

证券研究报告|行业投资策略

轻工制造

行业评级强于大市（维持评级）

2025年1月10日



# 轻工制造行业2025年度策略：

## 周期顺势，向新而行

**证券分析师：**

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

汪浚哲 执业证书编号：S0210524050024

李含稚 执业证书编号：S0210524060005

请务必阅读报告末页的重要声明

- **2025年看好家居&造纸顺周期复苏，关注消费新动能、新型烟草、包装、出口。**截止2024年12月31日，轻工制造（-6%）板块表现逊于沪深300（+14.8%），其中造纸-0.6%、文娱用品-2%、家居用品-8.3%、包装-9.5%；出口链、包装、文娱用品领涨个股较多。业绩表现，前三季度外销好于内销，包装相对稳健。估值方面，目前轻工制造板块估值处于历史中等，家居处于历史低位。展望2025年，在国内促消费政策加力支持下，顺周期家居&造纸复苏可期，消费新动能景气投资建议关注文娱用品、新型烟草、包装及跨境出口。
- **家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振。**我们认为，随着行业首迎国补以及地产销售好转，25年竣工预期对家居的压制将逐步弱化，看好行业趋势向上，优选内需为主&盈利稳定的家居企业。公司关注定制龙头欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居，软体龙头慕思股份、顾家家居、喜临门、敏华控股，关注智能家居领域好太太、奥普科技、箭牌家居，以及家居卖场龙头居然智家、美凯龙。
- **造纸：供需边际改善，盈利修复在即。**浆价自7月以来开始回落，造纸板块成本压力将于24Q4逐步缓解，展望25年，我们判断25年阔叶浆供应宽松，浆价向上空间有限，在供求边际改善背景下，造纸板块盈利有望迎来修复，各公司业绩弹性将取决于细分纸种的供需与自身成本优势。木浆系建议关注太阳纸业、博汇纸业，废纸系关注玖龙纸业、山鹰国际，特种纸关注华旺科技、仙鹤股份。
- **轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气。**1) 必选消费价增逻辑相对顺畅，国货龙头产品升级、渠道拓展、份额提升可期，推荐发力兴趣电商&产品价升的口腔护理龙头登康口腔，全国化拓展的卫生巾龙头百亚股份，以及主业精耕、新业务及出海持续拓展的文创龙头晨光股份。2) “谷子经济”掀起情绪消费新动能，轻工文娱用品公司积极布局二次元IP联名产品，关注相关公司品牌、产品发展新机以及基本面验证。
- **新型烟草：电子烟监管向好，HNB景气向上。**2024年欧美电子烟监管边际利好合规产品，25年预期美国非法品逐步出清、英国一次性监管落地，换弹式产品或迎份额修复。全球HNB景气上行，英美烟草HNB新品释放积极信号，建议关注与大客户在新型烟草领域深度合作的思摩尔国际。
- **包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补&AI换机趋势。**金属包装关注奥瑞金收购中粮进程，集中度进一步提升后有助于行业整体盈利修复，推荐奥瑞金、昇兴股份。纸包装关注消费电子国补带动以及AI换机趋势，推荐裕同科技。
- **出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链。**经过2024年美国补库需求拉动后，25年建议关注需求预期复苏的美国地产链相关匠心家居、新渠道新客户新产品共驱的永艺股份、以及盈利改善确定性较大的跨境电商龙头致欧科技。
- **风险因素：宏观经济环境波动风险、原材料价格大幅波动风险、国补拉动效果不及预期。**

## 一、2024年度回顾

- 1.1 分行业2024年走势回顾
- 1.2 三季度回顾：外销好于内销，包装相对稳健
- 1.3 估值：轻工制造板块估值处于历史中等

## 二、2025年展望：消费复苏，周期向上

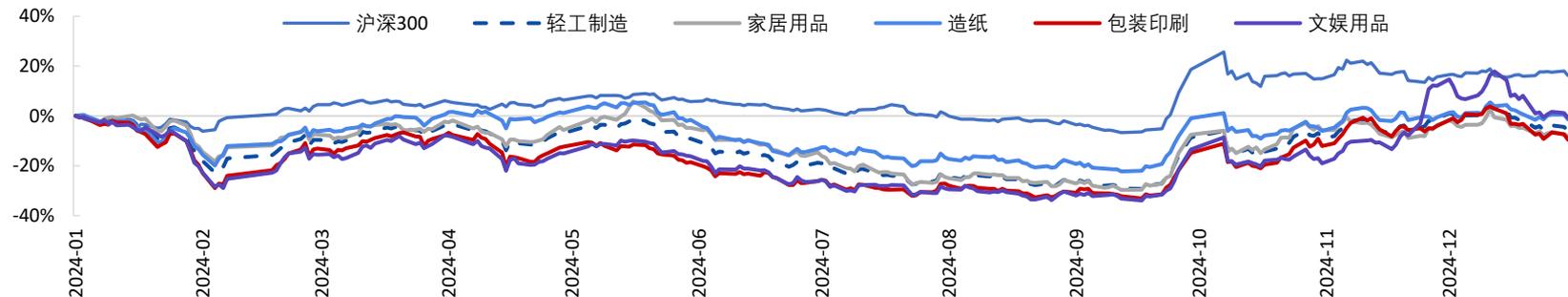
## 三、投资建议

## 四、风险因素

# 1.1 分行业2024年走势回顾

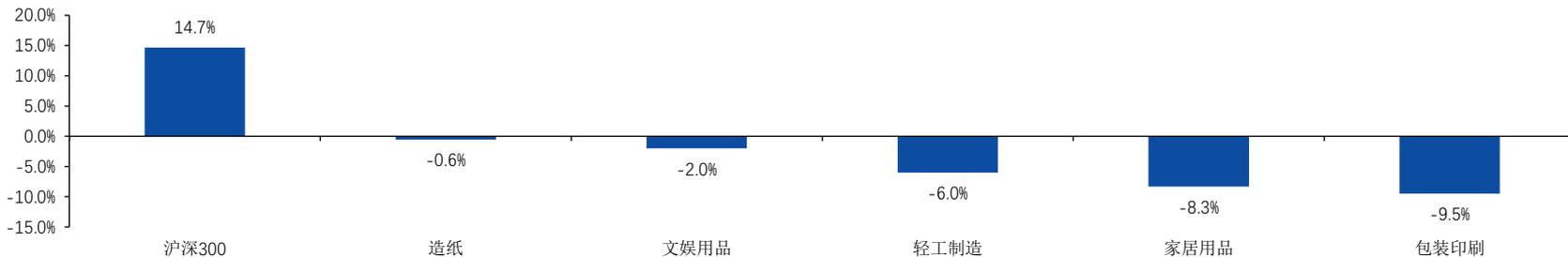
- 2024年1月1日至2024年12月31日，轻工制造 (-6%) 板块表现逊于沪深300 (+14.7%)。轻工制造细分板块中，造纸 (-0.6%) 受益于Q4边际供需改善，纸价提涨落地，是年内跌幅最小板块；文娱用品 (-2%) 指数受益年底“谷子经济”主题行情；家居用品 (-8.3%)、包装 (-9.5%)，作为大件可选消费，今年受地产下行、消费偏弱影响较大，Q3以来国家以旧换新政策快速落地，板块表现有所修复。

图：轻工制造分板块2024年指数走势 (24/01/02-24/12/31)



资料来源: iFind, 华福证券研究所

图：轻工制造分板块2024年涨跌幅 (24/01/02-24/12/31)

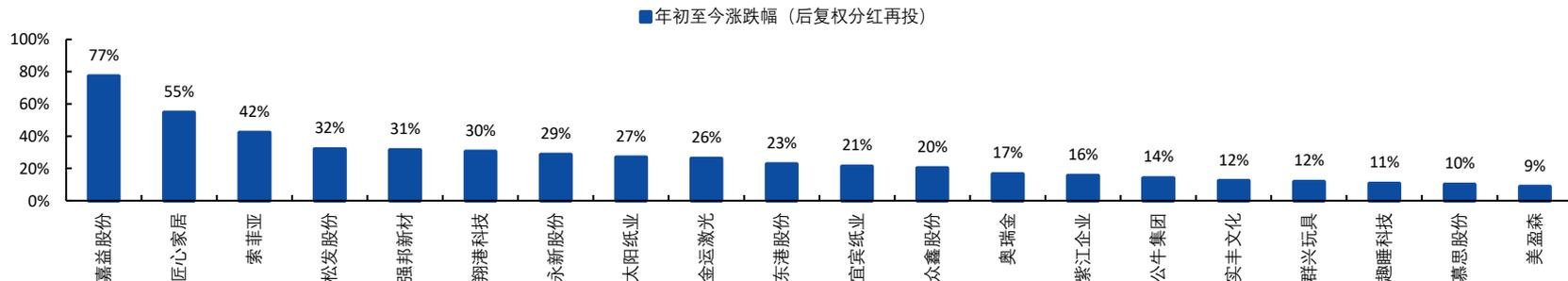


资料来源: iFind, 华福证券研究所

# 1.1 分行业2024年走势回顾

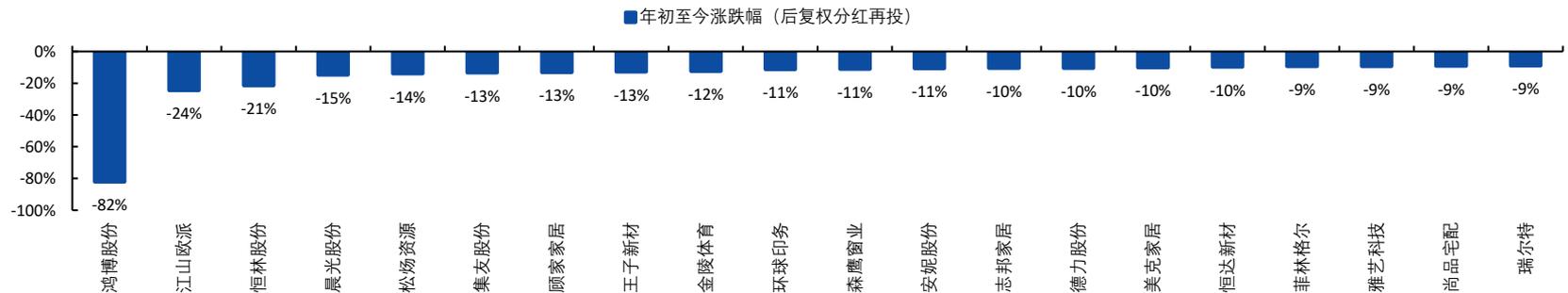
- 个股方面，出口链、包装、文娱用品领涨个股较多。截止至2024年12月31日，轻工制造板块中，涨幅较大的公司主要包括：出口链嘉益股份（+77%）、匠心家居（+55%）；家居索菲亚（+42%）、家居用品松发股份（+32%）；包装印刷强邦新材（+31%）、翔港科技（+30%）、永新股份（+29%）；造纸太阳纸业（+27%）、宜宾纸业（+21%）；文娱用品金运激光（+26%）。

图：轻工制造个股2024年涨幅前二十（24/01/02-24/12/31）



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：轻工制造个股2024年跌幅前二十（24/01/02-24/12/31）



资料来源：iFind，华福证券研究所

## 1.2 三季报回顾：基本面外销好于内销，包装相对稳健

- **三季报外销基本面好于内销。**轻工内销板块收入、盈利逐季走弱，其中包装相对稳健；外销低基数 & 补库需求带动出口链Q1-Q3保持高增，但Q3盈利受汇率、海运成本、价格影响弱于收入。
- 家居：Q3营收、利润同比增速分别-13%、-29%，毛利率、净利率同比-1.6pct、-1.9pct。
- 造纸：Q3营收、利润同比增速分别-4%、-75%，毛利率、净利率同比-2.1pct、-2.9pct。
- 包装：Q3营收、利润同比增速分别+0.1%、-4.3%，毛利率、净利率同比-0.6pct、-0.3pct。
- 文娱个护：Q3营收、利润同比增速分别+5%、-23%，毛利率、净利率同比-0.9pct、-1.7pct。
- 出口链：Q3营收、利润同比增速分别+24%、+1%，毛利率、净利率同比-3.6pct、-1.4pct。

表：轻工制造分版块季度营收、归母净利同比增速

子版块	收入YOY						
	1Q23	2Q23	3Q24	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
家居	-9.3%	4.0%	1.8%	6.3%	4.8%	-9.1%	-12.7%
造纸	-8.1%	-11.6%	-6.4%	-2.1%	3.5%	4.9%	-4.0%
包装	-8.1%	-3.2%	-8.0%	-7.0%	2.3%	-1.6%	0.1%
文娱个护	0.6%	12.0%	12.0%	26.3%	10.3%	9.2%	5.4%
出口链	-15.0%	-6.8%	9.7%	15.8%	22.1%	22.7%	23.8%
子版块	归母净利润YOY						
	1Q23	2Q23	3Q24	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
家居	-15.2%	40.0%	11.6%	191.0%	24.7%	-17.7%	-29.1%
造纸	-95.6%	-61.5%	24.9%	-169.4%	2096.7%	80.4%	-74.8%
包装	-6.0%	3.5%	-2.3%	-261.9%	3.5%	-17.6%	-4.3%
文娱个护	17.9%	6.8%	9.9%	47.0%	6.8%	-18.0%	-22.9%
出口链	50.6%	-9.9%	6.5%	6.0%	-6.0%	24.7%	1.2%

表：轻工制造分版块季度毛利率、净利率

毛利率	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q24	3Q24
								同比	环比
家居	30.0%	33.0%	33.9%	32.8%	31.2%	32.7%	32.3%	-1.6%	-0.3%
造纸	9.4%	10.7%	11.2%	13.0%	13.5%	12.2%	9.1%	-2.1%	-3.1%
包装	18.2%	18.7%	19.6%	19.0%	19.0%	18.7%	19.1%	-0.6%	0.4%
文娱个护	19.8%	19.2%	19.9%	15.8%	20.6%	18.9%	19.1%	-0.9%	0.2%
出口链	29.9%	29.3%	31.0%	30.3%	29.4%	28.6%	27.4%	-3.6%	-1.2%
净利率	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	3Q24	3Q24
								同比	环比
家居	4.3%	10.5%	9.9%	4.2%	5.1%	9.5%	8.0%	-1.9%	-1.5%
造纸	0.2%	2.0%	4.0%	2.6%	4.8%	3.4%	1.0%	-2.9%	-2.4%
包装	5.6%	5.5%	6.1%	1.0%	5.6%	4.6%	5.8%	-0.3%	1.2%
文娱个护	5.7%	5.3%	6.5%	2.5%	5.5%	4.0%	4.7%	-1.7%	0.8%
出口链	10.9%	9.4%	7.4%	4.5%	8.4%	9.6%	6.1%	-1.4%	-3.5%

# 1.3 估值：轻工制造板块估值处于历史中等，家居历史低位

- 截至年末 (2024/12/9) 来看，轻工制造板块整体估值水平处于历史中等。1) 家居：当前估值水平处于过去十年6%分位数、优质企业价值凸显。2) 造纸：估值处于过去十年47%分位数，供求边际好转、成本压力释放，盈利改善在即。3) 文娱用品：估值处于过去十年21%分位数，关注必选国货龙头崛起及情绪消费新势能。4) 包装：估值处于过去十年57%分位数，关注金属包装整合，以及消费电子纸包装需求复苏。5) 出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链。6) 新型烟草：欧美监管边际向好，建议关注产品合规、品类扩展的龙头企业。

图：轻工制造子版块（申万）PE (TTM) 及十年分位数



## 一、2024年度回顾

## 二、2025年展望：消费复苏，周期向上

- 2.1 家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振
- 2.2 造纸：供需边际改善，盈利修复在即
- 2.3 轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气
- 2.4 包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补拉动
- 2.5 出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链
- 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

