



行业底部向上，看好顺周期弹性

—— 轻工行业 2025 年年度策略报告

首席分析师：陈柏儒 分析师：刘立思 研究助理：韩勉

行业底部向上，看好顺周期弹性

——轻工行业 2025 年年度策略报告

2024 年 12 月 26 日

核心观点

- **行业回顾：**家居、造纸前期受内需疲软影响持续趋弱，而家居在地产政策和国补折扣的催化下景气度持续修复，造纸 24Q4 受供应减量及旺季需求改善驱动而回暖。包装下游需求整体表现平稳，头部公司业绩韧性较强。轻工出口龙头业务加快扩张，跨境电商布局实现快速成长。
- **行业展望：**中央表态积极有力，未来有望持续出台政策提振经济及内需。我们看好未来政策出台及落地对需求的支持作用，家居消费料将直接受益，而造纸、包装亦将受益于下游复苏。出口龙头业务成长性突出，海外产能有望对冲未来关税影响，并获取成本优势实现份额增长。
- **家居：需求短期修复确定性高。**家居需求在地产政策和国补折扣催化下明显回暖，预计 2025 年国补政策将持续，且条件有望进一步放开，带动需求改善。同时，国补有望带动格局集中，当前龙头估值处于低位，**建议关注：**欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居、顾家家居、慕思股份、喜临门、公牛集团。
- **包装：竞争格局有望持续优化。**24 年下游需求平稳，龙头业绩呈现韧性。包装行业格局分散，存量市场广阔，龙头市占率提升潜力巨大。此外，各细分领域存在政策/下游行业利好因素带来的增量空间，纸包装受益于国补和出海，金属包装受益于下游罐化率提升。**建议关注：**裕同科技、奥瑞金、上海艾录。
- **造纸：短期底部有所回暖，静待未来顺周期向上。**供需整体压力较大，Q4 浆纸系成品纸供应减量，废纸系旺季需求回暖，行业景气度底部回升。部分纸种整体供过于求，供给端存在一定压力。未来若政策发力带动内需改善，造纸行业有望开启新一轮上升周期。**建议关注：**太阳纸业、仙鹤股份、华旺科技。
- **轻工出口：业务加快扩张，龙头产能布局领先。**龙头营收普遍快速增长，布局跨境电商获取增量空间，部分企业利润短期受海运费上涨影响。同时，龙头前瞻布局海外产能，将助力消化未来关税影响，并实现明显成本优势，提升市场份额。**建议关注：**匠心家居、致欧科技、嘉益股份、永艺股份、乐歌股份。
- **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。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603195.SH	公牛集团	3.43	3.67	4.10	21.25	19.86	17.78	推荐
603833.SH	欧派家居	4.38	4.55	5.03	17.12	16.48	14.91	推荐
603816.SH	顾家家居	2.43	2.51	2.72	12.12	11.74	10.83	推荐
301062.SZ	上海艾录	0.28	0.37	0.55	48.93	37.03	24.91	推荐
002078.SZ	太阳纸业	1.15	1.31	1.49	12.62	11.11	9.73	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

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

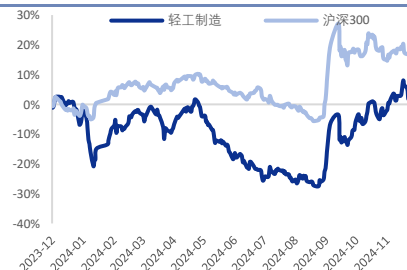
研究助理：韩勉

☎：010-8092-7653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-12-25



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河轻工】行业深度_轻工行业_2024 年中期策略：细分领域存在亮点，低估龙头价值凸显
2. 【银河轻工】行业深度_轻工行业_2024 年年度策略：政策支持需求复苏，大家居布局驱动未来成长
3. 【银河轻工】中期策略_轻工行业_基本面底部向上，把握龙头价值低估

目录

Catalog

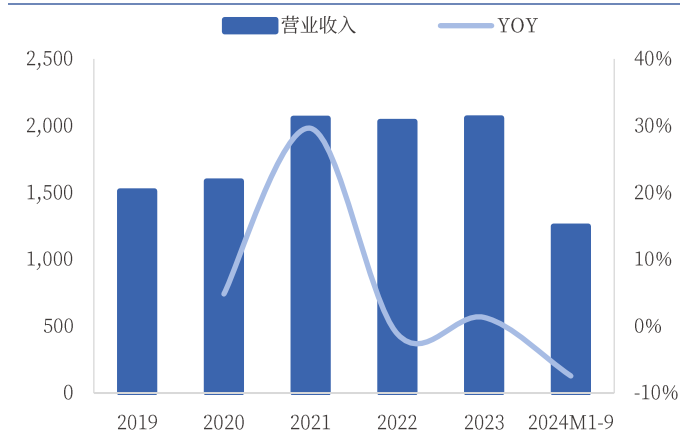
一、 家居：需求短期修复确定性较高	4
（一） 回顾：下游需求受损，业绩短期承压	4
（二） 地产端“止跌回稳”，助力行业需求回暖	5
（三） 国补持续加码，下游需求短期催化效果明显	7
（四） 龙头马太效应凸显，建议关注优质个股α	13
二、 包装：竞争格局有望持续优化	16
（一） 回顾：下游需求平稳，原料成本回落至合理区间	16
（二） 纸包装展望：需求逐步修复，带动行业持续扩容	18
（三） 金属包装展望：罐化率提升驱动稳定增长，行业整合持续推进	27
三、 造纸：短期底部有所回暖，静待未来顺周期向上	30
（一） 浆纸系：前期价格持续下行，供给减量提振市场信心	30
（二） 特种纸：全球市场稳步增长，龙头加快产能扩张	37
（三） 废纸系：Q4旺季需求实现改善，看好未来促消费进一步发力	39
四、 轻工出口：业务加快扩张，龙头产能布局领先	44
（一） 回顾：轻工出口龙头营收快速增长，盈利受海运费上涨影响	44
（二） 展望：轻工龙头前瞻布局海外产能，优势突出看好份额提升	47
五、 投资建议	50
（一） 机构持仓数据：Q3 机构持仓位于低位	50
（二） 行业收益率及估值：估值具备上涨空间	51
（三） 重点公司盈利预测及估值	52
六、 风险提示	54

一、家居：需求短期修复确定性较高

（一）回顾：下游需求受损，业绩短期承压

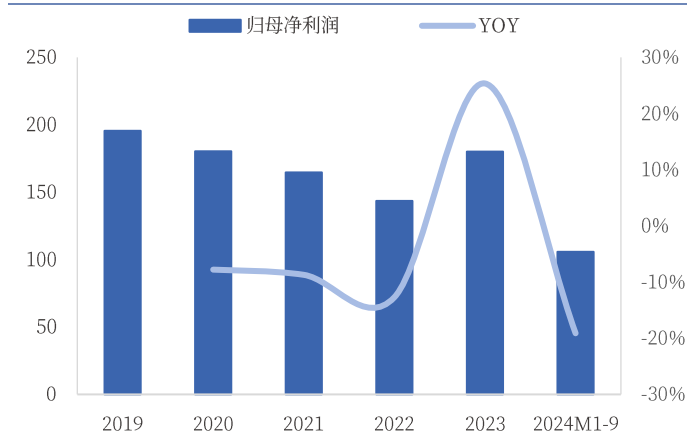
2024 年下游需求持续疲软，Q3 为需求低点。2024 年前三季度，家居行业需求整体承压，家居板块 2024 年前 9 月实现营业收入 1248.4 亿元，同比-7.4%；归母净利润 105.7 亿元，同比-19.1%。地产下行压力下行业需求持续疲软，使得上市公司营收与利润表现同步承压，而该矛盾在 24Q3 表现最为突出，在收入承压情况下，上市公司费用转化效率较低，导致期间费用上升，盈利能力承压。

图1：家居行业营业收入（亿元）



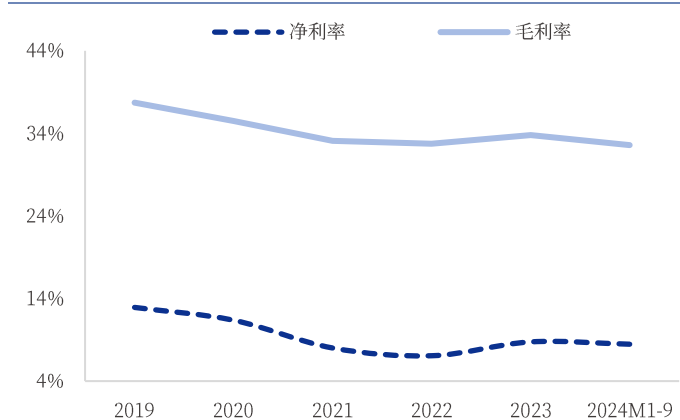
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：家居行业归母净利润（亿元）



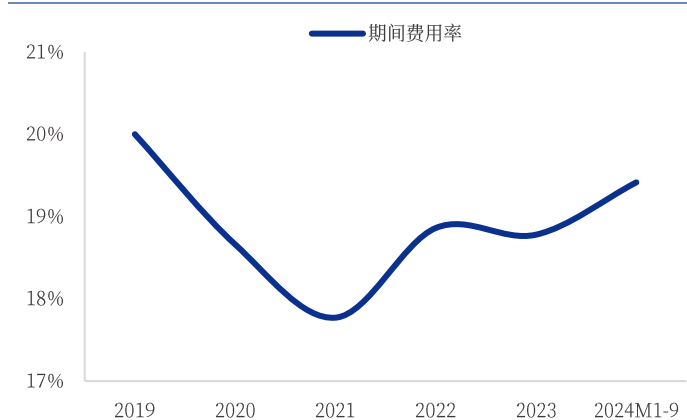
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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

上市公司 Q3 业绩整体承压，软体略优于定制。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。其中欧派家居与索菲亚净利润跌幅低于营业收入跌幅，在市场下行压力下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 。

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

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。

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

（二）地产端“止跌回稳”，助力行业需求回暖

2024Q3 起，在国家政策扶持下，地产端跌幅呈逐步收窄趋势。尽管地产政策对家居行业下游需求的传导效果和传导所需时间仍需观察，但我们预期 2025 年下游需求修复情况较 2024 年应有所好转。

2024 年 9 月 26 日政治局会议明确提出促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。

图5：2024 年我国地产政策梳理

2024年4月30日 政治局会议

继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作保障购房人合法权益。要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。

2024年7月30日政治局会议

要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。

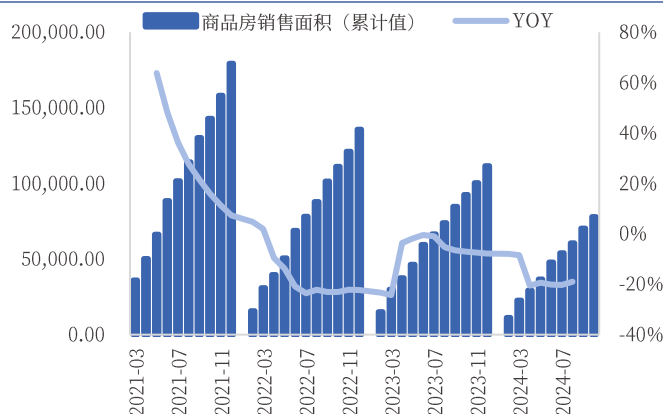
2024年9月26日政治局会议

要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。

资料来源：政府官网，中国银河证券研究院

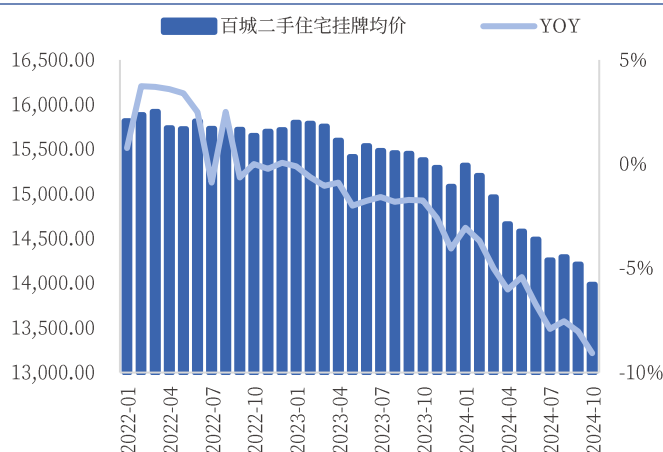
从当前政策成效看，10月以来，我国新房和二手房交易市场都显现出明显回暖趋势，**新房市场**：销售面积累计值和销售额累计值跌幅都有所收窄，看房量、到访量、签约量明显增加；**二手房市场**：交易量有所提高，市场活跃度上升，二手房交易价格环比有所提升。

图6：我国商品房销售面积累计值及同比变动（万平方米）



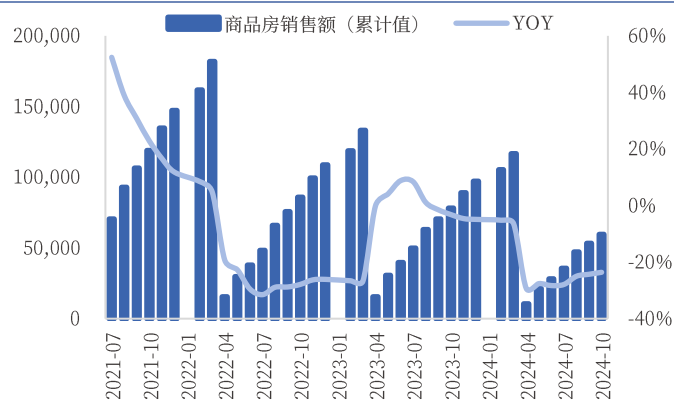
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：我国百城二手住房挂牌均价及同比变动（元/平方米）



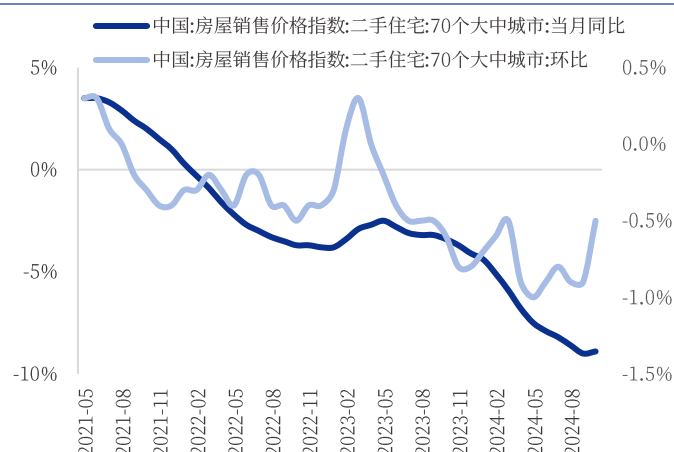
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：我国商品房销售额累计值及同比变动（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：二手住宅销售价格同比及环比变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

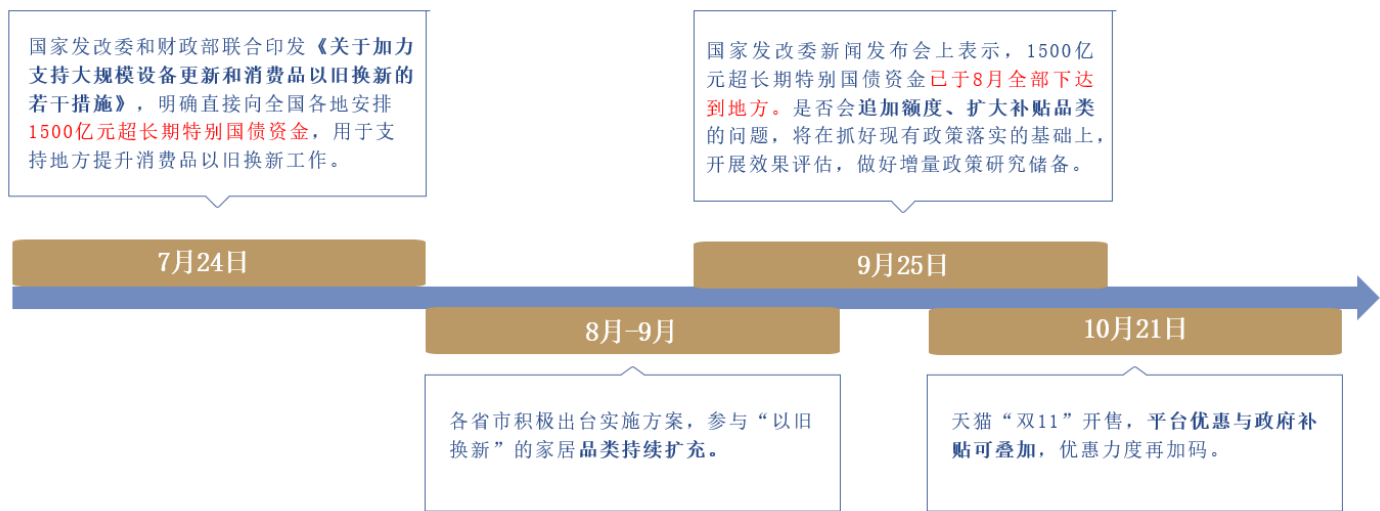
存量市场重要性持续显现。当前我国家居客户结构仍以新房为主，但在一线、二线发达城市，存量房需求已显著提升。根据贝壳调研数据，2023 年有装修需求的消费者中，装修房屋类型二手房与

新房比例约为 6:4，且城市层级越高对应二手房装修占比越高。存量房作为行业的新流量，将推动行业进入分化期。局改、适老化改造、儿童房改造等细分市场机遇广阔，提前对存量市场进行布局的公司将具备先发优势。

（三）国补持续加码，下游需求短期催化效果明显

消费品以旧换新政策持续加码。8-9 月，全国近 30 个省市针对发改委消费品以旧换新相关政策陆续出台相应的指导方案，各地家居以旧换新政策稳步推进。

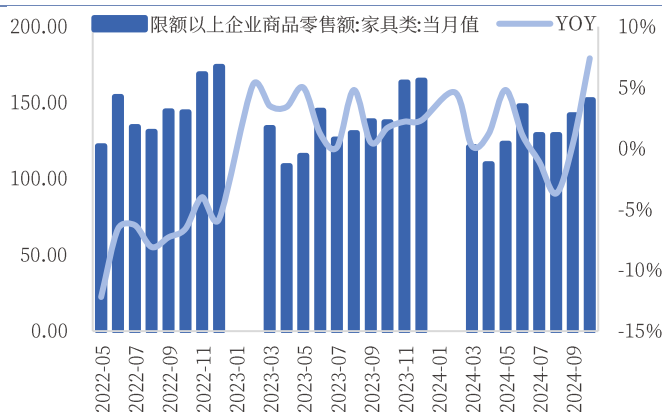
图10：家居以旧换新政策历程图



资料来源：国家发改委，各地人民政府，中国银河证券研究院

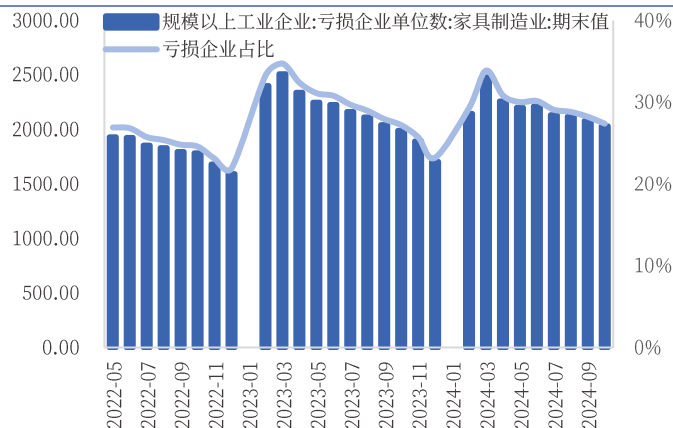
国补拉动家居下游需求回暖。各地区家居行业国补比例平均在销售额的 15%-20%，叠加上市公司补贴和平台优惠，整体折扣率可以达到 30%以上。国补力度较大，下游消费需求有明显好转迹象。2024 年 9、10 月我国限额以上家居企业零售额同比+0.4%、+7.4%，家居制造企业亏损面进一步缩窄，建材家居景气度亦有所回升。据人民网，在以旧换新和双十一的双重拉动下，从开票角度看，2024 年 1-11 月家具零售业销售收入同比+16.8%，显著高于零售业整体增速（同比+4.5%），其中单 11 月同比+36%。

图11：限额以上企业商品零售额:家具类:当月值（亿元）



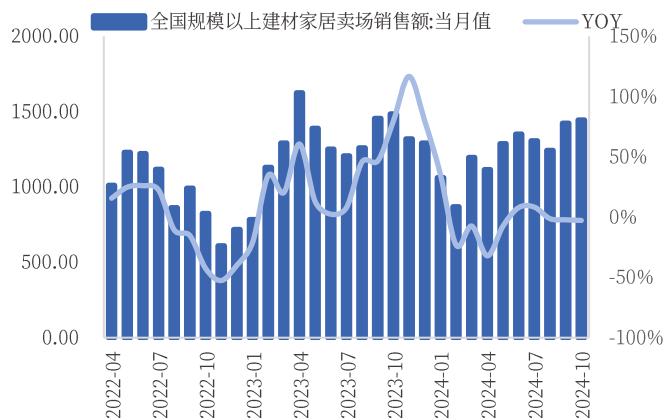
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：家居制造行业亏损企业数量及占比（个）



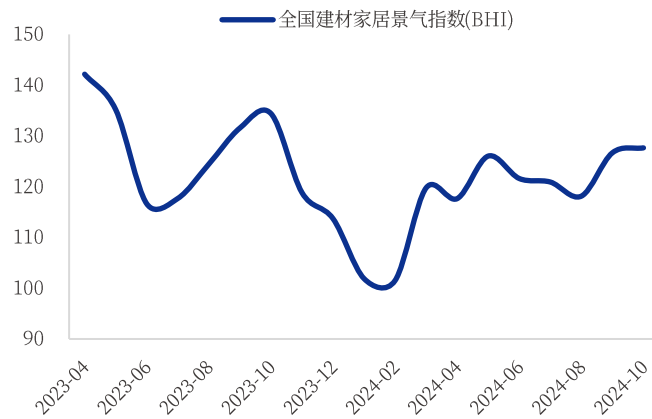
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13: 全国规模以上建材家居卖场销售额:累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全国建材家居景气指数(BHI) (2010年3月=100)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1.各地区政策：品类范围持续扩大，额度使用速度超预期

2024年9-10月，我国各省份均出台相应国补政策，从趋势上来看，以旧换新覆盖的地区、可参与补贴的品类等都呈现持续扩大趋势。

1) 补贴金额上：各地区比较一致，基本均为补贴销售额的15%-20%，部分地区单人单户最高可补贴2-3万元；

2) 补贴品类上：大多数地区包含成品及定制家具、智能家居及适老化改造产品，广东、浙江等区域额外包含家装品类。当前看，广东、海南、浙江、湖南、湖北等地区涵盖品类相对齐全。从消费品以旧换新品类自家电向家居陆续扩充的边际变化来看，我们认为未来参与补贴的品类将继续扩充。

3) 在消费者参与资质上，大多数区域补贴仅限本地消费者使用，广东地区家具补贴、湖北区域厨卫产品补贴可以全国范围内使用。**在参与流程上，**大多为消费者自行在当地消费平台上自行申领，获得补贴资格后通过云闪付支付完成相应优惠抵减，补贴资金由企业垫付，后续统一由政府核实报销。

4) 在商家参与资质上，一方面，大多数地区对企业设置税收门槛，需为年销售额超过500万元的纳税统一企业，同时在运营能力、企业经营合规性上设有一定限制。

从资金使用情况来看，由于消费者参与热情较高，各地区额度使用速度均较快，部分地区2024年国补已提前结束。预计明年国补政策延续可能性较大，且补贴品类和参与商户资质方面有望进一步放宽。

表3: 部分地区以旧换新政策汇总

品类	消费者参与资质及方式	商家参与资质及方式	补贴资金使用情况及额度规划
华南			
广东			
4月《消费品以旧换新行动方案》主要针对汽车、家电品类。			
8月《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》扩大范围至旧房装修和厨卫、居家适老化改造等家居品类。			
9.29《广州家装厨卫以旧换新细则》			
首批家装家具(含成品、定制、建材)20类、智能家居17类、适老化6类;10月新增10个智能家居品类,目前活动补贴品类达53种	消费支付立减(商家垫付),家具30+品类全国可用	具备与全国核验系统和各活动平台进行端口对接和协调的能力,能够在规定时间内完成技术对接和联调测试。	当前额度使用较快,不排除未来政府可能会追加补贴额度或从其他领域调配未使用额度。
海南			

8.30 《2024 年海南省加力支持家电以旧换新实施细则》			
全屋智能产品、成品及定制家具等 16 类家装家居及适老化产品	支付时实现抵扣补贴 (商家垫付)	1、注册地在海南 2、2023 年 销售额达到 500 万元 (或者 2024 年上半年销售额达到 250 万元) 3、已向市场监管部门备案为放心消费承诺单位且 经营面积超过 10000 平方米或经营品牌(门店)超过 50 家。	10 月 1 日至 6 日, 共有 2759 人享受家居家装补贴, 补贴金额 701 万元, 直接拉动家居家装消费 4882 万元, 日均销售额 813.67 万元, 比 9 月日均增长 210%。
华东			
浙江			
1、9.19-10.30: 9.12 《杭州市旧房装修、厨卫改造所用物品材料购置补贴实施细则》 2、8.31-12.31 以旧换新补贴			
家装家具(含定制、建材、卫浴)、智能家居、适老化	消费者申请补贴(消费者垫付), 限浙江收货地址		旧房装修、厨卫改造所用物品材料购置补贴 资金已超过预定资金额度。 截至 10 月 5 日, 浙江全省累计使用消费品以旧换新领域资金达到 41.07 亿元, 专项资金的使用进度为 49.7% 。截至 10 月 29 日, 累计使用国债专项资金 64.26 亿元, 补贴政策直接带动消费超 660 亿元。
上海			
9.2 《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》			
上海自选 52 类 家电家居, 包含家装家具(含成品 6 类、卫浴建材 16 类)、适老化 15 类	收货地址限制上海, 限定云闪付支付, 即可享受补贴(商家垫付)	可通过家居卖场统一参与	促消费补贴专项资金达 40 亿元
西南			
四川			
蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券活动			
旧房装修/厨卫改造品类、智能家居、适老化改造品类	消费券(商家垫付), 仅 限四川 IP 使用	对参与企业没有设置税收和进入门槛 , 全省前后三批共遴选销售企业 5637 家, 涵盖线上线下、城区乡镇。支持京东、苏宁易购、淘天、唯品会等线上平台参与。	四川省将投入 3 亿元用于发放“蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券, 截至 10 月 29 日前两轮消费券共投入财政资金 2.4 亿元 , 已核销 2.26 亿元, 核销率 94.07%, 拉动消费 10.52 亿元。
西北			
陕西			
9.10 《陕西省加力支持消费品以旧换新实施方案》			
智能家居产品 4 类, 家具、卫浴, 旧房装修和居家适老化改造产品 5 类, 厨卫局部改造产品 5 类, 共 16 类	领券立减, 收货地址应在陕西省境内 (商家垫付)	销售企业负责在支付宝平台提交家电补贴申请信息, 经第三方机构对消费者订单、支付发票、收货地等相关信息审核后, 向销售企业账户拨付补贴资金。	截至 10 月末已核销消费品补贴资金 12.33 亿元 , 带动消费 119.7 亿元
华中			
河南			
9.10 《加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》			
智能家居品类, 旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造等品类	云闪付(商家垫付)		其中绿色家电、智能厨卫家居以旧换新活动共统筹安排资金 2 亿元 , 当资金使用完毕时, 活动将提前结束。

湖北			
4.19《湖北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》主要针对厨卫家装品类。			
6.3《湖北省绿色智能家电家居以旧换新实施细则》增加智能家居品类。			
10.23 品类进一步扩充			
10月23日，厨卫“焕新”补贴产品范围扩大至51类，家装产品增加23类，家装产品补贴上限提升至20000元。	厨卫产品全国可用	企业自行向政府申报	2024年6月8日至12月31日，全省安排3.5亿元补贴，其中家电以旧换新补贴3亿元，回收废旧家电补贴0.5亿元
华北			
北京			
7.9《积极推进家装以旧换新工作方案》			
11.1《北京市家具以旧换新试点实施办法》			
适老化产品和部分家具品类	京通领取资格，支付前核实可享受立减（商家垫付）	在京注册且年主营业务销售额500万元以上的纳统企业。	以旧换新资金30亿元

资料来源：国家发改委，各地人民政府，中国银河证券研究院

从目前各地区披露数据来看，政府针对家居品类以旧换新投入补贴金额大约占消费品补贴总额的3%-5%。根据15%-20%的补贴力度，理论上补贴对拉动消费的杠杆系数应在5-7倍，根据测算，家居行业实际杠杆系数在4-6倍，应略低于家电和汽车板块，主要因家居消费单笔客单值更高，使用周期更长，消费意愿受下行周期影响更大，因此拉动作用略弱。

以1500亿元以旧换新补贴资金测算，全国用于家居行业以旧换新的补贴资金在45-75亿元，以杠杆系数5测算，预计将拉动家居消费225-375亿元，占2023年家具社会零售额的15%-25%。

表4：各地家居补贴资金占比及以旧换新对消费的拉动作用测算

海南（10.1-10.6）						
	参与人数（万人）	补贴金额（万元）	拉动消费（万元）	杠杆系数	人均补贴（元/人）	人均消费（元/人）
家居	0.3	701	4882	6.96	2541	17695
家电	1.4	1559	8165	5.24	1114	5832
汽车		26660				
家居补贴金额占比：2.4%						
四川（截至 10.29）						
	销售件数（万件）	补贴金额（亿元）	拉动消费（亿元）	杠杆系数		
家居		2.4	10.52	4.38		
家电	195.0	15	80	5.33		
汽车		47	226.6	4.86		
家居补贴金额占比：3.7%						
陕西（截至 10.29）						
	补贴金额（亿元）		拉动消费（亿元）		杠杆系数	
家电	3.16					
汽车	8.56					
家居	0.61					
整体	12.33		119.7		9.71	

家居补贴金额占比：4.9%				
贵州（截至 10.30）				
	销售件数（万件）	补贴金额（亿元）	拉动消费（亿元）	杠杆系数
家电	26.3		13.25	
汽车	2.55		41.12	
家居	3		1.99	
整体	31.85	6.64	56.36	8.5
家居消费金额占比：3.5%				
宁夏（截至 11.7）				
	销售件数（万件）	补贴金额（亿元）	拉动消费（亿元）	杠杆系数
家电	13.4	1.2	6.52	5.43
汽车	2.2	3.81	38	9.97
家居	1.68	0.28	1.56	5.63
整体	17.28	5.29	46.08	8.72
家居补贴金额占比：5.3%				
全国（截至 12.13）				
	销售件数（万件）	补贴金额（亿元）	拉动消费（亿元）	杠杆系数
家电	4900			
汽车	520			
家居	5100			
整体			超一万亿元	

资料来源：国家发改委，各地人民政府，中国银河证券研究院

据商务部，截至 12 月 13 日家装厨卫焕新累计带动相关产品销售超 5100 万件，消费品以旧换新政策整体带动相关产品销售额超 1 万亿元，政策对消费的拉动作用显著。

2.线上平台政策：平台额外投入资金配合政府政策，成交额翻倍增长

1) 天猫：平台联合投入 60 亿元，通过发放品类券，品牌官方让利等方式，积极响应以旧换新增量政策，双十一期间政府补贴与双 11 平台满减券、88vip 大额券、行业券可以叠加使用，折扣力度进一步加大，对消费刺激作用显著。

从参与方式上看，一方面，天猫自营平台“喵住”，帮助品牌统一申请国补优惠，并提供一条龙的仓储、送装等服务。另一方面，品牌自营店可以借助天猫平台进一步打通线上线下全域零售的路径，线上领取优惠下单，线下门店签单制定方案。

图15：天猫国补宣传图



资料来源：天猫新品创新中心、中国银河证券研究院

据天猫新品创新中心，2024 年 10-11 月，天猫平台上以旧换新日均成交额实现近 3 倍增长，以旧换新参与消费者累计 2.8 亿人，其中家居建材行业消费平均涨幅超 20 倍。

2) **京东**：携手合作伙伴投入 **65 亿元**加码各地的以旧换新行动，其中对家电家居商品补贴 30 亿元，以提高旧机回收价格和服务标准，提升消费者的焕新意愿。平台与政府合作帮助消费者线上申领补贴，同时提供拆旧机、收旧机、评估旧机价值、回收处理旧机等服务。

据京东双十一战报，全国超 90%县域农村地区消费者参与京东以旧换新活动，活动期间内家居家电品类成交额同比增长超 200%。

3.各公司政策：上市公司积极申领补贴，行业集中度有望提高

从上市公司角度来看，多数家居行业上市公司于 9-10 月配合政府以旧换新政策出台额外补贴政策，以优惠套餐和直接折扣两种方式进行，以拉动需求增长。从双十一活动来看，叠加政府 15% 左右国补和电商平台优惠，公司产品整体折扣率在 30%左右。

从上市公司参与补贴效果来看：

- 1、**接单量显著提高，接单质量上升**。国补政策落地以来，需求端拉动作用明显，主要体现在：1) 接单量较 Q3 明显改善，2) 接单质量提高，享受国补订单一般为全款单，转化率显著提高。
- 2、**线上渠道**：大多数公司通过天猫、京东平台统一参与国补，补贴操作流程相对简单。由于线上门店根据主体注册地享受当地补贴政策，各公司积极利用补贴政策落实较好地区的分公司注册直营店，享受补贴。
- 3、**经销渠道**：由于国补对参与主体有销售额和纳税限制，以及部分地区尚未开通国补，部分经销商无法参与活动。上市公司积极通过公司层面申请补贴，帮助经销商参与国补活动。国补对参与主体的资质和区域统筹能力有一定要求，这也会进一步加强行业出清，龙头公司马太效应凸显。

表5：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%地线下补贴政策，线上付定下单，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，并提供国补产品综合折扣率33%左右免费上门回收废旧家具服务。		
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

当前节点来看，1) 2024 年各地补贴额度接近用完，政策对下游需求的拉动作用较为符合预期，考虑公司签合同至发货的备货周期，预计该部分需求增长将集中体现在 25Q1。2) 预期国补政策 2025 年将持续，且补贴品类、参与补贴的商户资质等方面有望进一步放开，对需求的催化作用有望持续显现。

（四）龙头马太效应凸显，建议关注优质个股α

1、主线一：存量市场中流量竞争更加激烈

伴随存量客户占比逐步提高，家居消费终端客流趋于分散，获客成本增加。一方面，抖音快手小红书等线上渠道的兴起推动公司营销方式逐步变革，另一方面，整装、社区拎包等商业模式创新下，家居公司与装修企业的合作日趋紧密，家居公司对流量入口的抢占竞争更加激烈。

表6：定制家居龙头公司整装渠道布局情况

公司	整装渠道布局情况
欧派家居	2023 年开启组织结构、治理体系、渠道建设等方面全方位变革，零售大家居销售模式和整装大家居协同发展，2018 年起在行业内率先开展整装渠道业务培育，以“欧派”+“铂尼思”双品牌布局整装渠道，拓宽获客来源。
索菲亚	前瞻性的进行存量市场布局：产品端自 2022 年开始逐步推出索菲亚橱柜、系统门窗、卫浴、厨电等全新品类，抢占旧改流量中的高频需求产品；渠道端不断增强与装企的合作，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。
志邦家居	2022 年公司发布“超级邦”装企战略服务策略，与装企协同分工，以新消费引领新供给，以新供给满足新需求，为消费者带来更专业的产品和服务，合力实现 1+1>2 的战略合作效果。
金牌家居	提出大零售 140 战略，定位于装企合作伙伴，加大与头部装企合作的力度，加速装企网点布局，通过规则完善、组织激活、产品迭代等举措推动装企业务体系化与渠道化。
尚品宅配	广佛深三地通过“圣诞鸟”品牌发展自营整装，全国范围内通过 HOMKOO 整装云，从引流—设计—转化—交付等全链路赋能装企，与装企会员一并打造数字化整装联盟。
好莱客	布局了直营家装、艺术整装、经销商家装等多种商业模式。

资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

2、主线二：国补推动市场份额向头部品牌集中

国补对参与商户资质有一定限制，如需要为一般纳税人（小规模纳税人和自然人无法参与）、年销售额需要在 500 万元以上等。商家资质层面的限制和开票等操作流程方面的限制一定程度上限制了小微企业等参与此次补贴活动。一方面，我们认为这将进一步加速行业出清，推动市场份额向头部龙头公司集中；另一方面，各上市公司亦在公司层面积极帮助经销商获取补贴。对经销商和渠道掌控能力较强、全国化布局占优的公司将具备显著优势。

3、龙头公司估值水平位于历史低位，具备配置价值

展望 2025 年，在地产政策和国补的双重催化下，上市公司业绩修复确定性较高。另一方面，在市场份额逐步向龙头公司集中的过程中，头部公司α将进一步凸显。

表7：家居行业代表性上市公司现金分红情况及股息率

	现金分红金额(亿元)	现金分红比例（2023）	现金分红比例（2022）	股息率
公牛集团	27.64	71.41%	62.21%	4.85%
欧派家居	16.70	55.00%	40.00%	3.78%
索菲亚	9.52	75.46%	59.69%	5.69%
志邦家居	3.06	51.35%	40.26%	5.02%
金牌家居	0.92	31.41%	40.09%	2.86%
尚品宅配	1.98	305.13%	64.11%	6.24%
好莱客	0.65	30.09%	50.07%	2.19%
顾家家居	11.29	56.27%	51.10%	4.95%
慕思股份	3.93	49.04%	56.42%	2.64%
喜临门	1.89	44.18%	13.05%	2.74%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

从估值角度来看，大多龙头公司估值水平已位于历史估值中枢以下，24Q4-25Q1 伴随需求端催化反映在报表端，估值有望抬升。当前节点看龙头公司已经具备配置性价比。

表8：代表性上市公司当前估值情况（%）

公司代码	公司名称	PE 十年历史分位数	PE 五年历史分位数	PE 三年历史分位数
603195.SH	公牛集团	4.89	4.89	7.92
603833.SH	欧派家居	12.88	19.88	33.20
002572.SZ	索菲亚	14.48	28.96	37.47
603801.SH	志邦家居	9.40	14.03	23.42
603180.SH	金牌家居	18.90	28.71	47.93
603898.SH	好莱客	60.43	89.77	83.20
300616.SZ	尚品宅配	-	-	-
603816.SH	顾家家居	3.56	5.82	9.71
001323.SZ	慕思股份	47.66	47.66	47.66
603008.SH	喜临门	11.25	15.74	15.98

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

二、包装：竞争格局有望持续优化

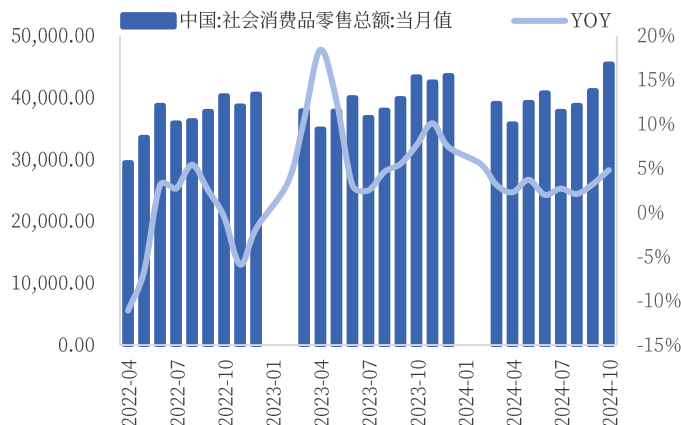
（一）回顾：下游需求平稳，原料成本回落至合理区间

1、需求端：下游需求存量稳固。

2024 年 10 月，我国社会消费品零售总额 45,396 亿元，同比+4.8%；2024 年 1-10 月，社会消费品零售总额累计值 398,960 亿元，同比+3.5%。

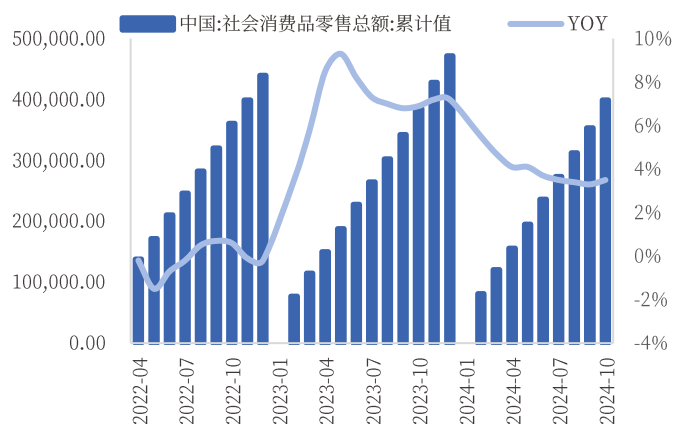
其中限额以上企业零售额饮料类/烟酒类/化妆品类/日用品类 24 年 10 月同比分别-0.9%/-0.1%/40.1%/8.5%，从全年表现来看，下游零售需求整体维持平稳。

图16：中国:社会消费品零售总额:当月值（亿元）



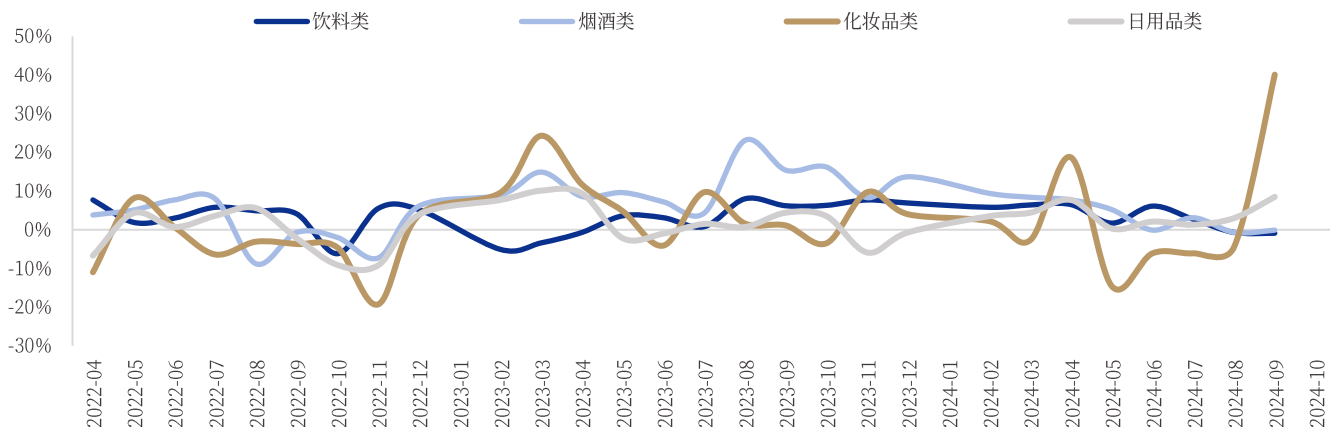
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：中国:社会消费品零售总额:累计值（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：我国限额以上企业商品零售额当月同比变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相较 2023 年，尽管零售额增速有所放缓，头部上市公司业绩仍呈现韧性，其中裕同科技、美盈森等公司收入、归母净利润均实现较快增长；奥瑞金盈利能力显著提升。

我们认为，一方面，包装行业目前市场竞争格局较为分散，且存量市场广阔，上市公司市占率提升将带来的成长空间依然广阔，另一方面，各细分领域存在政策/下游行业利好因素带来的增量空间，如：1）国补和出海带动下游需求修复，推动纸包装行业增长；2）金属包装行业，下游啤酒饮料行业罐化率持续提升，推动需求稳定增长。

表9：包装行业代表性上市公司业绩汇总

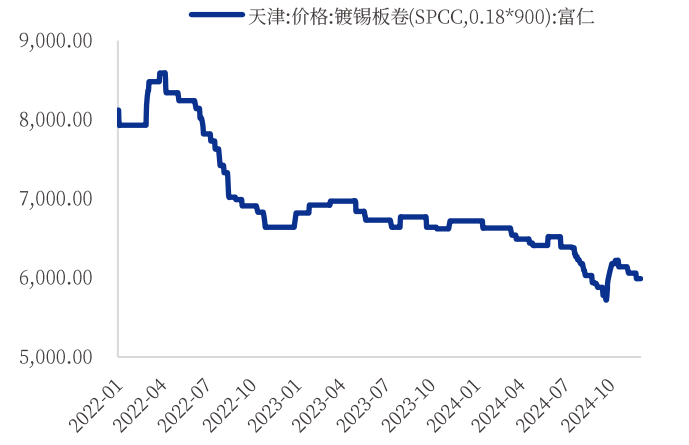
		收入（亿元）			归母净利润（亿元）			净利率变动 (pct)	毛利率变动 (pct)	期间费用率变动 (pct)
		2024M1-9	2023M1-9	YOY	2024M1-9	2023M1-9	YOY			
纸包装										
裕同科技	3C 包装	122.6	108.1	13.4%	11.1	9.9	13.0%	-0.03	-0.26	0.34
美盈森		29.4	26.1	12.9%	2.2	1.6	35.2%	1.22	4.08	1.22
劲嘉股份	烟标	21.9	29.5	-25.9%	2.4	3.6	-33.3%	-1.19	-3.90	1.97
东峰集团	医药包装	10.5	21.2	-50.6%	-1.9	2.4	-180.2%	-29.37	-2.85	6.55
合兴包装	瓦楞包装	85.9	93.8	-8.4%	1.4	1.2	20.5%	0.40	0.84	0.38
森林包装		16.9	16.8	0.7%	1.4	0.9	43.8%	2.40	2.59	0.67
大胜达		15.1	14.7	2.7%	0.8	0.8	8.9%	0.31	0.71	0.20
金属包装										
奥瑞金		108.6	107.1	0.7%	7.6	7.1	43.8%	0.41	1.22	0.47
宝钢包装		61.6	58.2	5.9%	1.6	2.0	-22.4%	-0.93	-1.10	-0.12
昇兴股份		49.9	51.7	-3.4%	3.4	2.8	24.8%	1.56	2.17	0.02

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

2、成本端：原料价格回落至合理区间

- 1) 金属包装：镀锡板卷价格位于低位，铝价自 8 月起略有回升，但 11 月以来，受美元指数高位回落、我国取消铝材出口退税政策影响有所回落，中长期看铝价趋于低位，对成本端影响较小。
- 2) 塑料包装：2024 年原油价格整体维持稳定，聚乙烯、聚丙烯价格亦保持平稳。
- 3) 纸包装：瓦楞纸、箱板纸价格位于历史较低水平，成本端压力较 2023 年进一步改善。预计成本端维持低位，将为上市公司贡献更高的利润弹性。

图19：镀锡板卷主流市场平均价格（元/吨）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图20：铝期货结算价（元/吨）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图21: 国际原油价格走势 (美元/桶)



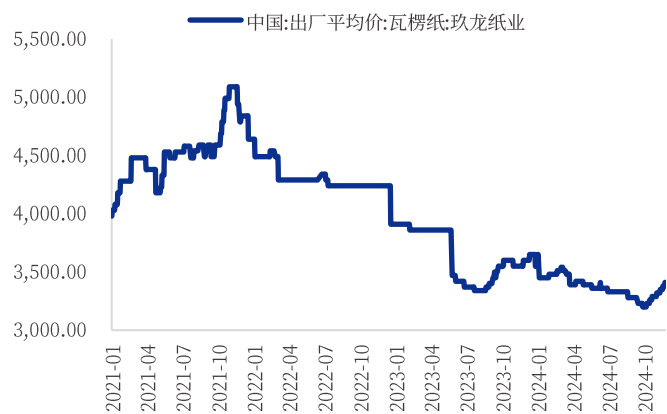
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 化工产品价格走势 (元/吨)



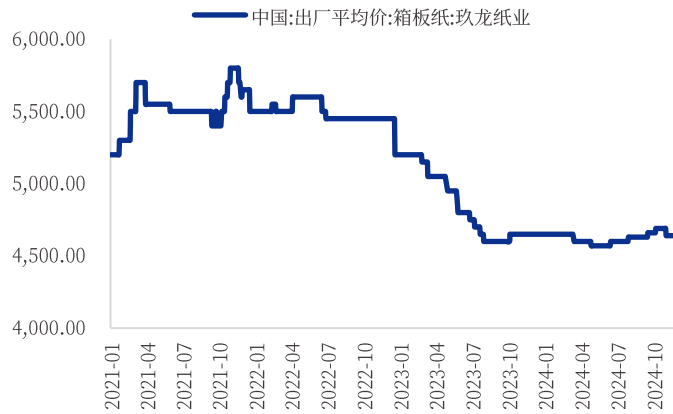
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 瓦楞纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 箱板纸价格 (元/吨)



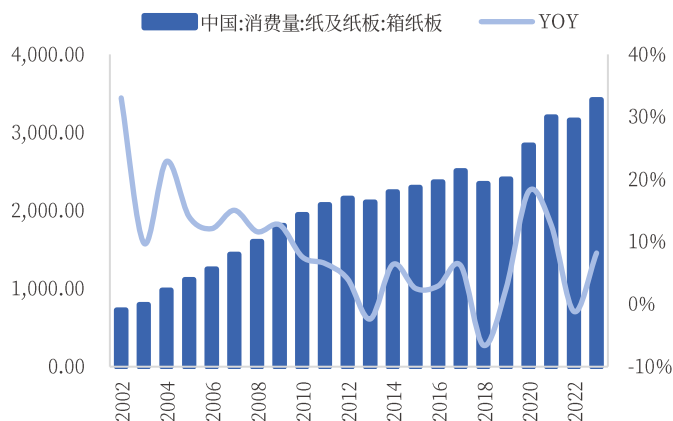
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 纸包装展望: 需求逐步修复, 带动行业持续扩容

1. 快递运输包装: 市场空间广阔, 竞争格局分散挤压利润空间

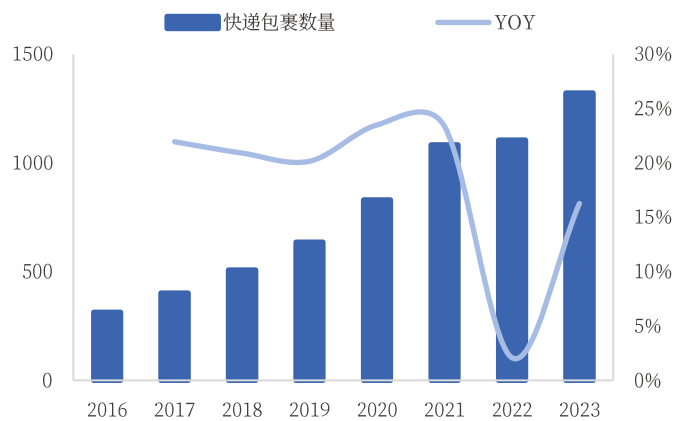
我国箱板包装市场规模稳步扩张。瓦楞箱板包装主要应用于快递运输包装等领域, 受益于电商行业蓬勃发展于物流行业的持续壮大, 该行业市场规模持续扩张。据中国包装联合会和中国造纸年鉴, 2023 年我国箱纸板产量/消费量分别同比+0.32%/8.2%。

图25: 我国箱板纸消费量 (万吨)



资料来源: 中国包装联合会、中国造纸年鉴, 中国银河证券研究院

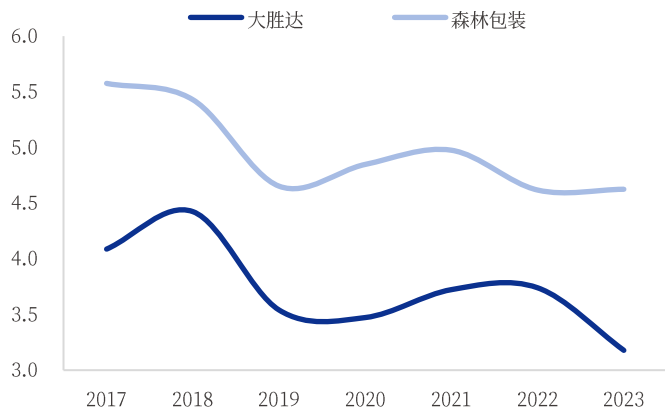
图26: 我国快递包裹数量 (亿件)



资料来源: 隆众咨询, 中国银河证券研究院

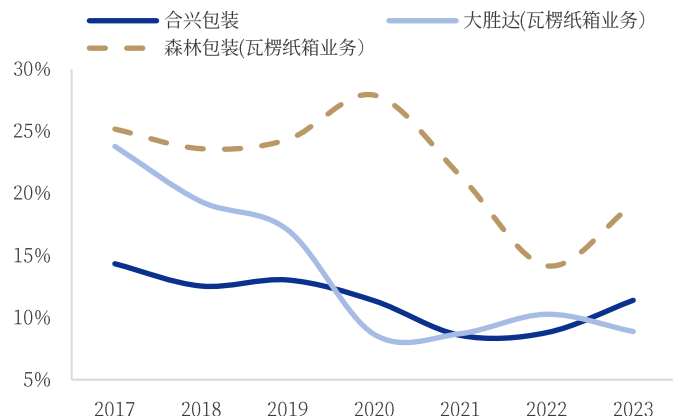
竞争格局分散且竞争激烈，压缩企业利润空间。快递运输包装进入门槛相对较低，地方性小企业较多。由于行业市场竞争格局较为分散，且相较于上下游议价能力均较低，利润空间受到压缩。从上市公司角度来看，2017-2023 年大胜达、森林包装瓦楞纸箱单价分别同比-22%/-17%，各公司瓦楞纸箱包装业务毛利率也呈下降趋势。

图27：瓦楞纸箱产品单价（元/平方米）



资料来源：大胜达、森林包装公司公告，中国银河证券研究院

图28：各公司快递包装业务毛利率情况

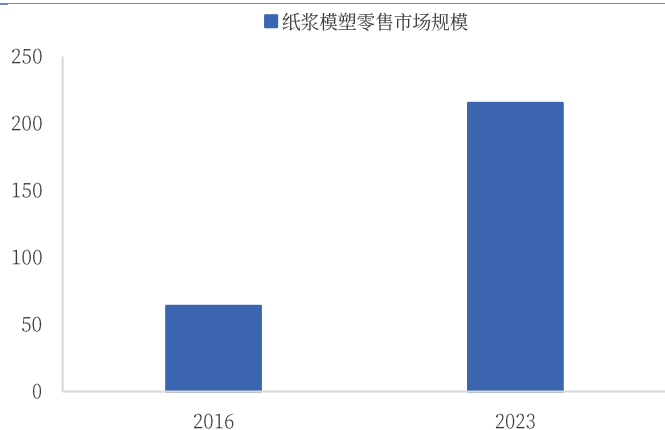


资料来源：大胜达、合兴包装、森林包装公司公告，中国银河证券研究院

快递运输包装行业市场空间广阔，但当前面临的主要问题是市场竞争格局分散，且行业对上下游的议价能力偏低，导致行业盈利水平相对偏低。展望未来：

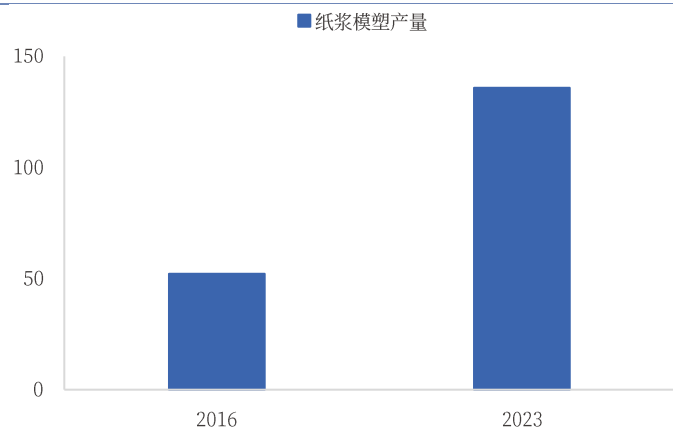
长期看：纸塑包装前景广阔，行业发展前景向好。据 Grand View Research 数据，2021 年全球纸浆模塑市场规模为 47.96 亿美元，预计到 2030 年，全球纸塑市场将扩大至 91.10 亿美元，年均复合增速 7.4%。据智研咨询，2016-2023 年我国纸浆模塑零售市场规模自 64.1 亿元扩张至 215.5 亿元，产量从 52.2 万吨增长至 135.9 万吨，复合增长率分别为 18.9%、14.6%。环保纸塑不仅材料来源广泛，对环境无害，且可以回收再利用，未来应用场景广阔。

图29：我国纸浆模塑市场规模（亿元）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

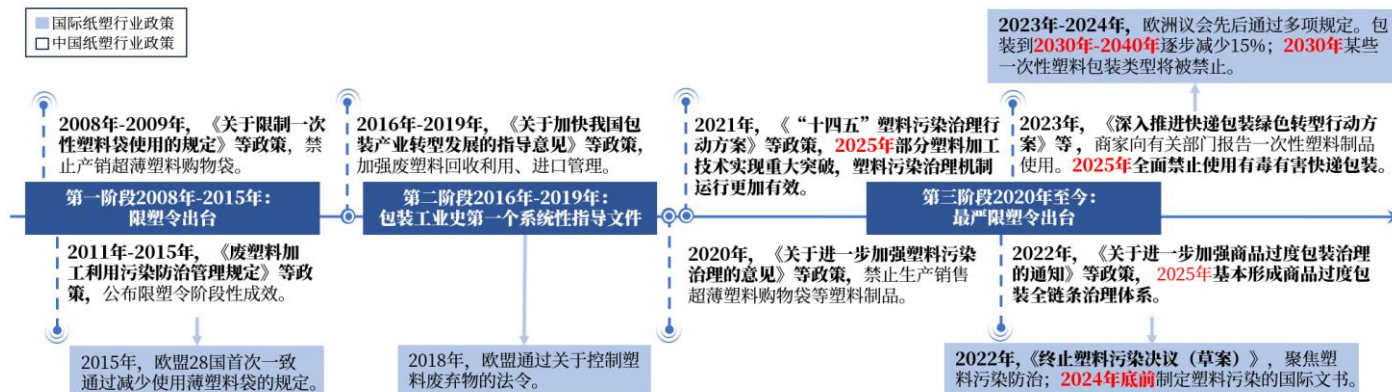
图30：我国纸浆模塑产量（万吨）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

限塑令逐步推进，纸代塑趋势未来明朗。2008 年，我国首个限塑令《关于限制一次性塑料袋使用的规定》颁布，2017 年-2019 年，国内外接连出台相关政策，严格管理废塑料回收利用，意味着国内限塑行动与国际在同步进行中。从当前发展阶段来看，未来限塑令有望显现出进一步趋严的趋势，多条政策明确提出到 2025 年将全面禁止有害包装、禁止过度包装等。更环保的纸塑包装等产品关注度有望提高。

图31：2008 年至今的国内外纸塑行业政策

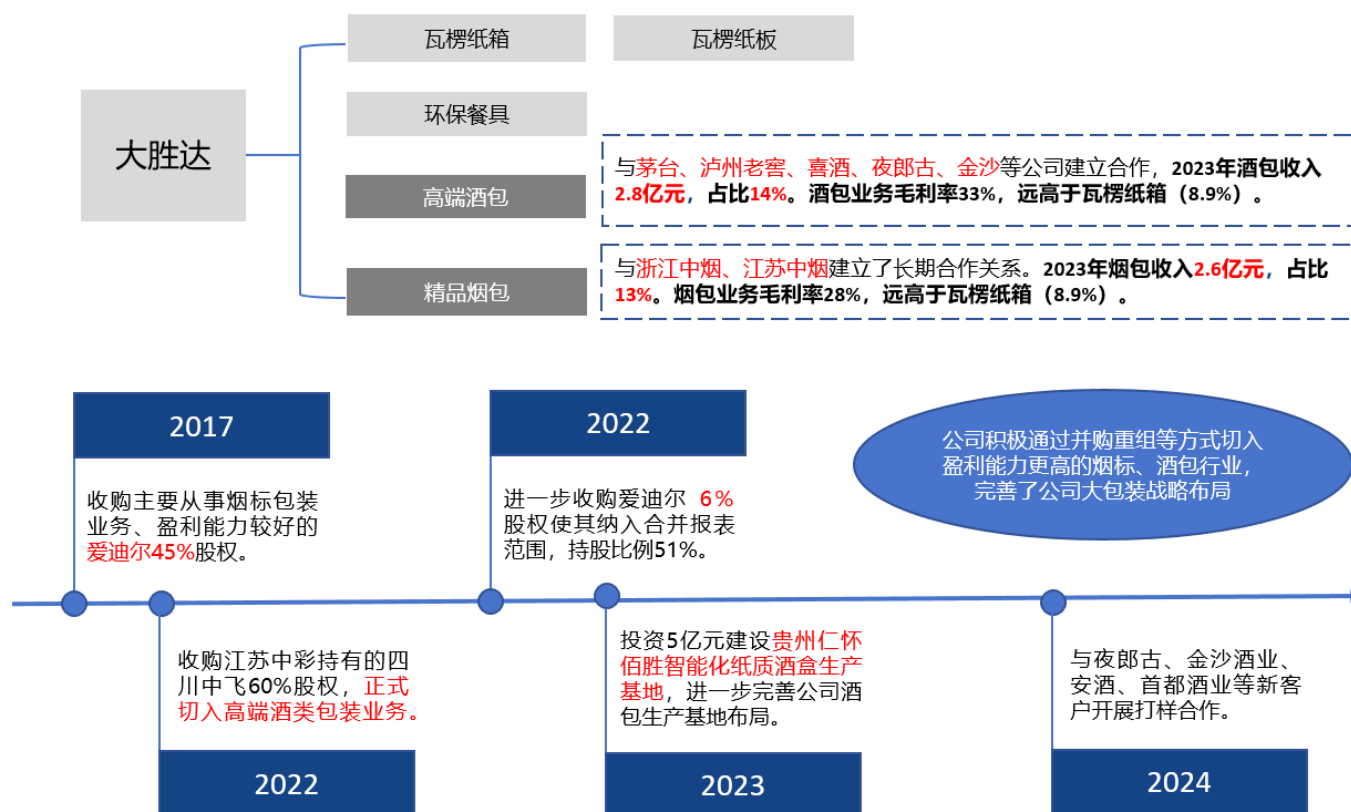


资料来源：国务院办公厅，工商总局网站，人民网，工信部消费品工业司，全球能源信息平台，国家发展改革委网站，央广网，国际金融报，中国银河证券研究院

短期看：

一方面，部分公司积极推动业务向毛利更高的烟酒包等方向拓展。烟标、酒包等业务进入门槛相对更高，对包装公司有更高的要求，盈利水平相对更优，快递包装行业公司近年亦通过并购等方式进行资源整合，促进业务结构转型升级。如大胜达 2017 年入股浙江爱迪生、2022 年收购四川中飞，分别切入烟包、酒包行业，受益于公司新业务开拓，2022-2023 年公司毛利率及净利率水平有所改善。

图32：大胜达积极布局烟包、酒包行业

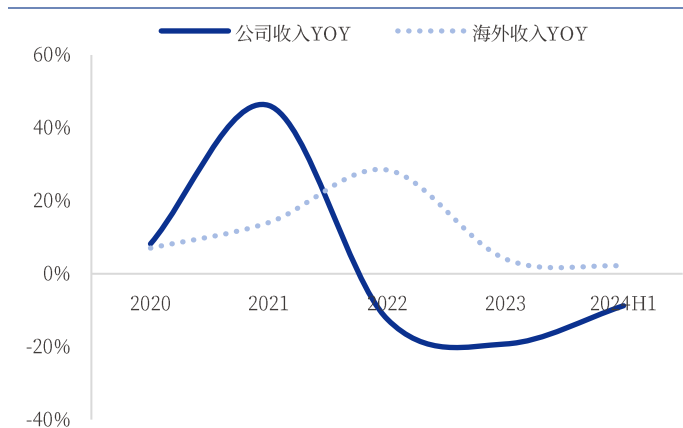


资料来源：大胜达公司公告，中国银河证券研究院

另一方面，伴随下游品牌出海进程加速，东南亚等海外市场未来机遇广阔。伴随下游家电、3C 等公司出海进程加速，快递包装公司也受下游需求带动，逐步扩展海外业务。东南亚等市场容量较大，同时利润水平相对优于国内，未来发展机遇广阔。合兴包装等公司目前海外收入占比仍较低，

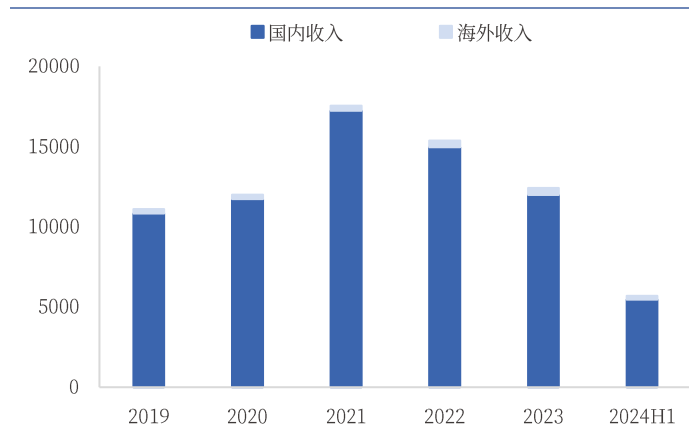
但表现出了优于国内的增长趋势。

图33：合兴包装公司整体收入与海外收入增速对比



资料来源：合兴包装公司公告，中国银河证券研究院

图34：合兴包装国内外收入对比（百万元）



资料来源：合兴包装公司公告，中国银河证券研究院

同时，伴随国内国补等政策的催化，下游需求有望在短期内有所好转，一定程度上缓解快递包装行业供大于求的竞争局面。

2.工业用纸包装：积极扩产海外市场空间广阔，第二增长曲线重要性凸显

工业行业对包装要求较高，具备更强技术壁垒。工业用纸包装业务对应下游客户主要为化工、建筑材料、奶粉及医药等行业，包装内容物通常具备独特的物理及化学特性，对包装的积密度、流动性能、防潮性、包装速度、耐温性、防滑性、运输便宜性等方面要求较高。因而，工业用纸包装生产难度更大，较普通包装具备更强技术壁垒。

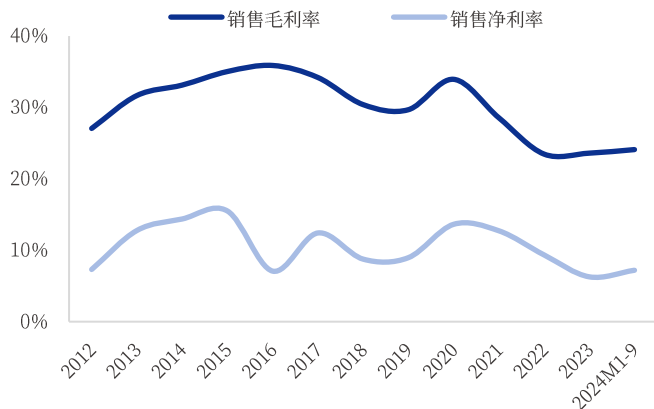
表10：工业用纸包装下游包装要求

	包装内容物特点	包装要求	公司产品工艺
化工	易受潮、含气量高	防潮、阻氧、阻气、阻光、阻水等	防潮主要通过纸膜不打孔或局部打孔相互搭配，或配置 PE 层等方式实现；透气主要通过纸张或膜进行满版打孔，或采用纯高透纸结构制袋等方式实现；阻氧及阻气主要系通过生产中加入纸铝塑复合材料和 EVOH 材料实现。
建材	易受潮	防潮，通常无其他特殊性能要求	按照物料防潮等级设计对应工业用纸包装的产品结构
食品及添加剂/医药	主要为食品/医药生产原料，附加值较高	高阻隔，满足食品/医药级包装对应的原料使用、制成环境及卫生标准	高阻隔主要通过产品研发设计来满足；生产环境方面，公司建有 3 个符合乳制品、食品添加剂、医药中间体产品生产要求的 10 万级无尘净化生产车间，以及 5 个满足食品级要求的洁净车间，并定期进行检测；产品质量管控和检测方面，公司根据食品安全相关的各项国家标准，建立食品安全企业标准

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

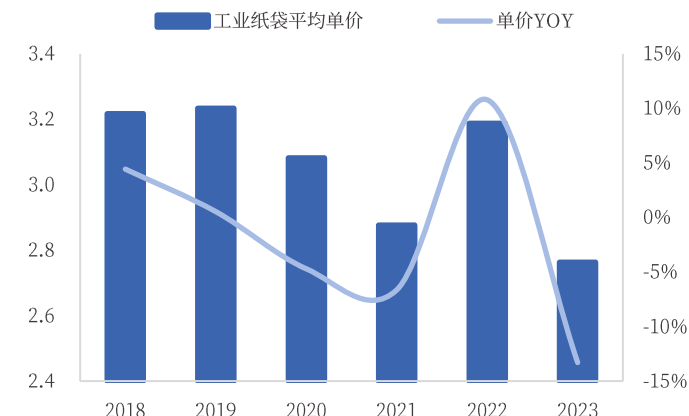
行业竞争加剧导致产品单价有所承压。以上海艾录为例，公司 2020、2021、2023 年工业纸袋业务单价均出现不同程度下滑，主要因行业竞争加剧，公司为保持市场份额价格有所下降。

图35: 上海艾录毛利率与净利率



资料来源: 上海艾录公告, 中国银河证券研究院

图36: 上海艾录工业纸袋单价情况 (元/条)

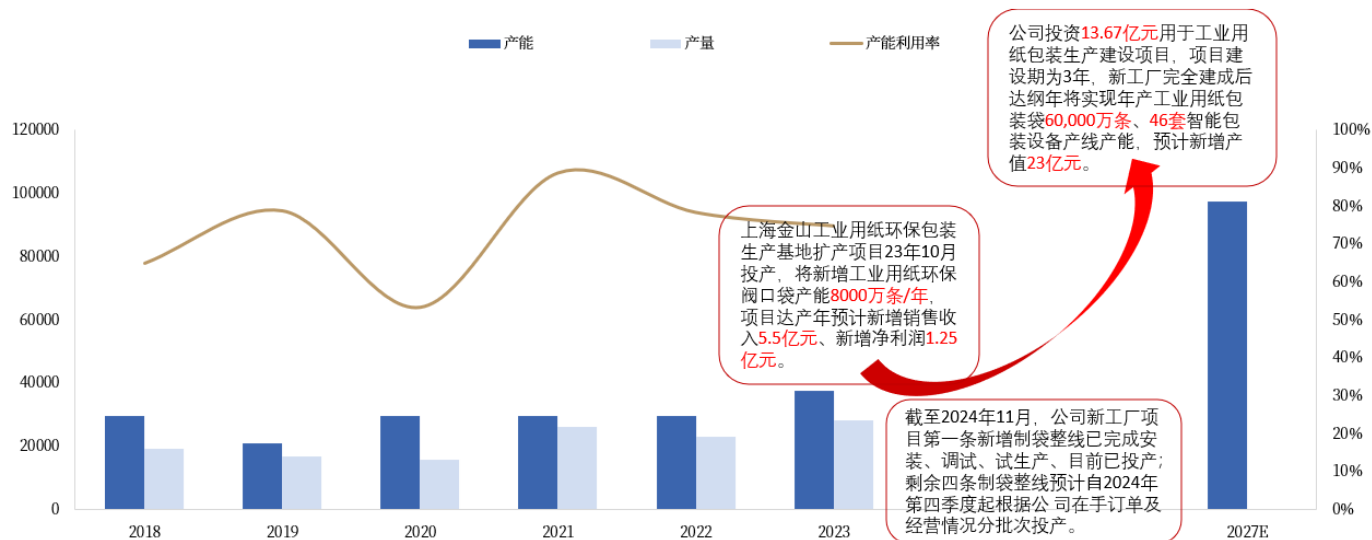


资料来源: 上海艾录公告, 中国银河证券研究院

海外市场机遇广阔, 产能扩张带动产品出海。工业用纸海外市场需求较旺盛, 且外销价格优于内销。上市公司积极加大产能建设, 对海外市场进行加速布局。

以上海艾录为例, 公司投资 13.67 亿元用于工业用纸包装生产建设项目, 项目建设期为 3 年, 新工厂完全建成后达纲年将实现年产工业用纸包装袋 60,000 万条、46 套智能包装设备产线产能, 预计新增产值 23 亿元。截至 2024 年 11 月, 公司新工厂项目第一条新增制袋整线已完成安装、调试、试生产、目前已投产; 剩余四条制袋整线预计自 2024 年第四季度起根据公司在手订单及经营情况分批次投产。预计未来公司产能有望翻倍, 新建产能将助力公司进一步布局海外市场, 海外收入占比有望持续提高。

图37: 上海艾录产能情况梳理



资料来源: 上海艾录公司公告, 中国银河证券研究院

积极构建第二、第三增长曲线。以上海艾录为例, 公司围绕工业用纸核心业务, 积极开拓新增长曲线, 驱动公司可持续发展。

1) 2018 年, 公司开始布局复合塑料包装业务, 深入绑定妙可蓝多, 并积极拓展安姆科等消费品客户。

2) 2023 年公司开始布局光伏赛道, 设立子公司艾纳新能源聚焦于复合材料边框产品的研发、生产、销售, 以聚氨酯复合边框对传统铝合金边框进行材料替换, 当前已与北理同创、华能新能源等公司签订战略合作协议, 其中与北理同创约定 2024 年 Q4 起至 2026 年末公司将向其供应约总规模约 1.08GW “玻纤增强聚氨酯复合材料边框” 产品; 并另行签订试样合同订单 50,000 套。预计

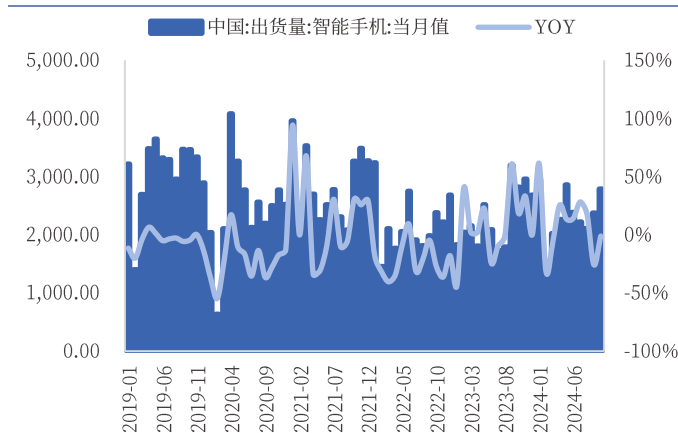
光伏行业拓展将为公司贡献收入新增量。

3) 24H1, 公司进一步推出 Espeed 系列无塑膜纸基包装产品, 以更环保的材质对传统复合塑料包装进行替代, 24Q3 已与妙可蓝多签订《战略合作框架协议》, 食品多家下游客户进入新包材测试阶段。预计该新品将进一步巩固公司在食品包装等领域的市占率。

3.3C 包装: AI 加持贡献下游需求增量, 3C 国补拉动短期需求修复。

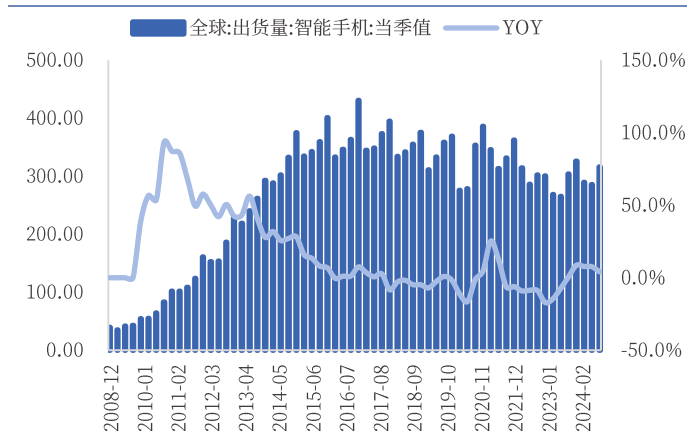
下游需求有所好转。2024 年 Q1-Q3, 全球智能手机出货量分别同比+7.7%/+7.6%/+4.0%, 可穿戴设备、电子计算机、电子烟等行业下游需求亦呈现修复趋势。据加拿大市场调研机构 TechInsights 报告, 预计 2024 年全球消费电子收入将突破 1 万亿美元。

图38: 我国智能手机出货量 (万部)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图39: 全球智能手机出货量 (百万部)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

AI 推动产品迭代, 催生购机换机需求。2024 年以来各大品牌 AI 技术持续开发, 2024 年, APPLE 推出全产品人工智能系统, 到 2025 年将覆盖中国市场, 同时在 iPhone17 上将应用最新 AI 算法; 最新 24 秋季发布会, 华为、小米、荣耀等品牌新品纷纷搭载人工智能技术; 三星同样计划在 2025 年将 AI 技术引入所有移动设备。预计 AI 在 3C 产品的推广将会引起 3C 产品销量提升, 下游需求增长有望形成 3C 包装行业未来良好增势。

表11: 部分 3C 品牌 AI 最新应用

3C 品牌	AI 应用最新推进
APPLE	2024.6.10, Apple 发布面向 iPhone、iPad 和 Mac 的个人智能化系统 Apple Intelligence。Apple Intelligence 对中文的支持将在 2025 年正式发布。iPhone 17 能通过 AI 算法生成专业级照片效果。
HUAWEI	2024 年秋季发布会, 华为发布最新 Mate70 系列, 在 AI 方面推出 AI 动态照片、隔空传送、智能降噪等九大功能。
XIAOMI	2024 年秋季发布会, 小米澎湃 OS 2 发布, 内含 AI 动态壁纸、AI 电影感锁屏、AI 写作、AI 识音、AI 字幕和 AI 妙画等 AI 功能。小米旗舰级 AI 助手“小爱同学”升级为“超级小爱”。
HONOR	2024 年 MWC (世界移动通信大会) 上, 荣耀展示 AI 领域的新技术突破。12 月 2 日, 荣耀正式发布新品, 笔记本搭载高效强大的 AI 能力等领先技术, 打造 AI 全能轻薄本。
SAMSUNG	三星将创建“Galaxy AI 生态系统”, 将 AI 模型引入所有移动设备。计划 2025 年在入门 Galaxy A 系列、平板电脑、笔记本电脑和可穿戴设备等所有移动设备上引入 Galaxy AI。

资料来源: APPLE 官网、新浪财经、搜狐网、蓝鲸财经、金融界、新闻晨报、中国银河证券研究院

3C 国补加速短期需求催化。2024 年 Q3 以来消费品领域国家补贴政策陆续开展, 11 月以来, 江苏、天津、杭州等地已率先将补贴范围扩展到智能手机、平板电脑和穿戴设备等 3C 领域, 参考家电领域国补变化趋势, 预计未来参与 3C 国补的城市和品类范围有望进一步扩大, 下游需求催化有望带动 3C 领域包装需求增长。

表12：部分地区 3C 国补情况梳理

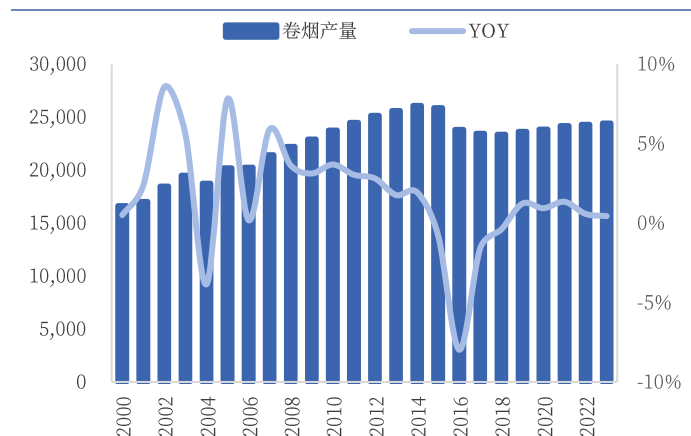
	时间	补贴力度	补贴覆盖范围	领取方式
江苏	11.27-12.31	成交价补贴 15%，最高补贴 1500 元	手机、平板电脑、数码相机、智能手表、学习机、翻译机、无线蓝牙耳机	建行 app/云闪付领取，限线下购机使用
天津	11.20-12.18	成交价补贴 10%，最高补贴 1000 元	手机、平板、可穿戴设备	天津 IP 消费者通过唯品会抢券，限当天在平台使用
杭州	10.24-12.31	成交价补贴 10%，最高补贴 1000 元	手机、平板、可穿戴设备	云闪付领取后到店核销使用，有效期 1 天
广州	12.31 截止	手机补贴 10%，最高补贴 1000 元；平板和智能穿戴补贴 15%，最高补贴 2000	手机、平板、可穿戴设备	每天 10 点在粤焕新小程序领券，有效期 3 天
贵州	12.1-12.31	3000 元以下国产手机、平板电脑补贴 20%，最高补贴 600 元	国产手机、平板电脑	线下支付立减

资料来源：江苏人民网、天津本地宝、杭州发布、广州本地宝、贵州发改、中国银河证券研究院

4.烟标：下游需求整体稳定，行业洗牌构建新机遇

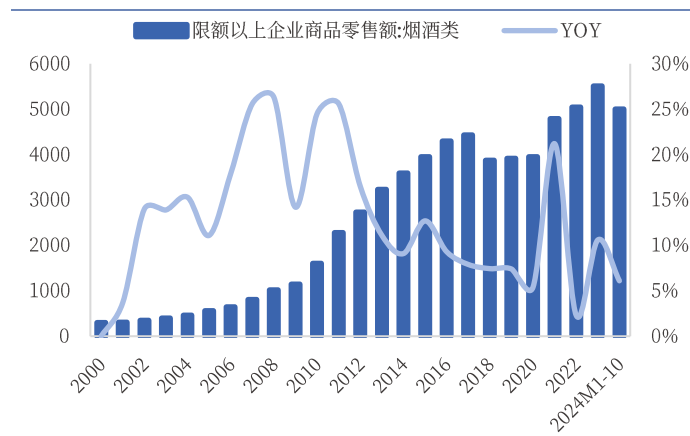
市场规模维持稳定。2023 年我国卷烟产量达 24427 亿支，同比+0.7%，卷烟市场规模近年来整体维持小幅增长，烟包下游需求比较稳定。

图40：我国卷烟产量（亿支）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图41：限额以上企业商品零售额:烟酒类（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

当前烟包行业市场格局比较分散。2023 年我国烟包市场规模约 335 亿元（据中研普华），全国规模以上烟标印刷企业约 200 家，其中卷烟厂下属“三产”市场份额约 30%-40%，全国性烟标印刷企业市场份额约 30%（其中 CR10 上市公司市占率 20%左右），其余市场份额分散在中小型、地方性烟标印刷企业内。烟包市场整体格局仍比较分散，预计伴随招投标政策趋严和行业洗牌，未来市场份额将进一步向头部企业集中。

表13：2021 年-2024 年中国烟草反腐历程梳理

年份	纪检委反腐情况			反腐结果
2021	斩断裙带利益链	督促完善烟草行业行贿供应商名单	中央第五巡视组对国家烟草专卖局党组进行巡视	2020 年年底推行行贿人“黑名单”制度以来，截至 2021 年 12 月共有 75 家企业、108 名企业主要负责人被国家烟草专卖局列入存在行贿行为供应商名单。
2022	坚决查处烟草烟叶等方面的腐败问题			截至 2023.2，10 名干部落马。2023 年烟草系统至少 14 名官员落马
2023	召开中央第八巡视组巡视国家烟草专卖局党组工作动员会			1 月、5 月，两名国家烟草干部被相继调查
2024	加大对烟草等领域案件查处的力度，坚决清理风险隐患大的行业性、系统性、地域性腐败。			

资料来源：中纪委网站、中国纪检监察杂志、经济观察报、大众日报、中国银河证券研究院

表14：烟包市场竞争格局

		烟包收入 (亿元)	市占率	毛利率	客户构成
1	劲嘉股份	14.8	4.4%	35.9%	贵州、四川中烟等
2	东峰集团	10.83	3.2%	24.3%	
3	裕同科技	10	3.0%		13家中烟公司+3家实业公司
4	陕西金叶	6.19	1.8%	19.5%	陕西中烟、云南中烟等
5	永吉股份	5.6	1.7%	29.66%	贵州中烟、江苏中烟、云南中烟
6	力图控股	5.66	1.7%	16.67%	
7	集友股份	4.21	1.3%	40.35%	
8	大胜达	2.92	0.9%	25.40%	浙江、江苏、重庆、贵州、张家口等中烟公司
9	新宏泽	1.72	0.5%	28.56%	云南中烟、浙江中烟、重庆中烟、贵州中烟、湖南中烟、福建中烟、甘肃烟草、深圳烟草
10	翔港科技	0.29	0.1%	-	广西、安徽、四川、陕西中烟，海南卷烟
合计			18.6%		

资料来源：各公司公告、中研普华、中国银河证券研究院

行业洗牌推动中小企业出清，上市公司机遇广阔。2020年以来，国家加强了对中烟供应商反腐力度，截至2021年12月共有75家企业、108名企业主要负责人被国家烟草专卖局列入存在行贿行为供应商名单，被纳入黑名单的企业将无法再度参与招标。我们认为，行业招投标规范化和法律法规的严格化将有利于竞争格局的改善，中烟公司招标周期一般在1-2年，合作关系一般比较稳定，除非发生被纳入黑名单等情况，否则不会轻易更换供应商，近年来各上市公司均积极与中烟公司建立合作关系，提高市占率。

表15：2020年-2024年主要上市公司烟标中标情况

中标公司	招标中烟公司	中标时间	中标项目
裕同科技	云南	2024年12月	红河(硬99)条与盒包装纸
	安徽	2024年6、9月	黄山红方印金中支小盒、黄山红方印金中支预成型框架纸、黄山红方印金中支条盒、黄山红方印金中支内托；都宝(悠酷中支)条、盒包装纸
	江西	2024年7月	金圣(圣地中国红)小盒、条商标纸
	湖南	2024年6月	卷烟用盒条包装纸项目十一、十二
	江苏	2024年3月	苏烟(金砂C)盒、条包装纸；苏烟(彩中)盒、条包装纸；苏烟(多彩中支)盒、条包装纸
	湖南	2023年11月	芙蓉王荣耀系列卷烟用盒条包装纸
	广西	2023年3月	真龙(刘三姐中支)小盒、条盒
翔港科技	广西	2024年7月	CTOM ZL(MENTHOL)条、盒包装纸
劲嘉股份	河南	2024年1月	黄金叶(天叶中支)盒、条包装纸、黄金叶(国色细支)盒、条包装纸
	湖南	2023年11月	芙蓉王荣耀系列卷烟用盒条包装纸
	江苏	2023年8月	罗曼蒂克 GLXZ 盒包装纸、条包装纸
		2022年5月	南京(臻品)盒、条包装纸；南京(十二钗薄荷)2盒、条包装纸；南京(十二钗烤烟)1盒、条包装纸；南京(炫赫门)盒、条包装纸
永吉股份	贵州	2024年1、3月	新品烟用材料-通用(1)条卷盘封签纸
			贵烟(金百合)盒、条包装纸

			贵烟(红中支)盒、条包装纸
集友股份	江西	2024 年 9 月	三种规格金圣接装纸
	云南	2024 年 6 月	云烟接装纸
	陕西	2023 年 9 月	好猫(细支长乐)盒皮(烟标)
大胜达	浙江	2023 年 10 月	烟用纸箱、护角
	浙江	2024 年 9 月	利群(阳光尊细支) 商标条盒
	江西	2024 年 7-8 月	金圣(滕王阁·紫光) 小盒、条盒商标纸; 金圣(圣地中国红中支) 小盒、条盒商标纸; 金圣(软) 小盒、条盒商标纸
	江苏	2024 年 3 月	南京(炫赫门炫彩) 盒、条包装纸; 南京(炫赫门) 盒、条包装纸
陕西金叶	云南	2024 年 12 月	雪莲(蓝精品)条与盒包装纸
	福建	2024 年 10 月	条与盒包装纸
	安徽	2024 年 6 月	烟用条、盒包装纸
	湖南	2024 年 6 月	卷烟用盒条包装纸
	福建	2024 年 3 月	条与盒包装纸(烟标)
	江苏	2024 年 3 月	南京(炫赫门炫彩) 盒、条包装纸; 南京(炫赫门) 盒、条包装纸
	河南	2024 年 1 月	黄金叶(国色细支) 盒、条包装纸
	陕西	2023 年 9 月	好猫(吉祥) 盒皮(烟标)
	贵州	2023 年 1 月	贵烟(金百合)
新宏泽	重庆	2024 年 10 月	天子(中支)、天子(千里江山细支)商标、天子(硬珍品龙凤呈祥)、龙凤呈祥(硬)、利群(软蓝)。
	云南	2024 年 10 月	标包: 条与盒包装纸
	湖南	2024 年 5-7 月	卷烟用盒条包装纸项目一、四、六、七、十四
	福建	2024 年 3 月	福建中烟条与盒包装纸(烟标)
力图控股	湖北	2020 年 6 月	红金龙(硬红火之舞) M 盒片、盒; 黄鹤楼(天下名楼) M 盒、条盒; 红金龙(软精品) M 盒片、条盒; 红金龙(软蓝九州腾龙) M 盒片、条盒; 红金龙(软精品二代) M 盒片、条盒

资料来源: 各省份中烟公司官网、各省招标有限公司、天眼查、采标网、企查查、千里马招标网、中招联合招标采购网、采购与招标网、中国银河证券研究院

5. 酒包: 高端化催生新需求, 盈利空间广阔

伴随消费需求复苏和白酒高端化进程的持续推进, 酒包业务毛利空间较广, 未来有望为上市公司贡献收入新增量。但酒包业务切入难度相对较大, 各酒厂均与上游包装公司建立长期稳固的合作关系。当前来看, 上市公司布局酒包业务主要通过**收购**的方式, 未来行业资源整合机遇仍比较广阔。

表16: 包装行业上市公司布局酒包业务情况

	合作酒企	布局酒包业务方式
劲嘉股份	茅台、五粮液、习酒、沱牌、舍得、金六福等	2017-2018 收购申仁包装
裕同科技	茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒、洋河、古井贡酒, 劲酒、西凤酒、水井坊等	2013 年收购泸州包装
大胜达	茅台、泸州老窖、夜郎古、金沙酒业等	2022 年收购四川中飞
美盈森	泸州老窖、洋河、剑南春、五粮液、习酒、今世缘等	2013 年收购金之彩

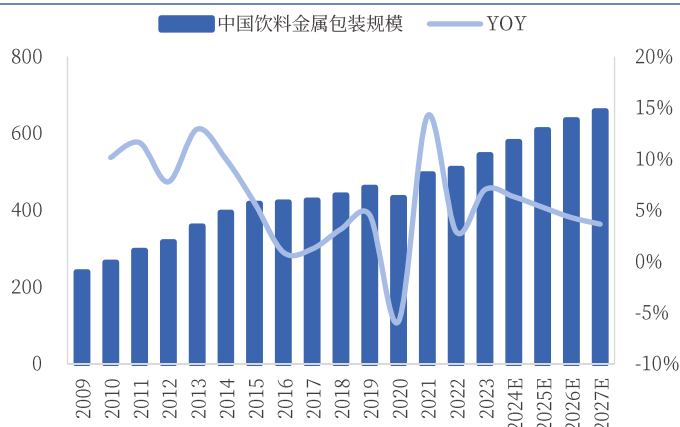
资料来源: 各公司公告、中国银河证券研究院

（三）金属包装展望：罐化率提升驱动稳定增长，行业整合持续推进

1. 下游罐化率稳步提升，需求保持稳健

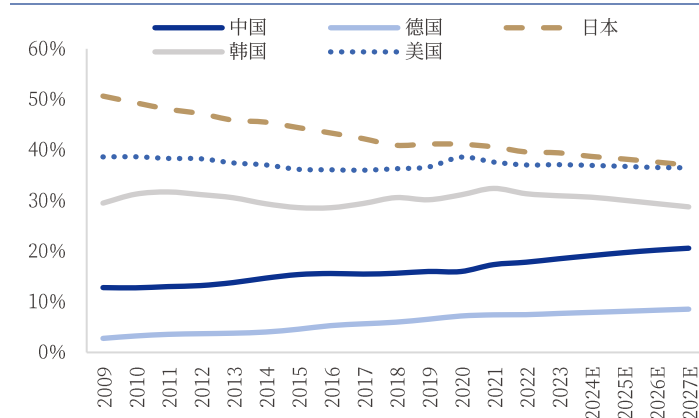
饮料金属包装持续渗透，行业规模稳健成长。据 Euromonitor 统计数据，2023 年中国饮料金属包装市场规模为 544.44 亿单位，同比增长 7.01%，预计未来将以 4.88% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 658.82 亿单位。同时，中国饮料的金属包装渗透率持续提升，2023 年达到 18.5%，对标日本（39.44%）、韩国（30.96%）、美国（37.11%）具备较大提升空间。

图42：中国饮料金属包装规模（亿单位）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图43：中国饮料包装中金属包装渗透率



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

啤酒罐化率提升持续贡献增量，即饮茶、能量饮料、碳酸饮料金属包装需求个位数增长。

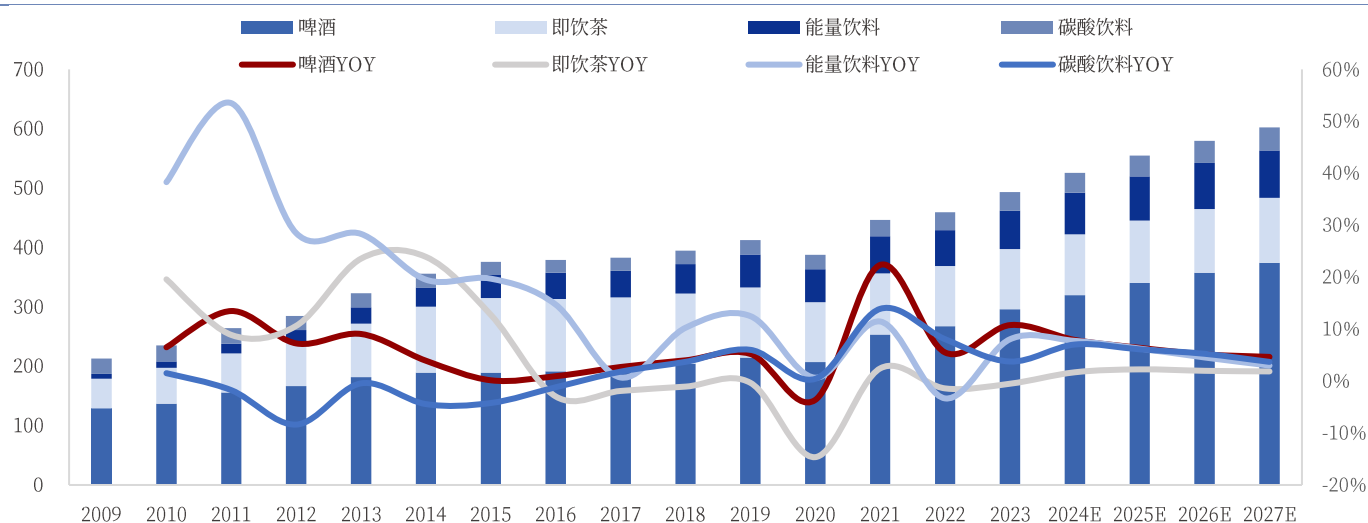
啤酒：2023 年，中国啤酒金属包装规模为 296.12 亿单位，同比增长 10.77%，预计未来将以 6.02% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 374.18 亿单位。2023 年中国啤酒罐化率为 32.69%，对标日本（89.18%）、韩国（53.65%）、美国（67.4%）提升空间广阔。

即饮茶：2023 年，中国即饮茶金属包装规模为 101.16 亿单位，同比下降 0.51%，预计未来将以 1.95% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 109.26 亿单位。

能量饮料：2023 年，中国能量饮料金属包装规模为 65.06 亿单位，同比增长 8.05%，预计未来将以 5.37% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 80.2 亿单位。

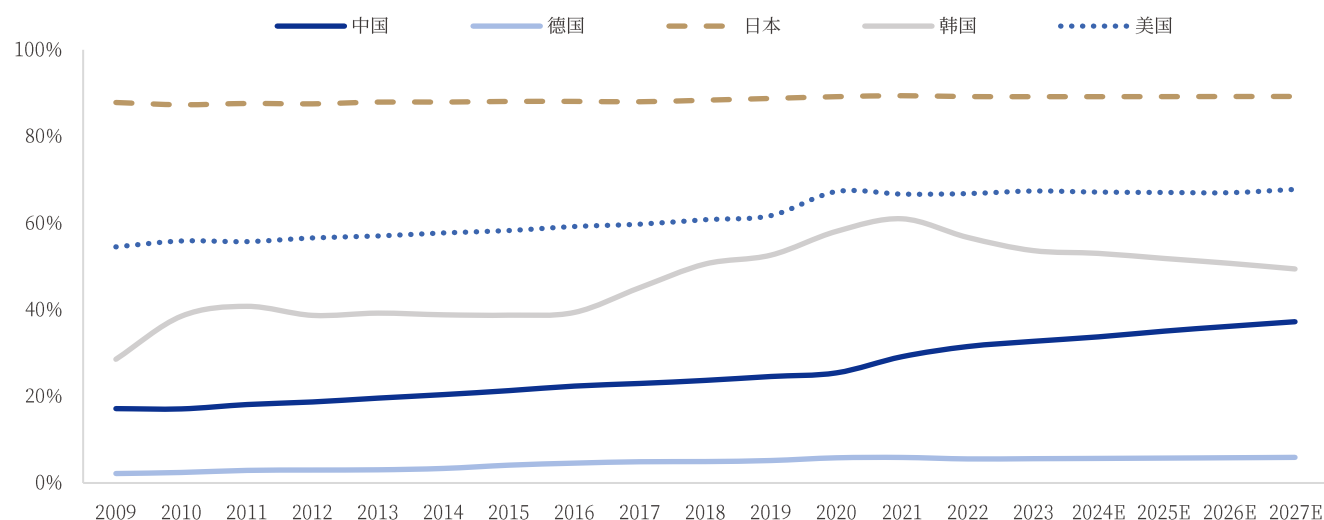
碳酸饮料：2023 年，中国碳酸饮料金属包装规模为 31.05 亿单位，同比增长 3.77%，预计未来将以 5.52% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 38.49 亿单位。

图44：各类饮料金属包装规模（亿单位）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图45：各国啤酒罐化率



资料来源：Euromonitor, 中国银河证券研究院

2.行业资源整合加速，竞争格局有望优化

行业龙头持续推动资源整合。2016年以来，奥瑞金、宝钢包装、中粮包装等龙头企业积极推动行业整合，行业集中度持续上升。

表17：金属包装行业近年来部分并购事件统计

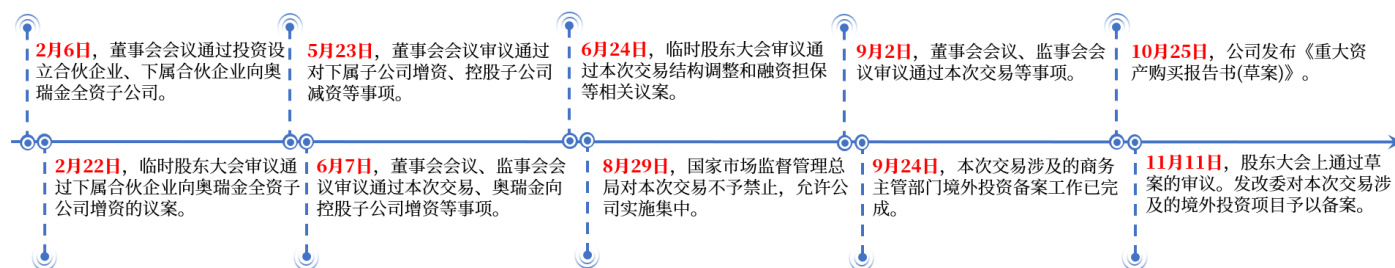
公司名称	时间	标的	品类	交易价格
奥瑞金	2016年	中粮包装 27%股份	二片罐	16.16 亿港元
	2019年	波尔亚太（佛山）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（北京）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（青岛）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（湖北）金属容器有限公司 95.69%股权	二片罐	2.05 亿美元
		黄山永新股份有限公司 9.80%股份	复合彩印包装	3.76 亿元
宝钢包装	2019年	河北宝钢制罐北方有限公司 47.51%股权	二片罐	1.90 亿元
		武汉宝钢包装有限公司 47.51%股权	二片罐	3.23 亿元
		佛山宝钢制罐有限公司 47.51%股权	二片罐	4.49 亿元
		哈尔滨宝钢制罐有限公司 47.51%股权	二片罐	1.98 亿元
中粮包装	2017年	浙江纪鸿包装有限公司 51%股权	二片罐	0.67 亿元
		成都高森包装容器有限公司 100%股权	二片罐	0.75 亿元
	2019年	无锡华鹏瓶盖有限公司 23%股权	瓶盖	0.53 亿元
		浙江纪鸿包装有限公司 14.1%股权	二片罐	0.79 亿元
昇兴股份	2017年	温州博德科技有限公司 70%股权	单片罐	1.94 亿元
	2019年	收购太平洋制罐（漳州）有限公司、太平洋制罐（武汉）有限公司 100%股权及原股东债权	二片罐	3.31 亿元
	2021年	收购太平洋制罐（沈阳）有限公司 100%股权	二片罐	1.71 亿元
	2022年	收购太平洋制罐（青岛）有限公司 100%股权	二片罐	2.62 亿元
		收购太平洋制罐（北京）有限公司 100%股权	二片罐	3.01 亿元
		收购太平洋制罐（肇庆）有限公司 100%股权	二片罐	1.68 亿元

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

奥瑞金资产重组获新进展，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。10 月 25 日公司发布《重大资产购买报告书（草案）》，并于 11 月 11 日召开的股东大会上通过了对该草案的审议。同日华瑞凤泉收到国家发展和改革委员会出具的《境外投资项目备案通知书》，国家发展和改革委员会对本次交易涉及的境外投资项目予以备案。

12 月 13 日，本次交易的外汇登记手续已经完成，本次交易项下要约的各项先决条件均已达成，公司预计于 2024 年 12 月 20 日或 2024 年 12 月 20 日前发出要约文件。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。

图46：奥瑞金收购中粮包装历程



资料来源：奥瑞金公司公告，中国银河证券研究院

三、造纸：短期底部有所回暖，静待未来顺周期向上

（一）浆纸系：前期价格持续下行，供给减量提振市场信心

1.回顾：供需格局持续承压，Q4 晨鸣停产缓解供给压力

24 年浆价先涨后跌，化学浆价表现分化。整体来看，针叶浆、阔叶浆价格前期受欧洲需求强劲 & 海外供给端扰动驱动而实现上涨，后续受产能投放及中国需求疲软影响而开启下跌，2024 年 7 月下旬后针叶浆企稳，而阔叶浆价截至目前仍持续下跌。

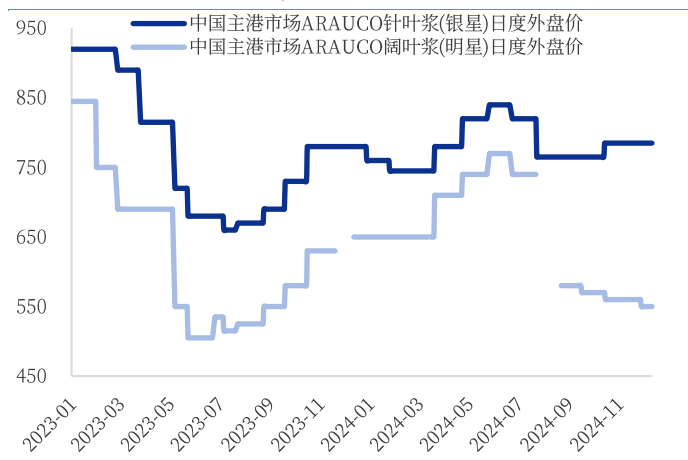
（1）2024 年 1 月~5 月，中国主港市场 ARAUCO 针叶浆(银星)、ARAUCO 阔叶浆(明星)日度外盘价最高分别较年初上涨 10.53%、18.46%，中国针叶浆、阔叶浆日度均价最高分别上涨 9.98%、16.6%。

需求方面，中国木浆需求保持平稳，1~5 月中国木浆表观消费量累计同比增长 2.76%，5 月单月增速转为-5.43%；欧洲木浆需求旺盛，1~5 月化学浆消费量累计同比增长 10.65%，2 月、4 月单月增速高达 14.07%、20.25%。同时，供应端方面亦有芬兰罢工、巴西强降雨天气等因素影响。

（2）5、6 月~至今，截至 12 月 13 日，中国主港市场 ARAUCO 针叶浆(银星)、ARAUCO 阔叶浆(明星)日度外盘价分别较此前高点下跌 6.55%、28.57%，中国针叶浆、阔叶浆日度均价分别较此前高点下跌 3.2%、24.24%。

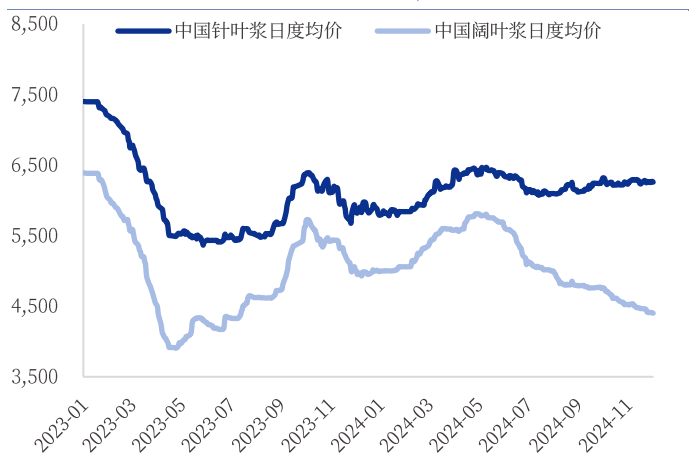
需求方面，5 月中国木浆表观消费量增速转负，5~10 月累计同比下降 10.41%；欧洲需求保持良好，但 7 月以来增速有所放缓，5~10 月化学浆消费量累计同比增长 5.96%。供应方面，下半年巴西 Suzano 塞拉多 255 万吨、联盛浆纸 166 万吨、仙鹤 40 万吨阔叶浆新产能投产。

图47：纸浆外盘价格（美元/吨）



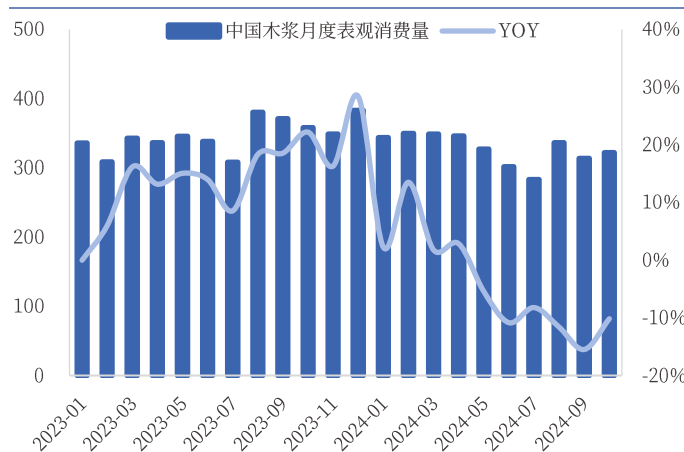
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图48：中国针叶浆、阔叶浆日度均价（元/吨）



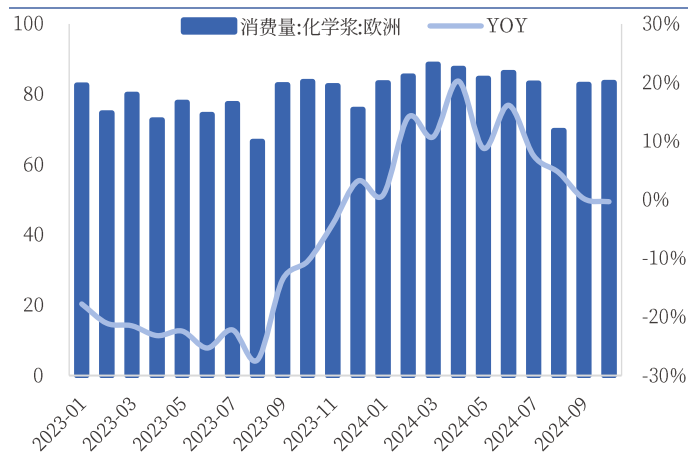
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图49：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50：欧洲化学浆月度消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表18：2024年阔叶浆新增产能梳理

	企业名称	品种	产能（万吨/年）	投产时间
海外	Suzano	阔叶浆	255	2024.07
中国	联盛浆纸	阔叶浆	166	2024.07
中国	仙鹤股份	阔叶浆	30	2024.08
中国	湖北仙鹤纸业	阔叶浆	10	2024.09
中国	湖北玖龙纸业	阔叶浆	30	2024Q4

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

化机浆价格大幅下跌，8月初低位企稳。2024年，化机浆产能大规模投放，上半年共投产80万吨化机浆产能（北海玖龙20、五洲特纸30、仙鹤股份30），推动价格端自年初持续下行，2024年8月9日达到最低价3,650元/吨，较年初下跌19.34%，并于低位逐步企稳。

图51：中国化机浆日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表19：2024年化机浆新产能情况梳理

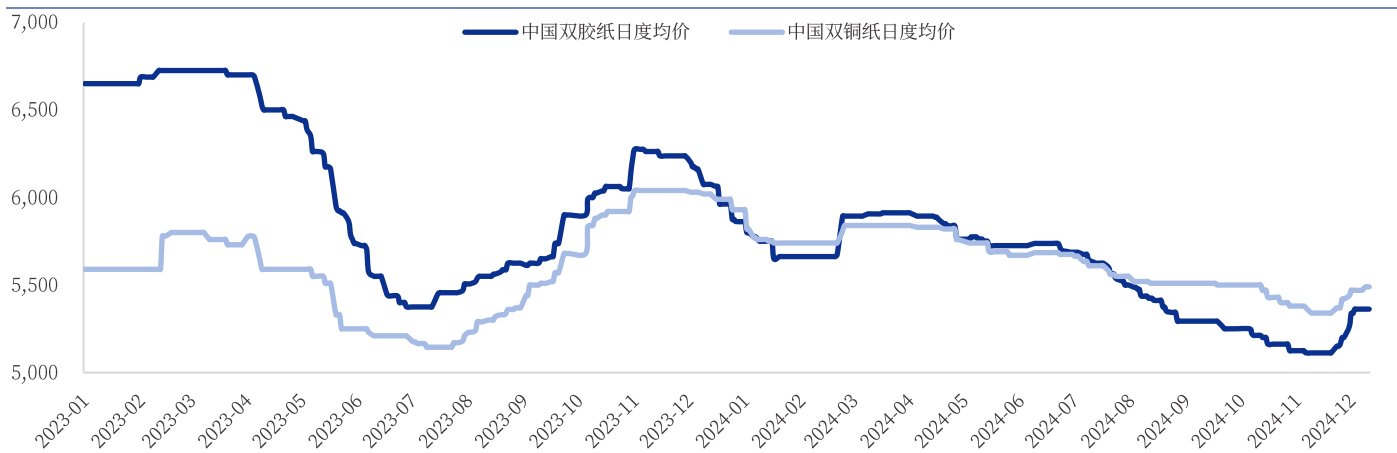
企业	品种	产能（万吨/年）	投产时间
北海玖龙	化机浆	20	2024.01
五洲特种纸业	化机浆	30	2024.02
仙鹤股份	化机浆	10	2024.03
湖北仙鹤纸业	化机浆	20	2024.06
联盛浆纸	化机浆	120	2024Q4
广西金桂	化机浆	75	2024Q4
湖北玖龙纸业	化机浆	70	2024Q4
岳阳林纸岳阳分公司	化机浆	20	2024Q4

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

文化纸：多重因素影响导致持续降价，24年年末供给压力缓解促进价格回暖。整体来看，文化纸整体价格大幅下降，双胶纸、双铜纸于2024年11月中旬较年初最低下降12.79%、9.95%，此后虽有大幅反弹，但截至2024年12月13日仍较年初分别下降8.53%、7.42%。主要源于：1）社会面需求表现相对疲软；2）原材料浆价持续下跌；3）新产能投放增加供应压力。其中，2024年2月下旬及11月下旬存在2轮涨价：2月下旬主要源于纸浆价格上涨支撑；11月下旬以来主要源于

晨鸣停工缓解供给压力，龙头纸企积极促涨。

图52：文化纸日度均价（元/吨）

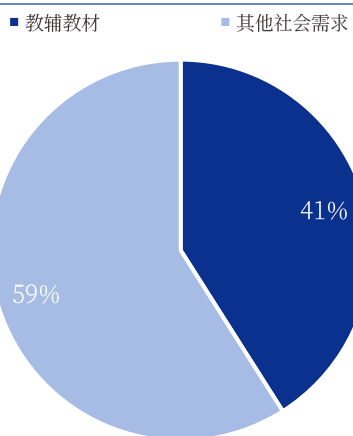


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

双胶纸下游刚需基本维持稳定，供给端先增后减。

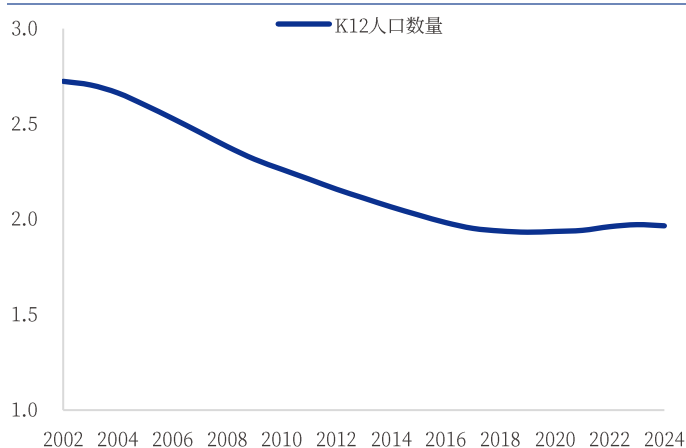
需求方面，双胶纸需求主要由教辅教材、其他社会需求（本册、图书、宣传彩页等）构成，二者 2023 年分别占比 41%、59%。近几年 K12 人口数量基本保持稳定，整体贡献较为稳定的教辅教材需求。2024 年 1~10 月，中国双胶纸消费量累计为 766.69 万吨，同比增长 2.37%，整体实现个位数增长。其中，10 月单月实现 69.31 万吨，同比增长 2.52%。

图53：双胶纸下游应用结构（2023 年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

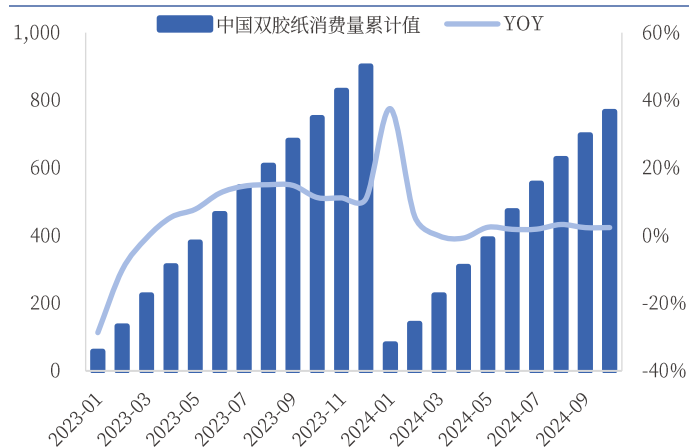
图54：K12 教育人口数量（亿人）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

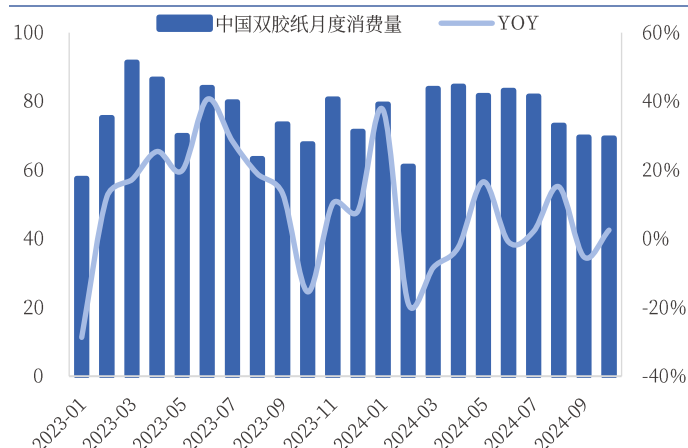
注：根据历年出生人口测算

图55：双胶纸累计消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图56：双胶纸月度消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

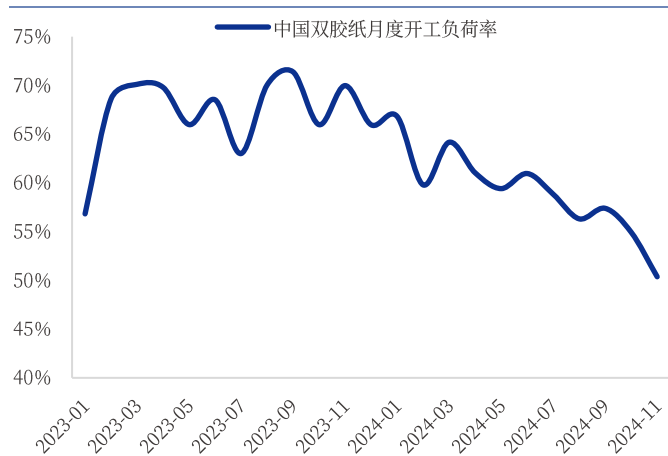
供给方面，年初产能投放对市场造成冲击，Q4晨鸣大规模停产缓解供应压力。年初，北海玖龙55万吨新建产能投产，华泰PM11纸机改造后成功开机，可年产52万吨双胶纸，产能释放对供需格局造成一定冲击，月度开工负荷率逐月走低，11月降至50.37%。受行业周期性及公司自身资金问题影响，晨鸣纸业自11月以来对部分生产基地进行限产、停产，减少大量双胶纸及白卡纸产能，有效缓解行业供给压力。根据卓创咨询数据，晨鸣纸业共有双胶纸产能235.05万吨，占行业产能比例为13.55%。

表20：2024年双胶纸行业产能事件梳理

企业	供应影响	时间	事件	主要情况
华泰纸业	增加	2024.01	改造纸机投产	PM 11 原于 2005 年投产，当时可生产 40 万吨新闻纸，后续改造转产瓦楞纸和其他纸种。2021 年，华泰纸业签约福伊特进行改造，改造后可生产 52 万吨双胶纸。
北海玖龙	增加	2024.01	新建产能	广西北海基地 PM 50 成功出纸，新增 55 万吨未涂布文化纸产能。
晨鸣纸业	减少	2024.11	产能限产、停产	11 月以来对部分生产基地进行了限产、停产。截至公告披露日，公司寿光基地 1 条白卡纸生产线、1 条文化纸生产线和 1 条铜版纸生产线、湛江基地化学浆生产线、1 条文化纸生产线和 1 条白卡纸生产线、江西基地及吉林基地临时停产，停机浆、纸产能 703 万吨。

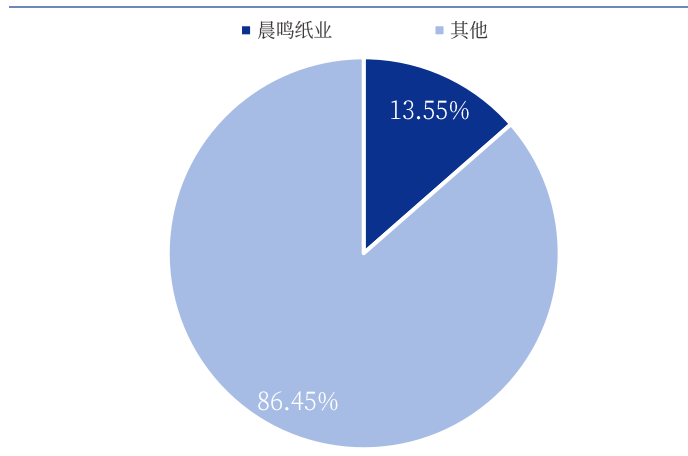
资料来源：纸业联讯，卓创资讯，晨鸣纸业公司公告，中国银河证券研究院

图57：双胶纸月度开工负荷率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图58：晨鸣纸业双胶纸产能份额（2023年）

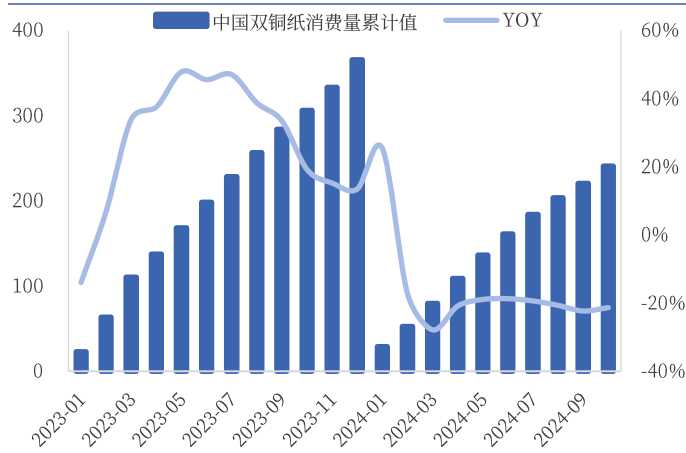


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

双铜纸需求明显下滑，产能常年维持稳定。

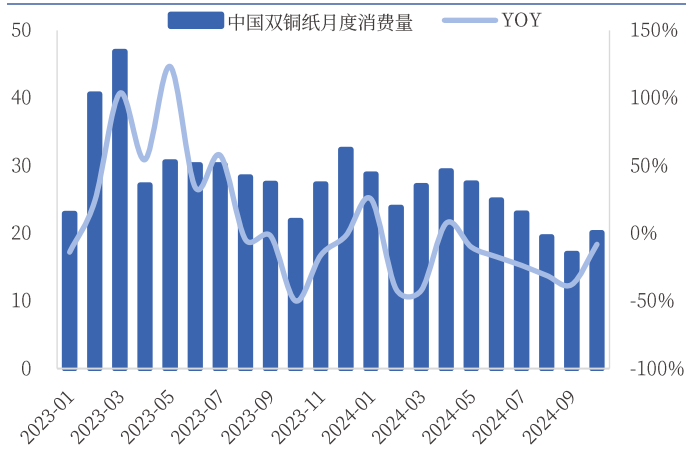
需求方面，双铜纸需求主要由画册及单页、教辅教材、其他构成，2023年三者分别占比32%、25%、43%。2024年1~10月，双铜纸消费量累计值为240.71万吨，同比下降21.32%。其中，10月单月实现20.1万吨，同比下降8.15%。

图59：双铜纸累计消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

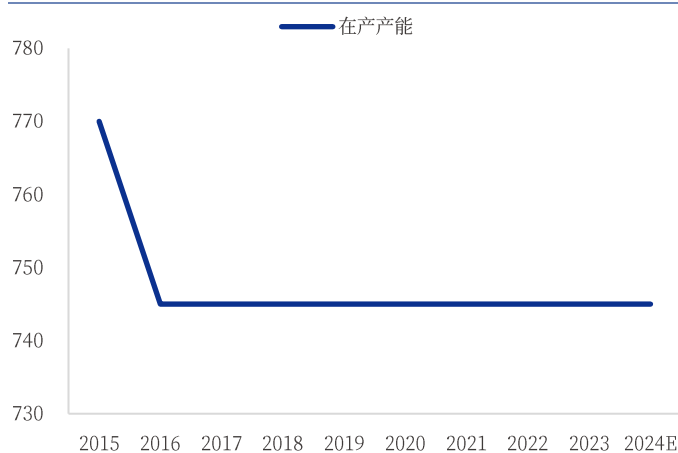
图60：双铜纸月度消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

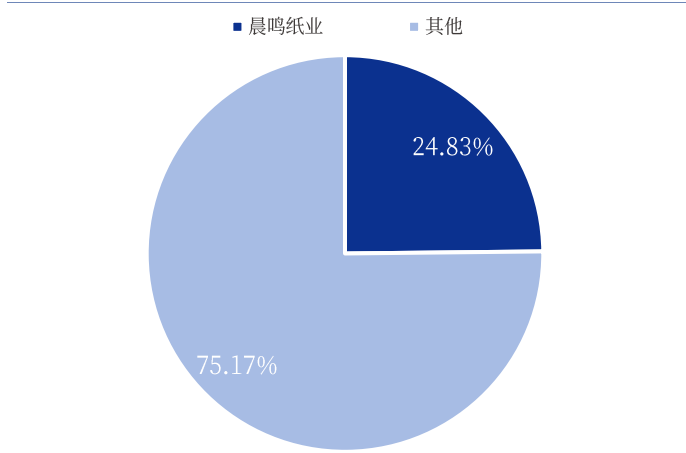
供给方面，2016年以来，双铜纸产能规模维持稳定，在745万吨水平，均无新产能投放。2024年11月，晨鸣纸业双铜纸产能同样停产，缓解行业供给压力。根据卓创咨询数据，晨鸣纸业共有山东、江西、吉林双铜纸产能185万吨，占行业产能比例为24.83%。

图61：双铜纸历年在产产能（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图62：晨鸣纸业双铜纸产能份额（2023年）

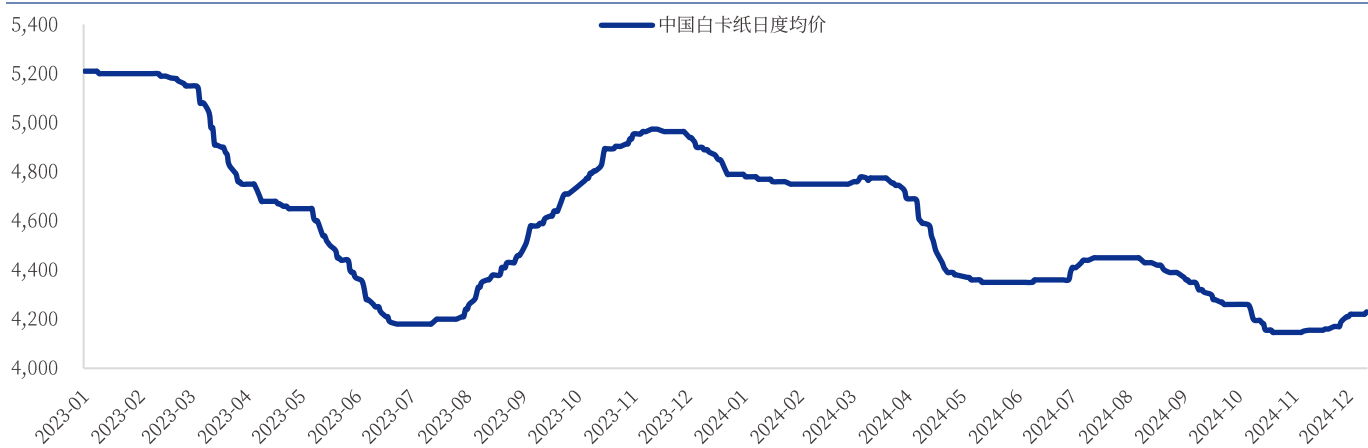


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

白卡纸：全年价格大幅回调，晨鸣停工带动近期提价。

价格方面，2024年白卡纸价格大幅回调，最低于10月下旬达到4,146元/吨，较年初下降13.44%。其间，白卡纸分别于3月、7月及11月共有三轮提价：3月源于纸浆原材料价格上涨支撑；7月源于部分节日订单需求释放，且纸厂存在控产情况；11月源于晨鸣纸业大规模停工，供应压力缓解提振市场信心。

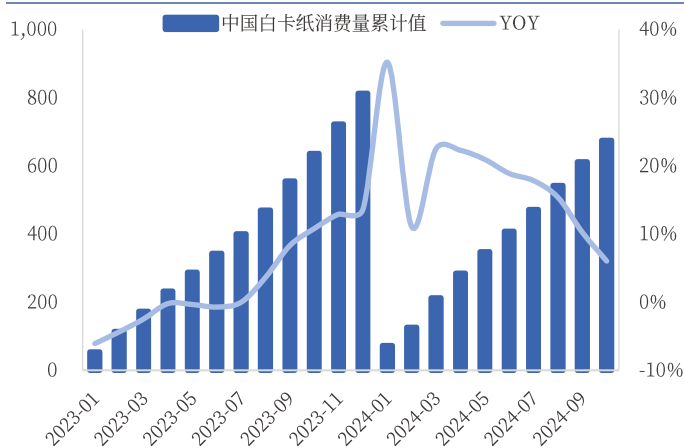
图63: 白卡纸日度均价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

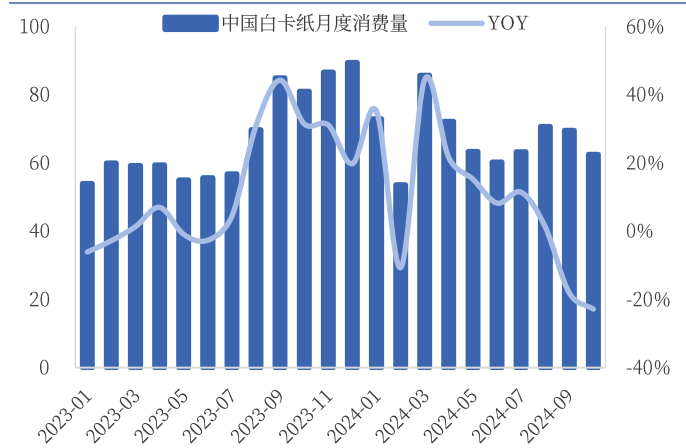
需求方面, 中国白卡纸下游构成丰富, 药品、香烟、食品包装、餐饮服务及乳制品分别占比 28%、11%、11%、7%、7%。2024 年以来需求持续走弱, 2024 年 1~10 月共实现消费量 674.3 万吨, 同比增长 6.02%。其中, 10 月单月实现 62.5 万吨, 同比下降 22.84%。

图64: 白卡纸累计消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

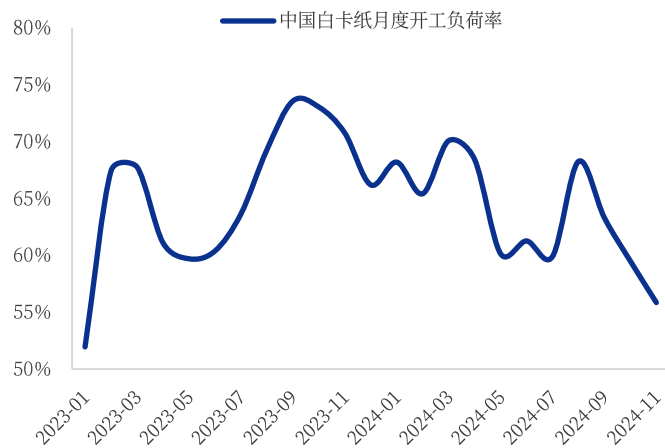
图65: 白卡纸月度消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

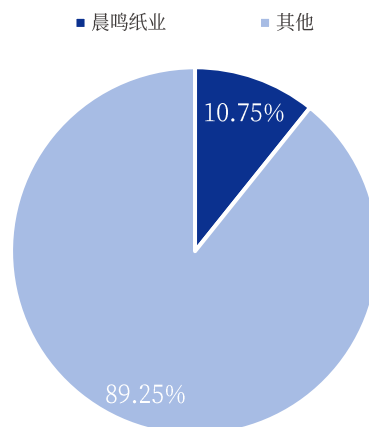
供给方面, 近年来白卡纸产能持续扩张, 供过于求压制整体表现, 2024 年 11 月开工负荷率仅为 55.85%。2024 年 11 月以来, 晨鸣纸业停工减少白卡纸供给量, 有效缓解供应压力; 2023 年晨鸣共有 200 万吨白卡纸产能, 占行业总产能比例为 10.75%。

图66：白卡纸月度开工负荷率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图67：晨鸣纸业白卡纸产能份额（2023年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

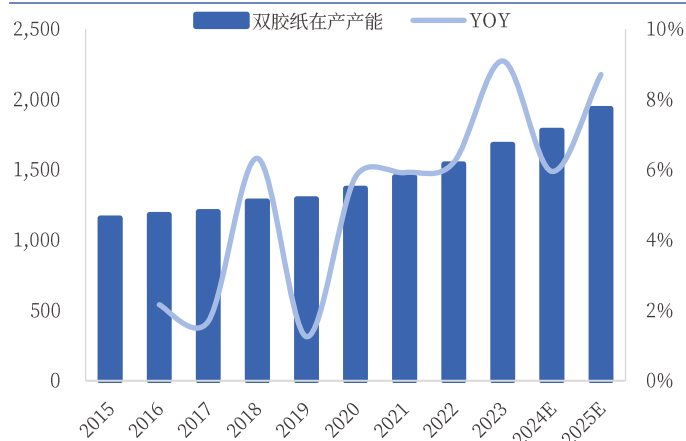
2.展望：短期价格仍有支撑，后续产能压力较大，关注经济及内需表现

短期大规模停产仍将持续，将为市场提供支撑。2024Q3，晨鸣纸业共有流动负债 466.53 亿元、流动资产 255.72 亿元，流动/速动比率分别为 0.55 / 0.34。2024 年 11 月，晨鸣纸业发布公告，公司受周期性影响而亏损，部分金融机构压缩贷款规模，导致部分债务及担保逾期（截至 11 月 18 日，公司及子公司累计逾期的债务本息合计 18.2 亿元），因而对部分生产基地限产、停产。

我们认为，当前晨鸣纸业正多途径拓宽融资渠道，并积极协调偿债方案，但距生产复工仍需一定时间，短期内行业供应减量情况持续存在，将对纸价形成支撑。

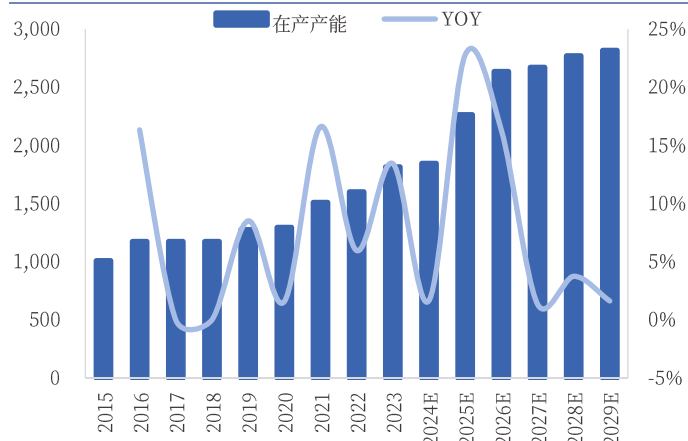
后续新增产能较多，供给端压力明显。分纸种来看，双胶纸后续将有 200 万吨新产能投放，其中预计 24 年底将有 45 万吨，25 年将有 155 万吨；双铜纸产能维持稳定；白卡纸未来 2 年将具备较大产能压力，25 年、26 年将分别新增 420、370 万吨，年增速分别为 22.76%、16.34%。同时，后续仍需关注晨鸣纸业产能复工情况，届时料将对市场造成一定冲击。

图68：双胶纸在产产能（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图69：白卡纸在产产能（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表21：双胶纸拟在建项目梳理

预计投产时间	企业	产能规模（万吨）	产能位置
2024Q4	岳阳林纸	45	湖南
2025Q1	湖北玖龙纸业	25	湖北
2025Q1	湖北玖龙纸业	35	湖北
2025Q2	北海玖龙	70	广西
2025Q2	五洲特种纸业	25	江西

