



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

轻工行业2025年投资策略

布局政策提振和成长性良好标的

西南证券研究发展中心

轻工研究团队

2025年1月

行业回溯与展望

- **2024年板块复盘：**回顾2024年，轻工行业整体及各子板块涨幅落后于大盘，其中造纸、个护板块涨幅优于家居、包装。全年来看，1) 以嘉益股份、匠心家居为代表的部分出口标的在需求强韧性+盈利高弹性下有亮眼表现。2) 以自由点、冷酸灵、润本为代表的国货品牌崛起，持续抢占外资品牌份额，实现产品结构优化和渠道扩张，业绩优异。3) 家居品类受下游需求收缩影响增速下行，但9月以来地产相关支持政策出台，以旧换新拉动家居消费成效显著，龙头家居公司订单回暖，需求有望触底回升。基本面看家居有望在国补催化下改善，部分国货个护品牌成长空间广阔，配置价值较高。
- **2025年选股思路：兼顾政策提振的细分板块及自身成长性较好的优质个股，推荐四条主线：**1) **国补政策持续性较强，看好家居消费整体回暖。**我们判断25年补贴政策在品类、区域、力度上都有进一步加强的可能，预计对明年龙头订单的表现有所支撑。同时行业加速分化和集中度提升的趋势仍在持续推进，龙头个股有望在行业出清背景下受益。2) **国货消费品牌持续抢占外资份额，通过电商渠道弯道超车，成长空间广阔。**以卫生巾、牙膏、婴童护肤等为代表的消费品从外资主导的竞争格局中突围，国货产品迭代速度快、性价比高、渠道投放灵活，市场份额持续提升，预计成长性逻辑将继续演绎。3) **需求韧性强、制造能力突出的出口标的配置价值仍较高。**考虑到25年出口受海外政策等不确定性因素影响，出口板块优选终端需求韧性强、所处细分品类成长性良好、有区域开拓逻辑和增量客户逻辑的优质标的。同时美联储降息落地后美国地产需求或回暖，相关家居出口品类有望受益。4) **经济基本面复苏有望拉动造纸等大宗品类需求回暖，盈利拐点有望到来。**24年由于终端需求偏弱，大部分纸种价格疲软，而浆价仍较高，盈利能力回落至历史低位。展望明年，板块在消费复苏预期下终端需求有望回暖，带动纸价上行，阔叶浆投放预期仍然较大，造纸板块有望整体迎来盈利修复。中长期看，纸厂龙头林浆纸一体化持续扩展，小产能出清，行业格局进一步优化，优选供需格局较好的文化纸标的及与消费关联度较高的特种纸标的。
- **推荐标的：**百亚股份(003006)、润本股份(603193)、太阳纸业(002078)、欧派家居(603833)、索菲亚(002572)、顾家家居(603816)、匠心家居(301061)、嘉益股份(301004)。
- **风险提示：**地产竣工不及预期的风险；终端需求疲弱的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

目 录

◆ **2024年板块数据回顾**

◆ **家居：政策提振家居消费**

◆ **个护及其他：关注成长性标的**

◆ **出海：关注品牌出海和优质代工两条主线**

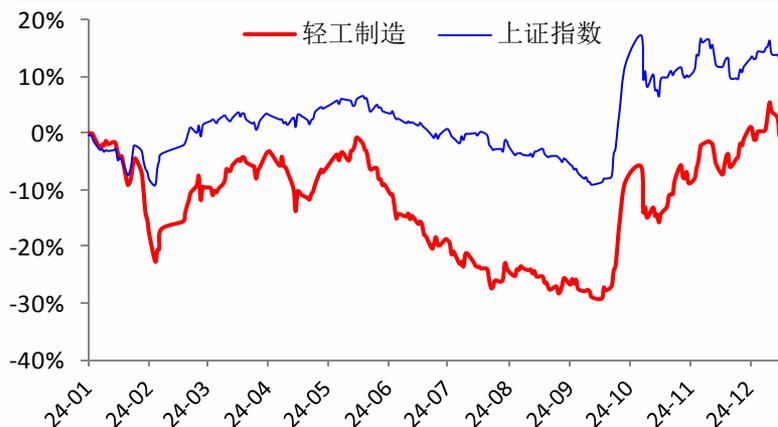
◆ **造纸：优选文化纸等供需格局较好品种**

◆ **2025年推荐标的与估值**

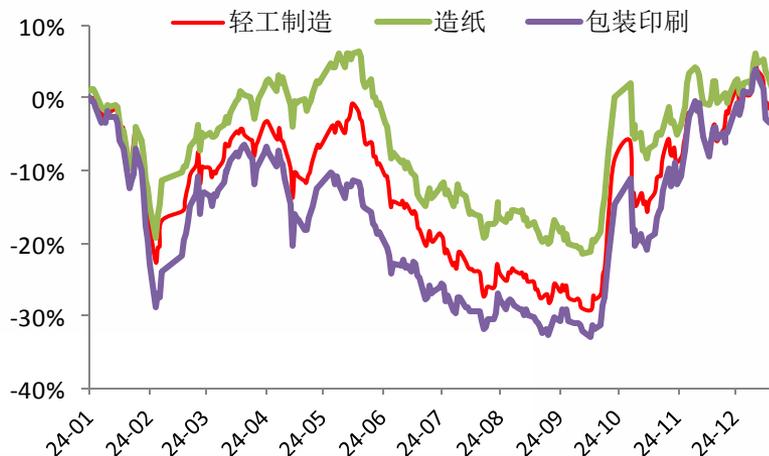
板块及个股涨跌幅复盘

- 2024年初至今（截至2024年12月20日）SW轻工制造整体涨幅-1.3%，跑输上证指数14.5pp。其中，文娱和造纸板块表现好于轻工板块整体，板块涨幅分别为6.8%和1.6%，包装印刷和家居板块涨幅分别为-3%和-4.8%。
- 分子板块来看，**家居板块**受地产销售和竣工回落影响，需求整体承压，涨幅落后于行业整体。**造纸板块**纸种供需结构分化，林浆纸一体化优势显著，文化纸等纸种盈利稳定性较强，板块涨幅强于行业整体。**文娱板块**受“谷子经济”“冰雪产业”等题材拉动，12月表现强势。**包装板块**受需求疲软、竞争激烈和上游原材料影响涨幅整体回落。

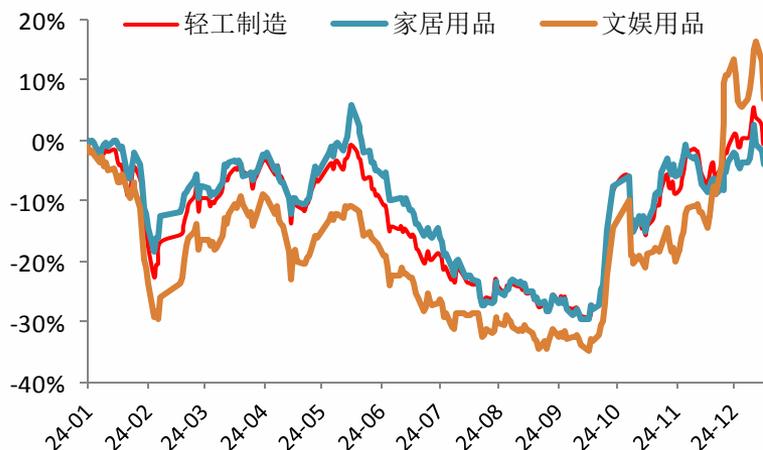
24年初以来轻工制造VS上证指数累计涨跌幅



24年初以来轻工制造各子板块累计涨跌幅



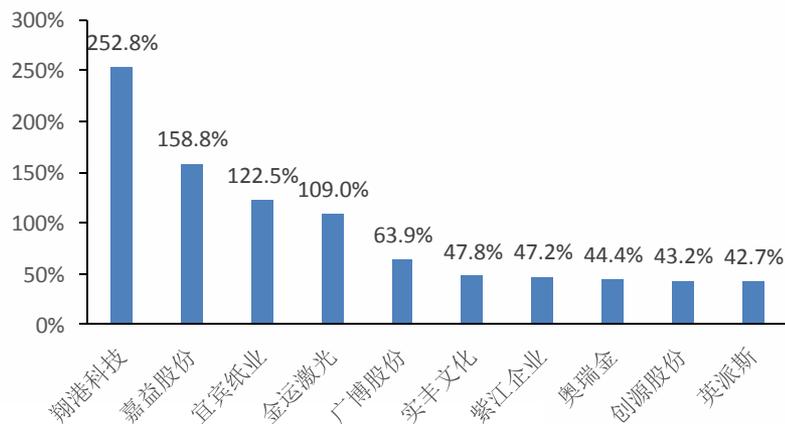
24年初以来轻工制造各子板块累计涨跌幅



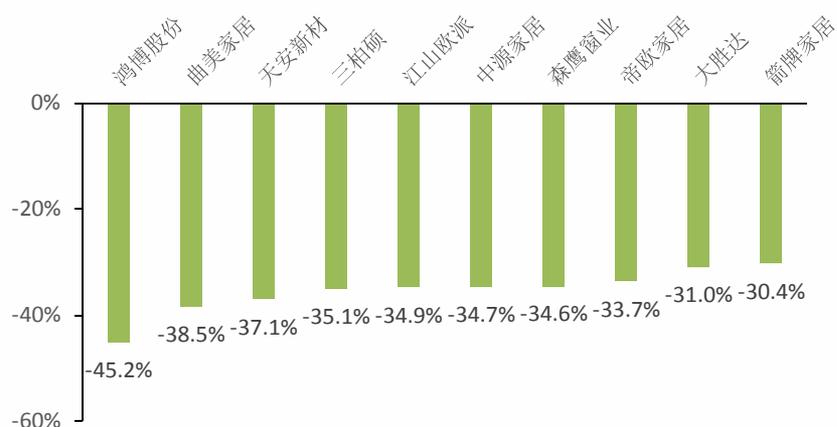
板块及个股涨跌幅复盘

□ 个股层面来看，截至2024年12月20日，涨幅前十为翔港科技、嘉益股份、宜宾纸业、金运激光、广博股份、实丰文化、紫江企业、奥瑞金、创源股份和英派斯。其中，**嘉益股份受益于海外保温杯品类高景气，收入在高基数下保持较快增长，公司优质经营能力得到市场验证，收益率表现突出。**其余部分个股收益率高增主要为题材催化，如金运激光、广博股份、实丰文化、创源股份因“谷子经济”概念持续走热；紫江企业因固态电池、低空经济概念受到关注；英派斯拟跨界合作智能运动装备，加盟鸿蒙生态。部分企业因参股或收购带来股价重估，包括翔港科技投资参股数据存储公司金泰克；宜宾纸业收购四川普什醋酸纤维素公司；奥瑞金收购中粮包装。2024年年初以来跌幅前十个股以家居为主，主要是受终端消费疲软，板块业绩压力较大。

24年年初以来申万轻工板块涨幅TOP10



24年年初以来申万轻工板块跌幅TOP10



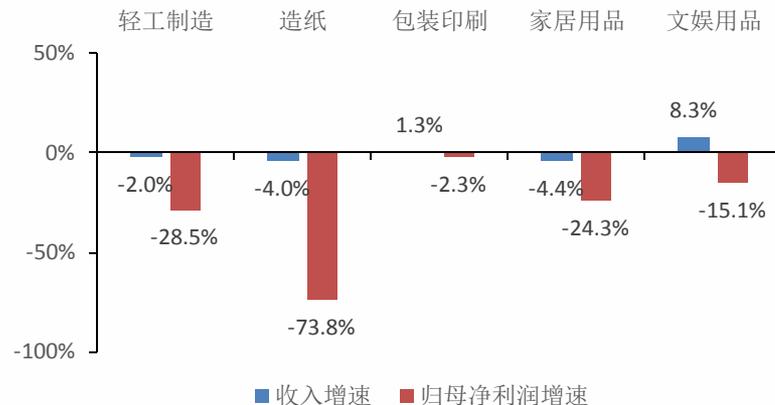
数据来源：IFind，西南证券整理，截至2024/12/20，剔除北交所标的/年内新上市标的/主营业务变更至非轻工行业标的

数据来源：IFind，西南证券整理，截至2024/12/20

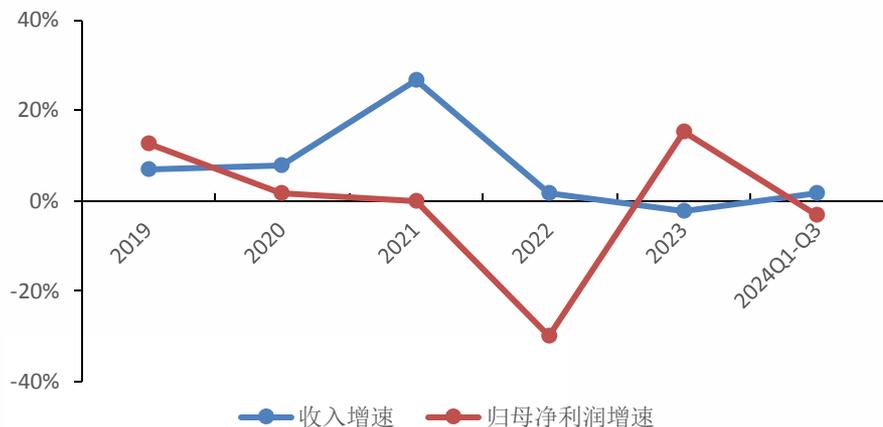
板块数据回顾

□ 2024年前三季度申万轻工板块收入4456.7亿元（+1.6%），净利润251.1亿元（-3.2%）。24Q3申万轻工板块收入1553.2亿元（-2.0%），净利润77.4亿元（-28.5%）。分子板块来看，单24Q3家居/造纸/包装/文娱板块收入增速分别为-4.4%/-4.0%/+1.3%/+8.3%，净利润增速分别为-24.3%/-73.8%/-2.3%/-15.1%，其中造纸板块由于高价浆入库，纸价低位震荡，部分纸厂停工，利润降幅较大。

2024单Q3各子板块收入/净利润增速



19-24年前三季度申万轻工板块收入/利润增速



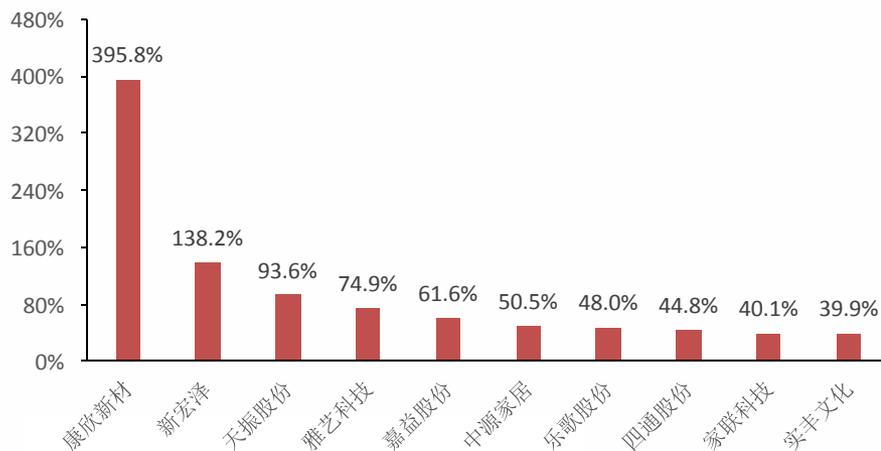
单季度申万轻工板块收入/净利润增速



板块数据回顾

- 从个股基本面来看，24Q1-Q3轻工板块收入增速TOP5为康欣新材、新宏泽、天振股份、雅艺科技、嘉益股份；净利润增速TOP5为浙江永强、双枪科技、惠达卫浴、新宏泽、安妮股份。
- 收入和利润增速居前的主要为出口标的，由于出口企业去年同期普遍基数较低，同时今年下游渠道恢复正常补库，出口板块收入增速表现亮眼。同时，由于汇率贬值、原材料低位等因素，出口标的的利润表现也较为优异。

24Q1-Q3申万轻工板块收入增速TOP10



24Q1-Q3申万轻工板块净利润增速TOP10



数据来源：IFind，西南证券整理，剔除北交所标的/主营业务变更至非轻工行业标的，西南证券整理

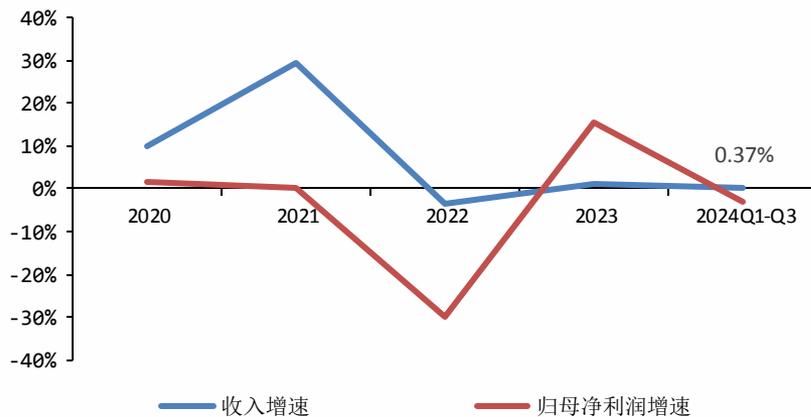
目 录

- ◆ 2024年板块数据回顾
- ◆ **家居：政策提振家居消费**
- ◆ **个护及其他：关注成长性标的**
- ◆ **出海：关注品牌出海和优质代工两条主线**
- ◆ **造纸：优选文化纸等供需格局较好品种**
- ◆ **2025年推荐标的与估值**

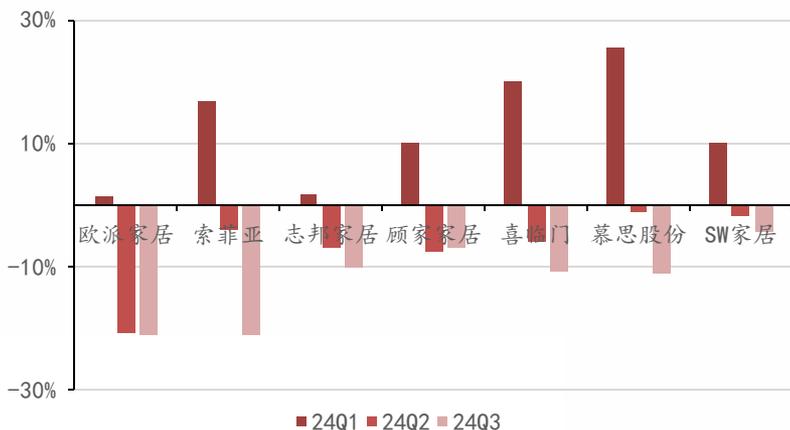
家居复盘：受地产压力传导，业绩经受考验

- 2024前三季度SW家居板块收入/净利润增速分别为+0.37%/-3.22%；其中24Q3申万家居板块收入/净利润增速分别为-24.3%/-4.39%。**受地产压力传导、终端客流缩减，及消费者更换周期延长等因素影响，24年前三季度板块营收及净利润增速逐季回落。**
- 具体来看，24年前三季度**软体家居**受地产销售及竣工影响相对较弱，业绩韧性更强。预期在地产企稳和以旧换新政策提振家居消费后，家居行业整体业绩有望触底回升。

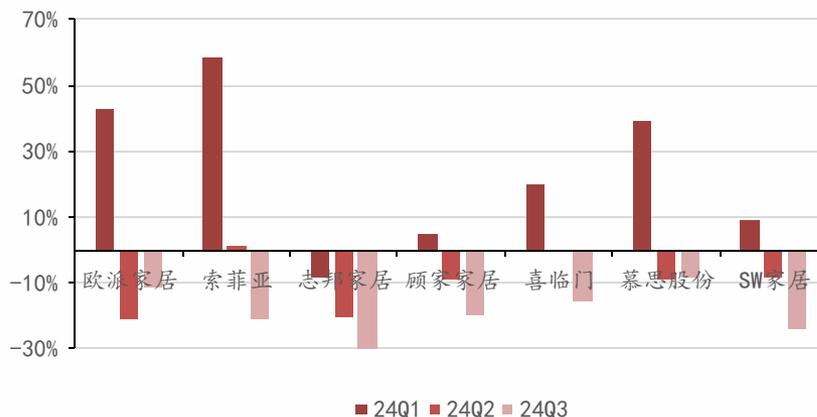
申万家居板块20-24Q3收入/净利润增速



重点家居企业24Q1-Q3收入增速



重点家居企业24Q1-Q3净利润增速



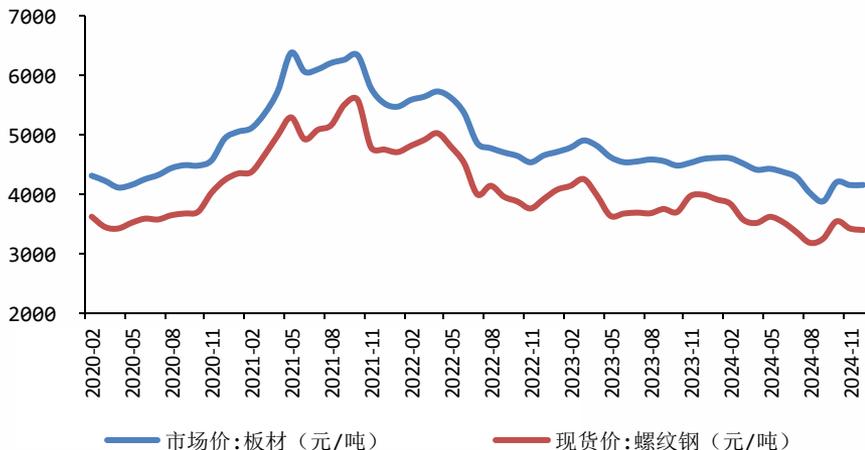
家居复盘：原材料下行&降本增效，部分龙头毛利率稳中有升

□ SW家居板块24年前三季度毛利率同比-0.95pp，Q3毛利率同比-2.36pp。部分头部企业毛利率稳中有升，系1) 原材料板材/螺纹钢/TDI等近一年价格持续下行；2) 规模效应提升板材利用率和人效。2024前三季度欧派/索菲亚/喜临门/慕思股份毛利率分别同比+1.6pp/+0.2pp/+1.1pp/基本持平。大企业在降本增效上的努力对冲了部分渠道（整装、大宗等）毛利率较低的影响，随着企业规模效应的持续显现，龙头企业的毛利率有望维持稳定。

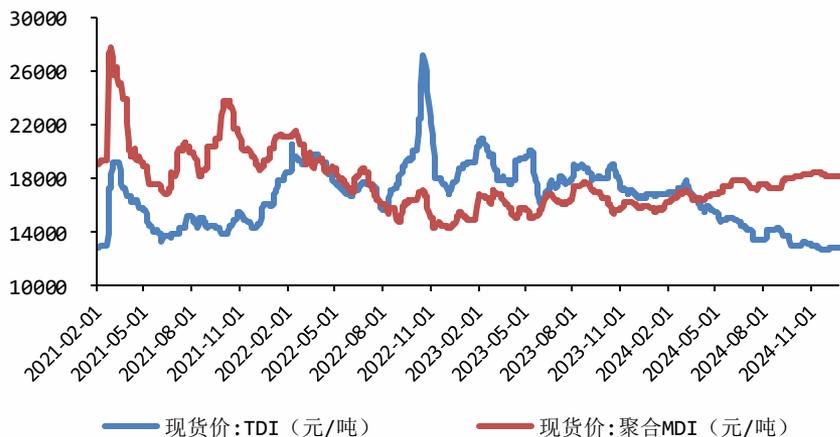
重点家居企业20年-24Q3毛利率



板材/螺纹钢月均价格走势



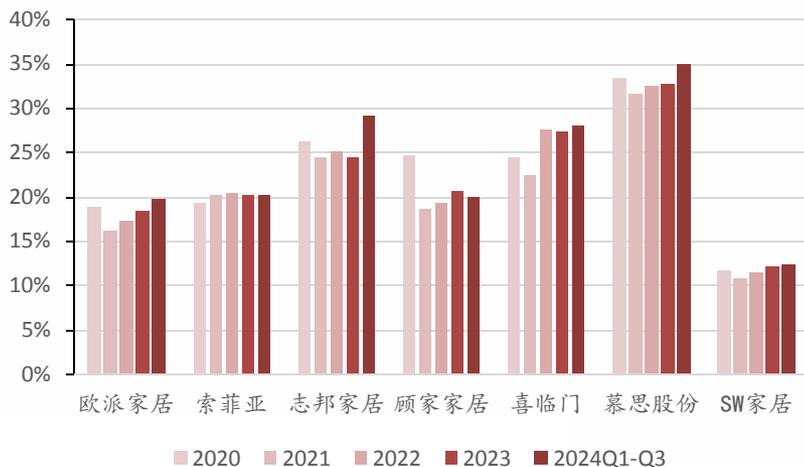
TDI/聚合MDI日均价格走势



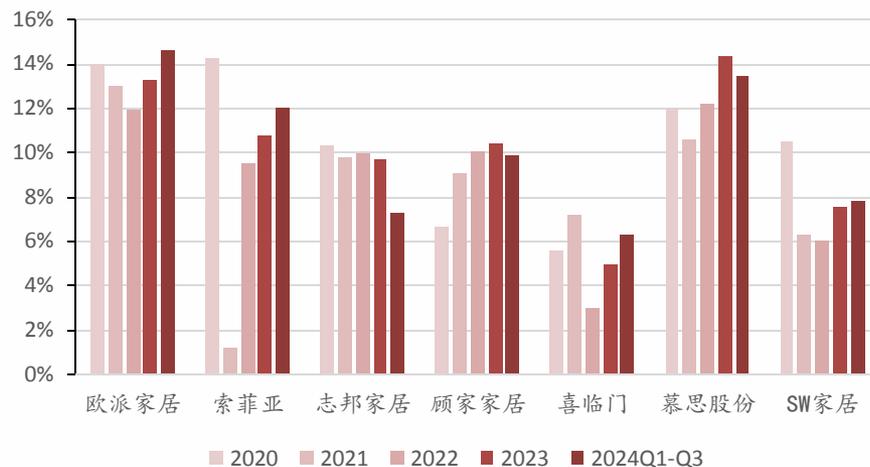
家居复盘：费用率上升，流量转化成为核心

- SW家居板块2022-2024Q3销售费用率持续上升，一方面收入规模下滑使得费用率被动抬升，另一方面体现家居核心难点已从交付转向高效流量获取与转化。直播种草、短视频营销、整装等新零售渠道兴起，使流量入口逐步多元化和前置化，但渠道同质化与用户触达不精准加剧了流量转化压力。综合来看，24年前三季度欧派/索菲亚/志邦/顾家/喜临门/慕思净利率分别为14.6%/12%/7.2%/9.8%/6.3%/13.5%，同比+0.7pp/+0.4pp/-1.6pp/-0.8pp/-0.2pp/-0.2pp。预计随着国补政策持续推进，流量转化效率改善，头部家居企业有望凭借模式领先，渠道多元化扩张加速获客，市场集中度持续提升。

2020-2024Q3重点家居企业费用率



2020-2024Q3重点家居企业净利率



数据来源：IFind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

家居复盘：整装渠道逆势增长，加大前端流量渗透

- 整装渠道逆势增长，持续推进一体化布局。** 2024年前三季度索菲亚总营收同比-6.65%，其中整装渠道营业收入同比+26.34%；金牌家居总营收同比-5.15%，其中整装渠道同比增速超30%。欧派家居24年上半年整装渠道同比+8.7%。企业从单纯的品类扩张转向**套系化销售**，涵盖定制橱柜、基装材料、家电与软装的一体化服务，逐步适应整家消费趋势。
- 具体来说，公司通过**直营整装与经销商合作装企**等方式加大对前端流量的获取转化，打造装企渠道的整家定制模式。截至2024年9月，欧派家居/索菲亚/金牌家居/志邦家居门店数量分别为8180/3565/3835/4579家，分别较2023年底-536/-202/-74/-4家，经销商零售店扩张速度较23年放缓。同时定制家居品牌持续与当地装企合作，扩大整装流量池。截至24年9月，欧派家居整装大家居品牌“铂尼思”门店数量549家，较23年年底增加84家；索菲亚集成整装事业部已合作装企数量277个，较23年底增加56个，目前覆盖全国196个城市及区域；金牌家居整装馆门店数量193家，较23年年底增加42家。**从零售渠道到大宗渠道再到整装渠道，定制家居行业历经数次渠道变革，对企业的组织管理、品牌、交付、响应等综合实力要求更高，龙头与中小品牌差距明显。**

表：部分定制家居企业总收入与整装渠道收入增长率

	2024年上半年		2024年前三季度	
	总收入	整装渠道	总收入	整装渠道
索菲亚	3.91%	43.63%	-6.65%	26.34%
欧派家居	-12.81%	8.7%	-16.21%	—
金牌家居	0.91%	—	-5.15%	30%+

表：部分定制家居企业门店数量或合作装企

	2021	2022	2023	24Q3	24Q3较23年变化
欧派家居	7475	7615	8716	8180	-536
—其中铂尼思	1021	1056	465	549	84
索菲亚	4329	4100	3767	3565	-202
—合作装企	—	160	221	277	56
金牌家居	3130	3729	3909	3835	-74
—其中整装馆	35	91	151	193	42
志邦家居	3742	4231	4583	4579	-4

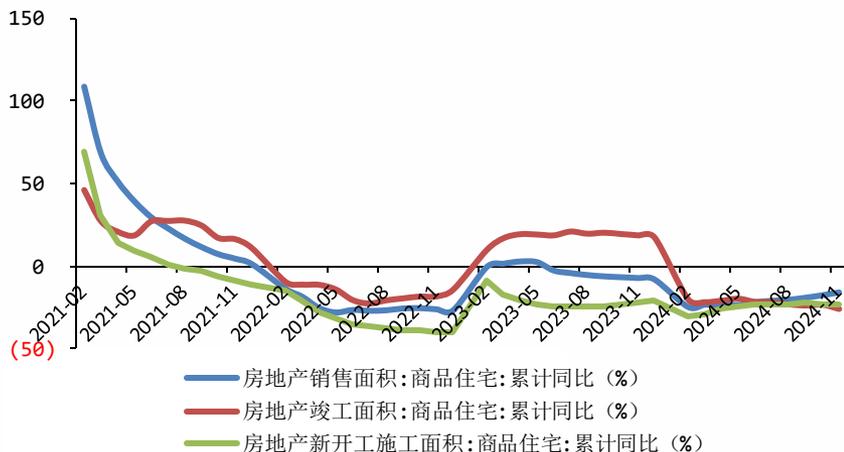
数据来源：IFind，各公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

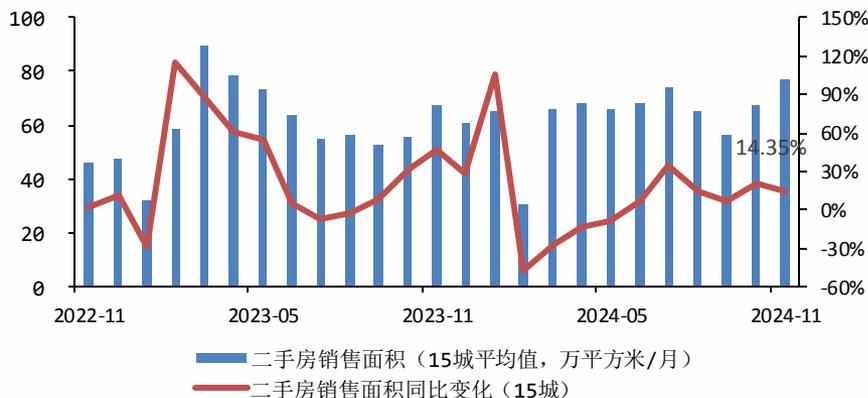
家居：新房销售降幅收窄，二手房交易活跃

- **新房销售面积降幅持续收窄。**2024年1-11月全国新建商品住宅销售面积7.2亿平米，同比-16%，降幅较1-10月收窄1.7个百分点，已连续7个月持续收窄；单11月新房销售面积6855.84万平米，同比+4.22%，环比+4.19%，市场信心修复。24年1-11月全国新建商品住宅竣工面积3.52亿平米，同比-26%；单11月竣工面积4495.31万平米，同比-40.07%，环比+17.33%。
- **二手房市场交易活跃或起支撑作用。**2024年11月，15座监测城市二手房月销售面积同比+14.35%，并连续6个月同比保持正增长，二手房整体成交规模恢复活跃。
- **房地产政策宽松持续升级。**中央层面，住建部、财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门打出“四个取消、四个降低、两个增加”、白名单项目和保障性住房等政策组合拳并持续推进政策落地，有望带动地产整体回暖。

全国房地产商品住宅销售/竣工/新开工面积累计同比



15座城市二手房单月销售面积/同比变化



*15座城市包括北京、深圳、广州、杭州、成都、苏州、厦门、青岛、东莞、大连、郑州、无锡、南宁、佛山、北海

家居：宽松政策频出，房地产市场有望回稳

表：2024年9月以来房地产政策梳理

时间	部委	政策概要	政策内容
9月24日	央行	存量房贷降息	此次存量房贷利率下调预期平均降幅0.5个百分点，预计惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少家庭利息支出1500亿元左右。
		二套首付比例降低	全国层面的商业性个人住房贷款将不再区分首套房和二套房，最低首付比例统一为15%。各地可以在此基础上因城施策，自主确定辖区内是否实施差异化的首付比例下限安排。商业银行根据客户风险状况和意愿，与客户协商确定具体的首付比例水平，15%只是一个最低的首付比例。
		保障性住房再贷款	优化保障性住房再贷款政策，此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%，增强对银行、收购主体的市场化激励。
		两项金融政策延期	延长两项房地产金融政策文件的期限。此前，人民银行和金融监管总局出台了金融16条和经营性物业贷款两项阶段性政策，两项政策的有效期将从2024年12月31日延长到2026年的12月31日。
9月26日	政治局会议	止跌回稳	从供给端看，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、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。从需求端看，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。
9月29日	央行	存量房贷降息公告	应于2024年10月31日前统一对存量房贷(包括首套、二套及以上)利率实施批量调整，对于LFR基础上加点幅度高于-30BP的存量房贷，将其加点幅度调整为不低于-30BP，且不低于所在城市目前执行的新发放商业性个人住房贷款利率加点下限。
10月8日	国家发改委	加大资金投放力度	对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量。加大“白名单”项目贷款投放力度。运用专项债券等支持盘活存量闲置土地。
		调整房地产政策	调整住房限购政策，释放刚性和改善性住房需求。加快消化存量商品房，降低存量房贷利率。抓紧完善土地、财税、金融等政策，加快构建房地产发展新模式。
10月12日	财政部	专项债	首提专项债用于收购存量商品房，将其用作各地的保障性住房，同时将保障性安居工程补助资金更多用于地方，以消化存量房的方式筹集保障房，此举或加快去库存进程，促进房地产市场供需协调。
		税收政策	房地产税收政策有望优化，财政部正抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，未来还将进一步调整优化地产相关税收政策。
10月17日	住建部	4个取消、4个降低、2个增加	四个取消：主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 四个降低：公积金利率、首付比例、存量利率、卖旧买新税费。 两个增加：通过货币化安置方式新增实施100万套城中村改造，年底前增加“白名单”项目贷款审批通过规模至4万亿元。
		金监总局	3项融资协调机制优化
	财政部	3项支持	允许专项债券用于土地储备，研究设立收购存量土地专项借款，作为专项债券的补充，中国人民银行提供专项再贷款支持。支持地方用好专项债收购存量商品房用作保障性住房。抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的税收政策，主要包括增值税和土地增值税。
		央行	5项支持落地
11月11日	自然资源部	专项债细则	公开《运用地方政府专项债券资金收购存量闲置土地的通知》，明确了地方政府专项债券收购闲置土地的操作细则。
11月13日	财政部、税务总局、住建部	契税	发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，在全国范围内，对个人购买家庭唯一住房和家庭第二套住房，只要面积不超过140平方米的，统一按1%的税率缴纳契税；面积为140平方米以上的，首套住房减按1.5%的税率征收契税、二套住房减按2%的税率征收契税。
		增值税	在城市取消普通住宅标准后，对个人销售已购买2年以上(含2年)住房一律免征增值税。
		土地增值税	取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，对纳税人建造销售增值额未超过扣除项目金额20%的普通标准住宅，继续实施免征土地增值税优惠政策；将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点；调整后，东部地区为1.5%，中部和东北地区为1%，西部地区为0.5%。
12月9日	政治局会议	稳住楼市股市	实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市；实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。

www.swsc.com.cn

数据来源：中央人民政府官网、各部委官网、中国房地产报、西南证券整理

家居：家居家装以旧换新政策推出

- 时间节奏：**8月初支持消费品以旧换新的1500亿元超长期特别国债资金已全部下达到地方；8-10月各地区陆续发布支持消费品以旧换新实施方案；10-11月部分地区补充旧房装修/厨卫布局改造/适老化改造等“焕新”细则。整体来说家居家装晚于家电补贴政策，产品和区域的覆盖范围逐步扩大。
- 补贴品类：**各地有所不同，智能家居产品类补贴受大部分省市支持。非智能家居家装品类（如厨衣柜、软体成品、建材、卫浴）部分省份通过旧房/厨卫装修改造类发放，支持装修合同。
- 补贴额度：**产品类补贴多为15%-20%，每笔上限2000元。装修类补贴上限较大，单笔补贴超过1万。适老化改造补贴力度多超过50%。
- 商户资质：**大部分省市设置依法合规经营、交易机制完善且拥有垫资能力的要求，并且多采用申请制。因此，我们认为此次政府补贴对于规模较大、具备资金优势、积极主动响应政策，以及与当地装修公司广泛合作的品牌和经销商更为有利。

表：家居家装补贴政策概览

补贴范围		补贴力度	省份	补贴方式
产品类	智能化家居产品	15%	14省：浙江、江苏、上海、海南、山西、河北、天津、河南、湖南、重庆、宁夏、甘肃、新疆、吉林	单笔补贴金额上限较小，多数省份2000元。每种品类限购一件。通过消费价格立减、满减优惠券形式，与云闪付、建行生活、微信、支付宝、京东天猫等平台合作。
		15%-20%	7省：安徽、山东、广西、广东、湖北、云南、宁夏	
		20%	7省：福建、内蒙古、贵州、四川、陕西、黑龙江、辽宁	
	家居家装（非智能产品）	15%	11省：上海、江苏、海南、山西、河北、天津、湖南、重庆、甘肃、新疆、吉林	
		15%-20%	5省：山东、广东、湖北、西藏、宁夏	
		20%	6省：江西、福建、内蒙古、四川（最高30%）、陕西、辽宁	
装修类	旧房/厨卫装修改造	.5w(总5-10w)-3w(总10w以上)	青海	单笔补贴金额上限较大，多数省市1-3万元，支持装修合同。多数省市消费者装修前需要报名申请，提供房产信息、物品材料清单等，并上传发票、填写申领补贴承诺书。
		15%，不超过1.4万	甘肃	
		15%，不超过2万	广州	
		15%，不超过3万	江苏、佛山	
		15%，不超过5万	安徽	
		20%，不超过1万	南昌	
		20%，不超过2万	浙江、湖北、郑州、安阳	
		20%，不超过3万	广西、深圳、大连	
	适老化改造	30%	福建	
		50%-60%	浙江、江苏、宁夏	
60%-80%		北京		

家居：开启“政企双补”，多措并举让利消费者

□ 家居企业积极响应国家及各地“以旧换新”消费政策号召，推出一系列“企业补贴+国家补贴”双叠加让利政策，主要以折扣+产品升级+优惠套餐形式补贴。拉动消费效果显著，以广州索菲亚为例，据2024年10月20日广东卫视新闻联播报道，截至报道日，索菲亚直营订单量已突破1500单，同比增长将近110%，业绩突破9000万元，同比增长突破了220%。

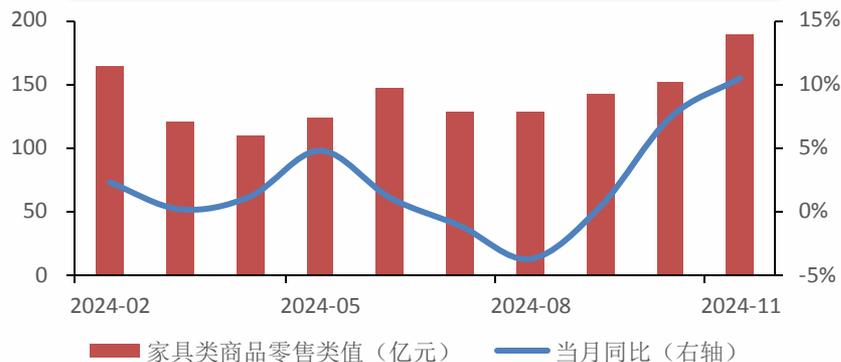
表：部分家居公司参与以旧换新补贴情况

家居公司	主要补贴形式	具体补贴【折扣+产品升级+优惠套餐】
欧派	广州，补全国门店；补15%、单人上限2w	购买欧派橱衣木卫定制类产品，享合同金额20%的企业补贴金，最高1万元/户；企业补贴金可用于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。除了推出“消费者+99元享健康升级补贴”优惠，包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜值系列衣柜。
索菲亚	广州，补全国门店；补15%、单人上限2w	政府15%+总部至高20%。索菲亚（杭州）推出了每满10000元补贴10%，最高可达2000元的补贴计划。针对旧房改造项目，进一步将下调定制家居产品的价格，推出了行业首创的中国定制节，以899元/㎡的钜惠价格向消费者开放格林系列环保喷粉工艺等高端产品。
志邦	各地响应当地政策；补15%-20%	根据各地方政策不同至高补贴20%，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。并推出多个整家套餐，包括明星整家29700满配套升级高品质的欧松板门板、Ag+抗菌柜体、BARCA HOME高端沙发；整家组合29700、39700、59700多种材料与配置组合，每多选购一个品类，还可额外收获2000元的焕新补贴消费券。
金牌	厦门/广州，补全国门店，补20%/15%、单人上限2w(厦门单品每笔上限2k)	在全国各地政府补贴的20%基础上，再给予消费者50%的补贴，消费者在购买家居产品时能享受到高达70%的总补贴额度；推出899元/㎡/m高颜值爆款系列、1499元/㎡/m的王牌豪车烤漆系列，以及49800元的大牌整家套餐；厨衣门墙定制类产品，最高可享产品50%的专项补贴；购买金牌整家全品类产品可额外加码1000元焕新消费券。
尚品宅配	佛山/广州，补全国门店，分别补20%/15%、单人上限3w/2w	可享政府补贴至高20%，集团补贴20%，最高优惠可达36000元/人。发布臻选焕新套餐和两大旧改焕新套餐：“10988元72小时焕新厨柜PET套餐”与“15800元24小时焕新12件全屋家具套餐”里，共包括厨房、卧房、全屋家具等单空间极速焕新。其中，10988元焕新套餐包括了3m地柜+3m台面+1m吊柜，同时送方太烟灶+星盆+龙头，门板可以免费升级到PET轻奢亲肤板。15800元全屋家具焕新套餐包含了沙发、茶几、餐桌椅、软床、床垫等高品质家具。
好莱客	广州，补全国门店；补15%、单人上限2w	除了15%的政府补贴外，好莱客直补20%，全国门店商场加码补贴20%。好莱客发起“净醛中国行-惠民补助计划”活动，重磅升级29800元[净醛竹板]全民普惠套餐，全屋套餐直补11980元升级原态净醛竹板，每平直补75%升级全屋定制PET门板。另外，家品、家电焕新福利除政企补助外，好莱客再补20%，最高可减5599元。
顾家	杭州，补全国门店；补20%、单人上限2w	在政府补贴基础上额外加码，综合补贴力度达到40%以上。顾家整家定制进一步推出以旧换新政企双补专供系列产品，包括“698元/㎡ENF级净醛抑菌冠军系列”“998元/㎡进口爱格板”“998元/㎡激光封边PET”“1111元的7米抗菌橱柜”。
喜临门	各地响应当地政策，补15%-20%	在政府补贴的基础上，额外提供“以旧换新最高可享2000元补贴”和“床垫加价即可换购真皮软床”的补贴政策。特别上新的中高端产品臻护系列——辉耀H26、月华M28、清辉S30就纳入了本次补贴活动范畴。
慕思	东莞，补全国门店，补15%、单人上限3w、每笔上限2k	在享受国家政策规定的最高20%以旧换新补贴和V6家居最高50%企业促销活动补贴的基础上，V6家居将额外再派发2000元全民“普惠补贴金”，以三重补贴让利。V6家居针对此次活动还做出两大升级，一是定制柜类全线板材免费升级到比国标更高标准的F4星级板材，为消费者提供最环保、最健康的高品质家居产品；二是将定制柜类的板材可选花色从20种升级至64种，以满足消费者多元化、个性化的设计需求。

家居：家居家装品类以旧换新拉动消费效果显著

□ 全国家居零售消费拉动效果显著，广州等区域表现领先。单11月全国限额以上家具类零售额为190亿元，同比+10.5%，较10月+3.1pp，增速加快；前11个月，家具类零售总额累计同比+2.9%，较前10个月+1pp。商务部数据显示，截至12月19日，消费者购买家电以旧换新产品超5210万台，家装厨卫“焕新”补贴产品超5300万件。而在10月24日，以上数据分别为1984.3万台/630万件。广州等区域表现领先，主要系政策响应快、补贴品类广、补贴上限大、参与企业多、经销商回款周期短以及线上线下多渠道发力等。

2024年全国限额以上家具类单月零售额



数据来源：IFind, 西南证券整理

表：各省份已公布消费品以旧换新数据

地区	时间	补贴效果
浙江	11月底	累计已有109万人次申请家居家装领域消费品以旧换新补贴14.5亿元，带动销售66亿元。杠杆系数为4.55。
江苏	12月4日	家装厨卫焕新领域已销售产品7万余件，发放政府补贴接近2亿元，政策成效较好，社会参与度高，群众反响热烈。
福州	11月19日	家电、家装厨卫以旧换新系列活动已带动消费超20亿元。
厦门	12月4日	以旧换新补贴近62万笔，政府补贴约6.1亿元（规划10亿），拉动消费超过53亿元。
广州	12月5日	全市消费品以旧换新累计销售额超380亿元，家电以旧换新共拉动销售额超93亿元（线上超75亿元，线下超18亿元），家装厨卫共拉动销售额超116亿元。
东莞	11月11日	家装厨卫“焕新”活动拉动相关产品消费超15.7亿元，个人最高补贴金额达4万元。
深圳	10月	10月全市家电、通讯器材、家具产品零售分别增长65.7%、16.9%和13%。八大类家电累计带动销售超61亿元；3C类产品带动销售40亿元；智能家居产品带动销售35亿元。
海口	11月12日	消费品“以旧换新”拉动各类消费超过41亿元，其中家装以旧换新方面，已核销补贴6067.59万元，拉动家装品类消费4.18亿元，占全省的69.7%。
河北	11月11日	全省家装总销售额13亿元，补贴资金1.84亿元。
天津	11月13日	已有50万人参与家电家居焕新补贴活动，累计发放资金4亿元，带动相关产品销售52.6万件，销售额达23亿元。
长沙	11月25日	家装厨卫焕新累计申领 20096人次，占全省的27.11%，累计申领金额1959.82万元，带动家装厨卫消费13613.45万元。
贵州	12月10日	已使用20.31亿元（进度77.4%），拉动消费160.9亿元。家电换新76.8万件，补贴资金6.47亿元，产生消费34.8亿元。家居商品换新15.6万件，补贴资金2.2亿元，产生消费11.5亿元。
云南	12月11日	消费品以旧换新补贴累计申请100.37万单、30.09亿元，直接带动消费228.06亿元。家电家居补贴发放超83.25万笔，直接带动消费33.97亿元。
四川	10月21日	消费品以旧换新补贴申请187.3万件，拉动相关消费近262.72亿元。家居家装消费券前两轮核销2.26亿元，核销率94.07%，拉动消费10.52亿元。
重庆	12月10日	全市累计发放家居折扣券3累计核销8.59万张，累计核销金额8934.4万元，直接拉动家居消费6.17亿元。家电消费者享受补贴9.7亿元，拉动销售51.8亿元。
上海	12月11日	家电家居以旧换新的人数超过357万人次，累计发放补贴金额达11.65亿元，各平台合力带动家电家居产品消费额突破100亿元。杠杆为8.58。
西藏	11月6日	下拨资金2.24亿元，已使用1.13亿元，实现消费品以旧换新7.06万笔，销售额12.03亿元。家电以旧换新4.3万台，销售额2.34亿元；家装厨卫以旧换新2.2万件，销售额0.78亿元。
陕西	12月9日	家电以旧换新110.29万台，补贴资金9.59亿元，带动消费51.61亿元；家装厨卫约114万件，补贴资金4.05亿元，带动消费20.91亿元。
甘肃	12月6日	家装厨卫“焕新”54050套，家具“焕新”190785件。全省以旧换新家装家具销售金额约16.69亿元，补贴金额约2.19亿元。

www.swsc.com.cn

数据来源：各地政府网站、各新闻网站, 西南证券整理

家居：家居家装以旧换新拉动消费效果显著

- 整理部分城市已公布的家居家装消费品销售数据，发现：1) 家居家装拉动需求杠杆系数约为4-7倍，理论杠杆系数为5-6.67倍（1/20%-1/15%），方差较家电品类更大；2) 家居家装核销补贴金额约占当地核销补贴金额5%-20%，与各地区政策落地时间和产业政策有关，差异较大；3) 家居家装销售额约为当地整体消费品的4%-10%，广州这一比例达到了30.53%。截至12月12日，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。4) 随着各地家居家装补贴政策落地，预期家居家装与家电销售额占比增大，截至10月24日，家电方面8大类家电产品1984.3万台，带动销售额913.4亿元；家装厨卫“焕新”补贴产品约630万件，累计带动销售额190亿元，带动家居家装产品销售额/家电产品销售额比例为20.8%。根据最新品类补贴数量来看，家居家装销售额与家电销售额差距缩小。

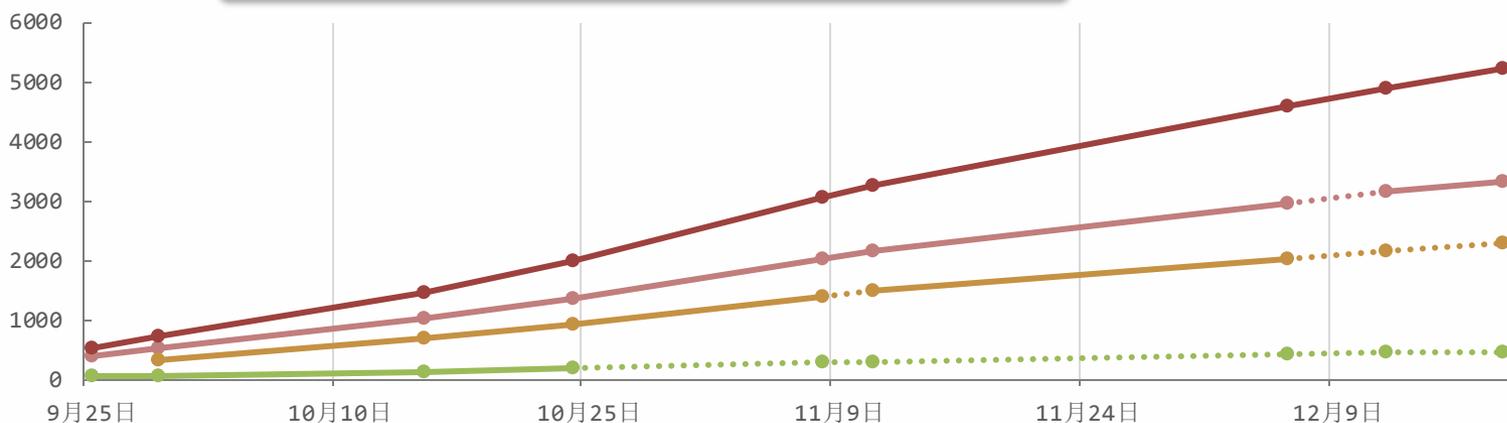
表：部分城市2024年已公布家居家装消费品补贴表现

地区	时间	消费品		家电			家居家装					
		补贴核销 (亿元)	销售额 (亿元)	补贴核销 (亿元)	销售额 (亿元)	杠杆	补贴核销 (亿元)	销售额 (亿元)	杠杆	核销占比	家居/消费品 销售比例	家居/家电 销售比例
浙江	截至10月24日	64.26	660				4.63	25.60	5.53	7.20%	3.90%	
	截至11月底						14.50	66.00	4.55			
贵州	截至12月10日	20.31	160.9	6.47	34.80	5.38	2.20	11.50	5.23	10.83%	7.15%	33.05%
重庆	截至12月10日			9.70	51.80	5.34	0.89	6.17	6.91			11.91%
陕西	截至12月9日		266.73	9.59	51.61	5.38	4.05	20.91	5.16		7.84%	40.52%
甘肃	截至12月6日	11.85		4.28	28.11	6.57	2.19	16.69	7.62	18.48%		59.37%
广州	截至12月5日		380		93.00			116.00			30.53%	124.73%
海口	截至11月12日		41				0.61	4.18	6.89		10.20%	
长沙	截至11月25日						0.20	1.36	6.95			
河北	截至11月11日						1.84	13.02	7.09			
西藏	截至11月6日	1.13	12.03		2.34			0.78			6.48%	33.33%
福州	截至11月2日	3.24		0.89	4.77	5.36	0.18	0.92	5.14	5.52%		19.26%
四川	截至10月21日	30.36	262.72	13.60	72.20	5.31	2.26	10.52	4.65	7.40%	4.00%	14.60%
广西	政府统筹	45					8.00			17.80%		

家居：2024年家居家装以旧换新拉动消费测算-家电参考

- **家电测算**，预计全年用于补贴家电品类金额**512.4亿元**，带动消费**2506.5亿元**。截至10月15日，消费者购买八大类家电产品1462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，计算**平均每台家电使用补贴900.6元**。截至12月6日，消费者购买八大类家电产品4585万台，带动销售2019.7亿元，计算**平均每台家电带动销售4405元**。11月11日-12月6日-12月12日-12月19日，期间分别间隔25、6、7天，日均销售52.5、52.5、44.3万台。**预计12月19日-12月31日日均销售40万台**，共销售480万台。假设按照每台家电使用补贴900.6元，拉动消费4405元计算，全年家电补贴销售5690万台，使用补贴512.4亿，带动消费2506.5亿元。
- 结合10月24日全国数据以及各地区披露数据来看，预计家居家装使用补贴约106.6亿（512.4亿*20.8%），假设杠杆系数6，2024年拉动消费约639.6亿元，占2023年限额以上家具+建材社零总额的20.7%。

2024年家电以旧换新补贴及带动消费测算



	9月25日	9月29日	10月15日	10月24日	11月8日	11月11日	12月6日	12月12日	12月19日
人数 (万人)	386	511	1013.4	1363.5	2025.7	2160.8	2963.8	3167.4	3330
台数 (万台)	520	711	1462.4	1984.3	3045.8	3271.9	4585.0	4900.0	5210
补贴金额 (亿元)	46.7	64.03	131.7	178.7	274.3	294.7	412.9	441.3	469.2
带动销售额 (亿元)		335	690.9	913.4	1377.9	1480.2	2019.7	2158.5	2295.0

数据来源：商务部、政府网站，西南证券整理

家居：2025年家居家装以旧换新拉动消费测算

- **基于保守、中性、乐观预期，预计2025年家居以旧换新对需求拉动约26.83%-53.65%。**2025年“以旧换新”政策将加大力度，推动家居行业消费增长。财政部部长蓝佛安表示，2025年将进一步扩大消费品以旧换新的品种和规模以及明年需补贴的时间周期更长，这一政策特别惠及家电、家居、门窗等消费品领域。
- **假设一：2025年消费品以旧换新补贴总额3000亿元**，补贴范围涵盖汽车、家电、家居、餐饮等品类，补贴周期为25年整年。
假设二：家居家装补贴占总消费品比例为5%(保守)、7%(中观)、10%(乐观)，分别对应150亿、210亿、300亿。
假设三：杠杆系数为6倍。理论杠杆系数为 $5x-6.67x(1/20\%-1/15\%)$ ，部分家居家装客品类单值高，给予家居家装较家电更高的杠杆系数。
- **结论：以旧换新政策在保守、中观、乐观的资金池占比下，家居家装拉动销售额占2024年限额以上家具+建材社零总额的26.83%、37.56%、53.65%。**

表：2025年家装家居测算

计算方式	类目	2024年测算	2025年测算		
①	全国消费品补贴金额(亿元)	1500	3000		
		根据测算	保守	中性	乐观
②	家居家装补贴占比(%)	7.1%	5%	7%	10%
③=①*②	家居家装补贴金额(亿元)	106.6	150	210	300
④	理论杠杆系数(x)	6	6	6	6
⑤=③*④	拉动家居家装销售金额(亿元)	639.6	900	1260	1800
⑥	限额以上家具+建材社零总额2023年(亿元)	限额以上家具+建材社零总额2024年(亿元) E			
	3085.6	3354.8			
⑦=⑤/⑥	拉动家具+建材社零幅度	20.73%	26.83%	37.56%	53.65%

备注：2024年1-11月家具+建材累计3014.8亿，假设12月家具+建材共计340亿元，则预测24年全年3354.8亿元。当年拉动幅度的分母为上一年限额以上家具+建材社零总额

www.swsc.com.cn

数据来源：各地政府网站，西南证券整理

家居：政策托底下，龙头优势凸显

- 龙头家居企业凭借**品牌矩阵更完善、政企关系更优、渠道及补贴政策覆盖度更广，以及流量获取能力更强等优势**，快速响应以旧换新补贴政策，有望在国补中获得更大的市场份额和收益。
- 具体来看，**1) 参与以旧换新商家需要具备规模和资质条件**。以广州为例，要求参与商家具备较强的资金实力能够垫资，具备与活动合作单位交易平台进行对接的能力，还需要物流配送、安装调试、保修维护综合服务能力等。头部企业流程更规范，信用风险低，首先满足参与条件。**2) 政府平台企业三方联动，多渠道覆盖更加受益**。24年10月-11月，家居企业在各大电商平台开启“国补+平台补+厂商补”三重叠加补贴，拉动效果显著。根据星图数据显示，24年双十一期间家具建材线上综合电商销售额477亿，同比增长14.6%。其中，京东“双十一”开门红家具全品类成交额同比增长超5倍，1000+品牌成交额同比增长超3倍，**用户以旧换新成交额同比增长超2倍**，京东家具品类排行榜中，顾家家居、喜临门、芝华士位列前三名。天猫定制品牌销售榜中，索菲亚、欧派家居、金牌橱柜位列前三名，**龙头优势凸显**。

图：广州以旧换新参与企业条件

一、参与企业条件

(一) 依法登记注册的独立法人企业，生产或销售符合本次活动要求的消费品，并满足以下任一条件：
①在穗具有注册地址；
②在穗具有销售符合本次活动要求消费品的专业渠道；
③具有销售符合本次活动要求消费品的线上销售平台。

(二) 具备较强的资金实力，能够开消费者支付垫付补贴资金。

(三) 诚信经营规范，未被“信用中国”网站列入“失信惩戒”人员或重大税收违法案件当事人名单；不在中国境内被限制、取消或限制严重违法失信行为惩戒记录”中禁止参加政府采购活动供应商，近三年内在工商、税务等方面无重大违法违规记录，无发生重大质量、产品及种纠纷问题，无发生重大安全生产及消防事故。

(四) 信用良好，对生产企业提供担保的真实性负责，有效性和完整性负责，承诺严格遵守本次活动规则，保证真实交易，不存在虚报数据或虚开发票等违法行为。

(五) 具备与活动合作单位交易平台进行对接的能力，能够对接行为、交易商品进行审核把关，需做好风险防范、垫补等工作。

(六) 企业参加以旧换新，能够按月报送销售数据，有效对接以上渠道（无完全渠道覆盖），即对个人消费者依法开具广州市范围内销售商品的普通发票，包括电子发票（普通发票）、增值税普通发票、增值税电子普通发票、增值税普通发票（卷票），企业应提交本次活动范围内所销售商品单并开具发票，发票上需标注有明确的商品名称。

(七) 企业应具有物流配送、安装调试、保修维护等综合能力并保证服务质量，能积极配合商家退货换货，在企业官方网站、公众号、小程序或店内设置商家活动公示公告，活动企业应按照相关要求开展活动，按照要求提交企业使用期限长期资金和增加其他优惠相关保障措施和证明材料，配合相关检查和审计工作，企业自愿或让渡部分不计入本次活动补贴范围。

图：湖北以旧换新参与企业条件

>>> 二、参与企业资质条件

(1) 家电、厨卫、3C电子产品报名商户是在中国境内依法注册的**独立法人企业**；
(2) 主营家电、家装厨卫、电动自行车以及3C电子产品零售业务，且**独立结算的实体经营门店、电商企业**；
(3) 具备开具数电发票能力，销售发票须开具给个人，开票金额为“实际支付金额+政府补贴金额”；
(4) 具有防范骗补、套补等行为的能力；
(5) 需获取品牌企业授权函；
(6) 接受第三方审计公司对其交易真实性审查；
(7) 需按要求每日在审计系统提交当日交易小票、产品SN码，以及有产品唯一SN码的产品包装盒照片等资料；
(8) 需为消费者提供可视化、便捷化的指引服务；
(9) 未被国家、省、市有关部门纳入严重违法失信主体名单，不在实施失信惩戒处罚期间，2022年以来未参与我省历次政府消费券活动和以旧换新活动无违法违规记录；
(10) 承诺遵守湖北省以旧换新工作相关规定，规范经营，对所提供商品和服务实行明码标价，公平交易，不价格欺诈，以次充好、虚假交易，不接受预付和充值。

图：京东、天猫双十一榜单



数据来源：各地官网、星图数据、京东、天猫网站，西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

智能家居：市场空间仍大，政策有利于行业出清

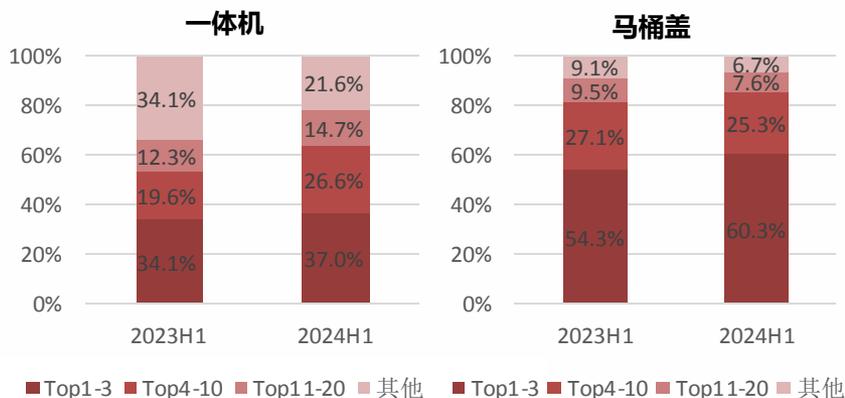
□ 智能家居渗透率提升空间仍大，以旧换新及3C认证有望进一步提升行业集中度。一方面，随着消费者对品质生活的诉求增加，智能家居成为未来家居发展趋势。据奥维云网，2024H1智能门锁渗透率约为20%，23年智能座便器渗透率为9.6%，相较于发达国家，市场空间充足。24年10月智能门锁线上销量100.03万套，同比+83.1%，市场强劲增长。另一方面，以旧换新及3C认证将促进行业参与者的规范化，推动行业的优胜劣汰，加速中小产能的出清，同时激发消费者倾向购买更节能环保、更智能化的产品。

智能门锁线上市场月度销量及变化（万套）



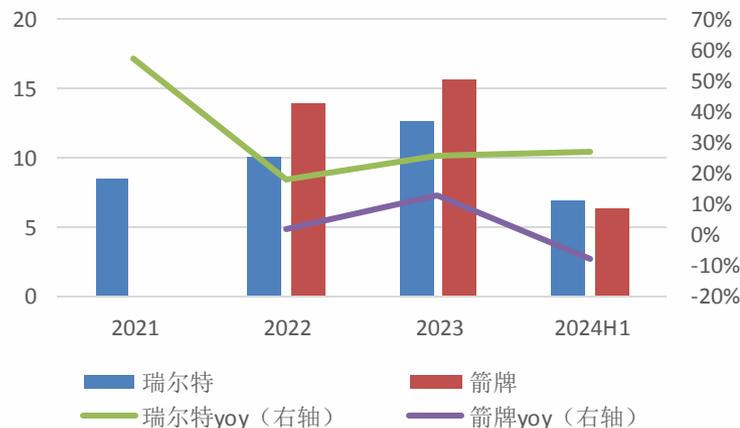
数据来源：洛图科技线上监测数据，西南证券整理

23H1/24H1线上市场智能坐便器品牌集中度



数据来源：奥维云网线上监测数据（含抖音），西南证券整理

箭牌家居/瑞尔特智能坐便器收入（亿元）



数据来源：箭牌家居&瑞尔特公司公告，西南证券整理

目 录

- ◆ 2024年板块数据回顾
- ◆ 家居：政策提振家居消费
- ◆ 个护及其他：关注成长性标的
- ◆ 出海：关注品牌出海和优质代工两条主线
- ◆ 造纸：优选文化纸等供需格局较好品种
- ◆ 2025年推荐标的与估值

个护及其他：牙膏等口腔护理产品兼具必需品和成长性

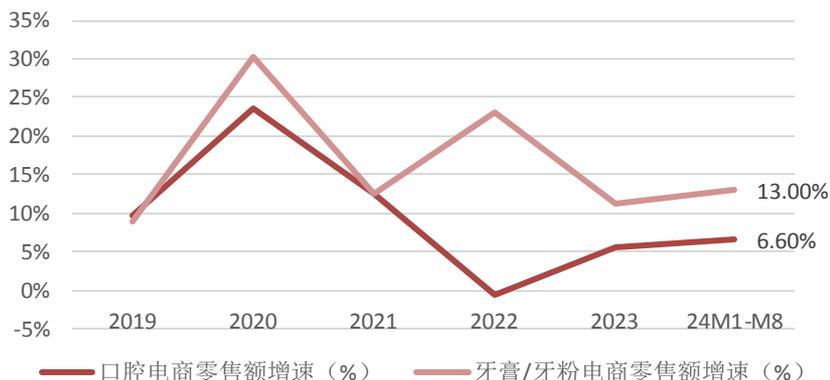
□ 牙膏等口腔护理产品，兼具必需品增长的稳健性和产品升级的成长性。24年1-8月牙膏/牙粉品类线上销售额83.5亿元，同比+13%，增速快于整体口腔行业(+6.6%)，线上份额占比持续提升。酵素、益生菌、小苏打等原材料推动中高端牙膏价格上行，24年8月，牙膏均价上涨至11.74元。从竞争格局来看，国产品牌市占率稳步提升。登康口腔的冷酸灵品牌2024年H1线下零售市场份额达8.57%，市占率提升至第3名。24年1-8月冷酸灵线上排名第7，较23年（第8）提升，增长较快。

牙膏均价走势（元/盒）

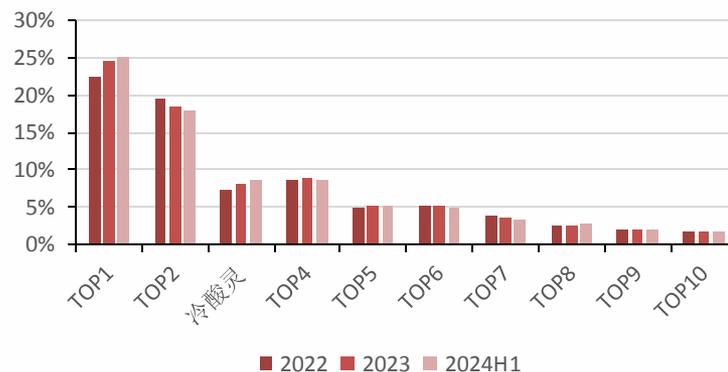


数据来源：IFind，西南证券整理

口腔用品及牙膏/牙粉线上销售增速



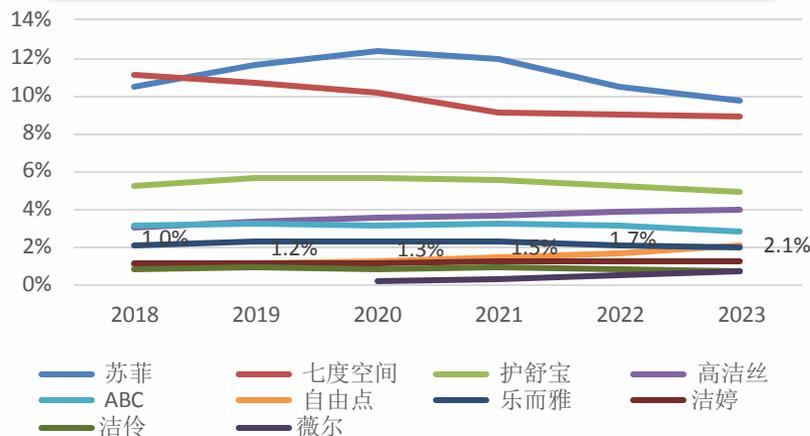
2022-2024H1牙膏品牌线下市场份额



个护及其他：国产卫生巾品牌迅速崛起或重塑品牌格局

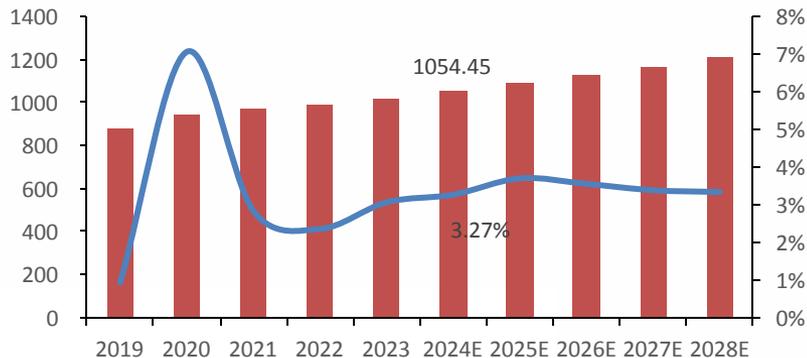
□ 国产卫生巾品牌迅速崛起，市占率不断提高。根据欧睿预测，2024年中国女性卫生巾零售市场达到1054.45亿元，同比+3.27%，2024-2028年CAGR为3.45%，市场增长稳健。国货品牌自由点2018-2023年市占率不断提升，通过“益生菌”新品、社媒运营等，不断扩大品牌影响力。2024Q1-Q3电商渠道实现营业收入10.3亿元，增速突破140%，已在本土卫生巾品牌中排名上升至第二。随着线上渠道占比持续提升，自由点有望实现进一步增长，或重塑行业品牌格局。

2018-2023年中国女性卫生巾市占率



数据来源：Euromonitor International, 西南证券整理

2019-2028E年中国女性卫生巾市场规模



■ 中国女性卫生巾行业市场规模(亿元) — YOY

2024年Q1-Q3TOP品牌社媒声量格局

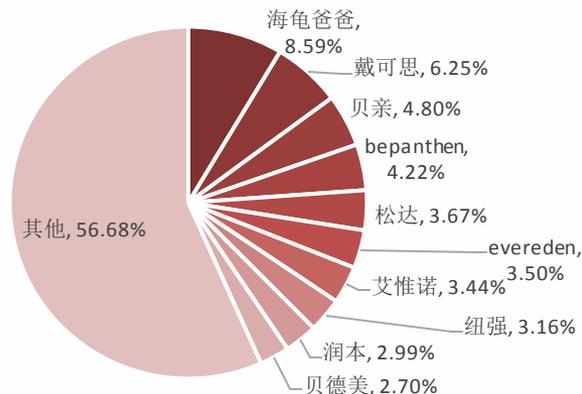


数据来源：艺恩营销智库；监测平台：抖音、小红书，西南证券整理

个护及其他：婴童护肤赛道头部企业有望获得先发优势

□ 婴童护肤赛道处于精细化、专业化趋势的早期，行业新品迭出，单童消费仍有较大提升空间，头部品牌有望取得先发优势。婴童护肤产品中，适合不同年龄层的儿童防晒、舒缓面霜、儿童洁面产品等新品迭出。目前婴童护肤品牌格局较为分散，24Q1-Q3线上市场份额合计43%，单一品牌线上市场份额未超过9%，各品牌份额差距小。根据欧睿预测婴童护理24-28年CAGR为5.94%，随着部分国产品牌深耕产品开发，借助线上渠道扩大品牌影响力，有望取得先发优势。

2024年Q1-Q3婴童护肤品牌线上市占率

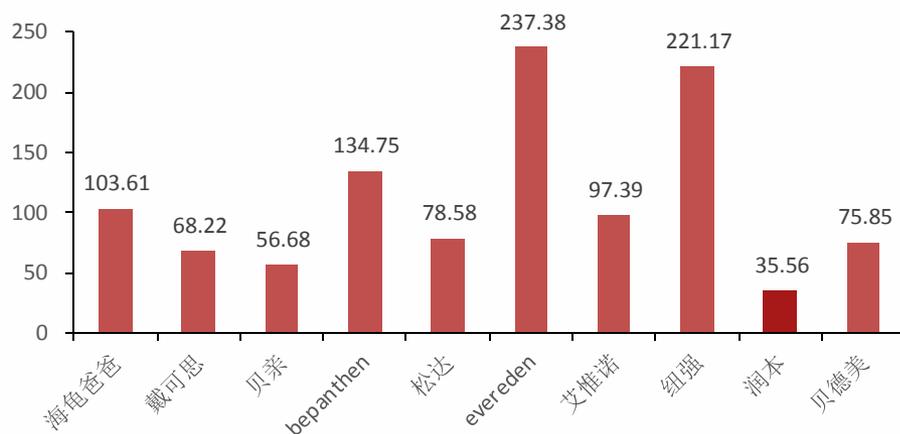


数据来源：魔镜洞察，西南证券整理

2019-2028E年婴童护理行业市场规模



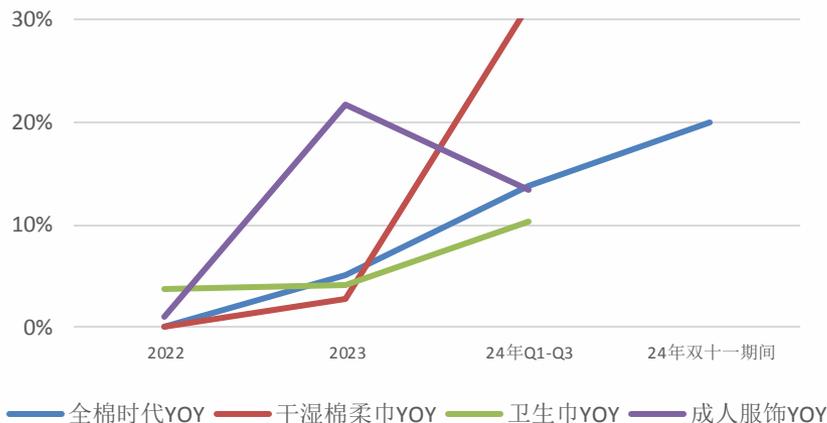
2024年Q1-Q3婴童护肤TOP10商品均价（元）



个护及其他：稳健医疗，消费&医药双轮驱动

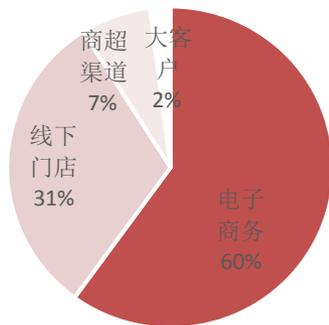
□ 全棉时代可持续发展，医疗产能和品牌出海为公司带来新的发展机遇。消费品板块得益于高品质、精准营销和三大核心优势：全棉理念、品质基因、医疗背景，24年Q1-Q3同比+13.7%，单Q3同比+20.6%，并在双十一期间延续增长态势。其中核心品类干湿棉柔巾增同比+31.3%，单Q3同比+47.1%。随着公司自身运营水平提升，精准触达消费者需求，消费品业务有望保持较快增长。医疗用品板块公司24年Q1-Q3国外销售占比45%，较23年年末+7.5pp，整体增速仍有一定压力。公司9月公告收购GRI公司，其生产基地和仓储面积将优化公司的全球布局，期待整合后盈利边际改善。

2024年全棉时代及其细分品类增速



数据来源：全棉时代公司公告，西南证券整理

全棉时代24H1收入占比及24Q1-Q3渠道发展情况



会员及门店数	截止2024年Q3	较23年年末新增
全域会员人数	超5,800万	11.4%
私域会员人数	超3,000万	12.8%
线下门店总数	477家	79家

全球低值耗材总体规模 (2019-2030)



数据来源：恒州诚思YHResearch，西南证券整理

个护及其他：文化办公类产品跨界合作或成新增长点

□ 文具等文化办公类产品需求回暖，并逐步向个性化、年轻化、品牌化发展。整体来看，24年M1-M11文化办公类商品社零实现3301.4亿元，同比+3.91%，下半年需求回暖。部分文具办公类企业与IP跨界合作，打造具有文化内涵和时尚特性的个性化产品，实现品牌年轻化和市场破圈。晨光文具通过九木杂物社这一新零售大店模式，引入了潮玩盲盒等，实现了从传统文具到文创生活的转型升级。九木杂物社24年Q3门店702家，较23年末净增加增加84家；24年Q1-Q3实现营收10.6亿元，同比+15.43%，预期25年将保持增长趋势。

文化办公类商品社零月度金额及增速

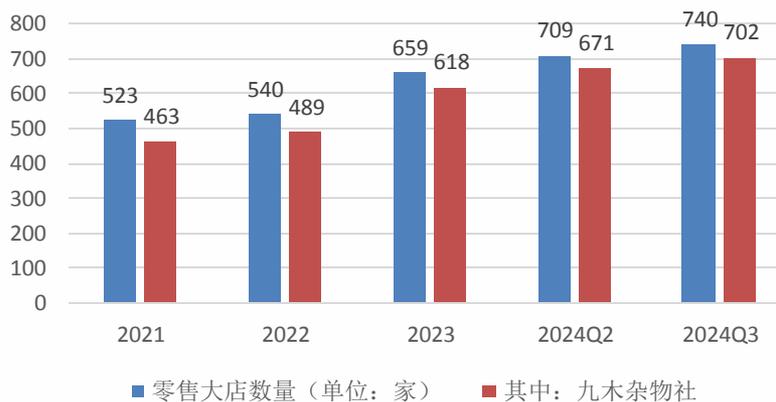


数据来源：IFind，西南证券整理

晨光九木杂物社营业收入及增速



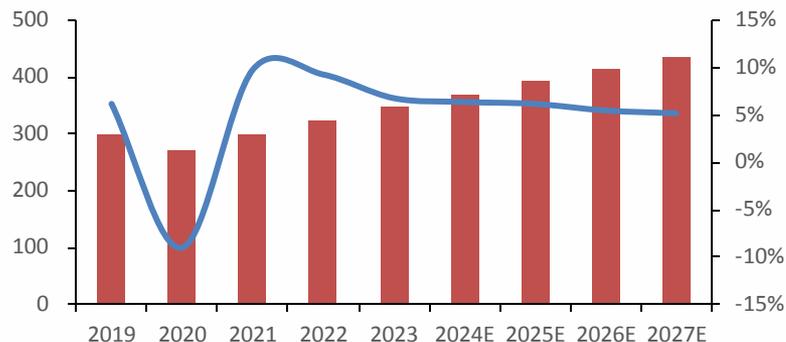
晨光零售大店及九木杂物社数量



个护及其他：智能眼镜等产品迎来发展期

□ 镜片行业渗透率逐步提高，产品逐渐多元化，智能眼镜或成新业态。随着国民视力保健意识的增强，中国眼镜镜片市场保持较快增长。据预测，中国镜片零售额预计在2027年将达到436.8亿元。明月镜片产品结构持续优化，24年Q1-Q3PMC超亮系列/1.71系列/轻松控系列同比+50.6%/+16.5%/+36.9%（剔除pro1.0回收影响）。明月镜片还布局AI智能眼镜有望打开成长空间。目前公司已在小米有品售卖智能眼镜Sasky，具有语音助手功能，可以语音唤醒SIRI、小爱同学，并具有接打电话、导航、音乐休闲放松等功能。

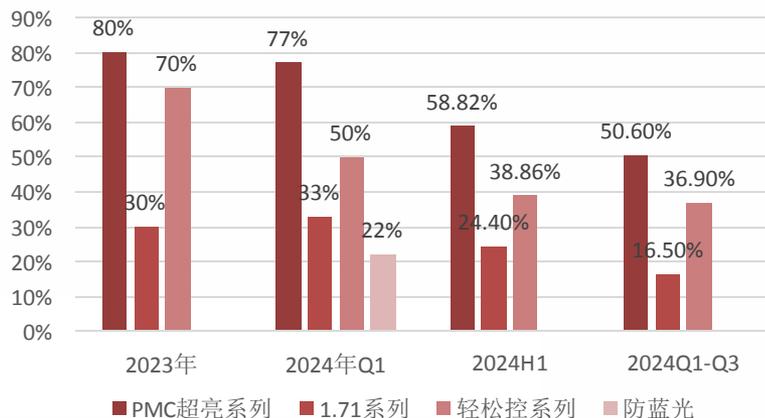
中国眼镜镜片零售市场规模



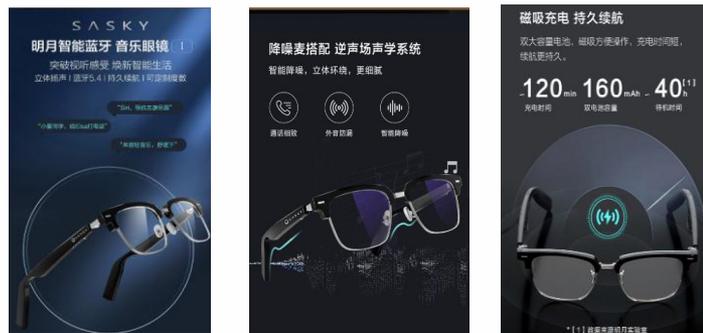
— 中国眼镜镜片零售市场规模 (亿元) — 增速 (%)

数据来源：沙利文，西南证券整理

明月镜片各类产品营收同比增速



智能眼镜Sasky小米有品平台售卖展示图

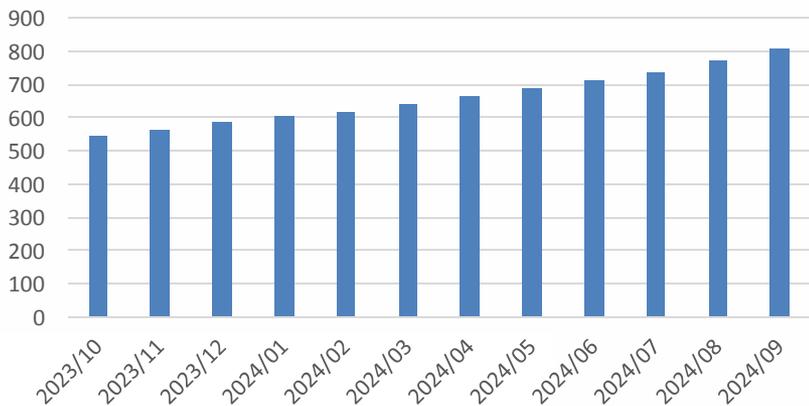


图片来源：小米有品，西南证券整理

个护及其他：公牛集团，创新驱动可持续发展

公牛集团以“插座”为起点，持续以创新驱动发展，打造长期可持续发展的产业布局。传统电连接业务高市占率，保持稳健增长；智能电工照明业务24年H1双位数增长，营收占比首次超过电连接业务；新能源新业务保持高速发展，制造基因匹配，24年H1同比+120.2%。据中国充电联盟，2024年9月随车配建充电桩保有量800余万台。家用充电桩、充电枪等产品市场空间充足。2024年H1，公司C端专业分销商数量已达2.2万余家，B端合作客户达2200余家，线下专业渠道体系网点的覆盖率和渗透率持续提升。

随车配建充电桩保有量（万台）



数据来源：中国充电联盟，西南证券整理

www.swsc.com.cn

2021-24H1公司分业务收入增速



数据来源：公牛集团公司公告，西南证券整理

表：公牛新能源业务产品渠道网点数量（家）

	2022	2023	202H1
C端专业分销商数量	5000+	17000+	22000+
B端企业客户	200+	1500+	2200+

数据来源：公牛集团公司公告，西南证券整理

目 录

- ◆ 2024年板块数据回顾
- ◆ 家居：政策提振家居消费
- ◆ 个护及其他：关注成长性标的
- ◆ 出海：关注品牌出海和优质代工两条主线
- ◆ 造纸：优选文化纸等供需格局较好品种
- ◆ 2025年推荐标的与估值

出海：关注品牌出海和优质代工两条主线

- 出口企业主要关注两条主线：1) **品牌出海及部分跨境电商标的**通过性价比优势快速扩张，市场份额有望逐步提升。2) **优质代工企业**凭借产品品类优化，规模成本优势以及海外产能优势，客户订单有望保持稳定增长。同时，关注美国降息后地产需求回暖，家居出口企业有望整体受益。

表：两大主线分类出海企业季度收入/净利润增速

公司名称	主要品类	23年海外营收占比	收入增速					净利润增速				
			23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
品牌出海												
致欧科技	家居小件	98.51%	13.92%	44.98%	45.30%	36.55%	34.49%	64.79%	60.59%	15.06%	-27.94%	5.44%
乐歌股份	升降桌	92.21%	31.90%	35.73%	40.83%	48.08%	53.67%	163.88%	93.48%	-79.89%	73.99%	43.02%
匠心家居	电动功能单椅	98.97%	55.83%	32.00%	30.66%	25.20%	26.12%	43.85%	9.17%	57.97%	31.88%	19.89%
恒林股份	办公椅	81.04%	27.09%	28.34%	38.98%	25.68%	41.02%	19.46%	-276.23%	38.00%	-33.13%	-65.50%
久祺股份	自行车	98.15%	1.25%	-10.44%	8.69%	-0.41%	37.79%	-19.57%	-20.96%	59.29%	-11.02%	-37.63%
西大门	遮阳面料	66.43%	26.14%	39.83%	38.33%	28.15%	27.59%	8.29%	20.75%	57.12%	9.19%	21.72%
优质代工												
永艺股份	办公椅、沙发	74.48%	-1.38%	19.70%	22.96%	42.37%	38.79%	-52.63%	75.43%	-14.93%	-6.37%	41.65%
麒盛科技	智能电动床	89.32%	27.18%	29.99%	8.48%	-14.98%	-11.50%	-6.02%	113.43%	93.33%	-59.36%	1.88%
共创草坪	人造草坪	87.82%	1.43%	5.18%	23.14%	15.44%	16.05%	-13.36%	-15.14%	29.35%	22.07%	-12.25%
建霖家居	厨卫产品	76.36%	22.11%	47.27%	42.68%	20.11%	10.41%	0.57%	33.27%	170.45%	19.61%	4.82%
松霖科技	淋浴房浴缸	65.04%	3.14%	13.71%	12.61%	-3.00%	-6.82%	150.73%	32.23%	118.83%	29.28%	-49.96%
浙江自然	智能马桶盖	78.94%	-15.80%	6.70%	13.83%	12.64%	34.88%	-45.54%	-119.89%	-38.51%	24.36%	374.19%
玉马遮阳	遮阳材料	66.67%	18.83%	28.17%	21.65%	16.39%	9.64%	-2.33%	19.81%	35.54%	8.32%	-10.73%
嘉益股份	保温器皿	95.07%	51.82%	29.21%	78.20%	78.13%	42.79%	85.82%	51.76%	102.22%	90.86%	41.77%
家联科技	塑料制品	57.40%	-21.07%	24.20%	52.03%	29.20%	41.92%	-74.84%	-203.09%	123.60%	-31.64%	-87.57%
依依股份	宠物护理用品	92.86%	-12.64%	-6.50%	35.18%	24.47%	40.68%	-31.01%	-33.17%	1974.82%	12.08%	31.40%

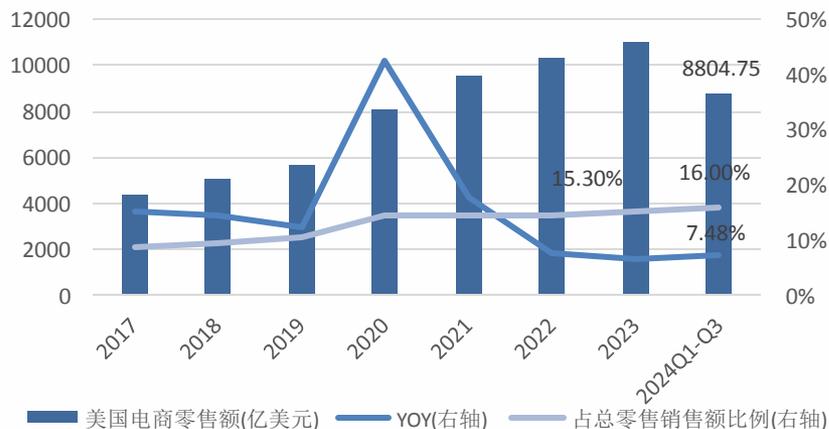
出海：品牌出海市场空间充足，美国线上渗透率持续提高

- 全球线上消费渗透率稳步上行，品牌出海市场空间充足。**根据市场研究公司eMarketer的预测，2024年全球电商将突破6万亿美元，并在2025年进一步跃升至7万亿美元。全球线上消费占比持续提升，叠加海外仓储物流、电商平台等基础设施逐渐完备，拉丁美洲以及东南亚等新兴地区跨境电商市场扩容潜力巨大。
- 美国作为轻工业产品主要进口国，线上渗透率持续提高。**2024年前三季度，美国电商零售额超8千亿美元，同比+7.48%；线上消费渗透率为16%，较2023年提升0.7pp，但相较于全球超过20%线上消费渗透率仍有提升空间。

2021-2027年全球线上消费渗透率



2017-2024Q1-Q3年美国线上消费渗透率



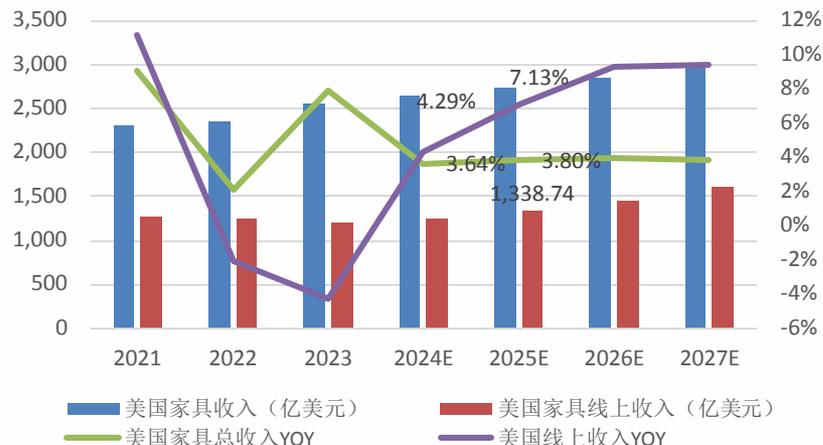
数据来源：eMarketer，西南证券整理
www.swsc.com.cn

数据来源：IFind、美国人口普查局，西南证券整理

出海：品牌出海市场空间充足，性价比优势仍然突出

□ **品牌出海性价比优势仍然突出。**中国出海品牌具有产业集群优势，较海外品牌更具性价比。尤其是在家居等劳动密集型品类上，跨境品牌价差优势明显，越来越受海外市场青睐。美国是世界最大的家具消费国，根据statistic，2025-2027年线上销售收入增长快于整体。对于美国，中国出海品牌向上对标本土高端品牌；并通过产品品质、售后服务等软实力降维打击小品牌，成长空间充足。打通物流和海外仓后，跨境电商快速放量。

2021-2027年美国家具总收入及线上收入



表：跨境电商品牌VS白牌/本土品牌价格对比

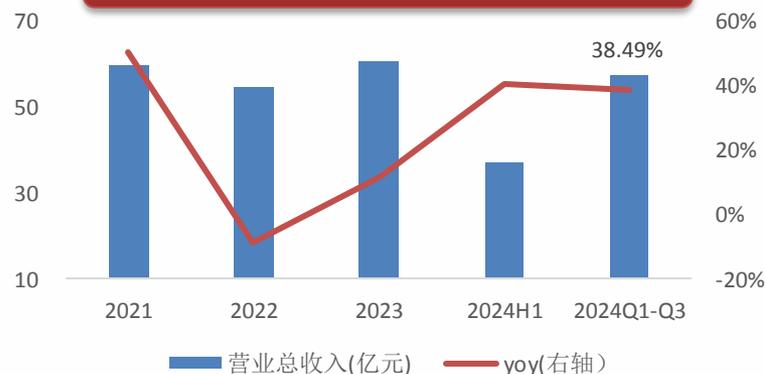
数据来源：statistic, 西南证券整理

出海品牌	产品	出海品牌价格	白牌/其他跨境小卖家	白牌价格	本土头部品牌	本土品牌价格
Songmics致欧科技	鞋柜	40-60美元	Z&L HOUSE	25-30美元	IKEA	70-80美元
MLily (梦百合)	床垫	139.99-3499美元	FDW	109.99-307.8美元	TEMPUR	1949.99-4049美元
Persilux (西大门)	遮阳面料	12.99-14.99美元	Tokblind	4.99-7.99美元	Homebox	29.99-89.99美元
Nouhaus (恒林股份)	办公椅	199.99-689.99美元	Furmax	24.99-219.99美元	IKEA	199元-2499元
Flexispot (乐歌股份)	升降桌	169.99-699.99美元	Azonanor	109.98美元	FEZIBO	169.99-688.49美元
Moto Motion (匠心家居)	电动功能单椅	800-1000美元	Best Choice Products	229.99-399.99美元	La-z-boy	1300-2700美元
HILAND (久祺股份)	自行车	山地自行车179.99-899.99美元	Dinling	199.00-259.00美元	Schwinn	179.32-2877.46美元

出海：品牌出海市场空间充足，性价比优势仍然突出

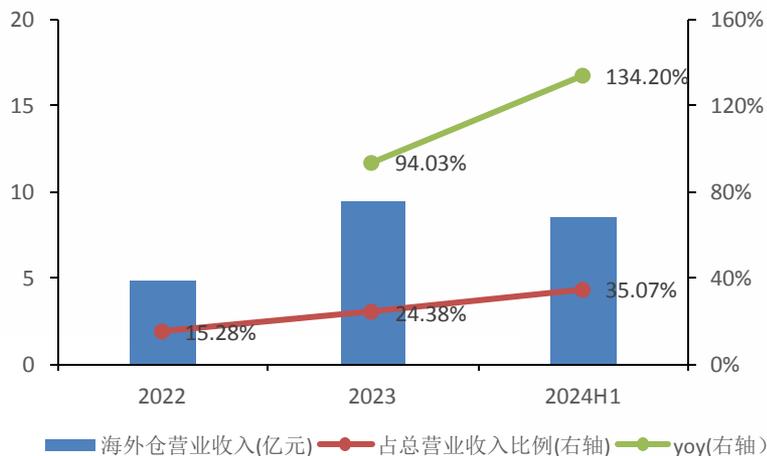
□ 具体来看，品牌出海公司中**致欧科技**深耕家居中小件产品，通过高性价比和爆款SKU在亚马逊平台上得到消费者认可，规模优势突出。**乐歌股份**受益于跨境电商高景气，海外仓业务成为第二增长曲线，智能家居产品逐渐起量。**匠心家居**24年前三季度营收利润双高增，下游渠道客户的认可度高，店中店模式扩张顺利。**恒林股份**作为办公家具龙头，抓住跨境电商发展机遇抢占份额。**傲基科技**专注家具家居类产品，拓展沃尔玛、Wayfair等平台销售，成功实现业务转型，24年B2C业务表现亮眼。

致欧科技营业收入及增速

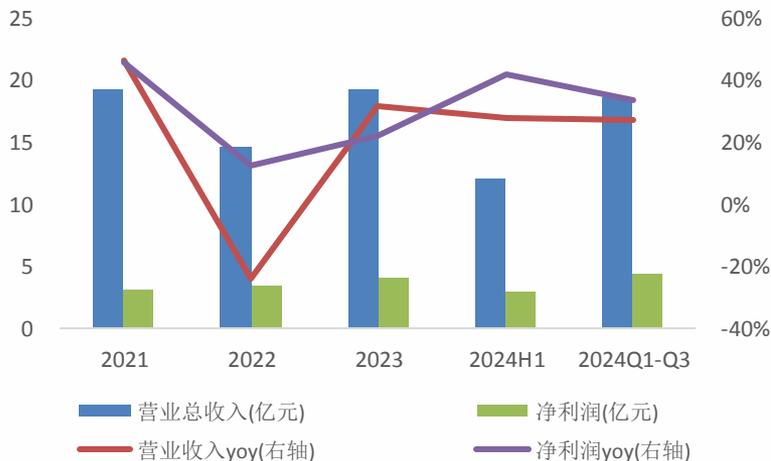


数据来源：致欧科技公司公告，西南证券整理

乐歌股份海外仓业务收入及增速



匠心家居收入/净利润及增速

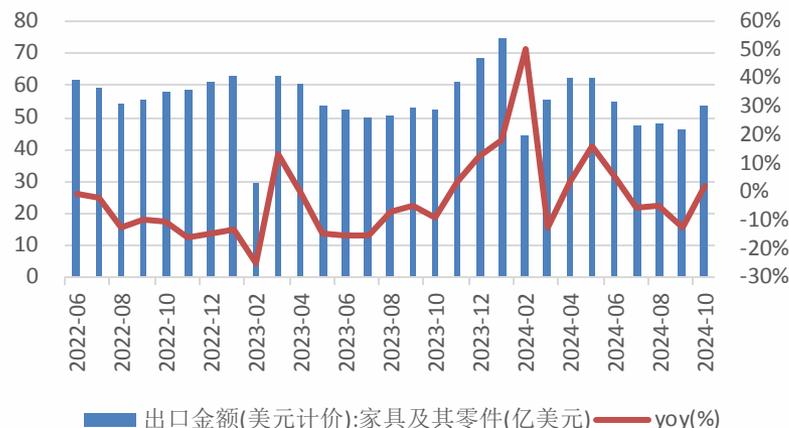


数据来源：匠心家居公司公告，西南证券整理

出海：代工优选景气度较高的细分品类

□ 出口品类景气度差异较大，优选下游需求旺盛、或行业渗透率仍有提升空间的品类。2024年前三季度，部分出口代工企业受下游景气提振，收入实现较快增长。盈利方面受海运费等因素影响，部分企业承压。展望明年，随着美联储降息逐渐落地，海外房产交易有望改善，同时伴随海外去库结束，补库周期有望到来。看好海外地产链相关的家居标的，以及看好客户资源优质、细分赛道景气、市占率稳步提升的标的，如保温杯/功能遮阳面料/塑料制品/宠物卫生用品/家居品类等。

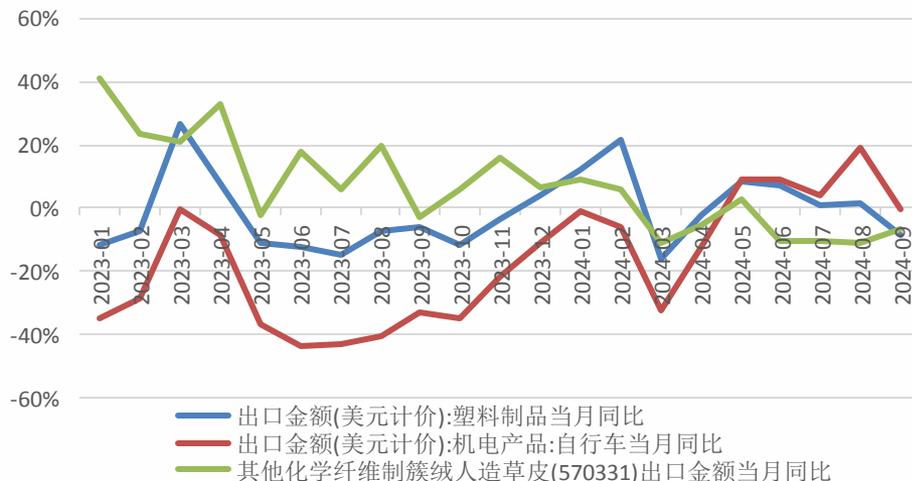
家具及其零件单月出口金额及增速



保温杯/遮阳面料/纸制品出口金额增速



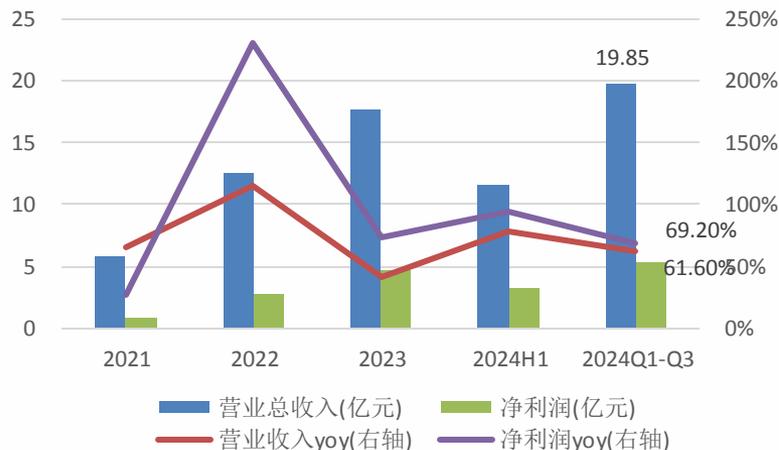
塑料制品/人造草/自行车品类出口金额增速



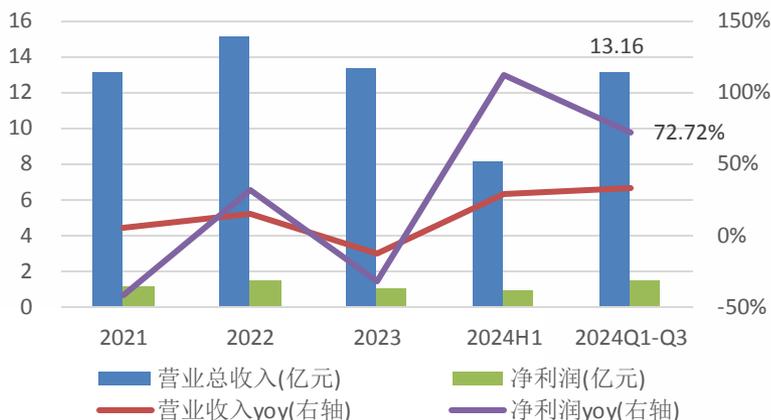
出海：代工关注经营稳健、细分赛道景气、市占率提升标的

□ 代工出海公司具体来看，**嘉益股份**主要产品保温杯从耐用品向多场景时尚化快消品转型，海外行业需求保持旺盛，公司海外在建产能有待释放。**依依股份**持续巩固和扩大客户资源，实现老客户修复和新客户拓展共振，宠物护理用品渗透率提升空间充足。**浙江自然**核心产品充气床垫稳健复苏，新品类保温箱包等第二增长曲线逐步成熟，海外子公司产能释放贡献增长。**永艺股份**在下游去库结束后进入增长周期，新客户新渠道新项目放量，第三期越南生产基地正在建设，为产能扩充提供支持。

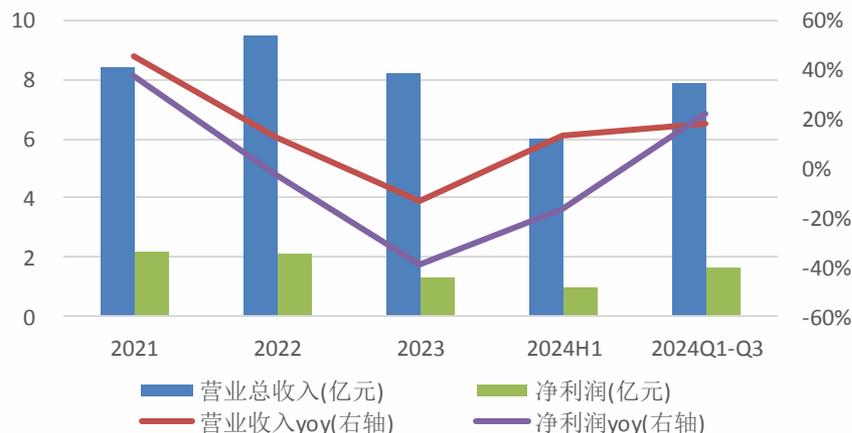
嘉益股份营业收入/净利润及增速



依依股份营业收入/净利润及增速



浙江自然营业收入/净利润及增速



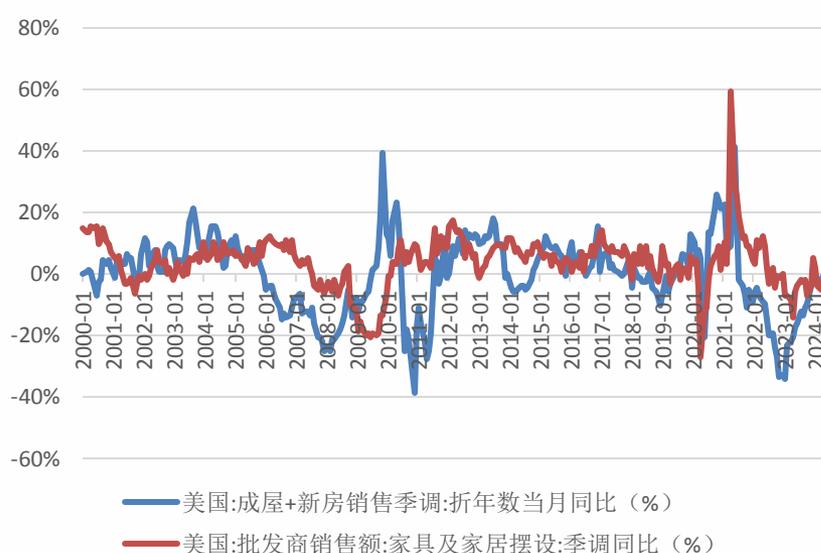
出海：美国降息后地产需求或回暖，家居品类有望受益

- **预期利率下行，美国房屋销售有望回暖。**美国家居、庭院品类终端需求与房地产相关度较高，同时由于美国成屋房龄较老，改造和维护成本较高，部分装修工作需要通过贷款解决。因此美国房贷利率与房屋销售成负相关，随着美联储降息逐渐落地，房贷利率回落后预期能较快传导到美国房屋销售端。
- **美国房屋销售增速与美国家具家居品类销售增速在趋势上呈现一致性。**复盘过去20余年，美国房屋销售与批发商家具家居品类销售在趋势上呈现较强一致性。当贷款利率下降后房地产需求回暖，预期带动家具家居品类销售上行，建材和工具类产品需求也将有机会得到释放。

美国成屋销售vs30年贷款利率



美国房屋销售增速VS家具家居销售增速



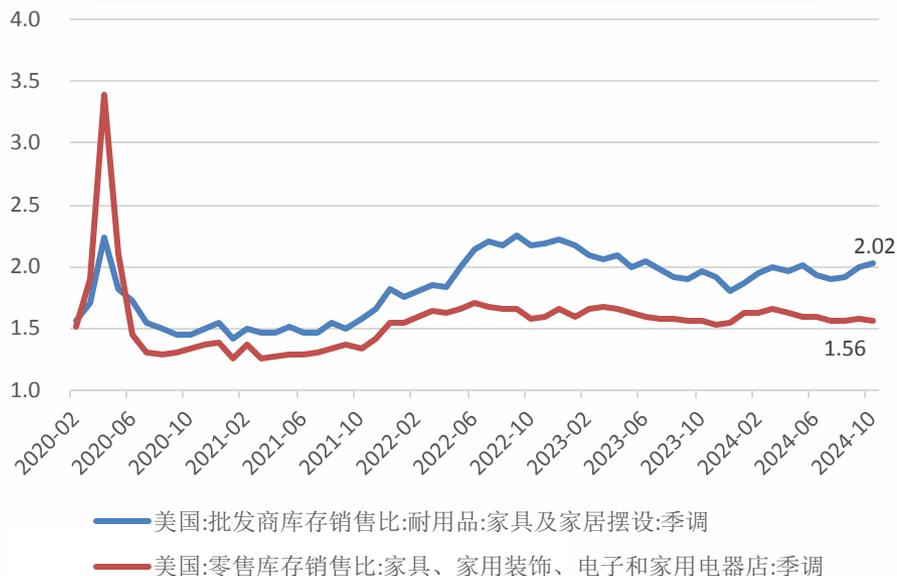
数据来源：IFind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

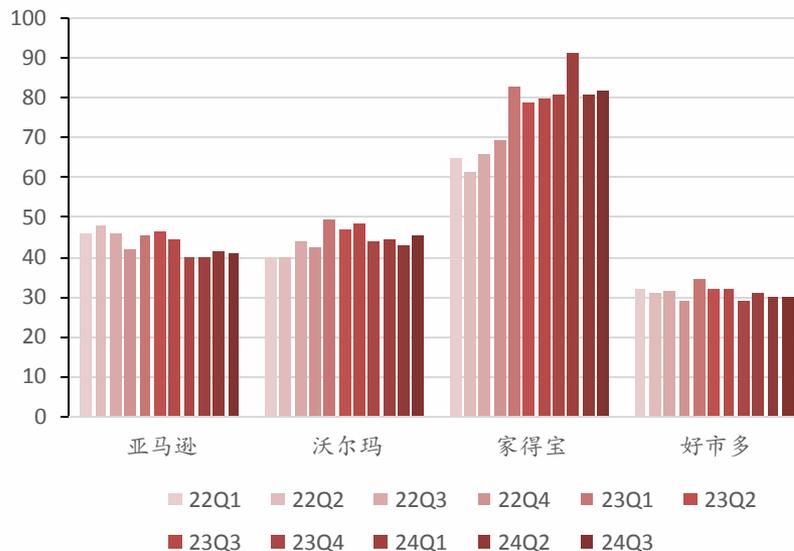
出海：美国降息后地产需求或回暖，家居品类有望受益

□ 美国家居库销比同比改善，逐步恢复下单。美国家居去库存接近尾声，家居批发商库存销售比相较于2023年相对改善，2024年10月库销比为2.02，处于22年以来较低水平。24年10月家具家用装饰等零售库销比为1.56，处于近10年31%分位。随着美联储降息的到来，家居用品需求有望提升，促进库销比的进一步改善，进而迎来补库周期。从美国家居及零售企业库存水平来看，目前2024年前三季度亚马逊、沃尔玛、开市客的库存周转天数低于2023年水平同一时期水平，动销有所改善。

美国家居批发商库存销售比



美国部分渠道商库存周转天数（天）



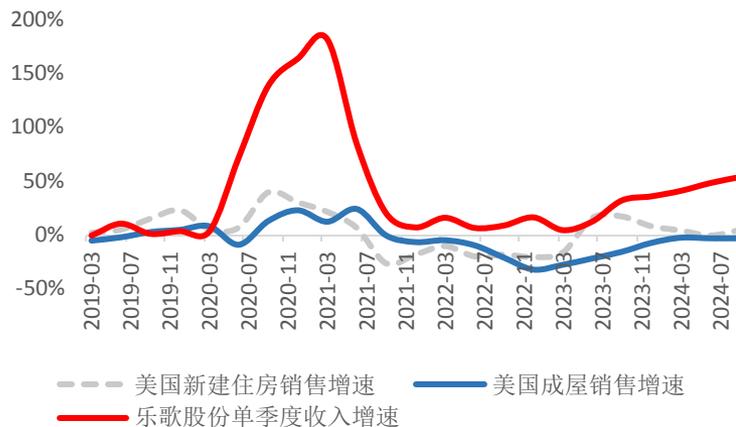
数据来源：IFind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

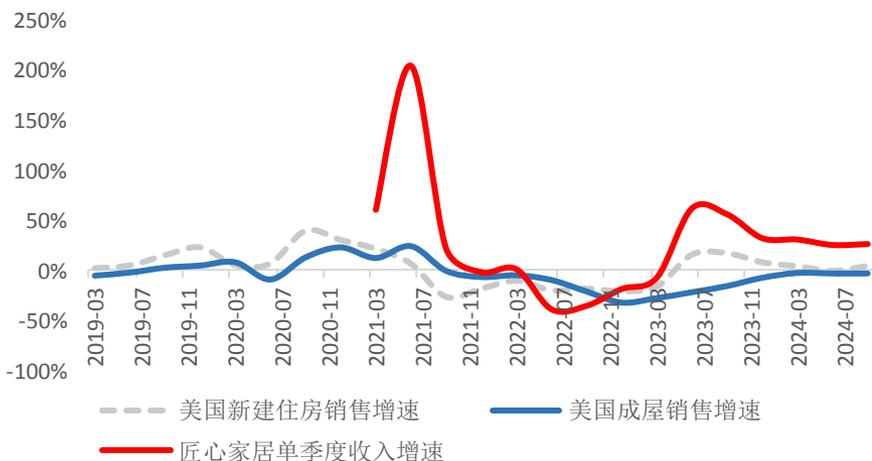
出海：美国降息后地产需求或回暖，家居品类有望受益

- 将美国成屋销售增速/新房销售增速与轻工行业家居出口公司的季度增速比较，可以看出**普遍家具出口企业与美国房屋销售在趋势上有较强协同性**，幅度上有差异。
- **匠心家居、乐歌股份、永艺股份、共创草坪、麒盛科技**的季度增速表现与成屋销售增速关联更强，房屋销售趋势的变化有一定的可预测性。美国房贷利率下行后，相关标的在成屋交易起量下有望实现较快增长。

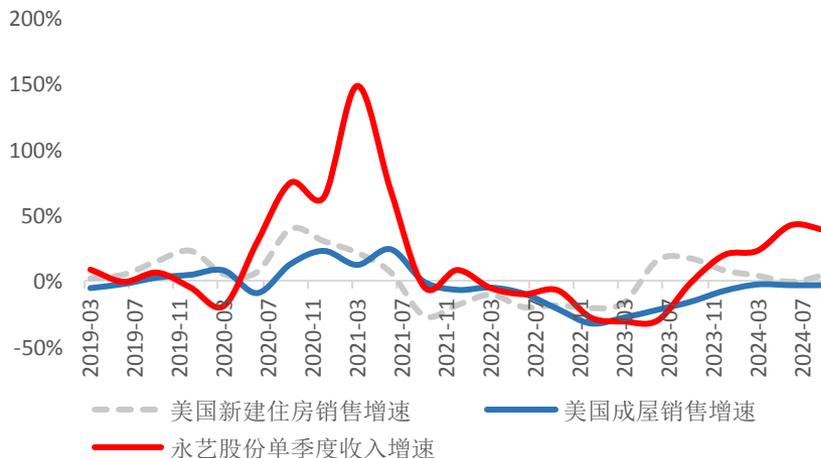
成屋销售/新房销售VS乐歌股份



成屋销售/新房销售VS匠心家居

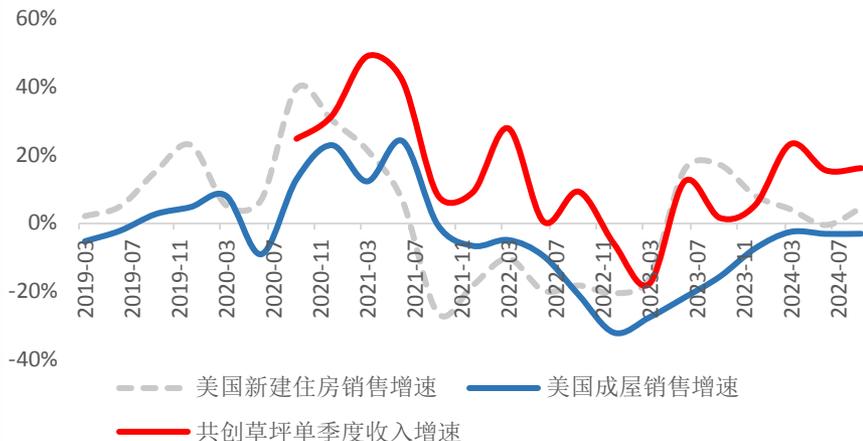


成屋销售/新房销售VS永艺股份

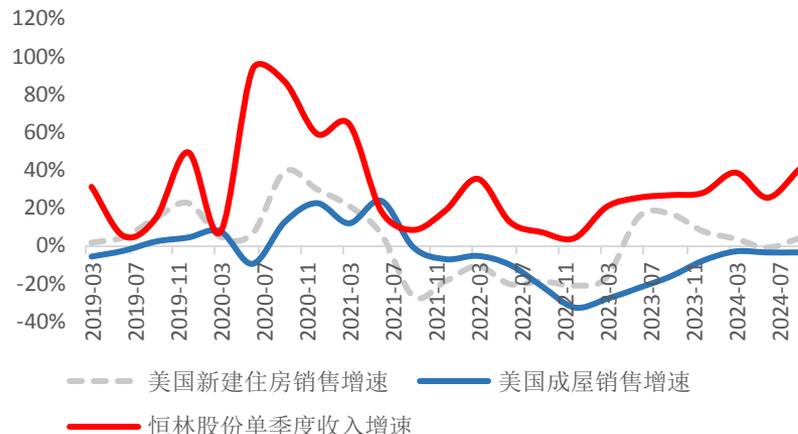


出海：美国降息后地产需求或回暖，家居品类有望受益

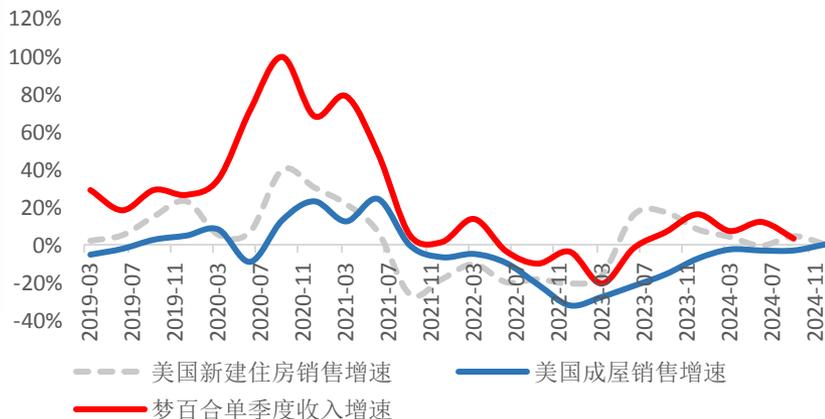
成屋销售/新房销售VS共创草坪



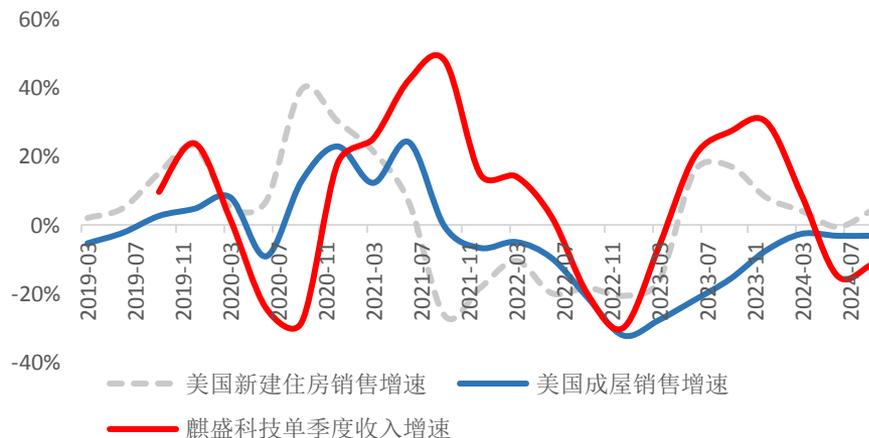
成屋销售/新房销售VS恒林股份



成屋销售/新房销售VS梦百合

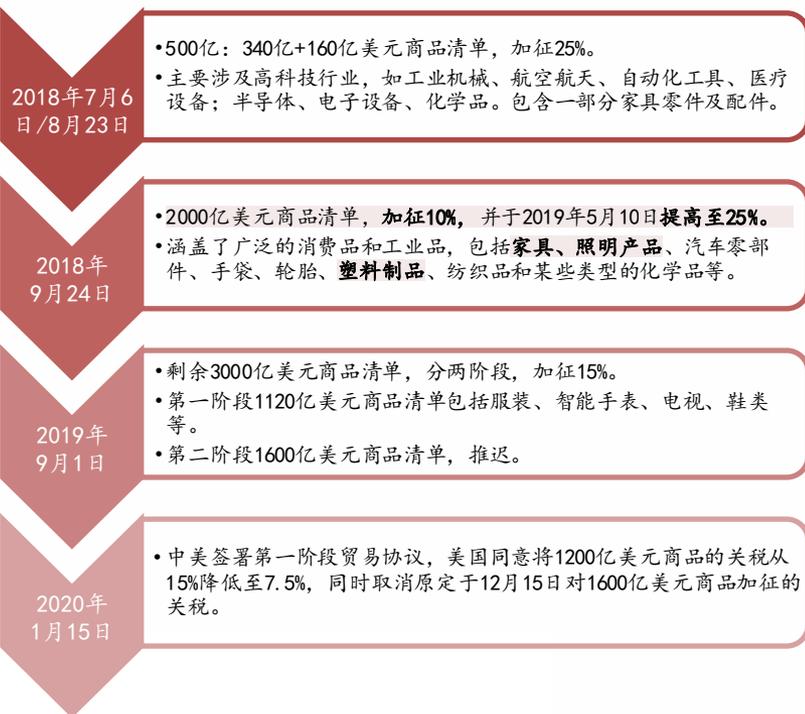


成屋销售/新房销售VS麒盛科技

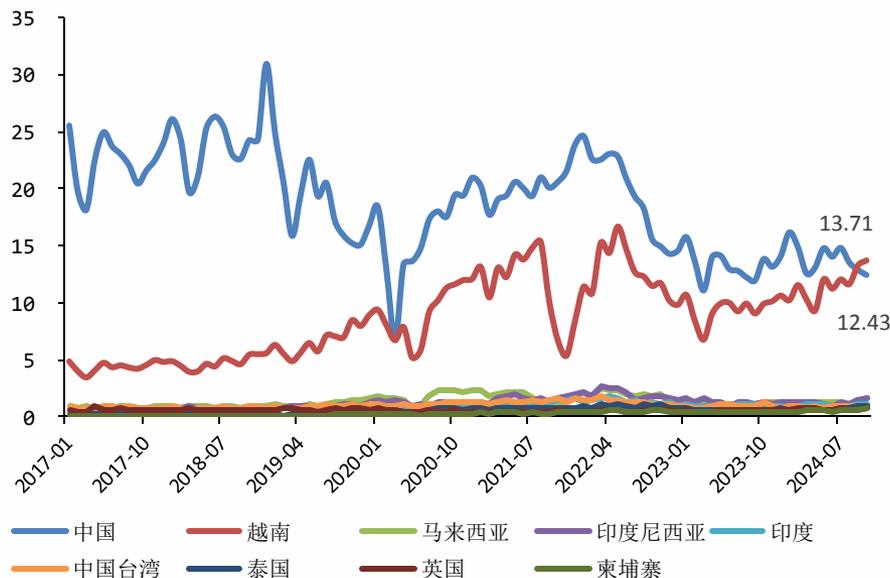


出海：关税复盘，龙头加快海外产能布局

回顾2018年至2019年中美贸易摩擦期间，美国对我国商品分三轮加征关税，覆盖总金额达到约5500亿美元。大件家居，如沙发、电动沙发、电动床、办公桌椅、PVC地板等普遍加征25%关税。以上品类企业多、产业链短，东南亚建厂难度低，大部分头部企业在18年加关税之后已转移部分产能至东南亚。2024年10月，美国从中国进口家具和床上用品12.43亿美元，占总进口额24.4%；从越南进口13.71亿元，占总进口额25.83%。随着25年更多产能转移到东南亚，其产能占比可能将继续提升。



美国单月从各国进口的家具和床上用品金额（亿美元）



数据来源：美国统计局，商务部新闻，西南证券整理

数据来源：IFind，西南证券整理

出海：关税复盘，龙头加快海外产能布局

轻工板块出口公司对美出口关税情况梳理

公司	关税	收入分布	海外产能布局
匠心家居	美国加征25%，加拿大加征40.71%	美国95%、欧洲4%、国内1%	越南产能占比70-80%
永艺股份	美国加征25%，其余无另外加征	欧洲35%、美国32%、国内25.5% 亚非拉5%	越南一/二期已投产，三期在建；罗马尼亚工厂已投产，越南产能占比20%
恒林股份	美国加征25%，其余无另外加征	美国35%、欧洲25%、亚非拉20% 国内19%	越南公司产值占比30%（实现对美大部分业务覆盖），瑞士公司产值占比12%
乐歌股份	美国加征25%，其余无另外加征	北美50%、欧洲20%、亚洲10%	越南产能60-70万套已覆盖大部分对美出口订单
麒盛科技	美国加征25%，其余无另外加征，客户转移承担7.5%	北美90%	越南产能60万张（30%），在建平福工厂98万套于2024Q1正式开工建设，预期25年投产；墨西哥50万张
梦百合	美国对中国反倾销税57%	北美70%、欧洲20%、国内10%	美国本土、西班牙、塞尔维亚、泰国、国内均有产能布局
浙江自然	对美出口箱包关税加征25%，欧洲无额外加征	欧洲55%、北美20%、国内25%	有越南、柬埔寨产能，摩洛哥积极筹备产能建设，主要投产新品
共创草坪	美国加征25%（加上贸易摩擦前6%一共31%）、英法8%	美洲、欧洲、其他海外区域各30% 国内10%	越南产能一期+二期5400万平方米，越南三期2000万平24Q2在建；墨西哥1600万平待竣工投产
海象新材	美国原5.3%，再加征25%关税	美国占比70%，欧洲20%+	越南第一+第二工厂产能1500万平，第三工厂1500万平在建
玉马遮阳	美国加征25%（但美国收入占比不高），其他外销无加征关税	欧洲25%、北美15%、亚洲15%、南美10%	无海外产能
嘉益股份	暂时不在被加征关税范围内	北美80%+，亚洲10%	越南1350万只新基地24Q3开始投产
家联科技	小部分产品美国加征关税，其中塑料吸管加征25%（加上贸易摩擦前3.1%一共28.1%）、纸制品加征25%、塑料杯盘加征7.5%（加上贸易摩擦前6.5%一共14%），欧洲未额外增加	北美40%、欧洲10%、国内50%	美国本土收购公司有部分产能，占比较小；泰国设立子公司投建产能厂
久祺股份	豁免期至2024.5.31，超过豁免期加征25%；欧盟18.8%-79.3%以及反倾销税率为0%-48%	美洲、欧洲合计占80%以上，份额最大的哥伦比亚与美国收入占比为11%、10%	欧洲仅有组装厂
依依股份	对美出口加征7.5%关税，其余无另外加征	美国50%以上、亚洲30%	无海外产能

出海：关税复盘，龙头加快海外产能布局

- **收入方面**，关税对收入增长的影响主要体现在19年，影响周期约1年，2018年部分品类抢出口，增速未受到明显影响。2020年随着美国降息及疫情下国内供应链率先恢复，大部分出口企业收入增速创新高。
- **毛利率方面**，在不考虑原材料、汇率波动影响下，关税对毛利率的影响主要体现在18-19年，影响周期1-2年，2020年大部分出口企业毛利率已经通过产能转移、与客户议价等方式修复。

表：部分轻工出口公司2017-2020年表现

公司	收入增速				毛利率				净利率			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
匠心家居	—	22.5%	7.1%	12.2%	35.4%	29.0%	32.5%	35.4%	11.6%	12.5%	9.6%	15.6%
永艺股份	31.3%	31.0%	1.6%	40.1%	18.8%	15.6%	20.0%	19.2%	5.5%	4.4%	7.6%	6.9%
恒林股份	10.0%	22.3%	25.3%	63.3%	25.0%	19.6%	25.0%	29.5%	8.9%	7.5%	8.5%	8.0%
乐歌股份	53.3%	26.6%	3.3%	98.4%	47.1%	44.2%	46.5%	46.7%	8.4%	6.1%	6.4%	11.2%
麒盛科技	9.7%	72.2%	5.8%	-10.6%	36.1%	35.0%	39.3%	38.0%	8.1%	12.2%	15.6%	12.0%
梦百合	35.7%	30.4%	25.6%	70.4%	29.5%	32.1%	39.7%	33.9%	6.6%	6.4%	10.2%	6.4%
共创草坪	14.1%	12.8%	11.2%	19.1%	35.6%	33.7%	37.2%	36.9%	19.4%	16.3%	18.3%	22.2%
海象新材	86.9%	101.4%	9.6%	42.5%	29.7%	28.9%	33.1%	29.7%	0.2%	11.4%	16.1%	15.4%
建霖家居	16.6%	14.2%	-3.9%	13.0%	28.0%	28.5%	29.5%	26.9%	7.7%	9.5%	9.8%	9.5%
松霖科技	18.3%	1.3%	-1.1%	17.0%	30.3%	31.9%	34.8%	34.6%	9.0%	13.4%	13.5%	13.3%
浙江自然	25.3%	19.8%	7.2%	6.7%	36.1%	35.1%	39.8%	40.7%	21.1%	16.1%	24.1%	27.4%
西大门	12.4%	12.5%	4.6%	-13.3%	41.2%	37.4%	39.4%	40.4%	17.6%	19.5%	21.6%	22.0%
玉马遮阳	—	25.6%	19.2%	0.4%	42.4%	43.9%	46.3%	46.6%	20.0%	25.1%	28.4%	28.1%
久祺股份	—	3.7%	-1.4%	27.3%	10.9%	13.3%	17.4%	20.2%	1.9%	2.8%	5.7%	6.9%
嘉益股份	—	10.7%	7.6%	-12.2%	25.9%	35.0%	35.0%	35.6%	7.6%	21.6%	17.6%	18.1%
家联科技	—	17.4%	7.6%	0.6%	20.2%	18.0%	24.1%	26.1%	2.2%	1.1%	7.3%	11.1%
依依股份	17.6%	21.5%	13.8%	20.8%	14.5%	12.9%	21.9%	26.0%	2.6%	3.9%	10.4%	15.7%

出海：不确定性增加，优选抗风险能力较强的企业

□ **海运费、汇率、原材料价格等不确定性增加，优选抗风险能力较强公司。**2024年海运费方面，中国出口至美国、欧洲航线运费不同程度上涨，整体显著高于去年同期。汇率方面，美元兑人民币的中间价报在7-7.2元之间，整体温和震荡。原材料方面，部分主要原材料价格较去年不同程度下跌。展望明年，地缘冲突及中美贸易仍存不确定性，优选对上下游议价能力较强，可以转嫁部分成本的品牌出海公司；以及代工企业中细分品类持续景气，公司市占率稳步提升的成长企业。

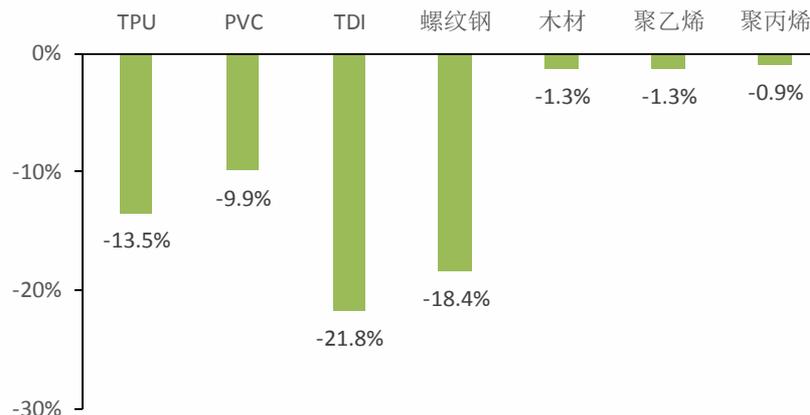
汇率：中间价美元兑人民币



中国出口至美西/欧洲集装箱运价



2024年以来部分原材料价格波动



目 录

- ◆ 2024年板块数据回顾
- ◆ 家居：政策提振家居消费
- ◆ 个护及其他：关注成长性标的
- ◆ 出海：关注品牌出海和优质代工两条主线
- ◆ 造纸：优选文化纸等供需格局较好品种
- ◆ 2025年推荐标的与估值

纸浆：震荡分化，阔叶供给量较大

□ 短期供需博弈下浆价先上升后分化，阔叶供给较大。2024年上半年针阔叶价格都有所上涨，主要是欧洲纸浆主产地芬兰工人罢工，港口运输停滞，巴西南部极端降雨天气等供给端扰动以及终端需求波动。下半年，浆价出现分化，阔叶浆海内外新增产能释放较多，供应端压力增加导致阔叶浆价格下行，与针叶浆价差处于历史高位。展望明年，阔叶浆的新增产能仍然高于针叶浆，供给端仍具有较大压力；而针叶浆因其产线老化、木材供应短缺等，供给增长缓慢。近年国内纸企浆纸一体化战略推进，2024年国产纸浆新增620万吨左右，随着后续产能释放，预计或削弱部分进口浆需求。

针叶浆/阔叶浆外盘价及价差（美元/吨）



表：海外2024年投产浆线以及未来规划投产浆线

海外企业	品种	设计产能（万吨）	投产时间
加拿大Canfor	针叶浆	-30	2024年Q2
巴西Suzano	阔叶浆	255	2024年Q3
越南VNT19	针叶浆	35	2024年Q4
巴西CMPC	漂白硬木牛皮纸浆	250	2026年
巴拉圭Paracel SA	阔叶浆、牛皮纸浆	180	推迟至2027年
智利Arauco	阔叶浆	350	2027H2

表：国内2024年投产浆线以及未来规划投产浆线

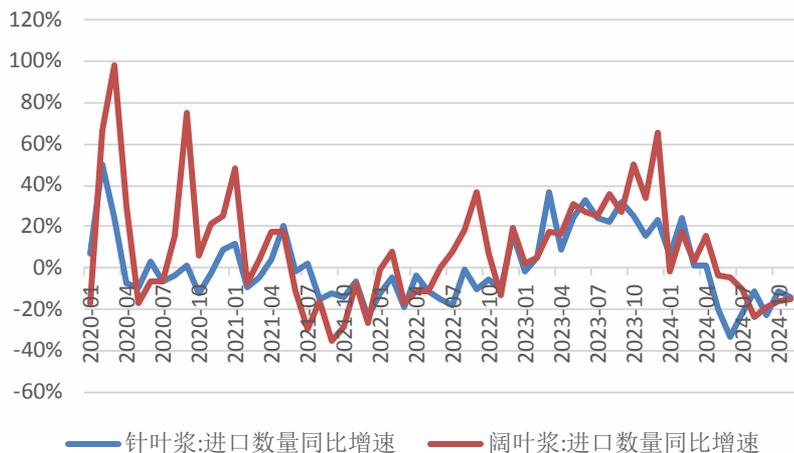
国内企业	品种	设计产能（万吨）	投产时间
玖龙纸业	化机浆	20	2024年1月
仙鹤股份	化机浆	10	2024年1月
五洲特纸	化机浆	54	2024年2月
仙鹤股份	化机浆	10	2024年3月
联盛纸业	阔叶浆	166	2024年7月
仙鹤股份	化学浆	40	2024年7月
仙鹤股份	化学浆	30	2024年8月
玖龙纸业	化机浆	60	2024年9月
玖龙纸业	化学浆	110	2024年9月
仙鹤股份	化学浆	40	2024年10月
四川永丰	竹浆	15	2024年10月
岳阳林纸	化机浆	20	2024年12月
宜宾纸业	化机浆	20	2024年12月
宜宾纸业	化学浆	25	2024年12月
2024年合计投产	—	620	2024年
华泰集团	漂阔浆	70	预计2025年Q1
玖龙纸业	漂白化学浆	65	预计2025年Q2

数据来源：纸视界，西南证券整理

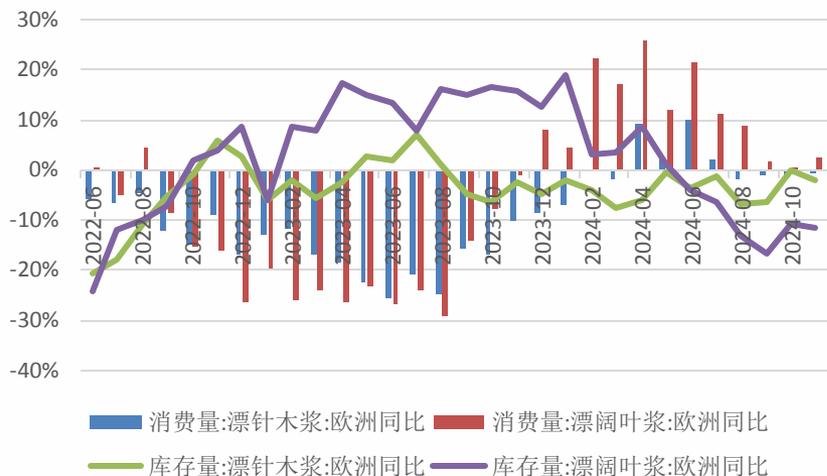
纸浆：国内需求偏弱，欧洲市场需求整体有改善

□ 需求端来看，国内需求依旧偏弱，欧洲市场需求整体有所改善。内需方面，24年3月教辅教材招投标等，对需求有一定提振，但24年5-11月，连续7个月针叶浆、阔叶浆进口量同比下降，国内纸浆消费需求较为疲软。外需方面，欧洲纸浆消费量增速有所增长，市场需求整体改善。在需求改善的背景下，欧洲针叶浆库存保持稳中有降，阔叶浆库存下半年降幅较大，存在一定补库空间。展望明年，随着美联储进入降息周期，欧美制造业景气度预期回升，国内促消费与降息降准等系列政策支持力度增强，经济基本面与国内需求有望改善，预期纸浆需求企稳回升。

针叶浆/阔叶浆进口数量同比增速



欧洲漂针叶/阔叶浆消费量和库存量同比变化



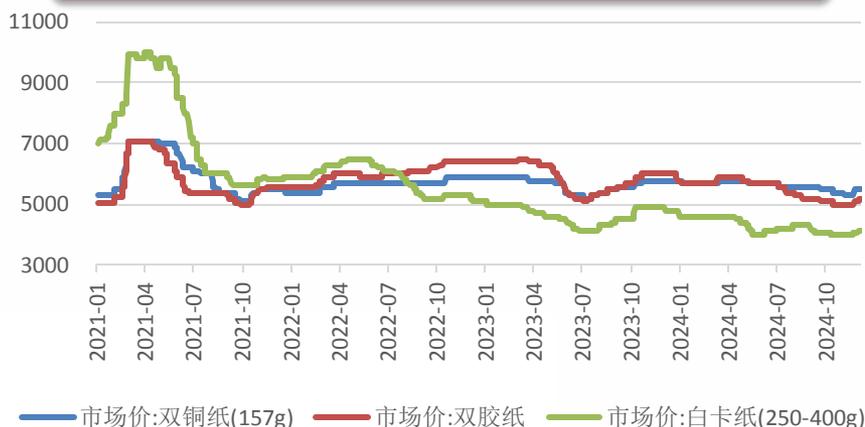
数据来源：IFind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

文化纸：仍是供需格局与盈利确定性最优品种

□ 供需格局来看，文化纸（双胶纸/铜板纸）仍是大宗纸中供需格局与盈利确定性最优品种。回顾2024年，文化纸价格在季节性波动基础上分别主要受浆价成本支撑、供需结构波动等影响，呈先涨后跌再回升走势，整体来说以窄幅整理为主。根据隆众咨询，2024年12月19日，双胶纸、双铜纸价格分别为5300元/吨、5500元/吨，较2023年末分别-10.17%，-5.17%，分别处于历史22.22%、20%分位。24年上半年有约107万吨双胶纸新增产能，双铜纸产能无新增，因此24年双胶纸供给压力较大。展望明年，双胶纸产能预期进一步释放，纸浆系格局：双铜纸 > 双胶纸 > 白卡纸。

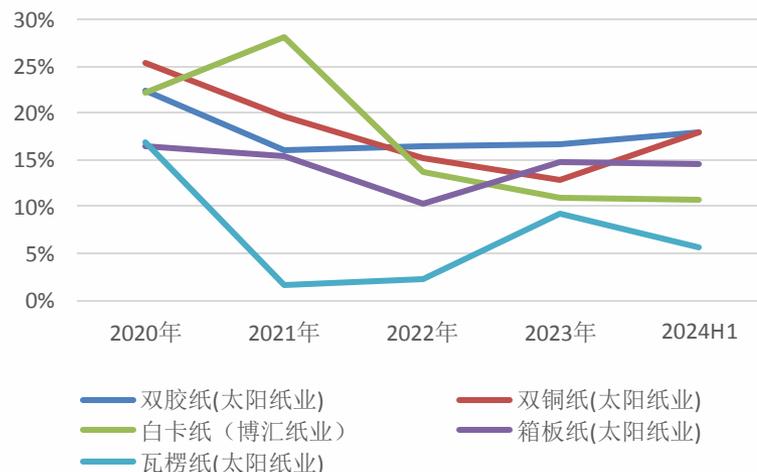
双铜/双胶/白卡纸市场价（元/吨）



www.swsc.com.cn

数据来源：IFind、西南证券整理

2020-24H1大宗纸类毛利率



数据来源：IFind、各公司公告，西南证券整理

表：24-25年造纸企业双胶纸新增产能主要投产进展

企业	产线地点	设计产能（万吨）	投产时间
华泰纸业	山东	52	2024年1月
玖龙纸业	北海	55	2024年1月
岳阳林纸	湖南	45	2024年12月
玖龙纸业	湖北	60	预计2025年
玖龙纸业	北海	70	预计2025年
永丰纸业	四川	20	预计2025年

数据来源：纸业联讯、纸视界，西南证券整理

白卡纸：关注部分供应链停产带来的阶段性格局优化

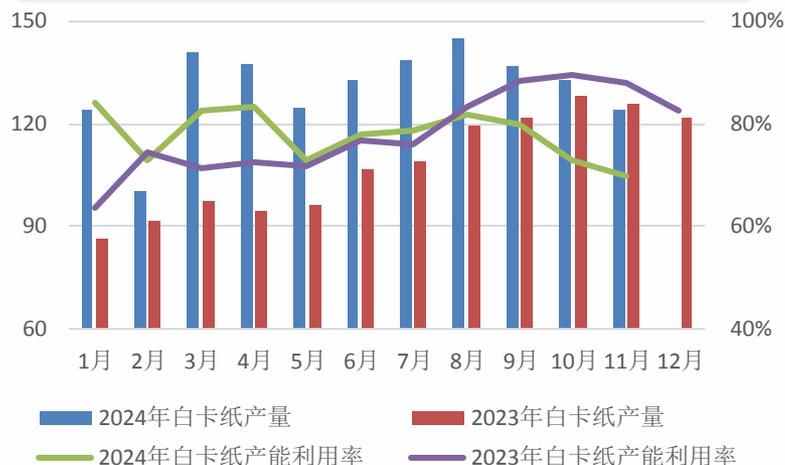
□ 供给旺盛，关注部分供应链停产带来阶段性格局优化。

由于2023年新增产能释放、2024年新投产150万吨白卡纸，24年国内白卡纸产能增长较快，供给压力较大。根据隆众咨询，24年10月底白卡纸价降至历史最低水平，为4010元/吨，较2023年末-18.33%。部分企业因经营亏损，已采取限产停产措施。随着24年11月，APP（中国）、博汇纸业、万国纸业等龙头相继发布普涨200元/吨涨价函，白卡纸价格有所回升。展望明年，预计“以纸代塑”和“以白代灰”趋势将延续白卡纸成长属性，格局优化后盈利有望边际改善。

表：24H2部分造纸企业白卡纸涨价函

纸企	事件
晨鸣纸业	自11月1日起，所有卡纸类产品在目前定价基础上上调200元/吨
玖龙纸业	自11月1日起，所有白卡纸系列产品在现有价格基础上，执行价上调200元/吨。东莞PM32#纸机11月10-12日停机检修；重庆PM33#纸机11月份不生产白卡纸类产品。
万国纸业	自11月1日起，所有白卡纸系列产品在现有价格基础上，执行价上调200元/吨。山东PM22机11月15日-25日停机10天、广西PM2机11月23日-25日停机3天。
博汇纸业	自11月25日起，博汇纸业生产的所有卡纸类产品在目前售价基础上上调200元/吨（含税）。
APP（中国）	自11月25日起，针对宁波亚洲浆纸业和广西金桂浆纸业生产的所有产品在目前售价基础上上涨200元/吨（含税）。
万国纸业	自11月26日起，全系列产品在目前执行价格基础上统一涨价200元/吨。

23-24年白卡纸产量(万吨)及产能利用率



数据来源：隆众咨询，西南证券整理

表：24-25年造纸企业白卡纸新增产能主要投产进展

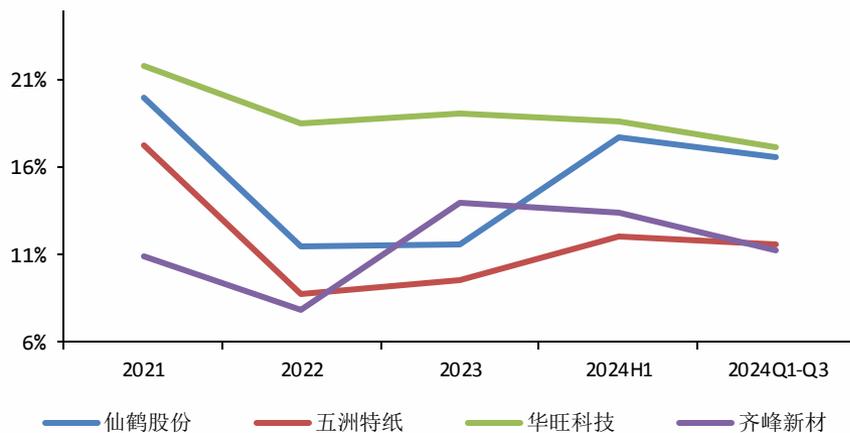
企业	产线地点	设计产能 (万吨)	投产时间
冠豪高新	广东	30	2024年Q2
玖龙纸业	北海	120	2024年Q3
金天和纸业	山东	30	预计2025年
联盛纸浆	福建	100	预计2025年
玖龙纸业	湖北	120	预计2025年
博汇纸业	江苏	60	预计2025年
亚太森博	江苏	120	预计2025年
新乡新亚纸业	河南	40	预计2025年

数据来源：纸业联讯、纸视界，西南证券整理

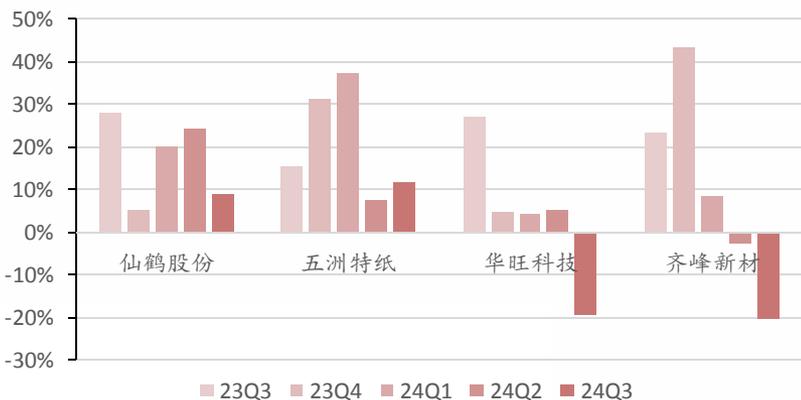
特种纸：成长潜力充足，营利双增有望持续兑现

□ **成长潜力充足，盈利双增有望持续兑现。** 24年Q3特种纸企业受终端需求影响，收入增速分化。整体来看，在消费升级、环保政策、国产替代因素影响下，食品包装纸、医疗包装纸、装饰原纸等品类有望进一步扩大规模，成长潜力充足。毛利率方面随着Q2高价浆入库Q3毛利率降低，随着浆价回落，盈利有望企稳。同时，特种纸龙头企业通过扩大产能、丰富产品线和推进浆纸一体化战略来增强市场竞争力，资本支出持续增加。展望明年，龙头企业新产能释放和海外市场扩张，营利双增有望持续兑现。

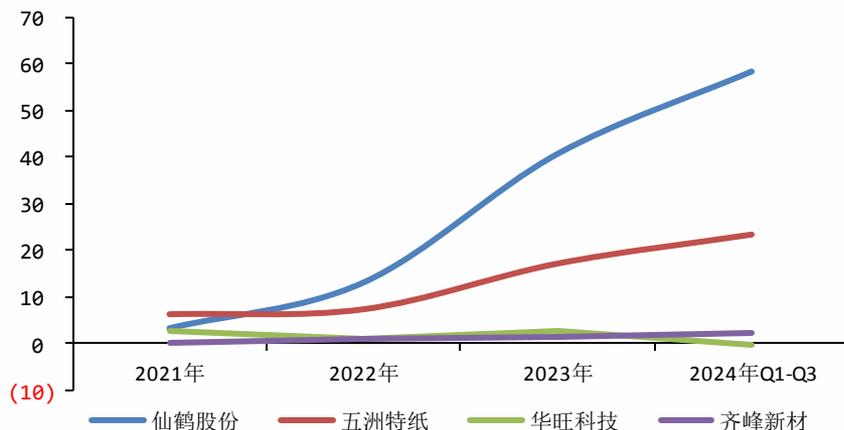
2021-24年Q3特种纸企毛利率(%)



特种纸企单季度营业收入增速



2021-24年Q3特种纸企资本支出(亿元)



目录

- ◆ 2024年板块数据回顾
- ◆ 家居：政策提振家居消费
- ◆ 个护及其他：关注成长性标的
- ◆ 出海：关注品牌出海和优质代工两条主线
- ◆ 造纸：优选文化纸等供需格局较好品种
- ◆ 2025年推荐标的与估值

百亚股份（003006）：新品迭出、电商高增、区域扩张成长潜力充足

□ 投资逻辑：

1) 卫生巾产品具备刚需属性，消费量保持稳定增长，行业中高端趋势持续，有望实现量价齐升，公司产品高端化升级成果良好，益生菌、敏感肌等新系列快速打开市场，兼具性价比和产品差异化优势；2) 百亚核心区域根基深厚，外围省份扩张潜力充足，管理架构调整后外围区域较快成长；3) 电商持续高增规模效应显现，电商渠道盈利提升后有望对整体盈利水平有拉动。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为3.2亿元、4.3亿元、5.4亿元，对应PE为33倍、25倍和20倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

主要原材料价格大幅波动的风险；新品推广进展不及预期的风险；渠道增长不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2144.15	2932.57	3633.99	4451.59
增长率	33.00%	36.77%	23.92%	22.50%
归属母公司净利润（百万元）	238.25	324.57	426.38	539.97
增长率	27.21%	36.23%	31.37%	26.64%
每股收益EPS（元）	0.55	0.76	0.99	1.26
净资产收益率ROE	17.20%	20.75%	24.04%	26.56%
PE	46	33	25	20
PB	7.83	6.98	6.13	5.34



润本股份（603193）：研产销一体化优势突出，大品牌小品类空间广阔

□ 投资逻辑：

1) 婴童护理赛道具备专业化、分龄化特点，单童护理支出较快增长，目前品牌集中度低，2023年品牌CR10为24.2%，且线上渠道增速显著高于线下，国产成长品牌可借助线上渠道弯道超车；2) 公司产品定位性价比，且新品迭代速度快，公司借助天猫、抖音等电商渠道精准定位用户需求，较快打开市场；3) 产品结构优化带动毛利率结构性优化，公司婴童护理、精油系列产品毛利率更高，新品、功能性产品毛利率超过60%，品类结构优化带动毛利率中枢上移。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为3.0亿元、3.9亿元、5.0亿元，对应PE为32倍、25倍和19倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格波动、市场竞争加剧、新品推广速度不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1032.95	1345.06	1729.57	2194.76
增长率	20.66%	30.22%	28.59%	26.90%
归属母公司净利润（百万元）	226.03	296.23	386.78	498.14
增长率	41.23%	31.06%	30.57%	28.79%
每股收益EPS（元）	0.56	0.73	0.96	1.23
净资产收益率ROE	11.76%	13.71%	15.64%	17.33%
PE	42	32	25	19
PB	4.95	4.40	3.84	3.31



太阳纸业（002078）：林浆纸一体化布局推进，成本优势持续凸显

□ 投资逻辑：

1) 文化纸行业新增产能较少，供需格局良好，公司文化纸龙头地位稳固，盈利稳定性在同行业中较优；2) 多品类纸种布局持续推进，在建产能丰富，广西林浆纸一体化项目逐步投产，产业链优势进一步完善，规模效应逐步释放；3) 管理能力优秀、成本优势明显，随着经济及消费基本面修复，盈利能力有望回升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为31.8亿元、37.7亿元、41.4亿元，对应PE为13倍、11倍和10倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险，纸价出现大幅波动的风险，投资项目投产不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39544.34	41832.47	46130.20	50428.41
增长率	-0.56%	5.79%	10.27%	9.32%
归属母公司净利润（百万元）	3085.69	3184.00	3774.42	4139.30
增长率	9.86%	3.19%	18.54%	9.67%
每股收益EPS（元）	1.10	1.14	1.35	1.48
净资产收益率ROE	11.86%	11.12%	11.65%	11.33%
PE	13	13	11	10
PB	1.55	1.41	1.24	1.10



欧派家居（603833）：渠道力、产品力、品牌力领先，龙头地位夯实

□ 投资逻辑：

1) 厨衣木卫全品类发展，不断丰富墙板、家配等品类，打造一站式产品供应能力，产品力、品牌力领先行业，定制龙头地位不断夯实；2) 传统经销渠道布局下沉充分，经销商管理精细动力充足，单店增长已经成为零售增长的主要驱动，零售能力逐步验证；3) 率先理顺整装渠道模式，经销与整装利润分配机制完善，在公司高效供应链支撑下，整装渠道有望和传统渠道形成品牌合力，贡献重要业绩增长。4) 凭借定制龙头全渠道、全品类和品牌力，有望充分受益于“以旧换新”政策。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为33.4亿元、36.0亿元、38.1亿元，对应PE为12倍、12倍和11倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22782.09	24855.55	26696.71	28151.20
增长率	1.35%	9.10%	7.41%	5.45%
归属母公司净利润（百万元）	3035.67	3336.98	3592.38	3808.16
增长率	12.92%	9.93%	7.65%	6.01%
每股收益EPS（元）	4.98	5.48	5.90	6.25
净资产收益率ROE	16.70%	16.35%	15.39%	14.41%
PE	14	12	12	11
PB	2.29	2.04	1.78	1.57



索菲亚（002572）：整家定制一体化持续深化，线上线下多渠道开花

□ 投资逻辑：

1) 持续深化“多品牌、全品类、全渠道”整家一体定制战略，客单值提升空间充足。2) 推动供应链多品类产品集成导入，深度赋能装企，装企渠道的整家定制模式领先；3) 打造线上线下一体化营销闭环，通过全平台矩阵私域营销阵地，提升获取转化前端流量能力；4) 高股息率高分红彰显业绩信心；5) “以旧换新”政策落实效果较好，有望充分受益于政策延续。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为12.5亿元、13.8亿元、15.0亿元，对应PE为13倍、12倍和11倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

房地产市场变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11665.65	11050.53	12112.07	13080.00
增长率	3.95%	-5.27%	9.61%	7.99%
归属母公司净利润（百万元）	1261.28	1252.10	1380.27	1504.63
增长率	18.51%	-0.73%	10.24%	9.01%
每股收益EPS（元）	1.31	1.30	1.43	1.56
净资产收益率ROE	18.18%	15.47%	14.95%	14.37%
PE	13	13	12	11
PB	2.32	2.03	1.78	1.57



顾家家居（603816）：内外销齐头并进，零售能力优势彰显

□ 投资逻辑：

1) 渠道向综合店态转型升级，目前拓展的大店和定制软体融合店盈利能力良好，大店模式逐渐理顺后门店效率有望持续优化；2) 全品类战略持续推进，功能沙发、床垫、定制三大高潜品类贡献重要收入增长，产品线丰富，天禧派高性价比系列推出，配合渠道下沉；3) 渠道管理精细化优势逐渐体现，新老经销商均衡发展，同时前瞻性布局仓配服务，增加西南地区产能布局，对经销商赋能加深；4) 外销组织架构再梳理，产研销一体化提升响应效率，利润率有望边际改善；5) 凭借软体龙头全渠道、全品类和品牌力，有望充分受益于“以旧换新”政策。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为22.9亿元、25.9亿元、28.8亿元，对应PE为10倍、9倍和8倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

市场竞争加剧风险；中美贸易摩擦加剧风险；原材料价格大幅波动风险；公司业务整合情况不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	19212.03	21434.82	23701.56	26028.44
增长率	6.67%	11.57%	10.58%	9.82%
归属母公司净利润（百万元）	2005.96	2291.84	2592.46	2881.03
增长率	10.70%	14.25%	13.12%	11.13%
每股收益EPS（元）	2.44	2.79	3.15	3.51
净资产收益率ROE	20.61%	19.94%	20.03%	19.83%
PE	12	10	9	8
PB	2.43	2.04	1.81	1.62



匠心家居（301061）：产品定位差异化，海外订单稳步修复

□ 投资逻辑：

1) 功能沙发产品差异化定位中高端，并通过自产铁架、电机电控等上游零部件垂直整合供应链，盈利能力优于同业；2) 下游客户主要为北美头部家居品牌商和渠道商，客户实力优质，订单稳定，抗风险能力良好；3) 通过店中店模式逐步增加自主品牌布局，打开长期成长空间。

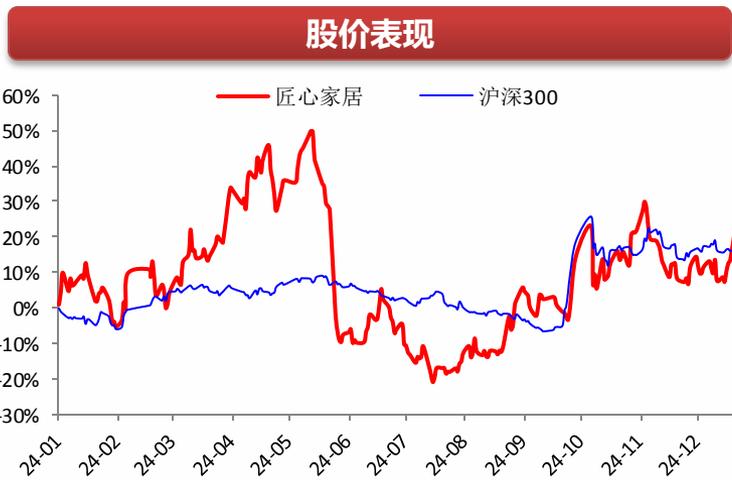
□ 业绩预测与投资建议

预计2024-2025年归母净利润分别为4.9亿元、5.9亿元、7.1亿元，对应PE为19倍、16倍和13倍，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；渠道扩张进展不及预期的风险；汇率波动的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1921.46	2379.53	2877.37	3457.83
增长率	31.37%	23.84%	20.92%	20.17%
归属母公司净利润（百万元）	407.39	493.68	593.17	709.61
增长率	21.93%	21.18%	20.15%	19.63%
每股收益EPS（元）	2.43	2.95	3.54	4.24
净资产收益率ROE	13.56%	14.86%	15.96%	16.92%
PE	23	19	16	13
PB	3.16	2.86	2.56	2.27



嘉益股份（301004）：爆款保温杯景气延续，产能逐步释放

□ 投资逻辑：

1) 第一大客户PMI订单仍保持亮眼增速，爆款单品供不应求，产能利用率维持高水平，在手订单充足。目前大客户已开发并营销新杯型，品牌高增趋势有望延续；2) 中长期来看，公司新品开发响应及时，表面处理工艺具备差异化优势，大客户粘性高，公司供货比例有望继续提升；3) 公司国内及越南新增产能逐步落地，突破产能瓶颈，接单能力有望进一步提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为7.3亿元、8.9亿元、10.9亿元，对应PE为16倍、13倍和11倍，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**行业竞争加剧、汇率大幅波动、原材料价格大幅波动、新品开发不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1775.40	2729.23	3396.58	4072.43
增长率	40.96%	53.72%	24.45%	19.90%
归属母公司净利润（百万元）	472.03	726.14	891.39	1086.42
增长率	73.60%	53.83%	22.76%	21.88%
每股收益EPS（元）	4.54	6.99	8.58	10.46
净资产收益率ROE	36.14%	38.18%	34.26%	31.40%
PE	25	16	13	11
PB	8.89	6.11	4.46	3.36



推荐标的估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
003006	百亚股份	25.29	0.76	0.99	1.26	33	25	20	买入
603193	润本股份	23.5	0.73	0.96	1.23	32	25	19	买入
002078	太阳纸业	14.44	1.14	1.35	1.48	13	11	10	买入
603833	欧派家居	68.08	5.48	5.90	6.25	12	12	11	买入
002572	索菲亚	16.93	1.30	1.43	1.56	13	12	11	买入
603816	顾家家居	28.38	2.79	3.15	3.51	10	9	8	买入
301061	匠心家居	56.8	2.95	3.54	4.24	19	16	13	持有
301004	嘉益股份	111.79	6.99	8.58	10.46	16	13	11	买入

数据来源：iFind，西南证券（截止2024/12/20）



分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：沈琪
电话：023-67506873
邮箱：shenq@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lZR@swsc.com.cn