## 三、公司推荐

## 四、风险因素

## 2.1 家居：首迎资金补贴，看好25年行业拐点向上

- 2024年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，截止目前我国大部分省或部分市政府已发布家装家居以旧换新补贴细则。10月部分地区政府陆续发布政策阶段性成效。
- 覆盖地区数量，成品多于装修。** ①大部分省市允许家具（橱衣柜、软体成品、卫浴成品）及智能家居的产品类补贴。②部分省市（已统计到9个省或市）允许旧房与厨卫改造的装修类补贴，涵盖的家具、家装、建材品类较多。
- 优惠力度多为15%-20%，装修补贴上限较大。** 对单个消费者补贴上限而言：①厨卫改造、旧房装修类上限高，有政策细则地区上限多为2-3万元/户。②家具、智能家居产品类，多数地区政策上限为每类产品2000元。
- 商户资质门槛要求，利好头部品牌。** 以湖北为例，参与补贴活动的主体要求有一定垫资能力，且依法合规经营，且从多地公布政策看，对于参与主体均有一定资质门槛要求。因此，我们认为此次政府补贴对于规模较大、具备资金优势的品牌方和经销商更为有利。

表：本轮家装家居补贴政策概览

家装家居补贴政策概览		
<b>时间节奏</b>	8月底国家支持消费品以旧换新的1500亿元超长期特别国债资金已下发地方 9-10月各地区陆续发布家装家居以旧换新补贴操作细则 10月部分地区政府陆续发布政策阶段性成效，下旬部分地区政策开始发力	
<b>补贴品类</b>	旧房与厨卫改造（装修）	广东深圳、广西、浙江、安徽、河南郑州、辽宁大连、甘肃、青海、新疆9地
	家装家居产品	全国大部分省
	智能家居产品	全国大部分省
<b>优惠力度</b>	装修类	15-20%（9地大部分补20%），上限多为每套房2-3万元
	产品类	15-20%，上限多为每类产品2000元；或以消费满减形式补贴 15%：约14省 20%：约11省
<b>补贴方式</b>	消费支付立减、消费券等	<b>产品类为主</b> ，消费者通过云闪付、支付宝等APP或小程序申请折扣券或消费立减，在指定商户消费核销
	消费者事后申请	<b>装修类为主</b> ，消费者提供产权证、装修证明照片、采购家具材料发票后，向有关部门申请补贴金额
	装修消费贴息补贴	<b>装修类为主</b> ，贷款贴息年利率2-3%左右，上限3000-4000元
<b>商户资质</b>	要求有一定垫资能力的主体，且要求经营合法合规	

资料来源：搜狐焦点家居，深圳政府在线，深圳特区报，潮新闻，广西发改委，海口市政府，江苏发改委，南京市商务局，人民网，浙江在线，台州本地宝，安徽建筑协会，丰城市政府，青山湖商务，福建商务厅，上海发布，邯郸市商务局，内蒙古自治区中小企业公共服务平台，包头壹品慧，交口县政府，视听晋中，德州商务局，天津商务局，河南商务厅，郑州本地宝，湖北商务厅，邵东新闻，哈尔滨本地宝，大连本地宝，松原广电，看见邛崃，重庆商务局，贵州发改委，西双版纳州商务局，拉萨发布，咸阳日报亲网，甘肃商务厅，宁夏商务厅，青海日报，伊宁市融媒体，华福证券研究所整理

## 2.1 家居：Q4以来多地政策加力，区域、品类范围扩大

- **广州24年对家居家装补贴力度大、线上辐射全国。** ① 9月30日，广州家装厨卫“焕新”活动上线，产品覆盖17类智能家居、20类旧改、厨卫改造、6类适老化改造产品。消费者先在云闪付专区申请领取活动补贴资格，指定商户线下消费按产品售价15%补贴，个人累计补贴上限2万元。② 10月20日至11月上旬，广州补贴上线淘宝、京东平台，全国用户在平台购买参加活动品牌指定产品可享15%政府补贴，上限2万元。
- **湖北：补贴加码扩品类、扩上限。** ① 8月29日，《湖北省家装厨卫“焕新”工作实施细则》补贴品类包括厨卫类（智能家居、小家电为主）、家装类（橱柜、软体成品等），家装单人满5000元、满10000元两档20%补贴。② 10月24日，湖北厨卫类产品补贴范围扩大至51类，新增23类（含门墙地、浴室家具等），新增满1000元、3000元、3万元、5万元、10万元补贴档次，补贴上限提升至2万元。

图：广州家家家居补贴核销方式（线下消费）

图：广州家家家居淘宝/京东全国可享15%补贴

图：湖北家家家居产品补贴示意图



## 2.1.1 国补效应可期：一是拉动需求总量，10月家具社零大幅改善

- 根据中国政府网，1月8日，商务部市场运行和消费促进司司长李刚在国务院政策例行吹风会上表示，2024年，商务部深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，会同各地区和有关部门扎实推动消费品以旧换新，取得了积极成效。2024年全年，家装厨卫“焕新”带动销售相关产品近6000万件，销售额约1200亿元。
- 由于家居补贴效应集中在10月铺开，我们假设没有补贴的情况下，1-10月社零表现环比持平；以10月家居社零的实际情况来看，**在10月竣工仍下滑20%的背景下，当月家具社零同比+7.4%（环比+7pct），我们测算估计补贴对当月的综合增量拉动也有约7%。**

图：10月家具社零增速明显加快



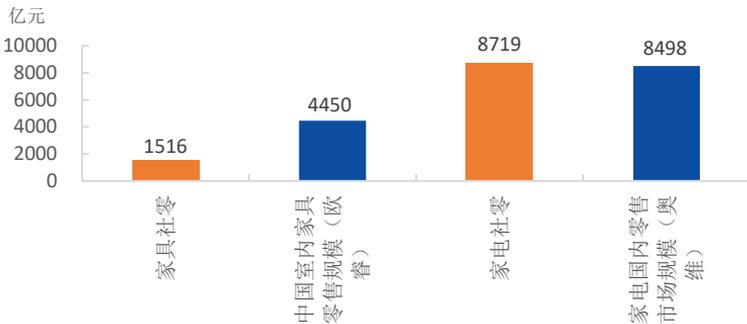
表：以10月家居社零测算当月补贴拉动

		亿元	累计同比
a	2023年1-10月	1279	
b	2024年1-9月	1143	1.10%
c	2024年1-10月	1303	1.90%
d=a*(1+1.1%)	若没有补贴情形下，假设24年1-10月延续前9个月的增幅1.1%，对应家具社零	1293	
e=c-d	10月家居补贴增量需求	10	
f	10月家居社零	152	
g=e/(f-e)	10月补贴新增拉动幅度	7.2%	

## 2.1.2 国补效应可期：二是促进格局改善，23年室内家具集中趋势停滞

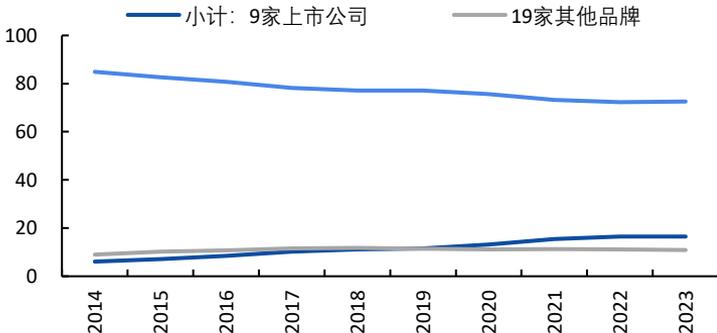
- 据Euromonitor，以9家上市公司为代表的CR9经历了过去多年持续零售份额提升后，2023年CR9在国内室内家具零售市场集中度环比持平，出现停滞；19家其他品牌份额下降0.3pct、其他市占率<0.1%的品牌合计提升+0.3pct。

图：家具限额以上零售额占行业整体比例较小，说明限额以下长尾占比高



资料来源：ifind，电器微刊，奥维，Euromonitor，华福证券研究所

图：23年头部品牌提份额停滞、尾部份额逆势上升



资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

表：中国室内家具零售市场格局

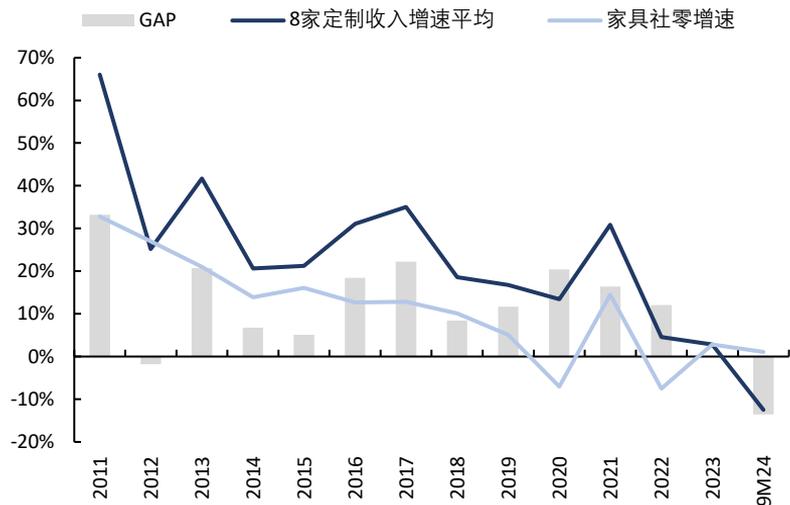
单位：%	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
欧派	1.4	1.5	1.7	2.1	2.1	2.2	2.4	3.1	3.6	3.7
顾家	0.9	0.9	1.1	1.3	1.7	1.9	2.3	2.7	2.8	2.8
索菲亚	1.1	1.3	1.7	2	2.1	1.9	1.9	2.3	2.7	2.7
敏华	0.5	0.6	0.9	1.2	1.2	1.1	1.7	2	2.1	2.2
慕思	0.8	0.9	1	1	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.4
喜临门	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	1	1.2	1.3	1.3
尚品宅配	0.6	0.9	1.1	1.3	1.4	1.4	1.3	1.4	1.1	1
志邦	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
金牌	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>小计：9家上市公司</b>	<b>6.1</b>	<b>7.1</b>	<b>8.5</b>	<b>10.2</b>	<b>11.1</b>	<b>11.5</b>	<b>13.2</b>	<b>15.5</b>	<b>16.5</b>	<b>16.5</b>
林氏	0.4	0.7	0.8	0.8	1	1.1	1.4	1.6	1.9	2
宜家	1.7	1.9	2	2.1	2	1.9	1.8	1.9	1.6	1.7
全友	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
左右	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
掌上明珠	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
美克美家	0.7	0.7	0.9	0.9	1	1	0.9	0.9	0.7	0.6
好莱客	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
红苹果	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
席梦思	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
曲美	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
我乐	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
华丰	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
金可儿	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
双虎	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
皮阿诺	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
顶固	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
梦百合	0	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
宜华生活	0.4	0.5	0.4	0.6	0.7	0.4	0.1	0	0	0
皇朝	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-	-	-
<b>19家其他品牌</b>	<b>9.0</b>	<b>10.2</b>	<b>10.7</b>	<b>11.6</b>	<b>11.8</b>	<b>11.4</b>	<b>11.1</b>	<b>11.3</b>	<b>11.2</b>	<b>10.9</b>
<b>市率占&lt;0.1%的其他品牌</b>	<b>84.9</b>	<b>82.7</b>	<b>80.8</b>	<b>78.2</b>	<b>77.1</b>	<b>77.1</b>	<b>75.7</b>	<b>73.2</b>	<b>72.3</b>	<b>72.6</b>

资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

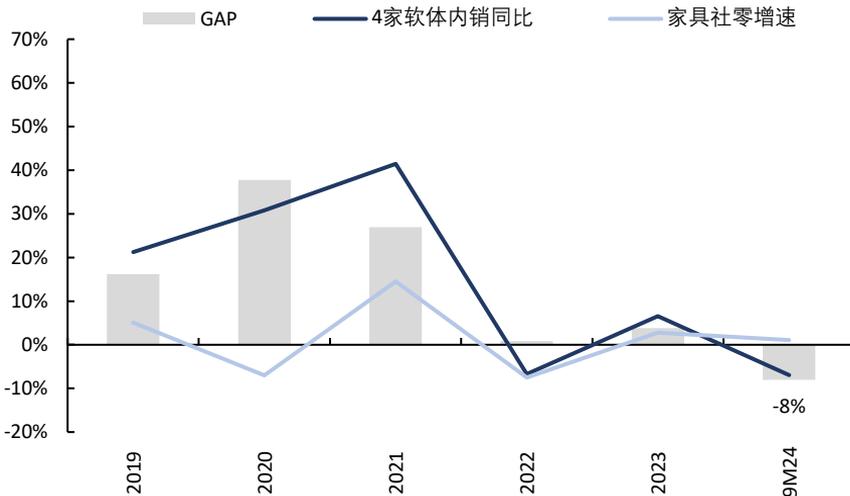
## 2.1.2 国补效应可期：二是促进格局改善，或是业绩修复的又一支撑

- 以定制和软体样本企业统计，2013-2022年定制增速较家具社零平均高14pct，2023-9M24二者差值分别为0pct、-14pct；2019-2022年软体增速较家具社零平均高19pct，2023-9M24二者差值分别为+2pct、-12pct，也表明过去多年上市品牌份额提升趋势明显恶化。
- 我们认为，主要因近年国内地产和消费环境偏弱，消费力收缩的现象对主定位是中产群体的上市品牌影响更大。家居行业的集中虽是个慢过程但趋势不会改变，为消费者提供更好的品牌和服务依旧是上市公司的强大竞争力；**随着未来居民消费力和信心逐步恢复、以及补贴政策加强头部支持，格局改善或将给业绩带来较大修复空间。**

图：2023年以来定制公司超额收入增速转负



图：2024年1-9月软体公司内销增速跑输社零-8pct



## 2.1.3 地产销售好转，支撑家居行业估值中枢修复

- 家居行业作为典型的地产后周期行业，从历史估值表现来看，行业估值水平与地产销售的同步性较高。
- 截至2014年12月6日，申万家居用品指数TTM-PE估值处于过去10年10%分位数水平，行业整体估值水平仍处于历史较低水平。我们认为，如果未来地产销售好转趋势确立，有望带动家居板块估值中枢修复。

图：地产销售和家居板块PE同步性较高



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：申万家居用品行业指数过去10年TTM PE-BAND

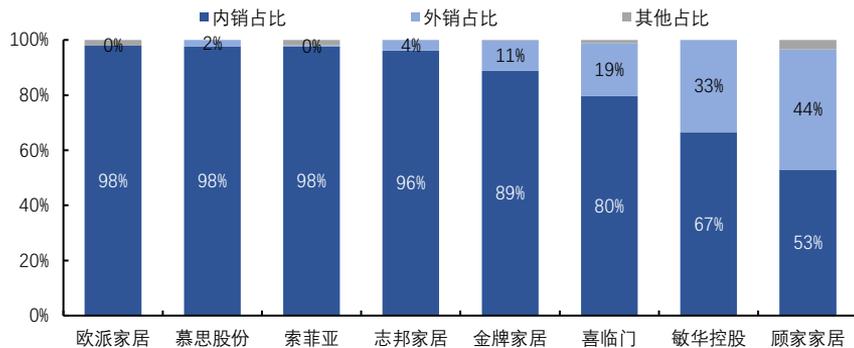


资料来源：Wind，华福证券研究所

## 2.1.4 优选内需为主&盈利稳定的家居企业

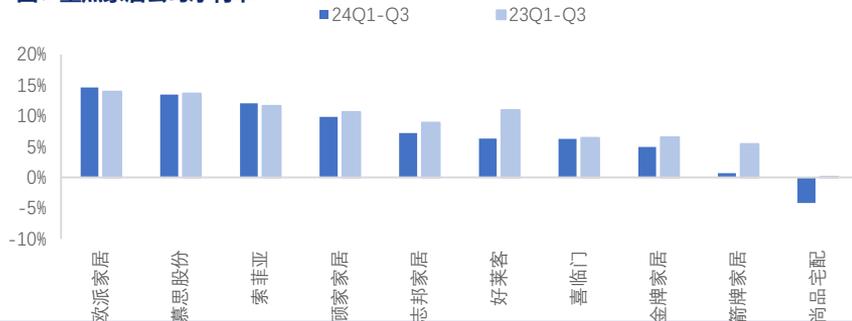
- **内需预期改善**：定制内销占比多数90%以上；软体慕思、顾家、敏华、喜临门有一定比例外销业务，其中慕思内销占比较大。
- **盈利稳定性**：24年虽行业景气低迷，但龙头公司体现出逆境下更强的盈利稳定性；同时，如果25年行业需求明显复苏，我们认为今年盈利承压的家居企业也具备较强盈利修复弹性。

图：重点家居公司营收区域结构



资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图：重点家居公司净利率



资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

表：重点家居公司毛利率、净利率

	2020	2021	2022	2023	24Q1-Q3	24Q1-Q3同比
<b>毛利率</b>						
欧派家居	35.0%	31.6%	31.6%	34.2%	35.5%	1.6pct
索菲亚	36.6%	33.2%	33.0%	36.2%	35.8%	0.2pct
志邦家居	38.1%	36.2%	37.7%	37.1%	36.8%	-1.6pct
金牌家居	32.7%	30.5%	29.5%	29.6%	27.3%	-1.6pct
顾家家居	35.2%	28.9%	30.8%	32.8%	31.9%	-0.5pct
慕思股份	49.3%	45.0%	46.5%	50.3%	50.8%	0.0pct
喜临门	33.8%	32.0%	32.4%	34.4%	35.3%	1.1pct
尚品宅配	33.2%	33.2%	34.6%	35.0%	31.9%	-2.6pct
箭牌家居	31.5%	30.1%	32.8%	28.3%	26.4%	-3.0pct
好莱客	36.7%	33.9%	35.2%	35.1%	34.7%	-1.8pct
<b>归母净利率</b>						
欧派家居	14.0%	13.0%	12.0%	13.3%	14.6%	0.7pct
索菲亚	14.3%	1.2%	9.5%	10.8%	12.0%	0.4pct
志邦家居	10.3%	9.8%	10.0%	9.7%	7.2%	-1.6pct
金牌家居	11.1%	9.8%	7.8%	8.0%	4.9%	-1.6pct
顾家家居	6.7%	9.1%	10.1%	10.4%	9.8%	-0.8pct
慕思股份	12.0%	10.6%	12.2%	14.4%	13.5%	-0.2pct
喜临门	5.6%	7.2%	3.0%	4.9%	6.3%	-0.2pct
尚品宅配	1.6%	1.2%	0.9%	1.3%	-4.2%	-4.3pct
箭牌家居	9.1%	6.9%	7.9%	5.6%	0.7%	-4.8pct
好莱客	12.6%	1.9%	15.3%	9.6%	6.3%	-4.7pct

资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

## 一、2024年度回顾

## 二、2025年展望：消费复苏，周期向上

- 2.1 家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振
- 2.2 造纸：供需边际改善，盈利修复在即
- 2.3 轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气
- 2.4 包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补拉动
- 2.5 出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链
- 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

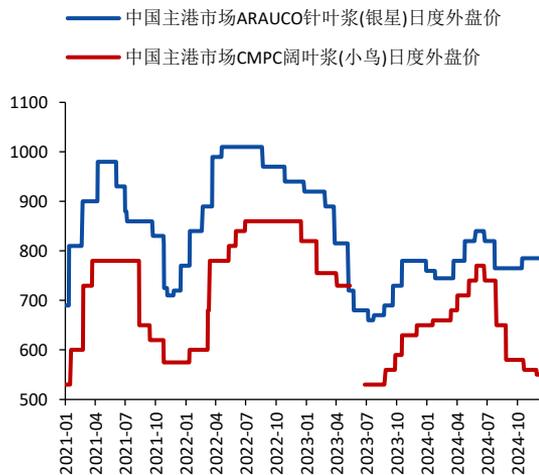
## 三、投资建议

## 四、风险因素

## 2.2 木浆：24年前高后低，阔叶浆供应宽松利好25年成本端压力释放

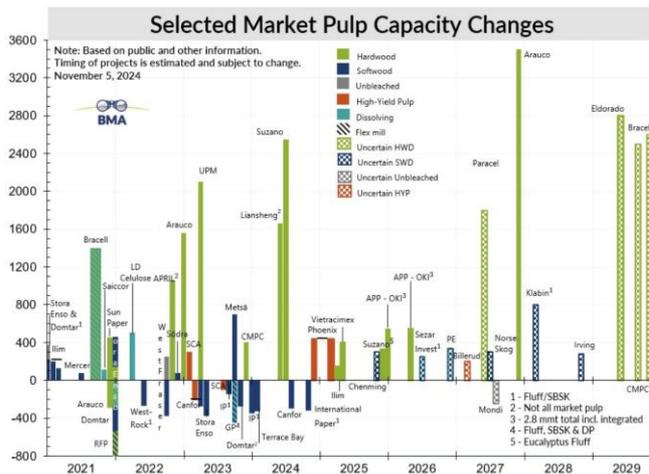
- **浆价年中攀升至高点后回落，纸企24Q3成本压力较大，盈利阶段性承压。**24H1受UPM罢工影响，针叶浆带动阔叶浆价格走强并于6月达到年内高点，随后由于下游原纸需求偏弱+海内外新增阔叶浆产能投产，阔叶浆自7月以来有明显回落，11月外盘阔叶浆报价550美金/吨，较年内高点（770美金/吨）下滑220美金。考虑库存及成本传导滞后性，规模纸企24Q3用浆成本最大，盈利阶段性承压。
- **25年针叶浆供应偏紧，阔叶浆相对宽松，预计浆价向上空间有限。**根据TTO BMA，24年年中联盛+Suzano合计超400万吨阔叶浆产能投产，考虑产能爬坡及运输周期，预计24年年末至25年阔叶浆供应相对宽松。根据巴西海关数据，10月巴西对华阔叶浆发运量达104万吨，预计将在12月前后到达我国港口，我们判断短期内阔叶浆价格向上空间有限。针叶浆方面，近年来针叶浆有部分产能退出，整体供应仍将偏紧，针叶浆价格较阔叶浆具备一定韧性。

图：24年外盘浆价年中到达高点后回落，阔叶浆降幅较大

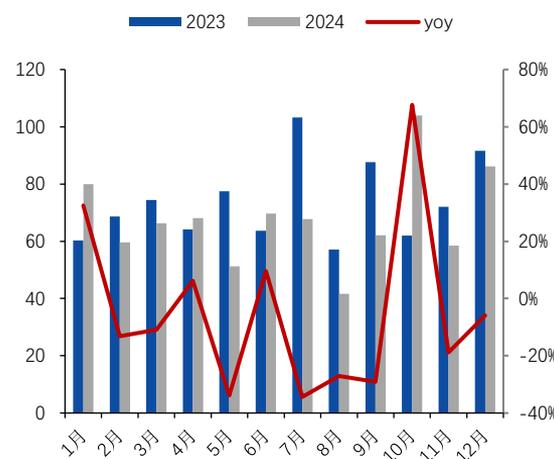


资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：24年联盛、Suzano阔叶浆项目投产，预计25年阔叶浆供应相对宽松 图：巴西对华月度阔叶浆发运量（万吨）



资料来源：TTO BMA，华福证券研究所

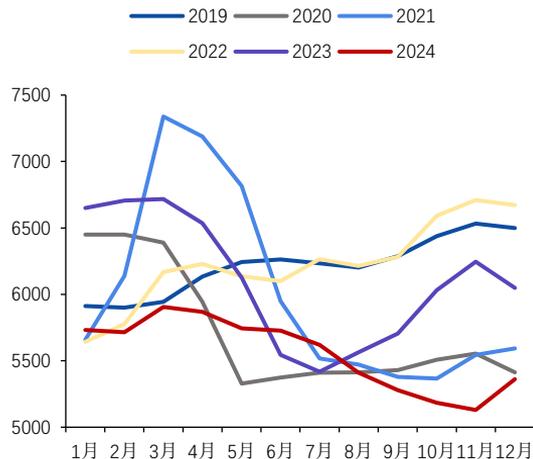


资料来源：巴西海关，华福证券研究所

## 2.2 文化纸：10月纸价见底盈利低谷，晨鸣停产短期供需有望改善

- **当前文化纸价格位于近五年低位，10月行业盈利预计触底。**根据卓创资讯，12月我国双胶纸均价为5361元/吨，同比-11.4%，为2019年以来最低水平，24Q3以来纸价持续走弱，叠加用浆成本较高，行业盈利年内触底，根据卓创资讯，7-10月以来我国双胶纸税后装置毛利（湿法涂布法）持续亏损且幅度扩大，10月最大亏损达到-370元/吨左右。11月以来随供需边际改善，提价函逐步落地，双胶纸亏损逐渐收窄，目前亏损保持在双位数并有持续向上修复的趋势；
- **盈利承压使得行业开工率持续走低，11月末开工率不足50%。**根据卓创资讯，24H2以来，成本上行+纸价低迷压缩盈利，我国双胶纸平均开工负荷率持续走低，11月最后一周平均开工率不足50%，远低于22年以来行业平均开工率63%。11月头部文化纸企业之一晨鸣纸业也发布多基地停产公告，我们判断中小企业停机情况将更加严重。12月以来开工情况有边际改善迹象，但仍低于近3年平均水平，需求复苏尚需时间。

图：目前双胶纸纸价（元/吨）处于近五年来低位



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：24Q3双胶纸税后毛利亏损，12月以来亏损收窄



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：12月末开工率低于22年以来平均水平



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

## 2.2 文化纸：10月纸价见底盈利低谷，晨鸣停产短期供需有望改善

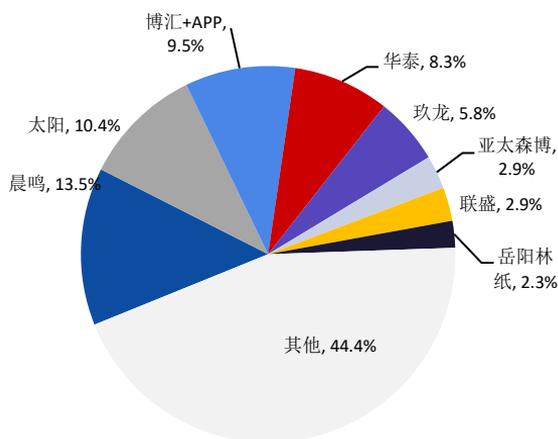
- **新增产能释放弱化季节性需求波动，纸价弹性收缩。**根据卓创资讯，2020年以来双胶纸新增产能较多，23-25E每年新增产能分别为140、100、155万吨。供应端持续宽松后将弱化双胶纸季节性的需求波动，往年3-5月、9-11月为传统教辅教材等招标旺季，纸价弹性较强，但2024年3-4月纸价向上弹性较弱，9-10月旺季不旺纸价承压。我们判断25年文化纸价格季节性波动仍将减弱，纸价上涨或下跌更加温和。
- **晨鸣停产短期供需有望改善，纸价企稳修复。**11月晨鸣发布停产公告后，我们认为在晨鸣大规模复产前，短期文化纸供需格局有望得到改善。根据卓创资讯，截至2024年11月，晨鸣双胶纸产能约235万吨，占我国双胶纸总产能的13.5%，晨鸣停产行业发布文化纸涨价函300元/吨，目前落地情况良好，12月以来纸企普遍执行新价格，其中太阳、岳阳林纸双胶纸出厂价分别上调200元，双胶纸平均纸价上调约200+元，后续纸价修复预期将带动行业盈利回升。

图：2020年以来文化纸新增产能较多



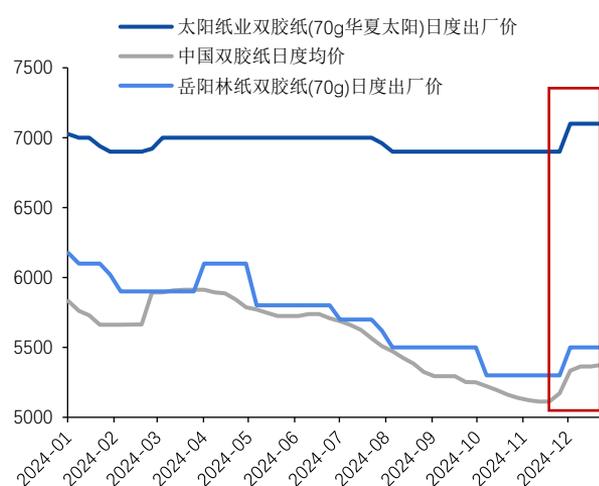
资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：晨鸣双胶纸产能占比约14%，停产利好短期供需格局



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：12月纸厂普遍执行新价格，双胶纸均价有所提升

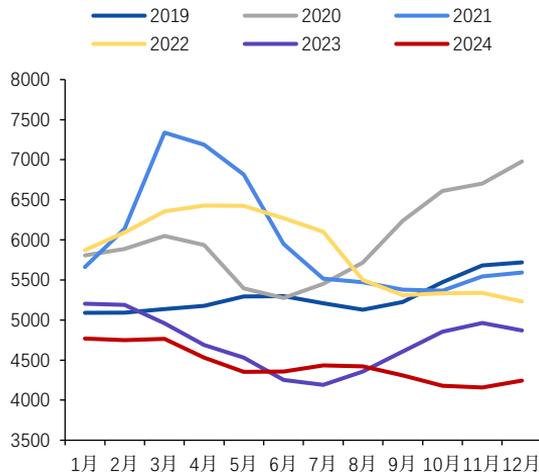


资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

## 2.2 白卡纸：格局最集中、弹性最大，长期需求空间广阔

- **白卡纸价、盈利承压，头部韧性较强。**根据卓创资讯，12月我国白卡纸均价为4244元/吨，同比-12.8%，为2019年以来最低水平，24Q3以来纸价持续走弱，叠加用浆成本较高，行业盈利出现亏损，根据卓创资讯，2024年我国白卡纸单吨税后装置毛利处于盈亏平衡以下，但4-6月、10-11月行业亏损逐渐扩大，主要系季节性需求波动所致；头部企业依托浆纸一体化优势及差异化产品研发，具备一定经营韧性。
- **11月以来，需求淡季下白卡纸开工率不足，供应端有所收缩。**9-10月由于节假日、电商大促等比较集中，白卡纸存在“金九银十”旺季，根据卓创资讯，除去国庆假期影响，8-10月白卡纸开工率基本保持在60%以上。考虑近年来白卡行业新增产能较多，部分产能还处于产能爬坡阶段，60%以上的开工率为行业正常水平。但随淡季来临，白卡纸开工率11月出现回落，12月末开工率为59%，低于22年以来平均开工水平。开工率回落使得目前供应端增量有限，在晨鸣停产背景下利好纸价向上抬升。

图：目前白卡纸纸价（元/吨）处于近5年来低位



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：白卡纸税后毛利仍处于亏损，但幅度有所收窄



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：“金九银十”需求旺季白卡纸开工率有所回落

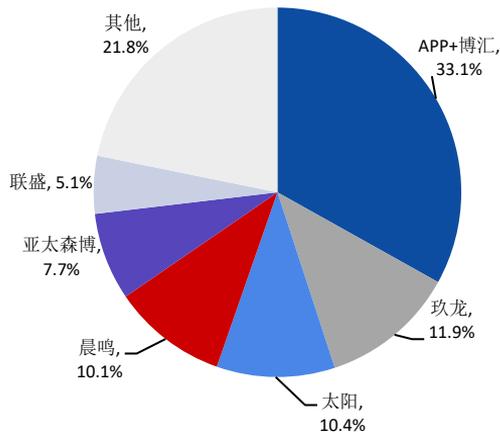


资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

## 2.2 白卡纸：格局最集中、弹性最大，长期需求空间广阔

- 格局最集中、弹性最大，期待需求端持续修复。**根据卓创资讯，截至24年11月，我国白卡纸CR5超70%，其中APP+博汇产能占比超30%，行业集中度较高。24-25年白卡纸计划新增产能较多且集中于大厂，未来行业集中度仍有进一步提升空间，白卡纸长期受益于以纸代塑带来的需求推动，长期成长空间广阔。由于格局集中且头部企业具备浆纸一体化等成本优势，故需求修复对头部企业的业绩弹性较大。
- 晨鸣停产或迎行业拐点，关注头部企业盈利弹性。**根据卓创资讯，截至2024年11月，晨鸣占我国白卡纸总产能的10.1%。11月晨鸣发布停产公告后，短期白卡纸供需格局有望得到改善。11月以来白卡纸发布两轮涨价函，每轮200元/吨，目前落地情况良好。根据卓创资讯，12月金桂、博汇白卡纸执行新价格，出厂价格提升约100元，带动白卡纸市场价中枢小幅上调。同时，随着今年各地以旧换新等消费政策的频繁落地，下游3C、家电、餐饮等消费需求有效提振，白卡纸需求有望持续改善。

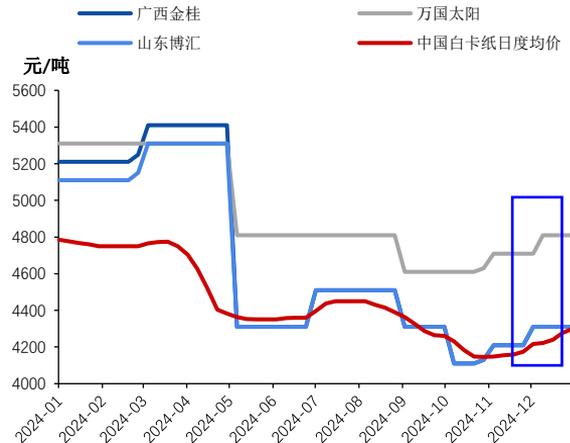
图：2024年白卡纸CR5超70%，集中度较高



图：2024年及后续白卡纸投产计划

公司	产能 (万吨)	投产/预计投产时间	地区
冠豪高新	30	24Q2	广东
北海玖龙	120	24Q3	广西
仙鹤股份	60	24Q4	广西
湖北玖龙	120	25Q2	湖北
联盛浆纸	100	25Q3	福建
广西金桂	90	25Q4	广西
江苏博汇	80	25Q4	江苏
亚洲浆纸	102	25Q4	浙江
新乡新亚	40	26Q4	河南
黄冈晨鸣	138	26Q4	湖北
黄冈晨鸣	36	27Q4	湖北
江苏博汇	100	28Q4	江苏
广西恩索	45	29Q3	广西
<b>合计</b>	<b>1061</b>		

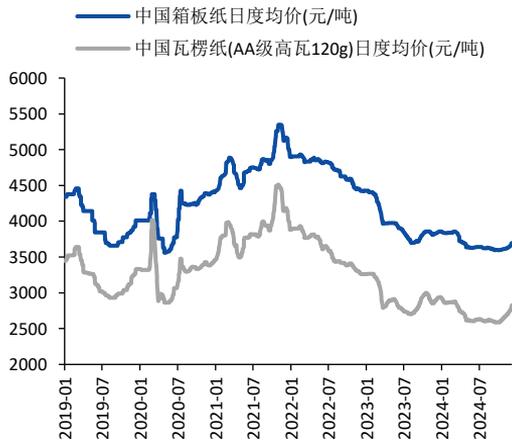
图：12月博汇、金桂等白卡出厂价抬升，白卡价格中枢上调



## 2.2 废纸系：进口纸冲击减弱，静待需求回暖

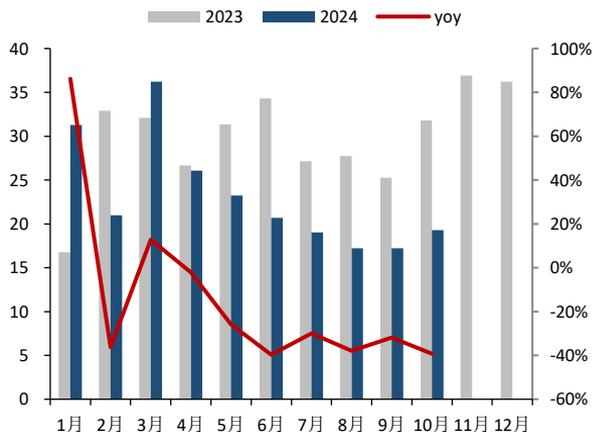
- **24年前三季度需求增速放缓，纸价震荡下行。**根据卓创资讯，24年以来受宏观需求增速放缓影响，箱板瓦楞纸价格震荡走弱，行业盈利承压。
- **国内纸价走弱，进口纸冲击减弱。**自2023年1月1日取消箱瓦纸进口关税后，进口纸对我国废纸系供需格局存在较大影响。进口瓦楞纸相比国内有一定价格优势，但24年由于国内纸价持续走弱，进口与国内瓦纸价差有所收窄，进口量显著回落。根据find及海关总署，2024年1-10月我国瓦楞纸累计进口量231.18万吨，同比-19.2%。
- **Q4需求边际改善，期待25年需求持续回暖。**9月以来随消费政策的密集出台，以家电为代表的以旧换新政策拉动了消费回暖。根据ifind，我国家用电冰箱、空调、洗衣机自9月以来产量增速得到改善，其中9月空调产量增速由负转至双位数增长，且10月产量增速持续提升。箱板瓦楞纸价格也自10月以来小幅回暖。展望25年，随刺激消费政策的持续推进，需求还将得到进一步修复，纸价仍有上升空间。

图：10月以来箱板瓦楞纸纸价逐渐回暖



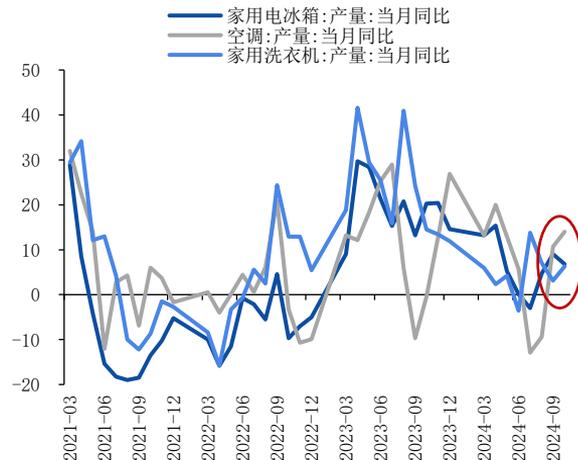
资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：2024年瓦楞纸累计进口量同比减少



资料来源：ifind，海关总署，华福证券研究所

图：Q4以来家电产量同比增速转正/改善



资料来源：ifind，华福证券研究所

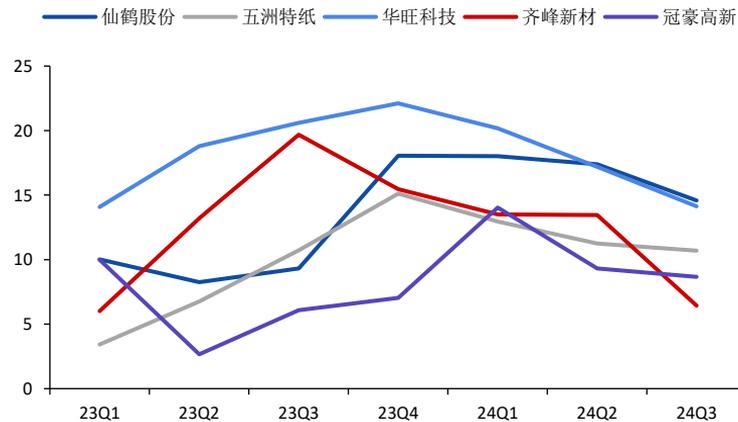
## 2.2 特种纸：25年成本压力缓解、内需预期改善，头部经营韧性较强

- **下游细分领域差异导致特纸需求出现分化，消费类纸种更加稳健。**对比主要特纸24年季度数据，由于下游应用领域的差异，可比公司营收增速出现分化，其中仙鹤、五洲等产品以食品、日用消费类应用为主的公司营收增长稳健，而处在家居地产链的装饰原纸营收自Q2起普遍承压。
- **Q3用浆成本抬升、盈利普遍承压。**相对头部大宗纸企而言，特种纸自有浆占比较低，成本波动受浆价影响较大。24Q3纸企用浆成本最高，特纸企业盈利普遍承压，毛利率环比均出现下滑。
- **25年内需预期改善、成本压力缓解，头部一体化、多元化布局深化。**根据前文判断，我们预计25年阔叶浆供应充足，浆价向上空间有限，利好特种纸企业成本压力缓解。特纸供需格局良好，头部企业通过加强浆纸一体化建设（仙鹤、五洲、冠豪的自有浆线建设）、多元纸种布局来抵御需求与成本波动。同时关注高壁垒、具备出海空间的细分纸种投资机会。

图：需求分化，Q3盈利普遍承压

	营收 (亿元) 及增速			归母 (亿元) 及增速		
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
仙鹤股份	22.09	23.95	26.58	2.69	2.82	2.67
yoy	20.2%	24.1%	8.7%	120.1%	381.3%	32.5%
五洲特纸	17.26	17.05	20.35	1.34	0.99	0.95
yoy	37.2%	7.7%	11.6%	548.8%	457.7%	-20.5%
华旺科技	9.52	9.95	9.05	1.47	1.55	1.06
yoy	4.1%	5.0%	-19.4%	36.6%	20.9%	-33.9%
齐峰新材	8.62	9.03	7.87	0.51	0.58	-0.03
yoy	8.3%	-2.6%	-20.6%	2893.4%	16.2%	-102.4%
冠豪高新	16.90	17.64	18.83	0.43	0.42	-0.15
yoy	4.0%	-3.2%	-2.7%	435.8%	172.5%	-29.1%

图：24Q3毛利率环比下降



## 一、2024年度回顾

## 二、2025年展望：消费复苏，周期向上

- 2.1 家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振
- 2.2 造纸：供需边际改善，盈利修复在即
- 2.3 轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气
- 2.4 包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补拉动
- 2.5 出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链
- 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

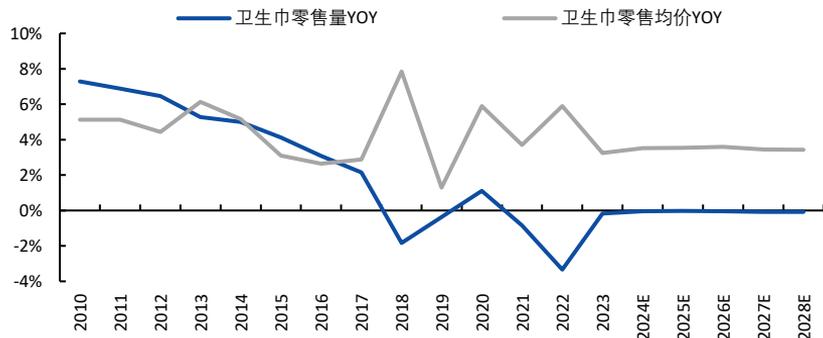
## 三、投资建议

## 四、风险因素

## 2.3.1 轻工消费：必选国货龙头崛起，产品与渠道共振

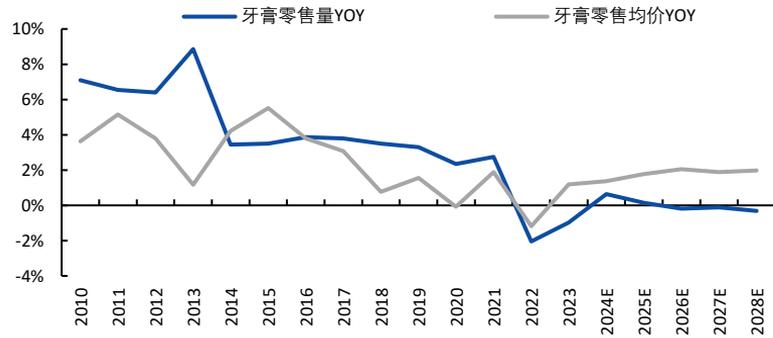
- **轻工必选消费作为刚需、消费者价格不敏感的品类，价增逻辑相对顺畅。**据欧睿，2018年-2023年卫生巾零售量、零售均价CAGR分别为-0.7%、+4%，牙膏零售量、零售均价CAGR分别为1.05%、+0.7%，预计2023-2028年卫生巾零售量、零售均价CAGR分别为-0.05%、+3.5%，牙膏零售量、零售均价CAGR分别为+0.03%、+1.8%。
- **必选消费公司近年来通过产品创新升级，出厂均价、毛利率持续提升。**2022-2023年百亚股份卫生用品出厂均价分别+6.6%、+8%，登康口腔牙膏出厂均价分别+5.4%、+2.9%。毛利率则受益于均价提升及渠道结构亦呈提升趋势。

图：我国卫生巾零售量价增速



资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

图：我国牙膏零售量价增速



资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

表：百亚股份主要产品量价、毛利率

	2019	2020	2021	2022	2023	1H24
<b>百亚股份</b>						
营业收入 (百万元)	1,149	1,251	1,463	1,612	2,144	1,532
yoy	0.0%	8.8%	17.0%	10.2%	33.0%	61.3%
毛利率	45.9%	42.7%	44.7%	45.1%	50.3%	54.4%
卫生用品销量 (万片)	241,051	288,552	335,709	346,861	427,216	
yoy		19.7%	16.3%	3.3%	23.2%	
出厂均价 (元/片)	0.48	0.43	0.44	0.46	0.50	
yoy		-9.1%	0.5%	6.6%	8.0%	

资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

表：登康口腔主要产品量价、毛利率

	2019	2020	2021	2022	2023	1H24
<b>登康口腔</b>						
牙膏收入 (百万元)	814	902	974	1,125	1,147	588
yoy	0.0%	10.8%	8.0%	15.5%	1.9%	6.6%
牙膏毛利率	44.4%	43.6%	44.0%	41.9%	45.6%	48.7%
牙膏销量 (万吨)	31,014	33,816	35,249	38,629	38,238	
yoy	0.0%	9.0%	4.2%	9.6%	-1.0%	
出厂均价 (元/吨)	2.63	2.67	2.76	2.91	3.00	
yoy	0.0%	1.6%	3.6%	5.4%	2.9%	

资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

## 2.3.1 轻工消费：必选国货龙头崛起，产品与渠道共振

- **电商助力产品升级，驱动业绩增长。**必选消费零售线上化率较高，加快产品推新与消费者触达。据欧睿，2023年卫生巾、口腔护理零售线上化率分别约30%、42%。2019年以来相关公司电商渠道亦实现快速增长，电商占比显著提升。
- **产品与渠道共振，助力国货龙头份额提升。**目前卫生巾头部品牌中除恒安国际外主要为海外品牌，疫情后百亚股份依托电商高增长实现份额提升，但全渠道份额仍约2%，向全国化品牌扩展空间较大。牙膏竞争格局中海外品牌份额近年呈下降趋势，以云南白药、薇美姿、登康口腔为代表的国货品牌份额提升相对显著。

表：百亚股份、登康口腔电商渠道增速及占比

	2019	2020	2021	2022	2023	1H24
<b>百亚股份</b>						
营业收入 (百万元)	1,149	1,251	1,463	1,612	2,144	1,532
电商 (百万元)	111	153	210	371	748	653
yoy		38.7%	36.8%	76.9%	101.5%	176.0%
电商占比	9.6%	12.3%	14.3%	23.0%	34.9%	42.6%
<b>登康口腔</b>						
营业收入 (百万元)	944	1,030	1,143	1,313	1,376	703
电商及其他 (百万元)	76	126	183	285	371	179
yoy		65.7%	45.0%	55.2%	30.3%	16.9%
电商占比	8.1%	12.3%	16.0%	21.7%	26.9%	25.5%

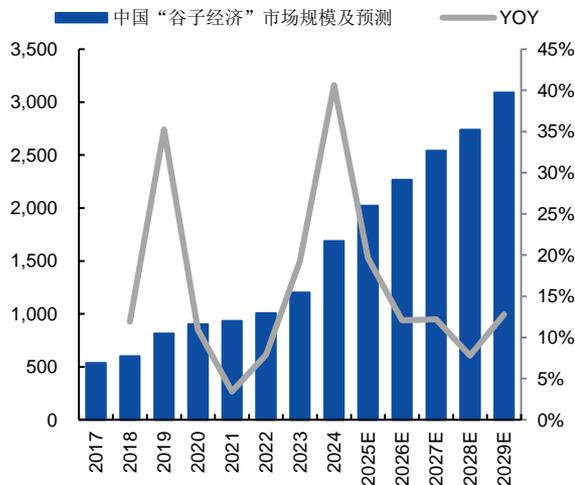
表：我国卫生巾、牙膏零售竞争格局 (单位：%)

公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	变化
<b>卫生巾</b>											
尤妮佳	7.6	8.6	9.5	10.1	10.5	11.6	12.4	12	10.5	9.8	2.2
恒安国际	11.8	11.5	11.6	12.2	11.7	11.3	10.7	9.5	9.3	9.2	-2.6
宝洁	7.1	6	5.3	5.1	5.3	5.9	5.9	6	5.6	5.4	-1.7
金佰利	2.6	2.6	2.7	2.8	3	3.4	3.6	3.7	3.9	4	1.4
景兴	3.1	3.3	2.7	3.4	3.6	3.8	3.8	3.9	3.7	3.4	0.3
<b>百亚</b>	<b>0.9</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.2</b>
花王	1.5	1.7	1.8	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3	2.1	2	0.5
丝宝	0.8	1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	0.5
洁伶	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.0
爱适瑞	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3	0.5	0.7	
稳健医疗	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
<b>牙膏</b>											
高露洁	29.2	28.8	29.6	28.9	27.7	26.5	26.9	26.5	26.6	24.9	-4.3
云南白药	14.5	16.0	16.4	17.5	17.3	17.7	19.9	21.0	21.6	21.4	6.9
宝洁	15.7	14.8	14.3	13.5	13.2	12.7	12.5	11.8	11.6	11.2	-4.5
薇美姿	2.5	4.0	5.6	6.8	7.7	7.8	7.8	8.2	8.0	7.7	5.2
<b>登康</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.7</b>	<b>6.0</b>	<b>6.6</b>	<b>6.7</b>	<b>2.4</b>
舒适达	2.7	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.3	3.6	3.7	3.9	1.2
联合利华	9.0	8.5	7.5	6.2	5.0	4.3	3.7	3.2	3.2	3.0	-6.0
狮王	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.4	1.9	2.1	2.3	3.0	2.2

## 2.3.2 轻工消费：可选IP经济高景气，情绪消费势能向上

- **轻工文娱用品加码二次元IP联名，关注“谷子经济”消费新势能。**谷子源于英文“goods”的音译，泛指二次元周边。“谷子”来自二次元文化，其是基于漫画、动画、游戏、偶像、特摄等内容IP（知识产权）而衍生出来的周边商品，包括徽章、海报、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等，产品通常是以角色为中心、体积小、重量轻、材质不算昂贵的装饰品。据艾媒咨询，2024年我国谷子经济行业规模达1689亿元，2017-2024年CAGR达17%。
- 从产业链分布看，轻工制造公司主要集中在下游产品端。若以日本动漫产业结构对比，剔除出海、日本动漫行业产品销售占比约45%，占据产业链规模的较大比重。
- 谷子主要消费者为学生等年轻人群体，与传统文具、玩具等轻工文娱产品受众接近。近年来文具、玩具公司也加大了二次元IP的引入，推出IP授权联名产品，在消费新势能下有望带动品牌、产品焕发新机。

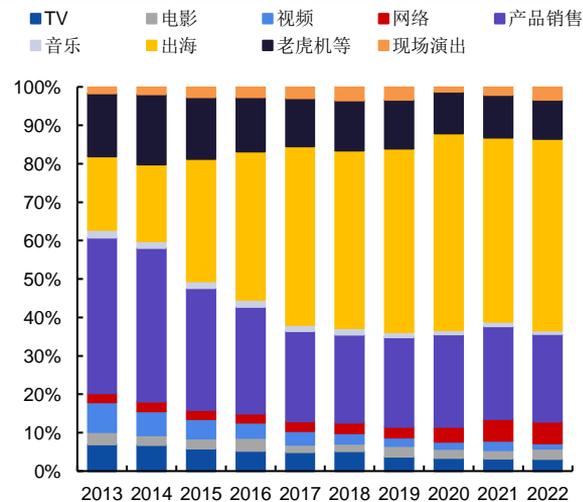
图：我国“谷子经济”市场规模



图：轻工制造-文娱用品主要属于谷子经济产业链下游产品端



图：日本动漫行业规模结构



## 2.3.2 轻工消费：可选IP经济高景气，情绪消费势能向上

- 2024年9月-10月我国体育、娱乐用品商品零售同比+6.2%/+26.7%（上年同期+10.7%/+25.7%），高基数下实现靓丽增长。且文娱体育社零2023Q4以来持续跑赢社零。
- 2023年疫情逐步放开，线下消费场景复苏，一定程度催化了重社交、重体验的文娱用品消费。二次元IP周边“谷子经济”主题得到市场关注，文娱用品板块指数自11月中旬以来涨幅显著高于沪深300。财务表现方面，轻工文娱用品板块相关公司主要从事IP授权文娱用品制造与销售。文娱用品（申万）指数营收增速与体育文娱社零存在一定相关性，等待相关公司基本面验证。

图：2023年以来我国文娱用品社零表现较好



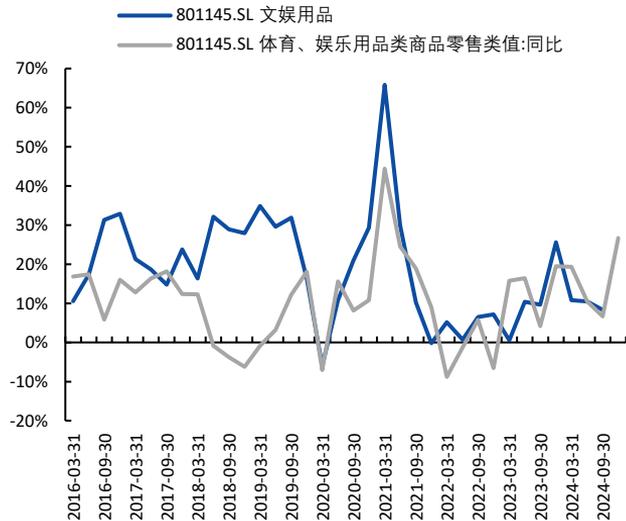
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：11月中旬以来文娱用品（申万）指数涨幅显著



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：文娱用品指数营收增速与体育文娱社零存在一定相关性



资料来源：iFind，华福证券研究所

## 一、2024年度回顾

## 二、2025年展望：消费复苏，周期向上

- 2.1 家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振
- 2.2 造纸：供需边际改善，盈利修复在即
- 2.3 轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气
- 2.4 包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补拉动
- 2.5 出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链
- 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

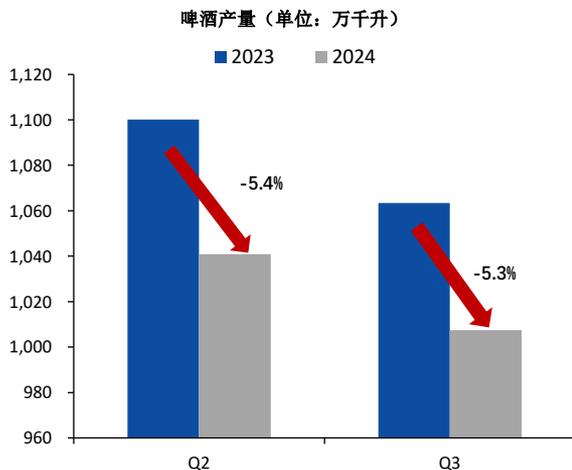
## 三、投资建议

## 四、风险因素

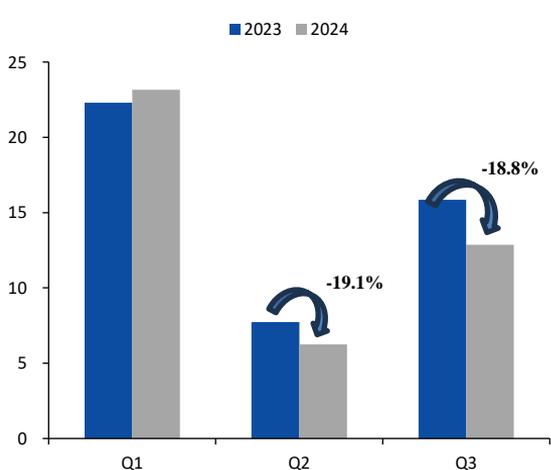
## 2.4.1 金属包装：啤酒、植物蛋白类需求偏弱，静待25年需求修复

- 金属包装需求与宏观经济、消费意愿等相关度较强，分产品来看：
  - 三片罐：功能饮料等新兴赛道表现稳健，传统植物蛋白饮料增速回落。**2024年需求端功能饮料表现稳健，传统植物蛋白饮料增速下滑，根据ifind，养元饮品Q2-Q3营收增速同比分别下滑19.1%/18.8%。展望2025年我们认为以天丝红牛、东鹏特饮等功能饮料仍能保持稳定增速，而传统植物蛋白需求修复需要时间，同时从罐型上，建议关注食品罐、异型罐等新罐型带来的增量（售价、盈利能力较高）。
  - 二片罐：需求端啤酒旺季不旺，**根据ifind，24Q2~Q3啤酒产量均同比下滑5个点。展望2025年在多重消费政策刺激下，啤酒消费量有望回升，且若二片罐行业整合持续推进，头部话语权集中也将利好罐价提升。

图：24年受消费意愿、天气等因素影响，啤酒“旺季不旺”



图：养元饮品24Q2-Q3营收同比双位数下滑



图：收入端增速放缓或下滑，盈利表现分化

	营收（亿元）及增速			归母（百万元）及增速		
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
奥瑞金	35.51	36.54	36.51	279.34	269.16	212.62
yoy	6.0%	-3.1%	1.9%	32.7%	6.5%	-12.5%
昇兴股份	16.76	15.45	17.74	121.67	111.93	110.08
yoy	9.1%	-14.5%	-3.0%	128.0%	7.0%	-6.3%
宝钢包装	19.82	20.19	21.60	55.86	37.53	63.56
yoy	12.6%	-0.5%	6.5%	-8.9%	-43.1%	-15.1%
嘉美包装	7.27	6.50	7.03	47.99	9.38	16.87
yoy	-8.8%	2.4%	-9.4%	101.5%	176.5%	-46.7%

资料来源：ifind，国家统计局，华福证券研究所

资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

资料来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

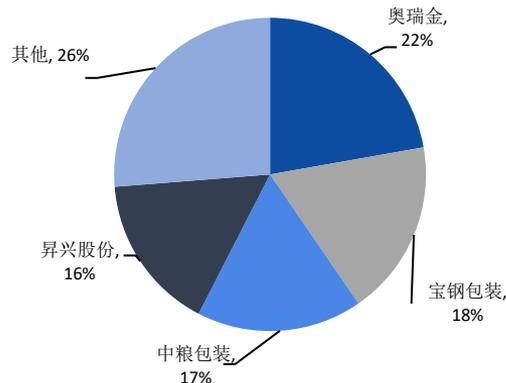
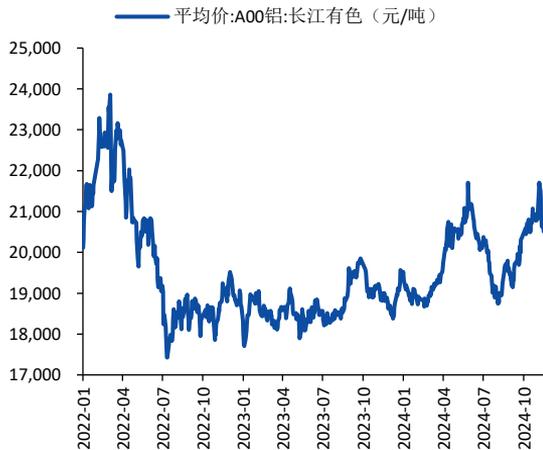
## 2.4.1 金属包装：三片、二片盈利分化，关注行业整合进程

- **三片罐**：年初至今马口铁价格震荡走弱，利好盈利增厚；我们认为25年马口铁价格仍将保持稳健，三片罐盈利波动性较小，业绩确定性强。
- **二片罐**：2024年铝价波动较大，由于价格调整有所滞后，二片罐企业未能及时覆盖成本增幅，整体盈利承压明显。展望25年，我们判断铝价或长期走强，若行业整合完毕，看好调价机制得到进一步优化，成本传导更加顺畅。另外，建议关注二片罐海外产能建设，以昇兴股份为例，其海外毛利率普遍较国内高出10-20pct，外销占比提升也将带动二片罐盈利增长。
- **关注行业整合进程**：根据奥瑞金公告，2025年1月8日，奥瑞金子公司华瑞凤泉作为要约人，已经就2.86亿股中粮包装股份收到本次交易项下要约的有效接纳，约占中粮包装已发行股份的25.68%。即截至1月8日，公司持有中粮包装股权已达50.11%，完成控股。另外本次要约所有条件已获达成，要约在各方面成为无条件，后续要约将维持可供接纳至少14日。奥瑞金和中粮包装本身有一定协同性，后续若收购成功，有利于二片罐市场格局改善、盈利修复。

图：铝价波动较大，二片罐成本阶段性承压

图：马口铁价格震荡走弱，利好三片罐盈利增厚

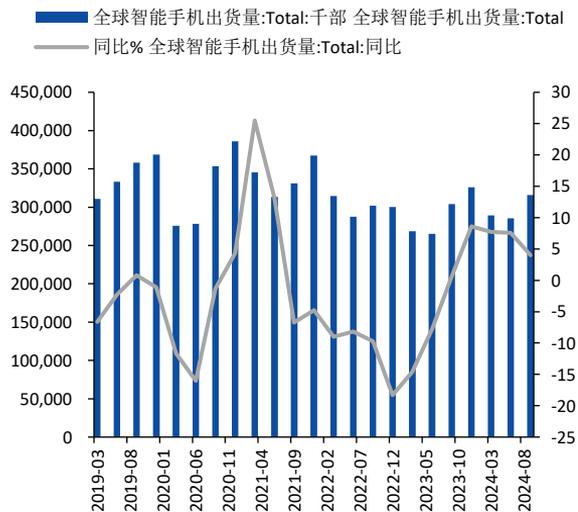
图：2022年二片罐产能竞争格局



## 2.4.2 纸包装：关注消费电子国补以及AI换机趋势

- **AI换机+国补政策下3C需求持续回暖。**根据ifind数据，全球智能手机出货量已经连续五个季度同比增长，24Q3出货量3.2亿台，同比+4.01%，随着更多人工智能案例和解决方案被开发和采用，AI赋能下有望促进消费电子产品换新潮。11月起，部分地区手机/平板/电脑等被新纳入国补支持范围。如江苏省3C产品补贴标准为“产品成交价格的15%，最高优惠1500元”，贵州省宣布将3000元以下的国产手机、平板电脑等纳入以旧换新支持范围，按发票金额的20%给予一次性补贴、单件补贴不超过600元。未来如果更多地区3C产品纳入国补，叠加AI换机趋势，消费电子包装需求有望逐步回升。
- **原料价格处于近五年低点，成本压力不大。**3C纸包装主要原材料为白卡纸、牛卡等，根据卓创资讯，11月我国白卡纸均价为4158元/吨，同比-16.2%，为2019年以来最低水平。纸包装企业成本压力减弱，进一步增厚盈利。

图：全球智能手机出货量连续五个季度转正



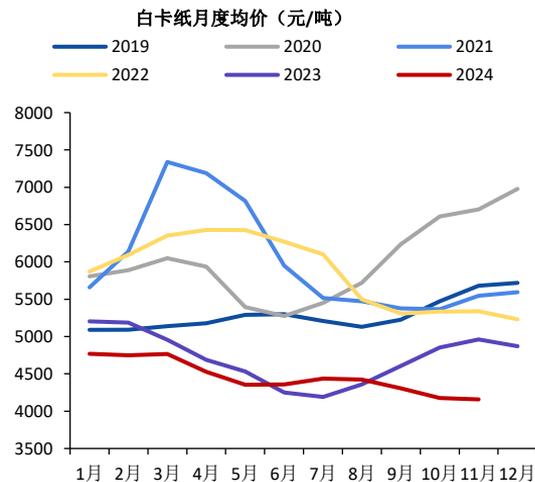
资料来源：ifind，华福证券研究所

图：江苏国补活动新增3C数码产品



资料来源：南京消费发布，华福证券研究所

图：当前白卡纸纸价处于近五年来低位



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

## 一、2024年度回顾

## 二、2025年展望：消费复苏，周期向上

- 2.1 家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振
- 2.2 造纸：供需边际改善，盈利修复在即
- 2.3 轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气
- 2.4 包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补拉动
- 2.5 出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链
- 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

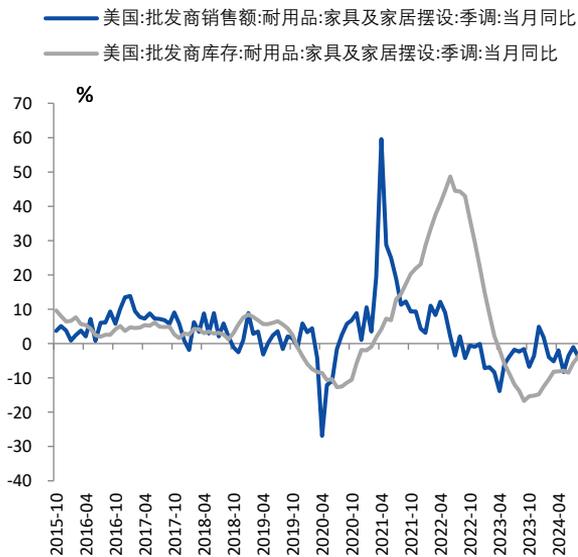
## 三、投资建议

## 四、风险因素

## 2.5.1 出口链：24年需求端偏弱、美家具建材被动补库

- **2024年美国家具、建材批发商以被动补库为主。**2024年美国家具、建材批发商销售额增速仍处在同比下降区间，家具库存降幅同比显著收窄、建材库存同比增速转正。由于高利率环境下美国地产链需求相对仍较疲软，批发商或仍以被动补库为主。相较于家具、建材，美国耐用品总体批发商销售额、库存额同比增速同步上行，为主动补库，主要为机电等其他耐用品带动。
- 若2025年美国地产链需求修复，家具、建材批发商仍有从被动补库进一步向主动补库的优化空间，从而对美国地产链相关的轻工出口公司的需求形成持续支撑。

图：家具被动补库



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：建材被动补库



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：耐用品总体主动补库

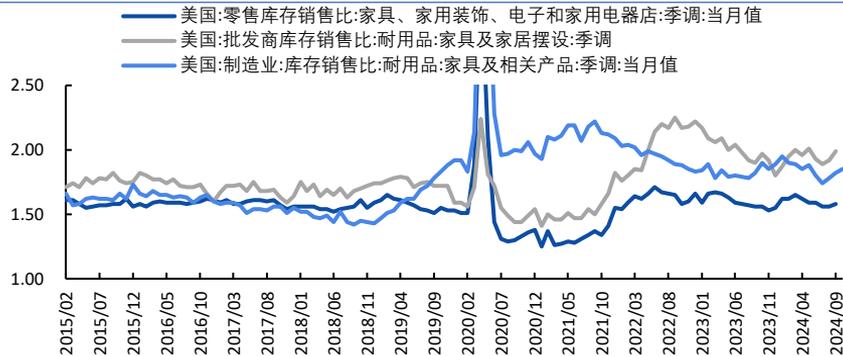


资料来源：iFind，华福证券研究所

## 2.5.1 出口链：25年美国地产链需求有望迎来修复

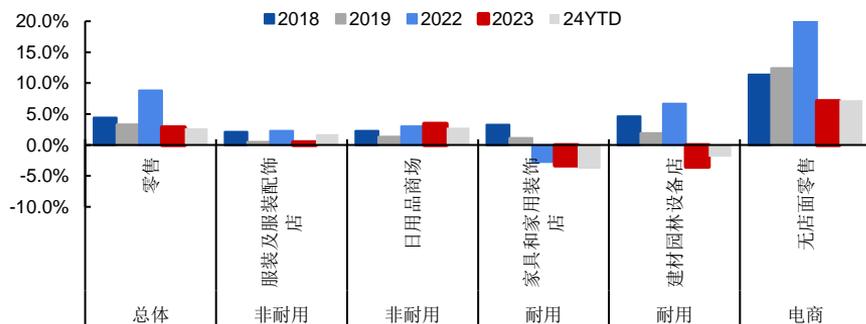
- 2024年美国成屋销售仍有下滑，家具建材店零售承压。受制于高利率，2024年美国成屋销售持续疲软。家具建材店作为地产链，零售额同比增速连续2-3年承压，美国家具建材相关上市公司2024年营收表现也偏弱。2025年随着美国降息预期逐步落地，地产链需求存在改善空间。

图：美国家具零售商库销比回归正常，而批发商、制造商库销比仍偏高



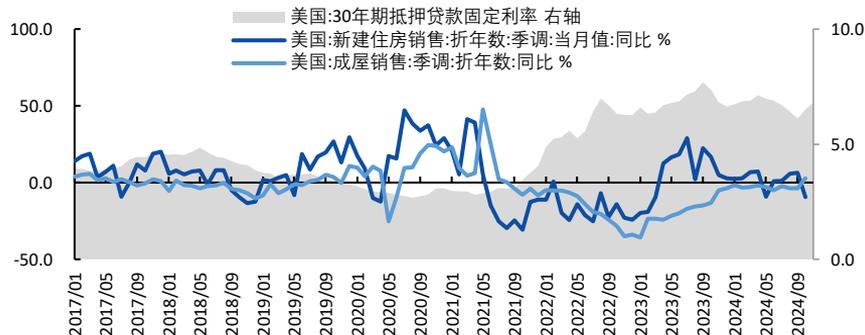
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：24YTD美国家具建材零售额同比连续2-3年承压



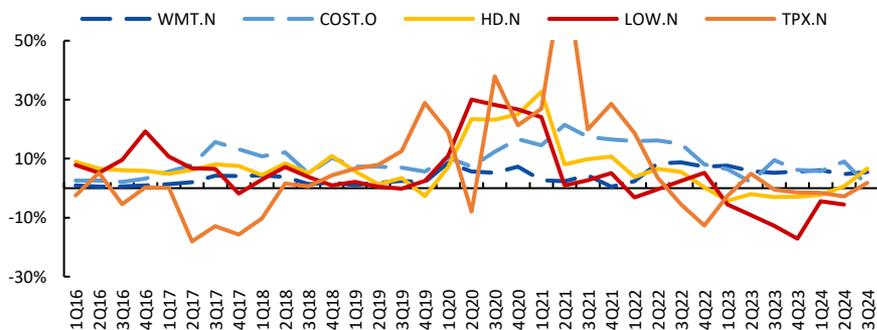
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：高利率压制美国成屋需求至低位，25年利率环境预期改善



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：美国地产链、家居零售公司24年营收表现也偏弱

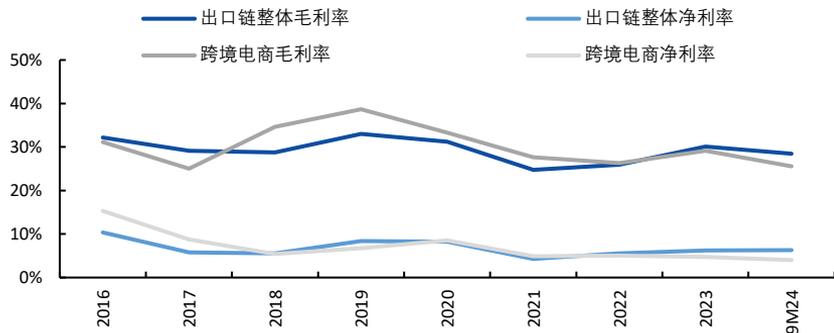


资料来源：iFind，华福证券研究所

## 2.5.2 出口链：盈利端，25年跨境电商盈利改善空间较大

- 受益于美元汇率维持高位、主要原材料价格稳定，2024年1-9月轻工出口链公司整体盈利能力持续处在较高的水平。而由于2024年上半年海运运费超季节性大幅上涨，2024年1-9月轻工跨境电商盈利表现弱于整体。在海运费预期平稳下，2025年跨境电商盈利改善空间相对更大。

图：2024年出口链整体盈利水平仍处相对高位，跨境电商受海运费上涨盈利较弱



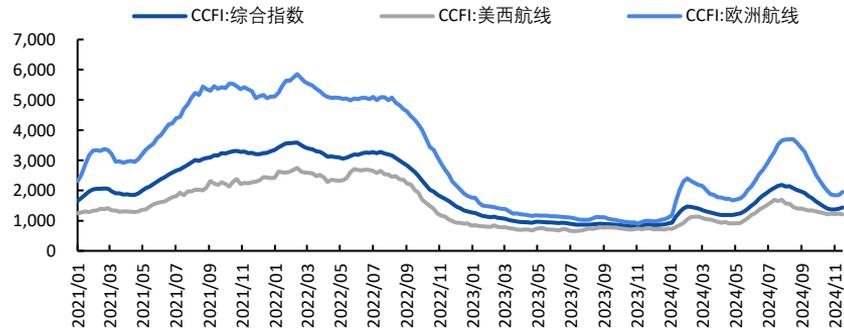
资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所（跨境电商：致欧科技、恒林股份）

图：美元汇率处于高位，支撑出口企业盈利



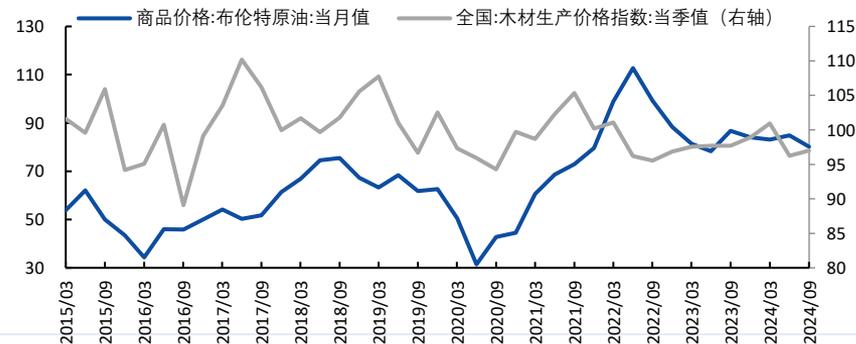
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：1H24海运费超预期上涨，造成一定成本、节奏扰动



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：2024年主要原材料价格平稳，对盈利影响有限



资料来源：iFind，华福证券研究所

## 2.5.3 出口链：建议关注关税抗压、具备个股增长逻辑标的

- 出口链25年对美出口仍有关税担忧，经过2018年关税冲击，目前轻工出口链多数公司海外产能布局已相对完善。我们认为，海外产能布局完善、自身盈利能力强的出口企业相对抗压，建议关注需求预期复苏的美国地产链相关匠心家居、新渠道新客户新产品共驱的永艺股份、以及盈利改善确定性较大的跨境电商龙头致欧科技。

表：主要出口公司估值表、海外产能布局情况

股票代码	公司名称	总市值	PE			净利润 (亿元)			净利润增速			净利率		海外产能布局
		亿元	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023	9M24		
603661	恒林股份	41	8.7	6.8	2.6	4.8	6.1	-26.6%	81.0%	27.7%	3.4%	3.5%	目前公司对美业务已大部分实现在越南生产出货	
603600	永艺股份	38	11.7	9.6	3.0	3.3	4.0	-11.1%	10.0%	22.8%	8.6%	6.8%	公司位于国内、越南和罗马尼亚的三大生产基地可以协同满足客户全球采购需求，有效规避贸易摩擦风险，进一步提高竞争优势	
300729	乐歌股份	51	11.8	10.2	6.3	4.4	5.0	189.7%	-31.3%	15.5%	16.2%	6.7%	公司通过和主要海外仓客户交流了解，超过70%的客户已经拥有通过东南亚等中国以外出口货物的能力，且此类客户的订单占比高于2015年起投资建设越南生产基地并于2016年底投产，目前实现了国内核心制造，海外外围制造的模式	
002615	哈尔斯	35	11.2	9.7	2.5	3.1	3.6	21.3%	25.5%	15.6%	10.3%	9.5%	目前泰国项目一期已经建成投产，二期项目处于建设中	
301004	嘉益股份	113	15.7	13.0	4.7	7.2	8.7	73.6%	53.3%	20.8%	26.6%	26.7%	越南年产1,350万只不锈钢真空保温杯生产建设项目	
001206	依依股份	35	18.8	16.0	1.0	1.8	2.2	-31.4%	78.6%	17.7%	7.7%	11.5%	-	
001222	源飞宠物	32	20.9	18.2	1.3	1.6	1.8	-20.5%	23.1%	15.0%	14.7%	15.2%	柬埔寨有两个生产基地，分别是以宠物食品为主的柬埔寨爱淘和以宠物用品为主的柬埔寨莱德。孟加拉和国内的工厂正在建设当中	
001238	浙江正特	29	45.6	28.6	0.2	0.6	1.0	-71.4%	277.3%	59.2%	1.0%	3.2%	户外用品行业在东南亚的发展尚未形成完整、成熟的产业链	
605080	浙江自然	38	20.7	15.4	1.3	1.8	2.5	-38.6%	38.9%	35.1%	15.6%	20.8%	越南大自然户外用品生产基地、柬埔寨美御塑胶科技的新增产能，谋求SUP等水上用品、防水箱包、保温箱品类更高的市场占有率	
605099	共创草坪	80	15.5	13.0	4.3	5.1	6.1	-3.5%	19.1%	18.9%	17.5%	17.4%	越南工厂主要是向国内具有关税差异的地区供货，例如美国、欧盟等国家和地区，关税差异不明显的地区订单则优先安排在国内工厂生产。目前越南工厂的产能利用率在90%以上	
603610	麒盛科技	38	20.2	16.9	2.1	1.9	2.2	625.2%	-8.7%	19.5%	6.6%	6.8%	公司目前在国内、越南及墨西哥均有生产基地	
301061	匠心家居	99	18.6	15.4	4.1	5.3	6.4	21.8%	30.6%	20.6%	21.2%	23.3%	公司已经有了有效且可靠的越南生产基地，我们完全能满足各个客户目前的需求	
603992	松霖科技	74	16.4	13.5	3.5	4.5	5.4	34.9%	27.3%	21.4%	13.1%	14.6%	年初已正式开启越南生产基地的建设工作，旨在有效应对潜在的关税风险。	
603408	建霖家居	56	10.8	9.3	4.2	5.2	6.0	-7.3%	21.7%	16.4%	9.8%	10.5%	泰国生产基地全产品线布建，经过五年有序运营，生产效率趋于国内基地制造水平，目前已做好三期扩产的土地储备。墨西哥基地预计最快明年可以开始出货	
301376	致欧科技	74	18.3	13.3	4.1	4.0	5.5	65.1%	-2.3%	37.2%	6.8%	4.8%	2024年，公司计划将东南亚地区对美出货比例提高至20%左右，降低关税成本对产品竞争力的影响	
301193	家联科技	31	22.6	18.2	0.5	1.4	1.7	-74.7%	204.0%	24.3%	1.6%	3.5%	2023年公司在泰国投资建设生产基地，积极布局海外产能，已完全具备相应的生产、供应能力	

## 一、2024年度回顾

## 二、2025年展望：消费复苏，周期向上

- 2.1 家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振
- 2.2 造纸：供需边际改善，盈利修复在即
- 2.3 轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气
- 2.4 包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补拉动
- 2.5 出口链：自下而上盈利为王，关注美国地产链
- 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

## 三、投资建议

## 四、风险因素

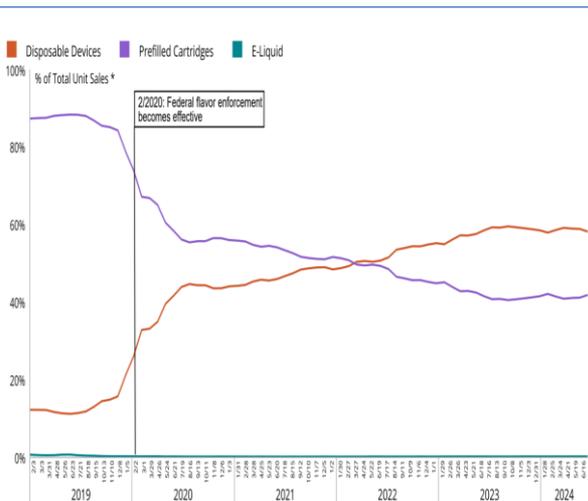
## 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

- **24年美国对合规电子烟产品口味限制或有所放宽，英国25年将禁止一次性电子烟。** 美国：2023年FDA向多款知名电子烟薄荷醇口味产品颁布MDO，但2024年6月FDA首次授予NJOY薄荷醇味电子烟MGO，正在重新审核或法律流程的薄荷醇产品或也有望重新获批。同时，FDA撤回此前对JUUL的拒绝销售令并开启重新审核。目前美国监管核心矛盾或转为以一次性为主的“非法市场”，此次JUUL的重新审核或意味着监管对换弹式品牌更加“宽容”。英国：英国议会计划于25年6月禁止一次性电子烟，或也将催化市场产品结构向换弹式转换。
- **截止6月美国口味一次性电子烟市场占比近60%，关注合规产品份额修复。** 据CDC，截止2024年6月美国一次性电子烟销售比例达约60%，而大部分一次性电子烟为口味产品，换弹式产品口味则主要为薄荷醇、烟草口味。随着近期FDA执法力度加强、合规口味边际放松，合规产品的份额存在较大的修复空间。

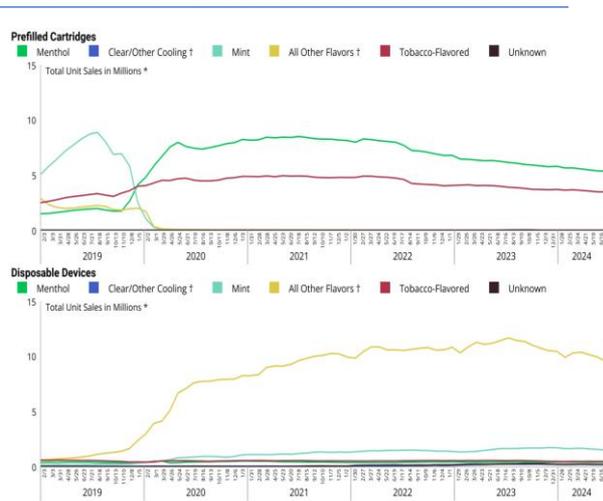
表：2020-2024年美国及欧洲电子烟监管重要事件汇总

日期	产品	概要
<b>美国</b>		
2024年7月	Vuse Alto烟草味	MGO (允许销售令)
2024年6月	NJOY薄荷醇味	MGO (允许销售令)
2024年6月	JUUL产品	撤回MDO, 重新考察
2023年10月	Vuse Alto薄荷醇及混合莓果味	MDO (拒绝销售令)
2023年3月	Vuse Solo薄荷醇味	MDO (拒绝销售令)
2022年10月	Logic薄荷醇味	MDO (拒绝销售令)
2022年6月	JUUL产品	MDO (拒绝销售令)
2022年6月	NJOY Daily烟草味	MGO (允许销售令)
2022年5月	Vuse Ciro、Vuse Vibe烟草味	MGO (允许销售令)
2020年1月	特朗普政府宣布在全美范围内对水果、糖果、薄荷和甜点口味的电子烟销售禁令，保护家庭与儿童	
<b>英国</b>		
英国议会计划从2025年6月1日起全面禁止一次性电子烟产品的销售		

图：截止24年6月，美国电子烟调查样本产品结构



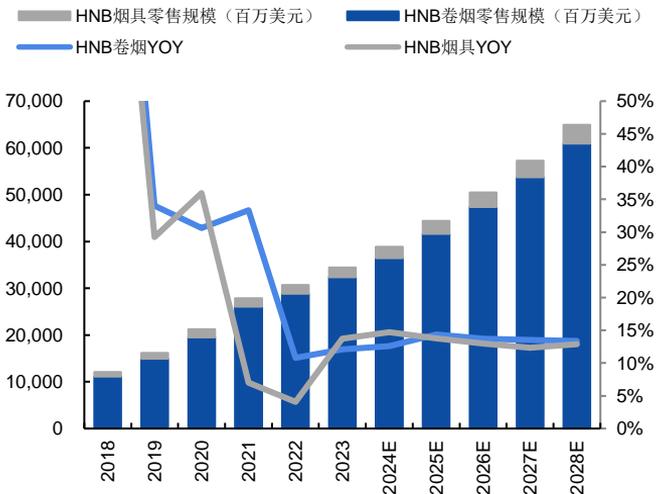
图：截止24年6月，美国电子烟调查样本分产品口味结构



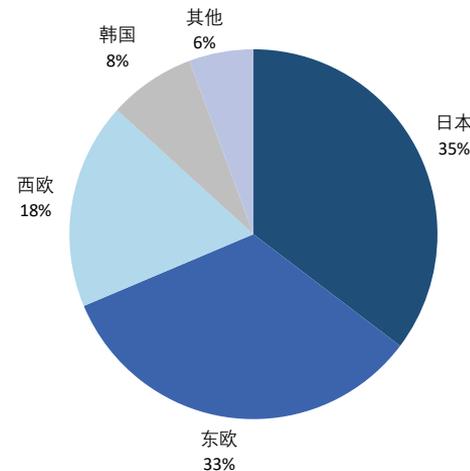
## 2.6 新型烟草：欧美监管边际向好，关注HNB新品

- **全球HNB行业景气较高，关注25年英美烟草HNB新品表现。**据欧睿，2023年全球HNB卷烟/烟具零售规模分别约323亿美元/21亿美元，预计2024-2028年全球HNB卷烟/烟具零售规模CAGR分别为13.7%/13%，行业处于较高景气增长期。受限於各国监管政策差异，目前HNB产品主要销售市场为欧洲及日韩。目前全球HNB市场主要参与者主要为国际烟草巨头，菲莫国际、英美烟草、日本烟草、韩国烟草分别占据全球HNB卷烟销量份额的71%、16%、6%、3.6%。
- 2024年12月，英美烟草中高端HNB产品Glo Hilo在塞尔维亚试销，配合新型设备新型烟草棒virto和rivo同步引入，英美烟草通过HNB产品的技术改进与设计优化力求在与菲莫国际竞争中获取更大市场份额。思摩尔国际作为英美烟草电子烟制造的主要合作商，期待其在HNB领域与英美烟草继续深入合作。

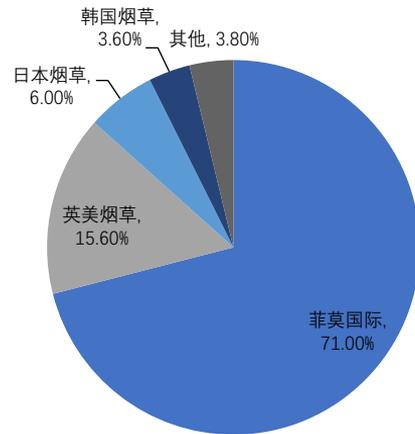
图：全球HNB卷烟/烟具分国家行业规模及预测



图：2023年HNB卷烟消费量分地区占比



图：2023年全球HNB卷烟竞争格局



## 一、2024年度回顾：

## 二、2025年不确定因素正在修正

## 三、投资建议

- 3.1 欧派家居：龙头逆境彰显盈利强稳定性，关注大家居突围
- 3.2 慕思股份：赛道优品牌好，改革效能释放正当时
- 3.3 太阳纸业：经营稳健，林浆纸一体化助力穿越周期
- 3.4 晨光股份：文创龙头主业精耕，关注九木&出海
- 3.5 裕同科技：消费电子需求持续修复，成本优势领先
- 3.6 奥瑞金：多元布局促成长，关注行业整合效能释放

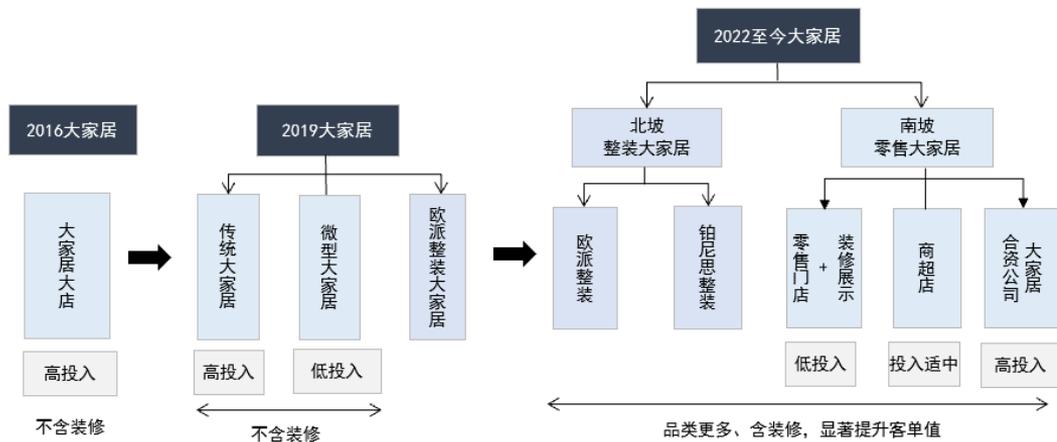
## 四、风险因素

- **2025年看好家居&造纸顺周期复苏，关注消费新动能、新型烟草、包装、出口**
- **家居：四年周期底部，看好需求格局估值共振。**我们认为，随着行业首迎国补以及地产销售好转，25年竣工预期对家居的压制将逐步弱化，看好行业趋势向上，优选内需为主&盈利稳定的家居企业。推荐定制龙头欧派家居，龙头逆境彰显盈利强稳定性，关注大家居突围；及软体龙头慕思股份，赛道优品牌好，改革效能释放正当时。
- **造纸：供需边际改善，盈利修复在即。**浆价自7月以来开始回落，造纸板块成本压力将于24Q4逐步缓解，展望25年，我们判断25年阔叶浆供应宽松，浆价向上空间有限，在供求边际改善背景下，造纸板块盈利有望迎来修复，各公司业绩弹性将取决于细分纸种的供需与自身成本优势。推荐太阳纸业，经营稳健，林浆纸一体化助力穿越周期。
- **轻工消费：必选国货龙头崛起，可选情绪消费景气。**1) 必选消费价增逻辑相对顺畅，国货龙头产品升级、渠道拓展、份额提升可期，推荐主业精耕、新业务及出海持续拓展的文创龙头晨光股份。2) “谷子经济”掀起情绪消费新动能，轻工文娱用品公司积极布局二次元IP联名产品，关注相关公司品牌、产品发展新机以及基本面验证。
- **包装：金属包装整合推进，纸包装关注3C国补&AI换机趋势。**金属包装关注奥瑞金收购中粮进程，集中度进一步提升后有助于行业整体盈利修复，推荐奥瑞金。纸包装关注消费电子国补带动以及AI换机趋势，推荐裕同科技。

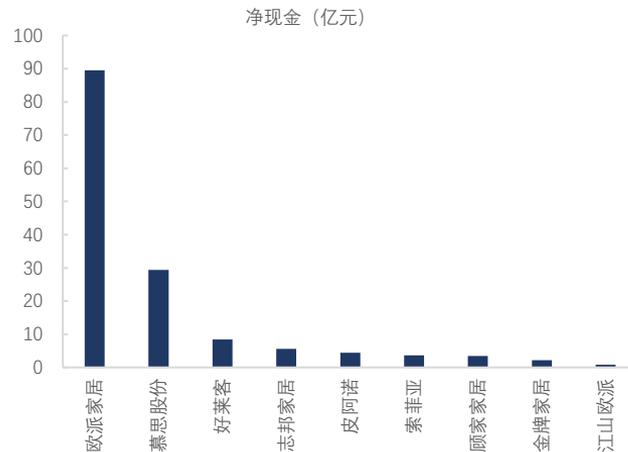
### 3.1 欧派家居：龙头逆境彰显盈利强稳定性，关注大家居突围

- **24年盈利能力逆境稳定。**前三季度公司实现营收138.79亿元，同比-16.2%，实现归母净利20.31 亿元，同比-12.1%，前三季度净利率14.66%，同比+0.76pct。单Q3营收同比-21.2%，归母净利同比-11.6%，单Q3毛利率40.4%，同比+2.7pct，净利率19.7%，同比+2.18pct。
- **大家居战略深化，组织体系改革成效可期。**公司狼性文化人性化，内部团队和渠道执行力强，持续引领商业模式变革。2023年以来进行了渠道和营销体系管理改革、五大生产基地抢单改革、大供应链改革等多项改革调整，将品类为中心的经营模式重构为以城市为中心的经营模式，从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配，让各个基地的生产和产品供应更加市场化，提升供应链管理效率。
- **在手现金充足护航股东回报。**截至1H24，公司在手净现金90亿，承诺未来3年固定分红金额15亿元，稳定股东回报、彰显发展信心。

图：欧派大家居模式演进



图：欧派家居在手净现金充足-1H24



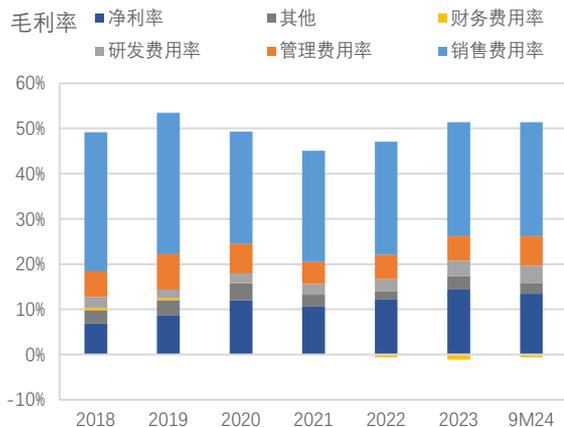
资料来源：公司公告，公司官网，经济观察网，华福证券研究所

注：净现金=货币资金+交易性金融资产+相关定期存款-有息负债  
资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

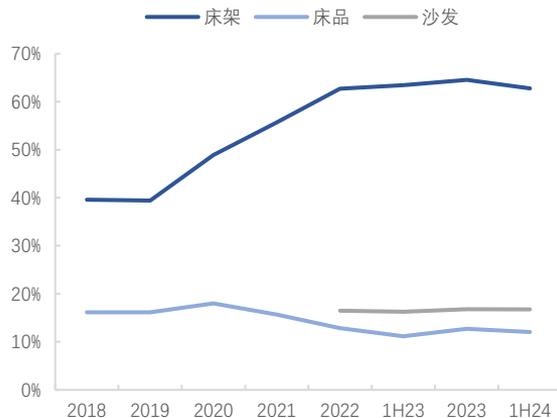
## 3.2 慕思股份：赛道优品牌好，改革效能释放正当时

- **中高端床垫龙头赛道优，国补逻辑顺畅。**“慕思”品牌形象深入人心，床垫行业具备渗透率、更换频率、集中度共同提升的逻辑。Q4以来家居国补推进，床垫由于更换相对便利、相较于其他家具品类更容易激发增量需求，合规经营的头部企业有望率先受益。
- **与市场不同的观点：市场聚焦公司客单值提升，但我们认为公司近两年阿尔法不在于持续做大客单值，而在于强品牌背书下的客户群体拓宽。**我们认为，与其他家居公司不同的是，床垫作为装修次序靠后的品类、且慕思品牌定位中高端，在近年国内消费环境偏弱的背景下，公司难以实现客单值的跃升；而慕思品牌优、渠道强，具备客群拓宽的良好基础。
- **盈利能力稳定，业务结构变化预计影响可控。**近年公司虽然低毛利品类连带率持续提升，但同时得益于业务结构优化、规模效应释放、加强控费等，净利率影响不大。我们假设未来床架连带率升至1（金额计，23年0.65）、床品连带率保持过去3年平均水平、沙发升至0.3（23年0.17），各品类毛利率水平保持23年不变，测算对应综合毛利率约降1.4pct（23年50.3%），预计未来公司整体净利率仍将保持较好水平。

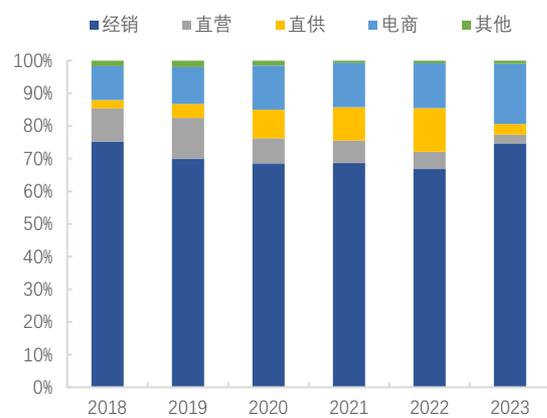
图：慕思股份毛利率消耗分解



图：慕思床垫对各品类连带率-金额计



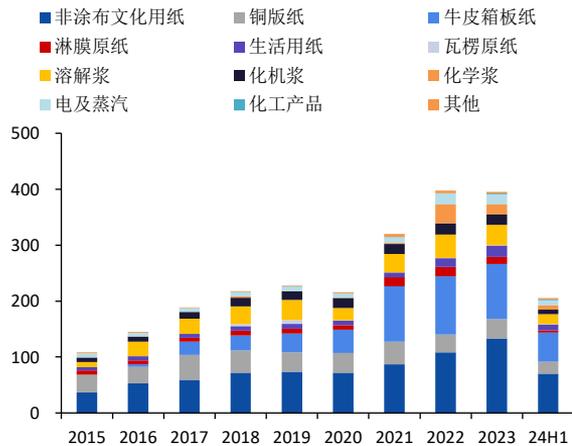
图：慕思电商24年前三季度电商占比约20%



### 3.3 太阳纸业：经营稳健，林浆纸一体化助力穿越周期

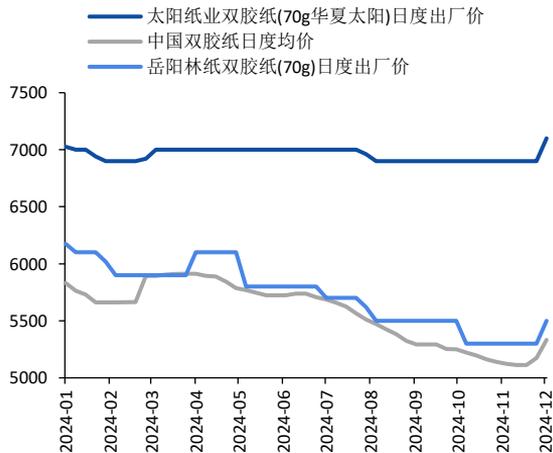
- **景气度向上改善，长期原料构筑壁垒。** 1) 文化纸：需求相对刚性，供需边际改善，纸价及行业盈利预期底部向上反弹，头部文化纸企业扩产相对有序，大厂凭借供应链、服务和品质优势提升集中度，2) 箱板瓦楞纸：政策刺激下纸价企稳回升，24年进口纸冲击减弱，公司积极布局替代性原材料，稳固高端市场份额，盈利能力领跑行业。3) 溶解浆：我们预计溶解浆后续暂无大规模新增产能规划，预计未来供需相对平衡，公司溶解浆可灵活转产化学浆，为长期原料稳定性提供支柱。4) 木片：长期来看，我国林木资源紧缺，木片价格上行，太阳老挝基地林地资源丰富，公司掌握前端资源优势，有望持续与小企业拉开差距，强者恒强。
- **综合竞争优势铸就公司护城河。** 公司产品质量稳定，文化纸产品享有市场溢价。林浆纸一体化布局及精细化管理帮助公司实现降本增效，前瞻性逆势投资使得公司产能快速提升，规模效益显著；产品溢价叠加成本优势，公司的盈利能力领先于行业整体。进一步考虑到向上游延伸给予了公司熨平周期波动的能力，业绩有望持续增长，此外随着木片、生物质新材料等绿色能源自给率逐步提升，低碳优势将在未来显现。

图：太阳纸业产品矩阵多元



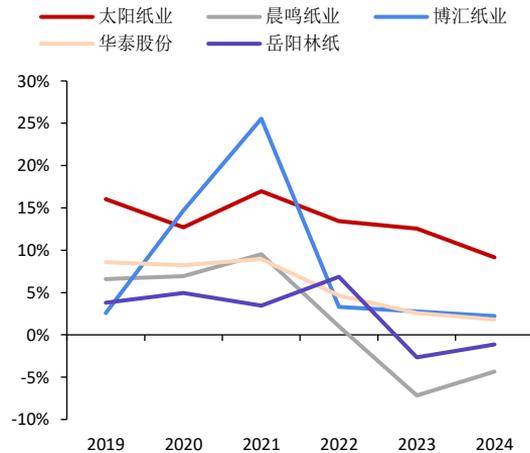
资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图：太阳文化纸享有一定市场溢价



资料来源：卓创资讯，华福证券研究所

图：太阳纸业ROE表现领先于行业

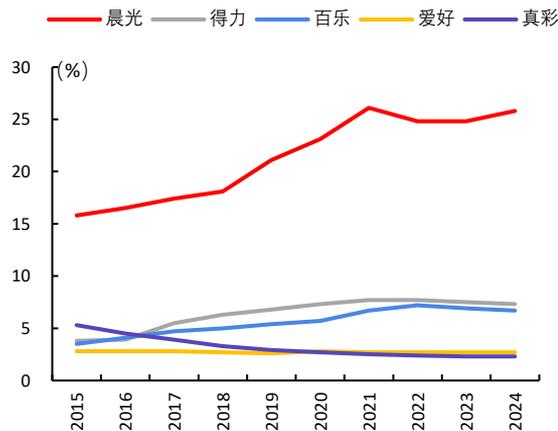


资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

## 3.4 晨光股份：文创龙头主业精耕，关注九木&出海

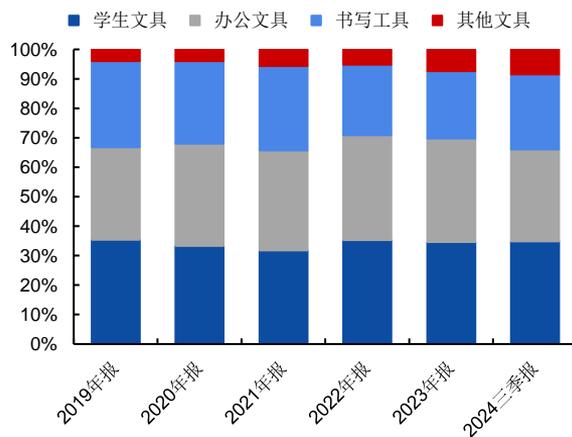
- **传统核心渠道与产品精进，聚焦产品力和零售服务能力。**①产品方面，据欧睿，2024年晨光书写工具零售份额预期将达25.8%，同比+1pct，公司书写工具市占率维持领先，聚焦经典产品挖潜，盘活终端销售；新品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献，并推动爆款打造。②渠道方面，近年来，线下公司聚焦重点终端、单店提质、有效单品上柜、数字化工具等举措挖掘增量，调整新品的全年规划和上新节奏由2次到4次；线上红利积极拥抱，直营+分销、多店铺+旗舰店、多平台运营推进。
- **新业务稳步发展，关注文创零售大店九木杂物社与品牌出海。**公司新业务经过多年聚焦发展，营收占比已过半。①办公直销科力普在规模扩张基础上持续优化供应链提升服务效率，期待盈利能力继续释放。②九木杂物社作为公司品牌与产品升级的桥头堡，继续保持合理开店速度，通过IP联名、特色文创产品盘活终端客流与销售，助力品牌年轻化。③海外业务发展可期，随着未来公司在海外的产品、品牌和渠道开发能力不断提高，有望为长期发展再添增量。

图：我国书写工具竞争格局



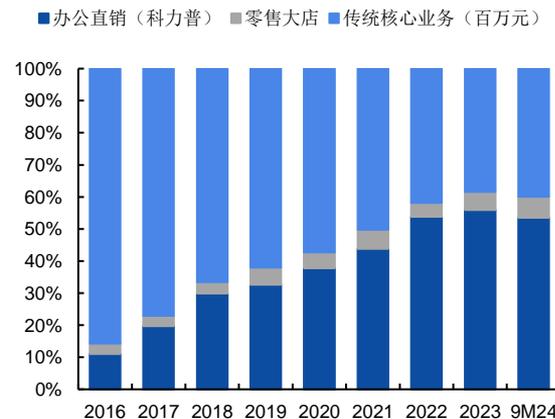
资料来源：Euromonitor，华福证券研究所

图：晨光股份产品结构-剔除办公直销



资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图：晨光股份分业务营收结构



资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

## 3.5 裕同科技：纸包龙头关注需求复苏，盈利预期企稳&高股息

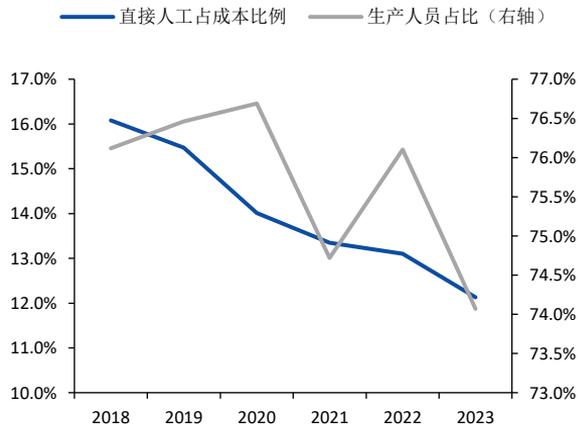
- **大包装战略下多极驱动，国补利好消费电子包装，收入预期稳健扩张。** 2024年以来消费电子需求持续改善，据ifind，3Q24全球智能手机销量同比增长4%，连续5个季度保持正增长，有望带动公司3C包装需求回升；
- **盈利预期企稳：成本压力可控、资本开支减少、智能工厂提效。** 1) 原材料成本压力可控，主要原材料为白卡纸，价格目前为近五年低位。2) 资本开支优化：预计未来公司新建工厂速度将有所放缓、海外综合订单情况优先考虑轻资产租赁模式，资本开支有望逐步降低。3) 效率提升，智能工厂降低人工成本，公司直接人工占成本比重从2019年的15.5%降至2023年的12.1%，降幅为3.3pct。
- **分红稳定，凸显长期投资价值。** 公司2018年以来每年分红比例保持在20%以上，2023年分红比例提升至60.3%。2023年12月28日，公司发布《关于提高公司2023年度至2025年度现金分红比例的公告》，若公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，2023年度至2025年度，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于母公司股东净利润的60%。

图：24年连续三季度智能手机出货量（亿台）



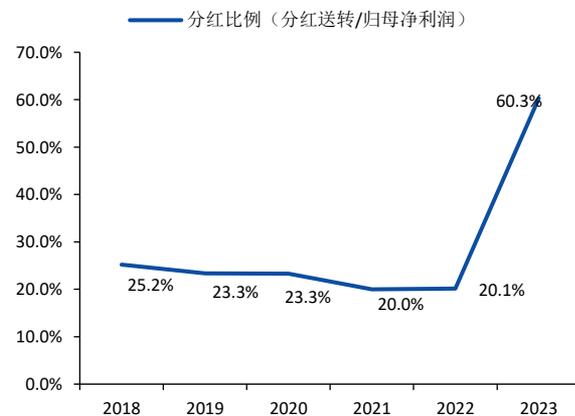
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：公司人工成本占比持续下降



资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图：2023年公司分红比例达60.3%



资料来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

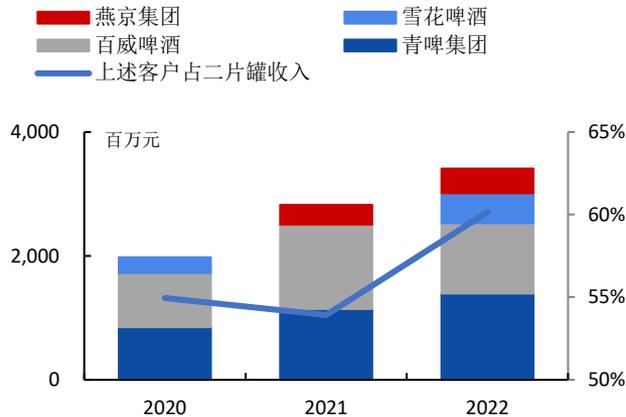
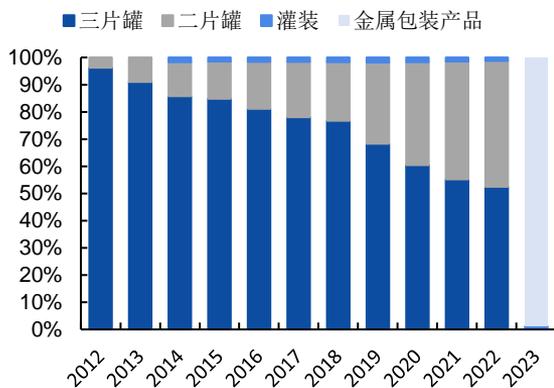
## 3.6 奥瑞金：多元布局促成长，关注行业整合效能释放

- 金属包装领军企业，一体化布局打造制造、服务、创新优势。** 三片罐：2022年三片罐行业CR3达66%，公司约占27%，且业内主要饮料公司与供应商紧密合作、格局稳定，公司多年深度合作优质客户中国红牛，通过战略合作绑定双方利益，确保公司三片罐业务规模稳步扩张、盈利领先同行。同时积极拓宽客户与区域结构，已扩展多个植物蛋白饮料罐、食品罐、奶粉罐、炮弹罐、碗罐客户，并于21年完成澳洲Jamstrong收购，积累海外本地化运营经验。二片罐：对标海外发达国家，我国啤酒罐化率持续提升是二片罐行业增长的主要驱动。23年行业资本开支有所下降，新增产能以海外及客户配套为主，行业逐步进入有序扩张。近期行业整合预期升温，龙头的议价权及行业整体盈利能力或存整体改善空间。公司客户包括青啤、百威、雪花、燕京、百事可乐、可口可乐、等头部企业，近年来主要啤酒客户占公司二片罐营收比重逐步扩大。
- 奥瑞金控股中粮包装，二者具备协同性，利于二片罐市场格局改善、盈利修复。** 中长期看，参考北美金属包装龙头波尔、皇冠整合（毛利率15-20%，CR2超过70%），国内二片罐盈利弹性释放空间可观。期待整合后行业头部议价能力的提升，原料波动传导更顺畅。长期对标海外，我国金属包装毛利率有望逐步恢复到12-15%（较当前提升6-9pct），净利率恢复至5-7%。

图：公司主要产品结构

图：公司二片罐主要客户

图：公司为头部功能饮料提供罐体



功能性饮料品牌	品牌份额	罐型	罐体供应商
中国红牛	51%	三片罐	奥瑞金
东鹏特饮	14%	三片罐	奥瑞金
乐虎	7%	两片罐、三片罐	昇兴股份、奥瑞金等
战马	3%	两片罐	奥瑞金
泰国红牛	3%	三片罐	昇兴股份、嘉美包装

- 一、2024年度回顾：
- 二、2025年不确定因素正在修正
- 三、投资建议
- 四、风险因素

- **宏观经济环境波动风险：**轻工板块受国内外经济环境影响较大，出口型企业外销占比较高、对全球经济环境依赖度较高，内销型企业需求受国内经济复苏进程影响大，若国内外经济环境出现大幅波动，轻工板块企业收入及利润或将受到较大影响，提示宏观经济环境波动风险。
- **原材料大幅波动风险：**造纸、可选消费、包装行业原材料为木浆、原纸、五金等，原料成本占比较大，若原材料价格大幅波动，将显著影响盈利情况；
- **国补拉动效果不及预期。**若本轮政策对家装家居消费需求的刺激效果不及预期，则可能对板块业绩拉动效果产生影响，也可能对相关政策后续的延续性存在影响。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

