主品牌建设进度分化，产品结构优化提升盈利水平

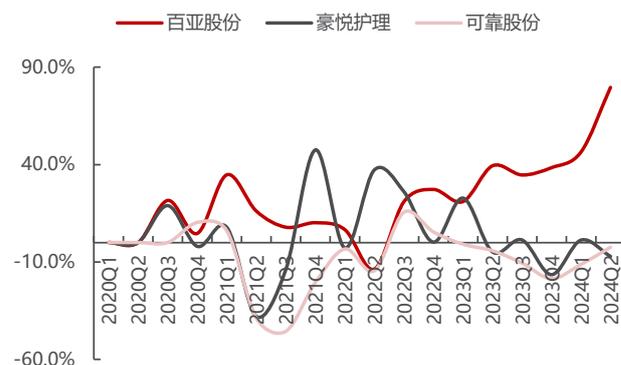
**收入端：自主品牌建设进度分化。**24H1 百亚股份/豪悦护理/可靠股份实现营收 15.32/13.13/5.21 亿元，同比变动 61.3%/-3.24%/-7.42%，其中 2024Q2 实现营收 7.67/6.73/2.88 亿元，同比变动 79.6%/-7.1%-2.4%。百亚股份持续精进其“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，24H1 中高端产品收入占比进一步提升，营业收入和净利润实现较快增长。公司通过市场推广和品牌宣传持续提升公司品牌影响力；24H1 线下渠道实现营业收入 8.11 亿元，较上年同期增长 23.4%，其中核心区域以外省份的营业收入较上年同期增长 65.6%；线上渠道实现营业收入 6.53 亿元，较 23H1 增长 176.0%。

图49：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50：卫生用品企业单季度营收增速

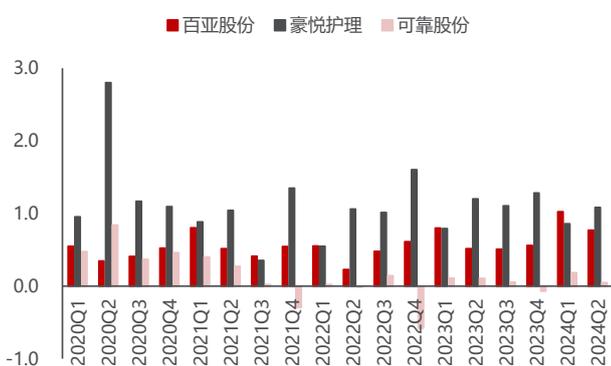


资料来源：iFind，民生证券研究院

**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。**

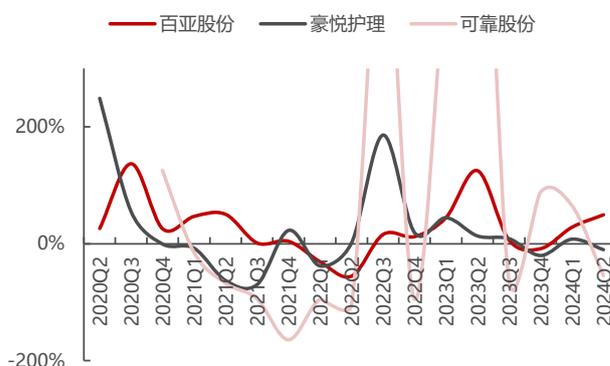
2024H1 百亚股份/豪悦护理/可靠股份实现归母净利润 1.32/2.00/0.22 亿元，同比变化+36.4%/-2.9%/6.1%，其中 2023Q2 实现归母净利润 0.77/1.08/0.05 亿元，同比变动+49.4%/-10.0%/-54.7%。24H1 百亚股份卫生巾产品结构不断优化，产品片单价持续提升，2024 年上半年公司综合毛利率水平达 54.4%，较去年同期增长了 6.8 个百分点，其中自由点产品毛利率水平为 57.6%。

图51：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

图52：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

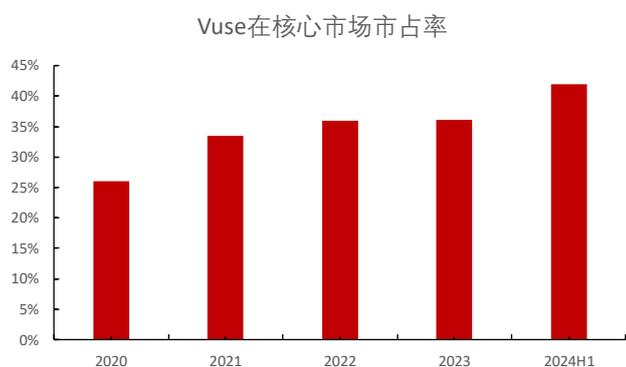
## 4.4 新烟：出口赛道向合规企业集中，新型烟草海外渗透率

### 持续提升凸显任性

#### 4.4.1 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。2024H1BAT 总体实现收入 161.51 亿美元，同比减少 8.21%；新型烟草在 BAT 业绩中发挥越来越大的作用，2024H1 收入同比减少 0.4%，新型烟草用户数量达到 2640 万人，同比增加 140 万人。市占率方面，Vuse（雾化）在五大核心市场市占率达到 42%，同增 9.66pct；在欧美市占率达到 41.1%，同减 11.99pct。加热不燃烧方面，2024H1 glo（HNB）在九大核心市场市占率达到 16.8%，同降 7.69pct，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 2024 年 7 月在日本推出 hyper X。截至 2023 年 glo 已成功进入 31 个市场进行销售。

图53: Vuse 在核心市场市占率持续提升



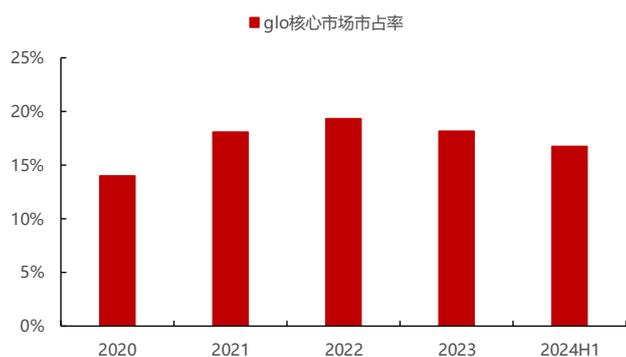
资料来源: BAT 公司公告, 民生证券研究院

图54: Vuse 在美市占率持续提升



资料来源: BAT 公司公告, 民生证券研究院

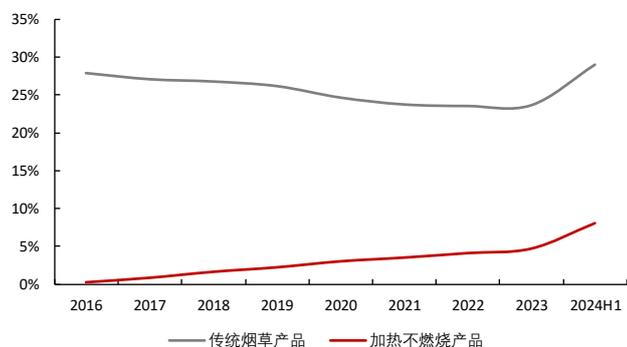
图55: glo 核心市场市占率



资料来源: BAT 公司公告, 民生证券研究院

**新型烟草市占率不断提升, 带动 PMI 整体收入再上一层楼台阶。** PMI2024H1 整体实现收入 182.61 亿美元, 同比增加 22.5%。出货方面, 24H1 公司 HTU 产品出货达到 686.78 亿支, 口含烟制品出货达到 4.86 亿罐, 同比增加 31.2%。IQOS 在全球使用人数达 3080 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。2024Q2 PMI 加热产品 (IQOS) 于欧盟/日本市占率分别为 11.16%/33.2%, 同比+9.4/+13.3pct; 24Q2 新烟产品占公司营收比例的 38.1%。24 单 Q2, HTU 产品在国际市场市占率为 8.1%, 同比增加 0.7pct。

图56: PMI 传统烟草产品及加热不燃烧产品市占率



资料来源: PMI 公司公告, 民生证券研究院

图57: IQOS 产品在日本市占率



资料来源: PMI 公司公告, 民生证券研究院

图58: 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

**海外电子烟市场针对不合规产品执法升级, 利好头部厂商合规产品。**随着新烟渗透率不断提升, 新型烟草在传统老牌烟草巨头如 PMI、BAT 中营收占比不断提升; 产品&渠道双重优势下, PMI 预计 2 季度进入美国市场, 各国出台更严厉的政策处罚非法电子烟产品, 利好头部合规产品。

**表15：部分主流电子烟市场监管政策变化**

国家	近期政策变化
澳大利亚	24年7月1日起，电子烟纳入药品管理，正式脱离 AICIS 监管范畴，烟草商、电子烟商店和便利店等非药房零售商，不能销售任何类型的电子烟。
俄罗斯	24年9月1日起，俄罗斯将实施烟草替代品新政，电子烟价格或涨五倍。俄罗斯政府将监管电子烟、烟弹、水烟混合物（包括无烟草）和电子烟烟油的最低价格，这将导致价格飞涨，部分应耗品将上涨四到五倍。
美国	24年7月，美国 ITC 决定对一次性电子烟发起 337 调查，FDA 计划简化烟草制品申请流程和提高审批效率，FDA 和司法部对电子烟制造商颁发永久禁令，美国 FDA 和 CBP 联合查处超过 1 百万美元的非法电子烟产品以及俄亥俄州针对非法电子烟销售的打击行动等。

资料来源：蓝洞新消费，两个至上，烟草市场，思摩尔国际公司公告，民生证券研究院

#### 4.4.2 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。

**表16：我国电子烟管理近期主要政策梳理**

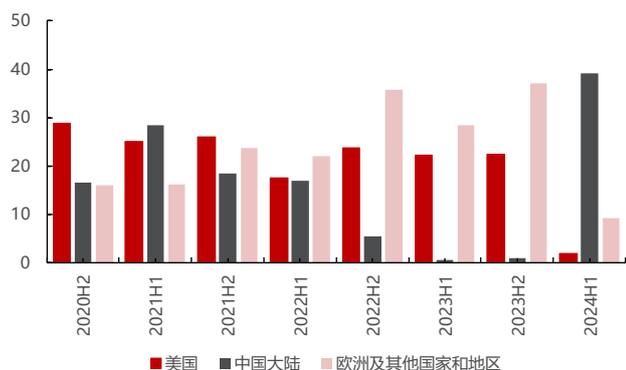
时间	部门	文件名称	核心内容
2023年9月27日	国家烟草专卖局、财政部	《罚没烟草物品管理办法》	1) 通过一系列方法如真伪鉴别和质量检验等判定电子烟产品的种类和来源 2) 对合法真品且列在全国电子烟销售目录内的采用变卖方式进行处理 3) 对其他非法或不符合规定的电子烟产品及其配件, 经上级烟草专卖局批准, 将直接销毁, 并保留相关记录以备查。
2024年2月05日	国家烟草专卖局	《电子烟生产经营主体申请许可证办事指南》	1) 许可证的申请类型包括新办申请(含重新申领许可证)、变更申请、延续申请以及停业申请、恢复营业申请、歇业申请、补办申请。
2024年4月25日	国家烟草专卖局	《电子烟交易管理细则(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

### 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。

24H1 收入 50.37 亿元，同比减少 1.7%，全球市占率下降至 12.41%，同比减少 5.7%。分客户：上半年面向企业客户/面向零售客户收入同比变动-12.3%/+71.9% 至 39.22/11.16 亿元。分区域：2024H1 海外/国内销售占比 98.3%/1.7%；24H1 海外收入占比为 98.3%，收入同比下降 0.5%；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 2024 年 6 月 14 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（2024H1 美国市场份额为 41.10%），叠加 FDA 持续对不合规产品的打击，美国地区全年收入同比减少 9.8%。

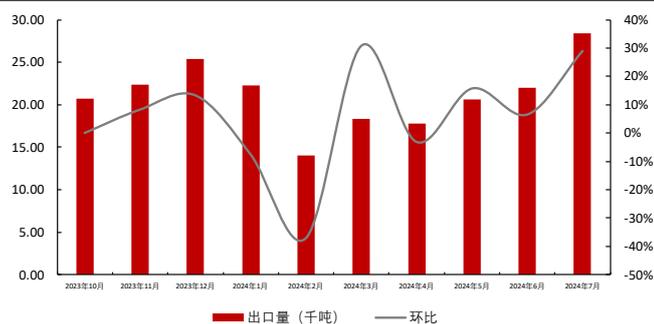
图59：思摩尔国际各地区年度营业收入（亿元）



资料来源：思摩尔国际公司公告，民生证券研究院

**2024H1 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，2024H1 中国电子烟出口规模再次取得显著增长，出口电子烟 53.81 亿美元，同比下降 1.82%。2024H1，中国电子烟的总出口量 12.10 万吨，相较于 2023H1 的 10.42 万吨，同比增长 16.12%。2024H1 中国电子烟平均出口单价 44.54 美元/千克。整体呈现量增价跌的趋势，2024H1 中国电子烟的平均出口单价却下降了 16.23%。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。

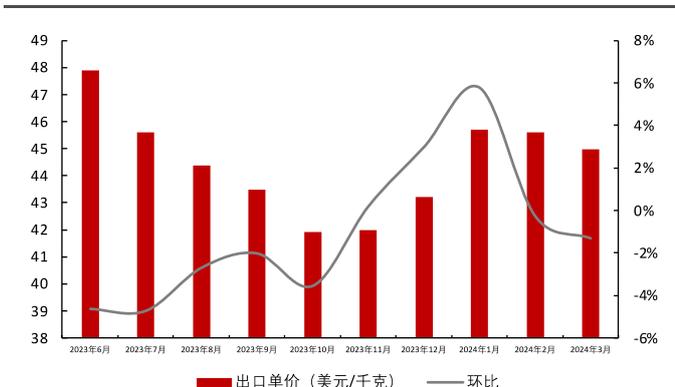
图60：中国电子烟出口量（吨）及增速（右轴，%）



资料来源：两个至上，民生证券研究院

**市场竞争激烈，电子烟出口产品单价承压。**2024H1 中国电子烟出口额总计约 53.81 亿美元，同比下降 1.82%；出口量为 12.10 万吨，同比增长 16.12%。H1 出口平均单价为 44.54 美元/千克，同比下降 16.23%。

图61：中国电子烟出口单价（美元/千克）及同比增速（右轴，%）



资料来源：两个至上，民生证券研究院

## 4.5 投资建议

### 文具：

**推荐文具龙头晨光股份**，产品方面，公司同时发力传统核心产品（高功能、高质量）与文创潮流品（高热度、高毛利）；同时公司新品牌（Masmarcu、奇只好玩）新品类（如显微镜、二次元周边）不断推陈。渠道方面，公司将精力聚焦贡献较高的大店，话语权较大的核心店铺或由总部直接供货保持粘性；同时公司积极拥抱代表着新消费习惯的线上、九木等渠道。在内需不及预期/对公业务增速放缓的环境下，晨光积极求变：对外发展国际业务，对内组织升级与变革；我们看好公司长期成长性。**齐心集团**：2024年办公集采依然是行业中确定性较强的方向。公司调整客户结构后，聚焦核心客户的办公物资采购，深挖客户业务需求，相比于国企、地方政府等回款安全性更高，同时伴随党政军线上化采购渗透率持续提升，看好公司B2B业绩持续兑现。

### 潮玩：

**推荐海外本土化运营强大的泡泡玛特**：国内线下场渠道转暖，线上渠道增长，新推IP市场反应优异；海外市场以本地化业务为核心，持续推进海外DTC战略，公司IP认可度进一步提升，海外进入收获期；产品形态不断拓展，粉丝数量粘性双提升。

### 新烟：

**海外市场，新烟渗透率持续提升**，海外监管力度加强，10月12日，FDA针对英美烟草旗下Vuse Alto品牌的六款口味电子烟产品发布了营销否决令(MDOs)，英美烟草随即对该法案进行质疑，并提出暂缓执行的申请。由于在英美烟草薄荷口味限制前，市场所有类似口味均被发布营销否决令，目前市场对于该产品受限存

在预期。未来影响：对于思摩尔而言，2023 年 Vuse 在美销售订单约 20 亿元+（在美其余销售品为注油类&特殊雾化类产品），其中薄荷口味占主导地位，在当前口味产品被限售情况下，我们预计大部分客户可以转化成烟草口味产品（目前合规产品），在否决令正式执行前产品正常销售不受影响。**国内市场**，政策底&业绩低&景气底，关注中小产能&非法产能出清或带来后续修复机会。出口方面，创新&合规能力将成为核心竞争力，在竞争不断加剧与行业减速的情况下，电子烟供应链市场需要寻求突破，以适应市场变化。

**标的层面**，建议关注盈趣科技，公司深耕 UDM 智能制造业务，UDM2.0 客户群和产品矩阵储备进一步丰富。公司取得《烟草专卖生产企业许可证》，电子烟整机顺利量产，伴随公司供应链体系逐渐成熟，公司有望深度参与客户新品开发当中。雕刻机产品库存消耗接近尾声伴随消费逐渐恢复，预期营收稳中有增。汽车电子产品增长迅速，看好智能座舱、调光玻璃控制器等新产品发展。建议关注思摩尔国际，1) 尼古丁类：公司为全球最大电子雾化设备制造商，产品合规能力强，欧美政府针对非合规产品打击力度提升，增长提速值得期待；2) 特殊雾化：新产品发布叠加海外市场快速成长，看好企稳回升；3) 其他：HNB 截至 23H1 已储备多种新型加热技术解决方案。雾化医疗：思摩尔美国研究中心已完成团队组建，国内呼吸机联用雾化给药装置研发成功并取得生产许可。

#### 个护：

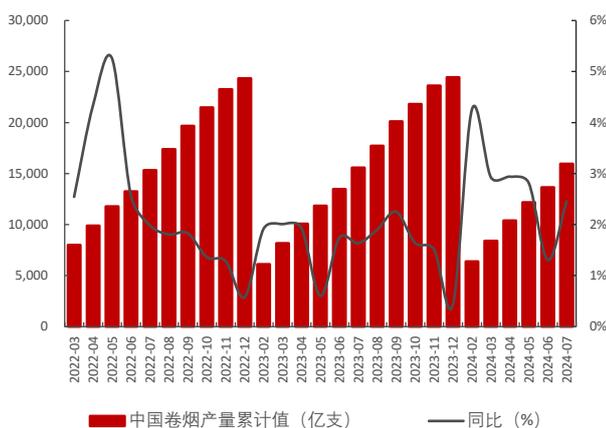
**生活用纸方面**，展望 2024 年，随着 Arauco 以及 UPM 以及芬林芬宝产能脉冲式投放，叠加整体需求难有较大弹性，我们预计纸浆上行空间不大，受益于浆价低位，预计纸企盈利进入持续上行区间；受益于政府更为积极的财政政策，看好终端消费信心持续恢复。回顾上一轮浆价下行周期，我们认为头部生活纸企业毛利率及净利率仍有较大改善空间，建议关注中顺洁柔/维达国际。**卫生用品方面**，百亚股份全国化拓张逻辑持续兑现，我们预计 2024 年收入维持高增，电商规模效应逐步显现，费用投放效率提升，有望逐步贡献利润，外围省份仍处于投入阶段，我们预计持续贡献高增，线下核心区域在解决缺货问题后有望迎来补库，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

## 5 包装：纸包头部企业显韧性，金属包装企业盈利持续向好

### 5.1 纸包头部企业盈利修复，金属包装行业整体持续改善

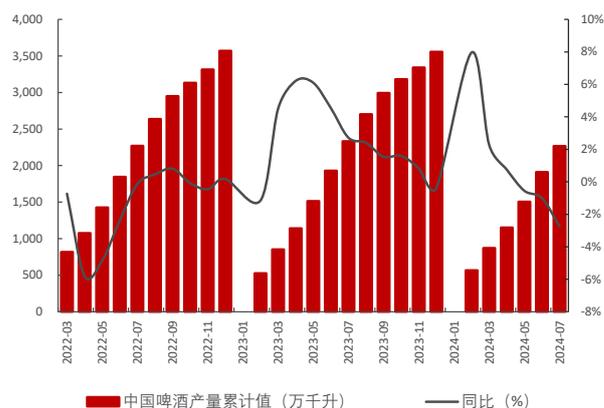
**包装需求逐步恢复。**2024 年上半年我国卷烟产量/啤酒产量/白酒产量/软饮料/智能手机产量同比+2.63%/+0.71%/-5.64%/+6.88%/+13.69%。24Q2 我国卷烟产量/啤酒产量/白酒产量/软饮料产量/智能手机出货量同比+2.28%/-0.41%/+1.21%/+8.47%/+11.76%。卷烟方面：2023H1 卷烟改版影响低基数。啤酒方面：下游需求显韧性，未来伴随啤酒金属罐化率提升，金属灌装企业下游持续受益；白酒方面：需求下降主因政府部门反腐以及消费者口味变化所致；智能手机方面：改变 2023 年疲软情况，2024Q2 苹果/安卓手机出货量同增 1.5%/7.5%，海外需求逐步恢复，带动手机出货量提升。

图62：我国卷烟产量及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图63：我国啤酒产量及增速



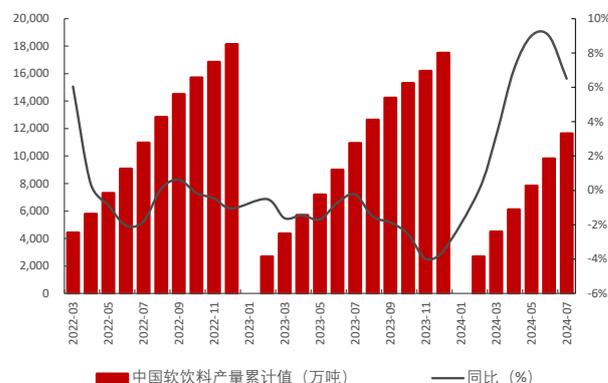
资料来源：wind，民生证券研究院

图64：我国白酒产量及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

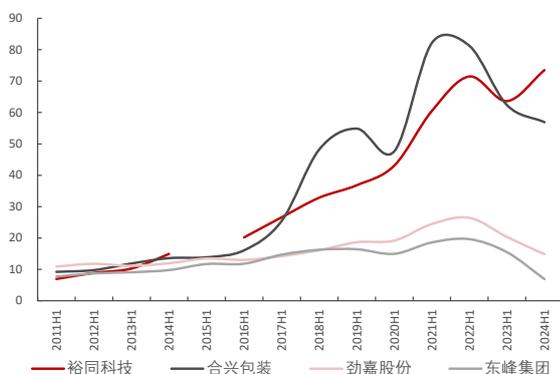
图65：我国软饮料产量及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

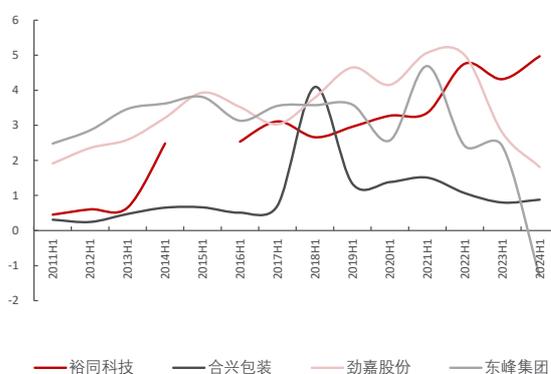
**头部效应继续显现，原材料价格降低盈利能力提升：裕同科技/合兴包装/劲嘉股份/东峰集团** 2024 年上半年营收同比变化 +15.52%/-8.77%/-27.00%/-55.56%，24Q2 营收同比+12.29%/-9.36%/-30.51%/-47.37%。2024H1 归母净利润同比变化+15.15%/+10.15%/-35.26%/-153.92%，24Q2 归母净利润同比变化+11.07%/+12.85%/-49.97%/-965.85%。2024H1 头部企业裕同科技伴随下游消费电子、烟酒消费均呈逐渐转好态势，叠加公司持续拓展新客户，实现收入稳定增长。海外方面：24H1 海外收入为 22.19 亿元，同增 32.2%，占比 30.18%，公司先发优势较为明显，大客户对公司依赖程度较高，伴随客户外迁产能，公司海外工厂或将持续受益。盈利方面，白卡纸持续在底部震荡，盈利能力保持稳定。**往下半年去看：一般下半年为旺季，裕同科技大客户今年有望推出 AI 新产品带来销量增长，或在 2023 年高基数的背景下保持高增。**

图66：纸包装企业 2024 年营收规模 (亿元)

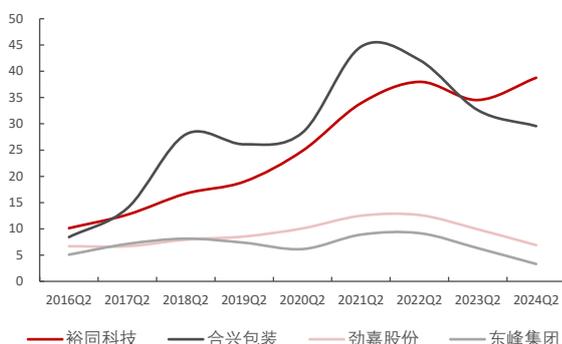


资料来源：wind，民生证券研究院

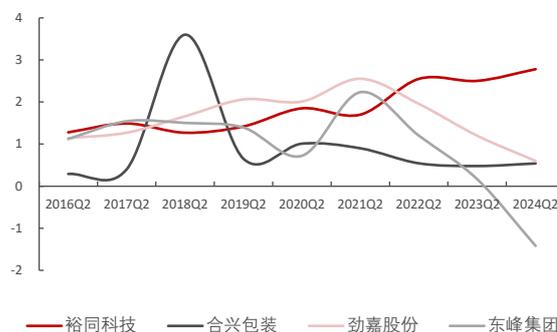
图67：纸包装企业 2024 年归母净利润规模 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

**图68：纸包装企业单季度营收规模（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

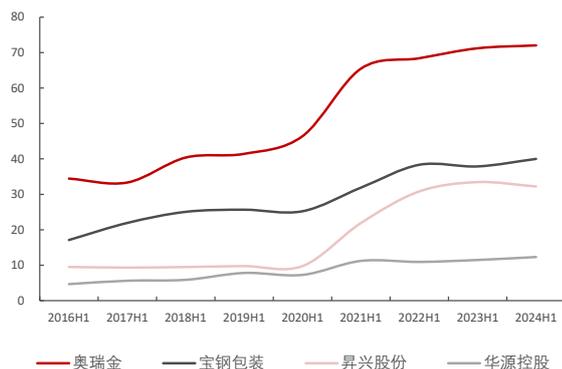
**图69：纸包装企业单季度归母净利润规模（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

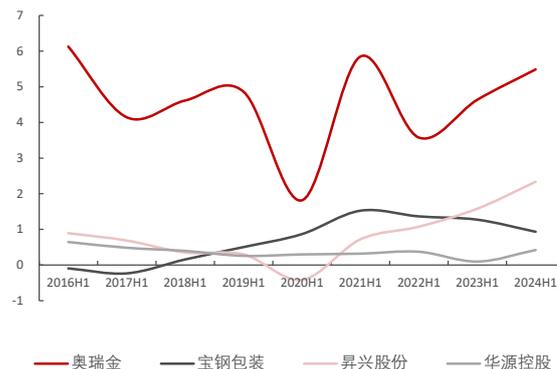
**需求保持平稳金属包装企业收入稳中有升，成本下降金属包装企业盈利上行。**

2024 年奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/华源控股营收同比变化+1.14%/+5.60%/-3.67%/+7.29%，24Q2 营收同比变化-3.13%/-0.52%/-14.53%/+5.91%；2023 年归母净利润同比变化+18.39%/-26.65%/+47.84%/+325.18%，24Q2 归母净利润同比+6.49%/-43.13%/+6.97%/+190.96%。2024H1 下游消费逐步恢复，除昇兴股份受大客户经营策略影响收入有所下降，各金属包装企业营收稳中有升。

**展望下半年**，随着需求进一步恢复，收入有望进一步提升；利润方面，二片罐顺利提价，原材料成本进一步下降，盈利水平有望再上一层台阶。

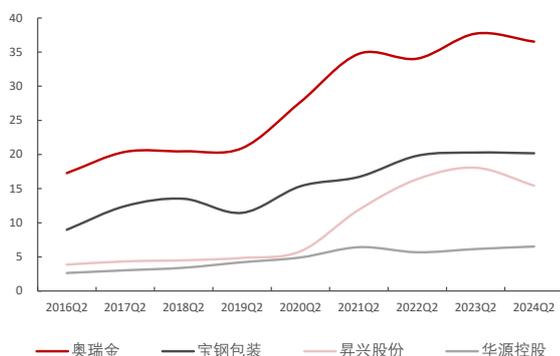
**图70：金属包装企业全年营收规模（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图71：金属包装企业全年归母净利润规模（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

图72: 金属包装企业单季度营收规模 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图73: 金属包装企业单季度归母净利润规模 (亿元)



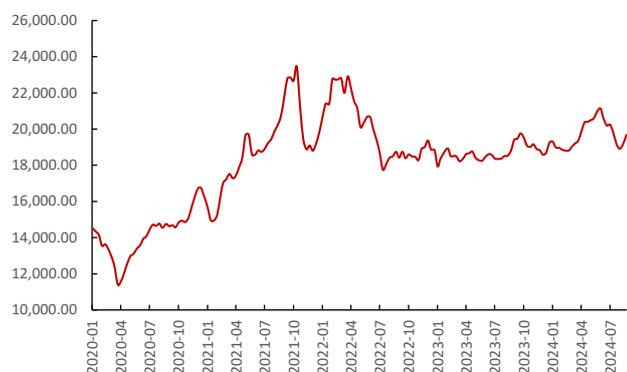
资料来源: wind, 民生证券研究院

当前白卡纸/镀锡板卷价格处于历史分位数 9.2%/53.0% (选取 2021 年 1 月 4 日至 2024 年 8 月 30 日数据), 中短期来看纸包装企业将持续使用低价原材料。二片罐方面 2024 年下半年铝价持续下降进一步改善二片罐产品盈利, 马口铁近期价格回调亦有利于三片罐产品盈利水平改善。纸包装原材料, 24Q2 白卡纸/铜版纸/双胶纸/箱板纸/瓦楞纸均价同比下降 11.92%/0.86%/3.26%/6.19%/5.81%, 环比下降 4.03%/3.08%/7.29%/1.63%/0.70%; 24Q2 铝锭/镀锡板卷均价同比 +10.79%/+12.67%, 环比+7.64%/+3.83%。

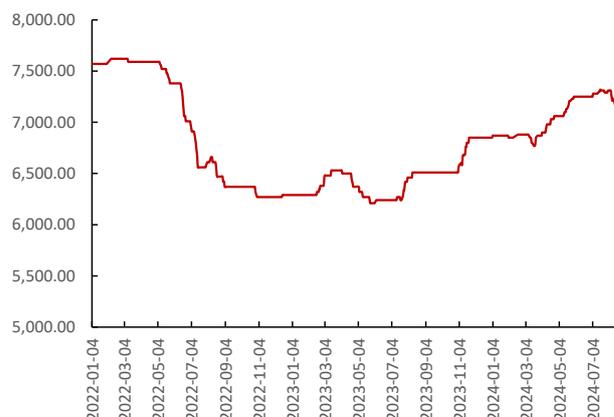
表17: 24Q2 纸包装/金属包装原材料市场均价变化

原材料	24Q2 均价	环比 24Q1 (绝对值)	环比 24Q1 (百分数)	同比 23Q2 (绝对值)	同比 23Q2 (百分数)
白卡纸	4609.00	-193.50	-4.03%	-624.00	-11.92%
铜版纸	5775.00	-183.33	-3.08%	-50.00	-0.86%
双胶纸	5933.33	-466.67	-7.29%	-200.00	-3.26%
瓦楞纸	3148.33	-22.14	-0.70%	-194.33	-5.81%
箱板纸	4167.33	-68.86	-1.63%	-175.00	-6.19%
铝锭	10509.76	1455.21	7.64%	1997.08	10.79%
镀锡板卷	7122.26	262.42	3.83%	800.97	12.67%

资料来源: 纸业联讯, 民生证券研究院备注: 上图价格单位均为元/吨

**图74：铝锭市场价（元/吨）**


资料来源：iFinD，民生证券研究院，数据截至 2024 年 8 月 31 日

**图75：镀锡板卷市场价（元/吨）**


资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至 2024 年 8 月 30 日

## 5.2 投资建议

**展望 24Q3/Q4，看好国内外经济持续恢复下，包装环节盈利修复。**纸包方面：

继续关注头部企业，下半年为需求旺季，裕同科技大客户推出 AI 产品有望带动销量快速增长，成本方面白卡纸产能投放较多，竞争激烈，纸价持续处于低位。金属包装方面：二片罐价格提涨，铝锭、马口铁价格进入下行通道，单罐盈利有望进一步改善；下游需求韧性较强，我们认为即使在当前消费降级的背景下，仍然保持相对稳定。**标的层面，继续推荐纸包龙头裕同科技，建议关注金属包装龙头昇兴股份、奥瑞金。**

## 6 投资建议

**家居：**推荐质地&筹码优的龙头家居企业欧派家居/慕思股份/顾家家居/志邦家居/致欧科技。**造纸：**推荐太阳纸业，一体化龙头盈利能力高于行业平均；特种纸建议关注华旺科技、仙鹤股份。**文具：**推荐晨光股份，传统核心业务稳健增长，九木&晨光科技等新业态持续高增。**潮玩：**推进海外业务进展顺利的泡泡玛特。**包装：**推荐纸包龙头裕同科技。**新型烟草：**建议关注盈趣科技，深耕 UDM 智能制造业务，客户、产品矩阵丰富。思摩尔国际，合规能力强+新产品业务放量。**个护：**推荐盈利持续回暖的头部纸企中顺洁柔，建议关注全国化拓展的百亚股份。

## 7 风险提示

**1) 地产销售不及预期：**新房和二手房销售数据仍不明朗，若数据持续疲软，将对家居行业需求造成影响。

**2) 原材料价格大幅上涨：**若造纸上游纸浆价格大幅上涨或家居上游板材等原材料价格大幅上涨，将影响企业盈利。

**3) 消费复苏不及预期：**各项政策对宏观经济的影响具有不确定性，消费需求恢复速度及幅度或不及预期。

## 插图目录

图 1: 2019 年 6 月至 2024 年 7 月国内家具零售额及同比 (%) (右轴)	3
图 2: 2019 年 6 月至 2024 年 7 月我国房屋新开工面积及同比 (%) (右轴)	3
图 3: 2019 年 6 月至 2024 年 7 月我国房屋竣工面积及同比 (%) (右轴)	3
图 4: 2019 年 6 月至 2024 年 7 月我国商品房销售面积及同比 (%) (右轴)	3
图 5: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	4
图 6: 30 大中城市商品房成交面积同比 (%)	4
图 7: 15 城二手房周度成交面积 (平方米) 及增速 (%)	4
图 8: 定制家居企业营收及增速	5
图 9: 定制家居企业单季度营收及增速	5
图 10: 定制企业归母净利润及增速	6
图 11: 定制企业单季度归母净利润及增速	6
图 12: 软体家居企业收入及增速	10
图 13: 软体家居企业单季度收入及增速	10
图 14: 软体家居归母净利润及增速	11
图 15: 软体家居单季度归母净利润及增速	11
图 16: 美国家具店销售额及同比变化	13
图 17: 美国家具、家用装饰、电子和家用电器零售商库存及同比变化	13
图 18: 美国家具及家居摆设批发商销售额及同比变化	13
图 19: 美国家具及家居摆设批发商库存及同比变化	13
图 20: 各纸品月度行业毛利率	17
图 21: 24Q2 各纸品行业平均毛利率及同比变化	17
图 22: 工业纸企业半年度营收规模 (亿元)	18
图 23: 工业纸企业半年度归母净利润规模 (亿元)	19
图 24: 工业纸企业 23H1 及 24H1 归母净利率	19
图 25: 工业纸企业 23Q2 及 24Q2 归母净利率	19
图 26: 工业纸企业单季度归母净利润规模 (亿元)	20
图 27: 工业纸企业单季度营收规模 (亿元)	20
图 28: 特种纸企业半年度营收规模 (亿元)	21
图 29: 特种纸企业单季度营收规模 (亿元)	22
图 30: 特种纸企业半年度归母净利润规模 (亿元)	22
图 31: 特种纸企业单季度归母净利润规模 (亿元)	22
图 32: 文具企业单季度归母净利率情况 (%)	24
图 33: 文具企业单季度营收规模 (亿元)	25
图 34: 文具企业单季度归母净利润规模 (亿元)	25
图 35: 文具企业单季度归母净利率情况 (%)	26
图 36: 泡泡玛特营业收入 (亿元) 及同比 (%)	27
图 37: 泡泡玛特归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	27
图 38: 泡泡玛特在泰国 6 家线下门店及 2 家机器人商店选址	30
图 39: 泡泡玛特独立站营销渠道分布	31
图 40: 泡泡玛特独立站用户画像	31
图 41: 2019-2024H1 年泡泡玛特存货周转天数	32
图 42: 木浆价格 (单位: 美元/吨)	33
图 43: 生活用纸原纸价格 (单位: 元/吨)	33
图 44: 我国消费者信心指数	34
图 45: 中顺洁柔单季度营收及增速	34
图 46: 维达国际单季度营收及增速	34
图 47: 中顺洁柔单季度归母净利润及增速	35
图 48: 维达国际单季度净利润及增速	35
图 49: 卫生用品企业单季度营收 (亿元)	35
图 50: 卫生用品企业单季度营收增速	35
图 51: 卫生用品企业单季度归母净利润 (亿元)	36
图 52: 卫生用品企业单季度净利润同比增速	36
图 53: Vuse 在核心市场市占率持续提升	37
图 54: Vuse 在美市占率持续提升	37

图 55: glo 核心市场市占率.....	37
图 56: PMI 传统烟草产品及加热不燃烧产品市占率.....	38
图 57: IQOS 产品在日本市占率.....	38
图 58: IQOS 产品在欧盟市占率.....	38
图 59: 思摩尔国际各地区年度营业收入 (亿元) .....	41
图 60: 中国电子烟出口量 (吨) 及增速 (右轴, %) .....	41
图 61: 中国电子烟出口单价 (美元/千克) 及同比增速 (右轴, %) .....	42
图 62: 我国卷烟产量及增速.....	44
图 63: 我国啤酒产量及增速.....	44
图 64: 我国白酒产量及增速.....	45
图 65: 我国软饮料产量及增速.....	45
图 66: 纸包装企业 2024 年营收规模 (亿元) .....	45
图 67: 纸包装企业 2024 年归母净利润规模 (亿元) .....	45
图 68: 纸包装企业单季度营收规模 (亿元) .....	46
图 69: 纸包装企业单季度归母净利润规模 (亿元) .....	46
图 70: 金属包装企业全年营收规模 (亿元) .....	46
图 71: 金属包装企业全年归母净利润规模 (亿元) .....	46
图 72: 金属包装企业单季度营收规模 (亿元) .....	47
图 73: 金属包装企业单季度归母净利润规模 (亿元) .....	47
图 74: 铝锭市场价 (元/吨) .....	48
图 75: 镀锡板卷市场价 (元/吨) .....	48

## 表格目录

表 1: 定制家居企业单季度营收 YoY.....	5
表 2: 定制家居企业单季度归母净利润 YoY .....	7
表 3: 定制企业单店收入拆分 .....	8
表 4: 定制企业大宗业务收入及占比.....	9
表 5: 软体家居企业单季度营收增速.....	10
表 6: 软体家居企业单季度利润增速.....	11
表 7: 出口链企业单季度营收增速 .....	14
表 8: 出口链企业单季度归母净利润增速 .....	15
表 9: 24H1 及 24Q2 纸品及原材料价格变动.....	16
表 10: 2024Q1-Q2 纸品及原材料价格变动 .....	17
表 11: 工业纸企业产能 .....	18
表 12: 24Q2 纸品及原材料价格变动.....	20
表 13: 特种纸企业产能 .....	21
表 14: 泡泡玛特部分本土化产品案例 .....	29
表 15: 部分主流电子烟市场监管政策变化.....	39
表 16: 我国电子烟管理近期主要政策梳理.....	40
表 17: 24Q2 纸包装/金属包装原材料市场均价变化.....	47

## 分析师承诺

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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

## 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