



业绩表现短暂承压，Q4 有望底部向好

——轻工行业 24Q3 业绩综述

2024 年 11 月 11 日

核心观点

● 家居：需求依旧疲软，“国补”或助力需求改善。

24Q3 家居上市公司业绩整体承压，主要因地产下行压力下，下游需求修复依旧不及预期。其中**定制家居**上市公司 24 年前 9 月营收与净利润大多出现不同程度下滑，头部公司盈利能力呈现韧性。**软体家居**板块相对表现较优，内销产品迭代加速+外销需求稳健/跨境电商业务的开拓贡献收入增量。展望 Q4，预计“家居以旧换新”政策将对上市公司业绩起到良好的催化作用，预计伴随以旧换新政策持续推进，Q4 下游消费需求有望修复。

建议关注：定制家居【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌家居】、【尚品宅配】；软体家居【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】；民用电工龙头【公牛集团】。

● 造纸：Q3 业绩表现承压，静待 Q4 实现修复。

浆纸系&特种纸：24Q3 浆纸系及特种纸业绩表现较弱，终端需求疲软叠加上游原材料价格下行带动成品纸价格下降，进而对营收端造成影响，而利润端则由于 24Q2 的高价浆库存而承压。伴随 24Q2 之后的低价浆库存逐步应用，预计 24Q4 利润端将环比实现改善。此外，特种纸板块龙头加快产能投放，销量提升将促进营收增长。

废纸系：废纸系包装纸下游应用以消费为主，而消费需求整体表现较为疲软，且板块产能持续投放导致供过于求，价格和利润整体弱势。近期，伴随 Q4 消费旺季需求有所好转，规模纸厂上调出厂价格 2-3 轮，累计调整 30-90 元/吨，中小纸厂积极跟涨，市场消化情况顺畅，推动整体成交价格上涨，预计短期业绩表现有望改善。

建议关注：大宗纸龙头【太阳纸业】、特种纸龙头【仙鹤股份】、【华旺科技】、【五洲特纸】。

● 包装：需求恢复性增长，业绩表现有所分化。

包装板块 24Q3 营业收入同比+0.9%，下游零售需求整体平稳，拉动板块收入恢复性增长。归母净利润同比下滑 6.6%，各公司业绩表现有所分化。行业资源整合加速背景下，头部企业收入增长呈现韧性，盈利能力持续提升。

建议关注：软体包装【裕同科技】、【上海艾录】；金属包装【奥瑞金】。

● 风险提示：地产下行致需求修复不及预期的风险；原材料成本上行的风险；行业竞争加剧的风险；贸易政策及地缘关系不确定的风险。

轻工行业

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎：010-8092-6000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

刘立思

☎：010-8092-7655

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

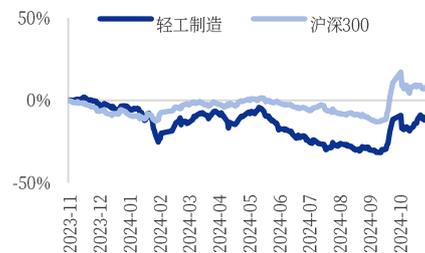
研究助理：韩勉

☎：010-8092-7653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-11-11



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河轻工】行业深度_24H1 业绩综述：内销静待需求修复，出口业务持续成长_20240908

目录

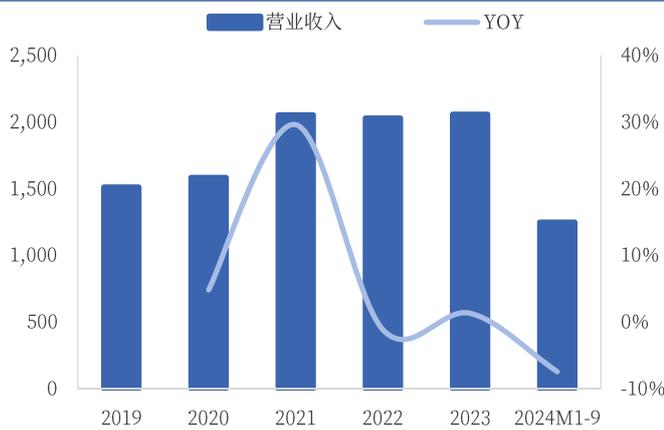
Catalog

一、 家居：需求依旧疲软，“国补”或助力需求改善	3
(一) 定制家居：业绩普遍承压，龙头抗风险能力凸显	3
(二) 软体家居：业绩略优于定制，研发投入增加	4
(三) 建议关注 Q4 “国补” 催化作用	5
(四) 投资建议	6
二、 造纸：Q3 业绩表现承压，静待 Q4 实现修复	7
(一) 浆纸系：价格端疲软运行，静待 Q4 低价浆库存应用	7
(二) 特种纸：Q3 原材料成本高企，龙头产能投放驱动成长	10
(三) 废纸系：盈利压力持续，Q4 旺季有望改善	12
(四) 投资建议	14
三、 包装：需求恢复性增长，业绩表现有所分化	15
(一) 金属包装：行业整合持续推进，龙头马太效应显著	15
(二) 软体包装：加速海外产能布局，环保包材构建新增长点	16
(三) 投资建议	17
四、 风险提示	18

一、家居：需求依旧疲软，“国补”或助力需求改善

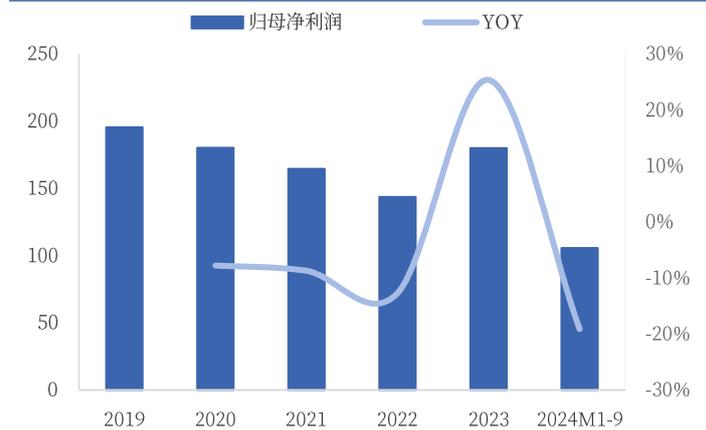
下游需求疲软至业绩短期承压。家居板块 2024 年前 9 月实现营业收入 1248.4 亿元, 同比-7.4%; 归母净利润 105.7 亿元, 同比-19.1%。地产下行压力下行业需求持续疲软, 使得上市公司营收与利润表现同步承压。

图1: 家居行业营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

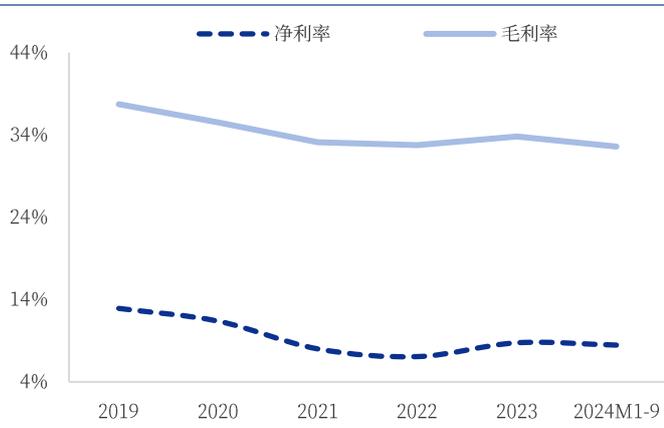
图2: 家居行业归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

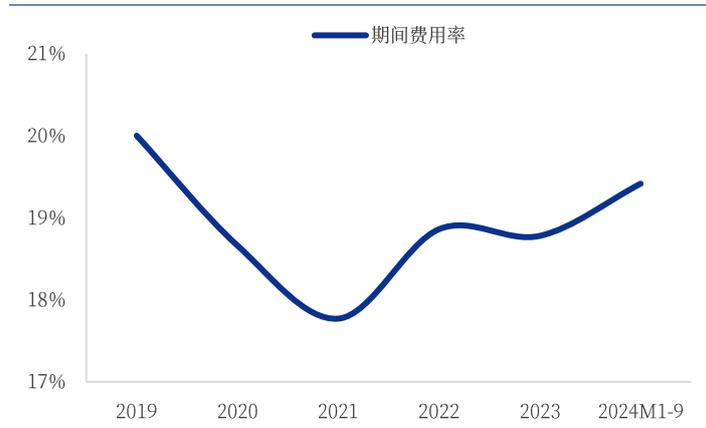
Q3 家居行业上市公司毛利率同比-0.7pct, 期间费用率同比+1.1pct, 主要系需求修复不及预期下, 费用转化效率降低。上市公司净利率同比-1.2pct。