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表22：白卡纸拟在建项目梳理

预计投产时间	企业	产能规模（万吨）	产能位置	预计投产时间	企业	产能规模（万吨）	产能位置
2025Q1	北海玖龙	120	广西	2026Q4	广西金桂	90	广西
2025Q2	湖北玖龙纸业	120	湖北	2026Q4	新乡新亚纸业	40	河南
2025Q3	联盛浆纸	100	福建	2027Q4	黄冈晨鸣	36	湖北
2025Q4	江苏博汇纸业	80	江苏	2028Q4	江苏博汇纸业	100	江苏
2026Q4	黄冈晨鸣	138	湖北	2029Q3	广西恩索	45	广西
2026Q4	亚洲浆纸	102	浙江				

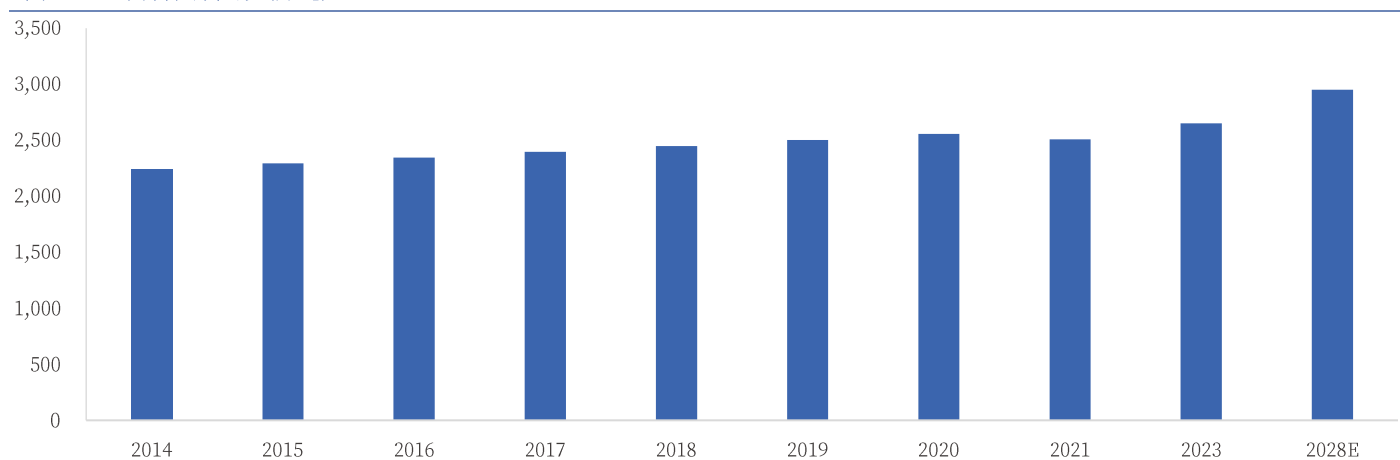
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

中央政策及表态积极，静待落地提振内需。2024 年 12 月 9 日，中央政治局会议召开，对 2025 年经济工作进行部署，将加强超常规逆周期调节，实施更加积极的财政政策，实施适度宽松的货币政策（14 年以来首度重提），将扩大内需放在重点工作第一位。本次政治局会议表述精简有力，政策态度积极程度略超预期，静待后续落地带动内需回暖，进而向造纸产业链传导，开启新一轮景气周期。

（二）特种纸：全球市场稳步增长，龙头加快产能扩张

回顾：全球特种纸市场规模持续成长。特种纸经过特殊的抄造工艺、添加特殊原料或采用特殊工序生产而满足特定用途，可分为 7 大系列、上千种细分产品，每一类单品市场容量较小。据 Smithers Pira 统计数据，预计 2023 年全球特种纸市场达到 2,650 万吨，自 2014 年以来持续扩张（21 年受疫情影响有所下滑），9 年 CAGR 为 1.9%；预计 2028 年全球特种纸市场将达到 2,950 万吨，5 年 CAGR 为 2.1%。

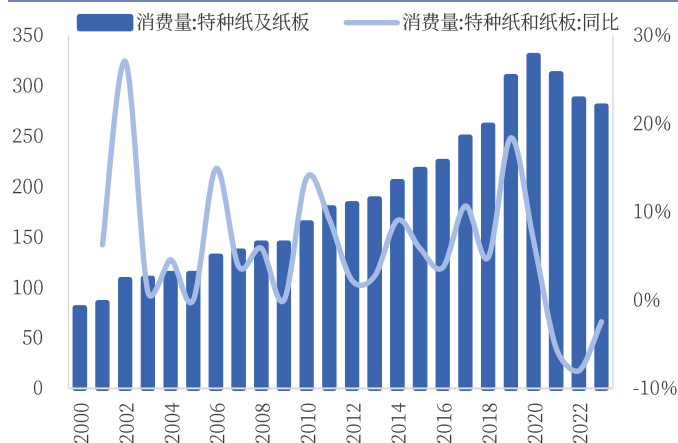
图70：全球特种纸市场（万吨）



资料来源：Smithers Pira，中国银河证券研究院

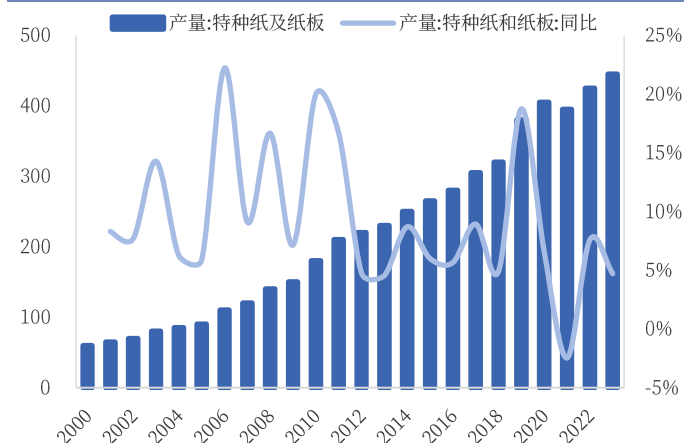
中国特种纸消费有所承压，出口扩张带动产能消化。受终端需求影响，中国特种纸及纸板消费量在 2020 年达到最高点 330 万吨后持续下滑，2023 年达到 280 万吨，同比下降 2.44%，3 年 CAGR 为 -5.33%。国内特种纸需求下滑背景下，出口快速增长带动特种纸产业扩容。2023 年，中国特种纸及纸板产量达到 445 万吨，同比增长 4.71%，出口数量达到 179 万吨，同比增长 15.48%。

图71：中国特种纸及纸板消费量（万吨）



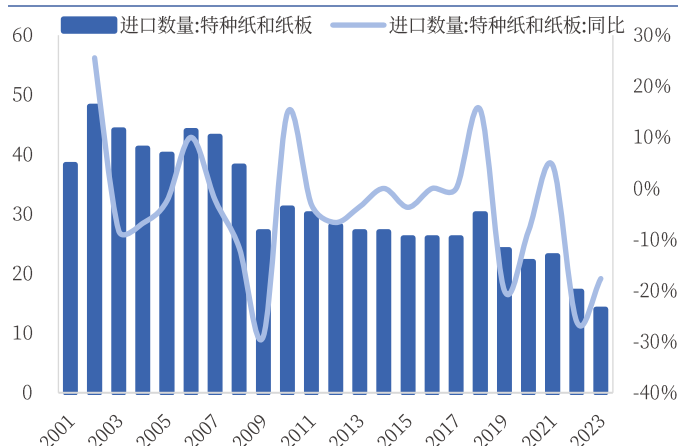
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图72：中国特种纸及纸板产量（万吨）



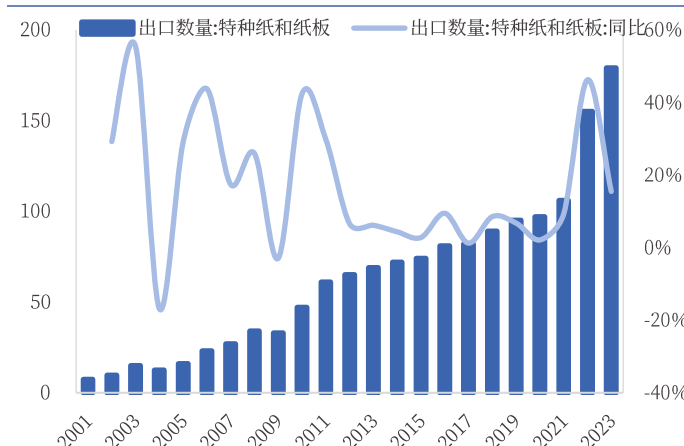
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图73：中国特种纸及纸板进口量（万吨）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

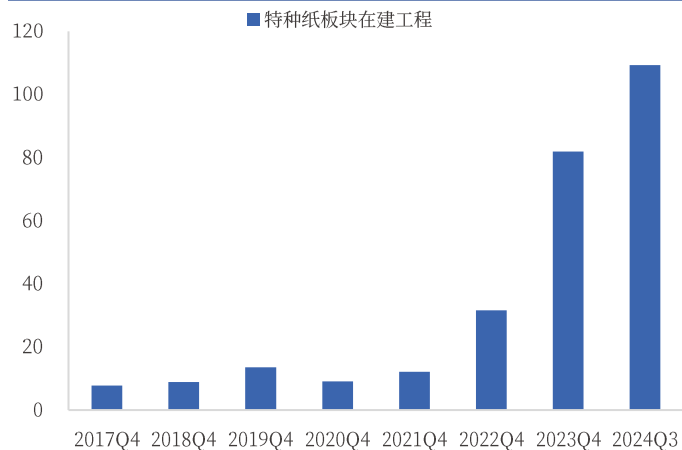
图74：中国特种纸及纸板出口量（万吨）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

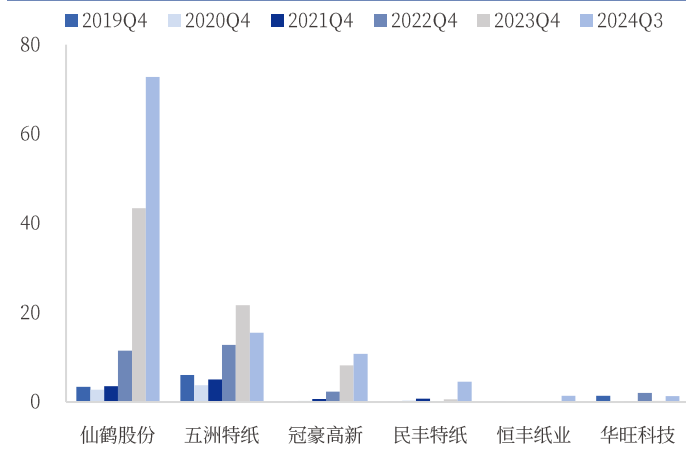
展望：特种纸龙头加快产能扩张，陆续落地驱动成长。2022 年以来，特种纸板块龙头加快产能建设，在建工程规模快速增长，2024 年三季度达到 109.28 亿元，较 2023 年四季度增长 33.43%。其中，仙鹤股份广西和湖北两大生产基地一期项目、五洲特纸湖北和江西基地、冠豪高新 30 万吨高档涂布白卡纸项目&6 万吨特种纸项目均在逐步落地中，未来产能释放将驱动企业销量增长，支撑业绩向上。

图75：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76：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：Q4 旺季需求实现改善，看好未来促消费进一步发力

1.回顾：价格前期大幅回调，Q4 旺季驱动向上

废黄板纸价格上半年大幅回调，下半年波动向上。

2024H1，废黄板纸价格以下跌为主，废纸消费需求表现较弱，且下游成品纸价格下行拖累原材料采购积极性。

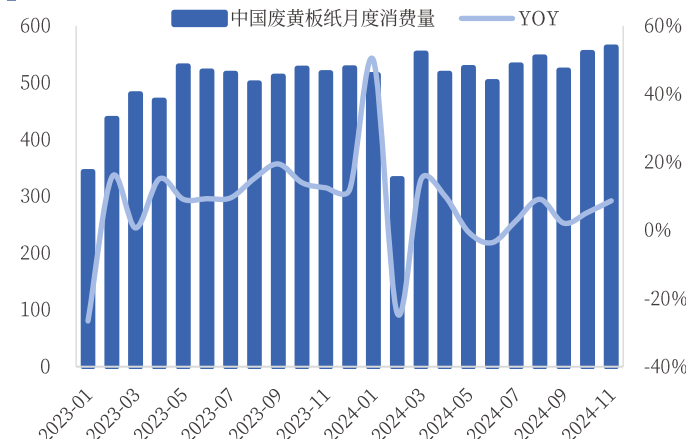
2024H2，废黄板纸价格波动上涨，中秋、国庆、电商节、元旦等节日消费旺季贡献下游包装需求增量，部分月份受天气因素影响而导致供给端下降，对废黄板纸价格构成支撑。

图77：中国废黄板纸日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图78：中国废黄板纸月度消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

成品纸价前期经历大幅回调，10 月以来回暖反弹。

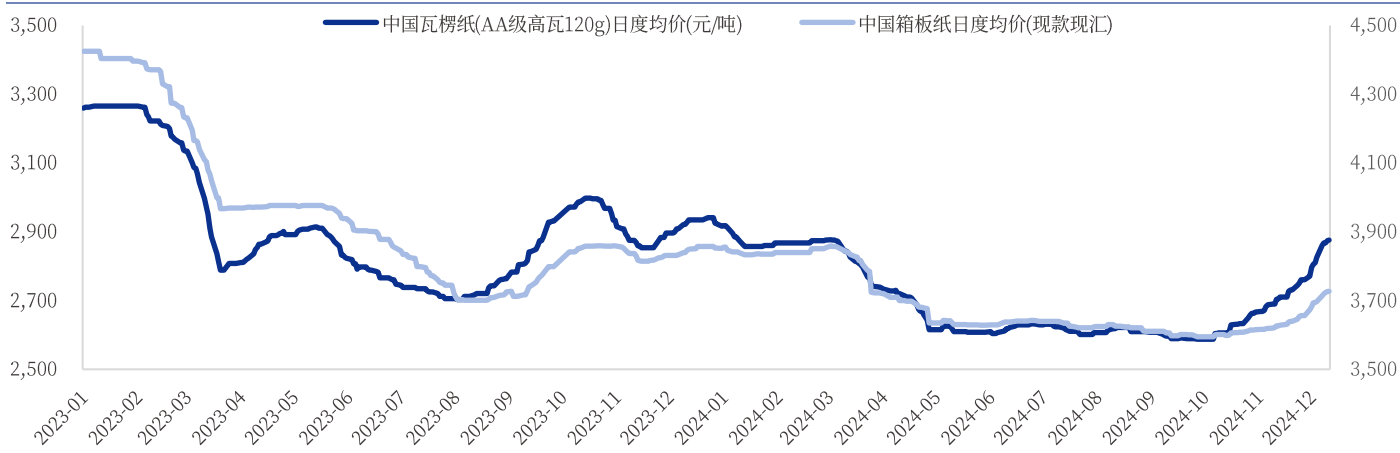
1) 1月~3月初，价格回落后小幅上涨：2024年3月4日，瓦楞、箱板纸价格较年初分别变动-1.33%、+0.19%。1月上旬下跌主要源于市场需求端放量不足，规模纸厂天津、沈阳基地2轮下调出厂报价，后续上涨主要源于部分纸机停机导致供应端收紧，叠加需求端稳中增加，规模纸厂分别于2月1日、22日上调出厂价；

2) 3月初~5月初，价格大幅回调：2024年5月6日，瓦楞、箱板纸价格较3月4日分别下跌9.08%、5.82%，主要源于传统行业淡季背景下，下游消费需求疲软，终端订单放量一般。

3) 5月初~9月末，价格底部波动，分别在2,611元/吨、3,619元/吨附近波动，7~8月新增产能集中投放压制价格表现；

4) 10 月以来, 价格持续回暖, 2024 年 12 月 13 日, 瓦楞、箱板纸价格较 10 月初分别上涨 11.16%、3.68%, 主要源于市场处于消费旺季, 需求端订单量实现增加, 规模纸厂多次上调出厂价格, 中小纸厂积极跟涨。

图79: 废纸系成品纸日度均价 (元/吨)



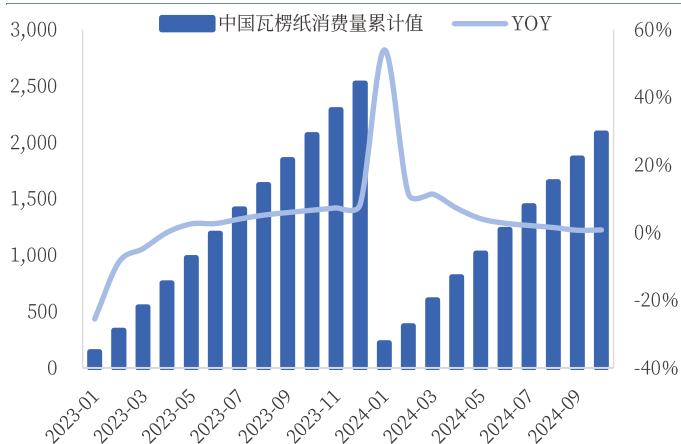
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

消费量整体维持稳健, Q4 下游需求实现回暖。

2024 年 1~10 月, 中国瓦楞纸、箱板纸消费量累计分别为 2,083.24、2,856.49 万吨, 同比分别增长 0.8%、3.21%。其中, 10 月单月分别实现 223.36、306.96 万吨, 同比分别增长 1.56%、5.53%。

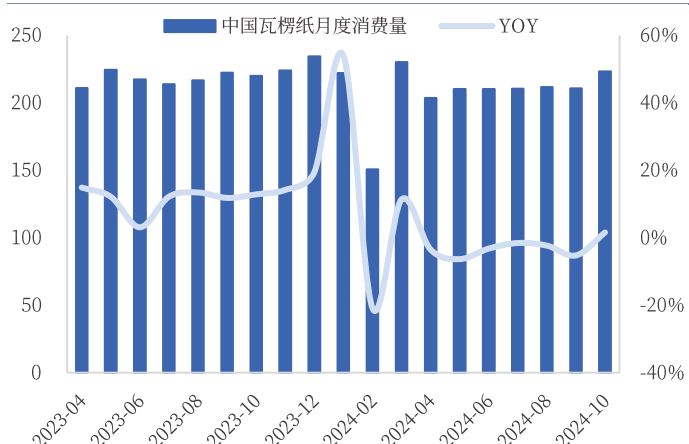
下游来看, 中国瓦楞箱板纸主要应用于消费领域, 食品、饮料、家电电子占比分别为 21%、17%、14%。家电、饮料板块 9 月以来生产回暖, 四类家电 (空调、洗衣机、冰箱、彩电) 产量分别于 9 月、10 月同比增长 10.43%、10.67%, 软饮料产量分别于 9 月、10 月同比增长 10.4%、14%。

图80: 瓦楞纸累计消费量 (万吨)



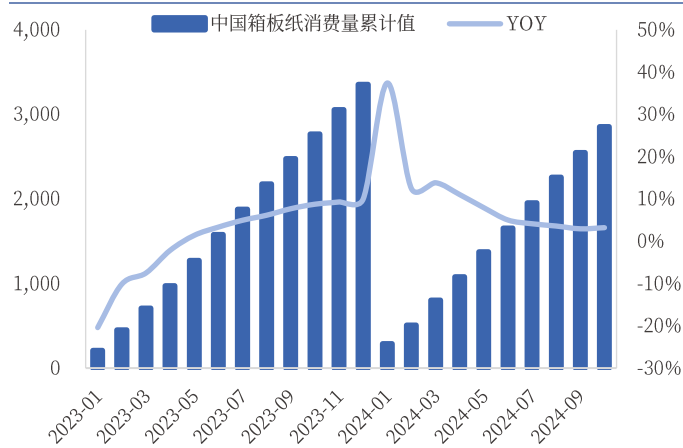
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图81: 瓦楞纸月度消费量 (万吨)



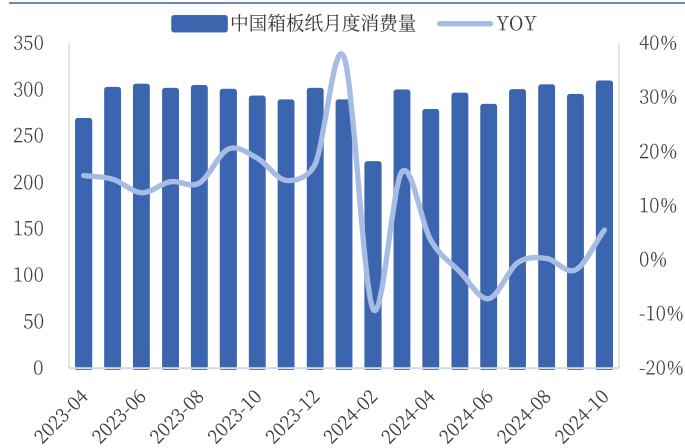
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图82：箱板纸累计消费量（万吨）



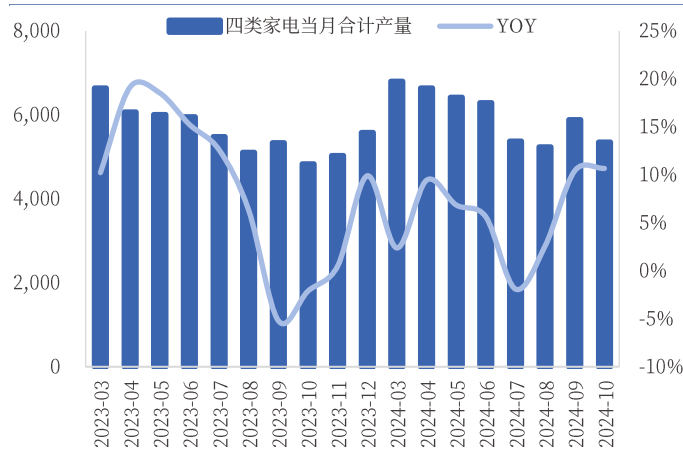
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图83：箱板纸月度消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图84：四类家电合计产量（万台）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图85：软饮料产量（万吨）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

行业整体供过于求，产能实现个位数增长。近年来，瓦楞箱板纸产能持续成长，新产能投放加剧市场竞争，市场整体维持供过于求格局，2024年月度开工负荷率维持在60%左右。24年新增产能来看，预计全年将新增超过450万吨瓦楞、箱板纸产能，产品类别以箱板纸为主，且集中于华中地区，多数已在7~8月集中投产。

表23：2024年瓦楞箱板纸主要新增产能情况

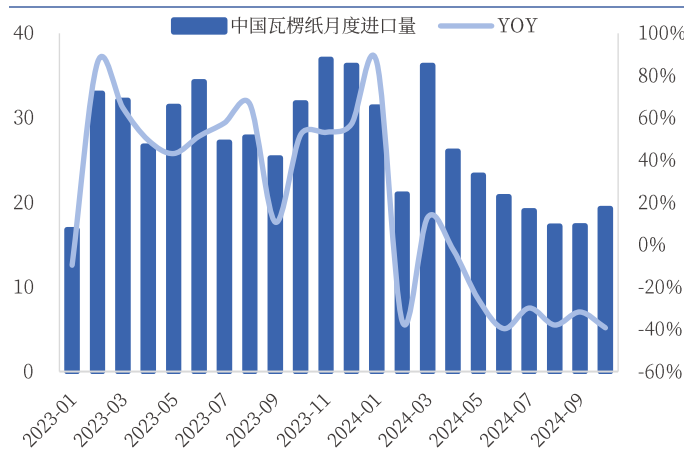
生产企业	对应纸种	产能（万吨）	地区	投产时间
山鹰纸业(吉林)有限公司	瓦楞纸	30	吉林省	2024年1月
山东仁丰特种材料股份有限公司	瓦楞纸	30	山东省	2024年1月
河北汉高新材料科技有限公司	瓦楞纸	15	河北省	2024年3月
临洮县红旗包装材料有限公司	箱板纸	15	甘肃省	2024年5月
山西大维纸业有限公司	瓦楞纸	20	山西省	2024年7月
陕西武功东方纸业股份有限公司	箱板纸	60	陕西省	2024年7月
五洲特种纸业(湖北)有限公司	箱板纸	45	湖北省	2024年7月
河北宝石纸业股份有限公司	箱板纸	40	河北省	2024年7月
河北冀滦纸业股份有限公司	箱板纸	10	河北省	2024年7月
五洲特种纸业(湖北)有限公司	瓦楞纸	35	湖北省	2024年8月
河南省龙源纸业股份有限公司	箱板纸	40	河南省	2024年8月

河南雅都纸业有限公司	箱板纸	35	河南省	2024 年 10 月
贵州鹏昇(集团)纸业有限责任公司	箱板纸	35	贵州省	2024 年 11 月
云南东晟纸业有限责任公司	箱板纸	20	云南省	2024 年 11 月
河南新乡亨利纸业有限公司	瓦楞纸	30	河南省	2024 年 12 月

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

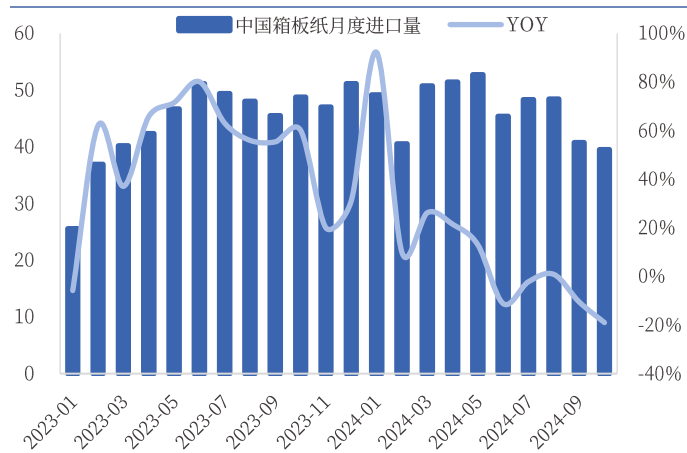
海运费上涨促使进口冲击逐步消退。2023 年初,海关将原瓦楞箱板纸进口关税由 6%降低至 0%,进口成本降低、套利空间增大带动进口积极性提高,2023 年瓦楞纸、箱板纸进口量同比分别增长 47.84%、48.19%,竞争加剧对成品纸价格造成冲击。2024 年伴随海运费走高,瓦楞箱板纸进口成本提高抑制进口需求,2024 年 5~10 月中国瓦楞纸、箱板纸进口量同比分别下降 34.31%、4.98%。

图86: 中国瓦楞纸月度进口量 (万吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图87: 中国箱板纸月度进口量 (万吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

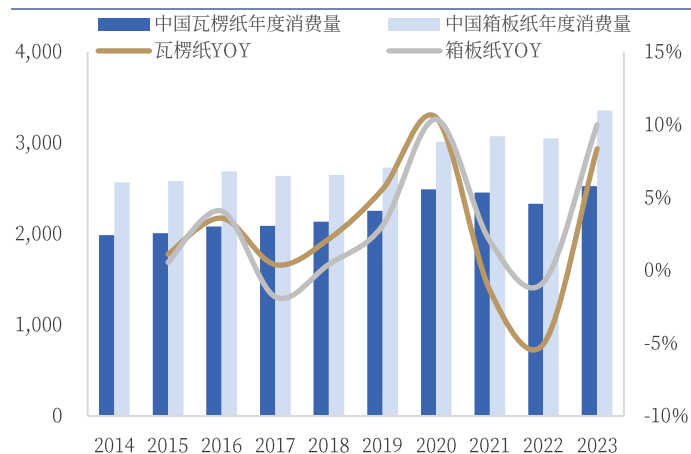
2.展望：短期看好政策对消费支持，长期静待供需格局改善

短期看好政策支持下消费复苏。2024 年 12 月 9 日，中央政治局会议提出要将扩大内需放在重点工作第一位，提振消费是重中之重。消费复苏将带动包装需求增长：一方面，未来稳住楼市股市将修复居民财富效应，且促消费和惠民生的政策结合，均将促进消费复苏；另一方面，以往中国家电补贴政策持续时间在 2~3 年，2025 年消费品以旧换新政策有望延续、扩围、扩容。

包装需求长期成长，瓦楞、箱板纸未来产能增量有限，静待供需格局改善。

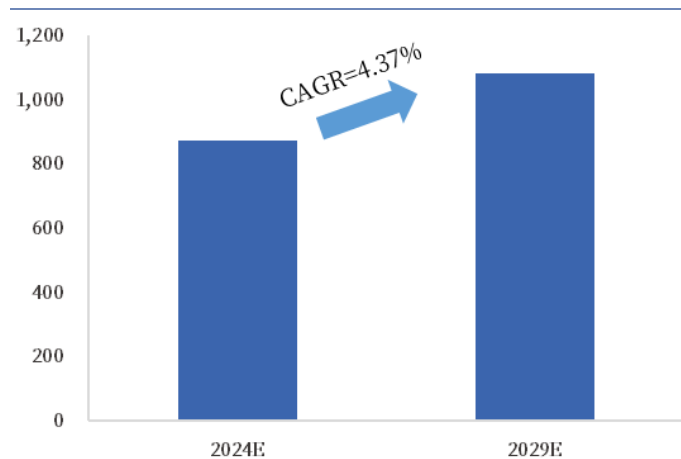
需求方面，中国瓦楞箱板纸需求整体实现扩张，2023 年消费量分别达到 2,525.33、3,353.41 万吨，同比分别增长 8.34%、9.99%，近 5 年 CAGR 分别为 3.42%、4.83%。同时，受电子商务及外卖市场发展，下游纸包装市场将持续成长，贡献包装纸需求增量，预计 2024 年中国纸包装市场规模为 874.8 亿美元，到 2029 年将达到 1,083.6 亿美元，5 年 CAGR 为 4.37%。

图88: 中国瓦楞、箱板纸年度消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

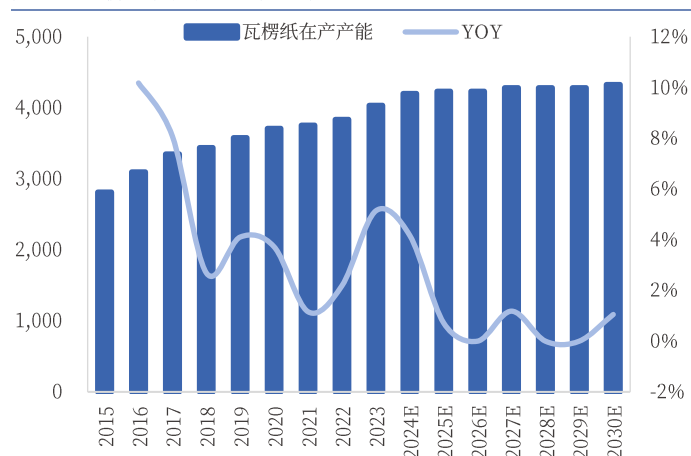
图89: 中国纸包装市场规模 (亿美元)



资料来源: Mordor Intelligence, 中国银河证券研究院

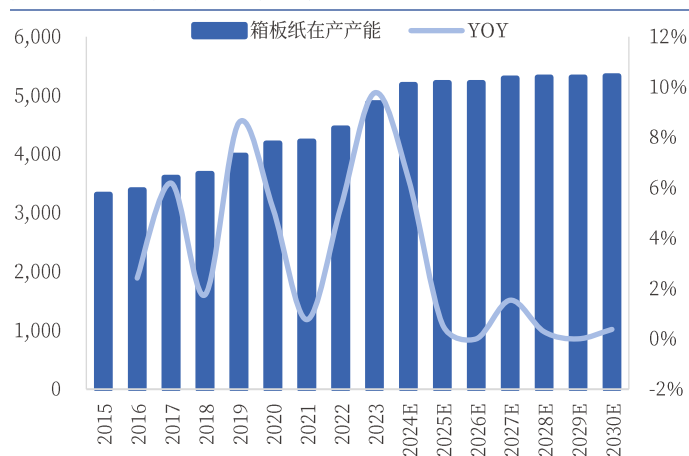
产能方面, 根据卓创咨询统计数据, 预计2024年瓦楞纸、箱板纸在产产能将分别达到4,200.8、5,186.2万吨, 同比分别增长4.17%、6.36%, 而2025年及之后瓦楞纸、箱板纸产能增长有限, 未来6年CAGR分别为0.49%、0.46%。

图90: 瓦楞纸在产产能 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图91: 箱板纸在产产能 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

四、轻工出口：业务加快扩张，龙头产能布局领先

（一）回顾：轻工出口龙头营收快速增长，盈利受海运费上涨影响

品类表现较为分化，细分领域需求较优。2024 年下半年以来，轻工出口细分品类表现分化：保温杯、体育用品及健身器材品类相对景气，除 9 月短暂承压后，其余各月均维持双位数增长，6~10 月出口金额累计值分别同比增长 17.31%、18.95%；而家具、塑料制品等细分品类各月整体表现相比较弱，同比均有增有减。

表24：轻工出口各品类单月同比增速

	家具及其零件	沙发	床垫	PVC 地板	办公椅	办公室用金属家具（含升降桌）	保温杯	塑料制品	体育用品及健身器材	人造草坪	宠物牵引用具
2024-10	3%	-4%	8%	-1%	4%	20%	21%	7%	25%	8%	5%
2024-09	-10%	-14%	7%	-18%	-17%	-4%	-1%	-4%	5%	-7%	-13%
2024-08	-4%	-8%	14%	-4%	-1%	7%	23%	-1%	18%	-12%	-1%
2024-07	-5%	-8%	21%	0%	-3%	5%	13%	-2%	18%	-11%	-4%
2024-06	7%	5%	17%	0%	10%	20%	33%	6%	31%	-9%	-5%
2024-05	18%	16%	25%	-5%	26%	58%	36%	4%	31%	3%	-12%
2024-04	9%	13%	15%	-3%	15%	43%	1%	-6%	14%	-4%	-7%
2024-03	-5%	-4%	8%	-14%	-8%	-4%	-16%	-13%	-3%	-11%	-15%
2024-02	58%	62%	33%	55%	45%	31%	91%	36%	57%	5%	30%
2024-01	26%	29%	41%	18%	44%	23%	26%	19%	32%	5%	-10%
2023-12	19%	25%	31%	10%	30%	30%	23%	6%	36%	7%	7%
2023-11	8%	13%	21%	8%	20%	31%	23%	-6%	23%	16%	-5%
2023-10	-6%	0%	8%	2%	7%	-3%	5%	-16%	14%	7%	-13%
2023-09	-2%	-1%	12%	1%	17%	10%	23%	-14%	14%	-3%	-5%
2023-08	-4%	1%	15%	-9%	11%	10%	26%	-1%	11%	20%	-13%
2023-07	-13%	-10%	9%	-31%	4%	14%	-1%	-10%	-3%	7%	-31%
2023-06	-13%	-13%	13%	-27%	1%	34%	-6%	-10%	2%	19%	-21%
2023-05	-14%	-16%	0%	-21%	-6%	21%	-4%	-11%	8%	-2%	-10%
2023-04	1%	-11%	-4%	-16%	8%	46%	20%	6%	24%	32%	7%
2023-03	14%	-6%	19%	-22%	27%	50%	27%	22%	12%	22%	27%
2023-02	-25%	-37%	-4%	-49%	-13%	32%	-29%	-12%	-35%	26%	-42%
2023-01	-13%	-24%	-16%	-31%	-20%	12%	-4%	-12%	-28%	48%	-18%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

轻工出口龙头营收普遍实现快速增长。在行业出口数据整体维稳的情况下，轻工出口龙头凭借自身竞争优势持续获取增量空间，2024 年上半年在 2023 年同期去库低基数基础上实现快速成长，而 2024Q3 在 2023 年同期正常情况下仍实现快速增长，彰显出其较强的业务成长性。

表25：轻工出口龙头单季营收增速

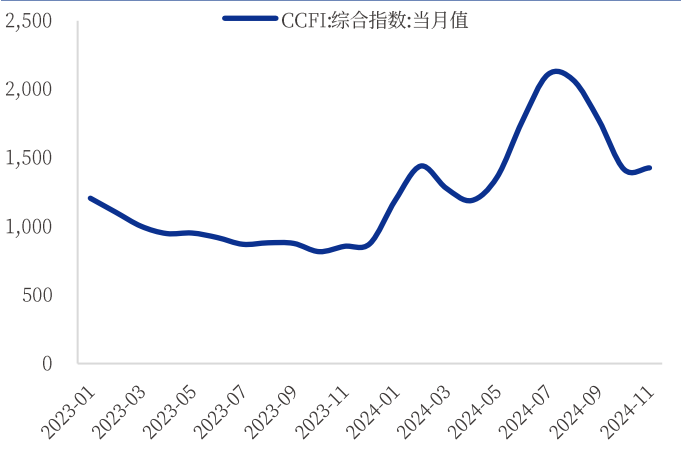
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
致欧科技	-11.18%	-0.38%	13.92%	44.98%	45.30%	36.55%	34.49%
共创草坪	-17.97%	12.16%	1.43%	5.18%	23.14%	15.44%	16.05%
永艺股份	-30.90%	-30.17%	-1.38%	19.70%	22.96%	42.37%	38.79%
恒林股份	20.84%	25.72%	27.09%	28.34%	38.98%	25.68%	41.02%

乐歌股份	4.29%	12.34%	31.90%	35.73%	40.83%	48.08%	53.67%
建霖家居	-29.00%	-11.57%	22.11%	47.27%	42.68%	20.11%	10.41%
匠心家居	-7.43%	61.74%	55.83%	32.00%	30.66%	25.20%	26.12%
麒盛科技	-6.37%	19.89%	27.18%	29.99%	8.48%	-14.98%	-11.50%
嘉益股份	32.46%	49.75%	51.82%	29.21%	78.20%	78.13%	42.79%
西大门	4.98%	38.08%	26.14%	39.83%	38.33%	28.15%	27.59%
松霖科技	-23.72%	-13.99%	3.14%	13.71%	12.61%	-3.00%	-6.82%
家联科技	-20.82%	-24.29%	-21.07%	24.20%	52.03%	29.20%	41.92%
哈尔斯	-35.90%	-21.35%	27.67%	32.36%	58.58%	42.44%	26.69%
梦百合	-20.74%	-1.95%	6.55%	15.96%	7.08%	11.88%	3.04%
源飞宠物	-46.23%	22.30%	27.51%	53.05%	30.67%	23.05%	28.59%
天元宠物	0.72%	31.26%	-18.74%	34.60%	17.90%	29.76%	49.15%
浙江自然	-27.23%	-5.12%	-15.80%	6.70%	13.83%	12.64%	34.88%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

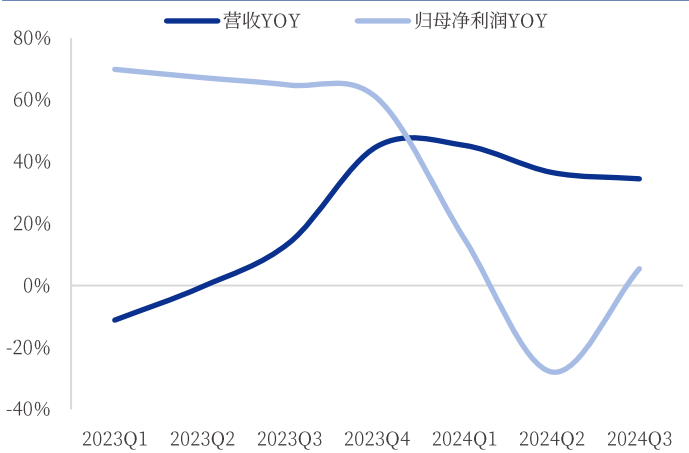
海运费大幅上涨，影响企业利润表现。2024 年以来，受地缘冲突影响，航运绕行导致全球运力紧张，海运费实现大幅上涨，CCFI 综合指数最高于 2024 年 7 月达到 2,107.66 点，较 2023 年 12 月上涨 140.91%，2024 年 8 月以来有所回落。海运费上涨影响出口企业业绩表现，一方面运力紧张将影响产品交付及收入确认周期，另一方面自主品牌模式下将直接对企业成本造成影响。以致欧科技为例，其 2024 年 Q1、Q2、Q3 分别实现营收增速 45.3%、36.55%、34.49%，但对应归母净利润增速分别为+15.06%、-27.94%、+5.44%。

图92：CCFI 综合指数



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

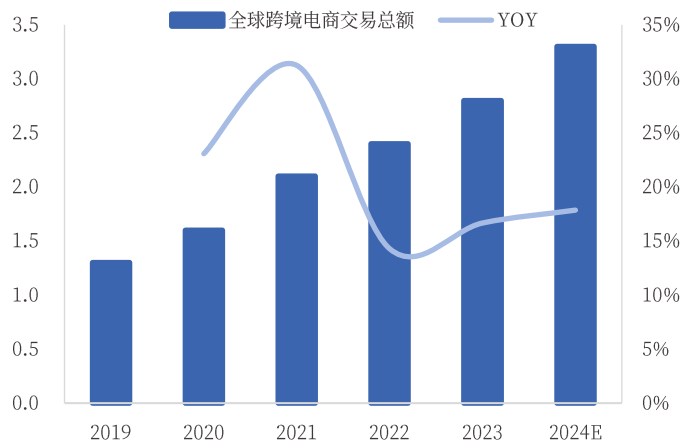
图93：致欧科技各季度单季业绩增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

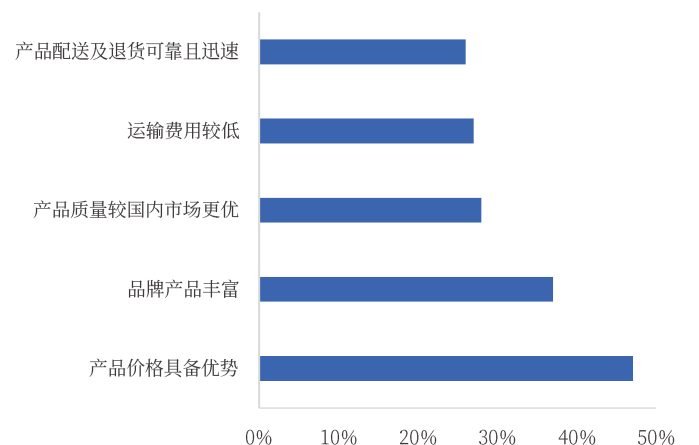
全球跨境电商市场规模快速成长，价格优势、品类丰富度为消费者核心驱动。2023 年，全球跨境电商交易总额为 2.8 万亿美元，同比增长 14.29%，预计 2024 年将达到 3.3 万亿美元，同比增长 17.86%。根据 Global-e、Censuswide 统计数据，分别有 47%、37%的消费者表示产品性价比、产品丰富度是他们使用跨境电商购物的核心原因。此外，他们同样关注产品质量（28%）、运输费用（27%）、运输及退货的可靠性和便捷性（26%）。

图94：全球跨境电商交易总额（万亿美元）



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

图95：线上买家跨境购物的主要原因（2022年）

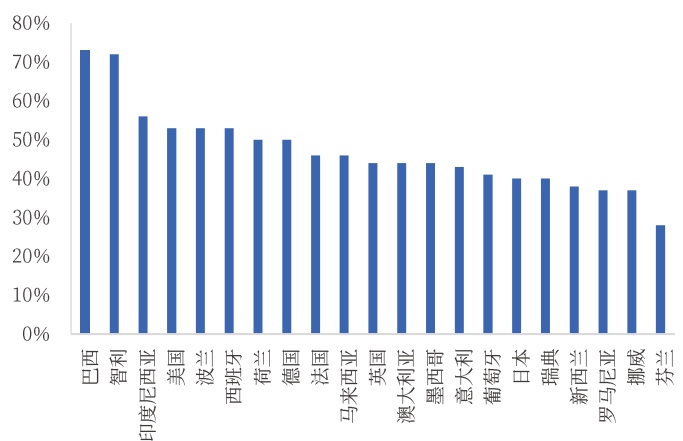


资料来源：Global-e, Censuswide, 中国银河证券研究院

中国为最受欢迎的产品供给方，跨境电商出口规模稳健增长。中国企业为全球消费者提供高性价比、丰富多样的商品选择，深受海外消费者青睐。据2023年9月Dynata、IPC在全球41个国家的调查显示，大多数消费者最近一次跨境电商购物时均从中国购买，其中美/德/英/法/意/日的比例分别为53% / 50% / 44% / 46% / 43% / 40%。

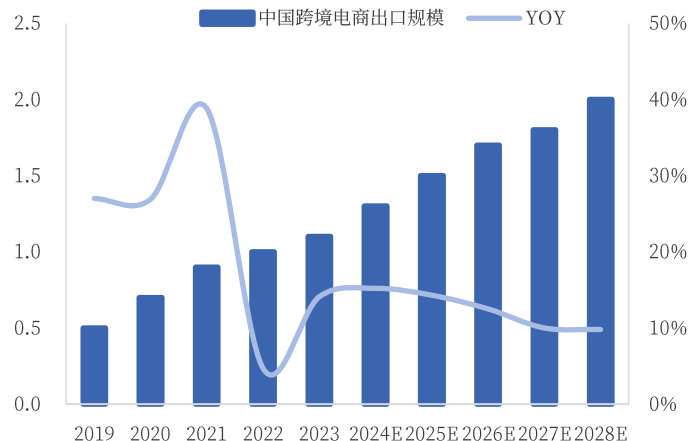
2023年，中国跨境电商出口规模达到1.1万亿美元，同比增长14.1%，2019年以来CAGR达到20.4%，占中国货物出口总额比例为33%，较2019年提升11.8 pct；预计规模将于2028年达到近2万亿美元，5年CAGR为12.3%，占中国货物出口总额比例将提升至38.1%。

图96：消费者最近一次跨境电商购物来源于中国的比例（2023年）



资料来源：IPC, Dynata, 中国银河证券研究院

图97：中国跨境电商出口规模（万亿美元）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

轻工细分品类排名前列，行业龙头布局实现快速发展。品类角度来看，中国跨境电商B2C以纺织服装、3C电子和家居用品为主，分别占比22.9%、21.6%、17.9%。中国轻工出口企业多为全球细分领域代工龙头，同海外头部企业建立深入合作。部分企业提前布局跨境电商市场，在前期持续积累经验，并在近几年市场快速扩张过程中实现亮眼表现。

同时，致欧科技在设立之初便坚持以自主品牌模式布局家居领域的跨境电商业务，借助中国的供应链优势发展，在多个海外国家排名前列；乐歌股份在经营跨境电商自主品牌的同时布局海外仓基础设施业务，同样取得亮眼表现。

表26：轻工企业跨境电商布局梳理

公司名称	产品&服务	跨境电商经营情况
致欧科技	家居	2023 年，跨境电商零售 59.84 亿元，+11.26%。截至 2024Q1，亚马逊德国站点公司产品在细分类目中排名位于 TOP20 以内的 ASIN 有 314 个，法国站点有 340 个，美国站点有 91 个。公司亚马逊德国、法国、英国和意大利等站点在家居家具品类中排名第 1。
乐歌股份	人体工学智能家居/海外仓	2023 年，跨境电商销售 17.73 亿元，+12.59%，其中独立站 6.71 亿元，+16.72%；海外仓收入 9.51 亿元，+94.03%。“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛、乐天、雅虎等电商平台升降桌品类销量排名第一；乐歌海外仓累计服务超过 600 家出海企业，全年包裹发货数量近 500 万个，为 Fedex 全球 Top100 客户。
恒林股份	家居	2023 年，电商业务实现营收 16.21 亿元，+60.5%。公司跨境电商以美国亚马逊平台为主，2023 年已入驻 tiktokshop、shein 等平台。根据雨果跨境数据，公司 2023 年度在 Tiktok 平台实现家居类目第一的销量。
西大门	功能性遮阳材料	2023 年，遮阳成品实现营收 1.48 亿元，+136.43%。公司成品外销以跨境电商渠道为主，目前主要为亚马逊平台。
梦百合	床垫	2023 年，公司境外线上业务实现主营业务收入 9.66 亿元，+116.17%。公司基于工厂成本优势和产品供应链优势，通过亚马逊（北美、欧洲，日本站）、Walmart、Wayfair、Overstock 等销售平台及自主搭建的部分跨境电商平台进行销售。
哈尔斯	保温杯	目前跨境电商业务区分 2B 和 2C 两个板块，主要平台包括阿里巴巴国际站、亚马逊、来赞达，现已覆盖 9 个主要亚马逊海外站，2023 年业绩显著增长。
广博股份	家居家具、婴童产品等	2023 年，公司跨境电商实现 1.38 亿元，-18.5%，先后对家居家具、婴童产品等类别进行升级。
康力源	健身器材	2022 年跨境销售额达 7,000 万元，2023 年突破 2 亿元。公司自 2018 年开始发展跨境电商业务，依托“WINNOR”等自有品牌在亚马逊平台开设店铺面向美国、欧洲等终端客户销售产品。
浙江正特	户外休闲家具及用品	公司大力发展跨境电商业务，自主品牌“ABBA PATIO”“SORARA”“GARDENSOL”“MIRADOR”的相关产品在美国、欧洲通过亚马逊、Wayfair 等电子商务平台进行销售。
中源家居	功能/固定沙发	2023 年，公司跨境电商实现 5.81 亿元，同比增长 114.44%。2023 年 9 月，公司在美国新租赁 1.73 万平方米的仓库，加大海外仓的投资，并聚焦三大平台运营。

资料来源：致欧科技、乐歌股份、恒林股份、西大门、梦百合、哈尔斯、广博股份、康力源、浙江正特、中源家居公司公告，中国银河证券研究院

（二）展望：轻工龙头前瞻布局海外产能，优势突出看好份额提升

关税复盘：关税政策影响以短期为主，龙头海外产能布局实现消化。回顾来看，轻工出口企业在上一轮美国加征关税历程中受到的影响直接体现在价格层面，B2B 模式下加征关税成本多由出口企业、B 端客户和国外消费者共同承担，出口企业产品销售价格的降低对营收和毛利率均产生一定负面影响；B2C 模式则通过提价将部分成本向国外消费者转移，成本端增加政策所加征的关税，主要对盈利能力有所影响。

出口企业在贸易摩擦后加快海外产能布局，外销订单逐渐向海外产能迁移，美国关税问题影响逐步消退。以匠心家居为例，公司 2018 年 9 月起被普遍加征 10%关税，2019 年 5 月起提高至 25%，并陆续同客户达成关税分摊协议，降低产品单价，2018~2020 年关税分别影响毛利率-1.55 pct/-6.85 pct/-1.75 pct，2020 年越南工厂出货量提升后，关税问题得到缓解，产品美元单价进一步提升。

表27：匠心家居受关税影响情况

	2018 年	2019 年	2020 年
关税影响毛利金额（万元）	-1,697.29	-8,045.43	-2,312.89
销售收入（万元）	109,699.55	117,469.88	131,813.33
关税影响毛利率	-1.55 pct	-6.85 pct	-1.75 pct

资料来源：匠心家居公司公告，中国银河证券研究院

表28：匠心家居主要产品美元单价变化（美元）

	未加征关税阶段	10%关税阶段	25%关税阶段	
	2018年1-8月	2018年9月-2019年4月	2019年5月-12月	2020年1-12月
智能电动沙发	255.61	250.47	246.42	240.89
智能电动床	300.39	247.09	239.9	258.92
智能家具配件	3.49	3.49	4.11	5.08

资料来源：匠心家居公司公告，中国银河证券研究院

轻工龙头前瞻布局海外产能，看好未来格局集中。关税政策若落地，将变相提高出口门槛，有望带动格局改善。根据特朗普对关税的说法，预计未来美国对中国的关税将高于其他国家，中国产能出口至美国的关税成本将明显高于海外。中小企业较难实现产能迁移，而行业龙头前瞻布局东南亚、墨西哥及美国本土的海外产能，经营模式日益成熟，未来有望实现明显的成本优势，进而获取增量客户和订单。

表29：轻工企业海外产能、供应链布局梳理

	公司	地点	相关情况
家居	致欧科技	东南亚	2024年，公司计划将东南亚地区对美出货比例提高至20%左右，依照品类的重要程度大小往东南亚转移。
	建霖家居	台湾	公司子公司欣仕霖承接台湾仕霖经营性资产，发展台湾市场
		泰国	2020年完成一期工程建设，产能约4.5亿元，二期工厂建设于24年2月竣工，目前有序推进各产线布建，包括洁牙器产品线、净水产品线、龙头产品线和风口喷涂线等，逐步落地试产，预计明年初全线投产。主要面向美国订单，生产厨卫及空气产品，未来计划将部分净水产品及新增业务需求投入泰国生产。
	乐歌股份	越南	1) 2015年12月15日设立越南乐歌作为境外生产基地，并开始前期筹备工作，2016年11月投产。 2) 2020年发行可转债投入越南生产基地扩产项目，建设周期为2年，增加公司年产能新型平板及显示器支架14万套、升降台（桌）及各种新型办公系统30万套，预计实现营收2.95亿元，净利润1,810万元。 3) 2022年增发投入越南福来思博智能家居产品工厂项目，建设周期为2年，新增年产线性驱动核心产品45万套产能，其中智能升降桌25万套，智能电动床20万套；其他产品产能4.5万套。预计实现营收6.7亿元，净利润5,730万元。
	松霖科技	越南	2023年10月，公司拟投资不超过5,000万美元于越南建厂，计划于2025年下半年投产。
沙发	顾家家居	马来西亚	2018年9月在马来西亚投资设立生产销售公司玺堡马来西亚公司，原计划于2019年1月正式投产，其后主要供应美国市场。
		越南	年产45万标准套软体家具项目：2020年3月开工建设，截至2023年报告期末，项目总工程进度达到100%。 年产50万标准套家具项目：2021年2月开工建设，截至2023年报告期末，项目总工程进度达到100%。
		墨西哥	2022年6月开工建设，项目建设期为36个月，预计在2023年年中首期工程竣工投产，后期建设将取决于市场需求的增长节奏。项目整体达纲时预计实现营业收入约30.19亿元。截至2024年上半年，项目总工程进度达到68%。
	曲美家居	挪威	Stressless、Svane品牌旗下，1) Ikornnes工厂：Stressless椅子，钢铁、泡沫、塑料家具零部件；2) Aure工厂：Stressless沙发座椅及其他家具产品所使用的层压板，Ekornes系列固定靠背沙发；3) Tynes工厂：木制零部件及层压板的生产；4) Grodås工厂：木制零部件生产；5) Fetsund工厂：Svane零部件生产及组装。
			Ekornes挪威工厂产能升级建设项目：年产能共80,000张，其中Stressless电动椅（40,000）、办公椅（8,000）、舒适椅（32,000）。达产后营收6.06亿元、净利润0.77亿元。
		美国	Stressless、Svane品牌旗下Morganton工厂：零部件组装与缝纫，专供美国市场。
		泰国	IMG泰国工厂：木制层压板扶手椅、木制零部件、钢架、模塑泡沫零部件。
		越南	IMG越南工厂：带脚垫的扶手椅和沙发、固定靠背沙发、木制零部件、钢铁零部件和机械装置。
		立陶宛	IMG立陶宛工厂：产品组装。
	匠心家居	越南	匠心越南已于2019年三季度投入运营，承接部分生产任务并作为对美销售渠道之一，且公司持续加大越南生产基地制造能力。

	中源家居	越南	越南（一期）已于 2022 年投入运营。 投资建设越南（二期）项目，预计总投资 2,800 万美元，正积极推进中。
		墨西哥	投资建设中源家居墨西哥生产基地，项目总投资金额 2,000 万美元，于 2022 年正式投产运营。
床垫	梦百合	泰国	泰国里高：2019 年上半年开始新建泰国新厂，生产电动床、功能沙发、薄垫、枕头等产品，设计产能为 8-10 亿元/年。 Metal Power：2019 年 8 月收购 Metal Power，泰国地区的床架生产基地，主要用于配套泰国里高生产，不涉及对外销售。
		塞尔维亚	2015 年设立塞尔维亚生产基地，2018 年通过二期工程增加塞尔维亚产能，2019 年开始塞尔维亚三期项目，2023 年建设进度达到 100%。
		美国	1) 美东南卡罗来纳州生产基地：投资 3.5 亿元，包括记忆绵床垫及枕头。 2) 美西亚利桑那生产基地：项目内容为记忆棉床垫生产线，预计建设期 24 个月，年产能为 180 万件床垫。 3) 美国格兰岱尔生产基地：位于美国西部地区的记忆绵床垫、枕头生产基地。
		西班牙	2017 年收购西班牙思梦，整合其位于西班牙的生产基地及销售渠道。新布局的西班牙新产能于 2020 年 9 月底进入试生产阶段，设计产能为 8-10 亿元/年。
电动床架	麒盛科技	越南	1) 越南平阳省租赁厂房，年产量 60 万张，租赁厂房用于智能电动床的组装工序及产成品包装工序，投产之初，将为舒达席梦思（SSB）、泰普尔丝涟（TSI）、Klaussner 供应 3 个系列 6 种型号。 2) 越南平福工厂于 2024 年 1 月正式开工建设，占地面积为 91,000 平方米，建筑面积 77,000 平方米，总投资约 2,000 万美元，每月可实现全工序生产 8 万套智能床。
		墨西哥	公司投资 200 万美元与泰恩弹簧在香港合资设立舒泰弹簧，与墨西哥当地制造业合作，主要生产独立袋装弹簧床芯及弹簧床垫供应北美市场，设计年组装生产产能为 50 万张。
办公椅	永艺股份	越南	1) 第一期越南生产基地：投资 950 万美元，2018 年 11 月开始建设，已于 2019 年 1 月顺利出货。 2) 第二期越南生产基地：投资 3,500 万美元，并于后续追加 3500 万美元投资，已于 2021 年逐步投产。 3) 第三期越南生产基地：投资 5,000 万美元，已完成土地购置，正在按计划推进厂房建设相关工作。
		罗马尼亚	计划以自有资金投资 950 万美元在罗马尼亚建设家具生产基地，于 2023 年上半年实现投产出货，沙发、办公椅新产品导入顺利。
	恒林股份	越南	越南办公及民用家具生产基地：投资 4,800 万美元，2020 年追加 1,200 万美元，生产办公椅、沙发，规划产能 15 亿元。 越南永裕：公司收购永裕家居，其 2019 年在越南布局生产基地以减少关税影响，2023 年上半年在越南本地采购程度已达到 80% 左右。
		印尼	印尼生产基地项目：项目总投资预计为 1,200 万美元。
		白俄罗斯	2020 年在白俄罗斯新建生产基地。
		瑞士	收购瑞士 FFL 100% 股权，其在瑞士拥有两大高端全自动化生产基地、研发设计中心和产品检测中心，提供产品包括办公桌和休闲桌系列、存储系统、座椅、会议用品、隔间/休息室、照明等
保温杯	哈尔斯	瑞士	以 1800 万瑞士法郎的企业价值购买 SIGG 公司 100% 股权。
		泰国	投资成立泰国子公司，子公司注册资本 2000 万泰铢，启动泰国设立基地，目前一期工程已建成投产。
	嘉益股份	越南	在越南投资 2.41 亿元建设年产 1,350 万只不锈钢真空保温杯生产建设项目，目前厂房主体已经结顶，出货的具体时间还不确定。
办公用品	广博股份	越南	2018 年，全面开展越南生产基地投产试运行工作。 2024 年 1 月，公告拟投资 5000 万美元新建越南生产基地。
		柬埔寨	2023 年初，公司在柬埔寨设立了全资子公司广博（柬埔寨）实业有限公司，已正式投产。

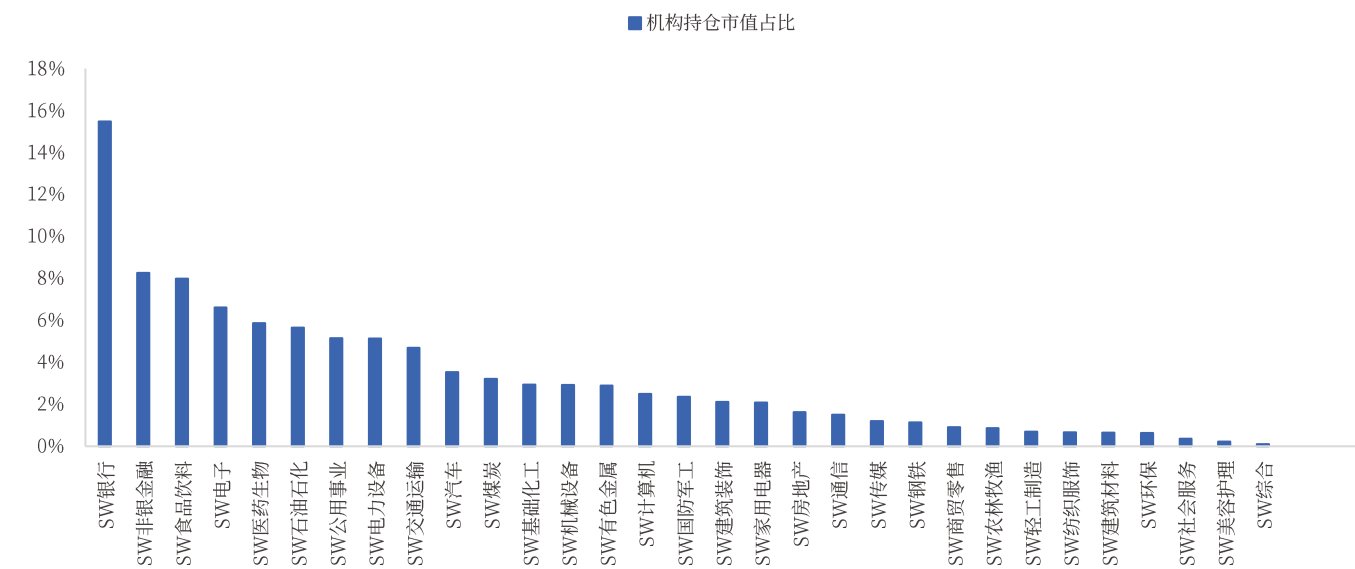
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

五、投资建议

（一）机构持仓数据：Q3 机构持仓位于低位

24Q3 全部机构持轻工行业股票市值占比为 0.69%，环比 Q2 下降 0.04pct。在 31 个子行业中排名 25。

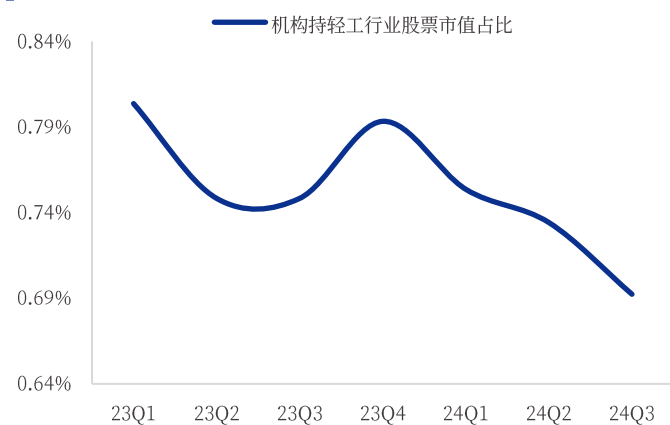
图98：SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

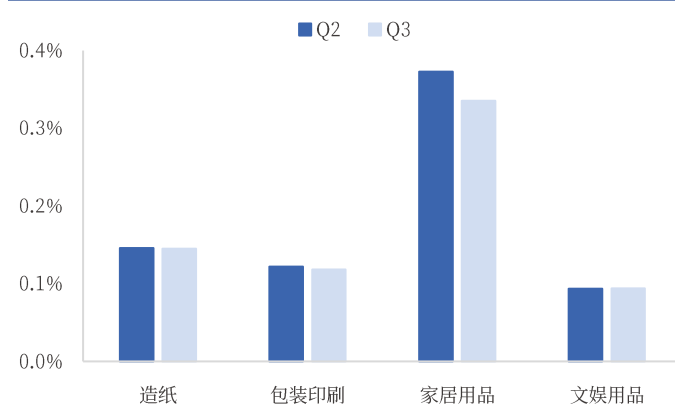
其中公募基金持股比例 0.55%，环比 Q2 下降 0.25pct。24Q3 造纸、包装、家居用品、文娱用品全部机构持股占比分别为 0.1%、0.1%、0.4%、0.1%，同比分别-0.001、-0.004、-0.038、-0.00014pct。

图99：全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图100：轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

24Q3 轻工行业中机构持股占比前 10 名的公司分别为公牛集团、太阳纸业、晨光股份、顾家家居、仙鹤股份、嘉益股份、奥瑞金、珠江钢琴、东鹏控股、宝钢包装，其中奥瑞金、珠江钢琴、宝钢包装持股市值占比环比 Q2 略有上升，其他公司持股市值占比均有不同程度下降。

表30：轻工行业机构持股占比前 10 名上市公司

公司	Q3 持股比例	Q2 持股比例	环比变动（PCT）
公牛集团	0.14%	0.15%	-0.007
太阳纸业	0.06%	0.07%	-0.006
晨光股份	0.05%	0.06%	-0.002
顾家家居	0.04%	0.05%	-0.015
仙鹤股份	0.02%	0.02%	0.000
嘉益股份	0.02%	0.02%	-0.001
奥瑞金	0.01%	0.01%	0.001
珠江钢琴	0.01%	0.01%	0.001
东鹏控股	0.01%	0.01%	-0.001

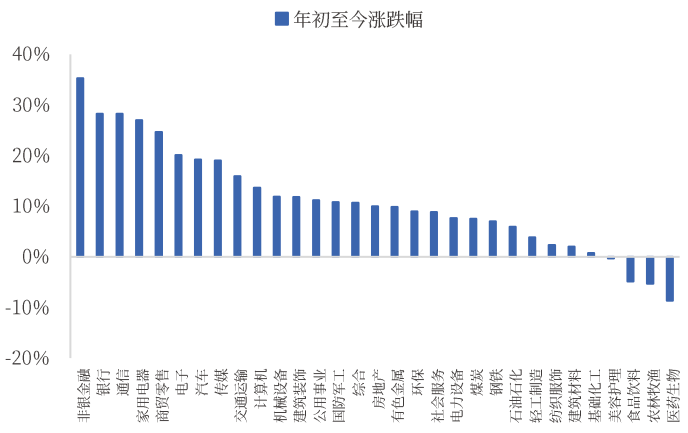
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）行业收益率及估值：估值具备上涨空间

2024 年初至今，轻工板块涨跌幅为 3.89%，在 31 个子行业中排名 24，板块整体表现弱于沪深 300（同期上涨 14.63%）。

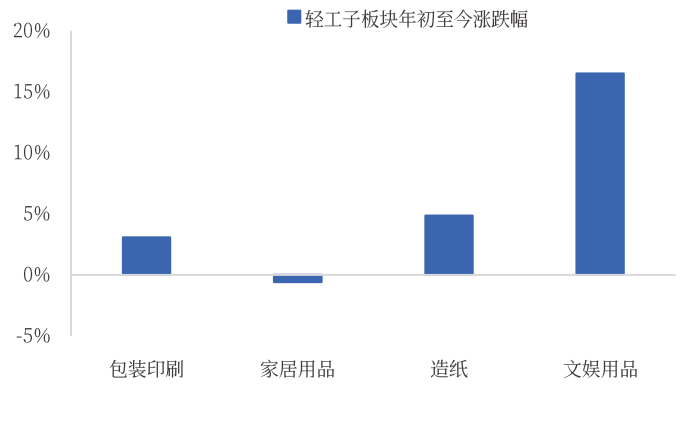
从子板块表现来看，截至 12 月 13 日，轻工子板块包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品涨跌幅分别为+3.07%/-0.59%/+4.86%/+16.49%。造纸与文娱板块相对表现更优，家居行业在地产下行压力下需求短期承压。

图101：SW 一级子行业年初至今涨跌幅排名（截至 12.13）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

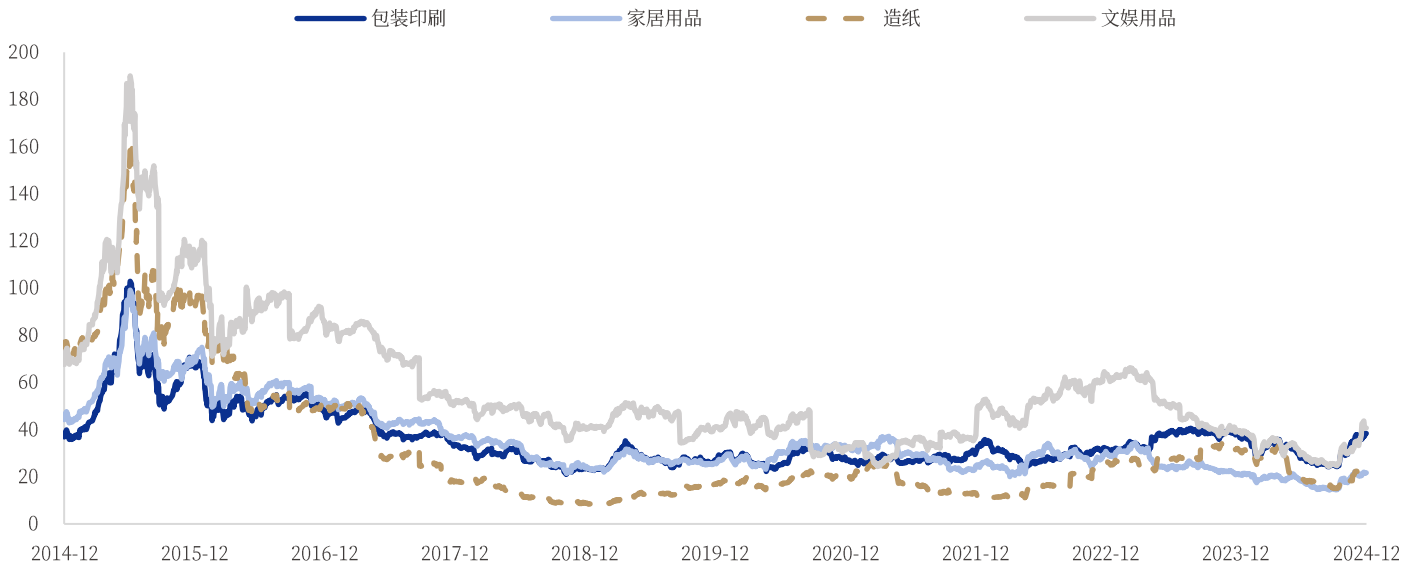
图102：轻工行业子板块年初至今涨跌幅情况（截至 12.13）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截至 2024 年 12 月 13 日，包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品 PE-TTM 分别为 39.29/22.33/22.62/45.17，板块估值位于历史低位，具备上涨空间。

图103：轻工子行业 PE-TTM



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（三）重点公司盈利预测及估值

家居板块：看好国补政策 2025 年持续性以及政策对下游需求的拉动作用，建议关注定制家居欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）、志邦家居（603801.SH）、金牌家居（603180.SH）；软体家居顾家家居（603816.SH）、慕思股份（001323.SZ）、喜临门（603008.SH）；民用电工龙头公牛集团（603195.SH）。

包装板块：资源整合加速，未来行业竞争格局有望优化。建议关注裕同科技（002831.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）、上海艾录（301062.SZ）。

造纸板块：行业短期景气度底部向上，未来伴随政策进一步发力，整体经济及消费需求料将得到改善，叠加产业预期修复，有望开启新一轮上升周期。建议关注太阳纸业（002078.SZ）、仙鹤股份（603733.SH）、华旺科技（605377.SH）。

轻工出口板块：轻工出口龙头普遍实现快速增长，前瞻性布局海外产能有望对冲关税影响，助力份额提升，并实现增量订单。建议关注匠心家居（301061.SZ）、致欧科技（301376.SZ）、嘉益股份（301004.SZ）、永艺股份（603600.SH）、乐歌股份（300729.SZ）。

表31：重点公司盈利预测与估值

2024/12/13		当前股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
股票代码	股票名称			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603195.SH	公牛集团	72.90	942.22	44.39	47.46	53.02	21.25	19.86	17.78	推荐
603833.SH	欧派家居	75.00	456.86	26.65	27.69	30.64	17.12	16.48	14.91	推荐
002572.SZ	索菲亚	18.20	175.27	13.12	14.36	15.58	13.38	12.21	11.23	推荐
603801.SH	志邦家居	14.07	61.42	6.03	6.79	7.43	10.20	9.02	8.28	推荐
603180.SH	金牌家居	22.88	35.29	2.93	3.29	3.69	12.04	10.74	9.57	推荐
603816.SH	顾家家居	29.46	242.13	19.99	20.67	22.39	12.12	11.74	10.83	推荐
001323.SZ	慕思股份	37.65	150.60	8.35	9.18	10.35	18.01	16.37	14.54	推荐
603008.SH	喜临门	18.55	70.30	4.99	5.81	6.55	14.05	12.12	10.72	推荐
002831.SZ	裕同科技	25.87	240.72	16.38	19.14	21.78	14.70	12.56	11.06	推荐
002701.SZ	奥瑞金	5.85	149.75	9.24	10.53	11.68	16.25	14.27	13.00	推荐

301062.SZ	上海艾录	13.70	54.85	1.10	1.49	2.19	48.93	37.03	24.91	推荐
002078.SZ	太阳纸业	14.53	406.05	32.18	36.56	41.73	12.62	11.11	9.73	推荐
603733.SH	仙鹤股份	19.34	136.54	10.87	13.66	16.04	12.56	9.99	8.51	推荐
605377.SH	华旺科技	13.30	61.81	5.49	6.37	7.61	11.27	9.70	8.12	推荐
301061.SZ	匠心家居	53.85	90.13	5.42	6.53	8.01	16.62	13.81	11.25	推荐
301376.SZ	致欧科技	22.00	88.33	4.04	5.47	6.95	21.85	16.14	12.71	推荐
301004.SZ	嘉益股份	102.50	106.47	7.44	8.92	10.61	14.32	11.93	10.03	推荐
603600.SH	永艺股份	12.35	40.90	3.25	4.06	4.89	12.58	10.08	8.37	推荐
300729.SZ	乐歌股份	17.07	58.26	4.39	4.96	5.82	13.27	11.75	10.02	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

六、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 will 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)	4
图 2: 家居行业归母净利润 (亿元)	4
图 3: 家居行业净利率和毛利率	4
图 4: 家居行业期间费用率	4
图 5: 2024 年我国地产政策梳理	6
图 6: 我国商品房销售面积累计值及同比变动 (万平方米)	6
图 7: 我国商品房销售额累计值及同比变动 (亿元)	6
图 8: 我国百城二手房住宅挂牌均价及同比变动 (元/平方米)	6
图 9: 二手住宅销售价格同比及环比变动	6
图 10: 家居以旧换新政策历程图	7
图 11: 限额以上企业商品零售额:家具类:当月值 (亿元)	7
图 12: 家居制造行业亏损企业数量及占比 (个)	7
图 13: 全国规模以上建材家居卖场销售额:累计值 (亿元)	8
图 14: 全国建材家居景气指数(BHI) (2010 年 3 月=100)	8
图 15: 天猫国补宣传图	12
图 16: 中国:社会消费品零售总额:当月值 (亿元)	16
图 17: 中国:社会消费品零售总额:累计值 (亿元)	16
图 18: 我国限额以上企业商品零售额当月同比变动	16
图 19: 镀锡板卷主流市场平均价格 (元/吨)	17
图 20: 铝期货结算价 (元/吨)	17
图 21: 国际原油价格走势 (美元/桶)	18
图 22: 化工产品价格走势 (元/吨)	18
图 23: 瓦楞纸价格 (元/吨)	18
图 24: 箱板纸价格 (元/吨)	18
图 25: 我国箱板纸消费量 (万吨)	18
图 26: 我国快递包裹数量 (亿件)	18
图 27: 瓦楞纸箱产品单价 (元/平方米)	19
图 28: 各公司快递包装业务毛利率情况	19
图 29: 我国纸浆模塑市场规模 (亿元)	19
图 30: 我国纸浆模塑产量 (万吨)	19
图 31: 2008 年至今的国内外纸塑行业政策	20
图 32: 大胜达积极布局烟包、酒包行业	20
图 33: 合兴包装公司整体收入与海外收入增速对比	21

图 34: 合兴包装国内外收入对比 (百万元)	21
图 35: 上海艾录毛利率与净利率	22
图 36: 上海艾录工业纸袋单价情况 (元/条)	22
图 37: 上海艾录产能情况梳理	22
图 38: 我国智能手机出货量 (万部)	23
图 39: 全球智能手机出货量 (百万部)	23
图 40: 我国卷烟产量 (亿支)	24
图 41: 限额以上企业商品零售额:烟酒类 (亿元)	24
图 42: 中国饮料金属包装规模 (亿单位)	27
图 43: 中国饮料包装中金属包装渗透率	27
图 44: 各类饮料金属包装规模 (亿单位)	27
图 45: 各国啤酒罐化率	28
图 46: 奥瑞金收购中粮包装历程	29
图 47: 纸浆外盘价格 (美元/吨)	30
图 48: 中国针叶浆、阔叶浆日度均价 (元/吨)	30
图 49: 中国木浆月度表观消费量 (万吨)	31
图 50: 欧洲化学浆月度消费量 (万吨)	31
图 51: 中国化机浆日度均价 (元/吨)	31
图 52: 文化纸日度均价 (元/吨)	32
图 53: 双胶纸下游应用结构 (2023 年)	32
图 54: K12 教育人口数量 (亿人)	32
图 55: 双胶纸累计消费量 (万吨)	33
图 56: 双胶纸月度消费量 (万吨)	33
图 57: 双胶纸月度开工负荷率	33
图 58: 晨鸣纸业双胶纸产能份额 (2023 年)	33
图 59: 双铜纸累计消费量 (万吨)	34
图 60: 双铜纸月度消费量 (万吨)	34
图 61: 双铜纸历年在产产能 (万吨)	34
图 62: 晨鸣纸业双铜纸产能份额 (2023 年)	34
图 63: 白卡纸日度均价 (元/吨)	35
图 64: 白卡纸累计消费量 (万吨)	35
图 65: 白卡纸月度消费量 (万吨)	35
图 66: 白卡纸月度开工负荷率	36
图 67: 晨鸣纸业白卡纸产能份额 (2023 年)	36
图 68: 双胶纸在产产能 (万吨)	36
图 69: 白卡纸在产产能 (万吨)	36
图 70: 全球特种纸市场 (万吨)	37

图 71: 中国特种纸及纸板消费量 (万吨)	38
图 72: 中国特种纸及纸板产量 (万吨)	38
图 73: 中国特种纸及纸板进口量 (万吨)	38
图 74: 中国特种纸及纸板出口量 (万吨)	38
图 75: 特种纸板块在建工程情况 (亿元)	39
图 76: 特种纸板块主要龙头在建工程情况 (亿元)	39
图 77: 中国废黄板纸日度均价 (元/吨)	39
图 78: 中国废黄板纸月度消费量 (万吨)	39
图 79: 废纸系成品纸日度均价 (元/吨)	40
图 80: 瓦楞纸累计消费量 (万吨)	40
图 81: 瓦楞纸月度消费量 (万吨)	40
图 82: 箱板纸累计消费量 (万吨)	41
图 83: 箱板纸月度消费量 (万吨)	41
图 84: 四类家电合计产量 (万台)	41
图 85: 软饮料产量 (万吨)	41
图 86: 中国瓦楞纸月度进口量 (万吨)	42
图 87: 中国箱板纸月度进口量 (万吨)	42
图 88: 中国瓦楞、箱板纸年度消费量 (万吨)	43
图 89: 中国纸包装市场规模 (亿美元)	43
图 90: 瓦楞纸在产产能 (万吨)	43
图 91: 箱板纸在产产能 (万吨)	43
图 92: CCFI 综合指数	45
图 93: 致欧科技各季度单季业绩增速	45
图 94: 全球跨境电商交易总额 (万亿美元)	46
图 95: 线上买家跨境购物的主要原因 (2022 年)	46
图 96: 消费者最近一次跨境电商购物来源于中国的比例 (2023 年)	46
图 97: 中国跨境电商出口规模 (万亿美元)	46
图 98: SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况	50
图 99: 全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况	50
图 100: 轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况	50
图 101: SW 一级子行业年初至今涨跌幅排名 (截至 12.13)	51
图 102: 轻工行业子板块年初至今涨跌幅情况 (截至 12.13)	51
图 103: 轻工子行业 PE-TTM	52
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	5

表 3: 部分地区以旧换新政策汇总	8
表 4: 各地家居补贴资金占比及以旧换新对消费的拉动作用测算	10
表 5: 各公司双十一及国补参与情况	12
表 6: 定制家居龙头公司整装渠道布局情况	14
表 7: 家居行业代表性上市公司现金分红情况及股息率	14
表 8: 代表性上市公司当前估值情况 (%)	15
表 9: 包装行业代表性上市公司业绩汇总	17
表 10: 工业用纸包装下游包装要求	21
表 11: 部分 3C 品牌 AI 最新应用	23
表 12: 部分地区 3C 国补情况梳理	24
表 13: 2021 年-2024 年中国烟草反腐历程梳理	24
表 14: 烟包市场竞争格局	25
表 15: 2020 年-2024 年主要上市公司烟标中标情况	25
表 16: 包装行业上市公司布局酒包业务情况	26
表 17: 金属包装行业近年来部分并购事件统计	28
表 18: 2024 年阔叶浆新增产能梳理	31
表 19: 2024 年化机浆新产能情况梳理	31
表 20: 2024 年双胶纸行业产能事件梳理	33
表 21: 双胶纸拟在建项目梳理	37
表 22: 白卡纸拟在建项目梳理	37
表 23: 2024 年瓦楞箱板纸主要新增产能情况	41
表 24: 轻工出口各品类单月同比增速	44
表 25: 轻工出口龙头单季营收增速	44
表 26: 轻工企业跨境电商布局梳理	47
表 27: 匠心家居受关税影响情况	47
表 28: 匠心家居主要产品美元单价变化 (美元)	48
表 29: 轻工企业海外产能、供应链布局梳理	48
表 30: 轻工行业机构持股占比前 10 名上市公司	51
表 31: 重点公司盈利预测与估值	52

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

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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

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

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

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

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

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn