

轻工行业2025年度投资策略

逐光而行

轻工&中小盘团队



摘要

- **家居作为地产链最重要一环，短期受益于“以旧换新”和地产政策松动，行业需求逐步回暖。**如11月伴随政策逐步落地，当月家具社零总额同增10.5%（前11月同增仅3%）。相比于中小品牌，头部企业更容易进入补贴名单，且企业经销商合规成本更低，行业集中度料加速提升；从中期看，国内家居相比成熟市场集中度存在加大提升空间，前期受制于低效经销商体系，阻碍了头部企业整合；展望未来，我们认为整装化进程或大幅优化前装产品渠道效率（卫浴、定制等），该类公司客户或逐步从C端变成小B，如欧派家居、索菲亚等正密集布局整装市场，看好头部公司持续壮大。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。
- **目前出口链处于强现实弱预期，展望2025年海外需求无需担忧。**一方面如美国工资增速要快于物价增长，消费信心持续提升；另一方面，在美国降息预期下，美国地产链景气度提振可期。同时伴随全球海运费进入下行通道（截至2024年12月13日，美东航线集装箱运价相比2024年7月高点下降约35%），预计2025年出海企业利润率进入改善区间。不过考虑特朗普新任期将至，或针对中国等国进口商品征收关税；参考上一轮贸易摩擦经验，国内企业可以通过供应链迁移或提价来对冲关税影响，建议关注：1) 跨境电商类公司，如安克创新/赛维时代等在细分赛道中逐步成为行业龙头，目前正处于品牌化新阶段；如致欧科技/恒林股份/傲基股份/乐歌股份则受益于海外大件品线上化红利，业务高增值得期待；2) 出口代工型企业：伴随海外需求回暖，具有生产效率和海外基地优势的企业或将加速整合，重点关注永艺股份/匠心家居/浙江正特等。
- **造纸整体产能过剩，不过晨鸣停产成为行业最大变量，若年后伴随行业渐进旺季，若期间晨鸣依然无法复产，造纸或迎来阶段性行情，其中重点关注岳阳纸业**，一方面低估值下，伴随β行情启动存在较大弹性；另一方面，展望2025年水泥、钢铁、电解铝行业将纳入全国碳市场，看好CEA价格持续上行，岳纸作为国内头部CCER开发商，预计将逐步兑现CCER业绩弹性；**从中期看，在存量竞争背景下，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。



摘要

- **二片罐供需改善且行业产能投放大幅下降**，尤其是前期激进扩张的宝钢包装，其考核机制从市占率变为利润导向，另一方面，啤酒高端化推动罐化率稳步提升。
- **新型烟草**：雾化产品面临劣币驱逐良币的问题，后续政策监管收紧是关键，我们观察到欧洲《烟草制品指令》（TPD）将在2025年进行修订，美国FDA加紧对电子烟监管，预计合规产品占比提升可期；加热不燃烧产品关注Hilo销售，若销售良好思摩尔存在巨大弹性，且新的更开放的技术路径成功将加速HNB全球渗透，对于国内市场放开亦有帮助；重点关注思摩尔和中国波顿；**传统烟草**：关注中烟香港全球化进程。中烟香港作为中烟海外资产整合平台，目前正在经历从烟叶贸易商往烟叶生产&卷烟生产过渡阶段，在中烟规范化经营背景下或加速推进资产注入进程，母公司的支持构成公司稳定的现金奶牛；从远期来看，伴随国内传统烟草红利渐进尾声，中烟香港承载中烟海外业务的重任，在全球新格局/新产品背景下，中烟香港或通过并购产能/渠道/品牌等资产，加速切入海外卷烟销售的有税市场。
- **我国潮玩市场处于高速发展阶段，潮玩给予消费者观赏、互动等情绪价值，同时拥有一定的社交、收藏价值**；我们认为拥有IP运营能力，拥有自主渠道的产业参与方或受益。推荐潮玩龙头泡泡玛特，公司聚集IP运营及孵化，IP认可度在全球范围提升；公司产品形态不断拓展，侧重消费者互动的毛绒玩具、侧重收藏的Mega大娃（艺术玩具）24H1收入分别同增994%/142%。推荐文具龙头晨光股份，公司通过文创、潮玩等新业务实现产品升级，聚焦“情绪价值”进行品牌推广；潮玩文创子公司“奇止好玩”已与原神等热门IP合作并推出“谷子”等潮玩产品，我们认为该业务有望借力晨光自有供应链、渠道实现较快增长。
- **风险提示**：1) 宏观经济复苏不及预期的风险。2) 行业竞争加剧的风险。3) 房地产复苏不及预期的风险。4) 欧美消费不及预期的风险。5) 自然灾害引起浆产能下降，导致纸浆价格升高的风险。6) 原材料价格季节性提升的风险。7) 居民消费意愿不及预期的风险。



01

家居：拥抱政策主旋律

02

出口链：不破不立

03

造纸：继续整合

04

包装：转型 or 稳定现金流

05

轻工消费：从“新”出发

06

风险提示

CONTENTS

目录



01. 家居：拥抱政策主旋律

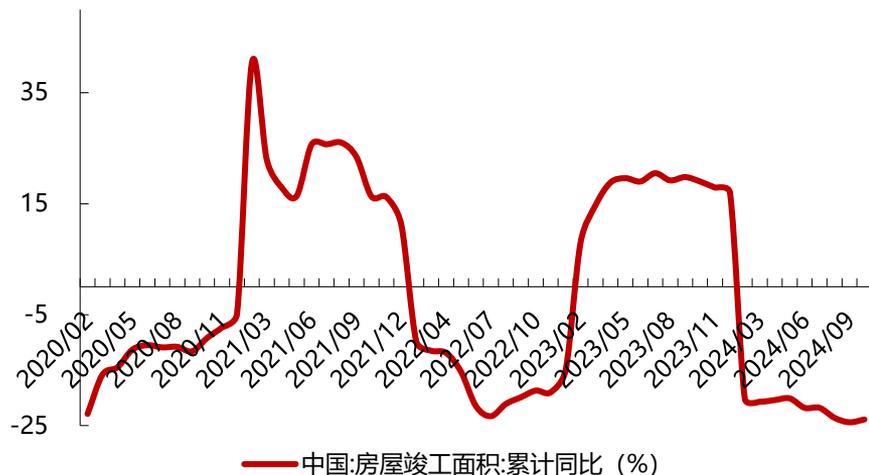
01

家居：拥抱政策主旋律

□ 量价齐跌，2024行业整体承压

- **新房&二手房交易面积预计同降14%：**
 - 1) 新房竣工：**2024年1-10月房屋竣工同降24%，若最后两个月延续20%下滑，我们预计全年竣工或在7.77亿平米，同比下滑22%；
 - 2) 存量房交易：**根据贝壳研究院测算，2023年全国二手房成交面积约5.7亿平米；根据中指研究院数据，2024年1-11月20城二手房成交量累计同比增长1%，假设2024年国内二手房成交量增长1%，同时平均住房面积稳定，则竣工+二手房交易面积为13.53亿平米，同降14%。

图表：2024年1-10月房屋竣工同比下滑20%+



资料来源：Wind, ifind, 民生证券研究院

01

家居：拥抱政策主旋律

量价齐跌，2024行业整体承压

- 家具价格带承压：**2024年11月家用器具累计同比降低1.3%；根据临沂商城（全国规模最大、物流覆盖面最广的市场集群、中国北方地区最大的物流基地）价格指数，截至11月底，柜类价格相比去年同期降低2%。**在经济增速承压背景下，消费者专注产品性价比，家具作为可选类消费品，价格带承压。**
- 微观看，各公司加码低价套餐：**如欧派推出699元/平米，尚品宅配推出了惠民专供系列，衣柜和橱柜均为699元/平方米；索菲亚则推出39800元的整家套餐，超出部分按799元/平方米计算。

图表：家用器具CPI变化情况



资料来源：Wind, ifind, 北京商报, 各个公司官网, 民生证券研究院

图表：主要家居公司优惠套餐

品牌	套餐名称	套餐内容	价格 (元)	特点
欧派家居	29800元全案大家居套餐	20㎡定制柜类+7m橱柜+2樘木门+卫浴空间4件套+11件全屋家具	29800	橱柜、衣柜定制标配PET奢品板材，家具包含芝华仕沙发等。
索菲亚	39800元整家套餐	20㎡定制柜类+10件全屋家具+3㎡背景墙	39800	满足两室两厅需求，提供多种风格选择。
志邦家居	26800元全屋定制套餐	18㎡定制柜类+8件全屋家具+厨房三件套	26800	强调环保材料和个性化设计。
慕思股份	19800元卧室套餐	1张床+1个床垫+2个床头柜+1个衣柜	19800	主打健康睡眠理念，提供多种尺寸选择。
喜临门	15800元卧室套餐	1张床+1个床垫+2个床头柜	15800	采用高品质材料，提供舒适睡眠体验。

01

家居：拥抱政策主旋律

□ 受行业表现拖累，2024年家居企业收入承压，利润压力大于收入

- **由于2024年以来地产承压，家居公司业绩普遍面临挑战：从24年前三季度看，受制于量价承压，主要家居公司营收普遍降幅为10%左右；考虑低价套餐扰动，利润降幅更甚；在此背景下，公司修炼内功，抗衡下行周期扰动：1) 产品创新与差异化：加大研发投入，推出满足消费者个性化需求的产品，避免陷入价格战，提升品牌竞争力；2) 强调全渠道布局：整合线上对线下引流，加码拎包入住和整装渠道开发，深挖客流；3) 强化生产&履约能力：产线升级和信息化并进，降低运营成本，提高终端响应速度。**

图表：家居企业2024前三季度收入及利润表现

公司名称	2024Q1-Q3营业收入 (亿元)	同比增速	2024Q1-Q3累计归母净利润 (亿元)	同比增速
欧派家居	138.79	-16.21%	20.31	-12.08%
索菲亚	76.56	-6.64%	9.22	-3.24%
志邦家居	36.75	-6.46%	2.66	-23.80%
金牌家居	24.16	-5.15%	1.20	-28.09%
顾家家居	138.01	-2.37%	13.59	-9.49%
慕思股份	38.78	1.90%	5.22	0.76%
喜临门	59.76	-1.53%	3.75	-3.88%
瑞尔特	17.10	10.59%	1.26	-28.15%

资料来源：Wind，民生证券研究院

01

家居：拥抱政策主旋律

“以旧换新”是家具2025年主线，或带来10-20pct左右增量

- **进入2025年，终端需求依然承压，二手房占比持续提升。**一方面，新房滞后于新开工2-3年时间，我们预计2025年竣工延续下滑趋势；另一方面，对于二手房，伴随国内政策调整，如契税优惠/增值税减免、推动带押过户服务，优化住房信贷政策，我们预计二手房交易或逐步回暖。展望2025年，我们弹性测试二手房交易同比-5%/0%/+5%，对应新房&二手房交易总量同比分别下降14%/12%/9%，其中二手房分别占47%/49%/52%，占比有所提升。
- **头部企业积极应对旧房装修市场，**如欧派于2020年提出“高颜整家定制”概念，提供涵盖橱柜、衣柜、木门、卫浴等全屋定制服务，满足旧房翻新用户的一站式需求欧派积极参与国家补贴政策，推出“以旧换新”活动，提升消费者的购买意愿，促进旧房翻新市场的发展。

图表：二手房及新房交易情况（亿平方米）

	二手房	YoY	新房	YoY	合计	二手房占比
2022	3.96		8.62		12.58	31.47%
2023	5.70	44.00%	9.98	15.78%	15.68	36.35%
2024E	5.76	1.00%	7.77	-22.10%	13.53	42.55%
	5.47	-5.00%			11.69	46.79%
2025E	5.76	0.00%	6.22	-20.00%	11.98	49.25%
	6.04	5.00%			12.26	51.72%

图表：头部企业如何应对二手房市场

企业名称	政策与服务
欧派家居	- 整家定制战略： 提供涵盖橱柜、衣柜、木门、卫浴等全屋定制服务，满足旧房翻新用户的一站式需求。 - 以旧换新活动： 积极参与国家补贴政策，推出以旧换新活动，提升消费者的购买意愿。
索菲亚家居	- 整家定制服务： 提供全屋定制、整厨定制、整屋木门等服务，方便旧房用户进行整体家居升级。 - 大牌装整家套餐： 推出39800元的大牌装整家套餐，为旧房翻新用户提供高性价比的整体家居解决方案。
志邦家居	- 模块化整家交付： 提出“模块化+整合运营”的整家定制思路，提供橱柜、衣柜、木门、墙板等全品类产品，满足旧房用户的多样化需求。 - 以旧换新推广： 逐步全面推广以旧换新活动，提升经销商参与度，促进旧房市场的业务增长。
金牌厨柜	- 全屋定制服务： 拓展产品线，提供整体橱柜、衣柜、木门等全屋定制服务，为旧房翻新用户提供一站式家居解决方案。 - 以旧换新计划： 逐步推广以旧换新活动，提升经销商参与度，刺激旧房翻新市场的需求。
慕思寝具	- 软体+定制方案： 旗下V6家居品牌推出“软体+定制”的一体化解决方案，提供床垫、床架、沙发、定制柜等全屋家居产品，满足旧房用户的整体家居升级需求。 - 以旧换新活动： 积极参与以旧换新活动，提升经销商参与度，促进旧房翻新市场的业务增长。
喜临门家具	- 全屋定制服务： 拓展产品线，提供床垫、软床、沙发等产品，并涉足全屋定制领域，为旧房翻新用户提供多样化的家居选择。 - 以旧换新推广： 快速提升经销商参与度，积极推广以旧换新活动，刺激旧房翻新市场的需求。

资料来源：ifind，贝壳研究院，网易，民生证券研究院测算

01

家居：拥抱政策主旋律

“以旧换新”是家具2025年主线，或带来10-20pct左右增量

图表：欧派家居线下门店“以旧换新”海报



- 线下：参与“以旧换新”的门店海报标语醒目，引流效果较优，我们认为相关门店收入有望显著提振。
- 线上：2024年“双11”期间，诸多品牌均提及“以旧换新”政策，天猫淘宝/京东/拼多多/抖音家具家装行业销售额分别同比+12.9%/24.2%/33.5%/17.5%。

图表：顾家家居“双11”“以旧换新”活动



顾家家居
以旧换新
最高抵扣
2000

惠民焕新工程



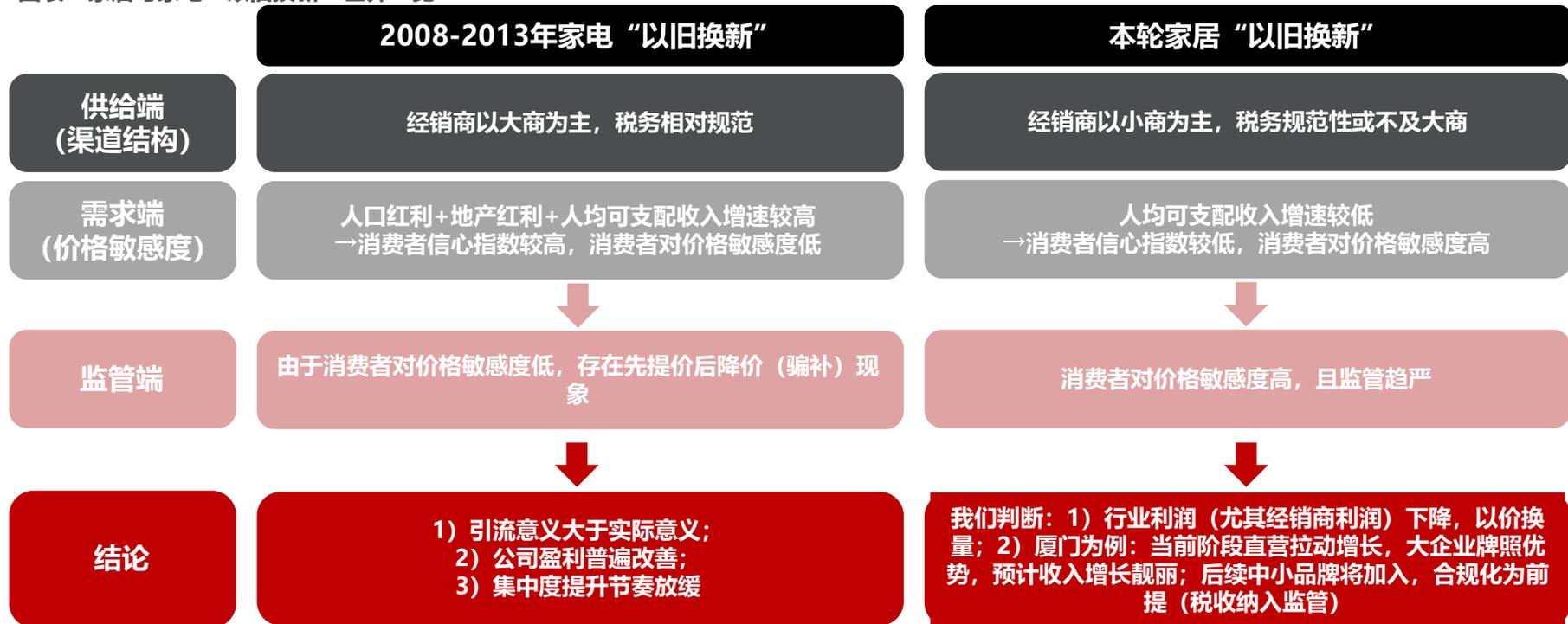
资料来源：新京报，复旦发展研究院，民生证券研究院

01

家居：拥抱政策主旋律

□ 供给、需求、监管均存在差异，本轮家具“以旧换新”不同于08年家电下乡

图表：家居与家电“以旧换新”差异一览



资料来源：Wind, ifind, 民生证券研究院

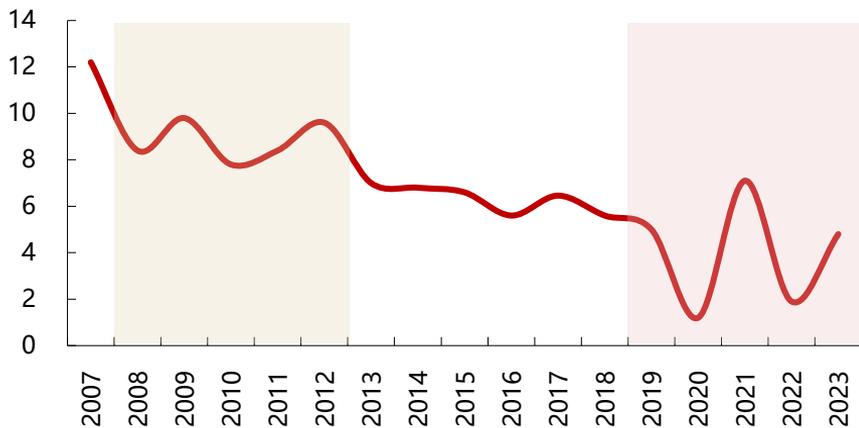
01

家居：拥抱政策主旋律

□ 2008年家电下乡：先提价后降价，行业趋于分散

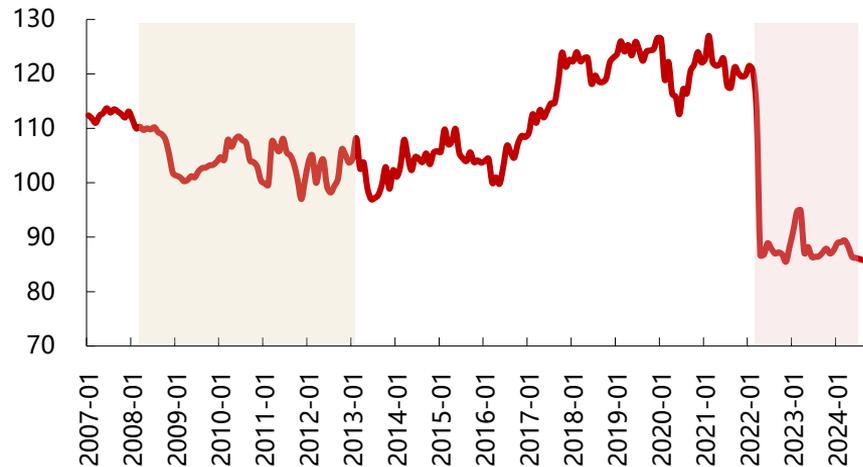
- 2008-2013年家电“以旧换新”：受益于人口红利、地产红利释放，人均可支配收入同比增幅处于7%以上的较高水平，消费者信心指数亦位于接近100的位置波动，因此消费者对价格敏感度较低。

图表：中国城镇居民人均可支配收入实际同比变化情况



— 中国:城镇居民人均可支配收入:实际同比 (%)

图表：中国消费者信心指数变化情况



— 中国:消费者信心指数

资料来源：Wind，民生证券研究院

01

家居：拥抱政策主旋律

□ 2008年家电下乡：先提价后降价，行业趋于分散

➢ 回顾此前家电“以旧换新”情况，行业呈现**量增、先提价再打折趋势**

- **量**：“以旧换新”引流效果较优，**量增**，城镇居民平均每百户电冰箱拥有量于2012年提升至98.5台。
- **价**：消费者价格敏感度较低，**存在先提价后降价的现象**，柜式空调市场均价有所上升，根据中国电子商情数据，2012年12月小四匹空调市场均价为1.3万元，相较2009年2月提升32%。

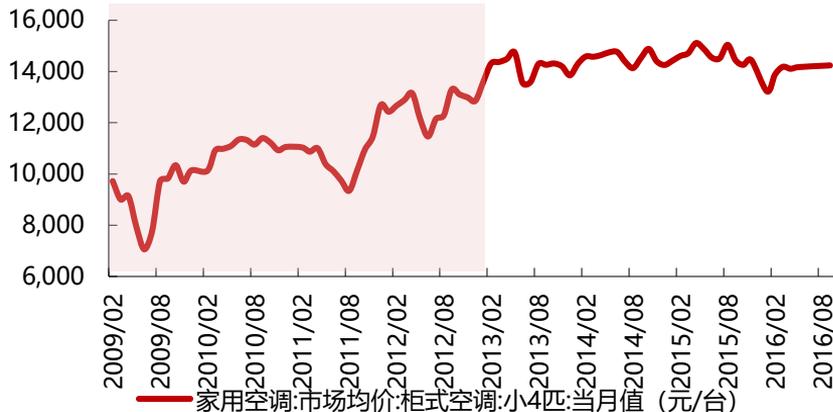
图表：08-12年，空调拥有量持续提升（台）



➢ 行业存在**“先提价再打折”**现象

- **手法**：不法商家通过虚报旧家电的年限、数量等方式，还有商家在产品涨价后再提供补贴，**部分补贴被商家以这种“先涨价、再补贴”的方式套取。**
- **影响**：部分消费者实际购买价格并未实现真正的优惠，对市场秩序造成一定混乱，“以旧换新”引流意义大于实际意义。

图表：家电下乡期间空调市场均价上行



资料来源：Wind，ifind，中国消费报，北京日报，民生证券研究院

01

家居：拥抱政策主旋律

站在地方政府&经销商视角去看本轮“以旧换新”

经销商参与积极性在提升

- **利润率展望：**在消费者价格敏感度高、监管趋严（税收合法化）、价格先升后降的概率低的背景下我们预计“以旧换新”将使经销商利润率略有下降。
- **我们认为本轮“以旧换新”参与主体为头部公司直营子公司，让其他经销商在子公司下单并发往全国，税收合规；品牌地方经销商整体利润率或将下滑，以价换量。**

图表：小规模纳税人及一般纳税人区别

	小规模纳税人	一般纳税人
定义及认定条件	- 年应征增值税销售额500万元及以下的纳税人； 通常会计核算不健全，不能按规定报送有关税务资料	- 年应征增值税销售额超过500万元的企业和企业性单位； - 能够进行健全会计核算，按规定报送有关税务资料
税率及计税方法	采用简易计税方法，适用增值税征收率为3%、5%。	原则上采用一般计税方法，适用增值税税率6%、9%、13%，特殊情况可以按简易计税方法，简易计税方法适用征收率3%、5%。

资料来源：北京通州税务微信公众号，民生证券研究院

注：自2023年1月1日至2027年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税。适用5%征收率的，不可减按1%，依然按照5%税率来征收；一般纳税人需要根据实际的业务，选择相适应的税率。

对于地方政府：“以旧换新”可促进税收增加，2025年“以旧换新”延续的概率较大且力度或将提升

- **税收：**随着税收规范化推进（开票逐步规范），增值税/所得税有望带来显著税收增长。

01

家居：拥抱政策主旋律

图表：厦门“以旧换新”具体措施

11月8日

- 厦门市住房和城乡建设局等4家单位联合对旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品购置补贴实施细则部分条款再次进行修改，印发《厦门市住房和城乡建设局等4家单位关于再次修改旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品购置补贴实施细则部分条款的通知》（厦住建建筑〔2024〕106号）



1) 不再设置消费门槛：
取消单笔消费最低1000元的限制。

2) 享受补贴更加便利：
单笔消费最高补贴从2000元提高至5000元，消费者更加便利。

3) 提高人均补贴上限：
每位消费者累计享受补贴从不超过2万元提高至不超过3万元。

4) 线上线下融合消费
目前已开放京东、淘宝、天猫、拼多多等平台商户上线，消费者可以选择线上下单或线下门店融合消费，体验快捷、优惠的购物体验。

➤ 结论

- **当前阶段：**我们预计通过直营拉动增长，大企业具备牌照优势，预计收入增长靓丽；
- **下个阶段：**预计厦门政策将持续松动，中小品牌后续将加入，但合规化为前提（税收纳入监管）

01

家居：拥抱政策主旋律

□ 其他城市“以旧换新”方案

➤ 南京

- **时间：**2024年10月25日至2024年12月31日。若活动资金使用完毕，则活动提前结束。
- **补贴商品：**1) **智能家居类：**智能门锁、智能床（含智能床垫）、智能椅（含智能按摩椅、智能沙发）、智能开关（含智能插座）、智能音响（箱）。2) **旧房装修和厨卫改造类：**成品门窗、涂料、瓷砖、石材、木质地板、板材、床、床架、床垫、沙发、茶几、桌子、椅子、柜类、全屋定制类、吊顶（含龙骨）、灯具、卫浴洁具、净水机、洗水槽、升降晾衣架、暖通、太阳能利用系统。3) **居家适老化改造类：**沐浴椅、坐式淋浴器、暖风机、呼救器、护理床、监控摄像头。
- **补贴标准：**对个人消费者参与活动的商家购买纳入补贴范围的产品，按照产品成交价的15%给予补贴，每户享受总补贴金额不超过30000元。

➤ 重庆

- **时间：**2024年11月15日09时至2024年12月25日24时，每天9:00—23:00发放折扣券（补贴资金使用完毕或期满政策即止）
- **补贴商品：**1) **厨卫改造类：**饮水机、蒸烤箱（含嵌入式）、料理机、空气炸锅、破壁机、垃圾处理器、马桶（含智能马桶）、浴缸、淋浴器（含花洒）、浴霸（含风暖机）、浴柜（套）；2) **旧房翻新类：**床（套，含床头柜）、床垫（含智能床垫）、沙发（套）、桌椅（套/张）、茶几（套）、橱柜（套）、衣柜（套）、灯具（套/件）、门（套）、窗（套）；3) **智能家居类：**扫（拖）地机器人（含吸尘器）、智能洗（拖）地机、智能门锁、智能窗帘、智能音箱、智能家用监控、智能床、智能晾衣架；4) **适老家居类：**电暖器（含暖风机）、呼吸机、雾化器、血压计、血糖仪、制氧机、护理床、紧急呼叫器、睡眠仪、轮椅（含电动轮椅）。
- **补贴标准：**按照剔除参与单位所有优惠后成交价的15%给予直接补贴，每个消费者限补2件（套），每件（套）补贴最高不超过2000元。

□ 以日为鉴，家具渠道效率是中期第一性原理

日本新房基本为精装交付，具有“基本装修”，二手房装修大多找小装企解决硬装和厨卫，后续家具大多需要自行购买。

- **前装市场：**1) 室内表面及围护体（墙体、天花、地面、地板、门窗等）；2) 设备机械（基本可生活器具、电气设备、换气、给排水设备、厨房系统、卫生间（浴室，洗手间，卫生间）、热水系统器具、地板采暖系统、安全报警、供电控制盘、各种插座等）；3) 各种储藏空间装修(占面积的8%左右)。日本二手房装修大多通过当地小装企进行，局改和整屋改造都有，家装公司解决硬装和厨卫部分。
- **后装市场：**入住新房一年内购买家具、家电等耐用品大概需要150万日元，其中家具约几十万日元（小几万人民币）。
- **日本家居家装相关行业可以分为前装市场和后装市场，前装市场参与者主要进行硬装、厨卫装修等，主要参与者为小装企、建筑商等；后装市场参与者主要销售家具、家居装饰品等，主要参与者为大型零售商。2022年日本前装市场（广义装修市场）与后装市场（泛家居零售市场）规模分别为8.1/3.6万亿日元，占比分别为69%/31%。**

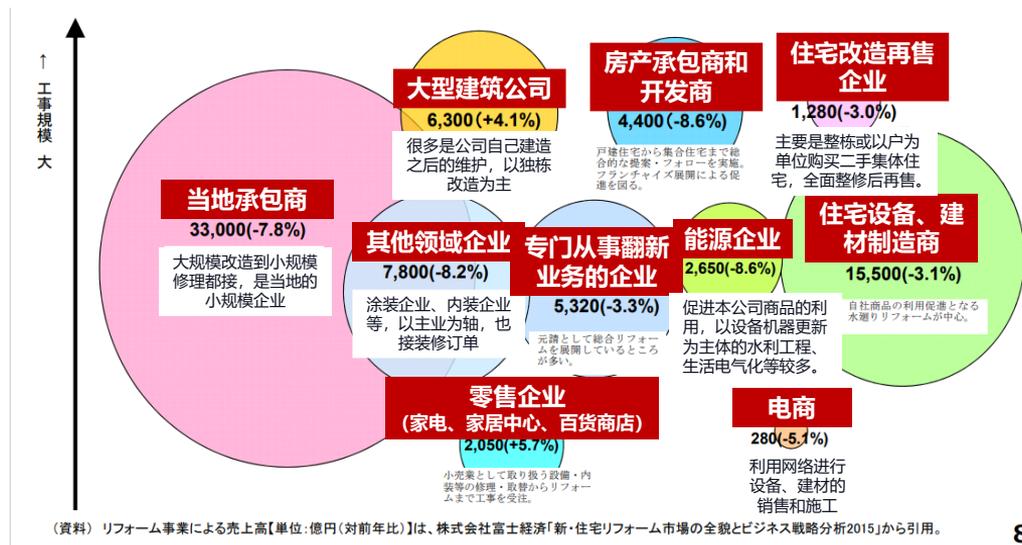
01

家居：拥抱政策主旋律

前装市场渠道：分散

▶ 2015年日本装修市场约7.9万亿日元，其中当地承包商（小装企）占比42%，较大型的建筑公司和房产商合计占比14%。

图表：日本广义装修市场各参与者占比



资料来源：日本国土交通省，民生证券研究院

□ 前装市场产品：集中

- TOTO在1912年开始自主研发卫生陶瓷，并研发出第一台国产冲水式坐便器，但当时卫生陶瓷在日本并未普及，直到20世纪50-60年代，日本房地产高速发展，大量住房建成，同时政府大力推进城市下水道建设，TOTO凭借多年积累的优质产品和规模化生产的工厂乘东风崛起，**在20世纪50-60年代市占率接近50%。同样，骊住在诸多品类亦实现整合。**

图表：2013年骊住各品类在日本市占率

	排名	市占率
窗	1	50%
入户门	1	55%
建筑外立面	1	55%
浴室柜	1	38%
系统厨房	1	28%
整体浴室	1	26%
卫生洁具	2	40%
瓷砖	1	74%
建筑外墙材料	3	11%
窗帘	1	9%
木质室内装饰材料	3-5	5%

资料来源：骊住公司年报，民生证券研究院

01

家居：拥抱政策主旋律

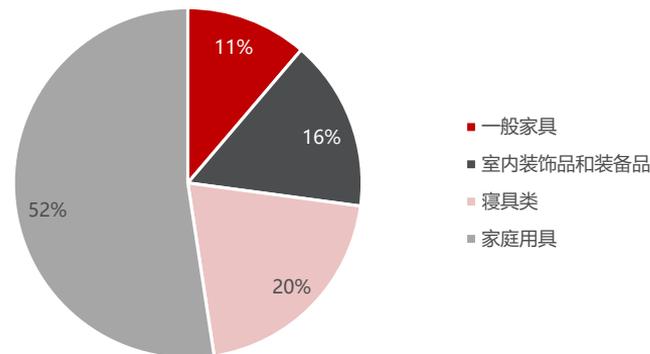
□ 后装市场品类

- 如前文所说，日本新房及二手房装修中B端地产商、建筑商、装企大多解决**硬装、厨卫部分**，而桌椅、沙发、床及内饰等大多需要自行购买，因此日本泛家居市场以零售为主，TOB体量较小。
- 家居品类中以家庭用具为主，其次为寝具类（包含床品）、装饰品，一般家具占比最小

图表：日本泛家居行业市场规模及增速



图表：日本居民户均泛家居品类消费占比 (2018年)

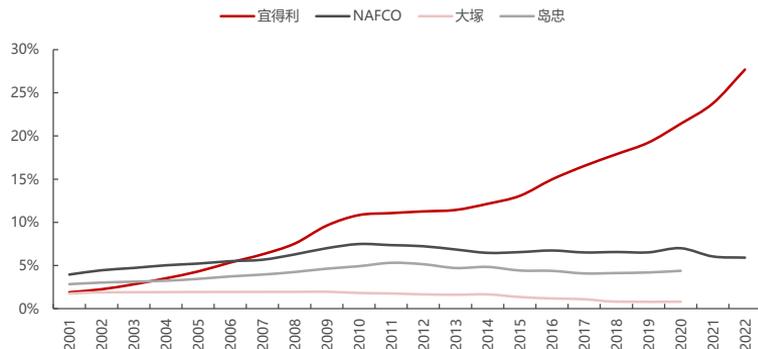


资料来源：日本国土交通省，民生证券研究院

□ 后装市场渠道相对集中，产品较为分散，国内后装渠道商仍有待孕育

- 家居零售端经历了从批发商到零售商的转型，20世纪90年代集中度较低。1) 二战后到1965年：房屋需求高涨，大量家具经销商涌现。二战后家具需求爆发，大量原本做杂货批发的企业（大仓、早水等大型批发商）转行为家具经销商，东京、大阪等地的专业家具经销商也快速成长，从原本以经销商为中心的小规模生产转向根据合同批量生产的时代。1965年左右出现了专门销售家具的商场以及家具专营店，如岛忠、大塚均在这个阶段成立，开始取代批发商。2) 1990年代：新开工开始下滑，居民追求性价比，大量家具专卖店建立，门店更为大型化。我们认为，零售商逐渐占据主导主要系居民对性价比的追求迫使零售商去中间化，直接从工厂采购，优化供应链，获取高性价比的产品。2001年NAFCO/岛忠/宜得利/大塚市占率为3.9%/2.8%/1.9%/1.7%，行业集中度相对较低。
- 集中度较低主要系：1) 如前文所说，家具、家居品类基本为TOC销售，相对TOB销售的厨卫等品类天然集中度较低；2) 过去日本更为偏爱实木、高质量、手工家具，偏高端、个性化，对制造商来说难以形成规模效应，因此难以集中。

图表：日本主要家居零售商市占率



资料来源：各公司公告，矢野经济研究所，民生证券研究院

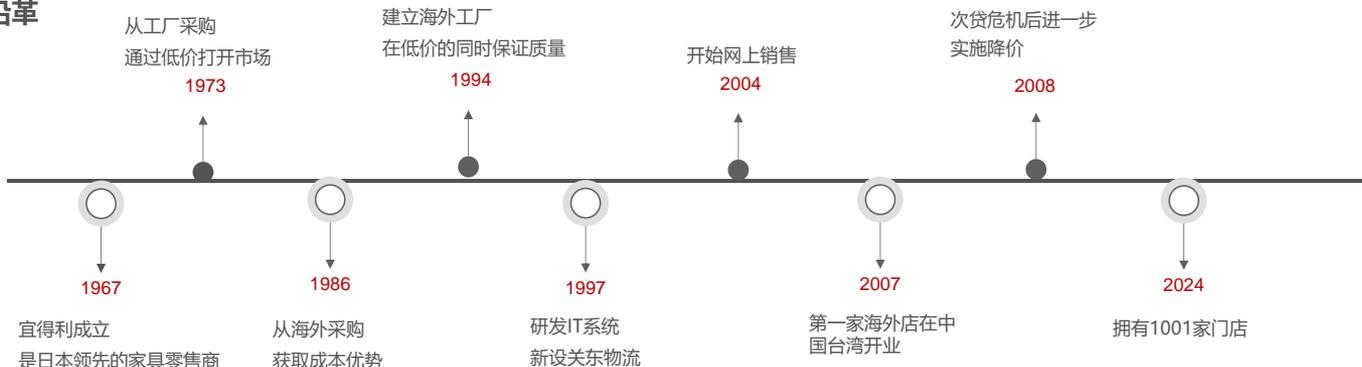
注：1) 行业规模选取矢野经济研究所统计泛家居品类零售额，分子为各企业收入。2) 由于宜得利及NAFCO均在上半年结束财年，将该财年收入视为上一自然年收入。3) 由于四个零售商海外业务均占比较低，因此以其总收入作为分子。4) 2020年12月岛忠被宜得利收购。

□ 微观：渠道端整合，产品端高集中度下拓展海外和存量翻新渠道

➢ 后装渠道：以宜得利为例，顺应时代发展，低价是第一原理

- 宜得利成立于1967年，是日本领先的家具零售商。1973年起，公司打破了传统日本多层家具采购商加价的模式，直接从工厂采购，通过低价打开市场。1986年公司开始从海外采购，进一步获取成本优势，1994年在海外建立工厂，在低价的同时保证产品质量，2000年独自研发IT系统，新设关东物流中心。渠道方面一方面持续拓店，另一方面在2004年开始网上销售，2007年第一家海外店在中国台湾开业。此外，公司核心优势即为低价，2008年次贷危机后进一步对上千种产品实施降价。

图表：宜得利历史沿革



资料来源：Nitori公司公告，民生证券研究院

□ 微观：渠道端整合，产品端高集中度下拓展海外和存量翻新渠道

➢ 后装市场强渠道弱产品：以宜得利为例，顺应时代发展，低价是第一原理

1) 原材料采购：从产品价格反推材料成本，全球采购。宜得利从需要的的产品价格出发反推需要的原材料成本，通过自营公司与全球供应商洽谈采购。1973年开始，宜得利绕过多层批发商，在国内直接采购，近半数材料实现直接采购，掌握定价权。后续由于受到国内厂家制裁以及日元升值影响，宜得利转向海外采购，1986年开始陆续从中国台湾省、新加坡、马来西亚等地采购，2023年宜得利海外采购占90%左右。

2) 生产制造：自有工厂设立在东南亚和中国，合作厂家达740家，外包生产亦驻派员工质量管控。宜得利自有工厂都在劳动力成本较低的东南亚和中国，海外生产的产品占比90%，其中约20%是自有工厂生产，主要是耐用品，板材利用率高达95%。此外，公司还合作了740家工厂，并驻派员工进行质量管控。

图表：宜得利海外工厂情况

地点	主要产品
越南-河内	家具（橱柜、储物柜、床、沙发）等
越南-巴地头顿	窗帘、床上用品、餐桌椅等
印度尼西亚	家具（橱柜、储物柜、床、沙发）等
泰国	地毯等

资料来源：公司官网，公司年报，民生证券研究院

01

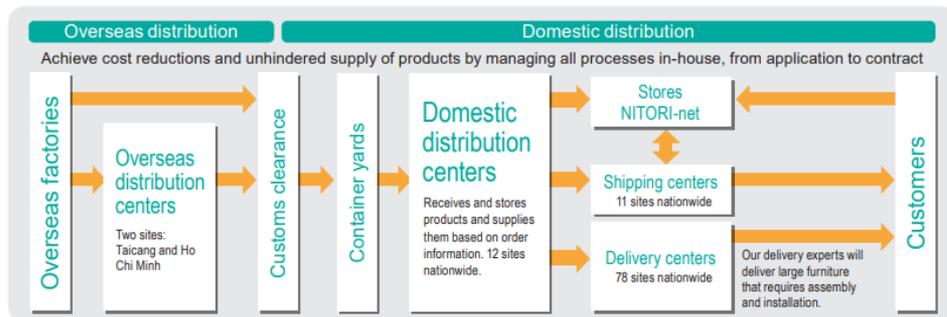
家居：拥抱政策主旋律

□ 微观：渠道端整合，产品端高集中度下拓展海外和存量翻新渠道

➢ 后装市场强渠道弱产品：以宜得利为例，顺应时代发展，低价是第一原理

3) 仓储物流：自营仓储物流，建设IT系统。宜得利子公司Home Logistics负责仓储物流，物流系统由海外物流中心、日本国内物流中心和配送网点组成。海外物流中心汇集、分拣包装、进口海外生产的产品，运输至国内物流中心和配送网点。国内物流中心亦有仓储功能，将产品配送至门店，实现门店零库存。配送网点是物流中心和消费者的中转站，有专业安装、配送人员为顾客提供服务。信息化方面，宜得利1980年引入自动化仓储，1997年建成仓储物流IT系统，2015年引入“云服务”，实现配送计划自动化，2016年建成智能仓储系统Auto Store，出货效率是普通仓库的4.75倍。

图表：宜得利物流体系



资料来源：公司年报，民生证券研究院

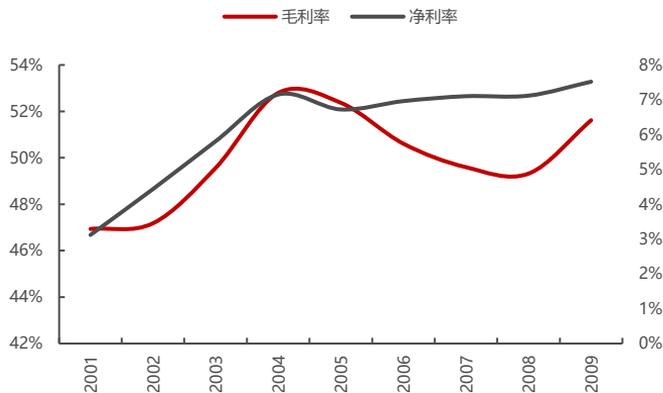
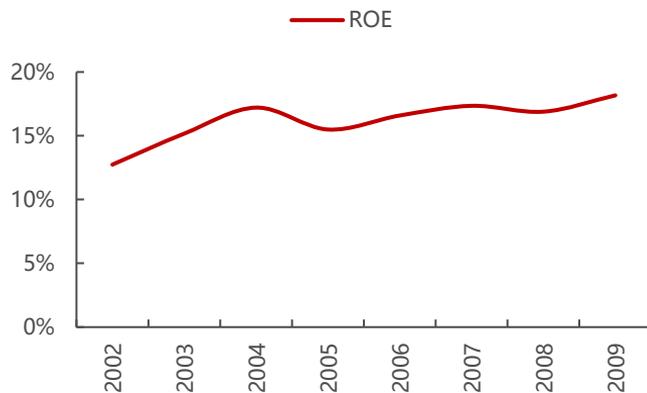
01

家居：拥抱政策主旋律

□ 微观：渠道端整合，产品端高集中度下拓展海外和存量翻新渠道

➢ 后装渠道：以宜得利为例，顺应时代发展，低价是第一原理

- 凭借全球采购、自建工厂、自建物流等供应链优化措施，宜得利在极致低价的情况下毛利率依然保持上升态势，净利率持续提升。

图表：宜得利毛利率、净利率

图表：宜得利ROE


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

- **家居作为地产链最重要一环，短期受益于“以旧换新”和地产政策松动，行业需求逐步回暖。**如11月伴随政策逐步落地，当月家具社零总额同增10.5%（前11月同增仅3%）。相比于中小品牌，头部企业更容易进入补贴名单，且企业经销商合规成本更低，行业集中度料加速提升；从中期看，国内家居相比成熟市场集中度存在加大提升空间，前期受制于低效经销商体系，阻碍了头部企业整合；展望未来，我们认为整装化进程或大幅优化前装产品渠道效率（卫浴、定制等），该类公司客户或逐步从C端变成小B，如欧派、索菲亚等正密集布局整装市场，看好头部公司持续壮大。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。

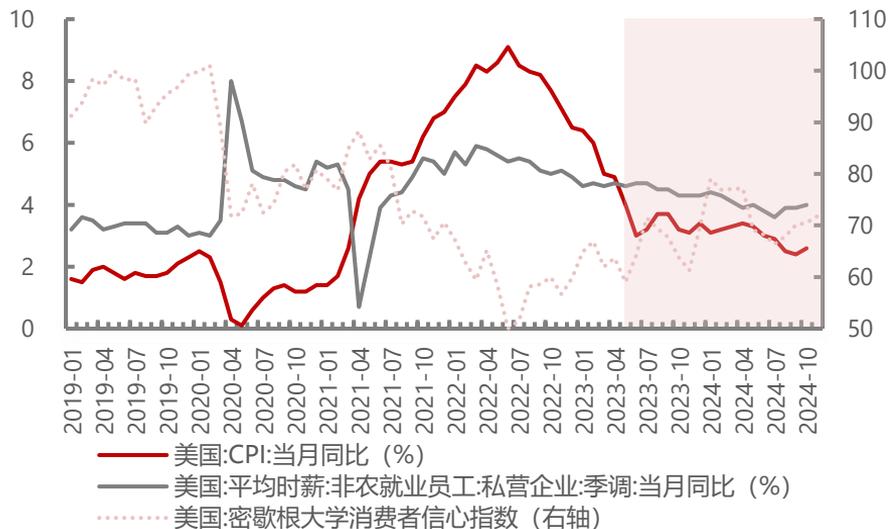
02. 出口链：不破不立

02

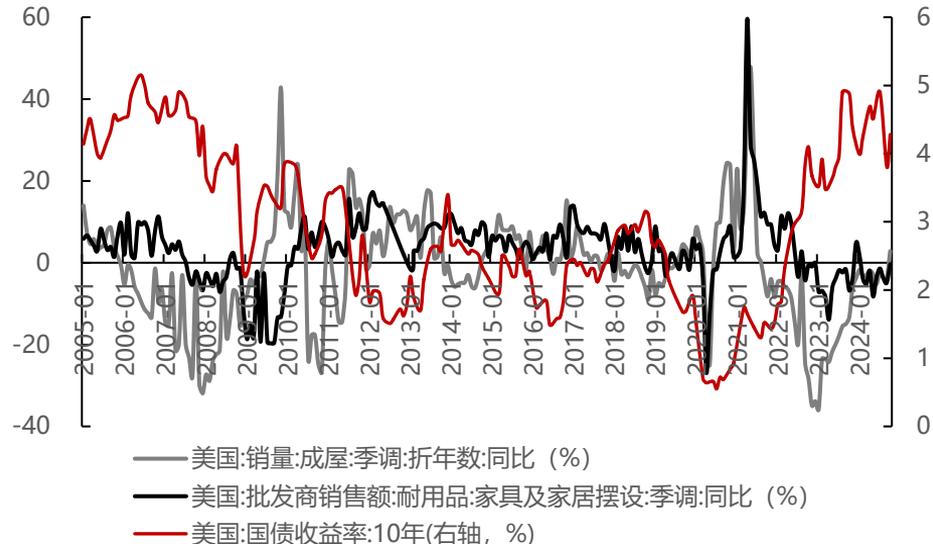
美国消费市场：不破不立

- **美国居民消费力值得期待。**2024年10月，美国CPI同比增加2.6%，低于非农就业员工时薪涨幅（4.0%），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，消费者信息指数近期有所回升；我们判断美国居民消费力有望持续向好。
- **家具类需求或进入回暖区间。**根据美国批发商家具销售额数据，受制于美国成屋销售不佳（美国是存量房市场，二手房销量平均占年总销量的90%），家具类产品销售同步略有下滑，进入2024年10月美国成屋销售年内同比首次回正，家具产品同比降幅大幅收窄（9月同比下滑5%，10月同比下滑0.3%）；展望2025年伴随美国进入降息通道并带动成屋销售回暖，预计家具类需求或重回上行区间。

图表：美国CPI&非农就业员工平均时薪当月同比（%）



图表：成屋销售带来美国家具成体需求变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

02

美国消费市场：需求稳定，渠道库存高位

- “抢出口”带来库存偏高，2024H1经历去库后我们在2024Q3观察到补库现象，但补库开启前的库存水位略高于历史平均水平，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）



一般外贸出口：主要上市公司业绩变化

图表：重点公司外销业务营业收入同比增速

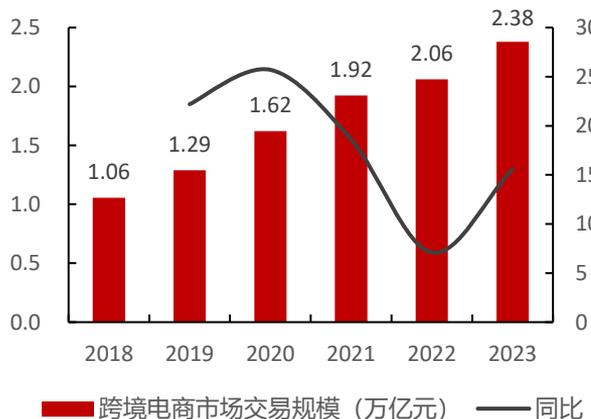
证券名称	2020		2021		2022		2023		2024
	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
海象新材	54.9%	34.1%	44.0%	49.2%	15.1%	-3.6%	-3.3%	-28.8%	-26.3%
天振股份	30.1%		41.7%		54.0%	-41.4%	-86.1%	-95.6%	21.0%
梦百合	57.2%	96.3%	55.5%	0.9%	8.0%	-5.4%	-15.8%	2.5%	8.0%
浙江正特	37.3%		86.0%		17.3%		-20.9%		2.5%
浙江永强	8.1%	4.8%	39.3%	101.0%	21.0%	-12.6%	-40.5%	-42.7%	1.7%
顾家家居	-19.7%	16.7%	84.9%	29.7%	24.1%	-15.0%	-5.8%	20.7%	12.6%
匠心家居	13.3%		46.5%		86.4%		20.3%	31.5%	28.4%
敏华控股	-14.1%	16.7%	66.2%	38.4%	3.6%	-22.7%	-18.3%	5.1%	13.6%
恒林股份	59.4%	76.6%	34.3%	-7.9%	6.8%	16.0%	26.0%	40.6%	-

资料来源：Wind, 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2024H1反映公司2024年4月1日至2024年9月30日财务数据）

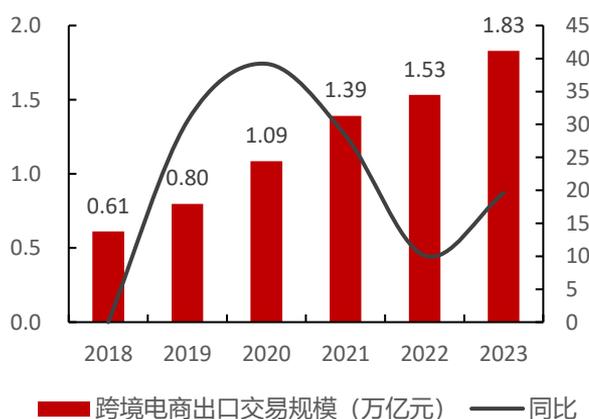
跨境电商：欧美渠道变革的确定性趋势

➤ **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23.8万亿元人民币，同比增长0.6%，约增长0.1万亿元。2023年我国跨境电商进出口2.4万亿元，增长15.6%；其中出口1.8万亿元，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1.6亿。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52.0%。

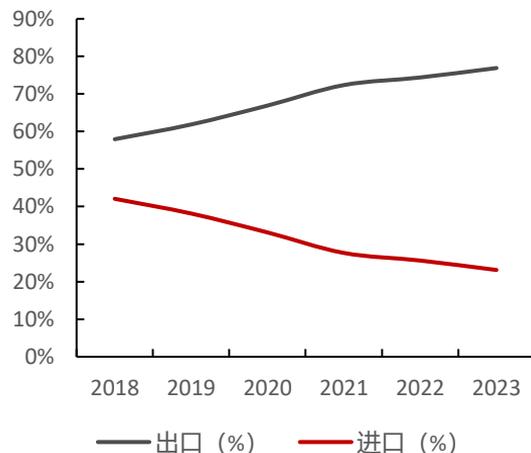
图表：2018-2023年我国跨境电商市场交易规模（万亿元）及增速（右轴，%）



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：欧美渠道变革的确定性趋势

- **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

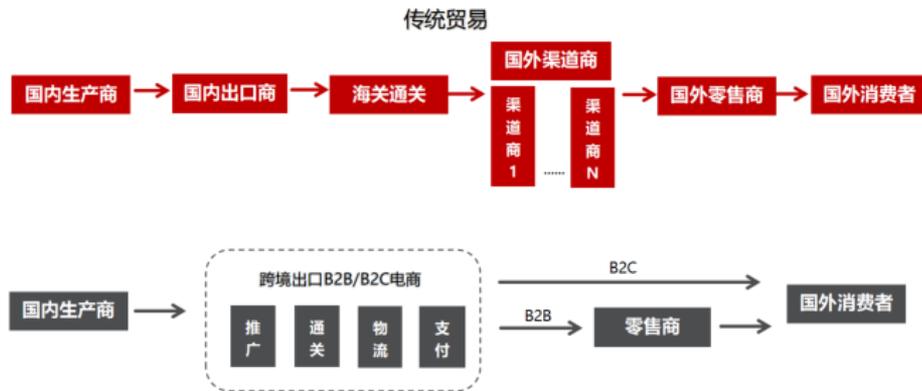
序号	政策名称	发布单位	发布时间	内容
1	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	商务部、发展改革委、财政部、人民银行、海关总署、税务总局、工商总局、质检总局、外汇局	2013年8月	发展跨境电子商务对于扩大国际市场份额、拓展外贸营销网络、转变外贸发展方式具有重要而深远的意义。为加快我国跨境电子商务发展,支持跨境电子商务零售出口,提出如下支持政策:确定电子商务出口经营主体,建立电子商务出口新型海关监管模式并进行专项统计,建立电子商务出口检验检疫管理模式,支持电子商务出口企业正常收结汇,鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务,实施适应电子商务出口的税收政策,建立电子商务出口信用体系等。
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。
8	《关于调整跨境电商零售进口税收政策的通知》	财政部、海关总署、税务总局、商务部	2019年1月	自2019年1月1日起,调整跨境电商零售进口税收政策,提高享受税收优惠政策的商品限额上限,扩大清单范围。
9	《关于跨境电子商务零售进口商品退货有关监管事宜公告》	海关总署	2020/1月	明确了跨境电商零售进口商品退货的流程和要求。规范了退货商品的处理方式,确保消费者权益的同时也保障了商家的合法权益。
10	《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》	海关总署	2020/6月	实施跨境电商B2B出口监管模式,简化通关手续。推动跨境电商B2B出口业务的发展,提高贸易效率。
11	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	国务院	2020/11月	强调了跨境电商作为外贸新业态的重要性。提出推进跨境电商综合试验区建设,不断探索好经验和做法。支持建设一批海外仓,扩大跨境电商零售进口试点。

资料来源: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,国家口岸管理办公室,全国人大常委会,国务院,民生证券研究院

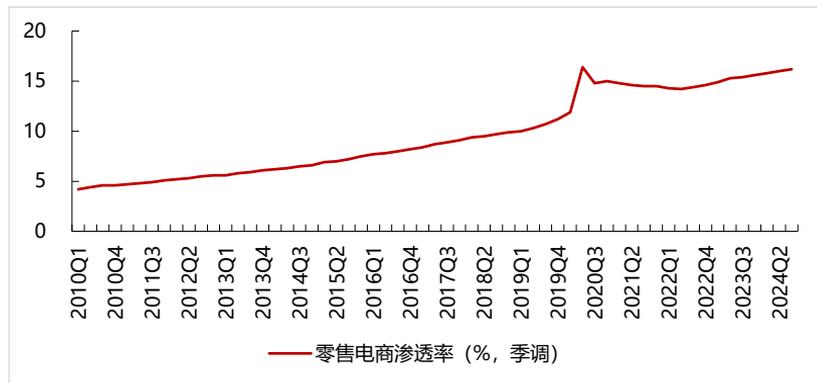
跨境电商：欧美渠道变革的确定性趋势

- ▶ **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。
- ▶ **公共卫生事件改变购买习惯，加速线上渗透率提升。**据FRED统计，截至2024Q3，美国零售电商渗透率已经达到16.2%。自2020Q1公共卫生事件大规模传播开始，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16.4%，环比陡增4.5pcts，此后线上渗透率一直维持在14%以上的水平；我们判断公共卫生事件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：2010Q1-2024Q3美国零售电商渗透率（%，季调）



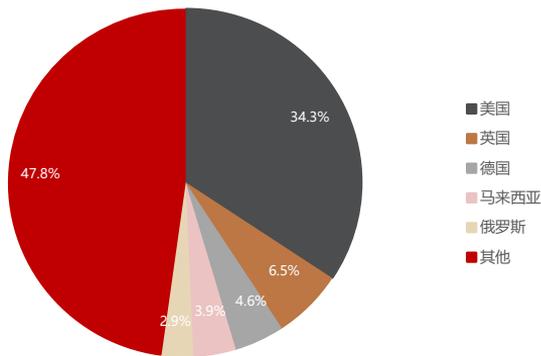
资料来源：研报报告，FRED，民生证券研究院

02

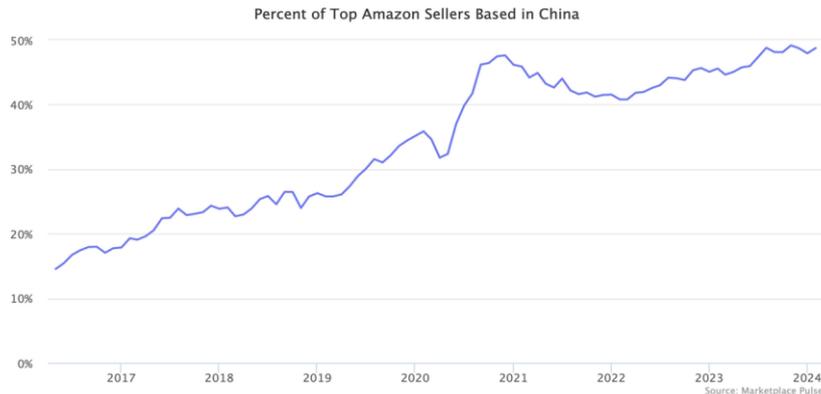
跨境电商：欧美渠道变革的确定性趋势

- **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

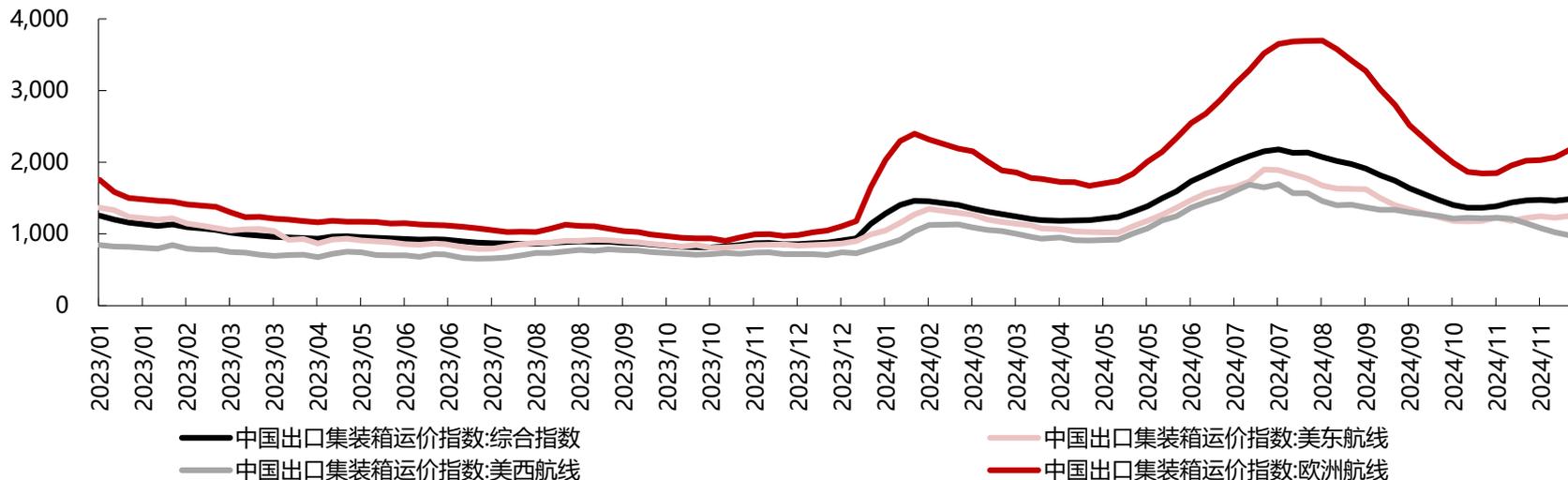
模式	类型	备货	运营	物流
Temu全托管	平台核价	商家负责：选品、备货、寄样以及提供图片和基本信息 平台负责：选品审核、审版、图审、核价以及上架到各国站点	平台负责：投放、营销以及售后客服	商家负责：头程配送至国内仓 平台负责：集货、仓储、跨境运输、尾程投送及逆向物流
Temu半托管	平台核价	商家负责：开店、选品以及提供图片与基本信息 平台负责：完善商品详情、协助比价，以及上架到所在国站点	平台负责：投放、营销以及售后客服	商家负责：仓库管理、发货履约、维护库存以及逆向物流 平台负责：灵活的发货选项

资料来源：亿邦动力，民生证券研究院

02 海运费：2024H2集运费用降低，海运费压力或逐步缓解

- **2024年8月以来集运费用有所回落**：截至2024年11月22日，中国出口集装箱运价指数为1468，同比上涨67.4%，但较2024年7月年内高点下降32.7%。**分航线看**，美西航线/欧洲航线运价指数分别为1152/2022，分别同比上涨102.4%/54.5%，但较2024年8月高点下降45.3%/21.0%。
- **预计2025年集运费用仍处下行趋势**：在地缘政治不发生大变化的前提下，预计运力过剩的压力仍然存在，根据Alphaliner预测，2025年运力供给与需求增速分别为5.8%及2.5%，供给或仍大于需求。

图表：中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，在舱官方微信公众号，民生证券研究院

02 不破不立，供应链迁移&提价或化解贸易摩擦影响

- ▶ 特朗普新一轮任期，或开启新一轮贸易摩擦，主要针对中国，同时涉及加拿大、墨西哥、欧盟和其他金砖国家，涵盖所有进口商品，特别是工业产品和制造业相关商品。目的是以“美国优先”为核心，旨在保护美国工业部门，增加美国就业机会。
- ▶ **多因素共振，贸易摩擦实际冲击有限：**一方面国内企业加速海外布局，其中代工厂大多将产能迁至东南亚；跨境电商公司亦逐步将在美销售供应链迁至东南亚等区域；另一方面，以家具类产品为例，美国本土对于进口依赖度达到40%，参考2018年大部分国内品种可以通过顺价，有效对冲加关税影响。

图表：特朗普加关税表态

时间	预期表述	涉及对象/领域	具体动向/政策方向
2023年8月	将对进入美国市场的所有商品征收10%的“普遍基准关税”	全球进口商品	如果自己再次当选总统，将对进入美国市场的所有商品征收10%的“普遍基准关税”
2024年1月	已经私下与其顾问团队讨论了对所有中国进口商品征收60%统一关税的可能性	中国进口商品	《华盛顿邮报》引述多位知情人士透露，特朗普已经私下与其顾问团队讨论了对所有中国进口商品征收60%统一关税的可能性
2024年11月	将对进口自中国的所有商品加征10%的关税，同时将对墨西哥和加拿大的商品加征25%的额外关税	中国、墨西哥、加拿大进口商品	特朗普在其社交媒体账号发文，将对进口自中国的所有商品加征10%的关税，并表示上任后同时将对墨西哥和加拿大的商品加征25%的额外关税

图表：海外不同区域特点

国家/地区	区域特点	优势	劣势
越南	- 地理位置优越，接近中国和东盟主要市场 - 制造业快速增长，工业园区成熟	- 劳动力成本低，工人数量充足 - 与欧美签署多项自由贸易协定（如EVFTA） - 物流基础设施完善	- 劳动力素质和技术水平有限 - 土地资源紧张，工业用地成本逐年上升 - 环境法规日益严格
马来西亚	- 政治稳定，法制完善 - 位于东南亚核心地带，物流枢纽作用明显	- 劳动力素质较高，英语普及率高 - 政府支持外资，政策透明度高 - 物流和金融服务业完善	- 劳动力成本高于越南和柬埔寨 - 工业用地成本较高，部分地区基础设施老化 - 环境监管日趋严格
泰国	- 制造业基础较强，汽车、电子等行业发达 - 东部经济走廊（EEC）提供政策支持	- 劳动力市场经验丰富，技术水平较高 - 政府对高端制造业和外资企业提供政策优惠 - 地理位置适合出口	- 劳动力成本上升趋势明显 - 外资依赖较高，内需市场相对较小 - 政治局势偶有波动
柬埔寨	- 劳动力资源丰富，人口年轻化 - 政府积极招商引资，工业园区发展中	- 劳动力成本最低，吸引劳动密集型产业 - 对外资税收政策优惠 - 逐步融入区域经济网络	- 工业基础薄弱，供应链配套不足 - 基础设施较差，物流成本高 - 政策执行力较弱

资料来源：新浪财经，新京报，信息服务部，环球时报，欧亚系统科学研究会，澎湃新闻，开泰研究中心，中国税务网，民生证券研究院

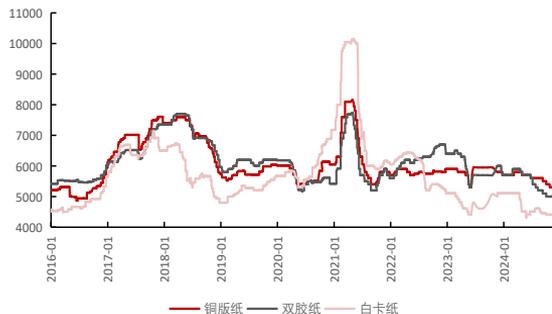
- **目前出口链处于强现实弱预期，展望2025年海外需求无需担忧**，一方面如美国工资增速要快于物价增长，消费信心持续提升；另一方面，在美国降息预期下，美国地产链景气度提振可期。同时伴随全球海运费进入下行通道（截至2024年12月13日，美东航线集装箱运价相比2024年7月高点下降约34%），预计2025年出海企业利润率进入改善区间。不过考虑特朗普新任期将至，或针对中国等国进口商品征收关税；参考上一轮贸易摩擦经验，国内企业可以通过供应链迁移或提价来对冲关税影响，重点看好：1) 跨境电商类公司，如安克/赛维等在细分赛道中逐步成为行业龙头，目前正处于品牌化新阶段；如致欧/恒林/傲基/乐歌则受益于海外大件品线上化红利，业务高增值得期待；2) 出口代工型企业：伴随海外需求回暖，具有生产效率和海外基地优势的企业将加速整合，重点关注永艺股份/匠心家居/浙江正特等。

03. 造纸：继续整合

回顾：浆价下行，纸价降至历史低点

- 浆价下行叠加供给压力，纸价进入低位。**截至2024年12月2日，铜版纸/双胶纸/白卡纸吨价格为5500/5100/4410元，相比年初下降5.2%/12.1%/13.7%，分别位于2016年以来的17.9%/1.5%/0.0%分位；箱板纸/瓦楞纸/白板纸吨价格为3237/2840/3650元，较年初变动-4.8%/+1.4%/-8.8%，分别位于2016年以来的5.9%/19.2%/10.8%分位。
- 阔叶浆价格持续下降，针叶浆企稳回升：**截至2024年12月2日，外盘阔叶浆/针叶浆报价550/785 美元/吨，分别较年初变化-15.38%/+0.64%，分别位于2016年以来的27.10%/60.80%分位。阔叶浆处于较低水平，但考虑到2025年APP将持续投放400万吨产能我们认为阔叶浆价格或将持续保持低位。

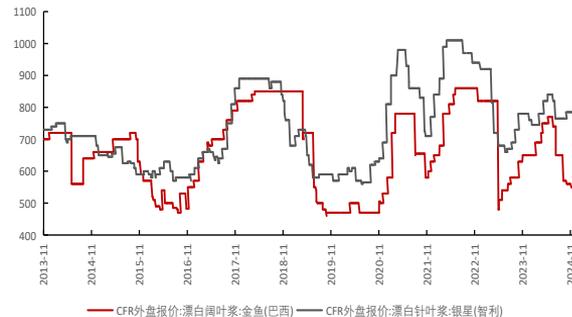
图表：木浆系价格变化（元/吨）



图表：废纸系价格变化（元/吨）



图表：浆价变化（美元/吨）

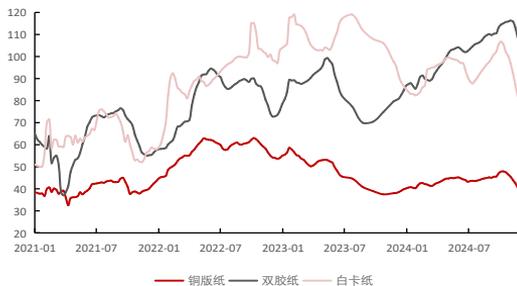


资料来源：wind，钢联数据，民生证券研究院

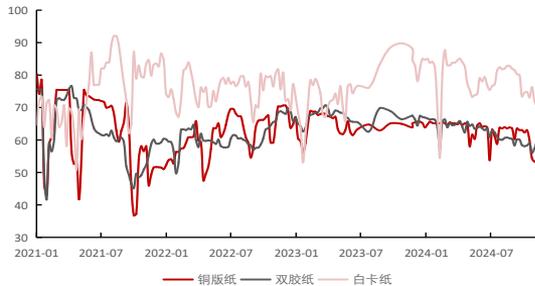
回顾：库存/盈利/产能利用率

➢ **24Q3库存逐渐上行，24Q4黑纸需求回暖库存下降。**截至2024年11月29日，铜版纸/双胶纸/白卡纸库存为40.6/108.6/82万吨，较年初变动+1.3%/+25.3%/-3.9%，开工率为54.8%/53.0%/69.1%，毛利率为8.5%/-2.8%/10.4%。白板纸/箱板纸/瓦楞纸库存为80.9/127.4/42.4万吨，较年初变动+7.9%/-10.8%/-40.0%，开工率73.6%/67.1%/65.0%，毛利率为23.1%/19.2%/12.0%。

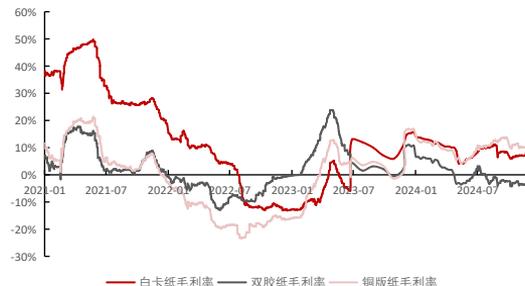
图表：木浆系库存 (万吨)



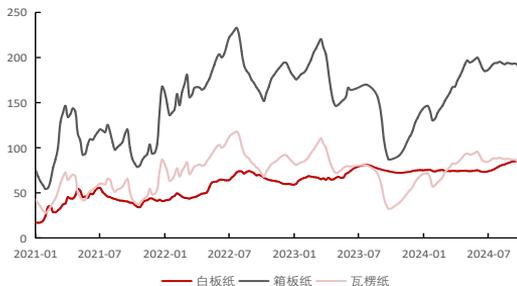
图表：木浆系开工率 (%)



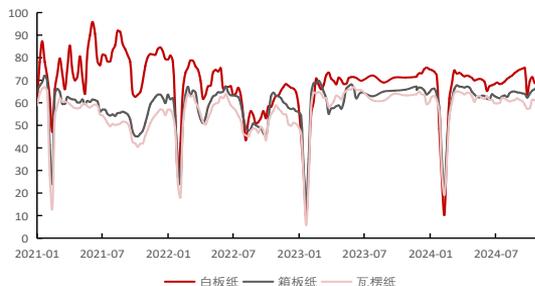
图表：木浆系毛利率



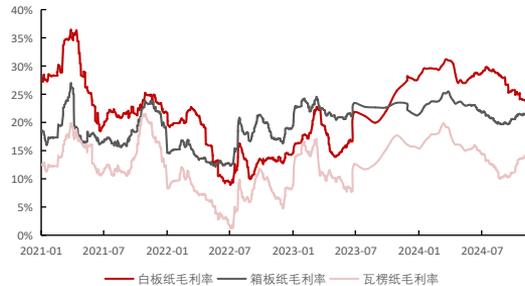
图表：废纸系库存 (万吨)



图表：废纸系开工率 (%)



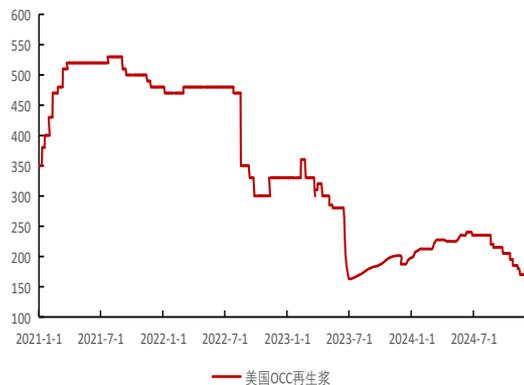
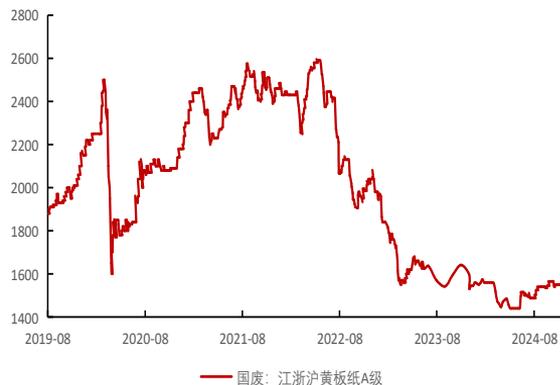
图表：废纸系毛利率



资料来源：wind, 钢联数据, 民生证券研究院

回顾：针阔价差拉大，内外废价格分化

- **内外废价格分化。**截至2024年12月2日，国废/美废吨价格为1655元/170美元，较年初变动+6.8%/-14.8%。国废价格为2019年8月以来16.6%分位。
- **针阔价格拉大：**1) 供给端针叶浆收缩而阔叶浆新产能持续投放；2) 针叶浆原材料来自高纬度发达国家木材出口政策收紧，针叶木价格持续提升。

图表：美废价格（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

03

短期：关注晨鸣停产进程

➢ 晨鸣纸业资金压力下停工停产，供需关系阶段性缓和。2024年11月20日公司发布公告宣布停产浆纸产能总计703万吨，当前公司现金流压力较大，同时账面仍有49亿元融资租赁业务未收回。晨鸣停产，双胶纸/白卡纸的实际产能利用率分别提升6/8pct至65%（考虑静电复印纸、淋膜原纸等产品实际产能利用率会更高）/77%，供需改善纸企择机发布涨价函（白卡纸/文化纸分别涨价200/300元/吨），从实际出货价格来看双胶纸/铜版纸/白卡纸在11月涨价100/200/50元/吨，截至2024年12月3日在12月初涨价200/0/50元/吨，涨价函正逐步兑现。不过考虑淡季叠加高库存，预计弹性有限。

图表：文化纸近期提价函



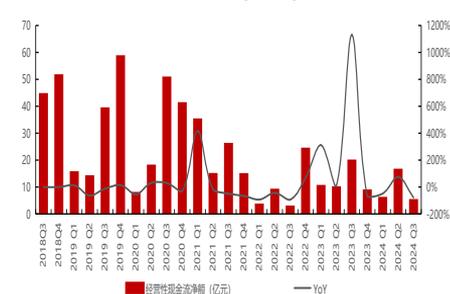
资料来源：wind，各公司公告，钢联数据，民生证券研究院

图表：晨鸣资产情况

资产	地区	产能 (万吨)	总计
纸浆		430	430
白卡纸	江西	35	200
	山东	45	
	广东	120	
	吉林	30	
双胶纸	山东	112	297
	江西	30	
	广东	125	
	铜版纸	山东	
纸产能		607	

图表：白卡纸近期提价函

图表：晨鸣现金流承压 (亿元)

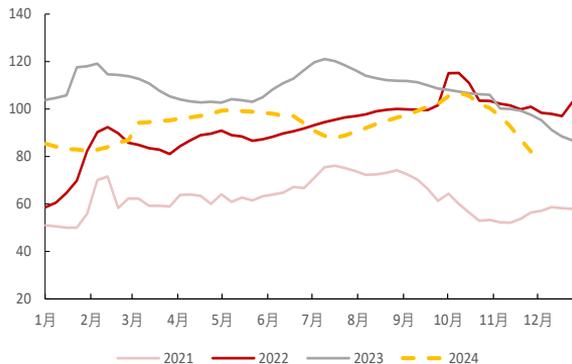


03

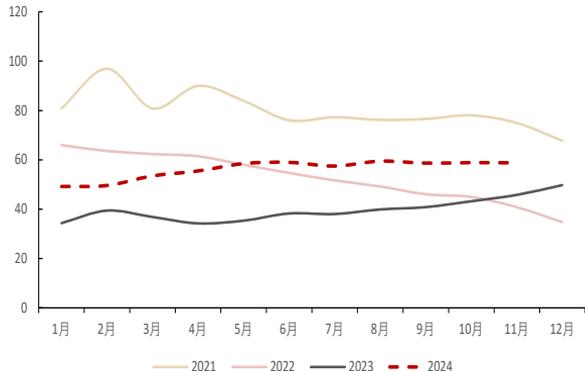
短期：关注晨鸣停产进程

➤ **短期复产可能性不大，即使复产行业盈利中枢依然好于提价前。**从过去一年相同规格纸价来看，晨鸣双胶纸一直处于低价状态，较同级别公司低200元/吨以上，我们判断晨鸣或采取以价换取账期优势的方式解决资金压力的问题，大型纸机重新开机成本较高，因此纸厂不会轻易停机，本次大规模停机时间可能会延续到春节之后。从历史数据来看，春节后双胶纸一般都会经历补库阶段，例如2020-2024年，单二月份双胶纸贸易商库存环比变动+14.2/+16.1/-2.4/+5.1/+0.4万吨，**我们判断24Q4为盈利阶段性低点，若2025年后晨鸣依然无法复产，木浆系企业盈利持续回暖值得期待。**

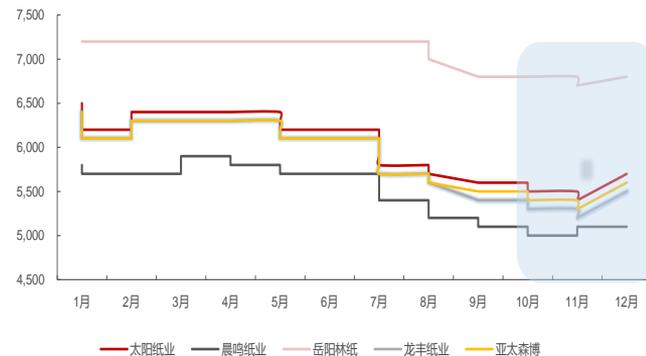
图表：白卡纸库存情况 (万吨)



图表：双胶纸库存情况 (万吨)



图表：各纸厂70g双胶纸价格情况 (万吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

中期：供给端压力仍存

► **产能持续投放，供给端压力承压。**截至2024年11月18日，白卡纸/双胶纸/瓦楞纸/箱板纸产能分别为2009/1524/3433/4834万吨，钢联数据预测2025年白卡纸/双胶纸/瓦楞纸/箱板纸仍要扩产350/240/405/560万吨，占目前总产能的17%/16%/12%/12%，产能持续投放情况下整体供需关系失衡，纸价仍有继续探底可能。

图表：白卡纸产能投放情况（万吨）

公司	产能	时间
联盛浆纸	120	2025年10月31日
博汇纸业	80	2025年12月31日
金天和	30	2025年12月31日
玖龙纸业	120	2025年12月31日
合计	350	2025年
APP	290	2026年12月31日
亚太森博	100	2026年12月31日
景兴纸业	100	2026年12月31日
冠豪高新	102	2026年12月31日
玖龙纸业	120	2026年12月31日
合计	712	2026年
当前在产产能	2009	2024年11月18日

图表：双胶纸产能投放情况（万吨）

公司	产能	时间
玖龙纸业	145	2025年5月31日
五洲纸业	45	2025年9月30日
泰盛纸业	30	2025年9月30日
永丰纸业	20	2025年12月31日
合计	240	2025年
联盛纸业	90	2026年12月31日
合计	90	2026年
当前在产产能	1524	2024年11月18日

图表：瓦楞纸产能投放情况（万吨）

公司	产能	时间
建晖纸业	60	2025年1月1日
金田纸业	20	2025年1月1日
鹏昇纸业	25	2025年1月1日
安徽鑫光	25	2025年4月30日
林平纸业	30	2025年6月29日
森林联合	35	2025年7月30日
河南亨利	30	2025年10月31日
荣晟环保	60	2025年12月31日
金田纸业	60	2025年12月31日
桥裕纸业	60	2025年12月31日
合计	405	2025年
山鹰纸业	40	2026年12月31日
正康实业	30	2026年12月31日
河南新亚	35	2026年12月31日
合计	105	2026年
当前在产产能	3433	2024年11月18日

图表：箱板纸产能投放情况（万吨）

公司	产能	时间
东晟纸业	20	2025年1月1日
鹏昇纸业	35	2025年1月1日
红星荣和	20	2025年1月30日
惠宁纸业	20	2025年3月31日
安徽鑫光	25	2025年4月30日
曜德纸业	35	2025年6月30日
兆隆纸业	20	2025年8月31日
森林造纸	40	2025年9月30日
中盛纸业	30	2025年12月30日
太阳纸业	70	2025年12月31日
金田纸业	105	2025年12月31日
林平纸业	20	2025年12月31日
荣晟环保	30	2025年12月31日
景兴环保	30	2025年12月31日
盛世荣创	60	2025年12月31日
合计	560	2025年
正康实业	65	2026年12月21日
河南新亚	30	2026年12月21日
山鹰纸业	60	2026年12月31日
中盛纸业	30	2026年12月31日
红星荣和	30	2026年12月31日
景兴环保	35	2026年12月31日
理文纸业	35	2026年12月31日
合计	285	2026年
当前在产产能	4834	2024年11月18日

资料来源：wind，钢联数据，民生证券研究院

中期看点：中小产能持续出清

- 纸价承压中小产能预计加速出清，双胶纸和瓦楞纸集中度提升空间更大。随着2024年纸价探底，尤其在传统旺季纸价依然在持续下降的背景下，中小纸厂的运营压力逐渐加大，而中小纸厂面临的现金流压力更甚，对未来较为悲观的预期之下或将加速出清。我们统计了当前投产超过10年且纸机在20万吨以下的白卡纸/双胶纸/箱板纸/瓦楞纸产能分别为70/298/440/1187万吨，分别占目前总产能的3.5%/19.6%/9.1%/35%，未来伴随中小纸企陆续推出，行业盈利中枢上移可期。

图表：白卡纸中小产能情况

企业名称	产能（万吨）	投产时间
红塔仁恒	7	1994/12/1
亚太森博	20	2002/1/1
五星纸业	5	2003/12/31
骏马纸业	8	2003/12/31
新乡新亚	10	2006/12/31
骏马纸业	20	2014/8/1
合计	70	

资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图表：双胶纸中小产能情况

企业名称	产能（万吨）	投产时间
天和纸业	17	1989/10/26
冠军纸业	10	1997/1/1
华北纸业	15	1997/10/9
新泉林	10	1997/12/31
中冶美利云	20	1998/5/28
华闻纸业	3	1998/12/25
博闻纸业	7	1998/12/25
新泉林	20	2002/8/1
白云纸业	10	2002/12/2
新泉林	10	2002/12/31
华劲纸业	6	2003/8/1
弘毅纸业	4	2004/1/1
新乡新亚	20	2005/9/24
泰鼎新材料	10	2007/11/8
华泰纸业	20	2007/12/31
天邦纸业	16	2008/3/12
泉润纸业	8	2009/6/29
中冶纸业	15	2010/12/31
江河纸业	10	2012/1/1
亚太森博	20	2012/7/1
白云纸业	17	2012/12/31
利源纸业	10	2013/10/11
晨鸣纸业	20	2014/9/25
合计	298	

图表：箱板纸中小产能情况

企业名称	产能（万吨）	投产时间
博莱特纸业	5	1990/1/1
兴丰源纸业	10	1990/1/1
浙江金龙	12	1990/1/1
港兴纸业	15	2001/9/1
宏嘉板纸	10	2002/1/1
腾发实业	10	2002/2/1
鸿业造纸	10	2002/6/1
华宝纸业	13	2003/9/1
金煌纸业	10	2003/12/1
银洲纸业	20	2004/1/1
金洲纸业	20	2004/1/1
长丰纸业	15	2004/3/5
世纪阳光纸业	12	2004/6/1
森叶纸业	20	2004/10/1
合丰特造纸	10	2004/11/1
复兴纸业	6	2005/1/1
迅源纸业	20	2005/3/5
红星兄弟纸业	10	2007/1/8
金洋纸业	15	2008/1/1
中源纸业	20	2008/1/1
广聚源纸业	10	2008/3/1
中源纸业	16	2008/4/10
祥临科技	10	2008/8/1
鑫盛泰纸业	20	2010/3/12
宏伟实业	12	2010/7/16
天地缘	20	2011/5/1
金洲纸业	20	2012/3/1
飞达技术	11	2013/1/1
祥临科技	5	2013/5/1
联合纸业	15	2014/2/1
金煌纸业	9	2014/2/3
联盛纸业	10	2014/5/1
恒达	10	2014/8/25
金煌纸业	9	2014/12/19
合计	440	

碳市场：2025重回焦点，2026年欧盟开启碳关税

- **起步 (2009-2017)**：2009年，国家发改委启动CCER交易规范性文件的研究和起草工作，2012年6月《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》印发施行。同年10月印发的《温室气体自愿减排项目审定与核证指南》进一步为自愿减排机制的推广提供了系统性的管理规范。2015年10月，“自愿减排交易信息平台”上线，发改委在该平台上对CCER项目的审定、注册、签发进行公示，并允许签发后的减排量进入交易所交易。2017年3月，发改委暂停受理CCER项目的备案申请。
- **暂停 (2017-2022)**：发改委在2017年3月发布的“暂缓受理”公告中表示：“《暂行办法》施行中存在着温室气体自愿减排交易量小、个别项目不够规范等问题。
- **重启 (2023年后)**：1、纲领性文件公布：生态环境部、市场监管总局于2023年10月19日联合发布《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》，为CCER纲领性文件，是开展后续活动的政策基础；2、CCER方法学完善：2023年10月，生态环境部制定发布了造林碳汇、并网光热发电、并网海上风力发电、红树林营造4项温室气体自愿减排项目方法学，2024年7月，生态环境部发布第二批方法学，包括甲烷减排和交通领域节能；3、交易所启动：2024年1月22日，全国温室气体自愿减排交易（CCER）在北京绿色交易所正式重启，国有能源公司、民营企业、个人投资者等积极参与；4、碳市场扩容：水泥/钢铁/电解铝或纳入碳市场，CCER理论年需求量或达4亿吨。

图表：CCER推进程度



资料来源：中华人民共和国生态环境部，亚经协碳中和绿色发展委员会，中国能源报，环球零碳，民生证券研究院

03 碳市场：2025重回焦点，2026年欧盟开启碳关税

- 2024年9月9日，生态环境部办公厅发布关于公开征求《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》（下称《方案》）意见的函。《方案》明确2024年作为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025年底前完成首次履约工作。工作目标提出启动实施(2024-2026年)和深化完善(2027年-)两个阶段：
 - 在启动实施阶段**，以夯实三个行业碳排放管理基础、推动重点排放单位熟悉市场规则为主要目标，通过2-3年的建设运行，有效夯实碳排放数据质量基础，提升各类主体参与能力，**实现平稳启动扩围**。建完善水泥、钢铁、电解铝行业名录、数据质量、配额、交易管理制度，完成三个行业首次履约工作。
 - 在深化完善阶段**，政策法规体系更加完善，监督管理机制更加健全；碳排放数据质量全面改善；配额分配方法更为科学精准，建立预期明确、公开透明的**配额逐步适度收紧机制**。

图表：生态环境部对于碳市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业征求意见



资料来源：生态环境部，民生证券研究院

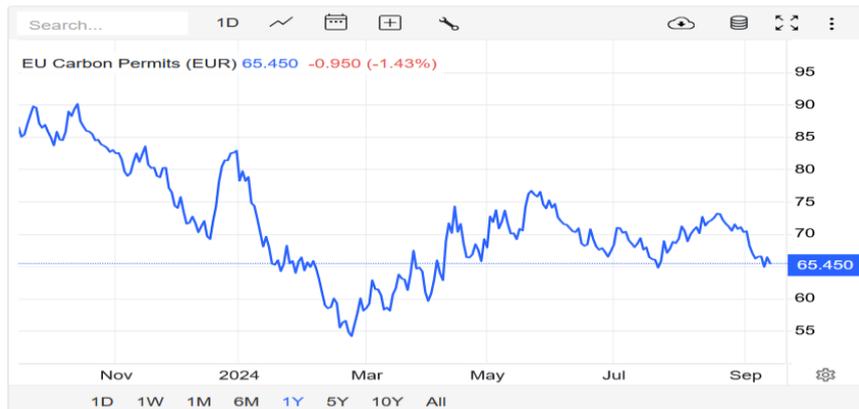
碳市场：2025重回焦点，2026年欧盟开启碳关税

- 在**门槛方面**，综合考虑管理成本、行业降碳路径等因素，水泥、钢铁、电解铝行业与发电行业相同，仍为年度温室气体排放量达到2.6万吨二氧化碳当量。在**管控气体种类方面**，考虑到控制非二氧化碳温室气体排放的需要，结合各行业温室气体排放特点，发电、水泥、钢铁的管控气体为二氧化碳，电解铝行业的管控气体为二氧化碳、四氟化碳、六氟化二碳。在**排放范围方面**，考虑到与国际碳市场规则对接，水泥、钢铁、电解铝行业均仅管控因使用化石能源等直接产生的温室气体排放。**此次扩容将新增重点排放单位约1500家，覆盖排放量新增加约30亿吨。**
- 水泥/钢铁碳排放量约占2023年全国总量的9%/15%，三个新行业纳入后碳市场将约覆盖全国总排放量的60%。**
- 新增行业均为重点排放行业。**从碳排放现状看，2023年水泥行业碳排放量约占全国碳排放总量的9%。中国是全球水泥制造第一大国，2019年全球水泥产能为37亿吨，中国约占其中60%。钢铁行业是中国碳排放量最高的制造行业，其碳排放量约占中国碳排放总量的15%，中国钢铁行业碳排放量约占全球钢铁行业碳排放总量的50%。电解铝行业能耗及碳排放总量占有色金属行业的70%以上。
- 我国拥有全球最大碳市场，后续将纳入更多行业。**生态环境部在《方案》的编制说明中表示，全国碳排放权交易市场以发电行业为突破口，于2021年7月正式上线交易，目前已经顺利完成两个履约周期，成为全球覆盖温室气体排放量最大的碳市场。然而，全国碳排放权交易市场建设仍存在不足，突出表现在市场当前仅覆盖了发电行业，参与主体高度同质化导致市场活跃度低，市场机制作用未能充分发挥。生态环境部对钢铁、建材、有色金属、石化、化工、造纸和航空等重点行业纳入碳市场的成熟程度进行全面评估，科学确定了各行业纳入市场的时间表、路线图。根据评估结果，建材（水泥）、钢铁、有色金属（电解铝）行业基础条件成熟，可从2024年度起纳入全国碳排放权交易市场管理，**届时全国碳排放权交易市场覆盖排放量占全国总量的比例将达到约60%。**

碳市场：2025重回焦点，2026年欧盟开启碳关税

- 第三履约周期或产生5000万吨配额缺口。本次扩容《方案》依旧采用配额全部免费分配，有偿分配制度仍待建立。**地方碳市场如北京、武汉、深圳碳市场在配额有偿分配机制上已有十余年的探索经验，国际上成熟碳市场如EU ETS已主要采用有偿分配；适时引入有偿分配或促进企业技改意愿&加速减排创新。按照《方案》提出的2023年基准值，2023年度全行业约有0.5%配额缺口率。2024年各类别机组发电、供热基准值均较2023年基准值下降约0.5%。参照第二个履约周期覆盖超过50亿吨年排放量的规模估算，2023年度0.5%的配额缺口率相当于约2500万吨的配额缺口，2023、2024年度合计约5000万吨的配额缺口。**配额缺口的增加或进一步同步抬升CEA/CCER的价格。考虑到欧美碳关税落地进程加速，我国碳市场将逐渐与国际接轨，截至9月12日欧盟EU ETS价格为65.45欧元/吨，约515元，约是我国碳配额价格（截至9月12日，碳价89.92元/吨）的5.7倍。**
- 扩容后CCER理论年需求量将增长至约4亿吨，方法学有望加速出台。**中创碳投总经理周红明认为，从供需关系来看，目前全国碳市场电力行业的CCER理论年需求量约为2.5亿吨；如果考虑第二批即将扩容的纳入行业，CCER理论年需求量将增长至4亿吨左右。据中国能源报援引中创碳投统计数据，目前已发布的两批共计6个CCER方法学已建成项目的理论年减排量供给仅约为1500万至2500万吨左右；CCER供需之间存在较大差距，后续批次方法学有望加速出台。

图表：欧盟碳价



资料来源：Trading Economics，民生证券研究院

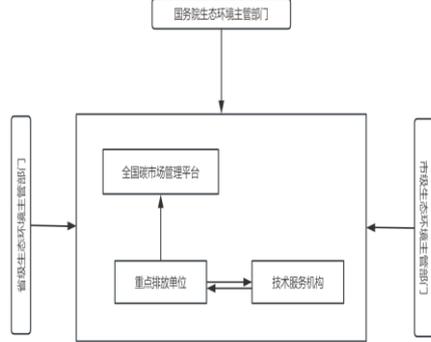
碳市场：2025重回焦点，2026年欧盟开启碳关税

- 双碳的意义：1、是我国主动顺应时代发展潮流作出的承诺，体现了对多边主义的坚定支持。**作为国际大国，我们为世界各国做出了表率，为国际社会落实《巴黎协定》做出重大贡献。**2、粗放发展难以为继，转型高质量发展势在必行。**21年我国碳排放量达到114.7亿吨，占全球总量的30.9%，居世界首位。如果“十四五”跨越中等收入阶段进入高收入发展阶段，那么GDP年均增长率要保持在5.5%左右；长久期看，如果要在2050年全面建设社会主义现代化强国，人均GDP水平赶上发达国家平均水平，30年里年均增长率要达到4.6%以上。若同期碳排放同步增长，那么，全球的能源和环境资源都难以支撑，因此必须根本上转变发展方式。**3、越晚行动，碳减排成本越高。**清华大学低碳经济研究院测算数据显示，时间越往后推移，我国二氧化碳边际减排成本越高，尤其是从2050年到2060年相关数据上升非常迅速，甚至达到300多美元/吨，故双碳改革推进需要趁早。
- 碳市场：通过市场化引导碳价，控制总量排放，CCER是碳市场重要补充。**碳交易市场的根本意义在于降低减排成本、控制总量排放。碳交易，即把二氧化碳的排放权当做商品来进行买卖，重点排放企业获得一定的碳排放配额，成功减排可以出售多余的配额，超额排放则要在碳市场上购买配额或CCER。全国碳交易市场将通过价格信号来引导碳减排资源的优化配置，从而降低全社会减排成本。

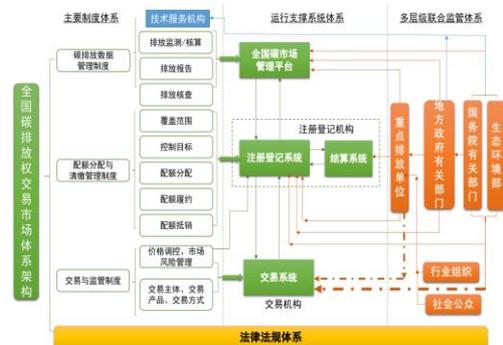
图表：《碳排放权交易管理暂行条例》基本框架



全国碳排放权交易市场数据质量监管体系



全国碳排放权交易市场体系架构



资料来源：中国生态环境部《全国碳市场发展报告（2024）》，中国日报网、中国产业发展促进会生物能产业分会，民生证券研究院

03 碳市场：2025重回焦点，2026年欧盟开启碳关税

- 岳阳林纸：林业碳汇开发的头部央企，已有2个CCER项目挂网公示。**公司林业及生态碳汇开发业务主要运营主体为子公司茂源林业和诚通碳汇；其中，茂源林业近年来由于生态保护政策的趋严，目前主要从事林业生产和以木片为主的林业木材产品业务；诚通碳汇系公司生态碳汇业务实施主体，为合作伙伴提供“碳汇+”综合一体化解决方案，并依托首期碳汇项目取得的经验及其长期林业经营经验，积极布局全国林业资产碳汇项目，致力于成为我国林业碳汇开发的头部企业。岳阳林纸协助开发的湖北五峰土家族自治县造林碳汇项目、贵州省江口县造林碳汇项目已成功被纳入第一批CCER名单实现挂网公示，如顺利通过将每年分别贡献1.88/3.80万吨的CCER减排量。
- 早在审批正式重启之前，公司已经做好准备争取实现减排量的早日签发并实现利润转化；**诚通碳汇团队已完成相关文件的编制，协助业主归集了林权证、与不同类型的林权所有者签订了林业碳汇开发协议，收集项目支撑性文件等。据公司披露，首批申请的造林碳汇项目分布在湖南、湖北及江西等地，面积达数十万亩。诚通碳汇正在为几十家客户提供项目合作开发服务，涉及林地面积4400万亩，同时为国外的多家企业提供国际碳信用合作开发服务，涉及面积近千万亩；公司预计2025年末，累计签约林业碳汇5,000万亩。**考虑到公司后续项目储备充分，方法学分批发布，碳价格仍有较大上涨空间，我们认为碳汇业务有望打开公司第二成长曲线，对岳阳林纸维持“推荐”评级。**

图表：岳阳林纸已有2个CCER项目挂网公示

公示中项目	公示结束项目	已登记项目	公示中减排量	公示结束减排量	已登记减排量	已注销项目	请输入关键字
项目名称	项目业主	所属行业领域	申请状态				
福建海峡公司长乐外海海上风电场C区496...	福建省福能海峡发电有限公司	能源工业(可再生/不可再生能源)	公示中				
敦煌昌航节能新能源有限公司10孔瓦板站...	敦煌昌航节能新能源有限公司	能源工业(可再生/不可再生能源)	公示中				
敦煌昌航节能新能源有限公司敦煌10万千瓦...	敦煌昌航节能新能源有限公司	能源工业(可再生/不可再生能源)	公示中				
铜鼓集团控股良源林项目	铜鼓发展控股集团有限公司	林业和其他碳汇类型	公示中				
湖北五峰土家族自治县造林碳汇项目	五峰长森林业投资开发有限责任公司	林业和其他碳汇类型	公示中				
贵州省江口县造林碳汇项目	贵州梵净生态产品运营管理有限公司	林业和其他碳汇类型	公示中				
中广核汕尾甲子二期400孔瓦海上风电场...	中广核汕尾新能源有限公司	能源工业(可再生/不可再生能源)	公示中				
江苏广恒新能源有限公司东台200孔瓦海...	江苏广恒新能源有限公司	能源工业(可再生/不可再生能源)	公示中				

资料来源：温室气体自愿减排注册登记系统及信息平台，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

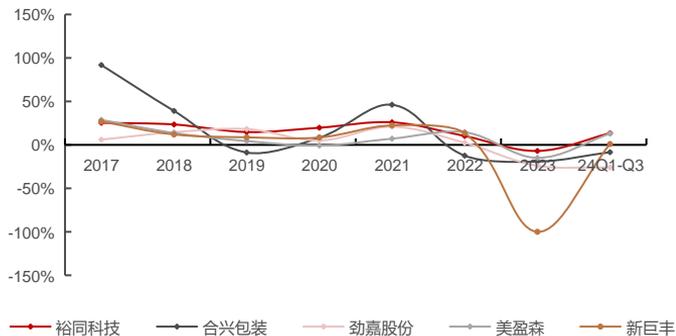
- 造纸整体产能过剩，不过晨鸣停产成为本行业最大变量，若年后伴随行业渐进旺季，若期间晨鸣依然无法复产，造纸或迎来阶段性行情，其中重点关注岳阳林纸，一方面低估值下，伴随 β 行情启动存在较大弹性；另一方面，展望2025年水泥、钢铁、电解铝行业将纳入全国碳市场，看好CEA价格持续上行，岳纸作为国内头部CCER开发商，预计将逐步兑现CCER业绩弹性；从中期看，在存量竞争背景下，头部纸企间盈利分化开始加剧，关注行业龙头估值的向上弹性。随着需求增幅放缓，行业格局加速固化，头部企业在低毛利率&低费用率的运营模式下，伴随行业格局固化且资本开支逐步下降，头部纸企回购&分红比例或将提升，并带动估值稳步上移。继续重点推荐太阳纸业，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。

04. 包装：转型 or 稳定现金流

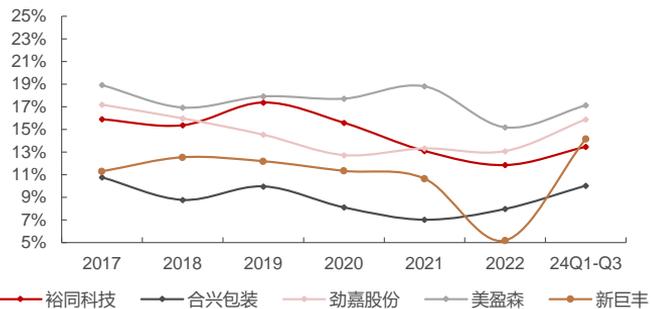
04

纸包装景气跟踪

图表：包装企业收入增速

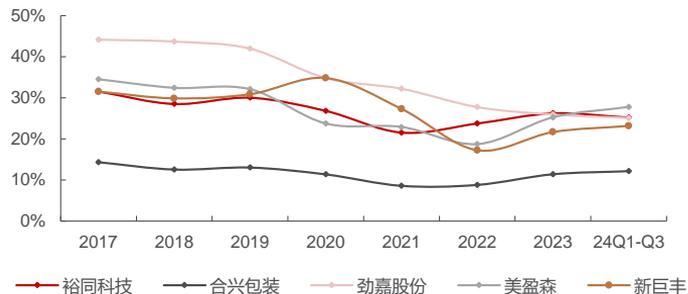


图表：包装企业期间费用率

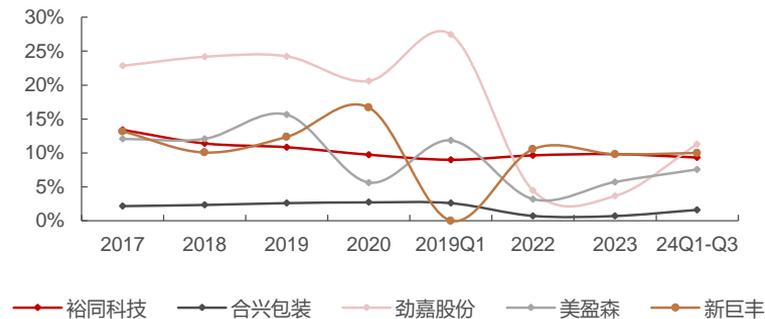


资料来源：wind，民生证券研究院

图表：包装企业毛利率



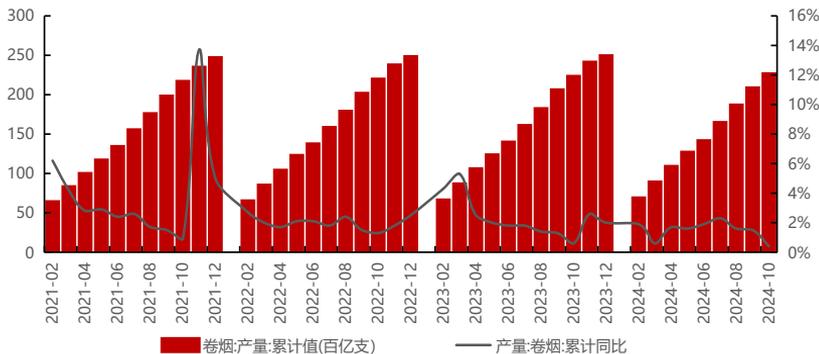
图表：包装企业净利率



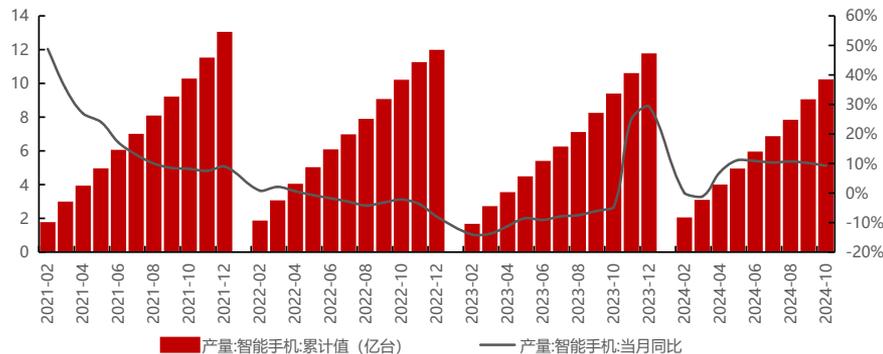
纸包装展望：大市场小公司，头部企业加速整合正当时

- **2023年纸包装行业规模2683亿元，未来可重点关注下游高景气细分领域。**如烟酒包装(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10月智能手机产量累计同增9.25%，近年来居民消费逐渐恢复，随着苹果发布新一代AI功能手机，带动消费者换机潮，看好3C包装领域需求持续提升。**烟酒标：**招标市场化持续推进，我国2024年截至10月卷烟产量累计同增1.5%，利好头部企业。

图表：2024年截至10月卷烟产量累计同增1.5%



图表：2024年截至10月智能手机产量累计同增9.25%



资料来源: wind, 华经产业研究院, 民生证券研究院

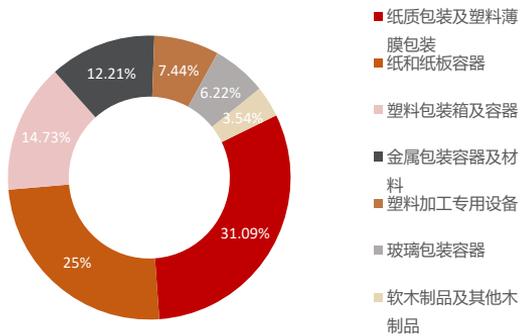
04

包装行业为劳动、资本密集型行业

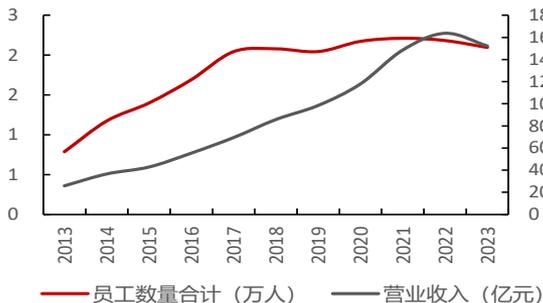
包装市场特点：

- 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%。
- 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。
- 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。

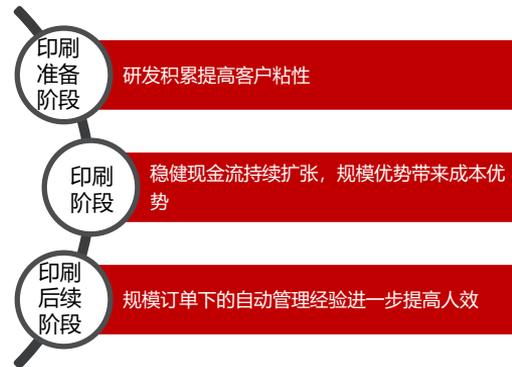
图表：2022年包装行业下游需求情况



图表：裕同科技员工数量(万人)



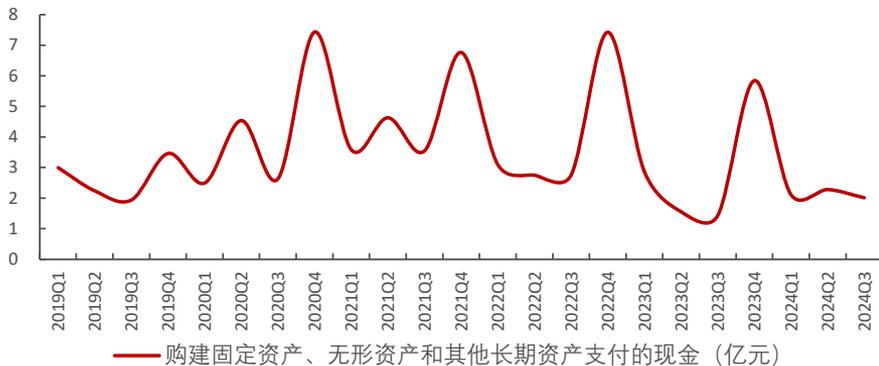
图表：包装企业竞争力分析



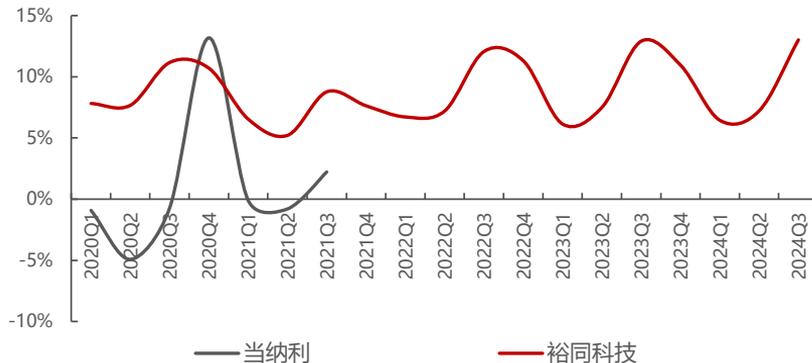
资料来源：wind，中商情报网，民生证券研究院绘制

裕同科技智能工厂投入平稳，成本下行盈利水平上行

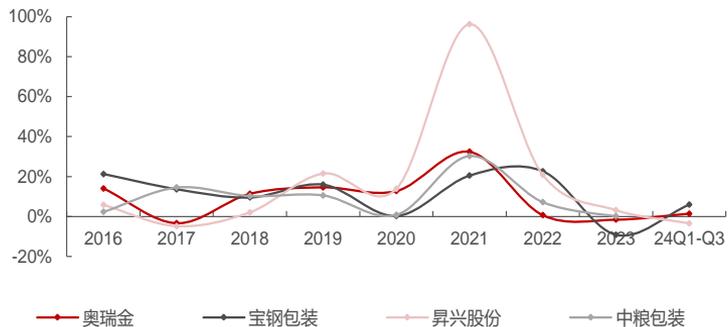
- **资本开支力度降低。** 24Q3公司资本支出环比下降11.75%至2.01亿元，目前公司已经基本完成智能工厂建设，我们预计未来CAPEX将持续下降。
- **智能工厂进一步提高净利率。** 24Q3裕同科技净利率同比增加0.11pct至13.01%，成本降低叠加智能工厂提高效率推动盈利上行。
- **2024年看好下游需求迎来拐点。** 烟酒方面：卷烟需求每年较为稳定，在烟标改版影响结束后，2024年行业格局继续优化公司持续受益。酒包装方面公司继续深耕高端市场，不断提升客户内占比。3C方面：24Q3全球苹果/非苹果手机出货量同比分别+3.5%/+4.2%，往明年看AI换机潮持续推动消费电子收入上行。

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


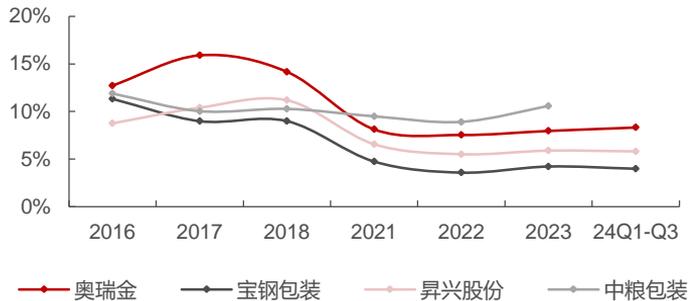
图表：包装企业收入增速



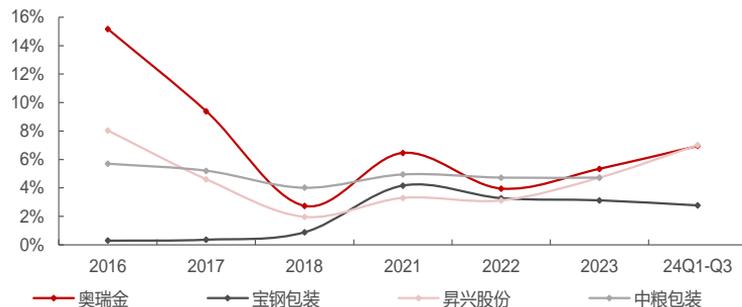
图表：包装企业毛利率



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

供需关系持续改善，金属包装企业盈利稳步提升

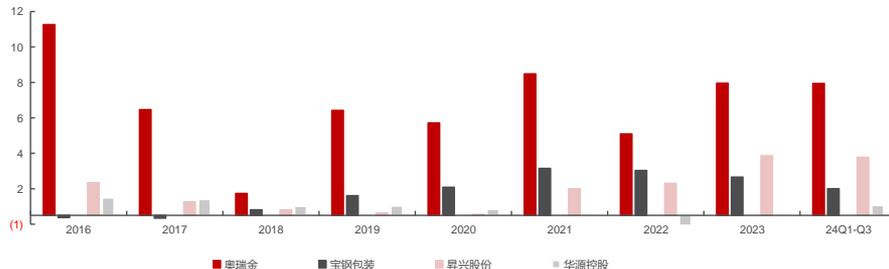
- 金属包装企业盈利向好。**金属二/三片罐包装主要原料呈上行趋势，以天津镀锡板为例，2024年前三季度均价为6740元/吨，同比增长1.59%；铝锭均价为19,728.32元/吨，同比增加5.99%。三片罐为半开放市场，上下游绑定关系较深，盈利比较稳定；二片罐市场伴随供需关系改善，盈利稳步提升。2024Q1-Q3奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/华源控股实现扣非归母净利润7.45/1.51/3.27/0.55亿元，同比变化9.37%/-26.19%/20.8%/207.28%。

图表：镀锡板价格（元/吨）



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图表：包装企业扣非归母净利润（亿元）



图表：铝锭价格（元/吨）



金属包装展望：需求恢复&供需改善，看好金属包装利润中枢上行

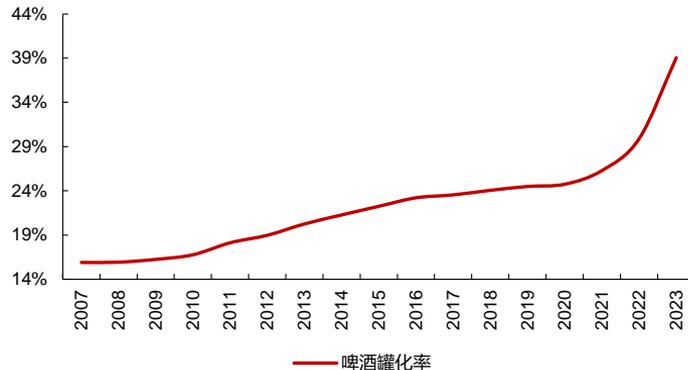
- 啤酒罐化率提升带动金属包装需求逐步恢复。中长期看，伴随啤酒罐化率提升，二片罐需求持续向好。从成本的角度来看，罐化率提升将优化金属包装企业成本。
- 行业供需稳步改善，驱动行业盈利上行。海外企业逐步退出，行业加速整合强化产业链议价能力，金属包装企业CAPEX持续下降未来新增供给有限。

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（%）

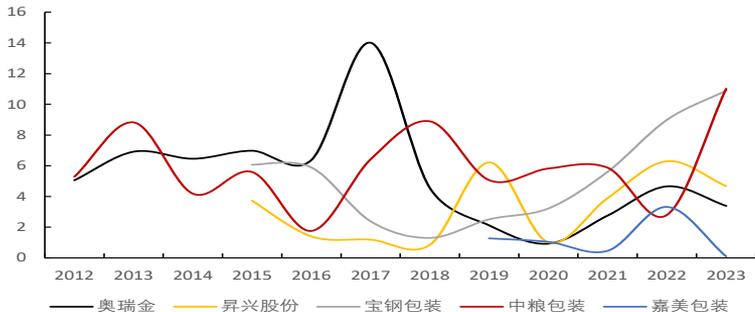


04

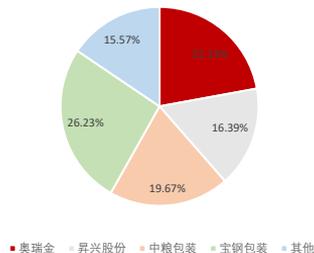
金属包装竞争格局优化

- 奥瑞金发起对中粮包装全面邀约，行业进一步集中竞争格局持续优化。**
 - 伴随行业竞争格局渐进改善，按2023年市占率计算，并购完成后行业CR3为84.43%。二片罐产品定价模式由逐渐转变为有计价公式的成本加成式，保证产业链盈利稳步上行。
 - 供需改善**（2015/2023年行业产能利用率为69%/79%），且行业产能投放大幅下降（2023年奥瑞金/昇兴股份/宝钢包装/中粮包装/嘉美包装资本开支分别为5.07/4.21/6.39/5.03/3.05亿元，同比+1.61%/-21.42%/-40.76%/-47.41%/-39.52%），尤其是前期激进扩张的宝钢包装，其考核机制从市占率变为利润导向，需求方面随着啤酒罐化率持续提升带动二片罐稳步增加。

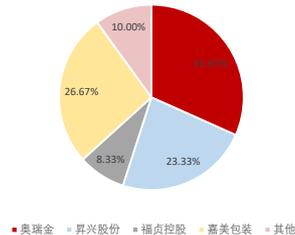
图表：国内在建工程转固定资产情况（亿元）



图表：2023年二片罐竞争情况



图表：2023年三片罐竞争情况



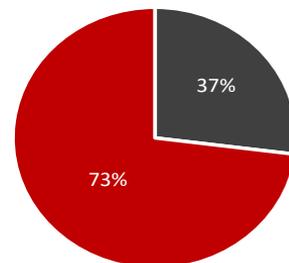
图表：国内金属灌装企业CAPEX情况（亿元）



资料来源：各公司公告，智研资讯，共研网，民生证券研究院

- 东南亚金属包装需求快速增长，国内金属包装企业迎来出海新机会。**据QYResearch数据，预计2029年东南亚食品饮料金属包装市场规模将达到57.5亿美元，未来五年CAGR为6.1%。东南亚范围内食品饮料金属包装生产商主要包括Crown Holdings、Ball Corporation、Toyo Seikan等。2022年，东南亚前三大厂商占有大约37.0%的市场份额。

图表：东南亚金属包装市场规模（亿美元）

图表：2022年东南亚市场竞争情况


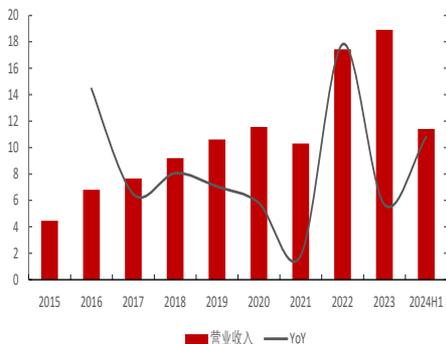
■ Crown Holdings、Ball Corporation、Toyo Seikan

资料来源：各公司公告，智研资讯，共研网，QYResearch，民生证券研究院

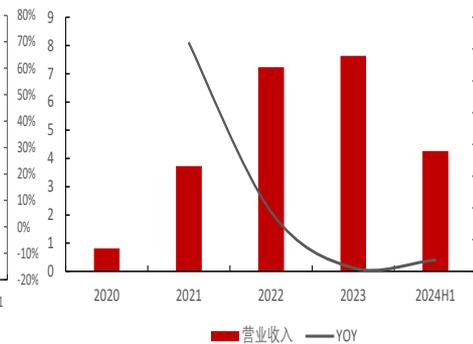
金属包装海外发展新思路

- 海外蓝海市场打破国内内卷格局。** 2024H1宝钢包装/昇兴股份/中粮包装海外收入分别为11.41/4.26/4.24亿元，同增34%/18%/3%。国内企业一般采取前期先找到客户需求，再推进海外产能的投入模式，随着东南亚经济的发展涌现出啤酒金属包装的新需求。我们观察到2023年宝钢包装/昇兴股份境外毛利率分别为11.4%/19.3%，较国内业务高3.3/6.6pct（昇兴国内三片罐业务毛利率较高，二片罐海内外盈利水平实际差距更大），较高的盈利水平以及新增需求鼓励国内企业向海外发展。

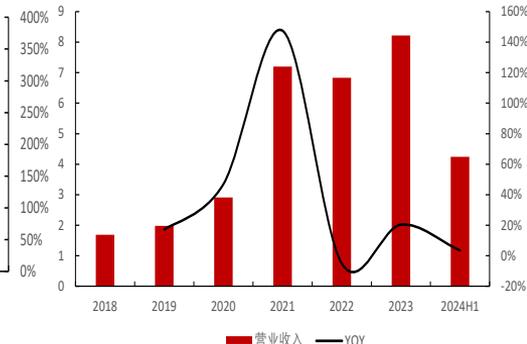
图表：宝钢包装境外收入(亿元)



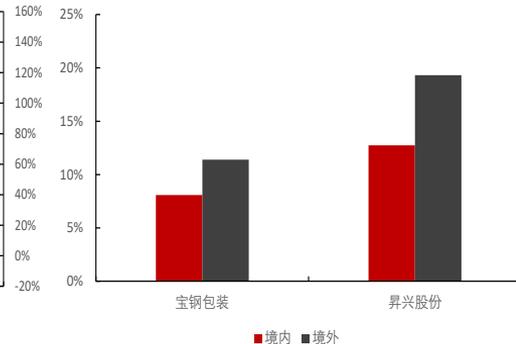
图表：昇兴股份境外收入 (亿元)



图表：中粮包装境外收入 (亿元)



图表：金属包装企业境内外毛利率对比



资料来源：各公司公告，智研资讯，共研网，民生证券研究院

金属包装海外发展新思路

- **金属包装头部企业已经完成初步海外布局。**截至2024年12月宝钢包装/昇兴股份在海外已有二片罐产能41/12亿罐，中粮包装亦在欧洲拥有二片罐产能。
- **竞业禁止到期，奥瑞金出海正当时。**目前奥瑞金正在推进对中粮包装的并购事项，如果能顺利完成，我们认为奥瑞金出海契机逐步完成：1、海外尤其是东南亚地区金属灌装需求持续增长，而与波尔的竞业禁止到2024年9月30日到期，保证了奥瑞金出海的合法性；2、若完成对中粮包装的收购，奥瑞金自身产能与中粮包装产能会出现地区性的重合，对海外投资可直接将一部分重复产能直接迁往海外，一方面降低海外投资金额，另一方面改善了国内的供需格局。

图表：国内金属包装企业海外产能情况

公司	品类	产地	产能 (亿罐)
宝钢包装	二片罐	越南	21
		马来西亚	8
昇兴股份	二片罐	柬埔寨	12
		柬埔寨	18
中粮包装	二片罐	匈牙利	10
		比利时	未公开

图表：奥瑞金收购波尔情况

收购标的	价格 (千万美元)	工商变更日期	竞业禁止到期时间	备注
波尔北京	2	2019年9月30日	2024年9月30日	买方及其关联方不得直接或间接在印度、北美（除古巴）、南美或欧洲开展任何竞争业务
波尔佛山	6.5			
波尔青岛	5			
波尔湖北	7			

资料来源：各公司公告，中国工商银行、中国能源建设集团等，民生证券研究院

- **二片罐供需改善（2015/2023年行业产能利用率为69%/79%），且行业产能投放大幅下降（2023年奥瑞金/昇兴股份/宝钢包装/中粮包装/嘉美包装资本开支分别为5.07/4.21/6.39/5.03/3.05亿元，同比+1.61%/-21.42%/-40.76%/-47.41%/-39.52%），尤其是前期激进扩张的宝钢包装，其考核机制从市占率变为利润导向，另一方面，根据欧睿数据库2023年数据，啤酒作为核心下游（占二片罐需求量44%），罐化率为34.11%，330ml罐型需求量为94.06亿罐，同增10.61%，啤酒高端化推动罐化率稳步提升。横向对比，2023年中国/英国/美国/韩国/巴西/日本啤酒灌装率分别为39.04%/67.44%/73.99%/72.62%/86.10%/90.74%，中国啤酒罐化率长期空间值得期待。**

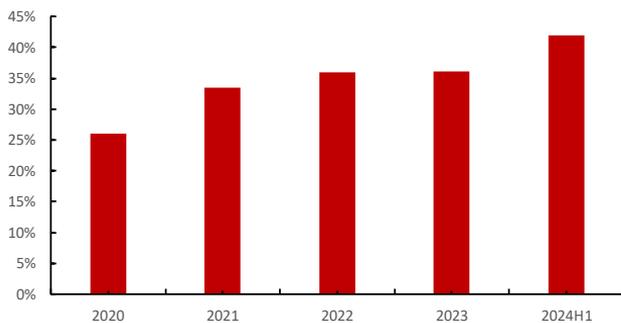
05. 轻工消费：从“新出发”

➤ 新型烟草：增速可观，发达国家增长优于发展中国家

- 雾化市场稳定增长，但格局需要观察。**截至2024H1 BAT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，截至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。截至2024H1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。

图表：Vuse在核心市场市占率持续提升

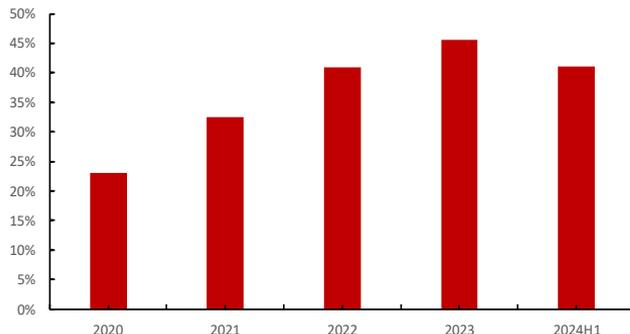
Vuse在核心市场市占率



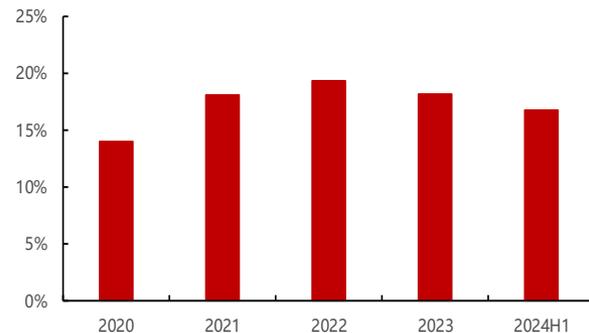
资料来源：BAT公司公告，民生证券研究院

图表：Vuse在美市占率持续提升

Vuse在美市占率


图表：glo核心市场市占率

glo核心市场市占率



► 特朗普上任期间新型烟草政策变化

- 特朗普在第一个任期内曾表示考虑全面禁止数千种非烟草口味的电子烟产品，此后在社交平台与采访中态度曾有所松动，但多次强调青少年吸烟问题不容忽视，并于2019年12月签署法案将烟草制品最低销售年龄从18岁提高至21岁。而后FDA于2020年1月再次出台执法政策，禁止销售未经授权的调味电子烟（包括水果和薄荷口味，烟草或薄荷醇口味除外）。
- 12月2日，美国国会一涉华重要议员宣布打击青少年电子烟的新举措，包括将启动对中国非法电子烟制造商的调查，未来美国电子烟监管或将持续趋严。

图表：特朗普此前上任期间新型烟草政策变化

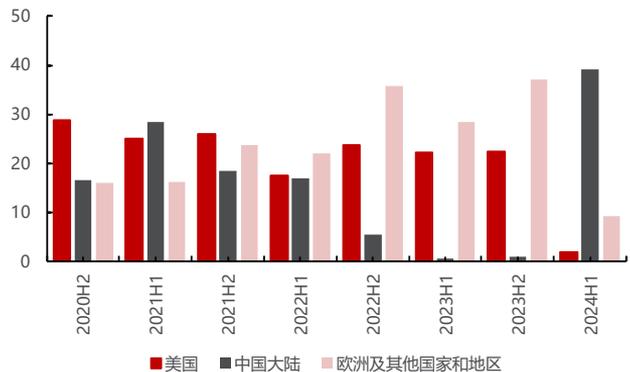
时间	政策/表态
2019年9月9日	FDA向电子烟公司Juul Labs发出警告信，指控该公司通过标签、广告和/或其他针对消费者的活动（包括在学校向青少年进行演示）销售未经授权的改良风险烟草产品。
2019年9月11日	特朗普表示联邦政府正在考虑全面禁止数千种非烟草口味的电子烟产品，以应对近来青少年吸食电子烟人数激增的问题。
2019年9月13日	特朗普发布推特称：“我更喜欢雾化电子烟能替代传统香烟，但需要确保这种替代方案对所有人都是安全的。让我们把伪劣品从市场上清除，让我们的孩子远离电子烟！”
2019年11月9日	特朗普在白宫外接受记者采访时表示，电子烟已成为一个重要行业，而政府正在权衡禁止口味，购买使用年龄和行业从业者的工作情况，同时透露，在美国购买电子烟产品的年龄可能会从18岁提高到21岁。
2019年12月20日	特朗普签署了一项法案，修订了《联邦食品、药品和化妆品法案》，将烟草制品的联邦最低销售年龄从18岁提高到21岁，最低销售年龄适用于所有零售机构和个人。这项法案立即生效，零售商向21岁以下的任何人出售任何烟草产品（包括卷烟、雪茄和电子烟）都是违法的。
2020年1月2日	出台《FDA 最终确定针对未经授权的吸引儿童的口味电子烟（包括水果和薄荷口味）的执法政策》，如果公司在30天内不停止生产、分销和销售未经授权的调味烟弹式电子烟（烟草或薄荷醇除外），将面临FDA的监管执法。

资料来源：两个至上，新京报，蓝洞新消费，FDA，民生证券研究院

➤ 监管若能收紧，利好以思摩尔为代表的头部企业

- 思摩尔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%。

图表：思摩尔国际区域收入



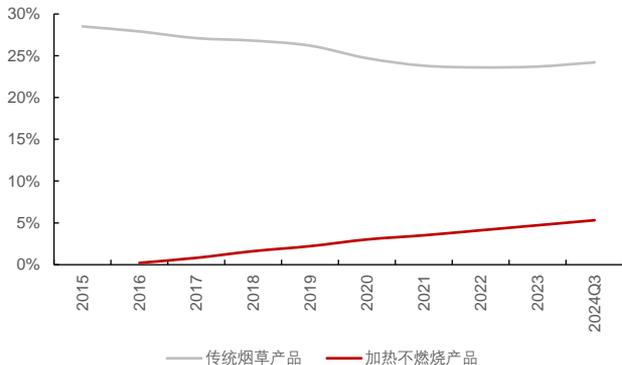
资料来源：思摩尔国际公司公告，民生证券研究院

烟草：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韧性

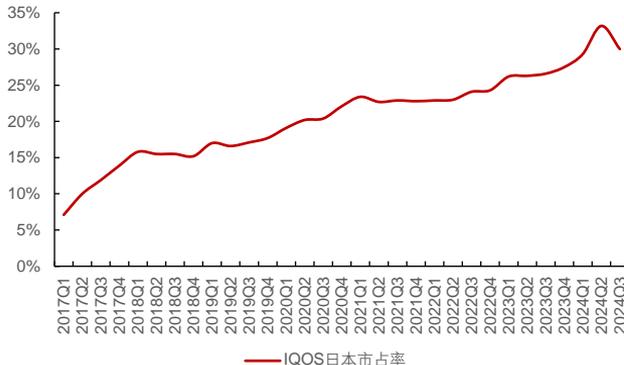
➤ 新型烟草：增速可观，发达国家增长优于发展中国家

- 加热不燃烧进入壁垒高，IQOS引领潮流。** 2024年前三季度，IQOS烟弹出货量达到2,030亿支，同比增长2.9%。就单三季度看，烟弹出货量为353亿支，同比增长8.9%；收入为99.11亿美元，同比增长8.42%；分区域看，IQOS在日本的市场份额达到33.2%，同比增长6.9%；在韩国的市场份额为8.2%，同比增长1.1%。截至2024年6月30日，PMI的无烟产品已在92个市场销售，全球约有3,650万成年人使用PMI的无烟产品。

图表：PMI传统烟草产品及加热不燃烧产品市占率



图表：IQOS产品在日上市占率



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

➤ 新型烟草：增速可观，发达国家增长优于发展中国家

- **BAT发布高端HNB设备glo Hilo，携手思摩尔发力HNB领域。** BAT于10月16日举办资本市场日活动，公司表示计划在2024年底前推出高端加热烟草设备glo Hilo，并预计在2025年进一步扩大其市场覆盖范围。12月4日，据Seekingalpha报道，BAT选择塞尔维亚作为试点正式推出glo Hilo及其高端型号glo Hilo Plus，glo Hilo的重量仅为76克，比上一代轻16克，高端型号glo Hilo Plus则采用两部分设计，总重量仅92克，相较于市场主要竞争对手更加轻便。此外，新设备可提供更浓郁口感，同时延长了使用时间。**BAT正在通过技术改进与设计优化持续提升在HNB领域竞争力。**

图表：BAT新品glo Hilo

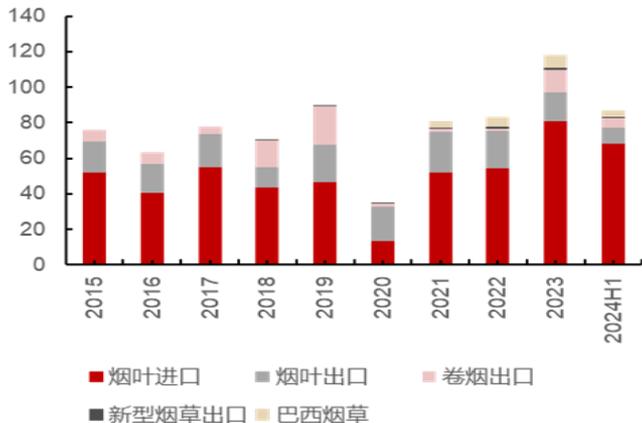


资料来源：两个至上，Seeking Alpha，民生证券研究院

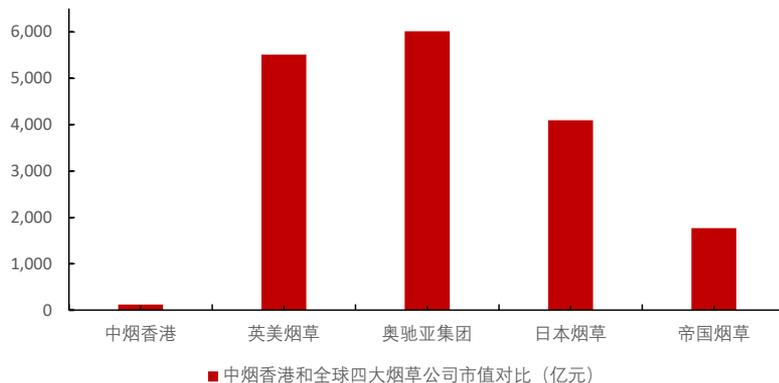
➤ 传统烟草：关注中烟大出海时代

- 中烟香港自2019年在中国香港上市，2019-2023年收入 cagr 7.16%，利润 cagr为 17.1%；收入增长主要靠中烟订单支撑，公司最大客户是中国烟草，占收入比重超过90%是公司核心收入的压舱石；2020年公司收入同比下滑60%，主因公共卫生事件导致供应链中断，供应链出现中断，烟叶出口同降71%；卷烟出口亦受到公共卫生事件影响，同降超过90%；后续随着公共卫生事件逐步好转，公司收入进入成长区间；同时中烟亦逐步把海外资产注入上市公司，2021年中烟香港，根据2023年数据，巴西业务实现收入约7亿元，同比增长41%；中烟香港是基于成本加成，如在烟叶进口业务中，通常采购价格加价约6%再进行转售，确保5%以上的毛利率。目前中烟香港业务主要偏向贸易，不过公司成立的使命是国际竞争力一流的烟草公司，后续或通过内生和外延并进，实现中国烟草有税市场的布局。

图表：中烟香港收入结构柱形图



图表：截至2024年10月中烟香港和全球四大烟草公司市值对比



资料来源：两个至上，中华人民共和国财政部，tokyofoundation，烟草市场，民生证券研究院

➤ 传统烟草：关注中烟大出海时代

烟草进出口的参与公司除了中烟香港外，还包含如天泽烟草、中烟北美等公司。

- 天泽烟草：津巴布韦天泽烟草有限责任公司成立于2005年4月，是在中津两国政府签署的《合作备忘录》基础上成立的，是中国烟草在津巴布韦的全资子公司。一方面伴随津巴布韦烟叶产量扩大（2008年的4.88wt提升至2014年的21.6万吨），另一方面公司自身也在扩张产量，每年通过合同种植和拍卖场采购的烟叶达到3万余吨，按照津巴布韦烟叶单价3.52美元/公斤，预计天泽烟草收入为1亿美元销售额；
- 中烟国际（北美）股份有限公司：设立在北卡罗来纳州（美国的头号烟草生产州，主要生产白肋烟），主要负责在北美地区的烟叶采购、加工、销售以及相关烟草产品的市场拓展业务，根据海关数据，2023年中国从美国进口额为4.59亿美元；
- 中烟国际巴西有限公司：巴西是当今世界烟叶出口第一大国、烟叶生产第二大国，中巴公司位于巴西南部南大河州的驻地；根据海关数据，2023年中国从巴西进口额为4.36亿美元；
- 中烟国际阿根廷有限责任公司。中烟国际阿根廷有限责任公司于2008年成立于阿根廷萨尔塔省，目前福建中烟、云南中烟、江苏中烟各持股20%，中烟国际集团有限公司持股40%。2023年中国从阿根廷进口烟草用品约6250万美元；
- 中烟菲莫国际有限公司：中烟和菲莫国际各持股50%，中国烟草国际有限公司希望能够借助菲莫国际在全球市场的经验和资源，针对有税市场推广和销售中国烟草制品和菲莫国际的产品，通过建立分销网络和合作伙伴关系，确保产品能够覆盖广泛的市场；同时公司负责管理和推广双方的品牌，提升品牌在有税市场的知名度和美誉度；
- 中烟英美烟草国际有限公司：中烟英美烟草国际有限公司于2012年10月在中国香港特别行政区成立，中烟国际集团有限公司持股40%、广东中烟持股10%、英美烟草持股50%。其业务范围包括在全球市场中进行“State Express 555 (SE555)”产品的生产、推广与销售，在特定市场（不包括中国内地市场）中进行“双喜”产品的生产、推广与销售，开发并巩固公司品牌的市场份额；负责“双喜”产品及“State Express 555 (SE555)”产品的持续维护、研发和提升。

➤ 传统烟草：关注中烟大出海时代

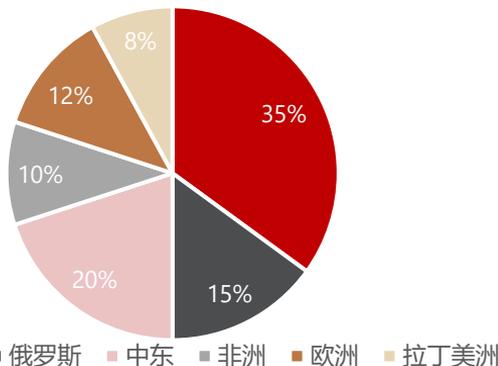
除了中国烟草外，部分地方中烟在海外亦有布局，主要是烟草产能或销售公司，该数据未统计在烟草进出口数据中，整体体量可观。

- 云南中烟：通过云烟国际布局海外业务，全资控股天成（太平洋）有限公司、红塔瑞士有限责任公司。其中，天成公司全资控股深圳市华玉科技发展有限公司，控股云南烟草国际（缅甸）服务有限公司、钓鱼台（中国香港）烟草有限公司、金成烟草有限公司3家境外营销公司；红塔瑞士全资控股红塔瑞士罗马尼亚公司1家境外营销公司。此外，国际公司还参股地平线国际合资有限公司、中烟国际中东公司、中国香港红塔国际烟草有限公司3家境外公司；
- 广东中烟：在柬埔寨设置威尼顿集团，广东中烟持股80%，公司占地约25.3万平方米，员工875人，资产总额7315万美元，年卷烟生产能力75亿支。主要生产和销售吴哥、幸福、利是、椰树、双喜等品牌香烟；在中国澳门设置金叶卷烟厂，广东中烟持股55%，公司厂房占地4980平方米，总资产41,893万港元，年卷烟生产能力30亿支。生产的“双喜”、“MU”、“福临大日子”等品牌卷烟，主要销往中国内地免税、中国香港、中国澳门、中东、非洲、太平洋岛屿地区；
- 重庆中烟：联手缅甸第二特区（佤邦）政府成立缅甸邦康烟厂；根据2006年数据，有年产8万箱的整条制丝线，卷接设备采用国产YJ14 / 23对接机组4台套，包装使用国产YB41硬盒包装机组4台套，YB22—3000型横包机组1台套。年最大生产能力5万箱。

➤ 传统烟草：中烟大出海时代

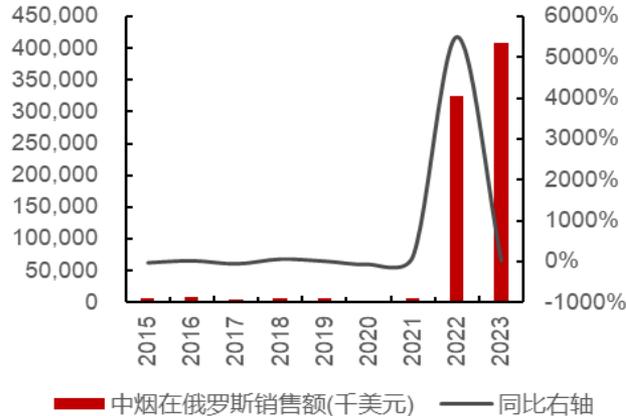
- 新型烟草迭代&地缘政治驱动，中烟进军有税业务成为可能。**
一方面：新型烟草产品推出。全球烟草市场正在向加热不燃烧卷烟等新型烟草制品转型，尤其是在发达市场（如日本、韩国、欧洲等）。中国烟草可以通过加快新型烟草制品的研发和推广，进入这一高速增长的市场。目前各地中烟推出各自HNB产品：如四川中烟推出功夫系列，湖北中烟推出黄鹤楼系列，广东中烟推出双喜系列等；虽然产品相比IQOS等头部品牌存在一些劣势；不过通过更具竞争力的低价策略，如IQOS烟弹在日本定价为500日元，中烟产品定价在450日元；**另一方面：地缘政治助力烟草出海。**伴随全球格局重塑，通过“一带一路”沿线国家的经济合作和投资，特别是在东南亚、中亚、中东和非洲等新兴市场，中烟可以更容易进入这些地区，扩展其烟草市场。且部分国际烟草公司由于所在国家实施的国际制裁或贸易限制，无法顺利进入某些市场。例如，欧美公司在一些受制裁国家或高风险市场的运营受限，而中烟可以利用这些机会进入这些国家，填补市场空白，增加其市场份额。在“一带一路”国家中，如受益于菲莫国际逐步退出在俄罗斯布局，包括1) 暂停了所有当地新增投资，2) 考虑将其在当地资产进行转移或出售，3) 取消当地推广计划，包括加热不燃烧设备IQOS ILUMA。同样受益于全球格局重塑，给与中国烟草更多海外拓展机会。

图表：2023年中烟海外市场主要以东南亚/俄罗斯等区域为主



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：中烟在俄罗斯销售额（柱形/折线图）



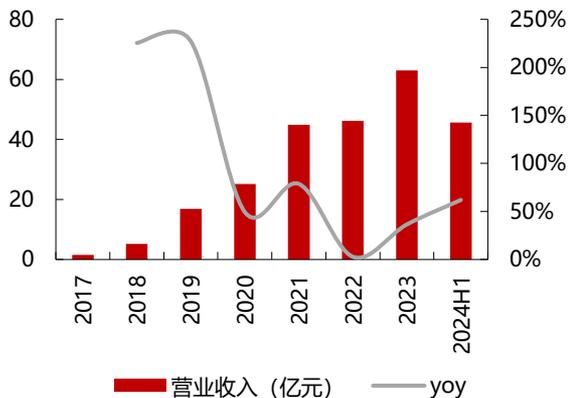
05

潮玩：国内线下渠道转暖，海外业务持续高增

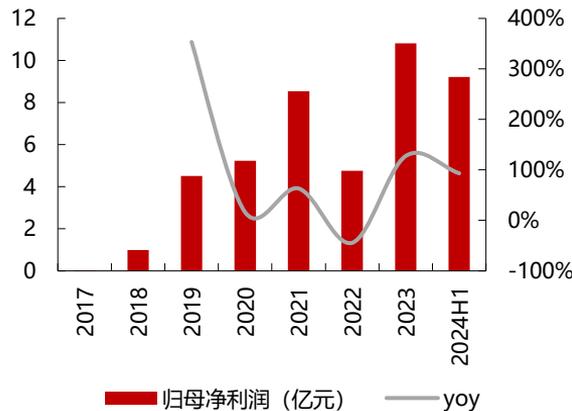
□ 泡泡玛特：持续打造热门IP，为营收提供有力支撑

- **业绩方面**，泡泡玛特2023年实现营业收入/归母净利润63.0/10.8元，同比增长36.5%/127.5%。2024H1公司整体营收同比增长62.0%，其中中国内地营收同比增长31.5%，港澳台及海外营收同比增长259.7%。公司持续从产品维度打造热销款，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%，同增4.1 pcts；头部IP保持强劲增长，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA实现收入7.8/6.3/5.7亿元，同比分别增长90.1%/292.2%/9.2%。
- **IP方面**，2024H1，推出了Nyota、OIPIPI、inosoul等新IP，凭借风格化的设计展现，在上市初就获得了众多粉丝的喜爱。

图表：泡泡玛特2017-2024H1营业收入及同比（右轴）



图表：泡泡玛特2017-2024H1归母净利润及同比（右轴）



图表：泡泡玛特近期上新Nyota、MOKOKO系列



资料来源：Wind，泡泡玛特2024年中报，泡泡玛特官方微信公众号，民生证券研究院

05

潮玩：国内线下渠道转暖，海外业务持续高增

□ 泡泡玛特：海外业务加速拓展，实现第二增长曲线

- 海外线下渠道方面**，2024H1公司港澳台及海外方面线下/线上/批发及其他收入分别为9.5/2.5/1.6亿元，分别同比增长397.3%/335.4%/22.5%。线下渠道中零售店/机器人商店分别实现收入8.9/0.5亿元，同比增长441.5%/109.7%。2024H1公司在泰国曼谷、美国洛杉矶、越南旅游景点巴拿山乐园、英国牛津街多个地标性位置开设了主题店和旗舰店，进一步提升了品牌在欧洲市场的知名度。7月，泡泡玛特在意大利米兰、荷兰阿姆斯特丹首家门店同日开业，均处于黄金商圈，两店开业的人气火爆超出预料。
- 海外线上渠道方面**，2024H1线上渠道中Shopee/Lazada/泡泡玛特官网/其他收入分别为0.5/0.5/0.7/0.9亿元，分别同比增长205.2%/387.9%/465.5%/327.3%，主要受益于公司不断开拓新的线上平台，扩展更多的国家及地区，同时优化营销资源配置，增加了对销售转化率更高平台的宣传推广。

图表：泡泡玛特荷兰首店开业



图表：泡泡玛特意大利首店开业



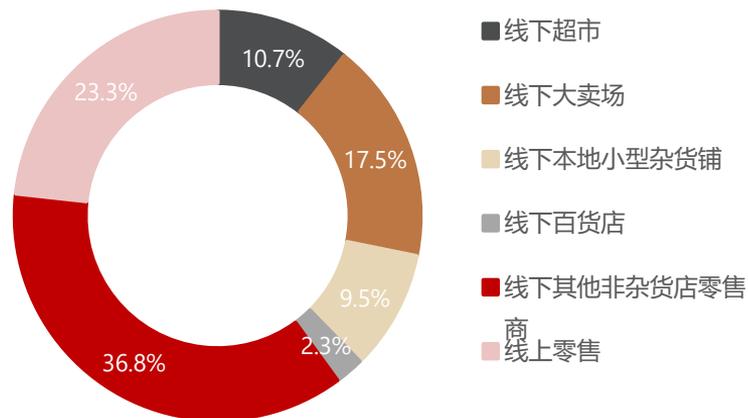
资料来源：泡泡玛特2024年中报，消费日报，民生证券研究院

05

文具：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10月文化办公用品社零同比上涨18%，进入上涨区间。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（%）

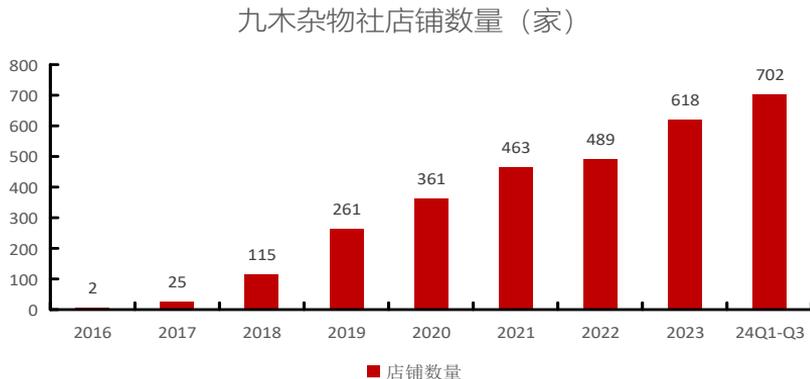
图表：2023年中国书写工具销售渠道占比


资料来源：Euromonitor, ifind, 民生证券研究院

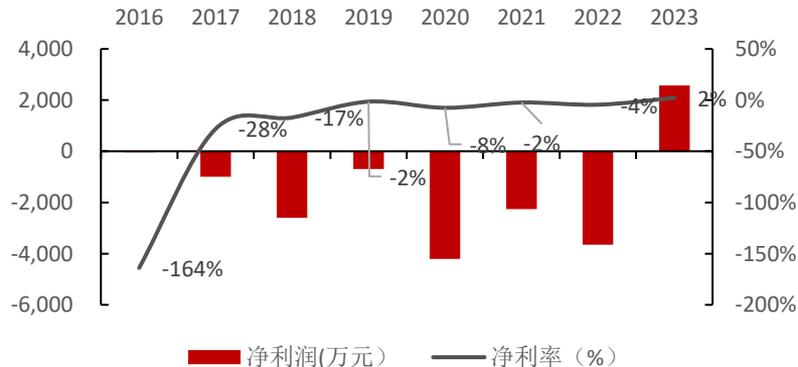
05 文具：零售大店业务模式跑通，九木实现正向盈利

- 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24Q3九木杂物社共拥有702家店铺，Q1-Q3共展店84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



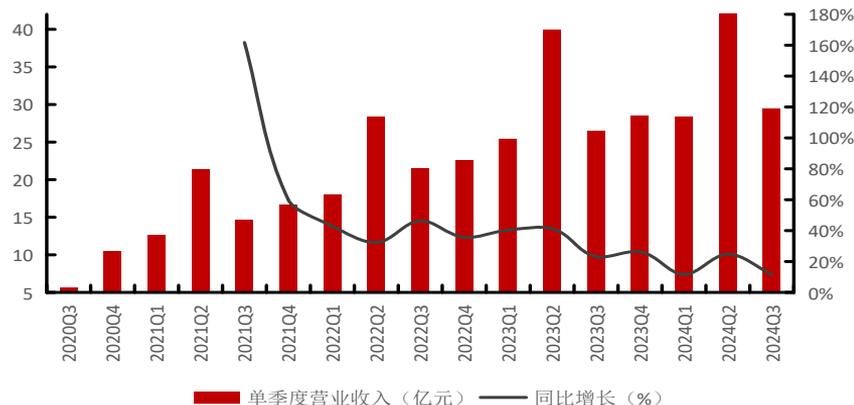
资料来源：晨光股份公司公告，ifind，民生证券研究院

05 文具：办公集采整体保持增长趋势，渗透率仍有提升空间

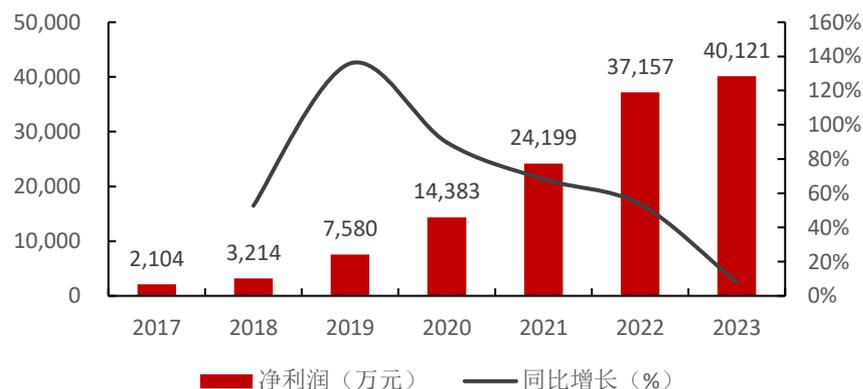
➤ 办公集采增长趋势稳定，渗透率仍有提升空间

- 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，2023年我国办公用品市场规模达到2.33万亿元，同比增长5.1%；MRO工业品2023年采购额8.9万亿元，同比下降1.99%；2023年我国数字化采购渗透率较2022年的8.26%上升至9.8%，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

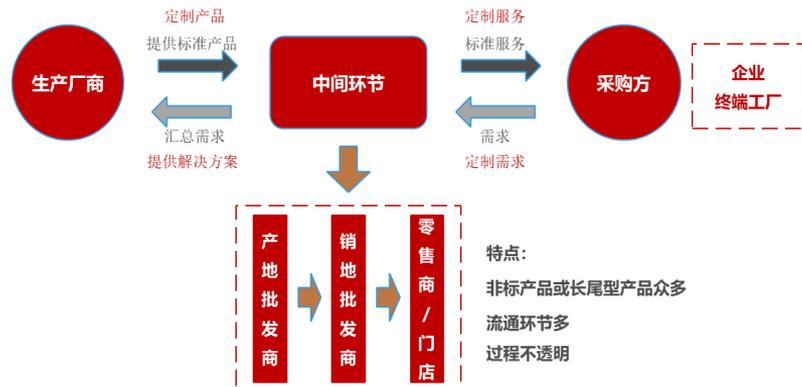


资料来源：wind，艾媒咨询，亿邦智库，民生证券研究院

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



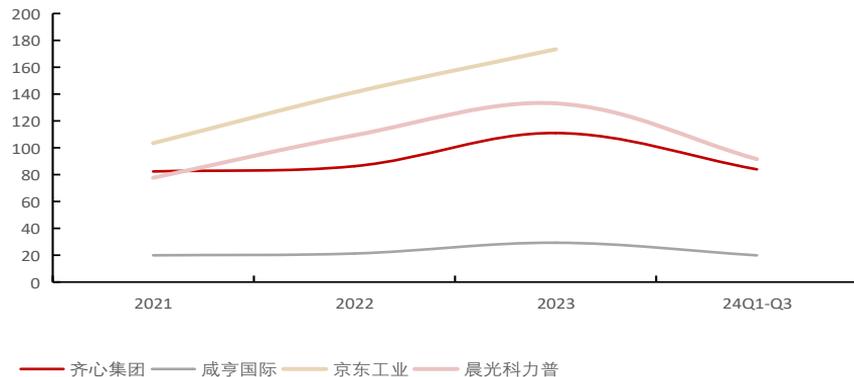
资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院；注：红色字体为非标品MRO额外服务

05

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-Q3齐心集团/咸亨国际/晨光科力普分别实现营收83.96/19.89/91.57亿元，同比分别变化8.2%/18.82%/10.07%，**咸亨国际自2022年采取“四大军团”策略拓展新行业，实现收入的快速增长。**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）



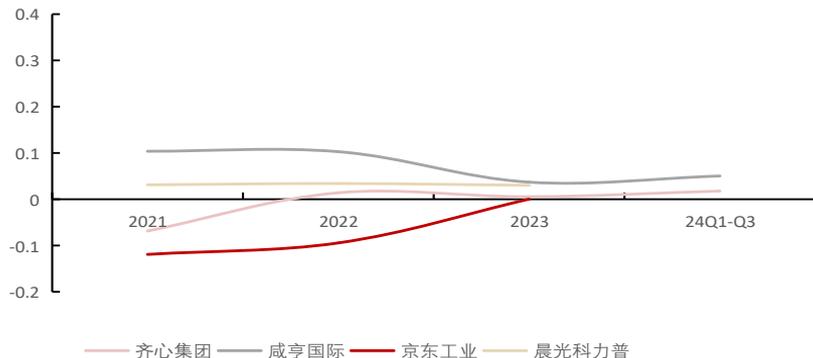
资料来源：wind，民生证券研究院

05

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-Q3齐心集团/咸亨国际净利率分别1.77%/5.03%，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



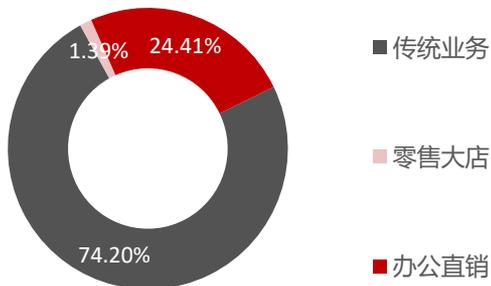
资料来源：wind，民生证券研究院

文具投资建议：龙头盈利持续抬升

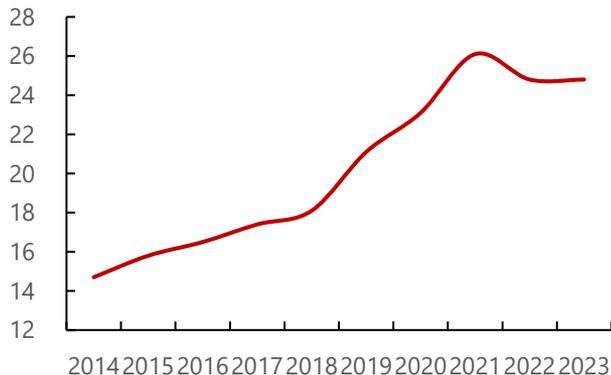
➤ 晨光股份：传统业务护城河深厚，高端化进程现转机

- 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-Q3晨光股份营收分别同比增加16.8%/7.91%至233.51/171.14亿元。24Q1-Q3齐心集团营收同比增加8.2%至83.96亿元。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。**

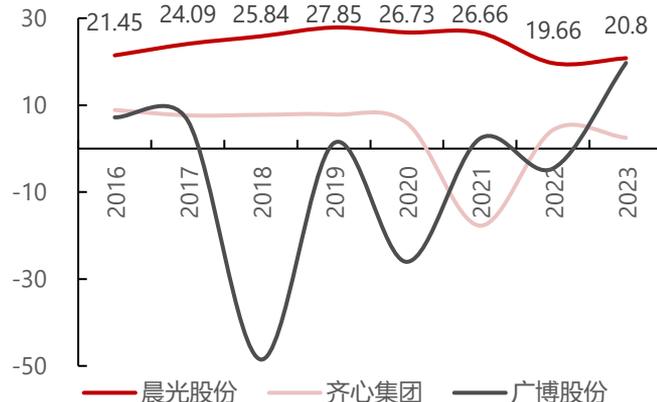
图表：晨光各业务净利润占比（截至2023）



图表：晨光书写工具市场份额（截至23年，%）



图表：文具企业ROE (%)



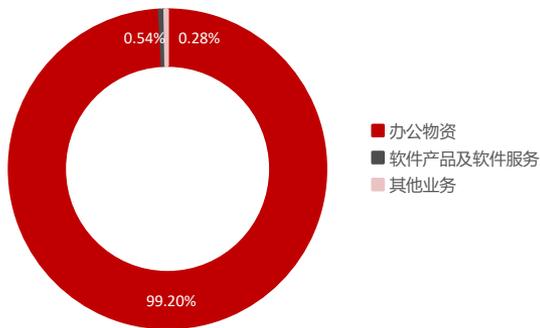
资料来源：公司公告，wind，Euromonitor，民生证券研究院

文具投资建议：龙头盈利有望抬升

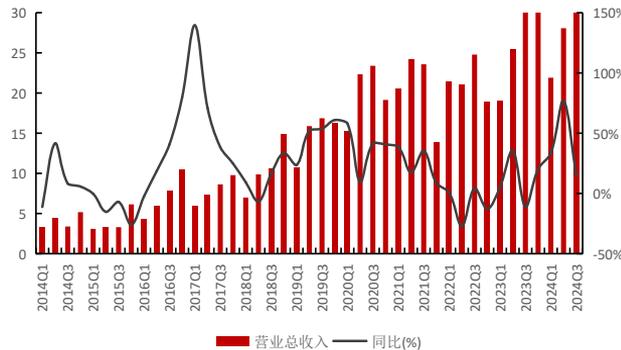
➤ 齐心集团：主动调整业务结构，持续深耕办公物资业务

- 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%；24H1收入同增12.22%，其中B2B业务收入为49.70亿元。24H1云服务收入为0.27亿元，主因业务重心调整，公司主动减少投入。24Q1-Q3收入同增8.2%，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24Q1-Q3归母净利润/扣非净利润1.59/1.57亿元，同比分别增加6.89%/7.38%。

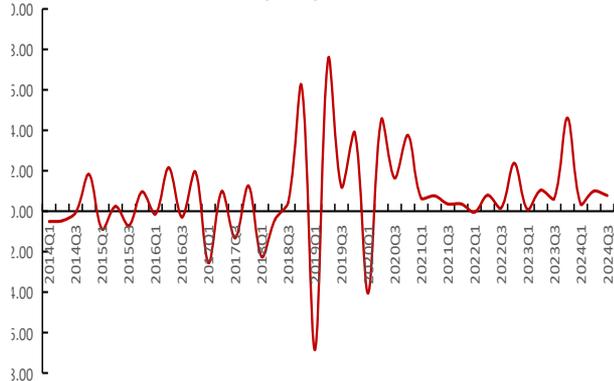
图表：齐心集团各业务营收占比（截至23H1）



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）



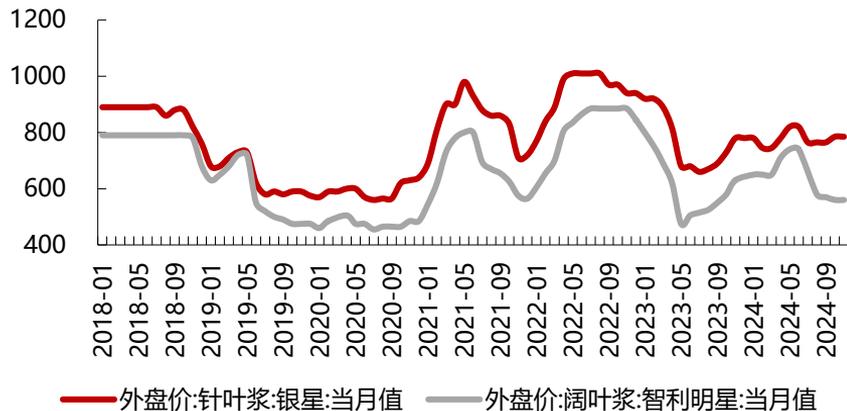
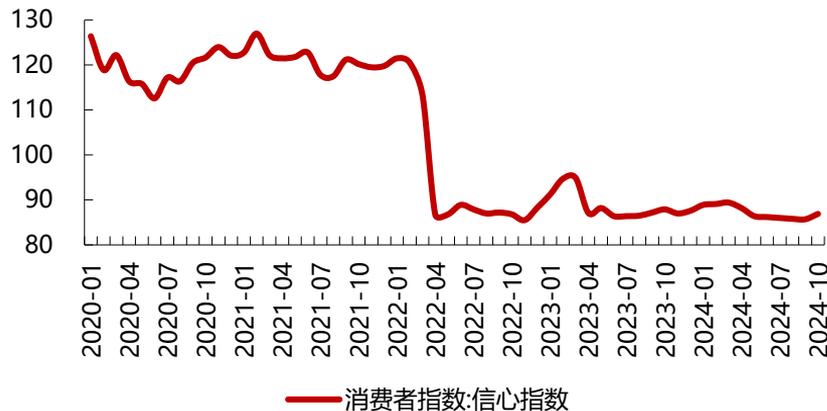
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

05

个护：生活用纸成本下降，百亚股份业绩亮眼

生活用纸：成本下降盈利回暖，终端需求回暖

- 成本端：**2023年9月起浆价触底反弹，至24年6月针叶浆价格为820美元/吨，较23年7月最低点上涨24.2%；阔叶浆价格为740美元/吨，较23年5月最低点上涨55.8%；近期浆价有所回落，24年11月针叶浆/阔叶浆价格分别为785/560美元/吨。考虑到2025年APP将持续投放至少140万吨产能我们认为阔叶浆价将持续保持低位。
- 需求：**2024年10月我国消费信心指数86.9，环比提升1.2pct，我们看好后续伴随相关政策出台，消费信心有所回暖。

图表：木浆价格（单位：美元/吨）

图表：我国消费者信心指数


资料来源：ifind，民生证券研究院

05

个护：生活用纸成本下降，百亚股份业绩亮眼

□ 卫生用品：自主品牌建设进度分化，百亚股份业绩表现亮眼

➢ 从24年前三季度看，主要卫生用品公司中百亚股份表现亮眼

- 百亚股份**：24Q1-Q3营收同比增长57.5%，归母净利润同比增长30.8%。**盈利能力方面**，公司持续优化产品结构，高端系列产品收入占比持续增加，同时带动了公司毛利率提升（24Q1-Q3综合毛利率和自由点产品毛利率较去年同期分别增加5.9%和4.1%）。**分渠道看**，公司有序拓展全国市场，核心区域以外省份的营收同比增长73.8%；公司加快电商渠道建设，电商渠道营收同比增长140.1%。**公司归母净利润率有所下滑**，主要由于公司继续加强品牌建设投入，24Q1-Q3销售费用同比增长112.1%。
- 可靠股份**：业绩承压，主要由于公司大力发展自主品牌，仍处于投入阶段。
- 豪悦护理**：业绩承压，主要由于：1) 原材料价格下降调低销售单价；2) 公司加大自有品牌产品推广，销售费用增加。

图表：主要卫生用品公司业绩情况

公司名称	2024Q3营收 (亿元)	同比增速	2024Q1-Q3累计营收 (亿元)	同比增速
百亚股份	7.93	50.64%	23.25	57.51%
可靠股份	2.68	9.86%	7.89	-2.19%
豪悦护理	7.28	1.45%	20.41	-1.62%

公司名称	2024Q3 归母净利润 (亿元)	同比增速	2024Q3 归母净利润率	同比变化	2024Q1-Q3度累计 归母净利润 (亿元)	同比增速	2024Q1-Q3 归母净利润率	同比变化
百亚股份	0.59	16.10%	7.42%	-2.21%	2.39	30.77%	10.26%	-2.10%
可靠股份	-0.01	转亏	-0.43%	-2.60%	0.22	-18.87%	2.80%	-0.57%
豪悦护理	1.00	-9.05%	13.79%	-1.59%	2.94	-5.06%	14.43%	-0.52%

资料来源：Wind，民生证券研究院

- **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。**
- **新型烟草**：雾化产品面临劣币驱逐良币的问题，后续政策监管收紧是关键，我们观察到欧洲《烟草制品指令》（TPD）将在2025年进行修订，美国FDA加紧对电子烟监管，预计合规产品占比提升可期；加热不燃烧产品关注Hilo销售，若销售良好思摩尔存在巨大弹性，且新的更开放的技术路径成功将加速HNB全球渗透，对于国内市场放开亦有帮助；重点关注思摩尔和中国波顿；**传统烟草**：关注中烟香港全球化进程。中烟香港作为中烟海外资产整合平台，目前正在经历从烟叶贸易商往烟叶生产&卷烟生产过渡阶段，在中烟规范化经营背景下或加速推进资产注入进程，母公司的支持构成公司稳定的现金奶牛；从远期来看，伴随国内传统烟草红利渐进尾声，中烟香港承载中烟海外业务的重任，在全球新格局/新产品背景下，中烟香港或通过并购产能/渠道/品牌等资产，加速切入海外卷烟销售的有税市场。
- **我国潮玩市场处于高速发展阶段，潮玩给予消费者观赏、互动等情绪价值，同时拥有一定的社交、收藏价值；我们认为拥有IP运营能力，拥有自主渠道的产业参与方或受益。**推荐潮玩龙头泡泡玛特，公司聚集IP运营及孵化，IP认可度在全球范围提升；公司产品形态不断拓展，侧重消费者互动的毛绒玩具、侧重收藏的Mega大娃（艺术玩具）24H1收入分别同增994%/142%。推荐文具龙头晨光股份，公司通过文创、潮玩等新业务实现产品升级，聚焦“情绪价值”进行品牌推广；潮玩文创子公司“奇止好玩”已与原神等热门IP合作并推出“谷子”等潮玩产品，我们认为改业务有望借力晨光自有供应链、渠道实现较快增长。

06. 风险提示

- 1) 宏观经济复苏不及预期的风险。宏观经济复苏趋缓居民消费更为谨慎，整体消费信心复苏不及预期导致顺周期行业皆受影响。
- 2) 行业竞争加剧的风险。新投产能释放，行业竞争进一步加剧，整体供需失衡的情况下企业利润进一步压缩。
- 3) 房地产复苏不及预期的风险。若房地产行业复苏不及预期，将会影响下游家居产品的销售。
- 4) 欧美消费不及预期的风险。外销企业业绩或承压，同时会导致行业内部竞争加剧，进一步挤压企业利润；同时不排除海运费及汇率大幅波动导致跨境企业利润短期波动。
- 5) 自然灾害引起浆产能下降，导致纸浆价格升高的风险。若纸价无法良好传导浆价上行的影响，整体成本提升的背景下或引起纸企利润下降。
- 6) 原材料价格季节性提升的风险。由于包装企业季度调价机制，导致包装企业无法通过迅速提价平衡原材料价格提升带来的影响，短期企业利润或受到冲击。
- 7) 居民消费意愿不及预期的风险。或引发居民消费热情下降，导致消费类轻工企业收入持续下降。

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：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

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。