图3: 家居行业净利率和毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 家居行业期间费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 定制家居：业绩普遍承压，龙头抗风险能力凸显

定制家居上市公司 24 年前 9 月营收与净利润均出现不同程度下滑, 且单看 24Q3 下滑幅度均较 24H1 环比有所增加, 反映了市场需求持续疲软, 公司业绩承压。

费用率方面, Q3 上市公司费用投入普遍趋于节制, 但受收入增长不及预期的影响, 仍有部分公司费用率上涨。

表1: 定制家居行业代表性公司业绩情况

	营业收入 YOY		归母净利润 YOY		净利率变动 (pct)	
	24M1-9	24Q3	24M1-9	24Q3	24M1-9	24Q3
欧派家居	-16.2%	-21.2%	-12.1%	-11.6%	0.69	2.14
索菲亚	-6.6%	-21.1%	-3.2%	-21.2%	0.42	-
志邦家居	-6.5%	-10.1%	-23.8%	-30.9%	(1.65)	(2.41)
金牌家居	-5.1%	-13.9%	-28.1%	-44.2%	(1.58)	(3.04)
尚品宅配	-22.2%	-29.1%	-2904.9%	-112.3%	(4.29)	(5.46)
好莱客	-11.2%	-20.4%	-48.9%	-50.8%	(4.65)	(5.46)
	毛利率变动 (pct)	研发费用率变动 (pct)	销售费用率变动 (pct)		管理费用率变动 (pct)	
	24M1-9	24M1-9	24M1-9	24Q3	24M1-9	24Q3
欧派家居	1.6	(0.6)	1.51	(0.05)	0.81	1.11
索菲亚	0.2	(0.5)	(0.23)	(0.56)	0.33	0.75
志邦家居	-1.6	(0.3)	2.49	3.48	0.81	0.20
金牌家居	-1.6	0.1	(1.32)	(0.94)	0.78	1.10
尚品宅配	-2.6	0.4	1.29	3.33	0.92	0.82
好莱客	-1.8	(0.2)	1.08	1.10	1.90	2.71

资料来源: 各公司公告、中国银河证券研究院

分公司看, 欧派家居与索菲亚净利润跌幅低于营业收入跌幅, 在市场下行压力公司盈利能力保持稳健, 体现了龙头公司抗风险能力和强大的个股 α 。其中:

1、欧派家居: 改革逐渐进入深水区, 伴随公司组织结构、薪酬激励机制、经销商管理体系等方面的改革持续深化, 持续优化招商, 加强对经销商的管理, 同时对现有门店进行整合, 持续优化低效门店, 提高终端门店竞争力。公司运营能力持续提升, 大家居改革稳步推进, 改革红利逐渐显现。

2、索菲亚: 公司在地产下行压力下, 提前挖掘存量市场广阔区域, 前瞻性针对市场中的存量房、二手房装修需求提前进行产品与渠道部署。产品端陆续推出橱柜、系统门窗等旧改高频需求品类, 不断优化供应链效率; 渠道端强化同装企合作进而实现前端流量获取, 并持续开发出毛坯拎包、拎包 2.0、共创事业合伙人等全新业务模式。Q3 公司提质增效成效显著, 盈利能力维持稳健。

(二) 软体家居: 业绩略优于定制, 研发投入增加

软体家居 Q3 业绩表现与定制家居整体变动趋势较为类似, 具体来看主要有几点差异:

1、软体板块上市公司业绩整体表现相对更优, 因其与地产相关性相对较低, 故受需求下行压力相对较小, 同时, 内销产品迭代加速+外销需求稳健/跨境电商业务的开拓亦为公司业绩创造了一定韧性。故收入和净利润跌幅较定制板块而言更低。

2、上市公司研发投入均有所增加。 存量市场竞争加剧, 各公司均加大研发投入力度, 通过产品差异化和产品升级更好的满足消费需求, 获取存量客户。

3、慕思股份前 9 月营收、净利实现增长, 反映了公司作为高端品牌, 在较高的客单值下盈利能力显著优于行业, 经营业绩在市场下行压力下呈现韧性。公司 24 年持续深化布局电商渠道, 同时推动产品进一步向智能、健康睡眠方向发展, 未来盈利能力有望进一步提高。

表2: 软体家居行业代表性公司业绩情况

	营业收入 YOY		归母净利润 YOY		净利率变动 (pct)	
	24M1-9	24Q3	24M1-9	24Q3	24M1-9	24Q3

顾家家居	-2.4%	-6.9%	-9.5%	-19.9%	(0.77)	(1.53)
慕思股份	1.9%	-11.2%	0.8%	-8.3%	(0.15)	0.38
喜临门	-1.5%	-10.8%	-3.9%	-15.8%	(0.15)	(0.41)
	毛利率变动 (pct)	研发费用率变动 (pct)	销售费用率变动 (pct)		管理费用率变动 (pct)	
	24M1-9	24M1-9	24M1-9	24Q3	24M1-9	24Q3
顾家家居	-0.5	0.4	(0.28)	(2.45)	(0.03)	(0.45)
慕思股份	0.0	0.4	(1.04)	(4.25)	0.75	1.41
喜临门	1.1	0.04	1.12	3.43	0.07	0.20

资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

(三) 建议关注 Q4 “国补” 催化作用

我们在 11 月 11 日外发报告：《“双 11”+国补再加码，家居需求拐点或至》中分析了本次家居行业以旧换新政策对上市公司业绩的催化作用，并探讨 Q4 是否为家居上市公司业绩拐点。

大多家居上市公司于 9-10 月配合政府以旧换新政策出台额外补贴政策，双十一期间叠加政府 15% 左右国补和电商平台优惠，整体折扣率在 30% 左右。预计国补活动将对上市公司 Q4 业绩起到良好的催化作用，伴随以旧换新政策持续推进，Q4 消费需求有望修复。

同时，国补对商家资质的限制或加速行业出清，对经销商和渠道掌控能力较强、全国化布局占优的公司或具备显著优势。

表3：各公司双十一及国补参与情况

公司	开始时间	补贴政策	双十一综合折扣率 (天猫旗舰店)	经销商参与情况
定制				
欧派家居	9月20日	优惠套餐： 消费者+99元可以享受健康升级补贴，包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜系列衣柜与39800王牌臻选套餐产品。 折扣： 购买欧派橱衣木卫定制类产品，享合同金额20%的企业+国家补贴金，最高1万元/户；在欧派购买全球大牌家具家电产品，促销价之上再享20%补贴优惠。	立减15%，政企双补贴。全屋定制产品综合折扣率 28% 左右。	
索菲亚	9月20日	集团加码补贴20%。	定制产品综合折扣率 35% 左右。	50%以上经销商参与国补
志邦家居	9月27日	企业至高再补贴30%，政策累加有机会享受高达50%的双重补贴。	定制产品综合折扣率 29% 左右。	
金牌家居	9-10月	政企双重补贴，总补贴金额最高可达70%。具体“三重补贴”政策，为消费者提供了899元/m ² 的高颜值系列、50%专项新品补贴以及额外的1000元焕新消费券。	天猫旗舰店补贴政策依据客户所在地线下补贴政策，线上付定下单，线下消费。	
尚品宅配	9-10月	38800元的女王臻选焕新精装套餐提供了包括22m ² 定制柜、12件家具、6m ² 背景墙等全屋配套的产品选择，让消费者以更优惠的价格焕新全屋。	定制产品综合折扣率 29% 左右。	部分经销商销售额没有达到500万元销售额或没有合规纳税流程，公司从总部层面获取补贴，帮助经销商落实。
好莱客	10月	政府补贴基础上公司直补20%，全国门店商场加码补贴20%，消费者在好莱客天猫店下单，最高可获得政企商合计补贴55%。最高可减5599元。好莱客推出的29800元的		

		净醛竹板全屋普惠套餐, 提供了包括家装焕新、环保升级等多重优惠/999 元衣橱半价全包活动等		
软体				
顾家家居	9月9日	在各地政府补贴的基础上(如部分地方补贴额度达 15%, 各地政策不同), 再增加最高 2000 元的企业补贴, 并提供免费上门回收废旧家具服务。	国补产品综合折扣率 33%左右	
慕思股份	双十一	购买慕思新床垫, 享“政府+慕思”的双重补贴, 立减千元, 慕思补贴(即减免金额)最高不超过 1500 元。为消费者提供慕思产品+金管家服务的闭环除螨解决方案	综合折扣率 32%左右	要求所有经销商参与国补活动, 核心城市持续推动。
喜临门	双十一	部分产品公司给予 15-20%补贴, 单款补贴上限 2000 元。喜临门会员商城、抖音旗舰店领取补贴券。		目前可以参与国补的经销商覆盖率在 20%左右, 未来预计可以迅速覆盖到 60%-70%。
晾晒				
好太太	双十一	部分产品公司给予 5-10%补贴, 综合补贴比例 20%-25%。	综合折扣率 32%左右	公司尝试打通内部的链条, 让线下渠道小商享受公司所在地广州的以旧换新补贴。

资料来源: 各公司公告及天猫旗舰店, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

家居板块, 看好各地“以旧换新”政策对公司 Q4 业绩的催化作用, 建议关注定制家居【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌家居】、【尚品宅配】; 软体家居【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】; 民用电工龙头【公牛集团】。

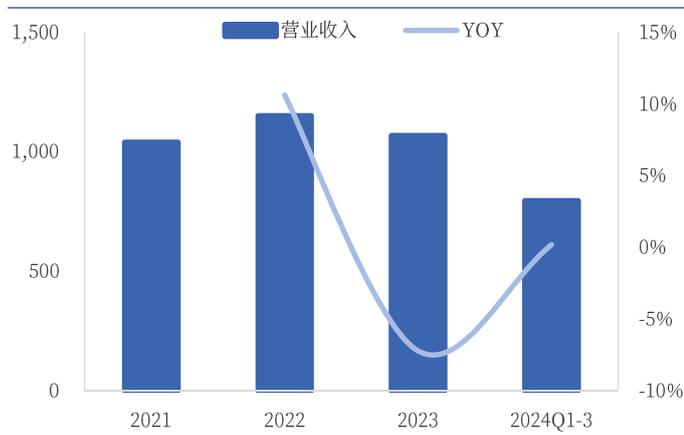
二、造纸：Q3 业绩表现承压，静待 Q4 实现修复

浆纸系板块选取【太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、岳阳林纸、华泰股份】作为代表，废纸系板块选取【山鹰国际、景兴纸业、森林包装】作为代表，特种纸板块选取【仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸、齐峰新材、冠豪高新、凯恩股份、安妮股份、青山纸业、民丰特纸、恒丰纸业、宜宾纸业、恒达新材】作为代表，各板块汇总所选标的的数据作为整体数据进行分析。

（一）浆纸系：价格端疲软运行，静待 Q4 低价浆库存应用

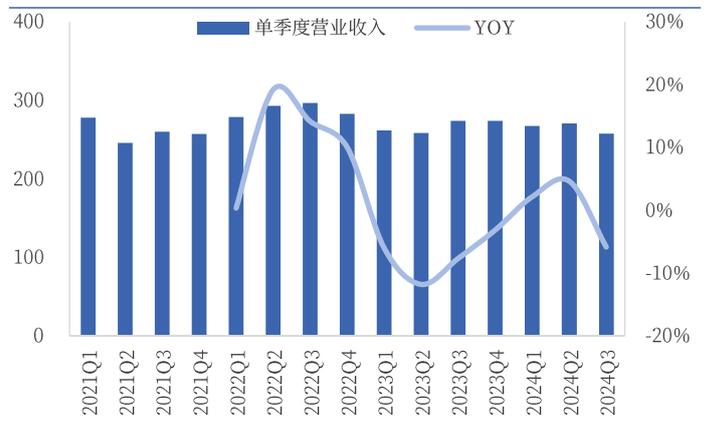
整体营收同比微增，纸价下跌导致 Q3 下滑。2024 年前三季度，浆纸系板块实现营收 795.46 亿元，同比增长 0.19%，其中 Q1 / Q2 / Q3 分别为 267.39 / 270.36 / 257.71 亿元，同比分别+2.15% / +4.61% / -5.86%。24Q3 表现较弱，主要源于：终端需求表现疲软，且纸浆原材料价格不断下跌，导致成品纸价格持续下降，24Q3 双胶纸/双铜纸/白卡纸季度均价同比分别-2.13% / +4.06% / +0.24%，环比分别-5.9% / -3.4% / -0.59%。

图5：浆纸系板块历年营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

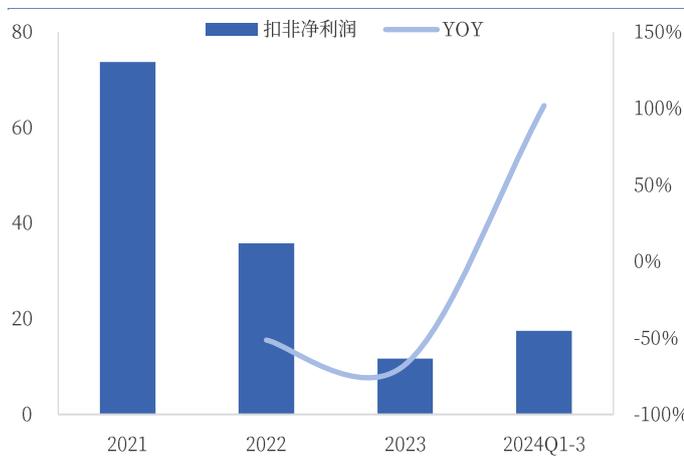
图6：浆纸系板块各季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

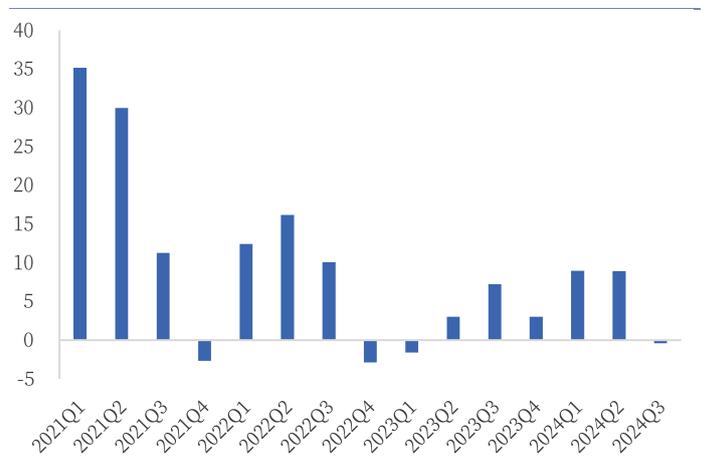
整体利润大幅增长，Q3 单季有所亏损。2024 年前三季度，浆纸系板块实现扣非净利润 17.47 亿元，同比增长 101.82%，其中 Q1 / Q2 / Q3 分别实现 8.95 / 8.91 / -0.39 亿元。Q3 扣非净利润明显承压，主要源于：1) 二季度高价浆库存集中体现于三季度，而三季度成品纸价格持续下行，共同导致盈利能力下降；2) 晨鸣纸业三季度扣非净利润亏损 8.04 亿元，拖累整体数据表现。

图7：浆纸系板块历年扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

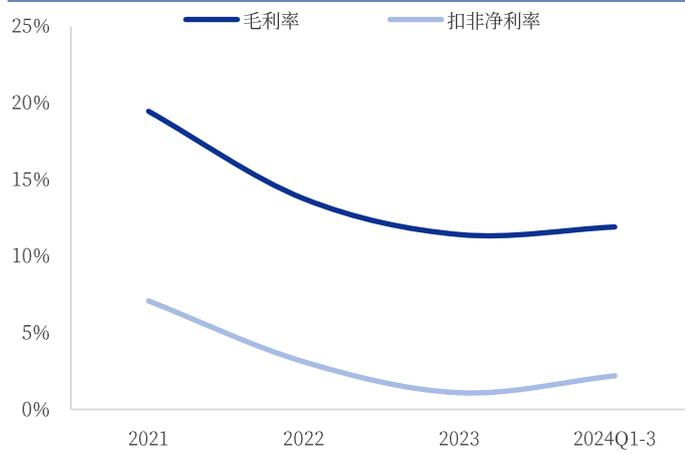
图8：浆纸系板块各季度扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

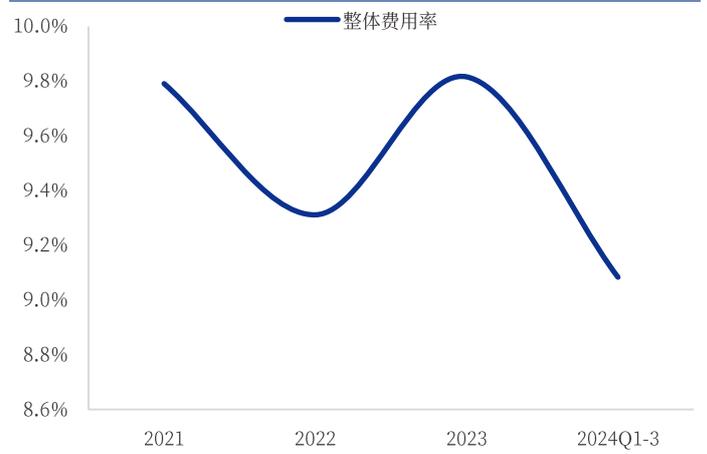
前三季度盈利能力同比改善, Q3 单季明显承压。2024 年前三季度, 浆纸系板块毛利率为 11.91%, 同比提升 0.96 pct; 费用率为 9.08%, 同比下降 0.79 pct; 扣非净利率为 2.2%, 同比提升 1.11 pct。24Q3, 毛利率/费用率/净利率分别为 8.66% / 9.08% / -0.15%, 同比分别变动-2.72 pct / -0.37 pct / -2.79 pct, 环比分别变动-4.33 pct / +0.32 pct / -3.45 pct。

图9: 浆纸系板块历年毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 浆纸系板块历年各项费用率



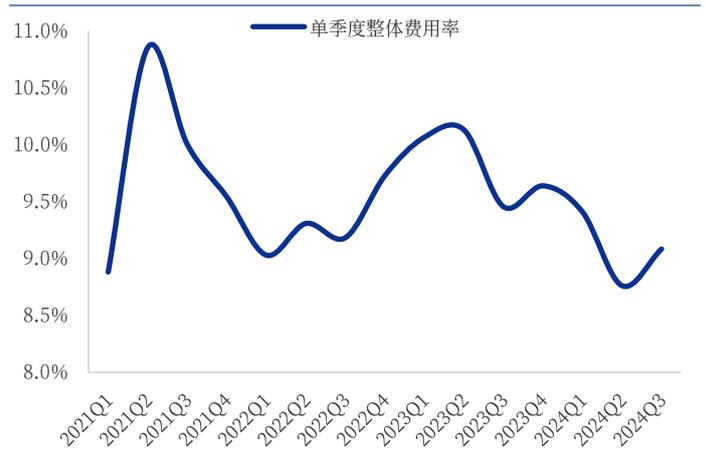
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 浆纸系板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 浆纸系板块各季度各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

产能投放叠加需求不足, 浆价持续向下延伸。浆价来看, 目前针叶浆价格整体维持平稳, 阔叶浆仍持续向下延伸, 化机浆价格经过长期下跌后有所企稳, 截至 2024 年 11 月 8 日, 中国针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为 6,261/4,523/3,700 元/吨, 同比分别-0.55%/-17.32%/-22.65%, 环比分别+0.36%/-5.17%/-1.33%。

供给扩大&需求不足共同导致浆价表现疲软: 1) 24 年 7 月巴西 Suzano 塞拉多 255 万吨、联盛浆纸 166 万吨阔叶浆产能均已投产, 后续湖北玖龙仍有 30 万吨阔叶浆产能待投产, 且 24 年全年中国预计将总计新增 355 万吨化机浆产能; 2) 需求端边际弱化, 2024 年 9 月中国木浆月度表观消费量同比下降 15.49%, 欧洲化学浆消费量同比下降 0.12%。

图13: 中国纸浆现货日度均价 (元/吨)



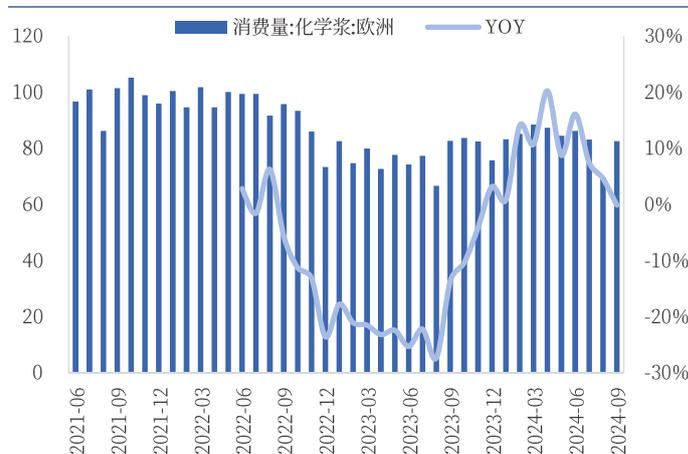
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图14: 中国木浆月度表观消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图15: 欧洲化学浆月度消费量 (万吨)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

需求疲软&成本支撑不足, 浆纸系成品纸价格下降。截至2024年11月8日, 中国双胶纸/双铜纸/白卡纸日度均价同比分别-18.53%/-11.09%/-16.38%, 环比分别-2.62%/-2.36%/-2.56%。需求方面, 文化纸社会面需求表现较弱, 出版订单低于预期, 刚需支撑乏力, 白卡纸下游消费需求同样低迷。同时, 原材料浆价持续下行, 对成品纸价格的支撑持续弱化。

图16: 中国浆纸系成品纸日度均价 (元/吨)

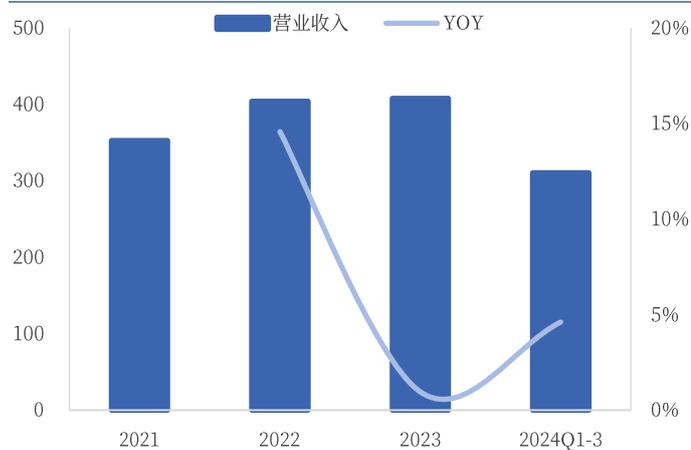


资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

(二) 特种纸：Q3 原材料成本高企，龙头产能投放驱动成长

整体营收小个位数增长，Q3 单季微降。2024 年前三季度，特种纸板块实现营收 310.64 亿元，同比增长 4.61%，其中 Q1 / Q2 / Q3 分别为 98.34 / 104.5 / 107.8 亿元，同比分别+6.72% / +8.62% / -0.73%。

图17: 特种纸板块历年营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

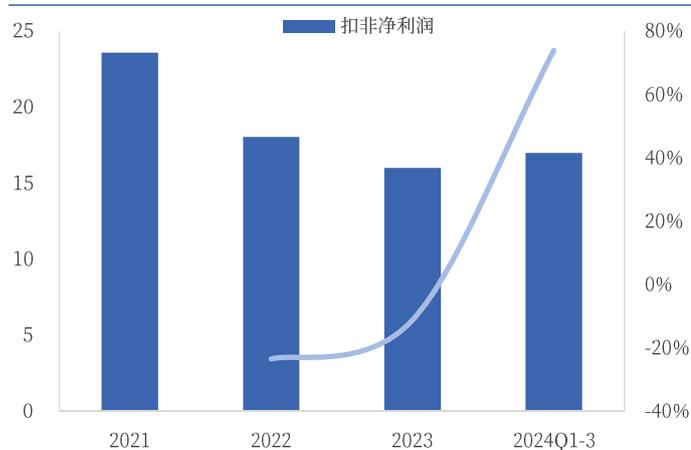
图18: 特种纸板块各季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

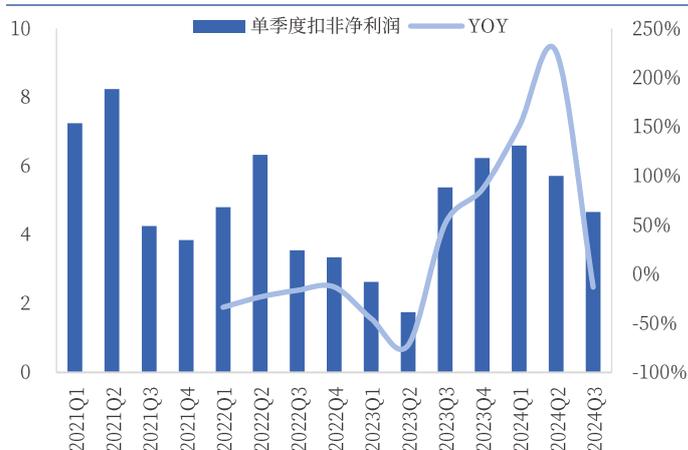
整体利润大幅改善，Q3 单季有所承压。2024 年前三季度，特种纸板块实现扣非净利润 16.98 亿元，同比增长 73.92%，其中 Q1 / Q2 / Q3 分别实现 6.59 / 5.72 / 4.67 亿元，同比分别+150.52% / +226.19% / -13.19%。

图19: 特种纸板块历年扣非净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

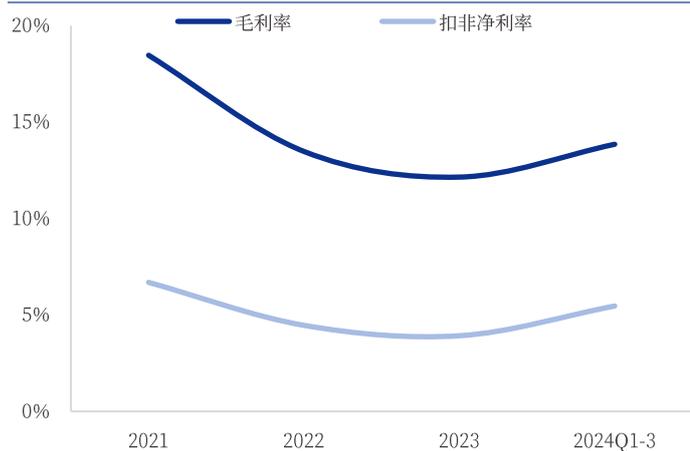
图20: 特种纸板块各季度扣非净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

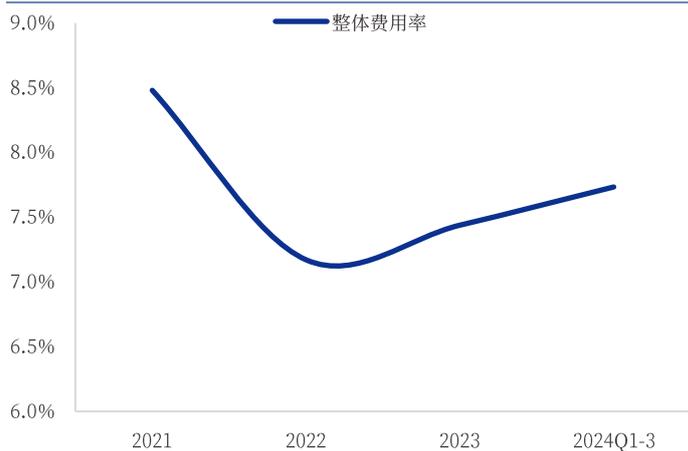
前三季度毛利率提升带动扣非净利率改善，Q3 毛利率环比下滑。2024 年前三季度，特种纸板块毛利率为 13.85%，同比提升 2.81 pct；费用率为 7.73%，同比提升 0.14 pct；扣非净利率为 5.47%，同比提升 2.18 pct。24Q3，毛利率/费用率/净利率分别为 12.5% / 7.68% / 4.33%，同比分别变动 +0.22 pct / +0.33 pct / -0.62 pct，环比分别变动 -1.38 pct / -0.09 pct / -1.14 pct。

图21: 特种纸板块历年毛利率、扣非净利率



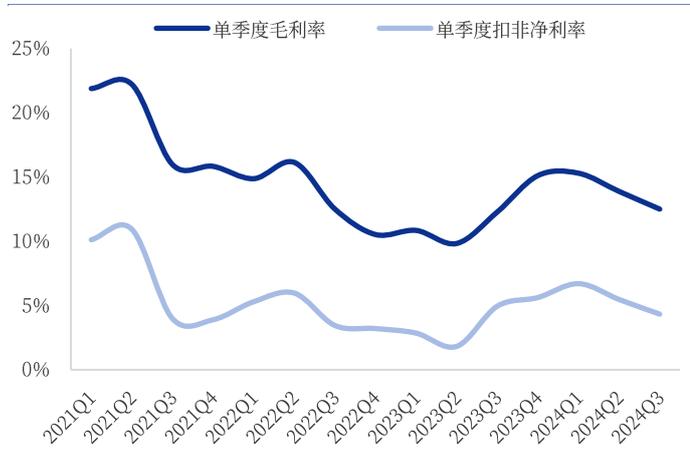
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 特种纸板块历年各项费用率



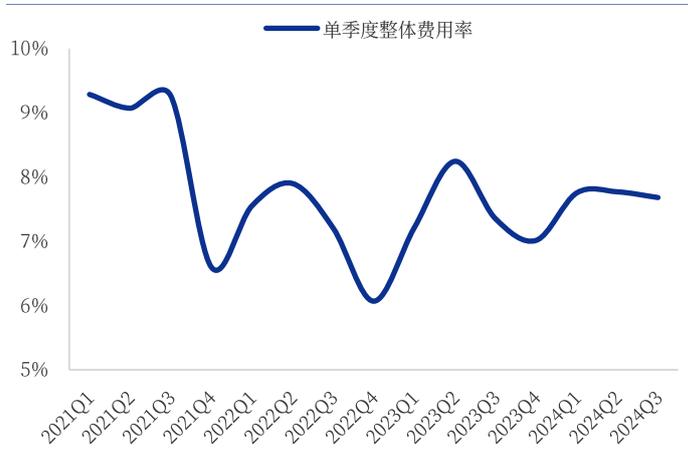
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 特种纸板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

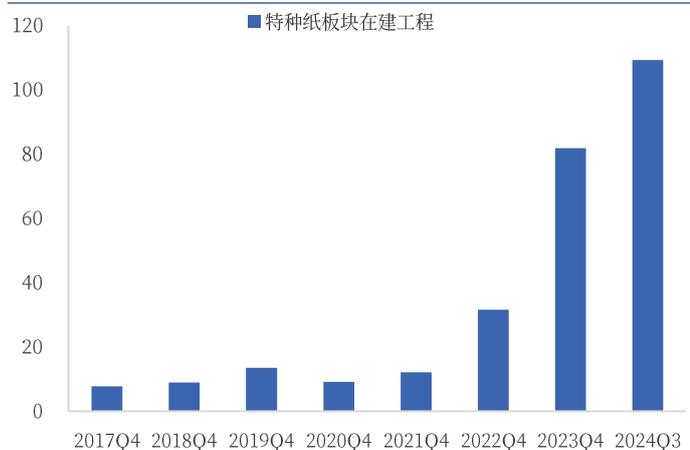
图24: 特种纸板块各季度各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

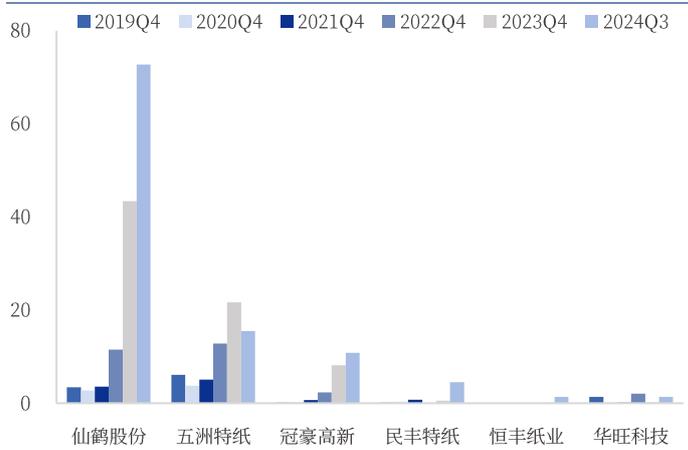
特种纸龙头加快产能扩张, 陆续落地驱动成长。2022 年以来, 特种纸板块龙头加快产能建设, 在建工程规模快速增长, 2024 年三季度达到 109.28 亿元, 较 2023 年末增长 33.43%。其中, 仙鹤股份广西和湖北两大生产基地一期项目、五洲特纸湖北和江西基地、冠豪高新 30 万吨高档涂布白卡纸项目&6 万吨特种纸项目均在逐步落地中, 未来产能释放将驱动企业销量增长, 支撑业绩向上。

图25: 特种纸板块在建工程情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 特种纸板块主要龙头在建工程情况 (亿元)

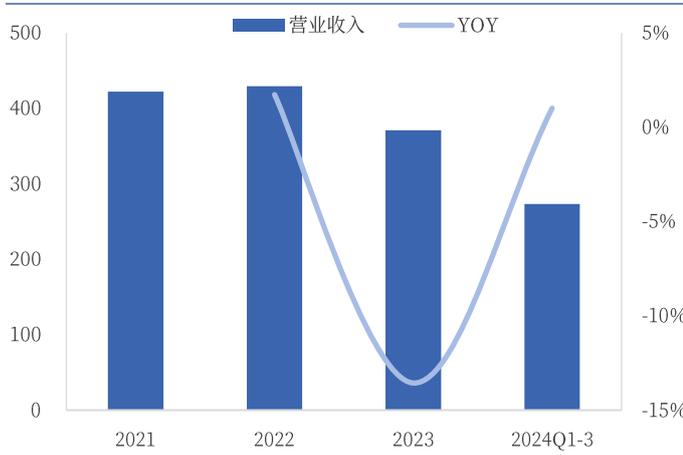


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 废纸系：盈利压力持续，Q4 旺季有望改善

整体营收实现小幅增长，价格因素导致 Q3 略有下降。2024 年前三季度，废纸系板块实现营收 273.45 亿元，同比增长 1.01%，其中 Q1 / Q2 / Q3 分别为 84.22 / 96.24 / 92.99 亿元，同比分别 +4.26% / +1.87% / -2.59%。包装纸下游消费需求较为疲软，成品纸价格持续下降，24Q3 瓦楞纸/箱板纸季度均价同比分别 -5.6% / -3.43%，环比分别 -1.38% / -0.98%。

图27：废纸系板块历年营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

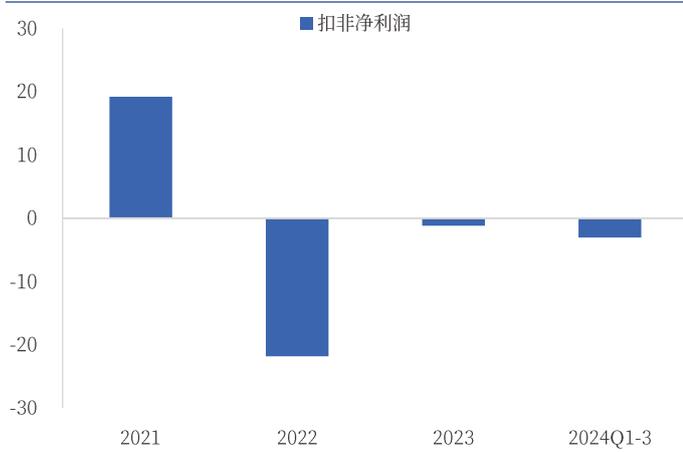
图28：废纸系板块各季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

板块利润亏损，盈利压力逐季加大。2024 年前三季度，废纸系板块实现扣非净利润-3.05 亿元，其中 Q1 / Q2 / Q3 分别实现 0.39 / -0.31 / -3.14 亿元。利润表现逐季下滑，主要源于终端消费需求不足情况下，包装纸价格表现弱于废纸价格，进而导致盈利能力持续下降。

图29：废纸系板块历年扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

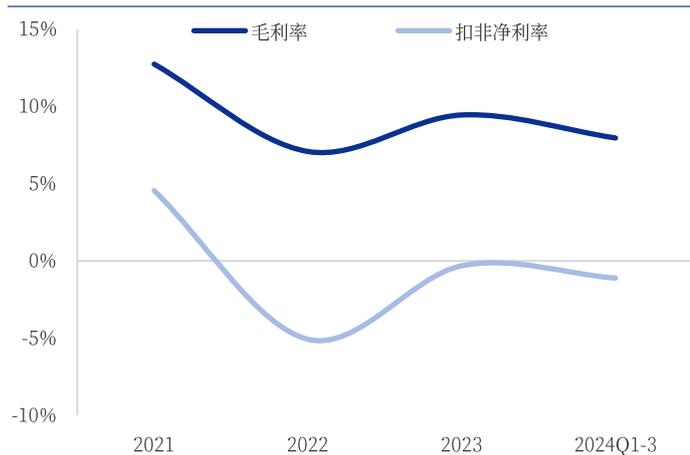
图30：废纸系板块各季度扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

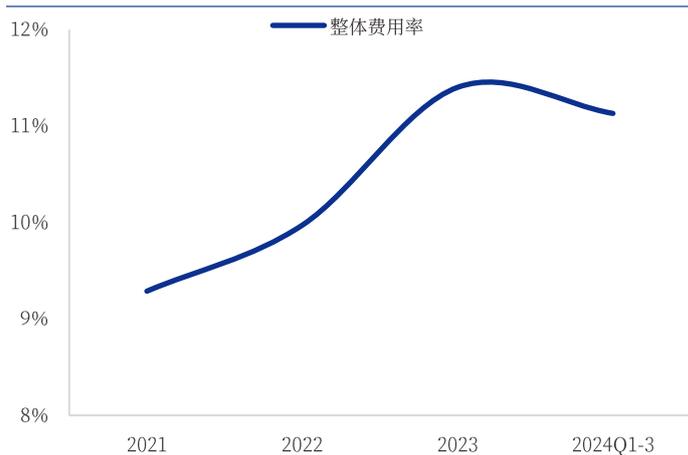
盈利能力持续承压，Q3 环比继续下滑。2024 年前三季度，废纸系板块毛利率为 7.95%，同比下降 0.71 pct；费用率为 11.13%，同比下降 0.39 pct；扣非净利率为-1.12%，同比下降 0.18 pct。24Q3，毛利率/费用率/净利率分别为 6.06% / 11.37% / -3.37%，同比分别变动-3.59 pct / +1.04 pct / -4.65 pct，环比分别变动-2.03 pct / +0.78 pct / -3.06 pct。

图31: 废纸系板块历年毛利率、扣非净利率



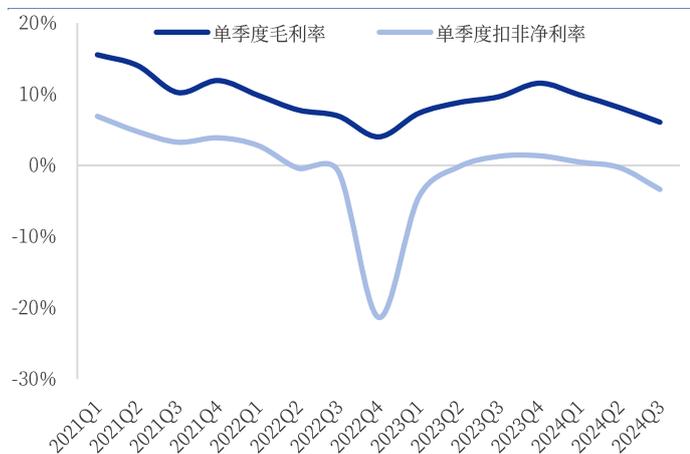
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 废纸系板块历年各项费用率



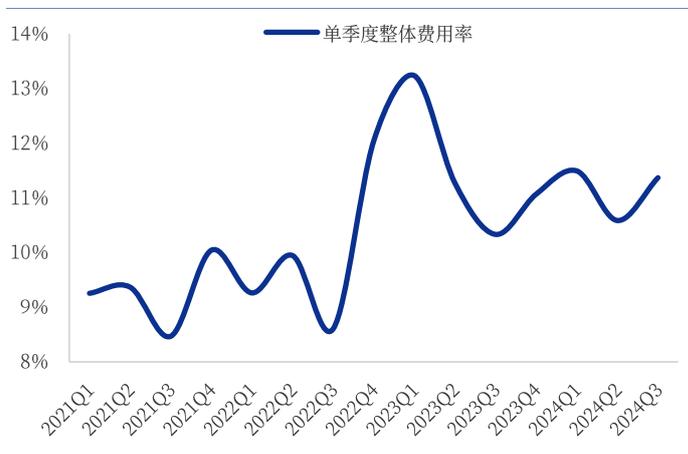
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图33: 废纸系板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 废纸系板块各季度各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

废纸系价格低位企稳回升。10月规模纸厂上调出厂价格2-3轮,累计调整30-90元/吨,中小纸厂积极跟涨,市场消化情况顺畅,推动整体成交价格上涨。下游包装厂适量增加采购量,减轻上游纸厂库存压力,同时需求端的订单量有所增加,共同驱动价格上涨。短期来看,旺季消费需求对包装纸构成一定支撑,但瓦楞箱板纸整体仍受制于行业产能过剩情况,整体供需情况有待修复。

图35: 中国废纸系原材料及成品纸日度均价(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

（四）投资建议

24Q3 浆纸系及特种纸业绩表现较弱，终端需求疲软叠加上游原材料价格下行带动成品纸价格下降，进而对营收端造成影响，而利润端则由于 24Q2 的高价浆库存而承压。伴随 24Q2 之后的低价浆库存逐步应用，预计 24Q4 利润端将环比实现改善。此外，特种纸板块龙头加快产能投放，销量提升将促进营收增长。

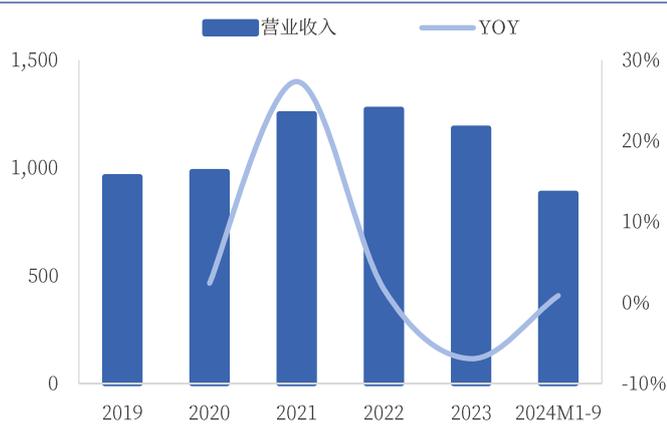
废纸系包装纸下游应用以消费为主，而消费需求整体表现较为疲软，且板块产能持续投放导致供过于求，价格和利润整体弱势。近期，伴随 Q4 消费旺季需求有所好转，规模纸厂上调出厂价格 2-3 轮，累计调整 30-90 元/吨，中小纸厂积极跟涨，市场消化情况顺畅，推动整体成交价格上涨，预计短期业绩表现有望改善。

建议关注：大宗纸龙头【太阳纸业】、特种纸龙头【仙鹤股份】、【华旺科技】、【五洲特纸】。

三、包装：需求恢复性增长，业绩表现有所分化

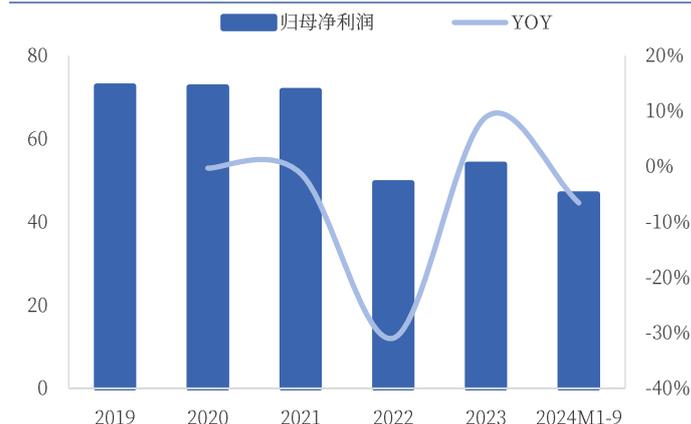
收入恢复性增长，利润表现有所分化。包装板块 2024 年前 9 月实现营业收入 882.5 亿元，同比+0.9%；归母净利润 46.7 亿元，同比-6.6%，净利率 5.3%，同比-0.4pct。下游零售需求整体平稳，板块收入恢复性增长。归母净利润同比下滑，主要因行业竞争加剧下，产品价格下行挤压行业利润。但龙头公司盈利能力整体保持稳健。

图36：包装行业营业收入（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

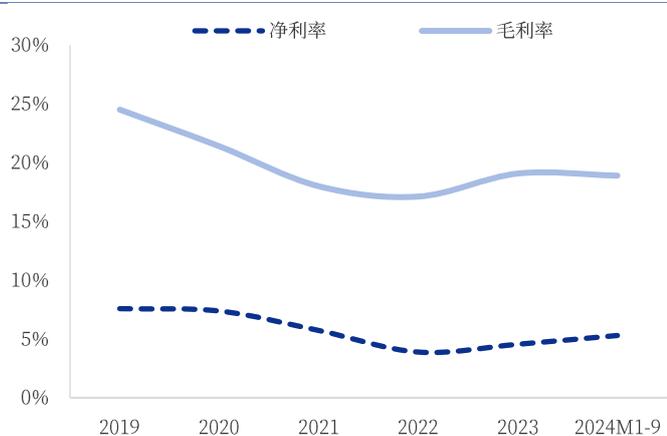
图37：包装行业归母净利润（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

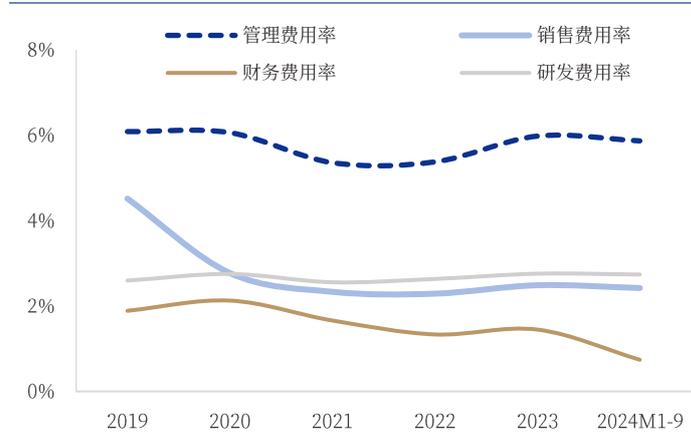
24 年前 9 月，包装行业毛利率 18.9%，与去年同期基本持平。原料及包材价格平稳。管理费用率/销售费用率分别同比+0.1/0.1pct，财务费用率与研发费用率持平。

图38：包装行业净利率及毛利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图39：包装行业费用率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（一）金属包装：行业整合持续推进，龙头马太效应显著

收入端来看，受益于下游啤酒饮料等行业罐化率稳步提高，奥瑞金、宝钢包装营业收入均实现稳健增长。归母净利润方面，奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份分别同比+7.74%/-22.36%/+24.77%，上市公司盈利能力有所分化。其中奥瑞金通过产能扩张以及“新能源”等新业务开拓为公司构建新增长曲线，盈利能力保持稳健。

金属包装龙头公司费用投入与前期节奏基本保持稳定，且费用率水平均处于较低水平。

表4: 代表性金属包装公司 24 年前 9 月业绩情况

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			归母净利率		
	23M1-9	24M1-9	YOY	23M1-9	24M1-9	YOY	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)
奥瑞金	107.1	108.6	1.40%	7.1	7.6	7.74%	6.60%	7.01%	0.4
宝钢包装	58.2	61.6	5.92%	2.0	1.6	-22.36%	3.48%	2.55%	-0.9
昇兴股份	51.7	49.9	-3.43%	2.8	3.4	24.77%	5.33%	6.88%	1.6
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)
奥瑞金	16.1%	17.3%	1.2	1.5%	1.7%	0.2	4.1%	4.7%	0.6
宝钢包装	9.5%	8.4%	-1.1	1.2%	1.2%	0.0	2.6%	2.5%	-0.1
昇兴股份	12.2%	14.3%	2.2	0.5%	0.5%	0.1	3.3%	3.7%	0.3

资料来源: 各公司公告、中国银河证券研究院

资产重组获新进展，行业格局有望优化。奥瑞金于 6 月 7 日发布公告，拟以每股要约股份 7.21 港元的要约价，向中粮包装全体股东发起自愿有条件全面要约，以现金方式收购中粮包装全部已发行股份。9 月 24 日，公司公告本次重大资产重组最新进展，下属子公司华瑞凤泉有限公司收到北京市商务局核发的《企业境外投资证书》，本次交易涉及的商务主管部门境外投资备案工作已完成。Q3 公司披露，该项交易已收到国家市场监督管理总局和北京市商务局批文，交易进展顺利。预计该项收购完成后，行业产能布局和竞争格局有望改善，龙头马太效应有望进一步凸显。

(二) 软体包装：加速海外产能布局，环保包材构建新增长点

报告期内，代表性软体公司收入变动趋势存在差异，但净利润均实现了稳步增长，反映了龙头公司盈利能力持续增强。毛利率方面，大胜达/合兴包装/上海艾录分别同比+0.7/0.8/1.4pct，销售费用率方面，各公司费用投入基本与去年同期持平，管理费用率方面大胜达与上海艾录同比分别+1.1/1.1pct。

表5: 代表性软体包装公司 24 年前 9 月业绩情况

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			归母净利率		
	23M1-9	24M1-9	YOY	23M1-9	24M1-9	YOY	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)
裕同科技	108.1	122.6	13.44%	9.9	11.1	13.05%	9.12%	9.09%	0.0
大胜达	14.7	15.1	2.72%	0.8	0.8	8.89%	5.17%	5.48%	0.3
合兴包装	93.8	85.9	-8.41%	1.2	1.4	20.52%	1.28%	1.68%	0.4
永新股份	25.4	24.8	-2.38%	2.9	3.0	4.02%	11.54%	12.30%	0.8
上海艾录	7.6	8.8	15.13%	0.5	0.6	22.77%	6.79%	7.24%	0.5
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)	23M1-9	24M1-9	同比 (pct)
裕同科技	25.4%	25.2%	-0.3	2.6%	2.9%	0.3	6.2%	6.3%	0.0
大胜达	16.7%	17.5%	0.7	1.7%	2.0%	0.3	5.2%	6.3%	1.1
合兴包装	11.3%	12.2%	0.8	2.8%	3.0%	0.1	3.9%	4.1%	0.2
永新股份	24.8%	23.0%	-1.8	1.7%	1.6%	-0.1	4.0%	3.6%	-0.4
上海艾录	22.8%	24.1%	1.4	2.3%	2.2%	-0.1	8.0%	9.1%	1.1

资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

包装材料环保化构建行业新增长点。软体包装行业竞争格局比较分散，大部分企业规模较小，竞争主要集中在成本端和产品价格上。伴随绿色可持续发展成为全球共识，“碳达峰碳中和”成为国家级战略，龙头公司开始积极布局环保业务，催生新的发展机遇。

其中，**裕同科技**持续加强环保包装的研发和生产，还以可持续发展为主导理念，积极打造旗下环保子品牌“YUTOECO”。公司环保纸塑产品业务 24H1 营业收入同比+1.17%，预计 Q3 延续上半年增长趋势。**上海艾录** 6 月推出 ESpeed™ 无塑膜纸基包装，该包装完全由纸浆制成，不含塑料，纤维回收率高达 90%，相较传统包装具有优异的环保性能。公司积极推动下游客户进行包装材质替换，Q3 已与妙可蓝多签订《战略合作框架协议》，另有食品、卫生用材、电器开关等多家下游客户进入新包材测试阶段。预计该环保包材的推出将进一步巩固公司在复合塑料包装行业的市占率，推动公司业绩可持续性发展。

加快海外产能布局，推动产品出海。报告期内，上市公司纷纷积极在海外建厂进行产能扩充，持续提高国际交付能力。**裕同科技** 菲律宾工厂与墨西哥工厂分别在 7 月、9 月陆续开业，预计年底正式投产。两个工厂分别涉及皮盒包装、重型包装两个新品类，进一步拓展了公司海外业务类型，并完善了公司全球化布局。**上海艾录** 2023 年发行可转债用于工业用纸包装相关产线扩产，目前第一条生产线已于 9 月完成调试和试生产工作，第二条生产线预计年底调试完成。公司将利用新增产能重点用于开拓海外市场。当前看公司海外业务拓展符合预期，未来海外市占率有望提升。

（三）投资建议

在下游行业需求平稳修复背景下，行业资源整合加速，头部企业收入增长呈现韧性，盈利能力持续提升。1) 软体包装行业建议关注【裕同科技】（全球产能布局逐渐完善）、【上海艾录】（新增扩产项目即将投产）；2) 金属包装行业，伴随下游啤酒饮料行业罐化率提升，行业需求稳步增长。产能和资源整合下，头部企业马太效应凸显，行业竞争格局将进一步集中。建议关注【奥瑞金】（优化供应链管理/重大资产购买项目，盈利能力稳步提升）。

四、风险提示

地产下行致需求修复不及预期的风险。家居等子板块需求与房地产市场表现高度相关，近期中央及地方频发地产支持政策，但若地产销售及竣工仍无法得到有效提振，将直接影响未来家居需求。

原材料成本上行的风险。各企业产品成本中原材料均占据一定比例，若原材料价格大幅上涨则将增加企业的成本压力，进而影响企业的经营利润。

行业竞争加剧的风险。市场竞争加剧可能导致企业销售费用投入增加，销售价格下行，从而影响业务体量及盈利能力。

贸易政策及地缘关系不确定的风险。国际地缘政治冲突将影响航运，航运价格上涨或周期延长均将对出口企业造成影响

图表目录

图 1: 家居行业营业收入 (亿元)	3
图 2: 家居行业归母净利润 (亿元)	3
图 3: 家居行业净利率和毛利率	3
图 4: 家居行业期间费用率	3
图 5: 浆纸系板块历年营业收入 (亿元)	7
图 6: 浆纸系板块各季度营业收入 (亿元)	7
图 7: 浆纸系板块历年扣非净利润 (亿元)	7
图 8: 浆纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)	7
图 9: 浆纸系板块历年毛利率、扣非净利率	8
图 10: 浆纸系板块历年各项费用率	8
图 11: 浆纸系板块各季度毛利率、扣非净利率	8
图 12: 浆纸系板块各季度各项费用率	8
图 13: 中国纸浆现货日度均价 (元/吨)	9
图 14: 中国木浆月度表观消费量 (万吨)	9
图 15: 欧洲化学浆月度消费量 (万吨)	9
图 16: 中国浆纸系成品纸日度均价 (元/吨)	9
图 17: 特种纸板块历年营业收入 (亿元)	10
图 18: 特种纸板块各季度营业收入 (亿元)	10
图 19: 特种纸板块历年扣非净利润 (亿元)	10
图 20: 特种纸板块各季度扣非净利润 (亿元)	10
图 21: 特种纸板块历年毛利率、扣非净利率	11
图 22: 特种纸板块历年各项费用率	11
图 23: 特种纸板块各季度毛利率、扣非净利率	11
图 24: 特种纸板块各季度各项费用率	11
图 25: 特种纸板块在建工程情况 (亿元)	11
图 26: 特种纸板块主要龙头在建工程情况 (亿元)	11
图 27: 废纸系板块历年营业收入 (亿元)	12
图 28: 废纸系板块各季度营业收入 (亿元)	12
图 29: 废纸系板块历年扣非净利润 (亿元)	12
图 30: 废纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)	12
图 31: 废纸系板块历年毛利率、扣非净利率	13
图 32: 废纸系板块历年各项费用率	13
图 33: 废纸系板块各季度毛利率、扣非净利率	13
图 34: 废纸系板块各季度各项费用率	13

图 35: 中国废纸系原材料及成品纸日度均价 (元/吨)	13
图 36: 包装行业营业收入 (亿元)	15
图 37: 包装行业归母净利润 (亿元)	15
图 38: 包装行业净利率及毛利率.....	15
图 39: 包装行业费用率.....	15
表 1: 定制家居行业代表性公司业绩情况.....	4
表 2: 软体家居行业代表性公司业绩情况.....	4
表 3: 各公司双十一及国补参与情况	5
表 4: 代表性金属包装公司 24 年前 9 月业绩情况.....	16
表 5: 代表性软体包装公司 24 年前 9 月业绩情况.....	16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

刘立思，轻工行业分析师，中央财经大学本硕，2022年7月加入中国银河证券研究院，主要从事轻工制造行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn