



Research and
Development Center

轻工制造 2025 年度策略报告：布局低位顺 周期，重视稀缺成长

轻工制造

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锺

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

新消费行业首席分析师

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

轻工制造 2025 年度策略报告：布局低位顺周期，重视稀缺成长

2025 年 01 月 14 日

本期内容提要：

- 当前阶段 A 股市场依然更偏向政策、成长、主题风格，价值标的若有回撤建议积极配置，我们预计低估值策略依然会在明年占据主导，其中红利策略预计仍会奏效，景气成长估值中枢有望提升。轻工板块配置方向，**1、低位顺周期：家居大于造纸，2、稀缺景气成长&份额提升消费个股，3、全球资源配置能力突出的出海个股，4、稳健红利资产。**
- **家居：地产压力弱化、产业链重构、以旧换新驱动复苏。**地产周期磨底，关注二手房回暖&地产政策加码；线性预测下，我们预计 25-26 年行业仍处调整期，27 年有望企稳转正。2023-2024 年行业格局持续改变，渠道分散化、产业链业务一体化趋势体现，龙头积极渠道转型，持续打磨内功。伴随国补政策落地，龙头有望受益于行业总量增长+价格修正+格局改善；根据我们测算，若家居补贴金额达 200 亿/300 亿、龙头全年有望实现正增长/双位数以上增长。建议关注更新需求占比较高的顾家家居、敏华控股、喜临门、慕思股份、好太太、瑞尔特等，以旧换新执行层面领先的欧派家居、索菲亚等，成长周期向上的志邦家居、金牌家居等，海外国内共振改善的曲美家居。
- **造纸：周期底部，资源为王。**全球木片供给收缩，需求受下游纸浆投产预计持续提升，木片资源偏紧或将成为常态，中长期支撑浆价底部抬升。24 年纸浆供需错配、高开低走；25 年全球降息、需求有望企稳，叠加新增商品浆产能有限，供需或将基本平衡，价格有望温和上涨。成品纸方面，短期竞争格局温和改善、纸价温和反弹；中期箱板/瓦楞供需关系有望缓和、预计价格中枢稳定向上，浆纸系供需压力仍存、龙头凭借林浆纸一体化有望持续扩大竞争优势。1) 大宗纸：建议关注底层利润夯实向上的太阳纸业，关注玖龙纸业、山鹰国际、博汇纸业、岳阳林纸、晨鸣纸业等。2) 特种纸：建议关注产品多元、抗周期能力优异，成长动能充沛的仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸，关注冠豪高新、恒达新材、齐峰新材等。
- **消费：把握稀缺景气成长、份额提升消费个股。**顺周期政策发力，传统消费有望企稳复苏；结构性变化中悦己消费逐步兴起，消费者对情感消费、智能化、大健康等方面需求快速增长，潮玩、谷子、宠物等悦己赛道蓬勃发展。看好份额提升方向，卫生巾、牙膏、宠物食品和婴童护理国产品牌依托优质产品&细致渠道把控&精准营销实现份额跃升。建议关注传统消费复苏可期的公牛集团、晨光股份，结构性成长的百亚股份、登康口腔、雅迪控股、爱玛科技、明月镜片、乖宝宠物、思摩尔国际、康耐特光学、九号公司、博士眼镜、润本股份、中宠股份、倍加洁、佩蒂股份、豪悦护理、齐心集团等。

- **出口：订单延续向好，全球供应格局重塑。**短期来看，出口业绩兑现确定性较高，25年海外终端需求稳健、补库需求可期，我们预计有能力上修业绩预期或成长逻辑强化的公司估值仍有上行空间。逆全球化周期中个股估值预计分化，依托高效率全球供应链布局以及品牌出海，中国制造份额延续全球提升的公司，估值中枢预计提升。优质标的回调建议关注，其中**永艺股份、匠心家居、共创草坪**等海外布局充分，**嘉益股份、哈尔斯、致欧科技、恒林股份**等海外布局提升，**西大门、依依股份、玉马遮阳、浩洋股份、天振股份、英派斯、英科再生**等结构成长。
- **包装：金属包装整合在即，裕同科技&永新股份稳健红利。**1) 金属包装：两片罐行业资本开支&盈利能力处周期低位，行业整合有望催化格局改善；预计短期盈利仍受下游需求弱势影响，中期产业协同有望带动盈利中枢提升。2) 纸包装：伴随以旧换新全国覆盖面增加，3C包装产业有望受益；**裕同科技**短期各项业务延续稳健增长，中期3C新品周期+以旧换新拉动回暖，长期海外布局深化、数智化能力提升、业务边界扩张等均有望驱动公司份额提升。3) 塑料包装：**永新股份**下游行业&客户多元化，伴随消费需求逐步改善、高分红属性强化。建议关注**永新股份、裕同科技、宝钢包装、昇兴股份、奥瑞金、新巨丰、嘉美包装**等。
- **新型烟草：政策展望积极，产品加速迭代，核心供应商受益。**烟草龙头持续加码新型烟草赛道，产品矩阵拓宽，加速产品形态/技术路径迭代&覆盖区域持续扩张（BAT推出HNB升级系列Glo Hilo；PMI预计IQOS ILUMA 25H2有望拿到FDA授权）、未来增速预计更优，龙头品牌/制造商份额有望持续提升。建议关注深度绑定全球大客户&技术壁垒深厚，多元业务矩阵有望持续贡献增量的**思摩尔国际**，深度绑定全球HNB龙头**菲莫国际**、供应地位升级的**盈趣科技**。
- **风险因素：**国内&海外消费复苏不及预期，全球贸易摩擦加剧，地产销售复苏低于预期，原材料价格大幅波动，新型烟草政策风险。

目录

前情：国内政策扩张、居民消费较弱，海外需求乐观、全球供应重构	9
股价复盘：板块估值低位，基金重仓环比下行	11
1 家居：地产压力弱化、产业链重构、以旧换新驱动复苏	13
1.1 地产：新房竣工延续承压，关注二手房回暖&地产政策加码	13
1.2 市场规模：线性预测下 25-26 年仍处调整期，27 年有望企稳转正	15
1.3 格局变化：渠道分散化、业务一体化	16
1.4 公司层面：Q1-3 压力逐季放大，Q4 国补拉动回暖；25 年国补预计延续，乐观情形下龙头稳健增长	19
1.4.1 经营情况：经营压力显著，渠道收缩、盈利下滑	19
1.4.2 国补专题：总量驱动+价格修正+格局改善	21
1.5 投资建议	24
2 造纸：周期底部，资源为王	24
2.1 木片供给收缩、需求提升，价格预计中枢向上	24
2.1.1 供给端：全球林木资源收缩，木片供应稳中偏降	24
2.1.2 需求端：中国贡献主要增量，全球贸易量持续提升	25
2.2 纸浆：短期底部盘整，中期供需平衡	29
2.3 造纸：盈利筑底、供需分化，原料布局为核心竞争力	32
2.4 投资建议	36
3 消费：把握稀缺景气成长、份额提升消费个股	37
3.1 份额提升：百亚、登康、乖宝、润本成长逻辑再梳理	37
3.2 情绪消费：潮玩、谷子、宠物	43
3.3 稳健成长：公牛、晨光	49
3.4 科技革命：智能眼镜	51
3.5 上游包装：永新&裕同稳健红利，金属包装行业整合在即	52
3.6 新型烟草：政策展望积极，产品加速迭代，核心供应商受益	56
3.7 投资建议	60
4 出口：订单延续向好，全球供应格局重塑	61
4.1 海外需求企稳，美国地产复苏有望驱动家居回暖	61
4.2 补库逻辑持续演绎	63
4.3 制造转型，品牌出海	64
4.4 关税影响有限，全球制造格局重构	66
4.5 投资建议	71
5 红利：稳健成长，分红提升	71

图目录

图 1：全球基准利率（%）	9
图 2：美国房屋销售量及售价中位数同比增速	9
图 3：各国 GDP 同比增速预测（%）	9
图 4：我国 PPI、MI 同比增速	10
图 5：我国城镇居民人均可支配收入累计同比增速	10
图 6：我国城镇居民当期及未来收入信心指数	10
图 7：我国城镇居民购房及大额商品占支出意愿比重	10
图 8：商品住宅累计销售面积及同比增速	10
图 9：我国一线城市二手住宅销售价格指数环比增速	10
图 10：轻工制造板块股价走势 VS 大盘股价走势	11
图 11：轻工制造各子板块股价走势	11
图 12：轻工各板块市盈率	12
图 13：造纸板块基金重仓持股市值（亿元）	12
图 14：家居板块基金重仓持股市值（亿元）	12
图 15：包装板块基金重仓持股市值（亿元）	13
图 16：文娱板块基金重仓持股市值（亿元）	13

图 17: 单月地产投资及同比 (亿元)	13
图 18: 单月房屋新开工面积及同比 (万平方米)	13
图 19: 单月房屋竣工面积及同比 (万平方米)	14
图 20: 单月商品房销售面积及同比 (万平方米)	14
图 21: 2024 年中央层面地产政策汇总	14
图 22: 2024 年 1-10 月部分城市二手房/新房销售套数比例	15
图 23: 二手房出售挂牌价/量指数	15
图 24: 潜在装修市场规模测算	16
图 25: 2023 年不同能级城市家庭装修房屋类型占比	16
图 26: 装修房屋类型占比	16
图 27: 精装改造需求调研	17
图 28: 二手旧房空间改造需求	17
图 29: 二手旧房改造家具各品类换新需求	17
图 30: 床垫使用年限	17
图 31: 不同能级城市家装消费者装修方式选择偏好	17
图 32: 家居产品信息了解渠道 TOP5	17
图 33: 家居行业增长驱动拆解	18
图 34: 家居服务产业链拆解	18
图 35: 2023 年有家装需求的消费者选择偏好	19
图 36: 不同装修模式对比	19
图 37: 贝壳家装业务收入及增速 (亿元)	19
图 38: 家居公司与家装公司主要的四种合作模式	19
图 39: 家居亏损企业数量比例	20
图 40: 传统家居龙头营业收入及增速 (百万元)	20
图 41: 定制家居公司零售单店收入对比	20
图 42: 软体家居公司零售单店收入对比	20
图 43: 重点智能家居公司收入&利润及增速 (百万元)	21
图 44: 重点家居公司盈利能力	21
图 45: 各地家居补贴政策梳理 (不完全统计)	22
图 46: 2025 年行业层面拉动测算	24
图 47: 2025 年公司层面拉动测算	24
图 48: 全球森林面积逐年下降	25
图 49: 2020 年全球森林面积按国家分布 (%)	25
图 50: 全球原木分薪材/工业用途	25
图 51: 2011-2022 年全球木片生产量及同比增速 (亿立方米, %)	25
图 52: 2022 年全球木片生产量按区域分布 (%)	25
图 53: 全球木片消费量按区域及国家分布 (百万立方米)	26
图 54: 原木价格与家具/木浆价格拟合	26
图 55: 2022 年全球木片进口量按国家分布 (%)	27
图 56: 2022 年全球木片出口量按国家分布 (%)	27
图 57: 全球木片贸易量及同比增速 (百万立方米, %)	27
图 58: 全球木片贸易量占生产量比重呈上升趋势	27
图 59: 商品浆投产表	27
图 60: 国内自制浆投产表	28
图 61: ABARES 预测全球主要地区木片供需情况	28
图 62: 亚太森博预测全球阔叶木片供需及价格	28

图 63: 全球及主要国家木片供需缺口测算 (百万立方米)	28
图 64: 2016-2024 年浆价走势	29
图 65: 欧洲木浆需求量 (万吨)	30
图 66: 欧洲港口木浆库存量	30
图 67: W20 纸浆出货量分国别梳理	30
图 68: W20 纸浆出货量分种类梳理	30
图 69: 中国纸浆进口量 (千吨)	30
图 70: 国内港口木浆库存梳理 (千吨)	30
图 71: Suzano 木浆生产吨成本走势 (巴西雷亚尔/吨)	31
图 72: 全球不同地区木浆成本对比	31
图 73: 国内木片采购价格 (元/吨)	31
图 74: 单吨制浆成本拆解 (元/吨)	31
图 75: 纸价跟踪 (元/吨)	32
图 76: 造纸库存&PPI&扩张周期判断	32
图 78: 各纸种供需情况	34
图 79: 特种纸分品类供需梳理	35
图 80: 箱板纸进口量及增速 (万吨)	35
图 81: 瓦楞纸进口量及增速 (万吨)	35
图 82: 废纸系开工率	36
图 83: 浆纸系开工率	36
图 84: 产能梳理 (万吨)	36
图 85: 盈利预测 (亿元)	37
图 86: 我国卫生巾市场规模及增速 (亿元)	38
图 87: 我国牙膏市场规模及增速 (亿元)	38
图 88: 我国宠物食品市场规模及增速 (亿元)	38
图 89: 我国婴童护理市场规模及增速 (亿元)	38
图 90: 卫生巾行业量价增长拆分	39
图 91: 牙膏行业量价增长拆分	39
图 92: 宠物食品行业量价增长拆分	39
图 93: 婴童护理行业量价增长拆分	39
图 94: 我国卫生巾行业品牌集中度	40
图 95: 我国牙膏行业品牌集中度	40
图 96: 我国宠物食品行业品牌集中度	40
图 97: 我国婴童护理行业品牌集中度	40
图 98: 日本市场各行业对比	40
图 99: 我国卫生巾、牙膏、宠物食品、婴童护理行业对比	41
图 100: 各公司业务结构对比一图看 (2023 年)	42
图 101: 各公司盈利能力及销售费用率对比	42
图 102: 日本消费社会发展历程	43
图 103: 日本年轻人消费观比例	43
图 104: 日本居民对精神富足和物质富足的选择比例	43
图 105: 日本不同类型家庭占比	44
图 106: 中国不同类型家庭占比	44
图 107: 日本居民各类活动每日平均花费时间 (小时)	44
图 108: 日本 2023 年御宅市场调查	44
图 109: 日本人对 IP 商品功能的认知 (2004 年)	45

图 110: 日本 IP 产业相关市场规模 (亿日元)	45
图 111: 24 年双十一期间“快乐消费”占比	45
图 112: “快乐消费”品类 TOP	45
图 113: 淘宝天猫 2024“双 11 年度玩具大赏”榜单	46
图 114: 中国玩具、潮玩市场规模及增速 (亿元)	46
图 115: 潮玩细分产品形态占比及变化	46
图 116: 中国泛二次元周边、谷子经济市场规模及增速 (亿元)	47
图 117: 2023 年谷子经济产品消费结构	47
图 118: 2023-2024 年宠主年龄分布	47
图 119: 中国高价格带宠物主食、零食增速 (普通膨化粮 20-60 元/kg, 普通猫条 10-20 元/100g)	47
图 120: 2024H1 泡泡玛特分 IP 收入及增速 (亿元)	48
图 121: 2024H1 泡泡玛特分区域、分渠道收入及增速 (亿元)	48
图 122: 2024H1 泡泡玛特分品类收入占比	48
图 123: Lisa 与 Labubu	48
图 124: 天猫 2024 年双十一宠物食品榜单	48
图 125: 抖音、京东 2024 年双十一宠物食品榜单	48
图 126: wanpy 顽皮重磅新品 100%鲜肉粮	49
图 127: Toptrees 领先与甄嬛传 IP 联名	49
图 128: 狗零食均价对比 (元/kg)	49
图 129: 狗主粮均价对比 (元/kg)	49
图 130: 公牛轨道插座零售价超 200 元, 显著高于传统产品	50
图 131: 公牛持续拓宽产品矩阵, 2024H1 推出电动工具	50
图 132: 沐光品牌无主灯效果图	50
图 133: 马来西亚转换器销量排名靠前的均为白牌	50
图 134: 2024 年现象级 AI 眼镜产品 Meta Rayben	51
图 135: 重点智能眼镜产品梳理	51
图 136: 国内两片罐行业供需平衡表测算 (亿罐)	53
图 137: 金属包装企业在建工程 (亿元)	53
图 138: 金属包装企业资本支出/折旧摊销	53
图 139: 宝钢包装二片罐毛利率及单价	54
图 140: 奥瑞金二片罐毛利率及单价	54
图 141: 铝锭价格 (元/吨)	54
图 142: 永新股份彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)	55
图 143: 永新股份薄膜业务收入、增速及毛利率 (亿元)	55
图 144: 宏裕包材彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)	55
图 145: 苹果包装供应商名单, 裕同份额稳定	56
图 146: 苹果包装供应商生产设施数量及分布 (处)	56
图 147: 全球新型烟草分品类规模 (亿美元)	56
图 148: PMI 核心数据拆解	57
图 149: BAT 核心数据拆解	57
图 150: 日本烟草核心数据拆解	57
图 151: 帝国烟草核心数据拆解	59
图 152: 四大烟草龙头新型烟草收入占比对比	59
图 153: 2023 年全球 HNB 市占率梳理	59
图 154: 部分国家对一次性产品政策梳理	59
图 155: 全球 HNB 烟具量价拆分 (亿美元, 亿支)	60

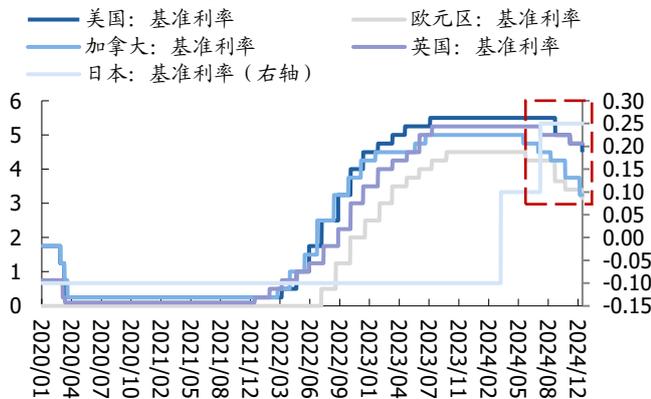
图 156: 盈利预测 (亿元)	60
图 157: 美国降息&地产周期复盘.....	61
图 158: 家居零售&批发额与成屋销量拟合.....	61
图 159: 家居零售&批发额与新房销量拟合.....	61
图 160: 美国地产&出口分品类数据拟合	62
图 161: 不同国家 PMI 表现.....	63
图 162: 不同国家 CPI 表现	63
图 163: 美国家居零售商/批发商库销比.....	63
图 164: 主要海外公司收入&库存梳理	64
图 165: 轻工分品类数据梳理 (各品类出口金额, 亿元)	64
图 166: 品牌出海公司梳理	65
图 167: 轻工出口公司海外基地梳理	66
图 168: 不同经济体制造业增加值同比增速	67
图 169: 分国别看不同技术含量制造业份额变化趋势	68
图 170: 不同地区成本要素拆分, 墨西哥主要费用高于亚洲各国	69
图 171: 不同品类美国进口国别份额变化.....	70
图 172: 盈利预测 (亿元)	71
图 173: 板块高分红公司梳理	72

前情：国内政策扩张、居民消费较弱，海外需求乐观、全球供应重构

全球经济总体稳定，美国经济依然乐观。2024 年全球进入流动性周期，欧洲降息领先、美国延续平稳降息。根据 IMF 预计，2025 年全球经济增速 3.2%、与 2024 年持平；其中，上修美国经济预测（美国房地产市场逐步企稳复苏），同时下修欧元区和新兴经济体经济预测。

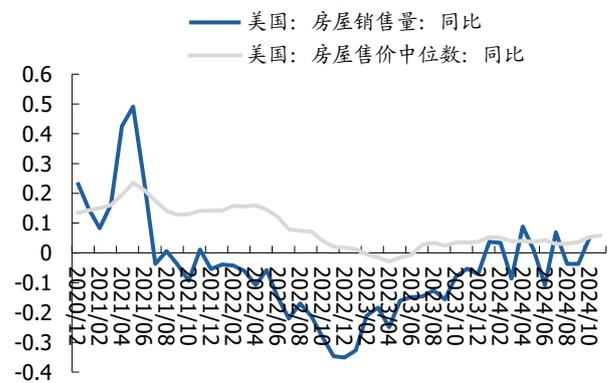
贸易摩擦放大，优质企业有望进一步强化全球配置。特朗普上台加速逆全球化进程，考虑中国在全球的供应链优势，预计中国通过转口贸易、海外供应链布局等措施，国内出口的回落或较为缓慢，部分优质企业将进一步强化全球资源配置能力。

图 1：全球基准利率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：美国房屋销售量及房价中位数同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

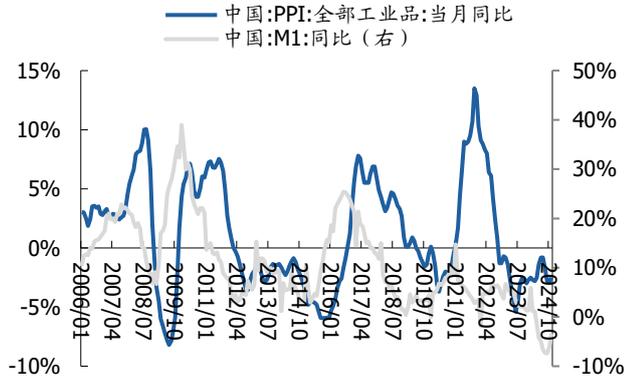
图 3：各国 GDP 同比增速预测（%）

地区	2024年			2025年		
	2024.10预测	2024.7预测	最新预测修改幅度	2024.10预测	2024.7预测	最新预测修改幅度
世界	3.2	3.2	0.0	3.2	3.3	-0.1
发达经济体	1.8	1.7	0.1	1.8	1.8	0.0
美国	2.8	2.6	0.2	2.2	1.9	0.3
欧元区	0.8	0.9	-0.1	1.2	1.5	-0.3
德国	0.0	0.2	-0.2	0.8	1.3	-0.5
法国	1.1	0.9	0.2	1.1	1.3	-0.2
意大利	0.7	0.7	0.0	0.8	0.9	-0.1
西班牙	2.9	2.4	0.5	2.1	2.1	0.0
日本	0.3	0.7	-0.4	1.1	1.0	0.1
英国	1.1	0.7	0.4	1.5	1.5	0.0
加拿大	1.3	1.3	0.0	2.4	2.4	0.0
其他	2.1	2.0	0.1	2.2	2.2	0.0
新兴市场和发展中国家	4.2	4.3	-0.1	4.2	4.3	-0.1
亚洲	5.3	5.4	-0.1	5.0	5.1	-0.1
中国	4.8	5.0	-0.2	4.5	4.5	0.0
印度	7.0	7.0	0.0	6.5	6.5	0.0
东盟五国	4.5	4.5	0.0	4.5	4.6	-0.1
欧洲	3.2	3.2	0.0	2.2	2.6	-0.4
俄罗斯	3.6	3.2	0.4	1.3	1.5	-0.2
拉美	2.1	1.9	0.2	2.5	2.7	-0.2
巴西	3.0	2.1	0.9	2.2	2.4	-0.2
墨西哥	1.5	2.2	-0.7	1.3	1.6	-0.3
中东和中亚	2.4	2.4	0.0	3.9	4.0	-0.1
沙特	1.5	1.7	-0.2	4.6	4.7	-0.1
撒哈拉以南非洲	3.6	3.7	-0.1	4.2	4.1	0.1
尼日利亚	2.9	3.1	-0.2	3.2	3.0	0.2
南非	1.1	0.9	0.2	1.5	1.2	0.3
新兴市场中等收入经济体	4.2	4.2	0.0	4.2	4.2	0.0
低收入发展中国家	4.0	4.4	-0.4	4.7	5.3	-0.6

资料来源：IMF《世界经济展望》，信达证券研发中心（注：东盟五国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国）

复苏道阻且长、重点关注政策发力方向。外部环境不确定性上升、房地产市场延续下滑、居民收入水平下降、企业盈利能力下滑，内需依然延续弱势运行。中央强调“大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求”，预计明年以旧换新补贴力度有望加大、其中家居是补贴预期差较大的方向，同时补贴有可能延伸至服务消费。中央强调“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，新政后部分热点城市地产销售保持较高热度、但全国总体仍承压，我们认为后续依然依赖于地产政策在供给侧、需求侧、库存消化等环节持续发力；此外，政策重点提及城中村和危旧房改造，后续货币化安置有望超预期。

图 4：我国 PPI、MI 同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：我国城镇居民人均可支配收入累计同比增速



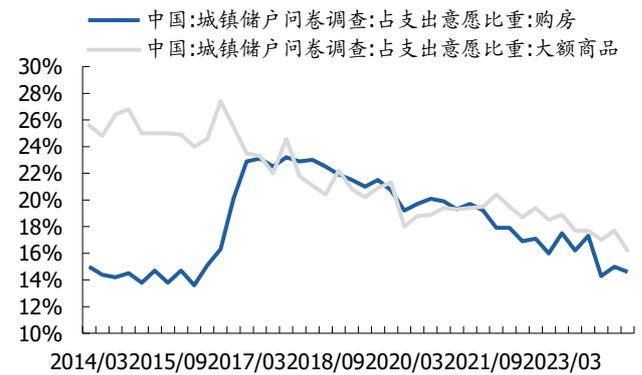
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：我国城镇居民当期及未来收入信心指数



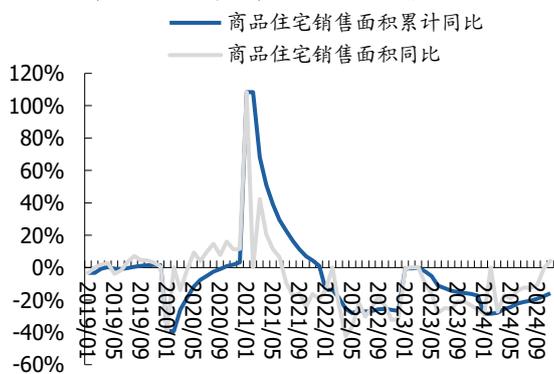
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：我国城镇居民购房及大额商品占支出意愿比重



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：商品住宅累计销售面积及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：我国一线城市二手住宅销售价格指数环比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

结合以上、当前阶段 A 股市场依然更偏向政策、成长、主题风格，价值标的若有回撤建议积极配置，我们预计低

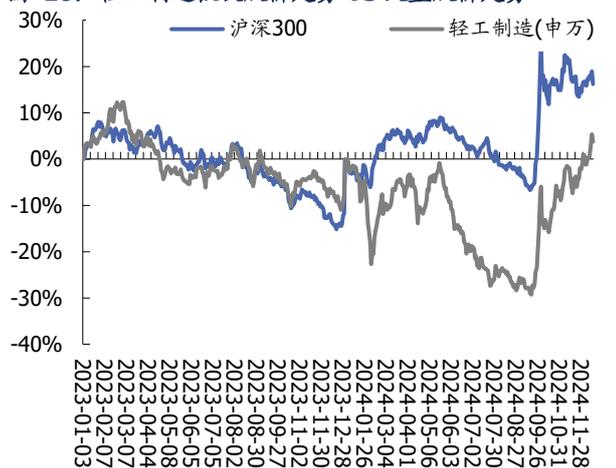
估值策略依然会在明年占据主导，其中红利策略预计仍会奏效，景气成长估值中枢有望提升。轻工板块配置方向，**1、低位顺周期：家居大于造纸，2、稀缺景气成长&份额提升消费个股，3、全球资源配置能力突出的出海个股，4、稳健红利资产。**

股价复盘：板块估值低位，基金重仓环比下行

表现弱势，结构成长。从股价走势来看，24Q1-3 轻工指数跌幅-8.6%（沪深 300 +18.6%），主要系终端需求不振、家居/造纸/包装等顺周期板块承压。伴随 Q3 政策催化，轻工股价触底回暖，季内回升 12.5%（沪深 300+15.5%）。嘉益股份、百亚股份、匠心家居、乖宝宠物、太阳纸业、仙鹤股份、公牛集团、英派斯等细分赛道优质龙头逆势积极扩张、结构成长，业绩表现优异，股价实现正向反馈；永新股份经营稳健，高分红回报市场，股价表现靓丽。

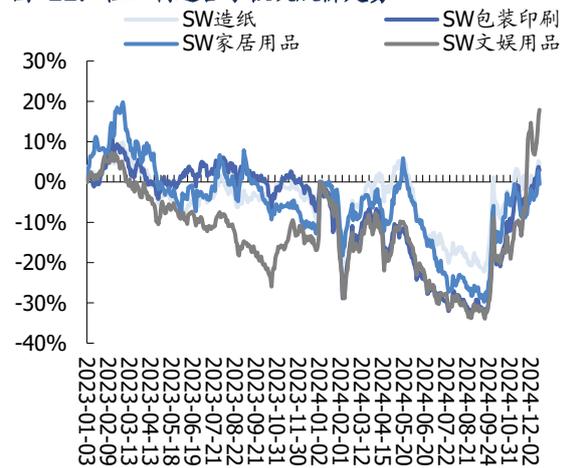
从板块估值来看，截至 2024 年 11 月 30 日，轻工制造行业估值为 17.7X，处于历史 4.4%分位；分板块来看，包装印刷估值为 32.3X、处于历史 18.5%分位，造纸/家居用品/文娱用品估值分别为 16.4X/17.5X/27.0X，均处于历史较低区间。

图 10：轻工制造板块股价走势 VS 大盘股价走势

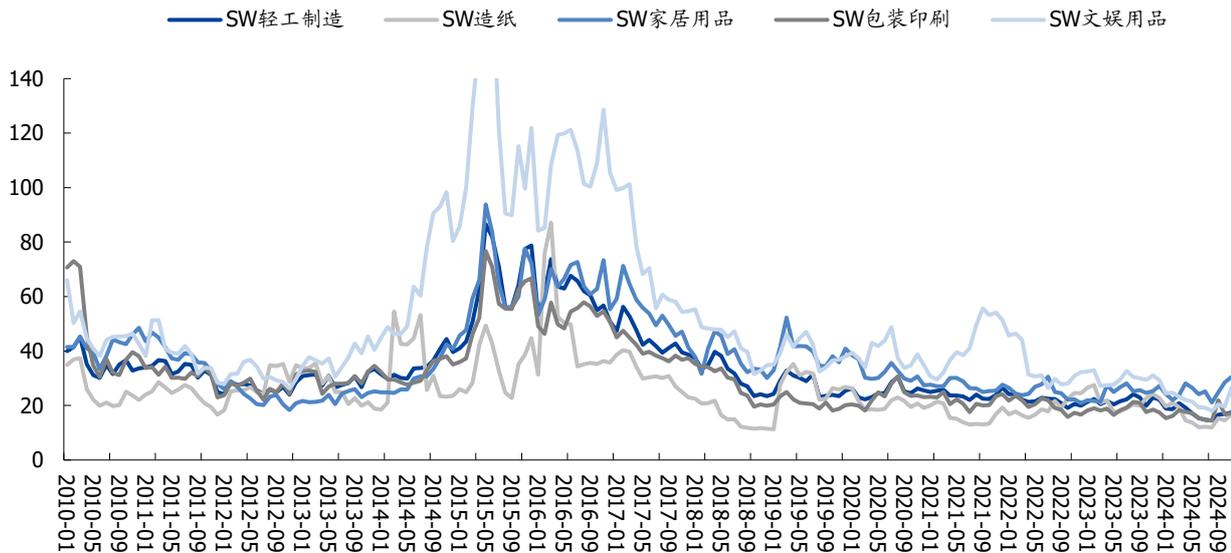


资料来源：Wind，信达证券研发中心（23/24 年独立年份涨跌幅）

图 11：轻工制造各子板块股价走势



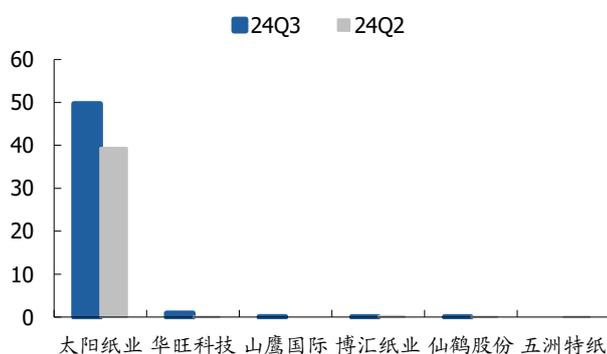
资料来源：Wind，信达证券研发中心（23/24 年独立年份涨跌幅）

图 12: 轻工各板块市盈率


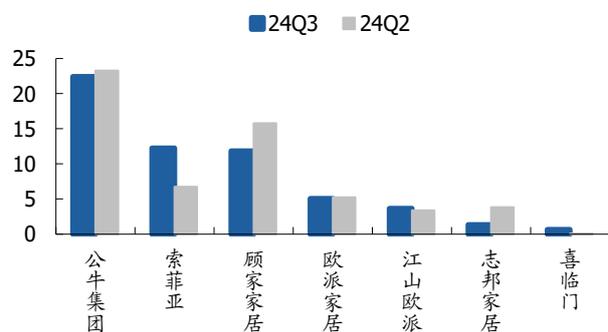
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

24Q3 轻工重仓持股比例为 2.5%(环比-0.9pct), 其中造纸/家居/包装/文娱持股比例分别为 3.0%/2.0%/2.0%/6.9% (环比-0.1/-2.2/+0.3/+4.4pct)。分板块来看:

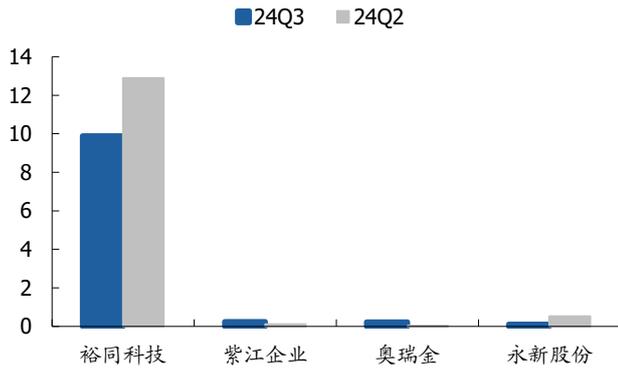
- 1) **造纸:** 前两大基金重仓公司分别为**太阳纸业/华旺科技**, 重仓市值分别为 49.67/0.9 亿元, 环比 +25.9%/+4972.8%。
- 2) **家居:** 前四大基金重仓公司分别为**公牛集团/索菲亚/顾家家居/欧派家居**, 重仓市值分别为 22.4/12.3/11.8/5.1 亿元, 环比-3.7%/+82.2%/-25.2%/-3.7%。
- 3) **包装:** 前两大基金重仓公司分别为**裕同科技/紫江企业/奥瑞金**, 基金重仓市值分别为 9.9/0.2/0.2 亿元, 环比-23.2%/+127.4%/+614.3%。
- 4) **文娱:** 前四大基金重仓公司分别为**晨光股份/百亚股份/乖宝宠物/润本股份**, 重仓市值分别为 21.6/9.2/3.5/2.0 亿元, 环比+7.4%/+1.9%/+145.8%/+107.3%。

图 13: 造纸板块基金重仓持股市值 (亿元)


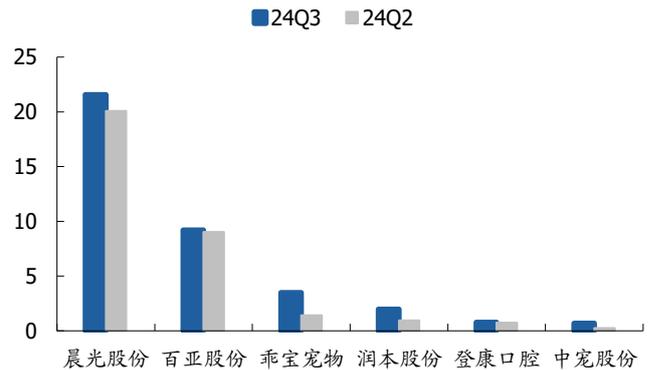
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 家居板块基金重仓持股市值 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 包装板块基金重仓持股市值 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

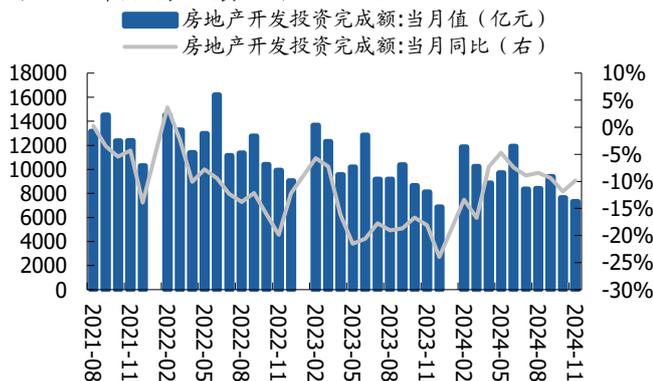
图 16: 文娱板块基金重仓持股市值 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

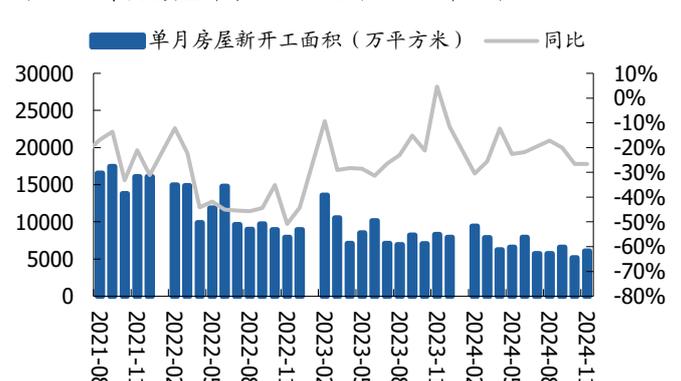
1 家居: 地产压力弱化、产业链重构、以旧换新驱动复苏

1.1 地产: 新房竣工延续承压, 关注二手房回暖&地产政策加码

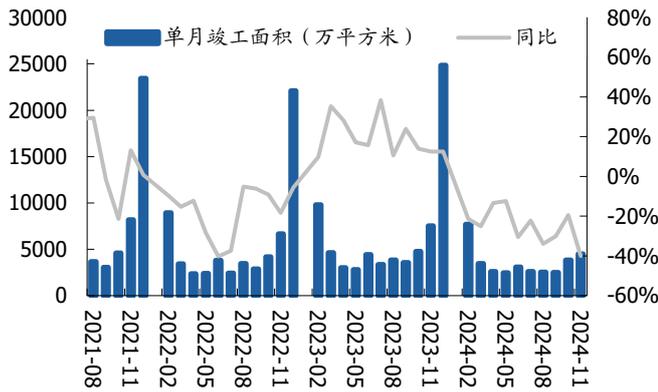
地产周期磨底, 政策持续催化。2024 年 1-11 月房地产开发投资完成额/房屋新开工面积分别累计同比-10.4%/-23.0%, 结构性库存高企致房企新开工及投资意愿不足; 2024 年 1-11 月商品住宅竣工/销售面积分别同比-26.0%/-14.3%, 地产销售表现疲软, 竣工压力逐步传导。中央积极定调房地产市场发展, 供需两端政策合力, 预计销售有望逐步企稳。

图 17: 单月地产投资及同比 (亿元)


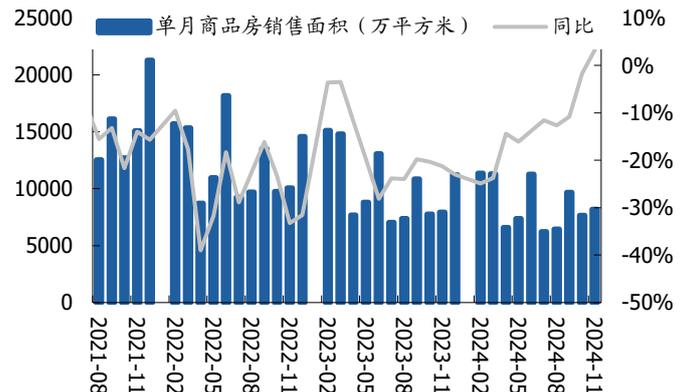
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 单月房屋新开工面积及同比 (万平方米)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 单月房屋竣工面积及同比 (万平方米)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 单月商品房销售面积及同比 (万平方米)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

中央定调“止跌回稳”，地产压力有望缓解。2023年7月政治局会议积极定调，提出过去供不应求阶段出台的调控政策需适时调整优化，地方调控政策进一步优化、松绑，2023年7月政策底已现。2024年12月中央经济工作会议对2025年定调，**要稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，进一步明确要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”**；会议提出合理控制新增房地产用地供应，**盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作**，2025年财政政策有望在收购存量闲置土地、收储存量商品房等方面发挥更大的作用；此外，**会议提出要实施适度宽松的货币政策，有望进一步引导房贷利率下行，继续降低居民购房成本，促进购房需求释放。**

图 21: 2024 年中央层面地产政策汇总

发布主体	时间	政策内容
住建部	2月	根据人口变化确定住房需求，根据住房需求科学安排土地供应、引导配置金融资源实现以人定房，以房定地、以房定钱，促进房地产市场供需平衡、结构合理，防止市场大起大落
十四届全国人大二次会议	3月	政府因城施策优化调控，降低房贷成本，积极推进保交楼工作。制定实施一揽子化解地方债务方案，分类处置金融风险，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，以满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。商务部部长王文涛强调2024年促消费两项重点工作：1) 推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新；2) 提振服务消费。
国务院常务会议	3月	要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。
中共中央政治局	4月	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。
中国人民银行	5月	央行取消全国层面首套/二套房贷利率下限，并下调首套/二套商业性个人住房贷款最低首付比例。
住建部	6月	推动县级以上城市收购已建成存量商品房用作保障房。
中国人民银行	6月	加大对“市场+保障”住房供应体系金融支持力度。
国务院	7月	加大中央财政性建设资金对保障性租赁住房、城镇老旧小区改造、城市燃气管道等老化更新改造、城市排水防涝、超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设等项目的支持力度；中央财政城镇保障性安居工程补助资金对符合条件的保障性住房、城中村改造项目予以积极支持；地方政府专项债券支持保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造项目；有效发挥城中村改造专项借款作用；支持符合条件的城市更新项目发行基础设施领域不动产投资信托基金。
中国人民银行	7月	中国人民银行宣布调整贷款市场报价利率（LPR），一年期和五年期以上LPR分别下调10个基点，调整后分别为3.35%和3.85%。
国家发改委、财政部	7月	发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》通知，规划约3000亿元超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，其中提及重点支持旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费，相关支持资金按照总体9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。本轮顶层政策规划清晰，资金渠道明确，伴随政策落地、有望提振家居抑制需求释放。
住建部	8月	住建部副部长董建国在“推动高质量发展”系列发布会上表示，研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险这三项制度，构建全生命周期的房屋安全管理长效机制。
中国人民银行、国家金融监督管理总局	9月	存量房贷利率批量调整后降至约3.55%；统一房贷最低首付比例至15%；优化保障性住房再贷款政策。
中央经济工作会议	12月	要稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。进一步明确要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。实施适度宽松的货币政策。强调“有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线”。

资料来源: 央视新闻, 金融界, 第一财经, 中国新闻网, 央广网, 中国发展改革, 中国证券报, 云估价, 国务院客户端, 城望集团, 中国建设报, 中国质量新闻网, 央视新闻, 财联社, 信达证券研发中心

二手房韧性较优，有效承接新房分流。市场弱修复格局下城市分化加剧，根据 CRIC 数据库，2024 年 1-10 月合肥、重庆、苏州、北京、南京、上海、天津、杭州、西安、深圳、武汉等一二线城市二手房/新房比例达 2.5/2.5/1.6/1.5/1.4/1.3/1.3/1.3/1.3/1.2/1.1，二手房逐步成为主要市场驱动。二手房出售挂牌量指数韧性相对较强；根据 CRIC 数据，24Q4 重点城市二手住宅累计成交面积环比+23%、同比+28%，全年二手住宅累计成交面积同比+6%，其中一线好于二线、好于三四线。

图 22：2024 年 1-10 月部分城市二手房/新房销售套数比例

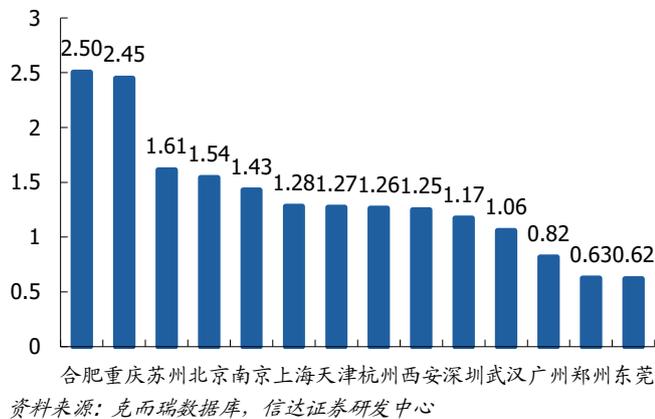
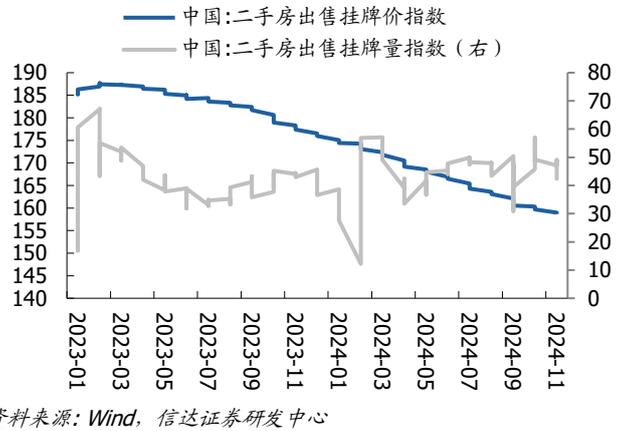


图 23：二手房出售挂牌价/量指数



1.2 市场规模：线性预测下 25-26 年仍处调整期，27 年有望企稳转正

我们预计 2024 年我国家装市场规模达 16.4 亿平方米（同比-21%），主要受 2022-2023 年期房销售拖累，2024-2030 年 CAGR 为-3.8%。核心假设如下：

- 1) 新房交付**=滞后两年期房销售面积*60%+滞后一年期房销售面积*40%+当年现房销售面积+保交楼面积+三大工程面积（60%、40%为我们假设）；根据 Wind，假设 2024 年房地产销售面积同比-20%。
- 2) 新房、期房比例**：假设 2024 年期房交付面积比例下降至 74%，现房交付比例提升至 26%；2025-2030 年期房交付面积比例维持 70%，现房交付比例维持 30%。
- 3) 三大工程面积**：根据上述情景下城中村改造拆除面积为 20%，改造地块新建住宅容积率为 2。
- 4) 保交楼面积**：根据《每日经济新闻》披露数据，截至 2023 年末，保交楼项目已实现交付超过 268 万套，距离目标 350 万套剩余 82 万套。伴随中央政策不断加码，2024 年将实现剩余未交付保交楼的主要部分，故假设 2024 年保交楼交付 50 万套，2025 年保交楼交付 30 万套。
- 5) 二手房需求**：根据同策研究院建立一手、二手房的交易量比重变化的预测模型，预计 2029 年左右二手房的成交面积将与新房成交面积持平，假设 2024-2029 年面积线性增加；我们预计我国家装市场旧房翻新率维持在 80%。
- 6) 精装修渗透率**：奥维云网数据显示 2023 年 1-4 月我国精装修渗透率为 35.8%，我们假设 2023 年维持在 36%，根据我国多地区对全装修交付比例过半的政策要求，我们预计 2030 年精装修渗透率逐步提升至 50%。

总体来看，预计 2024 年家装总需求压力较为明显、下滑达 20.8%，其中新房下滑 27.7%、二手房翻新增长 3.8%，伴随地产逐步企稳以及市场需求结构变化，2025-2026 年预计延续双位数下滑，分别下降 12.1%、11.5%，但 2027 年以后有望实现企稳转正。

图 24：潜在装修市场规模测算

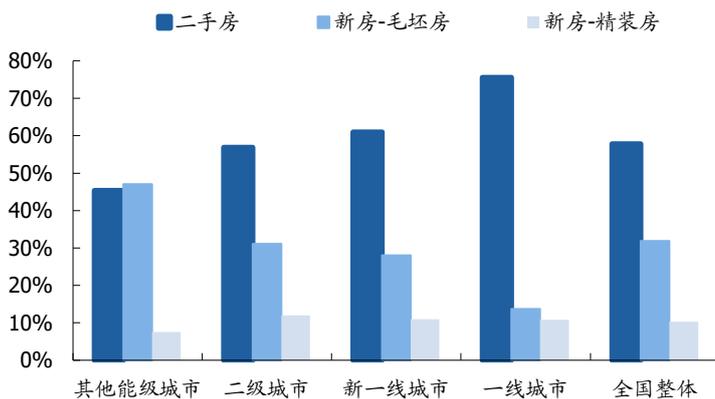
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房市场测算												
期房销售面积 (万平方米)	131929	139142	140175	98656	77031	56119	48839	49000	49000	49000	49000	49000
yoy (%)	5.8%	5.5%	0.7%	-29.6%	-21.9%	-27.1%	-13.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
占比 (%)	88%	90%	90%	86%	81%	74%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
现房销售面积 (万平方米)	18215	15736	16357	15974	17765	19718	20931	21000	21000	21000	21000	21000
yoy (%)	-21.5%	-13.6%	3.9%	-2.3%	11.2%	11.0%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
占比 (%)	12%	10%	10%	14%	19%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
新房交付 (万平方米)	136232	143343	151171	155530	141333	109724	89597	74207	69903	70000	70000	70000
其中：精装修 (万套)	43594	46586	56084	62367	50880	41695	35839	31167	30758	32200	33600	35000
其中：毛坯房 (万套)	92638	96756	95087	93162	90453	68029	53758	43040	39146	37800	36400	35000
精装修渗透率	32%	33%	37%	40%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
交付增量 (万平方米)				8000	20367	7187	5734	2734	4100	4100	4100	2734
其中：保交楼套数 (万套)				80	190	50	30					
其中：保交付面积 (万平方米)				8000	19000	5000	3000					
其中：三大工程套数 (万套)					23	36	46	68	68	68	68	46
其中：三大工程面积 (万平方米)					1367	2187	2734	4100	4100	4100	4100	2734
新房总交付面积 (万平方米)	136232	143343	151171	163530	161700	116911	95331	76941	74004	74100	74100	72734
yoy (%)		5.2%	5.5%	8.2%	-1.1%	-27.7%	-18.5%	-19.3%	-3.8%	0.1%	0.0%	-1.8%
二手房市场测算												
二手房成交面积 (万平方米)	39000	43187	39300	39583	57000	59167	61333	63500	65667	67833	70000	72167
yoy (%)	-3%	11%	-9%	1%	44%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
翻新比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
二手房翻新需求面积 (万平方米)	31200	34549	31440	31667	45600	47333	49067	50800	52533	54267	56000	57733
总家装市场测算												
家装需求总量 (万平方米)	167432	177892	182611	195196	207300	164244	144398	127741	126537	128367	130100	130467
yoy (%)		6.2%	2.7%	6.9%	6.2%	-20.8%	-12.1%	-11.5%	-0.9%	1.4%	1.4%	0.3%

资料来源：Wind，贝壳研究院，同策研究院，第七次人口普查报告，各城市统计年鉴，魅力中国网，奥维云网，中欧国际工商学院，每经网，界面新闻，住建部，东易日盛北京旗舰店等，信达证券研发中心（注：考虑目前消费力仍受影响，假设未来二手房存量更新需求不变，不影响增速趋势）

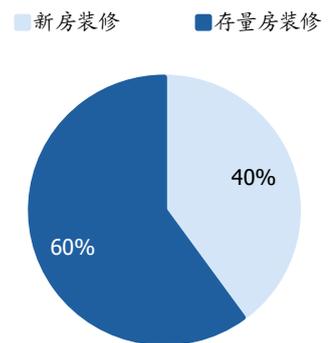
1.3 格局变化：渠道分散化、业务一体化

1) 渠道分散化：存量市场兴起，传统卖场流量骤降，整装流量放大，渠道深度变革。

存量市场广阔，局改需求扩张。按住建部标准，全国需改造的老旧小区达到 16 万个，涉及 4200 多万户家庭，旧房翻新&局部改造催生家居换新需求。根据贝壳研究院调研数据，2023 年消费者装修结构中，二手房占比在一线/新一线/二线/其他能级城市分别为 76%/61%/57%/45%。装修房屋类型中，存量房带来的装修规模将逐步扩大，并将在未来逐步取代新房装修。根据贝壳研究院测算，2024 年存量房装修市场规模在 60% 左右，一二线城市存量房已进入二次装修和局部翻新高峰期。

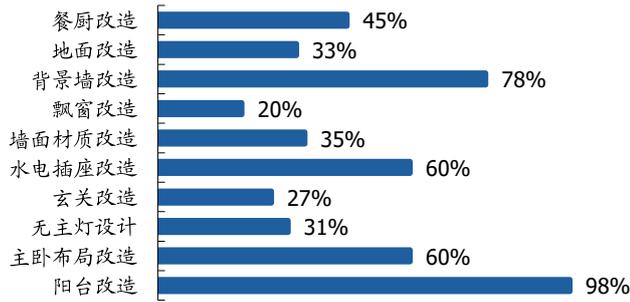
图 25：2023 年不同能级城市家庭装修房屋类型占比


资料来源：贝壳研究院，信达证券研发中心

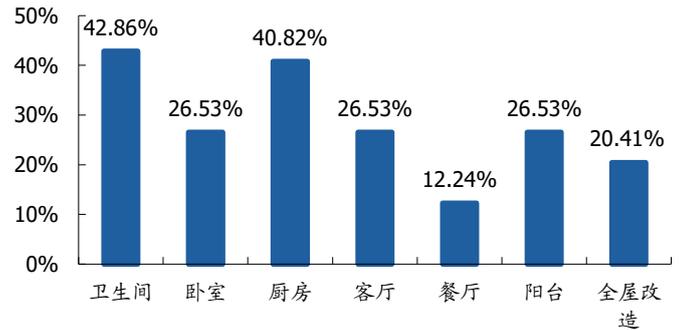
图 26：装修房屋类型占比


资料来源：贝壳研究院，信达证券研发中心（注：数据为贝壳研究院对 24 年情况的预测）

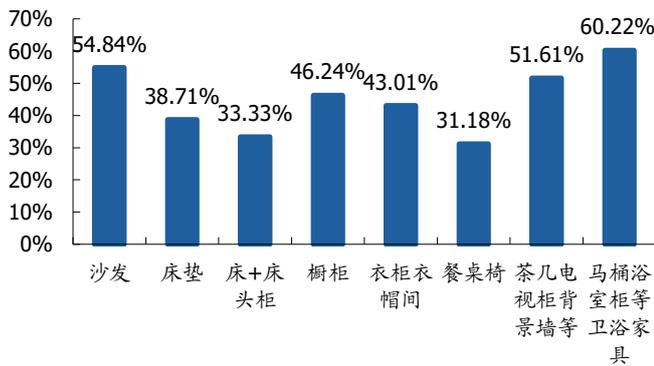
厨卫阳为重点改造区域，软体内生更新需求较强。1) 精装改造：伴随家装群体年轻化趋势，屋主对装修风格、功能需求逐步提升。根据大镜软装《家装空间改造白皮书》，98% 业主选择阳台改造，78% 选择背景墙改造，60% 选择主卧格局改造，45% 选择厨房和餐厅改造。2) 二手房翻新：根据今日家具，二手房旧房空间改造需求中卫生间（43%）、厨房（41%）改造需求最为突出，其中卫浴家具、橱柜换新需求占比达 60%、46%。此外，根据优居视界《2021 床垫新消费趋势报告》，约 50% 的消费者会在 5 年内更换床垫。

图 27: 精装改造需求调研


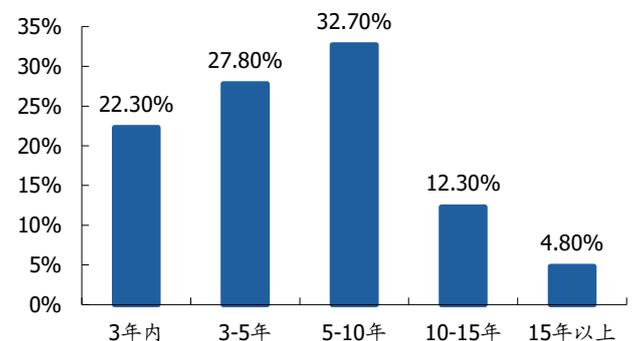
资料来源: 大境软装《家装空间改造白皮书》, 信达证券研发中心

图 28: 二手旧房空间改造需求


资料来源: 今日家具, 信达证券研发中心

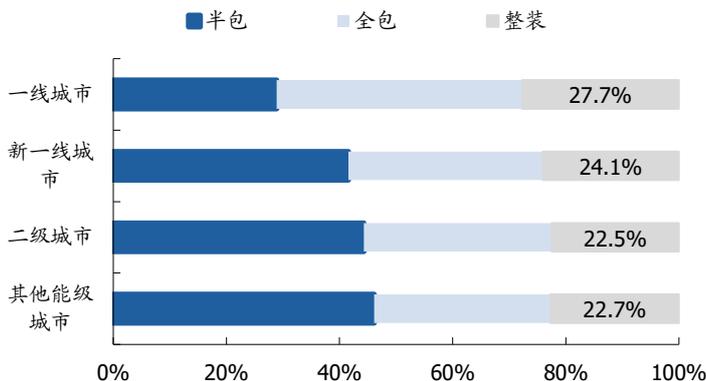
图 29: 二手旧房改造家具各品类换新需求


资料来源: 今日家具, 信达证券研发中心

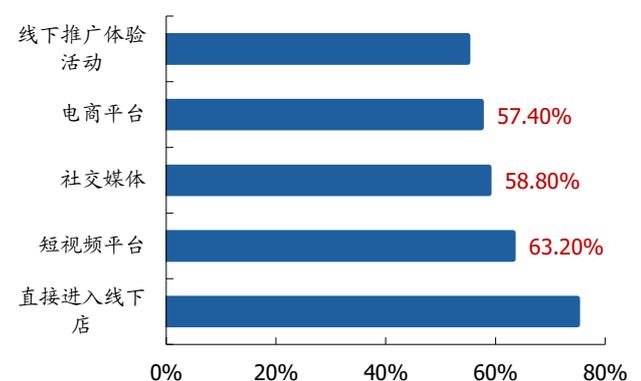
图 30: 床垫使用年限


资料来源: 优居视界, 信达证券研发中心

家装需求由新房向二手房&局改切换, 流量入口多元化。新房时代下, 门店往往可以通过跟踪楼盘信息等途径直接触达装修用户, 且消费者通常会来到家居卖场进行体验、成交, 卖场是过往最重要的引流入口, 门店对卖场依赖度高。存量房时代下, 需求碎片化、难以捕捉, 装修作为难以绕过的环节叠加消费者对便捷一站式整装需求提升, 家装公司逐步成为新的流量入口。此外, shopping mall、小区拎包、电商等渠道也逐步兴起, 根据艾瑞咨询, 通过电商平台/社交媒体/短视频平台了解家居产品信息的消费者比例分别高达 57%/59%/63%。

图 31: 不同能级城市家装消费者装修方式选择偏好


资料来源: 贝壳研究院, 信达证券研发中心

图 32: 家居产品信息了解渠道 TOP5


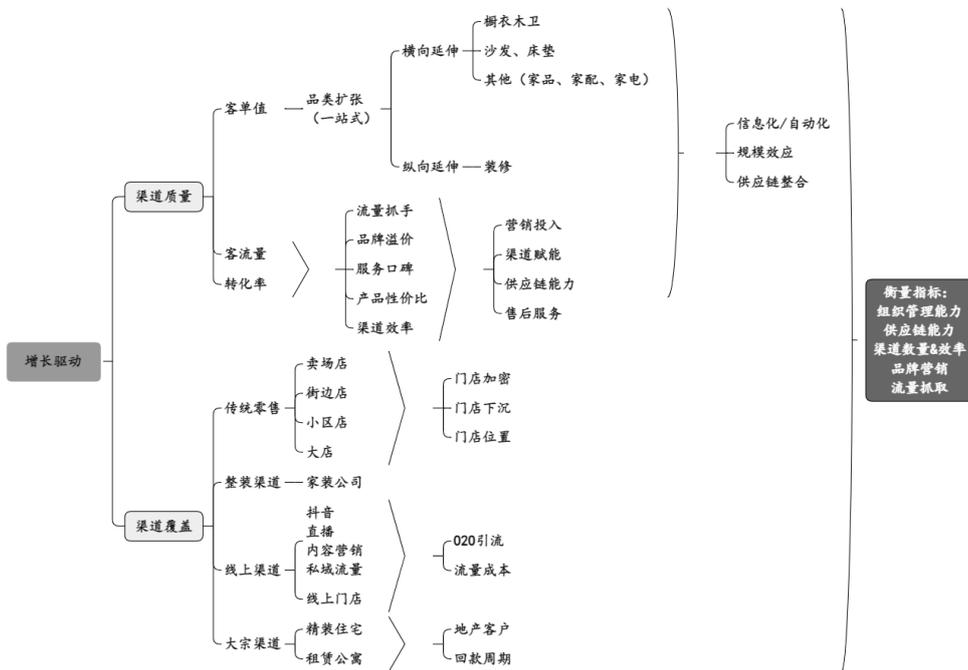
资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

2) 业务一体化: 横向多品类拓展, 纵向上下游整合。

横向: 品类扩张长期趋势不变, 短期负 beta 下增长承压。过去几年, 家居企业纷纷横向扩张品类, 主要包括核心品类的集成 (橱衣木卫)、定制与软体的相互拓展、向家电、客餐厅等泛家居品类拓展。伴随行业压力加速体

现，定制龙头配套品压力显著放大，24Q3 第三品类木门增速集体转负，索菲亚时尚品牌米兰纳首次下滑，我们预计顾家定制增速放缓，慕思 V6 大家居下滑。展望后续，若宏观环境改善，前瞻布局多品类的龙头有望重新跑赢行业。

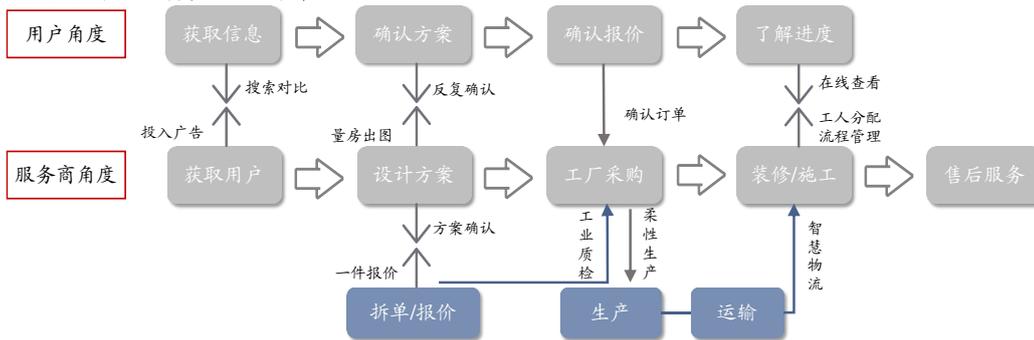
图 33: 家居行业增长驱动拆解



资料来源: 信达证券研发中心

纵向: 家居产业链冗长, 各环节业务边界趋于模糊, 产业链利润重新分配。完整的家居产业链是引流获客→设计下单→工厂生产→装修/施工→售后服务。2024 年伴随流量入口向家装等新渠道迁移、整装趋势兴起, 家居零售经销商进一步深化与家装公司的合作、部分介入局改整装, 家装公司产品组合延伸至上游定制/成品, 部分家装公司转型成为家居零售经销商, 众多设计师/施工队转型成为家装公司, 各类企业依托自己的“矛”实现业务范围拓展, 各环节之间相互赋能、合作加深。

图 34: 家居服务产业链拆解

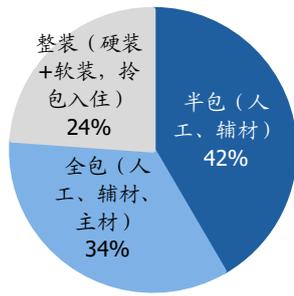


资料来源: 信达证券研发中心

整装偏好显著上升, 贝壳家装业务快速扩张。根据贝壳研究院调研数据, 2023 年有家装需求的受访者中有 42% 选择半包(人工、辅材), 34%和 24%的消费者选择全包(人工、辅材、主材)和整装(硬装+软装, 拎包入住), 一线城市有 28%倾向选择整装。根据中装协住宅产业分会过去四年的连续调查结果, 半包占比逐年下滑, 全包在 2020 年达峰后连续三年下滑, 而整装模式在四年内提升近 10pct。贝壳家装业务 24Q1-3 收入 106.6 亿元(同比+47.9%)、单 Q3 同比+32.6%, 毛利率基本保持 30%左右, 主要系房产交易与家装家居业务在获客及转化的

协同效应带动订单增加、新零售（定制家具、软装家具和电器等）贡献增加、交付能力提升带动交付周期缩短。

图 35：2023 年有家装需求的消费者选择偏好



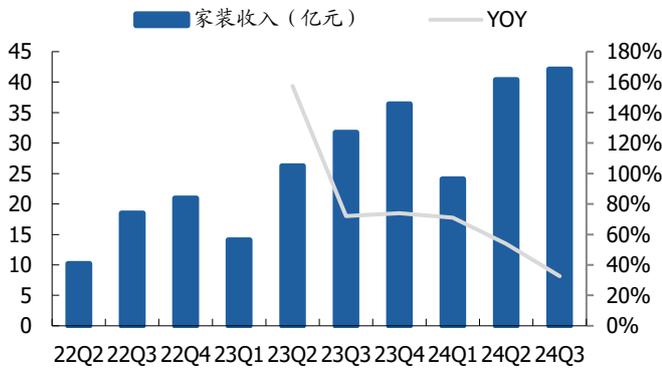
资料来源：贝壳研究院，信达证券研发中心

图 36：不同装修模式对比

	设计	主体拆除	辅材选购	主材选购	水电施工	泥瓦施工	木工施工	油漆施工	成品安装	家电	软装	售后服务
清包	消费者 自负责	施工队 负责	消费者 自负责				施工队 负责				消费者 自负责	无保障
半包	部分装 修公司 负责		装修公司 负责	消费者 自负责			装修公司 负责				消费者 自负责	装修 公司 负责
全包							装修公司 负责				消费者 自负责	装修 公司 负责
整装							装修公司 负责				装修公司 集中 采购	装修 公司 负责

资料来源：杭州圣都整装，信达证券研发中心

图 37：贝壳家装业务收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 38：家居公司与家装公司主要的四种合作模式

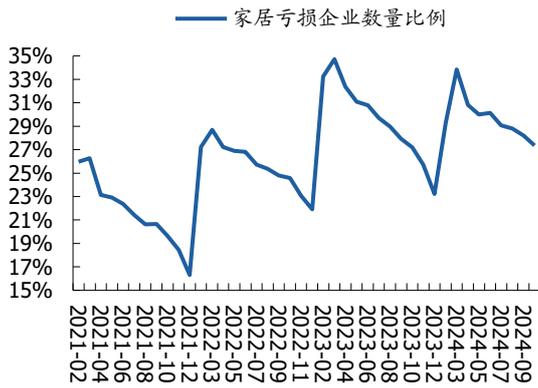
序号	合作模式
1	家居零售经销商负责引流，与设计师&装修公司合作
2	家居零售经销商给家装公司供货&服务，成为家装公司的供应链
3	家居品牌给TOP装企直供或合资经营
4	将装企发展成为家居品牌的经销商

资料来源：信达证券研发中心

1.4 公司层面：Q1-3 压力逐季放大，Q4 国补拉动回暖；25 年国补预计延续，龙头有望稳健增长

1.4.1 经营情况：经营压力显著，渠道收缩、盈利下滑

24 年地产&消费压力放大，业绩普遍承压。截至 2024 年 10 月，家居亏损企业数量占比达 27.4%，23-24 年亏损企业比例显著提升。内销方面，24 年家居龙头压力进一步放大，Q1-3 欧派收入下滑 15%+，索菲亚、志邦、金牌下滑 5%+，我们预计顾家下滑 10%+，敏华 Q2-3 下滑 15%+，床垫（慕思、喜临门）同比基本持平，压力逐季环比加剧；外销方面，我们预计 24 年顾家、敏华外销收入保持双位数增长，此外慕思、欧派、索菲亚、志邦、金牌、江山欧派等也陆续布局海外市场。

图 39: 家居亏损企业数量比例


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 40: 传统家居龙头营业收入及增速 (百万元)

	24Q1	24Q2	24Q3
软体家居			
顾家家居	4350.45	4558.04	4892.94
YOY	10.0%	-7.4%	-6.9%
喜临门	1761.13	2196.47	2018.64
YOY	20.0%	-6.0%	-10.8%
慕思股份	1201.25	1427.88	1248.71
YOY	25.5%	-1.0%	-11.2%
定制家居			
欧派家居	3621.32	4961.56	5295.84
YOY	1.4%	-20.9%	-21.2%
索菲亚	2111.11	2818.29	2726.13
YOY	17.0%	-4.1%	-21.1%
志邦家居	820.02	1392.09	1463.07
YOY	1.8%	-6.9%	-10.1%
金牌家居	640.65	879.48	895.98
YOY	11.4%	-5.6%	-13.9%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分业务: 1) 定制: 核心品类(橱柜)压力延续、配套品压力逐季放大, Q3 木门增速集体转负、米兰纳首次下滑。经营压力放大下, 定制龙头积极挖掘存量市场需求, 聚焦旧改, 品类延伸至门窗、卫浴、墙地空间等, 索菲亚通过直营整装与经销商-装企合作等方式加大对前端流量的渗透, 并持续开发出毛坯拎包、拎包 2.0、共创事业合伙人等新模式; 欧派成立旧房改造部门, 提升旧改业务战略高度; 此外龙头强化中端产品矩阵、补充刚需普及套餐类型。**2) 软体: 我们预计沙发&床垫下滑幅度持续扩大、定制业务降速, ASP 普遍下移。**慕思渠道结构持续升级、引流举措成效体现, 高端床垫发力核心材质、中低端采取爆品折扣策略; 喜临门床垫收入平稳, 软床&沙发下滑, 延续产品全价格带布局策略; 顾家内贸沙发承压, 受天禧派剥离&外销床垫产能爬坡影响, 床类压力更大, 定制业务保持增长; 龙头积极发展线上流量、完善以旧换新体系、老客流量贡献逐步提升, 价格带布局趋于丰富。

分渠道: 零售&工程渠道经营压力加剧, 零售门店数量普遍减少、同店收入普遍承压, 渠道降负成为核心命题。

1) 零售: 经营压力逐季放大, 慕思&喜临门渠道数量持续缩减, 顾家&敏华依赖于品类扩张、市场下沉, 渠道数量仍在增加; 欧派优化渠道考核政策、鼓励经销商关闭低效店面, 主动渠道降负以保存有生战力; 索菲亚多品牌协同发展, 米兰纳门店延续扩张; 金牌渠道模式创新, 从一城一商变为一城多商(行政区域缩小)、多渠道(零售、家装、拎包、线上渠道分别培育对应商), 成立平台公司运作共享大店, 加强社区店布局。2) 工程: 客户结构优化、风控能力提升, 但增长普遍承压。****

图 41: 定制家居公司零售单店收入对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024Q3
欧派家居									
零售收入(百万元)	8298	9553	10903	11583	16267	18288	18403	6730	4191
门店数	5908	6708	7062	7112	7475	7615(8676)	8716	8329	8180
单店收入(万元)	140.5	142.4	154.4	162.9	217.6	240.2(210.8)	211.1	80.8	51.2
YOY		1.4%	8.4%	5.5%	33.6%	10.4%	-12.1%(+0.1%)	-24.4%	-28.4%
索菲亚									
零售收入(百万元)	5843	6686	6710	6812	8703	9502	9942	4072	-
门店数	3035	3558	3736	5040	4863	4100	3767	3557	3565
单店收入(万元)	192.52	187.91	179.60	135.15	178.96	231.75	263.93	114.48	-
YOY		-2.4%	-4.4%	-24.7%	32.4%	29.5%	13.9%	7.6%	-
志邦家居									
零售收入(百万元)	1644	1861	2131	2462	3152	3296	3595	1341	819
门店数	1759	2363	2827	3232	3742	4231	4583	4931	4579
单店收入(万元)	93.48	78.76	75.40	76.17	84.23	77.91	78.43	27.2	17.9
YOY		-15.7%	-4.3%	1.0%	10.6%	-7.5%	0.7%	-17.0%	-14.9%
金牌家居									
零售收入(百万元)	1242	1421	1535	1600	2070	1960	1977	692	464
门店数	1250	1759	2144	2493	3130	3729	3909	3909	3835
单店收入(万元)	99.36	80.78	71.58	64.18	66.15	52.57	50.58	17.70	12.11
YOY		-18.7%	-11.4%	-10.3%	3.1%	-20.5%	-3.8%	-12.6%	-14.8%

资料来源: Wind, 索菲亚投资者关系, 各公司 2017-24Q3 经营数据公告(注: 金牌门店数未包含阳台卫浴和玛尼欧门店; 欧派门店口径调整, 括号内为按照调整后计算的数值), 信达证券研发中心

图 42: 软体家居公司零售单店收入对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
顾家家居								
内销收入(百万元)	4036	5210	6097	7649	10712	10304	10935	4722
门店数	4935	6076	6486	6691	6456	6743	6946	-
单店收入(万元)	81.8	85.7	94.0	114.3	165.9	152.8	157.4	-
YOY		4.8%	9.6%	21.6%	45.1%	-7.9%	3.0%	-
喜临门								
自主品牌零售(百万元)	1349	1904	2329	3085	5054	5092	5489	2400
门店数	1517	2020	2168	2340	3899	4702	5163	5115
单店收入(万元)	88.93	94.25	107.41	131.82	129.63	108.29	106.32	46.92
YOY		6.0%	14.0%	22.7%	-1.7%	-16.5%	-1.8%	-
慕思股份								
内销收入(百万元)	-	-	-	-	6377	5707	5482	2566
门店数	-	-	-	-	4900	5600	5700	-
单店收入(万元)	-	-	-	-	130.15	101.90	96.18	-
YOY	-	-	-	-	-	-21.7%	-5.6%	-

资料来源: Wind, 各公司 2017-24H1 经营数据公告, 信达证券研发中心

智能家居: 行业洗牌加剧, “以价换量”现象延续, 智能马桶关注 25 年 3C 标准。1) 智能马桶: 瑞尔特 24 年自主品牌线上渠道、国内代工业务表现不及预期, 主要系终端需求走弱、供给端竞争加剧(根据奥维云网, 24 年 1-11 月智能坐便器线上零售额 51 亿元、同比-21%; 零售量 228 万台, 同比-20%); 同时线下渠道费用持续投入, 销售费用率维持高位; 2) 电动晾衣机: 我们预计好太太 24 年主销单品价格带持续下移, 25 年受益于国补拉动、客单值有望稳步回升。

图 43: 重点智能家居公司收入&利润及增速 (百万元)

	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3
营业收入规模及增速						
箭牌家居	8373.48	7513.46	7648.18	1134.64	1953.28	1743.78
YOY	28.8%	-10.3%	1.8%	2.3%	-16.0%	-5.6%
瑞尔特	1868.29	1959.59	2184.42	523.38	619.13	567.33
YOY	45.5%	4.9%	11.5%	32.3%	7.1%	-0.9%
好太太	1425.45	1382.02	1688.33	292.06	420.44	356.40
YOY	22.9%	-3.0%	22.2%	5.7%	-5.0%	-10.3%
归母净利润及增速						
箭牌家居	577.15	593.03	424.64	-90.35	128.34	-6.01
YOY	-1.9%	2.8%	-28.4%	-3004.0%	-23.7%	-105.2%
瑞尔特	139.36	210.94	218.58	58.55	32.41	35.37
YOY	21.6%	51.4%	3.6%	47.1%	-55.9%	-43.4%
好太太	300.22	218.59	327.26	55.55	88.00	46.89
YOY	13.0%	-27.2%	49.7%	15.1%	-13.7%	-46.8%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利能力: Q3 毛利率下滑提速, 内部挖潜能力分化。龙头重视降本增效、营运效率优化, 定制龙头中欧派积极推动交付改革、集团层面加强利润考核, Q1-3 毛利率稳中有升; 软体龙头中喜临门受益于供应链降本增效、各业务结构优化, 毛利率亦稳步提升; 慕思毛利率基本稳定, 索菲亚、金牌、志邦、顾家毛利率均同比下降。进入 Q3, 慕思毛利率同比小幅下滑, 志邦、顾家加大市场让利、毛利率下滑幅度较为显著。

图 44: 重点家居公司盈利能力

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
		毛利率		归母净利润率		
软体家居						
顾家家居	33.08%	32.98%	29.80%	9.66%	10.44%	9.45%
YOY(±)	0.95%	1.97%	-3.97%	-0.46%	-0.19%	-1.53%
喜临门	33.46%	35.82%	36.49%	4.21%	7.27%	7.01%
YOY(±)	1.06%	-1.19%	3.97%	0.01%	0.39%	-0.41%
慕思股份	50.15%	52.19%	49.85%	11.76%	16.24%	11.94%
YOY(±)	1.76%	-0.01%	-1.13%	1.18%	-1.40%	0.38%
定制家居						
欧派家居	29.98%	34.46%	40.36%	6.02%	15.55%	19.66%
YOY(±)	3.30%	0.19%	2.75%	1.75%	-0.07%	2.14%
索菲亚	32.62%	38.11%	35.86%	7.84%	14.16%	13.10%
YOY(±)	-0.63%	2.37%	-0.90%	2.06%	0.71%	0.00%
志邦家居	37.22%	36.37%	37.04%	5.76%	7.29%	8.03%
YOY(±)	0.33%	-0.38%	-3.65%	-0.64%	-1.25%	-2.41%
金牌家居	28.01%	25.74%	28.33%	5.68%	3.76%	5.59%
YOY(±)	-1.11%	-2.03%	-1.47%	-0.01%	-0.93%	-3.04%
江山欧派	18.76%	24.90%	23.84%	4.60%	9.34%	7.19%
YOY(±)	-2.91%	0.03%	-2.93%	-3.98%	0.26%	-6.35%
王力安防	23.09%	26.46%	26.32%	3.70%	4.55%	3.21%
YOY(±)	-4.23%	0.32%	-1.59%	-0.20%	-0.04%	-2.71%
曲美家居	30.97%	32.39%	36.81%	-8.95%	-4.93%	-2.49%
YOY(±)	0.79%	1.13%	3.93%	0.99%	1.23%	2.53%
尚品宅配	27.81%	32.88%	34.18%	-11.14%	-2.08%	-0.81%
YOY(±)	-3.17%	-3.23%	-1.03%	0.64%	-4.64%	-5.46%
皮阿诺	21.77%	24.22%	24.23%	-4.71%	4.56%	1.73%
YOY(±)	-2.65%	-4.90%	-7.01%	-2.55%	-4.75%	-6.38%
好莱客	33.18%	36.46%	34.05%	3.14%	6.19%	8.85%
YOY(±)	-2.36%	0.41%	-3.32%	-0.31%	-5.41%	-5.46%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.4.2 国补专题: 总量驱动+价格修正+格局改善

1、政策复盘: 以点到面, 全国逐步铺开。

24 年 7 月, 国家发改委向地方安排 1500 亿元左右针对消费者以旧换新的超长期特别国债资金, 由各地政府在不同品类之间动态分配额度; 8 月初, 湖北补贴细则首先落地; 9 月, 广州、上海、成都、厦门等城市陆续落地;

10月，参与面快速扩大，广州、厦门跨省补贴模式推出，家居补贴热度快速提升，龙头前端客流显著回暖；11月，家居补贴进入2.0阶段，领先省份补贴金额逐步减少，低线城市加速政策推广，经销商参与度逐渐提升。24年家居国补主要梳理痛点、解决落地堵点，25年有望真正大规模展开，25年消费品以旧换新补贴大概率延续，且家居额度占比预计提升。

图 45：各地家居补贴政策梳理（不完全统计）

地区	补贴时间	涉及家居品类	补贴方式
广州市	2024年9月2日-2024年12月31日（定制补贴总额度 12亿元 ，补全国模式已于11月13日暂停）	卫浴洁具、全屋定制、智能家居、家装	通过云闪付APP，提交姓名、身份证、手机号码等信息，核验通过后即获取补贴资格，补贴比例为 15%或20% ， 支付时自动核销 ，单人补贴金额上限为 20000元 。
深圳市	截至2024年12月31日	瓷砖类、木地板类、门窗类、智能家居、定制类、卫浴类、家具类等	补贴比例为 15% ，每名消费者累计补贴金额不超过 20000元 。
东莞市	2024年10月24日-2024年12月31日（家居总额度 1-2亿元 ）	智能家居、成品门窗及配件、厨卫改造产品、卫浴产品等	补贴比例为 15-20% ，每件或每套最高补贴 2000元 ，每位消费者补贴总额最高 40000元 ，总共20大类，每一品类最多核销一张。
珠海市	2024年10月1日-2024年12月31日	家装厨卫、智能家居、家具类	补贴比例为 15% ，单笔消费最高补贴 2000元 ，每位消费者累计享受补贴不超过 30000元 ；单件物品不允许拆单支付， 需提供装修合同或装修现场照片等证明材料 。
成都市	2024年9月26日-2024年10月31日（第三轮家居家装消费券总额 3亿元 ，当前已结束）	厨房卫浴、灯饰照明、装修材料等旧房装修/厨卫改造品类、智能家居	3个发放时段分别为9月26日20点-10月6日、10月10日-19日、10月22日-31日；面额分别为 满2000元减600元、满3000元减900元、满5000元减1500元、满10000元减2000元、满20000元减4000元 ；不止以旧换新， 直接购新也可参与 。
上海市	2024年9月15日-2024年12月31日（消费品补贴总额度 40亿元 ）	国补仅覆盖八类电器，市补（仅支持线下）覆盖家装建材类、家具类，不含定制类。	补贴比例为 15% ，每单补贴金额不超过 2000元 ；通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式，消费者可以各享受1次补贴，总计最高可获得 6000元 的补贴。
厦门市	2024年9月14日-2024年12月31日（家电+汽车+家居家装补贴总额 10亿元 ，定制总额度约 2亿元 ，当前已结束）	智能家居、家装建材、卫浴洁具、家装厨卫、家具	1) 家装厨卫焕新：线上线下通用，无需领券，每位消费者累计享受补贴不超过 20000元 ，单笔交易满 1000元 享受 8折优惠 （ 2000元封顶 ）；2) 旧房装修建材：仅线下，无需领券，到店立减，每处房产累计享受补贴不超过 20000元 ，单笔交易满 1000元 享受 8折优惠 （ 2000元封顶 ）。
福州市	2024年9月29日-2024年12月31日	智能家居、家装建材、卫生洁具、家具（床、床垫、沙发、橱柜、桌椅、整体定制柜）	单笔满 1000元 补贴比例为 20% ，每位消费者累计享受补贴不超过 20000元 ；直接通过云闪付APP付款码支付。
三亚市	2024年8月31日-2024年12月31日	洁具、定制整体橱柜、门窗、门锁、全屋智能、家具	补贴比例为 15% ，每用户每类别产品限享 1次 补贴， 每类补贴不超过3000元 ；结算时出示云闪付APP付款码支付可享受立减补贴， 现场立减，无需领券 。
广西省	2024年10月21日-2024年12月31日（预计住宅装修改造补贴总额约 8亿元 ）	广西区内合法建成的住宅房屋装修改造所需物品和材料（套装门、其他门窗、定制柜、洁具、开关插座）	通过云闪付APP提交申请材料， 需实地核验 。1) 委托装修公司：按照签订合同中的单套住宅家装物品和材料总价款的 20% 给予一次性补贴，最高不超过 30000元 ；2) 自行装修：按照购买的单套住宅家装物品和材料总价款的 20% 给予一次性补贴，累计补贴最高不超过 30000元 。
湖北省	2024年8月31日-2024年12月31日（家装类）、2024年8月14日-2024年12月31日（智能家居）	床架、床垫、沙发、桌子、椅子、衣柜、书柜、厨柜、智能家居	1) 家装：每位消费者单笔消费满 5000元 ，给予一次性 1000元 定额立减补贴，满 1万元 ，给予一次性 2000元 定额立减补贴，单个用户活动期间仅可享受 1次 补贴； 可以直接购新 ；2) 智能家居：补贴比例为 20% ，补贴金额不超过 2000元 。
贵州省	2024年11月-2024年12月31日	家装建材类、水暖五金类、卫浴洁具、家装厨卫家具（橱柜、衣柜、整体定制柜、床、床垫、沙发、桌椅、家纺等）	补贴比例为 20% ，每件最高补贴 2000元 ，同一个客户可以刷所有品类产品 不限制次数 。
重庆市	2024年11月15日-2024年12月31日	厨卫改造类、旧房翻新类（床、床垫、沙发、桌椅、茶几、橱柜、衣柜、灯具、门、窗等）、智能家具类	补贴比例为 15% ，最高抵减 2000元 ，每个消费者 限补6件 。

资料来源：云闪付APP，信达证券研发中心

2、24年国补堵点及展望：打通补贴堵点，参与意愿显著提升。

1) 补贴额度不足：中央分配到各省的总额度固定，本轮各省分配到家居的补贴额度不充裕。11月中下旬厦门国补暂停，11月13日广州国补暂停，此前佛山、东莞、成都等城市也陆续暂停，龙头积极与其他补贴充足的城市对接，同时低线城市也逐步开通国补；25年新一轮国补下家居额度占比有望提高。

2) 垫资问题: ①**本地补:** 经销商或卖场直接与当地商务局、住建局对接, 15%/20%补贴需要门店自行垫付, 流程把控严、执行效率不高的地区可能涉及补贴回款慢的问题。政策逐步优化, 联合省财政厅印发通知, 支持各地向企业预拨不超过垫资部分 80%的补贴资金, 提高资金兑付效率, 为参与商家纾困解难。②**跨省补:** 终端消费者货款直接打给总部, 再由总部以折扣返利补贴的形式返给经销商、直接抵扣提货款, 经销商现金流周转压力加大, 部分龙头企业对经销商政策放宽、允许经销商对账户内一定比例金额提现。

3) 家居非标及难回收: 由于家居品类具有标准化程度低、服务流程长、回收残值低的属性、尤其是定制品类, 政府部门审核管理难度大, 流程中仍存在漏洞, 当前各省持续优化管理制度。软体龙头均逐步建立回收体系, 推动以旧换新常态化。

4) 资质审核门槛高: 政策推出初期, 各省设定的经销商参与门槛较高, 如必须是一般纳税人、年销售额高于 500 万、纳税记录完整等, 部分经销商受限于资质不达标无法参加; 当前阶段各省份逐步放松限制, 龙头公司经销商参与国补比例持续动态提升。

3、国补效果: 销量明显改善、客单价有所回暖。

1) 销量增长: 国补推动下, 客流显著增加, 带动销量快速改善; **2) 龙头份额提升:** 龙头经销商满足资质门槛的比例、及参与意愿度均高于小品牌 (亦有部分小品牌经销商担心税率提高、主动选择不参加), 国补推动下龙头份额有望提升、重新跑赢行业; **3) 客单值提升:** 国补加持下, 部分消费者更倾向于购买品质更优的产品、配套率亦有望提高。

4、不同情形假设下拉动测算: 家居补贴金额达 300 亿/375 亿情形下、龙头 25 年有望实现正增长/双位数以上增长。

假设逻辑: ①龙头合计享受额度=全国消费品总额度*家居额度占比*龙头合计享受补贴的份额; ②撬动出厂端规模=龙头合计享受额度/补贴比例 15%/渠道加价倍率 1.4; ③国补对龙头收入带动幅度=(原收入规模-竣工压力带来的行业下滑+国补撬动的增量需求)/原收入规模-1。

1) 使用国补的消费者中, 我们假设 70% (定制)、60% (软体)、50% (智能家居) 是原有购置需求, 其余 30%、40%、50% 为新增需求, 对于原有购置需求, 我们仍需考虑地产竣工下滑的拖累, 基于中性假设, 我们假设 25、26 年新房竣工分别下滑 15%、5%, 存量房市场需求持平, 定制行业新房需求占比 60%, 软体&智能家居新房占比 50% (26 年其他假设与 25 年保持一致)。

2) 24 年消费品国补总额 1500 亿元, 其中我们预计家电额度占比约 20%、我们估算家居占比不到 10%。24 年家居补贴效果较好, 25 年仍定调刺激消费, 有望扩大补贴总额度, 且家居品类占比有望提升。我们针对不同情形, 假设 25 年国补总额分别为 2500、2000、1500 亿元, 其中家居占比分别为 15%、10%、5%。

3) 上市龙头在整体家居行业合计份额约 10%, 考虑国补对参与资质要求高, 龙头品牌参与比例预计更高, 假设 25 年份额分别为 30%、20%。

图 46：2025 年行业层面拉动测算

指标(单位:亿元)	最乐观	偏乐观1	偏乐观2	中性	偏悲观	最悲观
24年消费品国补总额	1500	1500	1500	1500	1500	1500
24年家电额度占比	20%	20%	20%	20%	20%	20%
25年消费品国补总额	2500	2500	2000	1500	1500	1500
25年家居额度占比	15%	15%	15%	15%	10%	5%
25年家居额度	375	375	300	225	150	75
25年龙头合计享受补贴份额	30%	20%	20%	20%	20%	20%
25年龙头合计享受额度	112.5	75	60	45	30	15
撬动终端规模(按15%比例)	750	500	400	300	200	100
渠道加价倍率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
撬动出厂端规模	536	357	286	214	143	71
龙头合计收入规模	1000	1000	1000	1000	1000	1000
25年新房竣工下滑幅度假设	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
26年新房竣工下滑幅度假设	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
25年定制龙头收入变动幅度	7%	2%	0%	-3%	-5%	-7%
26年定制龙头收入变动幅度	12%	8%	6%	4%	1%	-1%
25年软体龙头收入变动幅度	14%	7%	4%	1%	-2%	-5%
26年软体龙头收入变动幅度	16%	11%	8%	6%	3%	0%
25年智能家居龙头收入变动幅度	19%	10%	7%	3%	0%	-4%
26年智能家居龙头收入变动幅度	20%	14%	11%	8%	5%	1%

资料来源: Wind, 国企管理创新, 财联社, 中国政府网, 财联社, 信达证券研发中心测算

根据我们测算, 最乐观&偏乐观情形下(龙头跑赢行业、且规模效应体现带动利润率提升), 定制、软体、智能家居龙头收入&利润均实现正增长, 最乐观情形下利润有望实现双位数增长。

1.5 投资建议

地产周期磨底, 关注二手房回暖&地产政策加码; 线性预测下, 我们预计 25-26 年行业仍处调整期, 27 年有望企稳转正。2023-2024 年行业格局持续改变, 渠道分散化、产业链业务一体化趋势体现, 龙头积极渠道转型, 持续打磨内功。伴随国补政策落地, 龙头有望受益于行业总量增长+价格修正+格局改善。建议关注更新需求占比较高的敏华控股、顾家家居、喜临门、慕思股份、好太太、瑞尔特等, 以旧换新执行层面领先的欧派家居、索菲亚等, 成长周期向上的志邦家居、金牌家居等。

图 47：2025 年公司层面拉动测算

公司	最乐观				偏乐观1				偏乐观2				中性				偏悲观				最悲观															
	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E														
欧派家居	9%	14%	11%	16%	13.8	11.9	3%	9%	5%	11%	14.6	13.1	1%	7%	3%	9%	14.9	13.6	-3%	4%	-3%	4%	15.8	15.2	-5%	1%	-7%	-1%	16.5	16.6	-9%	-3%	-11%	-5%	17.2	18.1
索菲亚	11%	16%	13%	18%	12.0	10.2	5%	11%	7%	13%	12.7	11.2	3%	9%	5%	11%	12.9	11.7	-3%	4%	-3%	4%	14.0	13.5	-5%	1%	-7%	-1%	14.6	14.8	-9%	-3%	-11%	-5%	15.3	16.1
志邦家居	13%	18%	15%	20%	10.1	8.4	7%	13%	9%	15%	10.6	9.2	5%	11%	7%	13%	10.8	9.6	-3%	4%	-3%	4%	11.9	11.5	-5%	1%	-7%	-1%	12.4	12.6	-9%	-3%	-11%	-5%	13.0	13.7
金牌家居	13%	18%	15%	20%	12.4	10.3	7%	13%	9%	15%	13.1	11.4	5%	11%	7%	13%	13.3	11.8	-3%	4%	-3%	4%	14.7	14.1	-5%	1%	-7%	-1%	15.3	15.5	-9%	-3%	-11%	-5%	16.0	16.9
顾家家居	17%	19%	19%	21%	10.7	8.9	12%	16%	14%	18%	11.2	9.5	9%	13%	11%	15%	11.5	10.0	3%	8%	3%	8%	12.4	11.5	0%	5%	-2%	3%	13.0	12.7	-5%	0%	-7%	-2%	13.7	14.0
敏华控股	17%	19%	19%	21%	6.6	5.5	12%	16%	14%	18%	6.9	5.9	9%	13%	11%	15%	7.1	6.2	3%	8%	3%	8%	7.6	7.1	0%	5%	-2%	3%	8.0	7.8	-5%	0%	-7%	-2%	8.5	8.6
慕思股份	21%	23%	23%	25%	14.2	11.4	12%	16%	14%	18%	15.3	13.0	9%	13%	11%	15%	15.7	13.7	1%	6%	1%	6%	17.3	16.3	-2%	3%	-4%	1%	18.2	18.0	-7%	-2%	-9%	-4%	19.2	20.0
喜临门	21%	23%	23%	25%	12.7	10.2	12%	16%	14%	18%	13.7	11.6	9%	13%	11%	15%	14.1	12.2	1%	6%	1%	6%	15.5	14.6	-2%	3%	-4%	1%	16.3	16.1	-7%	-2%	-9%	-4%	17.2	17.9
好太太	24%	25%	26%	27%	18.6	14.6	15%	19%	17%	21%	20.0	16.5	12%	16%	14%	18%	20.5	17.4	5%	10%	5%	10%	22.3	20.3	2%	7%	0%	5%	23.4	22.3	-2%	3%	-4%	1%	24.4	24.1

资料来源: Wind, 信达证券研发中心测算(注: 盈利预测来自于我们根据不同国补情景做出的假设, 估值日期截至 2024 年 12 月 20 日收盘价)

2 造纸：周期底部，资源为王

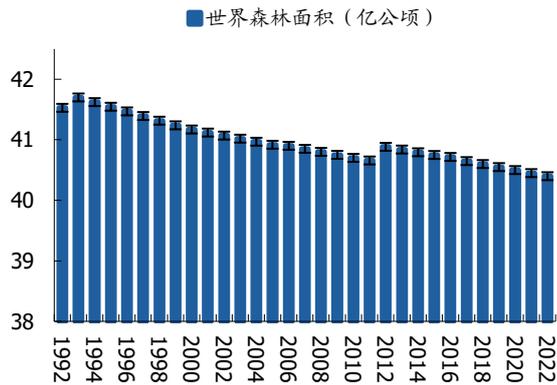
2.1 木片供给收缩、需求提升，价格预计中枢向上

2.1.1 供给端：全球林木资源收缩，木片供应稳中偏降

全球森林面积逐年下降, 林地资源分布不均。2022 年世界森林总面积为 40.40 亿公顷, 较 1992 年减少 2.7%。从区域分布来看, 2020 年全球约 54% 的森林分布在俄罗斯联邦、巴西、加拿大、美国与中国五个国家。从用途

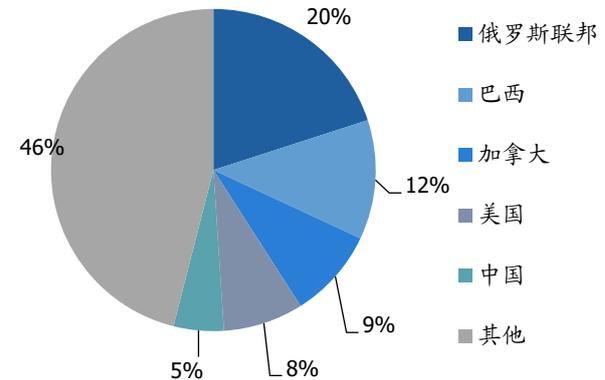
来看，全球原木采伐量 2022 年较 1990 年增加 13%，近年稳定在 40 亿立方米，其中工业原木采伐量为 20.4 亿立方米（50%+产于欧洲&北美，39%产于非洲&亚洲&南美）。

图 48：全球森林面积逐年下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 49：2020 年全球森林面积按国家分布 (%)



资料来源: FAO, 信达证券研发中心

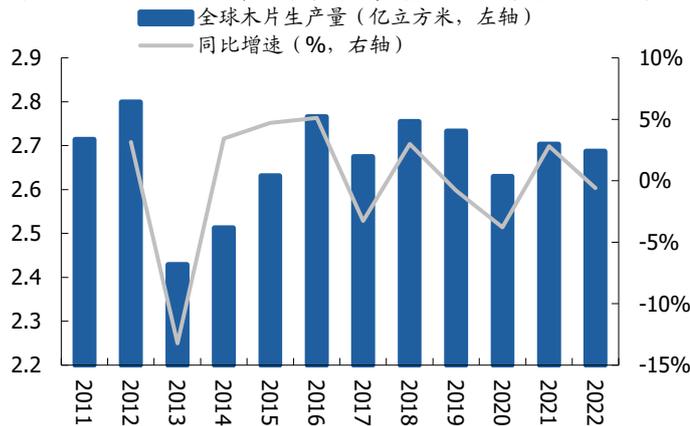
图 50：全球原木分薪材/工业用途

单位：10亿立方米	薪材	工业圆木	圆木总产量
世界	1.97	2.04	4.01
占圆木份额	49%	51%	100%
其中：非洲&亚洲&南美	1.61	0.79	2.4
全球份额	82%	39%	60%
其中：欧洲&北美	0.26	1.17	1.43
全球份额	13%	57%	36%

资料来源: FAO, 信达证券研发中心

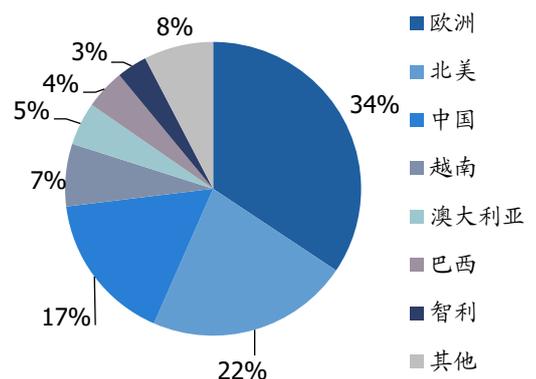
木片产量与原木相关，供应总量小幅下降。木片主要产地靠近锯木厂，产量与原木高度相关。受原木产量收缩影响，2018-2022 年木片产量从 2.75 亿立方米下降至 2.69 亿立方米（CAGR 约-0.6%）。其中，欧洲、北美为木片主要产地，2022 年分别占全球产量的 34.4%/22.2%。

图 51：2011-2022 年全球木片生产量及同比增速 (亿立方米, %)



资料来源: FAO, 信达证券研发中心

图 52：2022 年全球木片生产量按区域分布 (%)



资料来源: FAO, 信达证券研发中心

2.1.2 需求端：中国贡献主要增量，全球贸易量持续提升

中国为主要消费国，下游主要为纸浆。根据 ABARES 测算，2020 年全球木片消费量约 2.50 亿立方米，亚洲、欧洲和美洲为主要消费地区。未来消费需求有望稳定扩张，预计 2030 年木片销量将达 3.48 亿立方米（较 2020 年

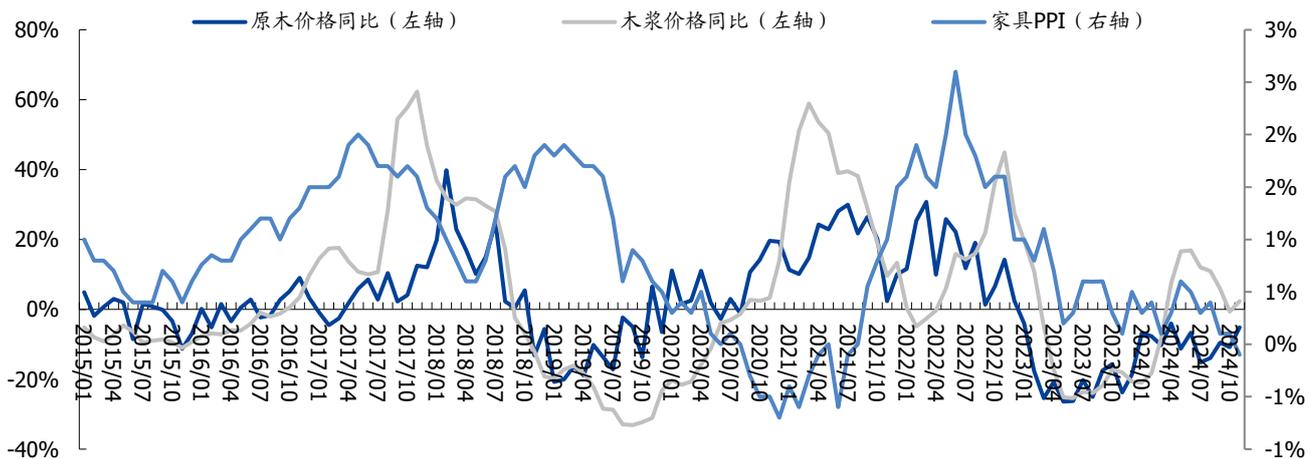
+39%)，其中亚洲为 1.39 亿立方米（较 2020 年+51%，中国贡献主要增量）。分行业来看，木片下游主要为家具、纸浆等，整体价格与纸浆相关性更强。

图 53：全球木片消费量按区域及国家分布（百万立方米）



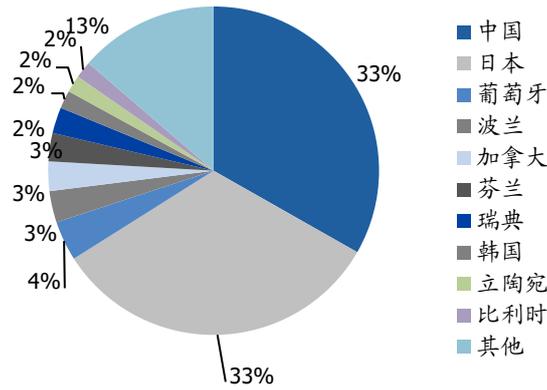
资料来源：ABARES, FAO, 信达证券研发中心

图 54：原木价格与家具/木浆价格拟合

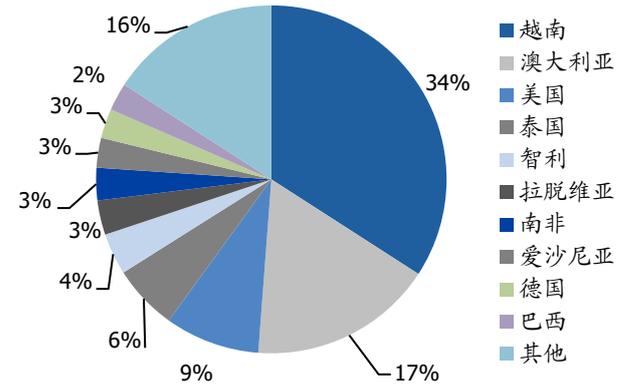


资料来源：Wind, 卓创资讯, 信达证券研发中心

木片贸易量稳步上行。2011-2022 年全球木片贸易量由 0.63 亿立方米增长至 0.77 亿立方米（CAGR 为 1.8%），2012-2022 年全球木片贸易量占产量比重由 21% 提升至 29%。全球木片产量趋紧，但同时中国、日本等亚洲国家需求提升。2022 年中国/日本木片进口占全球比例均为 33%，主要出口国家为越南/澳大利亚/美国，占全球出口量分别为 34%/17%/9%。

图 55: 2022 年全球木片进口量按国家分布 (%)


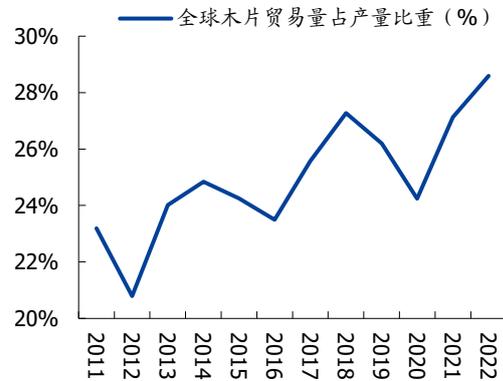
资料来源: FAO, 信达证券研发中心

图 56: 2022 年全球木片出口量按国家分布 (%)


资料来源: FAO, 信达证券研发中心

图 57: 全球木片贸易量及同比增速 (百万立方米, %)


资料来源: FAO, 信达证券研发中心

图 58: 全球木片贸易量占生产量比重呈上升趋势


资料来源: FAO, 信达证券研发中心

中国木片进口以阔叶为主, 越南为主要进口来源。我国纸浆产能大幅增加驱动木片进口需求扩张, 2019-2023 年我国木片进口量由 1256 万吨增加至 1463 万吨 (CAGR 为 3.9%), 2024 年 1-11 月累计同比+21%。分品种来看, 2023 年我国阔叶木片/针叶木片进口量分别为 1421/42 万吨, 占比分别为 97%/3%。分地区来看, 越南、泰国、澳大利亚为我国木片主要进口来源, 其中越南地理位置优越、具备运输&人力优势, 占比高达 57%。

图 59: 商品浆投产表

时间	国家	公司	产能 (万吨)	种类	投产时间	年度新产能 (万吨)
2023年	智利	Arauco	156	阔叶浆	1月20日出浆	491
	乌拉圭	UPM	210	阔叶浆	4月投产	
	芬兰	Metsä Group	90	针叶浆&阔叶浆	9月20日开机	
	智利	CMPC	35	阔叶浆	12月投产	
2024年	巴西	Suzano	225	阔叶浆	7月投产	255
2027E	巴拉圭	Paracel	150-180	阔叶浆	-	180
2028E	巴西	Arauco	250	阔叶浆	-	250
-	巴西	Eldorado	260	阔叶浆	-	260

资料来源: CMPC PULP, 纸业网, 纸视界, UPM 官网, 纸业联讯, 信达证券研发中心

图 60: 国内自制浆投产表

2024年新增化机浆				2024年新增化学浆			
投产时间	投产公司	投产产能(万吨)	投产品类	投产时间	投产公司	投产产能(万吨)	投产品类
2024Q1	五洲特纸	30	化机浆	2024Q3	联盛纸业	166	阔叶浆
2024Q2	仙鹤股份(广西)	20	化机浆	2024Q3	仙鹤股份(广西)	40	化学浆
2024Q2	仙鹤股份(湖北)	20	化机浆	2024Q3	仙鹤股份(湖北)	10	化学浆
2024Q3	岳阳林纸	20	化机浆	2024Q3	玖龙纸业(北海)	110	化学浆
2024Q3	玖龙纸业(北海)	60	化机浆	2024Q4	华泰纸业	70	化学浆
2024Q4	内蒙古五方浆纸	51	化机浆	2024Q4	建辉纸业(广西)	30.6	化学浆
2024Q4	广西金桂	75	化机浆				
2024Q4	金天和	20	化机浆				
2024Q4	建辉纸业(广西)	30.6	化机浆				
合计新增产能		296.6		合计新增产能		220.6	
2025年新增化机浆				2025年新增化学浆			
投产时间	投产公司	投产产能(万吨)	投产品类	投产时间	投产公司	投产产能(万吨)	投产品类
2025Q2	玖龙纸业(湖北)	70	化机浆	2025Q2	玖龙纸业(湖北)	65	化学浆
2025M10	联盛纸业	50	化机浆	合计新增产能		65	
2025	亚洲浆纸	40.8	化机浆				
合计新增产能		160.8					

资料来源: 卓创资讯, 玖龙纸业年报, 华印纸箱彩盒, 纸视界, 纸业联讯, 新乡市新平航空机械有限公司, 信达证券研发中心

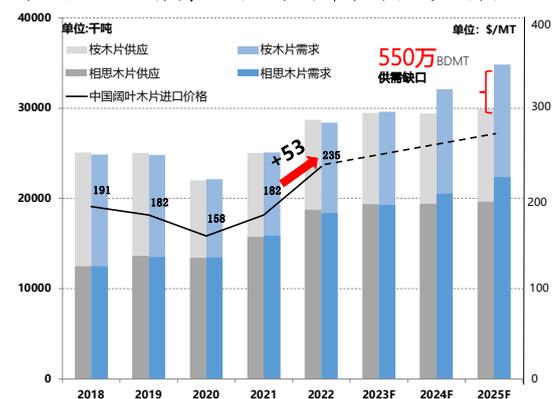
木片资源供需偏紧或成常态化趋势, 价格中枢未来或将上行。展望未来, 全球木片供给收缩、增量有限, 且伴随新增纸浆产能逐步投产, 木片需求有望持续增加, 木片资源偏紧或将成为常态。根据 1) ABARES 预测: 2030 年预计全球木片供需或将基本平衡; 2) 亚太森博预测: 2025 年全球阔叶木片供需缺口预计为 550 万吨左右; 3) 我们预测: 根据 ABARES 及 FAO 数据测算, 判断全球供需缺口预计持续扩大, 2025 年全球木片整体供需缺口预计达 990 万立方米(按木片平均密度 0.5 绝干吨/立方米测算, 折合约 495 万绝干吨), 供需错配下中价格中枢有望上行。

图 61: ABARES 预测全球主要地区木片供需情况

木片消费量(百万立方米)			木片供给量(百万立方米)			木片供需差值(百万立方米)					
	2020	2025E	2030E		2020	2025E	2030E		2020	2025E	2030E
全球	250	297.3	348.2	全球	253.8	301	351.9	全球	3.8	3.7	3.7
分地区											
亚洲	91.9	114.0	139.0	亚洲	72.2	76.2	80.3	亚洲	-19.7	-37.8	-58.7
非洲	0.1	0.2	0.2	非洲	2.3	2.5	2.6	非洲	2.2	2.3	2.4
欧洲	84.1	98.1	112.7	欧洲	82.7	104.0	128.7	欧洲	-1.4	5.9	16.0
北美洲	54.2	54.8	54.9	北美洲	52.7	62.0	70.6	北美洲	-1.5	7.2	15.7
大洋洲	1.7	1.7	1.7	大洋洲	19.0	20.3	20.8	大洋洲	17.3	18.6	19.1
南美洲	18.1	28.5	39.8	南美洲	25.0	36.1	49.0	南美洲	6.9	7.6	9.2
分国家											
澳大利亚	4.1	4.0	4.0	澳大利亚	17.2	18.2	17.8	澳大利亚	13.1	14.2	13.8
加拿大	17.3	10.3	6.0	加拿大	12.9	14.6	16.3	加拿大	-4.4	4.3	10.3
中国	63.6	72.8	88.7	中国	45.1	50.6	55.5	中国	-18.5	-22.2	-33.2
新西兰	0.6	0.6	0.6	新西兰	1.2	1.3	1.4	新西兰	0.6	0.7	0.8
俄罗斯	7.5	8.8	12.0	俄罗斯	8.4	12.3	16.9	俄罗斯	0.9	3.5	4.9
美国	41.5	44.5	48.9	美国	41.1	45.6	49.4	美国	-0.4	1.1	0.5
越南	0.2	0.2	0.4	越南	14.5	22.5	32.4	越南	14.3	22.3	32.0

资料来源: ABARES, FAO, 信达证券研发中心

图 62: 亚太森博预测全球阔叶木片供需及价格



资料来源: 纸业发布, 亚太森博《2023 年中国纸张市场形势与全球阔叶浆市场展望》, RISI, 信达证券研发中心

图 63: 全球及主要国家木片供需缺口测算(百万立方米)

供给量(百万立方米)			需求量(百万立方米)			供需缺口(百万立方米)					
	2020	2025E	2030E		2020	2025E	2030E		2020	2025E	2030E
澳大利亚	14.9	15.0	15.2	澳大利亚	4.0	4.0	4.0	澳大利亚	10.9	11.0	11.2
加拿大	13.6	13.2	12.8	加拿大	15.9	15.5	14.8	加拿大	-2.3	-2.3	-2.0
中国	44.4	45.9	47.5	中国	58.7	78.6	100.3	中国	-14.3	-32.6	-52.7
俄罗斯	14.3	15.7	17.3	俄罗斯	6.2	6.8	7.9	俄罗斯	8.1	8.9	9.3
美国	44.3	46.7	49.3	美国	38.2	42.2	48.9	美国	6.1	4.5	0.4
越南	11.6	12.6	13.7	越南	0.2	0.3	0.5	越南	11.4	12.3	13.2
新西兰	1.2	1.3	1.5	新西兰	0.6	0.6	0.6	新西兰	0.6	0.7	0.9
其他国家	118.7	125.9	133.4	其他国家	126.8	138.2	139.6	其他国家	-8.1	-12.3	-6.2
全球	262.9	276.3	290.6	全球	250.0	286.2	316.6	全球	12.90	-9.90	-25.96

资料来源: ABARES, FAO, 信达证券研发中心(注: 2020 年各国供给量数据来自 FAO, 2020 年需求量数据来自 ABARES; 供需缺口=生产量-需求量; 假设澳大利亚、俄罗斯、美国、越南、新西兰等国家木片供需保持平稳增长, 加拿大供需缓慢下降, 中国木片供给平稳增长, 需求受自制浆投产驱动快速扩张)

2.2 纸浆：短期底部盘整，中期供需平衡

2024年：Q3高位回调、Q4底部震荡。2024H1海外补库、全球发运量表现稳健，需求面贡献价格支撑（Q2进口针叶/阔叶价高点较年初涨幅分别为10.5%/18.5%）；Q3伴随全球浆线投产、需求走弱，浆价高位下行。当前节点全球需求平稳，但供应扰动频发（工人罢工、停机检修等），外盘报价底部企稳、市场短期震荡为主，其中针叶相对偏强、阔叶偏弱（分别自年内高点回落6.6%/28.6%）。

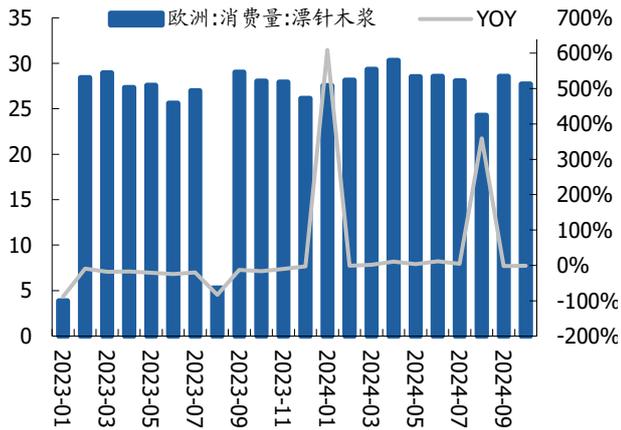
图 64：2016-2024 年浆价走势



资料来源：卓创咨询、信达证券研发中心

供给端：新增供给有限，停机检修频发。2024年全球商品浆主要为7月 Suzano 投产 225 万吨阔叶浆（Q4 正式进入市场，我们预计未来一年稳步爬坡），叠加全球浆厂自年初以来频繁停机检修，供应端全年较为稳定。中期来看，我们预计 2025 年后全球商品浆新增产能仍较保守，供给压力逐步舒缓，但国内龙头纸企自制浆进程显著加快，2024、2025 年国内自制浆供给增量分别达 517 万吨（化机浆/化学浆分别为 297/221 万吨）、226 万吨（化机浆/化学浆分别为 161/65 万吨）。

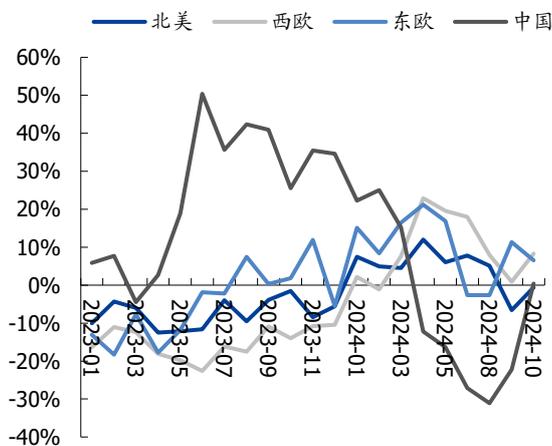
需求端：欧美补库、内需企稳，25 年纸浆有望温和回暖。欧美 24 年终端平稳、低基数下同比实现稳健增长（24 年 10 月欧洲针叶浆需求量累计同比+21.7%），叠加港口自年初开启补库（10 月较年初+17%），需求贡献较强支撑；内需方面，根据中国造纸协会数据，预计 2024 年我国纸及纸板总产量达 1.36 亿吨（同比+4.9%），但自制浆加速落地（预计原生纸浆产量达 3100 万吨、同比+7%）、纸企压低原料库存，整体购浆意愿偏弱。从全球市场发货情况来看，2024 年 1-10 月世界 20 国出货量累计同比-0.2%，其中对中国发货量同比-11.9%，而北美、西欧、东欧分别同比+4.8%、+11.1%、+14.2%。展望 2025 年，全球降息周期开启、国内刺激政策落地，我们预计商品浆需求量有望平稳增长。

图 65: 欧洲木浆需求量 (万吨)


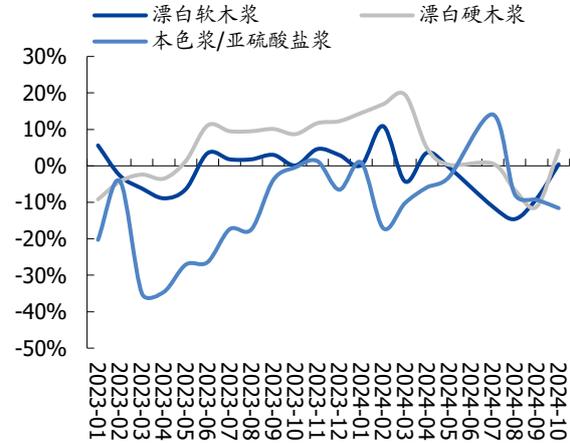
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 66: 欧洲港口木浆库存量


资料来源: Europulp, 信达证券研发中心

图 67: W20 纸浆出货量分国别梳理


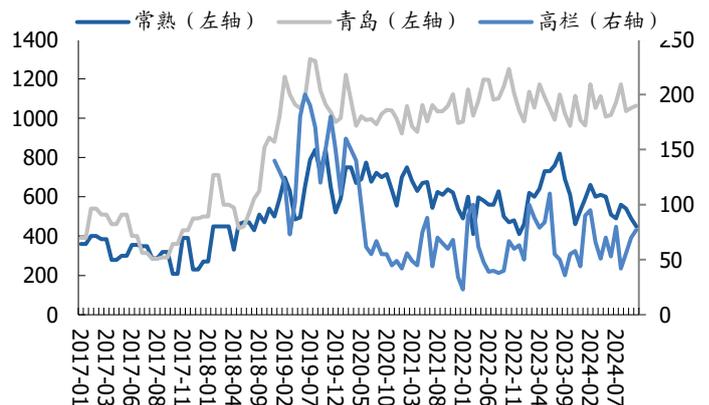
资料来源: 中国造纸协会, PPPC, 信达证券研发中心

图 68: W20 纸浆出货量分种类梳理


资料来源: 中国造纸协会, PPPC, 信达证券研发中心

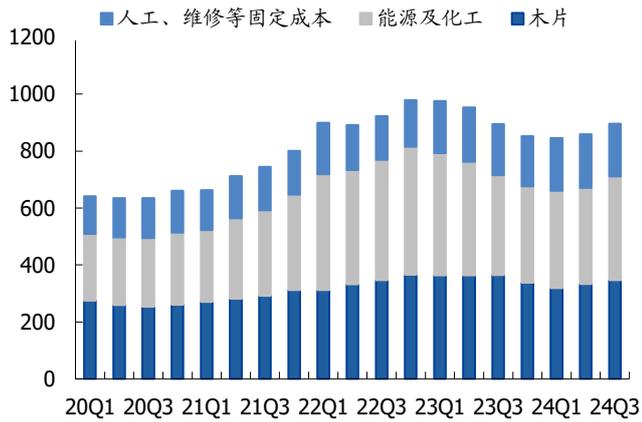
图 69: 中国纸浆进口量 (千吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

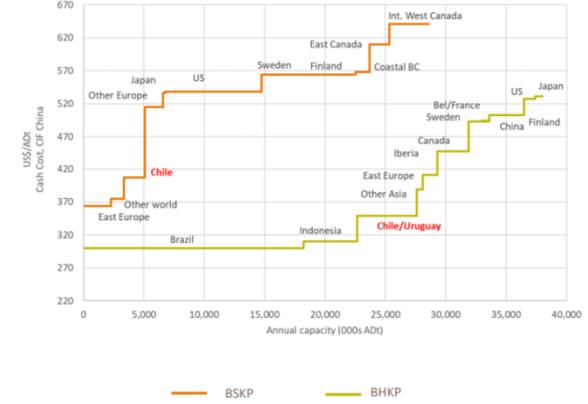
图 70: 国内港口木浆库存梳理 (千吨)


资料来源: 卓创资讯, 信达证券研发中心

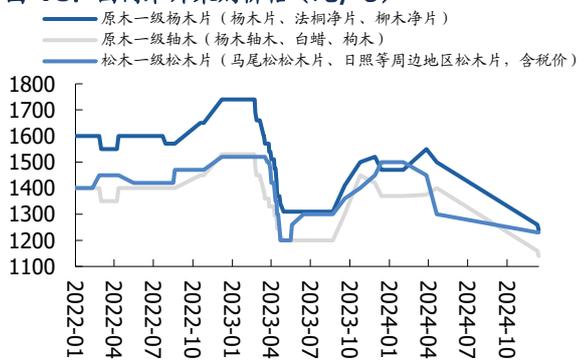
成本端: 海外成本抬升, 全球浆厂挺价诉求一致。20Q1-24Q3 全球制浆龙头 Suzano 单吨木片成本从 275 BRL (巴西特雷尔) 抬升至 347 BRL, 单吨制浆现金成本从 597 BRL 提升至 863 BRL (116-158 美元)。2024 年尽管国内木片价格下滑, 但受制于资源限制, 目前木片平均采购费用仍高达 168 美金/绝干吨 (1 吨阔叶浆约消耗 2.2 绝干吨木片), 我们预计单吨纸浆生产成本约 500 美金左右, 远高于海外浆厂。国内浆厂制浆主要自给, 若市场价跌破成本价, 其浆纸协同优势显著削弱, 当前浆价位置, 全球浆厂挺价诉求一致, 预计浆价筑底。

图 71: Suzano 木浆生产吨成本走势 (巴西雷亚尔/吨)


资料来源: Suzano 公司公告, 信达证券研发中心

图 72: 全球不同地区木浆成本对比


资料来源: Arauco 公司公告, 信达证券研发中心

图 73: 国内木片采购价格 (元/吨)


资料来源: 太阳纸业公众号, 信达证券研发中心

图 74: 单吨制浆成本拆解 (元/吨)

	太阳纸业	晨鸣纸业
	2023	2023
原材料	2764	原材料(含化工) 2690
折旧	137	折旧 169
人工成本	107	人工成本 47
能源动力	338	能源动力 526
其他制造费用	115	其他制造费用 231
运输费	157	化工 -
合计	3618	合计 3663

资料来源: 太阳纸业年报, 晨鸣纸业年报, 信达证券研发中心

中期供需或将基本平衡, 降息周期看多商品温和通胀。 中期视角来看, 全球新增商品浆产能有限, 且各国 24H2 步入降息周期、需求有望企稳改善, 我们预计 2025 年商品浆市场供小于求, 但考虑到国内纸厂自制浆加速落地, 我们预计整体供需或将基本平衡, 纸浆价格温和上涨。

2.3 造纸：盈利筑底、供需分化，原料布局为核心竞争力

短期景气：提价落地、成本抬升，盈利周期见底。24Q1-3 高价原材料持续入库、纸企成本逐季抬升，叠加下游需求不振、纸价下滑，行业处于盈利下行周期，其中特纸行业格局优异&部分品类景气尚可、整体表现较优。Q4 浆价高位回落，但受制于海运周期延长等因素，预计低价原材料入库时间延后、纸企成本下降斜率较缓；价格方面，旺季不旺、10 月纸价延续颓势，但 11 月受晨鸣停产影响，提价稳步落地，预计整体 Q4 价格环比略下降，吨盈利筑底。

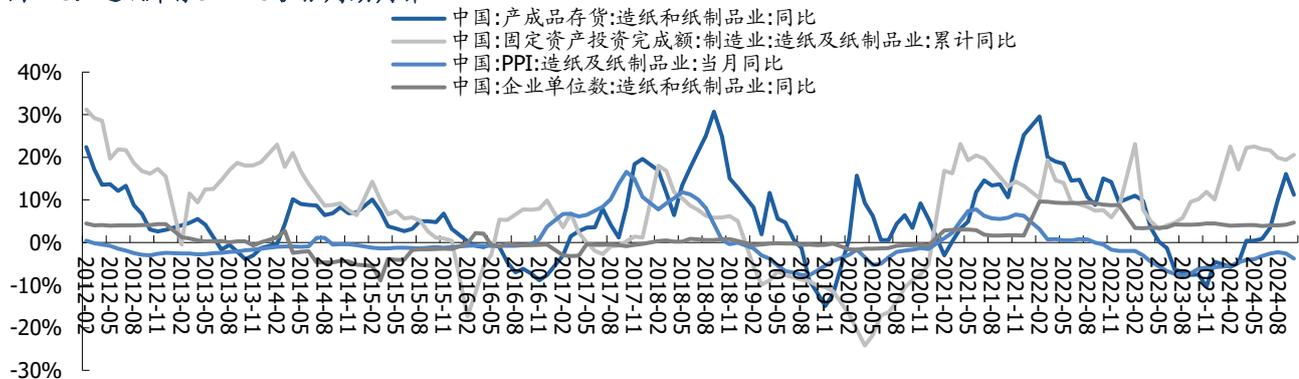
图 75：纸价跟踪（元/吨）

	内盘针叶浆	内盘阔叶浆	双胶纸	铜版纸	白卡纸	A级国废黄板纸	瓦楞纸	箱板纸
2023年	6243.21	5103.08	6100.25	5604.13	4713.33	1588.96	2913.81	3946.97
23Q1	7188.50	6015.42	6693.85	5689.35	5105.97	1666.16	3125.88	4262.25
23Q2	5857.38	4316.83	6060.48	5429.92	4486.61	1584.03	2847.80	3945.43
23Q3	5752.63	4687.25	5559.77	5325.87	4380.47	1526.24	2763.30	3748.30
23Q4	6166.67	5425.00	6113.91	5977.26	4897.35	1575.44	2926.51	3843.39
2024年								
24Q1	6000.42	5294.17	5788.33	5792.13	4761.89	1513.64	2854.69	3832.96
24Q2	6379.83	5685.67	5782.66	5740.32	4417.10	1441.87	2645.31	3655.62
24Q3	6147.97	4987.82	5444.52	5545.85	4393.15	1473.61	2609.01	3620.10
24Q4 (截止12月6日)	6249.38	4589.44	5170.45	5408.86	4171.86	1503.92	2681.08	3625.17
24Q4 环比	1.6%	-8.0%	-5.0%	-2.5%	-5.0%	2.1%	2.8%	0.1%
24Q4 同比	1.3%	-15.4%	-15.4%	-9.5%	-14.8%	-4.5%	-8.4%	-5.7%

资料来源：卓创资讯，信达证券研发中心

短期纸价温和回暖，中期供需延续压力。造纸环节扰动持续，晨鸣短期难以快速复工，行业格局仍处于温和改善阶段。短期涨价函频发，纸厂+纸贸库存相对低位，提价落地幅度优异。中期来看，我们判断行业 CAPEX 领先于 PPI 领先于库存，目前行业企业数量扩张，2024 年 1-11 月固定资产投资完成额累计同比达 19.6%，2025 年行业预计延续供需压力，价格抬升幅度或有限。

图 76：造纸库存&PPI&扩张周期判断



资料来源：Wind，信达证券研发中心

中期供需：浆纸系供需矛盾仍突出，箱板/瓦楞供需缓和。分品类来看：

1) 文化纸：需求方面，本轮教辅招标结束，预计明年 3-5 月新一轮教辅教材备货提振需求，长期看文化纸教材、期刊等需求刚性；供给方面，2024 年新增供给合计超 100 万吨，其中华泰、玖龙年初分别投产 52 万吨、55 万吨，后续仍有岳阳林纸 45 万吨（预计 2024 年底投产）、五洲特纸 15 万吨（预计 2025 年中投产）、玖龙纸业 130 万吨预计（2025H1）待投产，预计 2025 年供给压力仍存。

2) 白卡纸：需求方面，白卡与国内食品、烟、酒包装需求高度相关，短期有望受益于经济预期复苏，长期“以纸代塑”有望催化需求弹性；供给方面，2024 年新增供给合计约 150 万吨，其中玖龙 120 万吨（2024Q3 投产）、冠豪高新 30 万吨（2024Q2 投产），2025 年仍有博汇 80 万吨（预计 2025 年投产）、玖龙纸业 120 万吨（预计 2025Q2 投产）、联盛 100 万吨、亚太森博 120 万吨待投产，预计 2025 年供给压力扩大。

3) 特种纸: 需求方面, 特种纸品类多元, 食品卡/热转印/格拉辛等日用消费品类应用场景持续扩张, 需求增量预计表现突出; 装饰原纸与家居紧密相关、政策落地预计驱动需求温和回暖; 医疗用纸预计需求稳定、烟草配套/无碳纸等预计延续弱势(下游烟草/发票行业收缩)。供给方面, 细分龙头 24-25 年集中投产, 且大宗纸企产品逐步切入特种纸领域, 预计各细分赛道供需压力增加。

4) 箱板/瓦楞纸: 需求方面, 箱板瓦楞纸需求与我国社会零售额、GDP 增速等宏观经济指标具备较强关联性, 预计 25 年经济复苏预期强化提振需求; 供给方面, 2024 年龙头企业合计新增产能超 200 万吨, 其中五洲 78 万吨、河南龙源新增 35 万吨、山鹰吉林新增 30 万吨、宿州贡献 90 万吨(预计 9 月-12 月分批投产), 2025 年龙头企业主要新增产能仅有五洲 25 万吨(预计 2025Q1 投产)、太阳纸业 120 万吨(预计 2025Q4 投产)、新乡亨利纸业 30 万吨(我们预计 2025 年投产、置换原有 20 万吨老产线), 预计表观供需压力缓和。此外, 海外近年来成本抬升, 价格高位运行, 2024 年 10 月我国箱板/瓦楞进口总量分别为 39.5/19.3 万吨(较高点分别-11.9/-17.6 万吨), 零关税影响逐步减弱。

图 77：各纸种供需情况

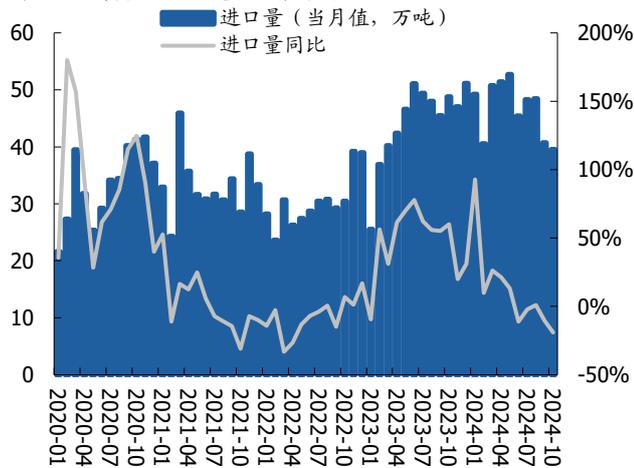
	2024年			2025年		
	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	预计投产时间
文化纸	华泰纸业	52万吨	2024-01	五洲特纸	15万吨	2025年中
	玖龙纸业	55万吨	2024-01	玖龙纸业-北海	70万吨	2025Q2
	岳阳林纸	45万吨	预计2024年底	玖龙纸业-荆州	60万吨	2025Q1
白卡纸	2024年			2025年		
	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	预计投产时间
	玖龙纸业	120万吨	2024Q3	博汇纸业	80万吨	2025年
	冠豪高新	30万吨	2024Q2	玖龙纸业	120万吨	2025Q2
包装纸	2024年			2025年		
	公司名称	产能规模	投产时间	公司名称	产能规模	预计投产时间
	五洲特纸	78万吨	2024Q3	五洲特纸	25万吨	2025Q1
	山鹰国际-吉林	30万吨	2024-01	新乡亨利	10万吨	2025E
	山鹰国际-宿州	90万吨	预计9-12月分批投产	太阳纸业	120万吨	2025Q4
河南龙源	35万吨	2024M8				

资料来源：纸视界，纸业网，纸业联讯，玖龙纸业年报、Wind、纸引未来网，亚太森博（江苏）浆纸有限公司二期年产120万吨高档白卡纸项目环评报告书、漳州发改委，中国轻工机械协会，拂晓报视频号，新乡亨利，隆众资讯，商都网，信达证券研发中心

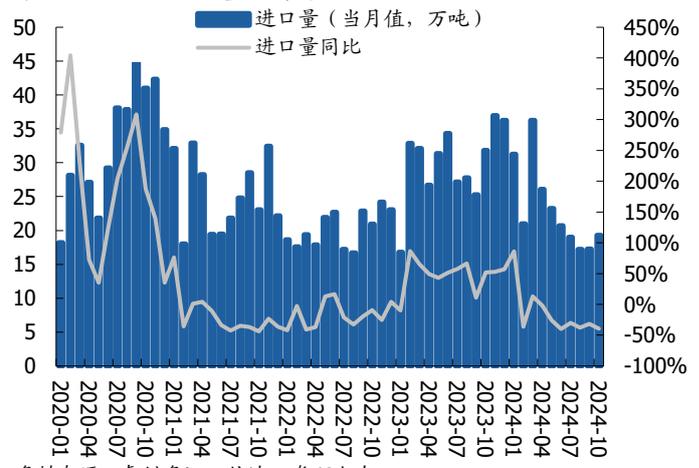
图 78: 特种纸分品类供需梳理

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2025年预计新增需求	新增供给
食品包装纸	产量(万吨)	161.2	205.4	236.5	267.0	307.3	347.2	364.6	401.1	36.5	厚纸: 1) 2023仙鹤30万吨食品卡; 2) 2024恒豪30万吨食品卡; 3) 金天和30万吨食品卡
	YOY	6.0%	27.4%	15.1%	12.9%	15.1%	13.0%	5.0%	10.0%	薄纸: 1) 2024年仙鹤广西&湖北项目; 2) 2024年恒达5万吨食品医疗及深加工; 3) 2024-2025年华旺40万吨特种纸; 4) 民丰8、25号机合计技改5万吨	
装饰原纸	销量(万吨)	105.5	108.5	111.3	120.5	105.7	141.1	127.0	133.3	6.3	2024仙鹤广西&湖北项目 2024-2025华旺40万吨特种纸 2025齐峰20万吨装饰原纸(首期8万吨) 2024年五洲特纸7万吨装饰原纸
	YOY	8.5%	2.9%	2.6%	3.3%	-12.3%	33.5%	-10.0%	5.0%		
格拉辛纸	产量(万吨)	30.2	34.2	38.9	44.3	52.5	60.2	69.1	79.5	10.4	2024仙鹤广西&湖北项目 2024-2025华旺40万吨特种纸 2025年五洲特纸25万吨格拉辛纸
	YOY	34.8%	13.2%	13.7%	14.0%	18.3%	14.8%	14.8%	15.0%		
热敏纸	产量(万吨)	49.0	52.0	53.0	53.0	55.1	56.8	58.5	61.4	2.9	
	YOY	16.7%	6.1%	1.9%	0.0%	4.0%	3.0%	3.0%	5.0%		
无碳纸	产量(万吨)	46.7	44.7	43.1	42.2	41.4	40.1	38.9	37.8	(1.2)	2024仙鹤广西&湖北项目
	YOY	-0.6%	-4.3%	-3.6%	-2.0%	-2.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%		
热转印	产量(万吨)	19.2	20.4	21.0	23.0	25.0	26.7	28.5	30.8	2.3	2023五洲2.2万吨热转印 2024恒豪6万吨热转印 2024仙鹤广西&湖北项目 民丰25号机技改2.5万吨 2025五洲4万吨热转印
	YOY	3.2%	6.4%	2.8%	9.5%	8.7%	6.8%	6.8%	8.0%		
医疗用纸	产量(万吨)	13.8	16.2	21.0	23.5	24.2	19.4	20.3	21.3	1.0	2024年仙鹤广西&湖北项目 2024年恒达5万吨食品医疗及深加工 2024-2025年华旺40万吨特种纸 民丰8、25号机合计技改5万吨(部分为医疗纸)
	YOY	3.1%	17.0%	29.8%	11.9%	3.0%	-20.0%	5.0%	5.0%		
烟草配套纸	产量(万吨)	8.8	8.5	9.0	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	0.0	2024仙鹤广西&湖北项目 民丰8号机技改2.5万吨&2.6万吨烟用镀铝内衬用纸
	YOY	-1.1%	-3.4%	5.9%	16.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		

资料来源: 中国林产工业协会, 恒达新材招股书, 华经产业研究院, 共研网, 观研天下, 智研咨询, 知网文化, 中国家居产业, 中商情报网, 各公司公开投资者交流纪要, 各公司公告, 湛江经济开发区门户网站, 皖江在线, 纸视界, 信达证券研发中心

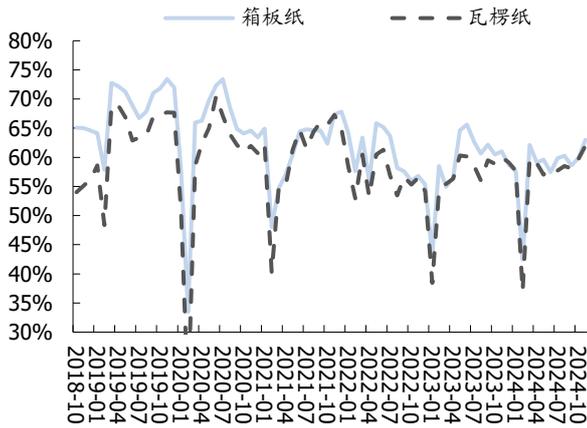
图 79: 箱板纸进口量及增速(万吨)


资料来源: 卓创资讯, 信达证券研发中心

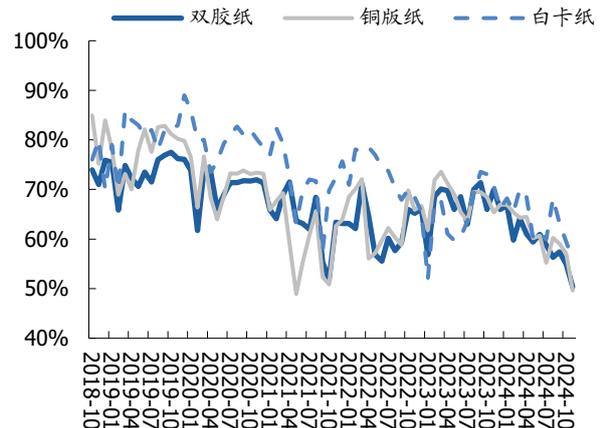
图 80: 瓦楞纸进口量及增速(万吨)


资料来源: 卓创资讯, 信达证券研发中心

供应扰动频发, 短期格局温和改善。盈利下行周期部分纸企经营承压, 晨鸣停机影响其当月浆纸产量约 58 万吨、纸销量约 35 万吨, 我们预计白卡纸基本停产、文化纸停产比例较高; 美利云宣布停止经营造纸业务(主营文化纸、年产能 25 万吨)。停产频发驱动短期格局温和改善, 12 月文化/白卡纸提价顺势落地(12 月双胶/铜版/白卡环比分别+4.3%/+2.2%/+1.6%)。考虑, 目前行业开工率仍处低位, 11 月双胶/铜版/白卡/箱板/瓦楞开工率分别仅为 50%/50%/56%/63%/62%, 供需矛盾仍突出, 部分产能停产中长期影响有限。

图 81: 废纸系开工率


资料来源:卓创资讯, 信达证券研发中心

图 82: 浆纸系开工率


资料来源:卓创资讯, 信达证券研发中心

长期竞争: 纵深布局产业链为核心抓手。多数大宗纸龙头已在国内实现浆纸一体化布局, 其中**太阳纸业**(纸产能 729 万吨/浆产能 500 万吨)、**玖龙纸业**(纸产能 2167 万吨/浆产能 514 万吨)**晨鸣纸业**(纸产能 681 万吨/浆产能 430 万吨)等布局领先;**仙鹤股份**(广西/湖北林浆纸一体化项目)、**五洲特纸**(首期 30 万吨化机浆 2023Q4 已投产)、**华旺科技**(木浆贸易)、**冠豪高新**(打造 40 万吨化机浆项目)近年来加速布局。各纸企自制浆成本偏差有限、未来林木资源或为核心资源禀赋。太阳纸业老挝林地目前已进入成熟运营期, 公司预计未来年均新种植面积超 1 万公顷, 轮伐面积有望呈非线性增长。我们预计公司老挝基地单吨自产木片成本远低于采购成本, 伴随上游木片资源供应能力提升, 公司底层利润有望进一步夯实、竞争优势有望持续扩大。

图 83: 产能梳理(万吨)

太阳纸业		玖龙纸业		晨鸣纸业	
造纸产能	制浆产能	造纸产能	制浆产能	造纸产能	制浆产能
729	500	2167	514	681	430
仙鹤股份		五洲特纸		华旺科技	
造纸产能	制浆产能	造纸产能	制浆产能	造纸产能	制浆产能
160	70	209.6	30	35	木浆贸易

资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

2.4 投资建议

全球木片供给收缩, 需求受下游纸浆投产预计持续提升, 木片资源偏紧或将成为常态, 中长期支撑浆价底部抬升。24 年纸浆供需错配、高开低走; 25 年全球降息、需求有望企稳, 叠加新增商品浆产能有限, 供需或将基本平衡, 价格有望温和上涨。成品纸方面, 短期竞争格局温和改善、纸价温和反弹; 中期箱板/瓦楞供需关系有望缓和、预计价格中枢稳定向上, 浆纸系供需压力仍存、龙头凭借林浆纸一体化有望持续扩大竞争优势。**1) 大宗纸:** 建议关注底层利润夯实向上的**太阳纸业**, 关注**玖龙纸业**、**山鹰国际**、**博汇纸业**、**岳阳林纸**、**晨鸣纸业**等。**2) 特种纸:** 建议关注产品多元、抗周期能力优异, 成长动能充沛的**仙鹤股份**、**华旺科技**、**五洲特纸**, 关注**冠豪高新**、**恒达新材**、**齐峰新材**等。

图 84：盈利预测（亿元）

公司名称	总市值	营业收入			归母净利润			PE		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
太阳纸业	403.53	395.44	420.26	452.30	30.86	32.50	37.08	13.08	12.42	10.88
玖龙纸业	138.96	598.18	667.72	775.39	7.51	13.21	20.33	18.51	10.52	6.84
仙鹤股份	132.09	85.53	103.16	125.25	6.64	10.77	13.54	19.90	12.26	9.76
山鹰国际	117.63	293.33	311.46	343.09	1.56	3.03	6.68	75.30	38.80	17.61
岳阳林纸	89.52	86.41	84.35	103.77	(2.38)	(0.40)	3.30	-	-	27.14
博汇纸业	69.11	186.93	198.97	222.83	1.82	3.44	6.11	38.01	20.07	11.31
晨鸣纸业	68.01	266.09	-	-	(12.81)	-	-	-	-	-
华旺科技	63.25	39.76	42.55	49.38	5.66	6.02	7.03	11.17	10.51	9.00
冠豪高新	62.66	74.03	82.55	91.32	(0.46)	1.30	2.35	-	48.32	26.70
齐峰新材	57.29	36.61	35.50	39.29	2.37	1.61	2.21	24.20	35.59	25.92
五洲特纸	53.76	65.19	77.80	97.23	2.73	4.62	6.13	19.70	11.65	8.77
恒达新材	22.98	8.69	-	-	0.88	-	-	26.22	-	-

资料来源:Wind, 信达证券研发中心 (注: 盈利预测均取自 Wind 一致预期, 估值日期截至 2024 年 12 月 20 日)

3 消费：把握稀缺景气成长、份额提升消费个股

消费需求整体偏弱，关注细分赛道。根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月我国社会消费品零售总额累计同比 +3.5%，下游消费内生动力仍不足、内卷加剧，总量扩张逻辑趋弱下建议关注细分结构性机会。同时，也需要注意政策强调“大力提振消费，全方位扩大内需”，我们预计后续消费总量有望扩张。

1) 渠道结构迭代：我国消费渠道结构从传统线下商超、转移至线上货架电商平台，伴随以抖音、小红书为代表的新兴平台崛起，线上流量分化，内容电商平台流量快速增长。随流量红利结束、消费者购物观念进阶、品牌对盈利能力要求提高，2024 年货架电商以及线下渠道重要性提高；同时线下品牌持续进行渠道深耕，深度分销市场成为重要战地。渠道的快速变革对各品牌渠道把控能力&产品迭代能力提出更高要求，持续思变的企业（自由点、冷酸灵、麦富迪等）有望常青。

2) 悦己消费兴起：伴随消费观念改变、新生力量崛起，悦己消费逐步兴起，消费者对情感消费、智能化、大健康等方面的需求快速增长，细分赛道（潮玩、谷子、宠物等）景气度提升。

3) 传统消费复苏：公牛、晨光等作为传统消费品中龙头地位明确、增长动能清晰的优质资产，建议在估值分位偏低位置积极关注。

4) 科技革命：AI 模型持续迭代，推动应用侧百花齐放；智能眼镜作为 AR+AI 的最佳落地载体之一，产业趋势确定，24Q4-25Q2 将有大量 AI 眼镜发售，海内外厂商纷纷入局，供给端持续孵化爆品、甚至创造新需求，关注处于 0-1 成长阶段的 AI 眼镜等。

3.1 份额提升：百亚、登康、乖宝、润本成长逻辑再梳理

总量扩张逻辑趋弱下，结构性品牌提份额的成长逻辑稀缺性凸显。百亚、登康、乖宝、润本作为四个不同赛道同样拥有提份额逻辑的公司，2025 年成长逻辑有望继续演绎。

1、市场空间&增速对比：卫生巾&宠物食品&婴童护理是增量市场，宠物食品增速领先，牙膏市场较为稳定。

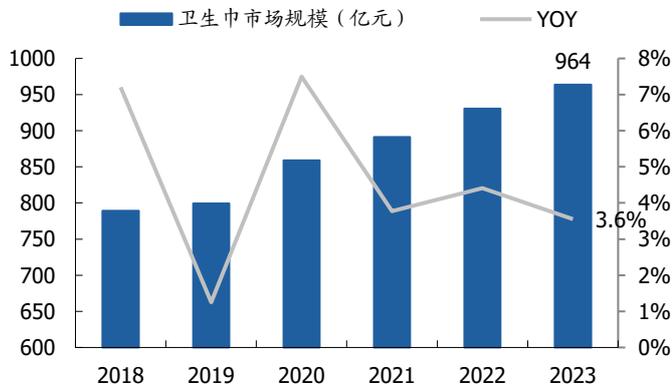
1) 卫生巾：2023 年市场规模 964 亿元（同比+3.6%），2018-2023 年市场规模 CAGR 为 4.1%。

2) 牙膏: 2023 年市场规模 302 亿元 (同比+0.2%), 2018-2023 年市场规模 CAGR 为 1.7%。

3) 宠物食品: 2023 年市场规模 510 亿元 (同比+4.6%), 2018-2023 年市场规模 CAGR 为 13.7%。

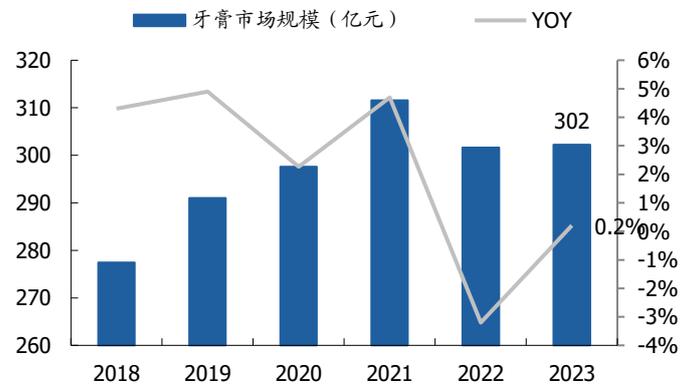
4) 婴童护理: 2023 年市场规模 320 亿元 (同比+6.9%), 2018-2023 年市场规模 CAGR 为 7.5%。

图 85: 我国卫生巾市场规模及增速 (亿元)



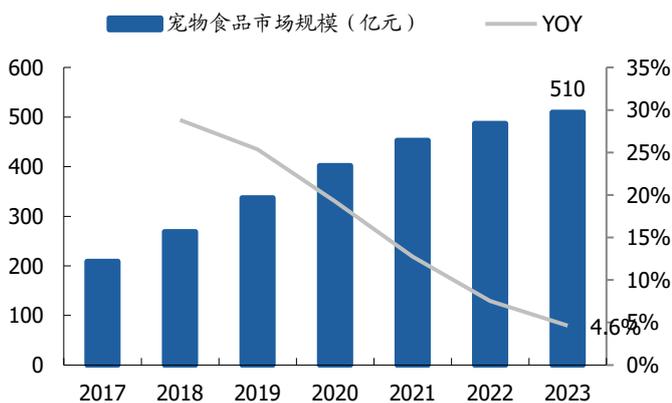
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 86: 我国牙膏市场规模及增速 (亿元)



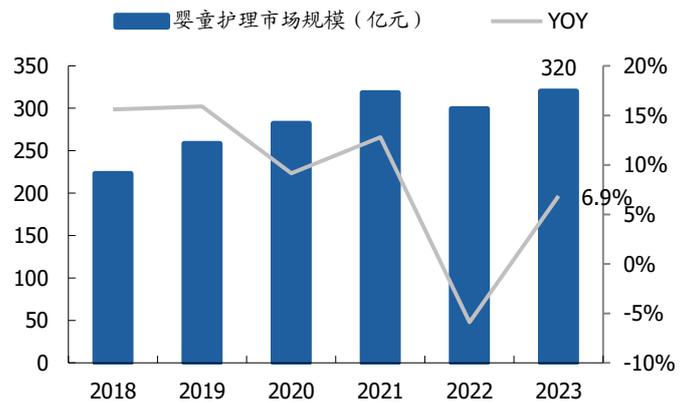
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 87: 我国宠物食品市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 88: 我国婴童护理市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

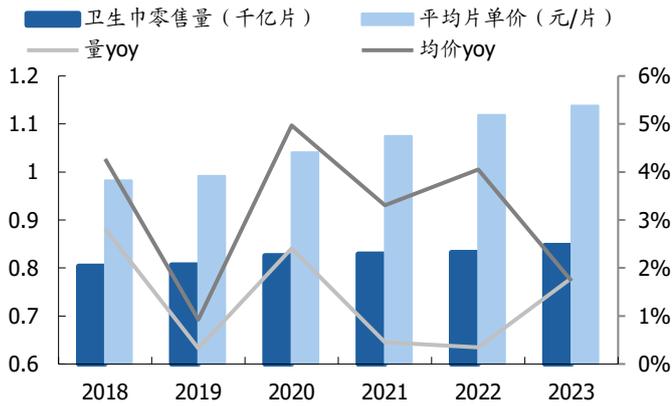
2、行业增长驱动力对比: 宠物食品量价齐升、快速成长, 卫生巾&牙膏&婴童护理主要靠价升驱动、步入成熟期。

1) 卫生巾: 2023 年卫生巾零售量为 849 亿片 (同比+1.8%)、均价为 1.14 元/片 (同比+1.7%), 2018-2023 年零售量 CAGR 为 1.1%、均价 CAGR 为 3.0%。

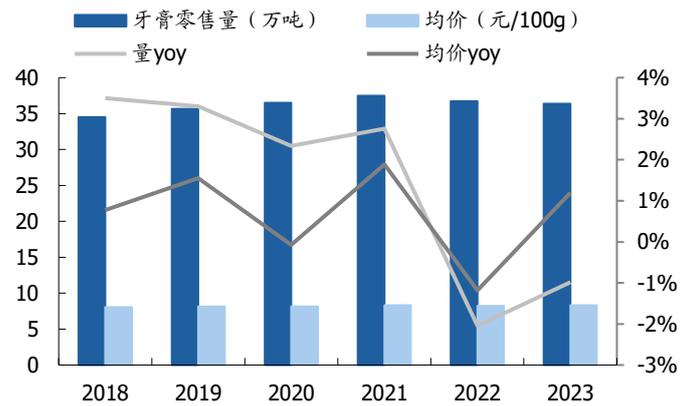
2) 牙膏: 2023 年牙膏零售量为 36 万吨 (同比-1.0%)、均价为 8.3 元/100g (同比+1.2%), 2018-2023 年零售量 CAGR 为 1.1%、均价 CAGR 为 0.7%。

3) 宠物食品: 2023 年宠物食品零售量为 137 万吨 (同比+2.5%)、均价为 37.1 元/kg (同比+2.1%), 2018-2023 年零售量 CAGR 为 9.5%、均价 CAGR 为 3.8%。

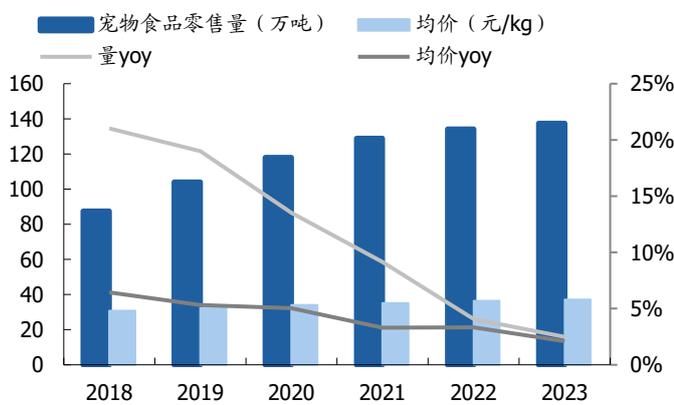
4) 婴童护理: 2023 年婴童 (0-14 岁) 数量为 2.3 亿人 (同比-3.5%)、单童消费额 139 元 (同比+10.8%), 2018-2023 年婴童数量 CAGR 为 -0.6%、单童消费额 CAGR 为 8.1%。

图 89：卫生巾行业量价增长拆分


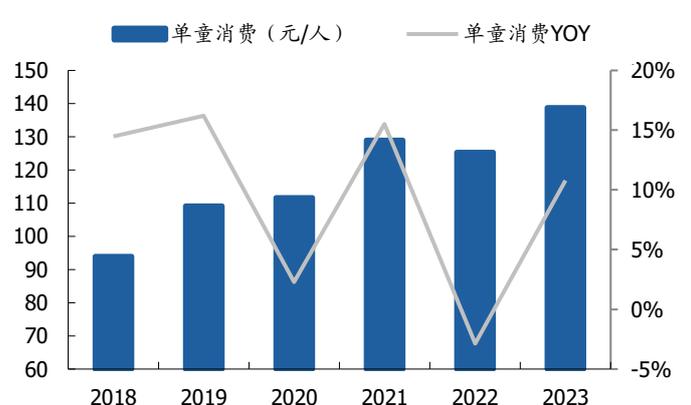
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 90：牙膏行业量价增长拆分


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 91：宠物食品行业量价增长拆分


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 92：婴童护理行业量价增长拆分


资料来源：欧睿，Wind，信达证券研发中心

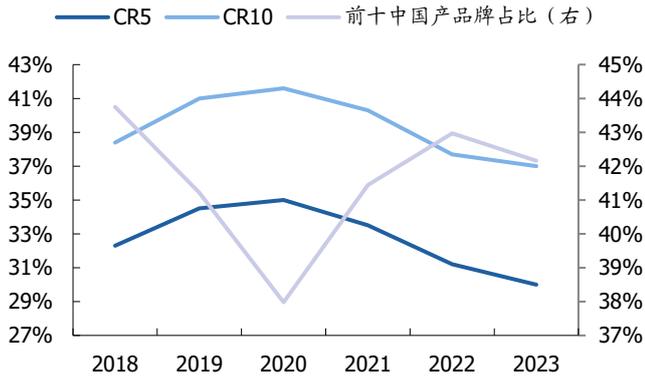
3、行业成熟度&格局对比：卫生巾&牙膏处于二线品牌突围期，依托差异化电商打法+细致线下渠道管控突围，国产份额稳步提升；宠物食品集中度由分散走向集中，线上化率高，国产高端化空间较大；婴童护理仍处于百花齐放阶段、集中度趋于分散、国产份额快速提升。

1) 卫生巾：2023 年行业 CR5、CR10 分别为 30%、37%，2020-2023 年行业趋于分散，前十品牌中国产品牌份额占比从 38%提升至 42%。

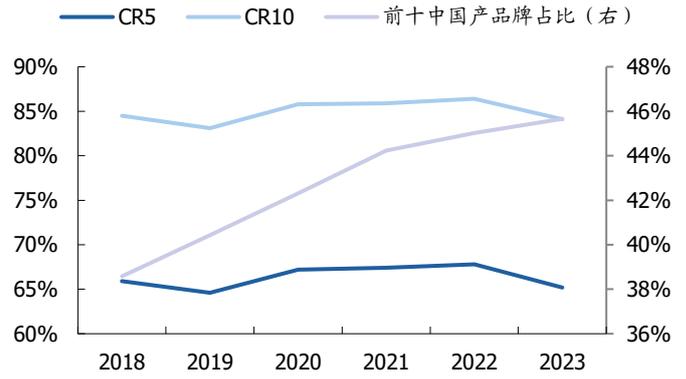
2) 牙膏：2023 年行业 CR5、CR10 分别为 65%、84%，2020-2023 年行业集中度保持稳定，前十品牌中国产品牌份额占比从 42%提升至 46%。

3) 宠物食品：2023 年行业 CR5、CR10 分别为 18%、24%，2020-2023 年行业趋于集中，前十品牌中国产品牌份额占比先提升后下降、2023 年占比为 53%。

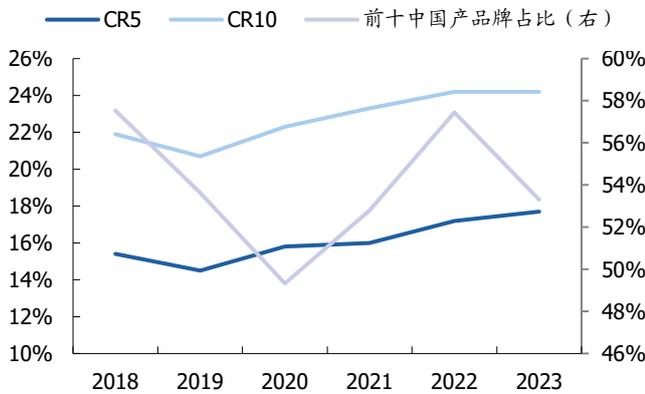
4) 婴童护理：2023 年行业 CR5、CR10 分别为 14%、24%，2020-2023 年行业趋于分散，前十品牌中国产品牌份额占比从 57%提升至 67%。

图 93: 我国卫生巾行业品牌集中度


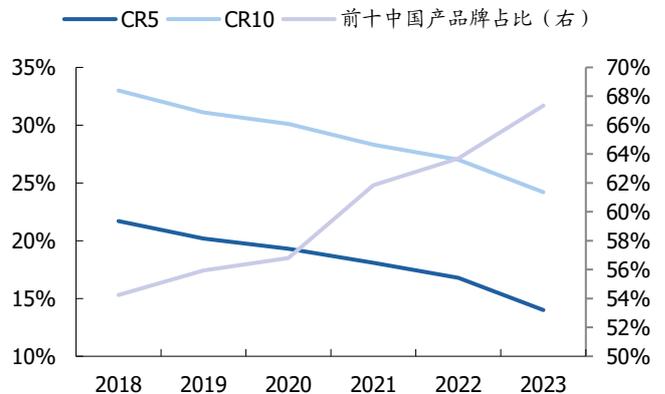
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 94: 我国牙膏行业品牌集中度


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 95: 我国宠物食品行业品牌集中度


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 96: 我国婴童护理行业品牌集中度


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

4、镜鉴日本: 日本宠物食品&牙膏市场仍未见顶, 品牌本土化是共同趋势。穿越经济周期后, 日本牙膏&宠物食品市场仍稳健增长, 卫生巾&婴童护理基本稳定, 量均处于下滑期(牙膏销量相对稳定), 价升为核心驱动力(宠物食品价升最显著)。卫生巾品牌格局高度集中、基本被本土品牌垄断; 牙膏&婴童护理集中度偏高、本土份额稳定高位; 宠物食品集中度较低、趋于提升、且本土替代持续进行。

图 97: 日本市场各行业对比

	卫生巾	牙膏	宠物食品	婴童护理
市场规模(亿人民币)	约30亿(已见顶)	约70亿(未见顶)	约290亿(未见顶)	约20亿(已见顶)
18-23年规模CAGR	0.2%	2.0%	5.0%	-1.3%
18-23年零售量CAGR	-2.3%	-0.6%	-3.0%	0-14岁婴童数量CAGR为-1.7%
18-23年均价CAGR	2.6%	2.6%	8.3%	单童消费额CAGR为1.7%
品牌CR5	99%	58.6%	34.4%	56.9%
品牌CR10	99%	72.8%	49.9%	68.3%
集中度变化	提升	提升	提升	下降
前十本土品牌占比	100%(提升)	80.5%(平稳)	61.3%(提升)	77.2%(平稳)

资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

5、行业对比总结: 1) 卫生巾&牙膏行业: 传统龙头增长受困&份额下降、国产二线品牌提份额, 新锐品牌打法多为通过抖音等平台引流、赋能其他平台&线下市场; 线下经销体系密度高、考验综合运作能力; 更偏流量型、种草型打法, 卫生巾注重女性情感营销, 牙膏强调产品功能营销; **2) 宠物食品行业:** 量价齐升、增长驱动力多

元、且日本市场至今未见顶、天花板高，消费者教育壁垒更高、品牌粘性强、大单品效应显著、护城河更深；**3）婴童护理：格局分散，优秀品牌依托性价比&爆款产品快速迭代提份额，毛利率高、SKU 相对分散。**

图 98：我国卫生巾、牙膏、宠物食品、婴童护理行业对比

指标	卫生巾	牙膏	宠物食品	婴童护理
规模增速	964亿（18-23年CAGR为4.1%）	302亿（18-23年CAGR为1.7%）	510亿（18-23年CAGR为13.7%）	320亿（18-23年CAGR为7.5%）
品牌格局	集中度中等、趋于分散（传统国产&外资龙头份额下降），二线国产品牌份额提升	高度集中、集中度稳定，外资份额下降，国产份额提升	较为分散、趋于集中，国产份额短期波动，高端价格带外资份额极高	较为分散、进一步分散化，国产份额快速提升
行业逻辑				
增长逻辑	均价提升*国产替代	均价提升（幅度小于卫生巾）*国产替代	养宠渗透率提升*户均宠数提升*宠均消费额提升*国产替代	单童消费额提升*优秀品牌份额提升
底层驱动	悦己消费、理念科学化、生活精细化、国产替代			
产品	高毛利率（50-60%+），低客单价，大单品属性	较高毛利率（40-60%+），低客单价，大单品属性	中等毛利率（40%+），中等客单价，大单品属性（主粮）；研发、供应链管理能力强	高毛利率（55-80%），中等客单价，SKU多；研发、供应链管理能力强
渠道	线上化率中等（32%），线下经销体系复杂	线上化率偏低（27%），线下经销体系复杂	线上化率极高（68%），渠道迭代速度快，渠道把控能力要求极高	线上化率高（48%），渠道迭代速度快，渠道把控能力要求较高
营销	偏流量型、种草型打法（卫生巾更强调女性情感营销）		消费者教育能力、内容营销能力要求高（有购买者与使用者非同一主体的天然属性）	
品牌	消费频次最高，品牌粘性较强	消费频次较高，品牌粘性较其他三类更弱	消费频次较高，品牌粘性极强	消费频次较高，品牌粘性极强

资料来源：欧睿，Wind，恒安国际中报，信达证券研发中心

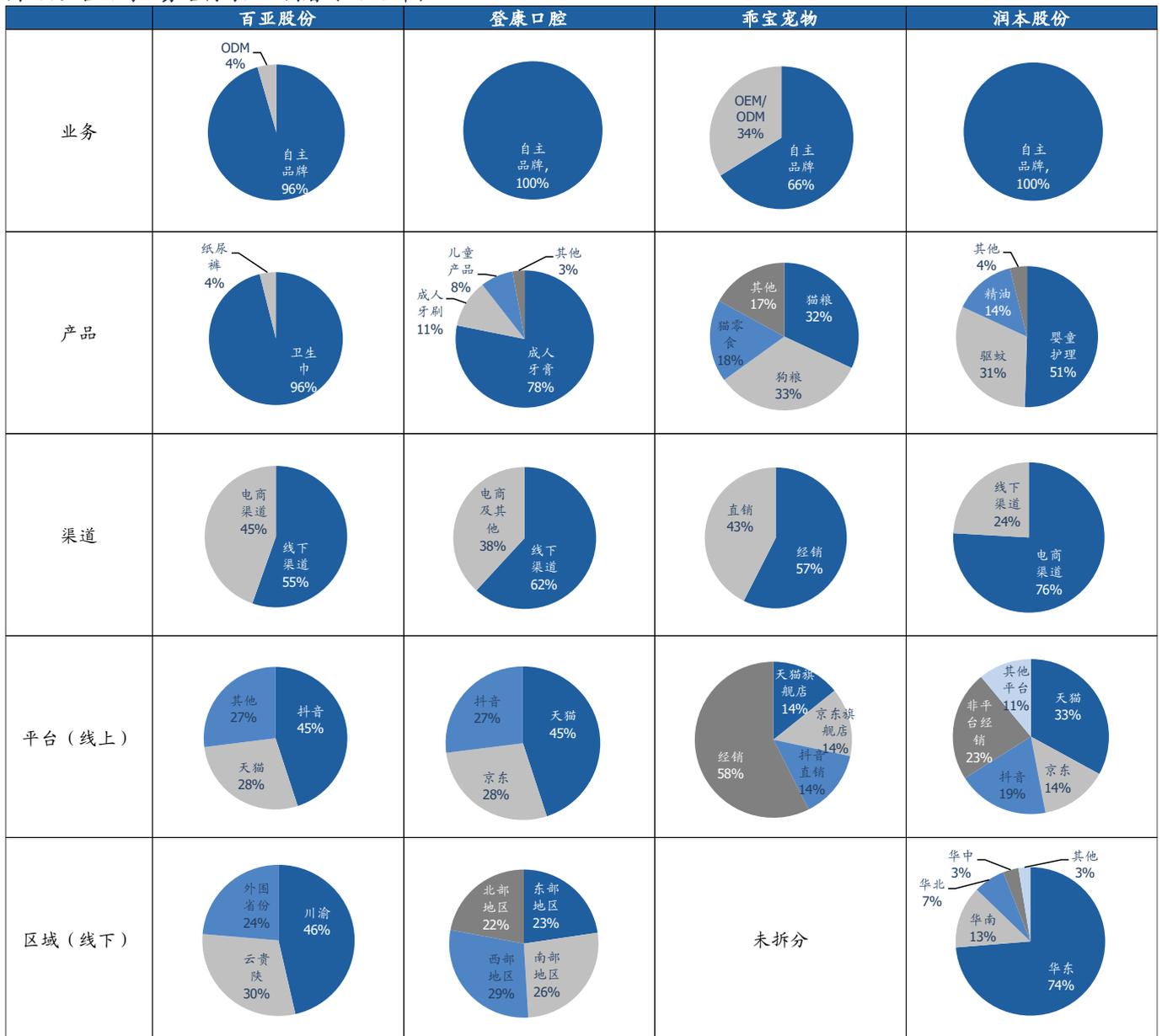
6、个股业务对比：产品端，乖宝&百亚大单品效应显著，登康医研&专研系列快速孵化，润本当前增长主要依托细分品类拓展、SKU 快速迭代；渠道端，百亚&登康变革更显著（线上爆破+线下全国化），乖宝&润本发展均衡；成本&费用端，乖宝&润本盈利能力稳定提升，百亚&登康销售费用率仍处高位。

1）百亚股份：线下全国化扩张、线上抖音流量外溢，各渠道份额加速提升；产品结构优化，益生菌占比快速提升、且迭代至 2.0 拓宽受众，毛利率延续同环比改善；品牌认知提升、复购率提高，盈利模型逐步跑通。

2）登康口腔：线下渠道基础夯实，份额稳步提升，24H1 冷酸灵线下份额提升至 8.6%、成为市场第三（较 23 年提升 1 名）；线上高端医研系列快速放量，产品结构显著优化，公司 24 年线上渠道增速靓丽、医研系列成为核心增长驱动力（当前在抖音平台占比 70%左右），驱动毛利率、净利率稳步提升。

3）乖宝宠物：自主品牌延续快速放量，其中麦富迪增长稳健、弗列加特翻倍以上增长，麦富迪产品结构稳步升级，barf、羊奶肉等高端系列占比提升，弗列加特大单品战略成效突出，高毛利主粮驱动成长，直销占比快速提升，品牌高端化升级顺畅。

4）润本股份：依托完善的 C2M 模式，搭建高性价比、快速迭代的爆品矩阵，公司爆品塑造能力持续得到验证，凭借高性价比&优异产品力，公司份额稳步提升，在细分品类持续突破，25 年青少年系列&防晒新品放量可期；平台运营能力持续深化，渠道结构趋于均衡，线下布局持续深化。

图 99：各公司业务结构对比一图看（2023 年）


资料来源：百亚股份、登康口腔、乖宝宠物、润本股份公告，信达证券研发中心

图 100：各公司盈利能力及销售费用率对比

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
	毛利率			归母净利率			销售费用率		
百亚股份	54.36%	54.44%	55.80%	13.41%	10.05%	7.42%	34.42%	36.14%	41.51%
YOY(±)	7.51%	5.98%	4.20%	-1.92%	-2.03%	-2.21%	11.59%	10.23%	7.32%
乖宝宠物	41.14%	42.80%	41.84%	13.51%	12.05%	13.01%	17.30%	20.45%	18.70%
YOY(±)	6.94%	8.59%	2.99%	4.12%	1.65%	2.63%	2.92%	3.97%	2.12%
登康口腔	48.43%	45.36%	53.92%	10.35%	10.25%	13.01%	31.74%	28.50%	33.51%
YOY(±)	7.17%	0.94%	7.04%	0.93%	-0.15%	0.91%	8.69%	-0.99%	7.21%
润本股份	55.69%	59.49%	57.57%	21.28%	25.04%	27.55%	30.15%	28.33%	23.55%
YOY(±)	2.85%	2.98%	0.11%	7.34%	2.04%	2.48%	1.22%	2.41%	1.45%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2 情绪消费：潮玩、谷子、宠物

1) 镜鉴日本：悦己消费兴起，驱动消费转型。悦己消费是从个人需求、审美、感受角度出发，具有个性化特征；消费目的不局限于物品及其功能性，而是更多聚焦情感共鸣、生命体验等高阶需求。日本第三消费社会（1975-2004年）时期，价值观上注重个人，消费取向上追求个性化、多样化、差别化，展现出较强的悦己消费特征。**日本平成时代（1989-2019年）初期与第三消费社会中后段重合，90年代初经历了泡沫经济破裂、亚洲金融危机等重大事件，日本经济发展停滞，进一步催化悦己消费浪潮。**

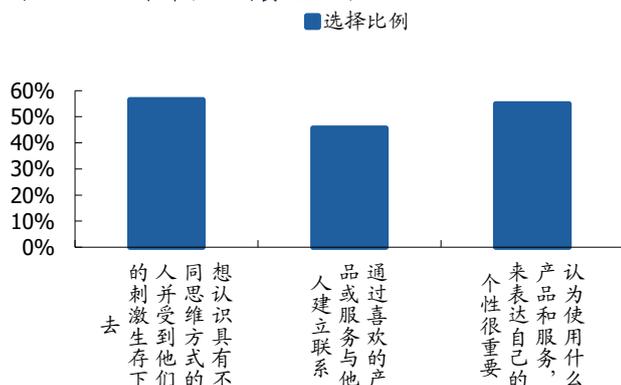
图 101：日本消费社会发展历程

时代划分 时期	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至20世纪40年代。以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长期开始至石油危机；大量生产、大量消费；全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革，收入差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定导致收入减少，人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层单一化的个人

资料来源：36氪，三浦展《第四消费时代》，信达证券研发中心

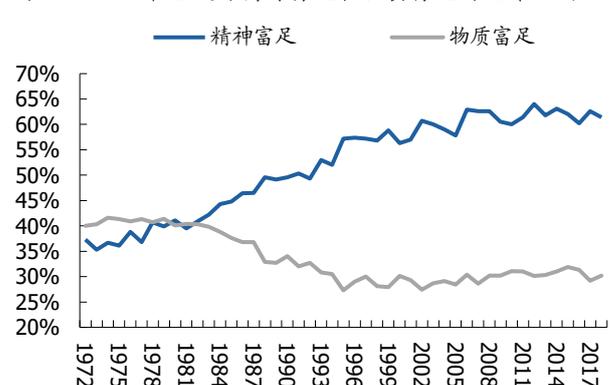
相较于社会认同，年轻群体更关注个体的自我认同和定义。根据爱丽星援引日本电通的《数字时代消费和价值观调查 21》报告，57%的年轻人想认识具有不同思维方式的人并受到他们的刺激生存下去，46%通过喜欢的产品或服务与他人建立联系，55%认为使用什么产品和服务来表达自己的个性很重要。根据日本内阁府数据，随第三消费社会日本经济物质趋于富足，日本居民自80年代开始逐步追求精神富足超过物质富足；步入第四消费社会后（2005年左右），精神富足选择比例基本达到平衡、稳定在60%左右。

图 102：日本年轻人消费观比例



资料来源：宝丽星，日本电通《数字时代消费和价值观调查 21》，信达证券研发中心

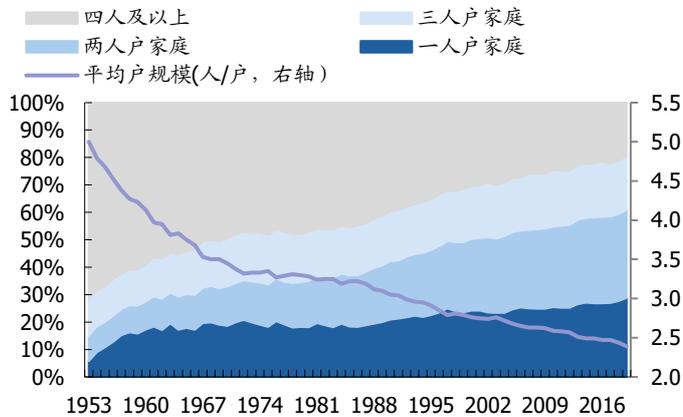
图 103：日本居民对精神富足和物质富足的选择比例



资料来源：日本内阁府，信达证券研发中心

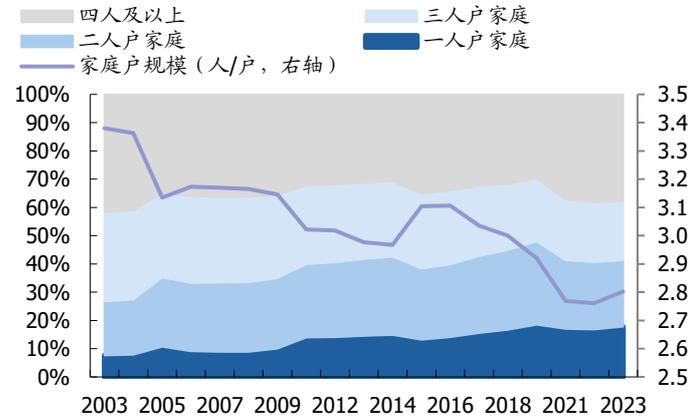
日本社会小家庭化发展，中国亦有此趋势。根据日本统计局数据，日本一人户家庭占比从1989年的20.0%提升至2019年的28.8%，小家庭化趋势快速发展，居民消费偏好和品类从家庭转为个人。中国小家庭化趋势也较为明确，根据国家统计局数据，我国一人户家庭占比从2009年的10.0%提升至2022年的16.8%，催化消费者更多聚焦自我需求。

图 104: 日本不同类型家庭占比



资料来源：日本统计局，信达证券研发中心

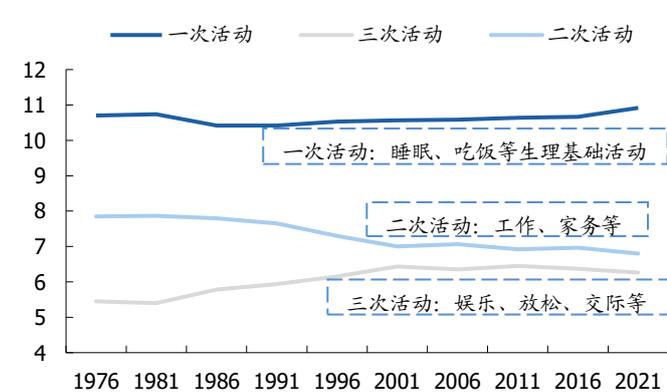
图 105: 中国不同类型家庭占比



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

御宅文化繁荣发展，泛娱乐赛道乘风上行。根据日本统计局数据，自80年代起，日本居民用于娱乐、放松、交际的活动时间增加，用于工作、家务的活动时间下降，居民生活重心转向精神富足、自我愉悦方向。90年代初泡沫经济破裂后，日本居民面临就业、生活等多方面巨大压力，进而寻求精神、情感慰藉途径。御宅族对漫画、动漫、游戏等特定爱好有着持续的高度热情，御宅文化在90年代迎来高速发展，成为日本最重要亚文化之一。在此背景下，游戏、电影等泛娱乐赛道在经济下行期间实现逆势发展。

图 106: 日本居民各类活动每日平均花费时间（小时）



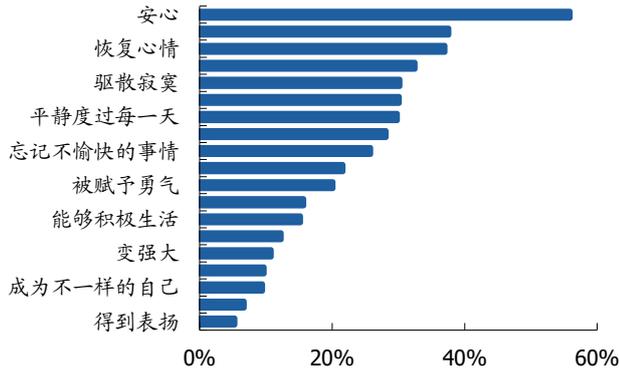
资料来源：日本统计局，信达证券研发中心

图 107: 日本 2023 年御宅市场调查

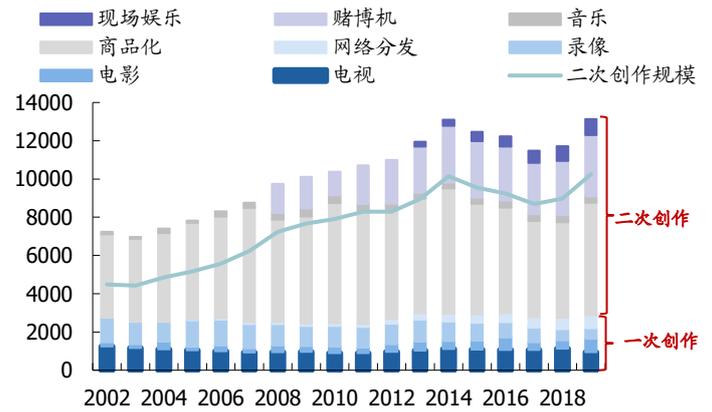
细分类型	预计人数（万人）	人均年内消费金额（日元）	每周平均花费时间（小时）
漫画	674	19601	5.3
动画	657	20943	8.3
偶像	429	81085	10.8
家用混合游戏	318	32460	11.7
智能手机游戏	288	37800	11.9
PC游戏	178	26183	13.3
轻小说	126	13018	4.4
花样滑冰	115	34507	2.1
同人志	110	28967	3.6
塑料模型	89	35030	3.5
铁道模型	39	21310	3.9

资料来源：矢野经济研究所，信达证券研发中心

IP 产品能够满足用户情感、精神需求。根据 NTT 调查数据显示，日本 IP 消费者消费目的中，“安心”、“变得温柔”、“恢复心情”位列前三，选择率分别达 55.9%、37.6%、37.0%。二次创作成倍放大原生内容价值，IP 产业空间巨大。以动画为例，2019 年日本动画市场中以商品化、音乐为主的二次创作市场规模达 10248 亿日元，是一次创作市场 3.5 倍，通过围绕 IP 打造多产业布局，能够释放 IP 巨大商业价值。

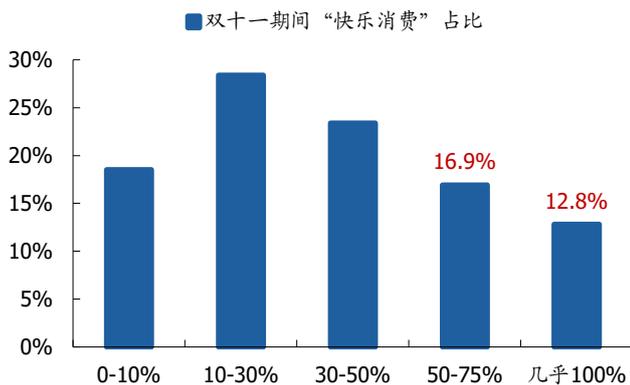
图 108: 日本人对 IP 商品功能的认知 (2004 年)


资料来源: NTTCOMS, 信达证券研发中心

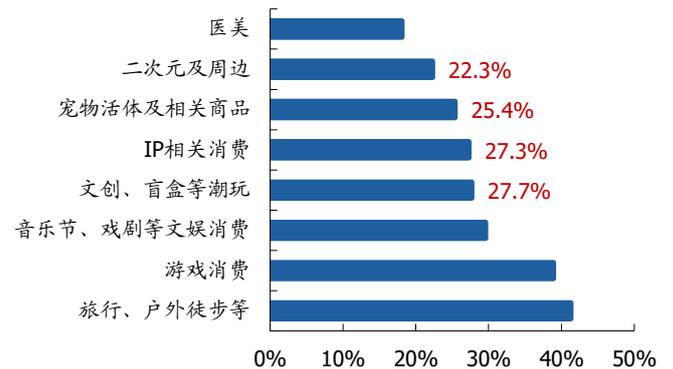
图 109: 日本 IP 产业相关市场规模 (亿日元)


资料来源: 日本动画协会, 信达证券研发中心

2) 国内消费趋势: 悦己消费趋势确定, 有望带动泛娱乐赛道高增。根据 MobTech 研究院数据, 2024 年双 11 期间“快乐消费”支出占比在 50% 以上的消费者比例约 30%, 其中旅行户外、游戏、文娱、**文创盲盒、IP、宠物、二次元及周边**等品类位居前列。根据天猫发布 2024 年双 11 榜单, 米哈游, 泡泡玛特、叠纸心意、Jellycat 4 个玩具潮玩品牌旗舰店成交额破亿, 宝宝巴士、代号鸢、酷骑、布鲁可、吉伊卡哇等 70+ 个品牌破千万, 森贝儿家族、Montresor 萌兽、光与夜之恋、steiff、熊猫工厂、softlife 等超千个品牌高速增长; 天猫双 11 全周期“毛绒玩具”售出超过 400 万只, IP 衍生周边类商品同比增长 100%+。

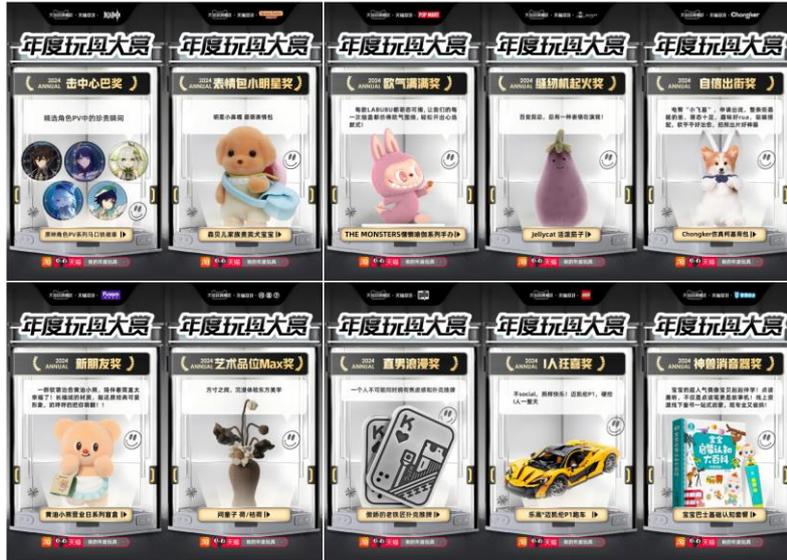
图 110: 24 年双十一期间“快乐消费”占比


资料来源: MobTech 研究院, Just So Soul 研究院, 信达证券研发中心

图 111: “快乐消费”品类 TOP


资料来源: MobTech 研究院, Just So Soul 研究院, 信达证券研发中心

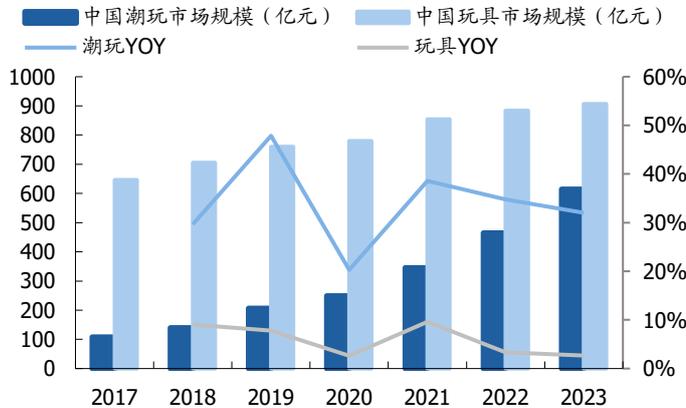
图 112: 淘宝天猫 2024“双 11 年度玩具大赏”榜单



资料来源: 文创潮, 天猫, 信达证券研发中心

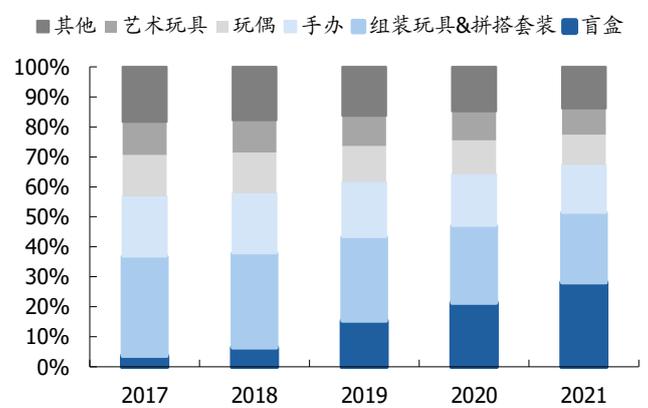
悦己消费趋势下, 中国 IP 产业持续快速增长。潮玩、谷子是 IP 价值核心释放赛道, 其中谷子主要吸引 12-22 岁的年轻用户, 尤其是二次元爱好者, 主要产品为徽章、立牌、卡牌等平面产品, 对二次元 IP 依赖度高、多为“有内容”IP; 零售价格多位于 10-150 元区间、价格偏低; 主要零售渠道包括谷子店、杂物店、书店、影院、电商等, 市场集中度偏低; 代表品牌有 goodslove、三月兽、多摩万事屋等。潮玩主要吸引 22-30 岁女性, 主要产品为盲盒、大娃摆件等, “有内容”+“无内容”IP 并存; 零售价格多位于 59-9999 元区间; 主要零售渠道包括零售店、潮玩展会、电商; 代表品牌有泡泡玛特、52TOYS、TOP TOY 等。

图 113: 中国玩具、潮玩市场规模及增速 (亿元)

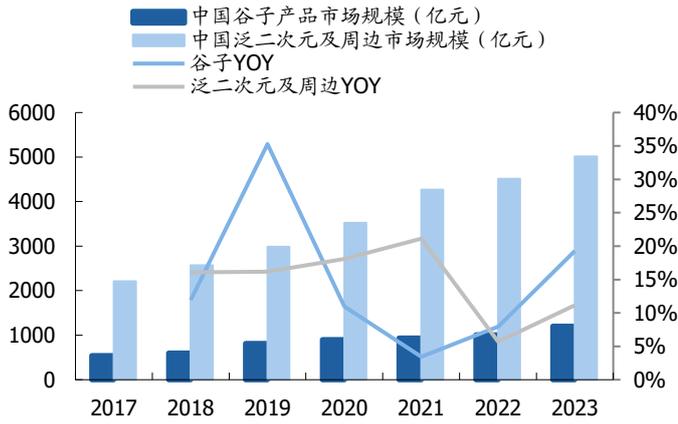


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

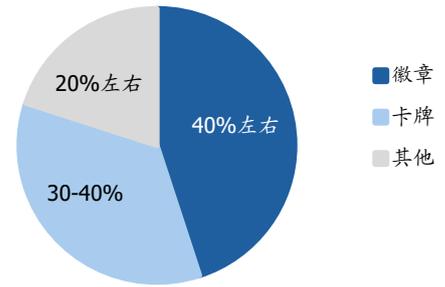
图 114: 潮玩细分产品形态占比及变化



资料来源: Statista, 信达证券研发中心

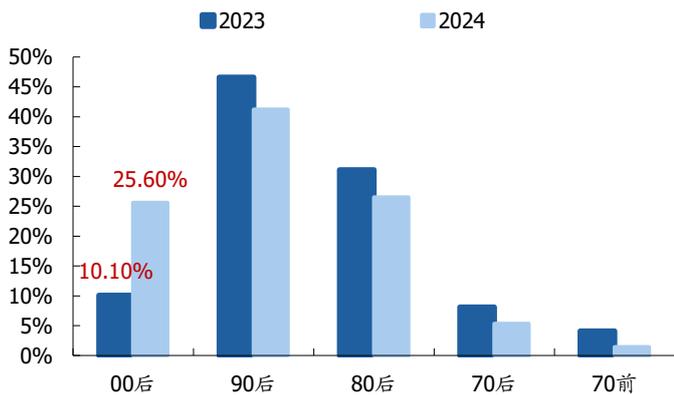
图 115: 中国泛二次元周边、谷子经济市场规模及增速 (亿元)


资料来源: 艾媒智库, 艾媒咨询, 艾媒数据中心, 信达证券研发中心

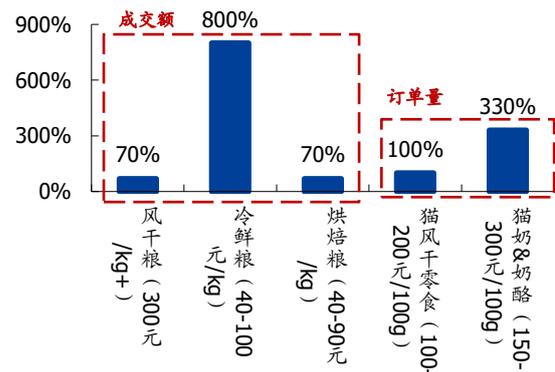
图 116: 2023 年谷子经济产品消费结构


资料来源: 中商情报网, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

宠物赛道景气度高, 呵护属性突出。根据淘天战报, 宠物行业 2024 年双 11 全周期成交金额和买家数同比+50%+, 新客贡献近 50%; 犬猫食品保健品增 40%+, 其中猫烘焙粮同比 120%+, 狗烘焙粮同比 60%+, 猫狗处方粮同比 80%+, 猫狗全价冷鲜粮增速 200%+。麦富迪、鲜朗、蓝氏、皇家、天然百利等 9 品牌成交过亿, 千万级单品超 20 个, 1340 个宠物品牌成交同比翻倍, 天猫已成为品牌成长、新品首发阵地, 行业双 11 新品累计贡献超 10%, 增速高于大盘。

图 117: 2023-2024 年宠主年龄分布


资料来源: 《2025 年中国宠物行业白皮书 (消费报告)》, 信达证券研发中心

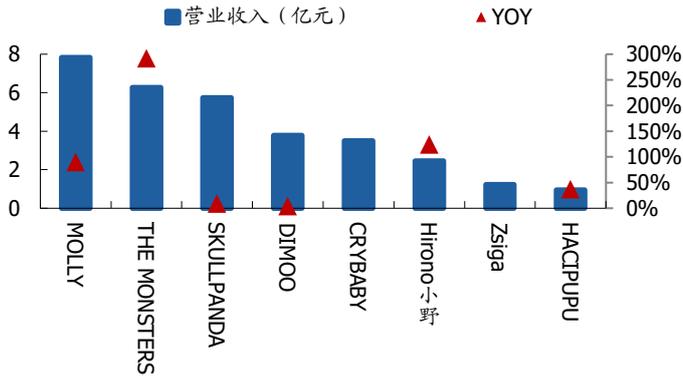
图 118: 中国高价格带宠物主食、零食增速 (普通膨化粮 20-60 元/kg, 普通猫条 10-20 元/100g)


资料来源: 《2024 年情绪经济消费人群洞察报告》, 天猫, 信达证券研发中心

3) 核心标的:

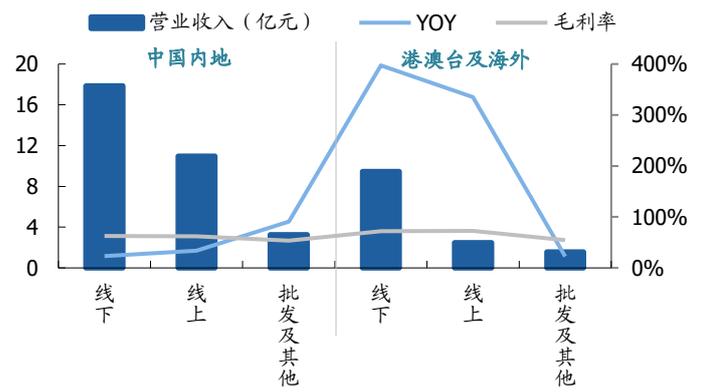
- 泡泡玛特: IP 运营能力构筑护城河, 海外市场现象级突破。**公司最大的优势是构建了从上至下的一体化产业链, 覆盖 IP 积累->IP 运营->生产->渠道->消费者心智培养, 5 个环节中最核心的是 IP 积累和运营。泡泡凭借战略眼光选中 Molly 深度合作, 快速成长为行业龙头, 具备先发优势; 随后凭借龙头地位不断吸引优质资源, 横向通过成功的遴选标准扩充 IP 库, 纵向通过成熟的运营延长 IP 生命周期, 实现点状式 IP 爆发迭代为全方位 IP 矩阵, 同时 MEGA、毛绒、衍生品占比快速提升。24H1 公司海外收入占比已达 30%、收入同比+260%, 出海路径上由近及远, 立足亚洲、开拓欧美市场, 出海模式上由浅至深, TO B 转向 DTC, 主流市场首店陆续开业、逐步进入加速扩张期, 海外店效优异, 女歌手和舞者 Lisa 带货推动认知度提升。

图 119: 2024H1 泡泡玛特分 IP 收入及增速 (亿元)



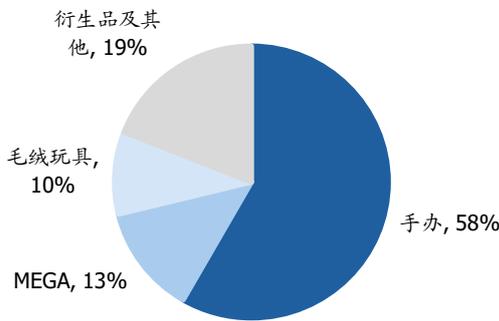
资料来源: 泡泡玛特财报, 信达证券研发中心

图 120: 2024H1 泡泡玛特分区域、分渠道收入及增速 (亿元)



资料来源: 泡泡玛特财报, 信达证券研发中心

图 121: 2024H1 泡泡玛特分品类收入占比



资料来源: 泡泡玛特财报, 信达证券研发中心

图 122: Lisa 与 Labubu



资料来源: 盐财经, 信达证券研发中心

- 乖宝宠物: 自有品牌高端化升级。**2013 年创立“麦富迪”, 2018 年推出“弗列加特”, 发力高端猫粮赛道, 前瞻布局电商、实现对传统外资品牌的弯道超车, 由零食向主粮品类拓展顺畅, 当前公司自有品牌中主粮产品占比过半。我们预计 24 年麦富迪保持快于行业增速, 弗列加特翻倍增长, 双 11 麦富迪&弗列加特全网销售额同比+65%, 弗列加特表现尤为亮眼、双 11 同增 190%+, 其中烘焙粮销售占比约 30%、大红桶占比约 20%、0 压乳及 80%鲜肉新系列占比约 20%, 大单品效应显著; 麦富迪高端化升级顺畅, 双 11 高端 barf 系列同比+150%, 羊奶肉、双拼粮系列亦快速放量, 抖音商城占比抖音 50%、抖音盈利能力领先。未来随自有品牌高端化推行、主粮品类&直销渠道占比提升, 乖宝护城河有望逐步加深、盈利能力持续稳步提升。

图 123: 天猫 2024 年双十一宠物食品榜单

排名	猫狗食品	猫主粮	狗主粮	猫零食	狗零食
1	麦富迪	弗列加特	麦富迪	麦富迪	麦富迪
2	鲜朗	鲜朗	伯纳天纯	希宝	爵宴
3	蓝氏	蓝氏	爱肯拿	网易严选	疯狂小狗
4	弗列加特	天然百利	鲜朗	朗诺	ZEAL
5	诚实一口	诚实一口	皇家	顽皮wanpy	顽皮wanpy
6	皇家	皇家	诚实一口	万物一口	雅礼颂
7	天然百利	渴望	比乐	伊纳宝	嬉皮狗
8	渴望	麦富迪	渴望	阿飞和巴弟	益和
9	网易严选	网易严选	汪爸爸	Toptrees	路斯
10	爱肯拿	爱肯拿	蓝氏	蓝氏	多格漫

资料来源: 天猫, 信达证券研发中心

图 124: 抖音、京东 2024 年双十一宠物食品榜单

排名	抖音	京东
1	麦富迪	麦富迪
2	金故	鲜朗
3	弗列加特	蓝氏
4	诚实一口	弗列加特
5	喵梵思	诚实一口
6	蓝氏	皇家
7	鲜朗	天然百利
8	宽福	网易严选
9	网易严选	渴望
10	卫仕	爱肯拿

资料来源: 蝉妈妈, 它星球 Plus, 信达证券研发中心

- 中宠股份: 自有品牌轻装上阵, 海外产能持续扩张。**1) 自有品牌: 领先、ZEAL、wanpy 为公司主要品牌, 其中领先烘焙粮、主食罐 SKU 迭代推新, 与甄嬛传 IP 联名, 24 年增速亮眼; ZEAL 23 年完成渠道调整, 23Q4 增长提速, 24 年推出重磅风干粮产品; wanpy 24Q1 末完成品牌调整, 24Q2 开始推新, 从 SKU 堆叠

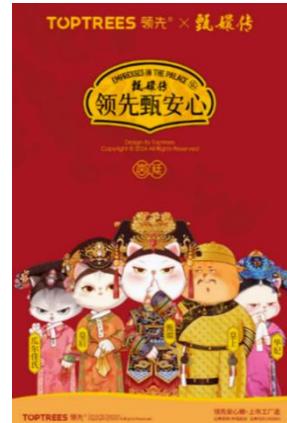
+产品线扩张策略、调整为精简 SKU+塑造爆品+线上线下区隔发展战略，25H1 计划主推 100%鲜肉粮，毛利率有望持续改善；2) 外销业务：24 年外销增长较好，出口部分由欧洲市场贡献增量，海外公司部分加拿大工厂拉动显著，未来随美国二期、加拿大二期工厂投产，海外业务有望延续较好表现。根据员工持股计划，24-26 年公司外销收入增速目标分别为 8%、10%、13%，内销收入增速目标分别为 30%、25%、25%。

图 125: wanpy 顽皮重磅新品 100%鲜肉粮



资料来源: wanpy 淘宝旗舰店, 信达证券研发中心

图 126: Toptrees 领先与甄嬛传 IP 联名



资料来源: 首席营销智库, 信达证券研发中心

- **佩蒂股份: 爵宴爆款延续高增, 主粮新品快速放量。**爵宴定位高端宠物狗食品, 24 年双 11 全网销售额同比 +70%, 位居天猫狗零食店铺第一、京东狗零食店铺第一, 新品全价风干粮位居京东风干狗粮热卖榜第一, 爆品鸡鸭胸肉干位居天猫宠物狗零食第一。爵宴主打的鸭肉干单品已成为宠物零食领域标杆产品, 23 年推出狗罐头、24 年推出风干粮和冻干零食、均处于快速放量期。我们判断当前公司自有品牌整体仍处于亏损状态, 其中部分大单品已实现盈亏平衡, 后续有望逐步实现整体盈利。

图 127: 狗零食均价对比 (元/kg)

品类	品牌	单件 (元/kg)	品类	品牌	单件 (元/kg)
肉干	ZIWI	694.1	火腿肠	益和	101.6
	ZEAL	612.3		多格漫	80.0
	多格漫	213.6		鲜御	54.2
	鲜御	160.0		路斯	45.7
	爵宴	159.5		凯锐思	43.3
	麦富迪	121.1		嬉皮狗	35.2
	益和	105.4		耐威克	31.3
	宝路	101.0		疯狂小狗	27.7
	疯狂小狗	96.7		麦富迪	27.3
	耐威克	83.4	雅礼颂	9.6	
	凯锐思	83.1	凯锐思	155.8	
	雅礼颂	79.0	鲜御	138.0	
	嬉皮狗	74.7	爵宴	130.1	
	顽皮	70.8	耐威克	111.0	
	HELLOJOY	68.0	益和	74.9	
	路斯	55.9	麦富迪	68.8	

资料来源: 各品牌淘宝旗舰店, 信达证券研发中心 (注: 截取自 2024 年 12 月 12 日)

图 128: 狗主粮均价对比 (元/kg)

品类	品牌	单件 (元/kg)	品类	品牌	单件 (元/kg)
膨化粮	爱肯拿	110.2	冻干	ZIWI	824.6
	渴望	106.8		麦富迪	560.0
	天然百利	99.4		鲜朗	410.0
	冠能	69.1		汪爸爸	373.3
	纽顿	69.0		帕特	368.8
	蓝氏	53.8		伯纳天纯	317.7
	皇家	49.3	ZIWI	375.0	
	海洋之星	45.0	ZEAL	328.1	
	麦富迪	41.1	爵宴	120.0	
	网易严选	41.0	比乐	99.0	
	比乐	39.3	鲜郎	69.0	
	诚实一口	34.8	麦富迪	66.1	
	伯纳天纯	33.5	诚实一口	64.7	
	汪爸爸	23.2	海洋之星	59.8	
	凯锐思	21.8	伯纳天纯	58.9	
	路斯	18.3	耐威克	57.3	
	耐威克	17.3	汪爸爸	51.1	
	力狼	16.0	凯锐思	24.3	

资料来源: 各品牌淘宝旗舰店, 信达证券研发中心 (注: 截取自 2024 年 12 月 12 日)

3.3 稳健成长: 公牛、晨光

政策强调“大力提振消费, 全方位扩大内需”, 消费的经济压舱石作用进一步强化, 后续促消费政策的范围和力度均有望加大, 稳健成长资产关注度提升。

1) 公牛集团: 现金牛业务增长稳健, 新产品、新市场、新渠道持续突破。

- 现金牛业务: ①转换器: 龙头地位稳固, 产品持续创新提价。2020-2023 年电连接业务收入 CAGR 为 10%,

公司市占率近 70%，产品端持续创新、年轻化、高颜值化，陆续推出轨道插座、小电舱插座等爆款升级单品，均价提升驱动收入增长。②墙开：产品价格带下移，份额逆势扩张。公司零售客户占比高，抵御地产压力，外资优势市场为 B 端精装房、下滑显著；公司定位腰部市场、朝两端发力，高端市场塑造品牌形象、力争超越外资，低端市场推出性价比产品抢占份额，近几年性价比产品增速更为亮眼，均价下移、份额增长。

图 129：公牛轨道插座零售价超 200 元，显著高于传统产品



资料来源：公牛淘宝旗舰店，信达证券研发中心

图 130：公牛持续拓宽产品矩阵，2024H1 推出电动工具



资料来源：公牛插座，信达证券研发中心

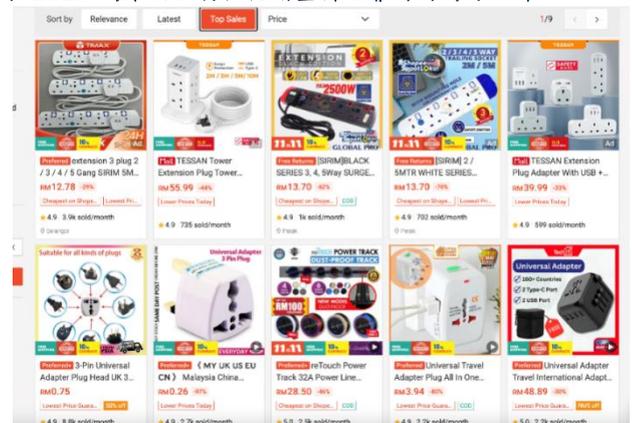
- **新产品、新市场、新渠道：**①无主灯：“公牛”+“沐光”双品牌经营，公牛品牌主打性价比，沐光品牌 23H1 单独招商建店，2024 年重点提升存量门店运营效率。②新能源：充电桩/枪 24 年延续高速增长，当前 C 端线下门店网点数量超 2.2 万家，逐步拓展小 b 端及中大型 B 端场站运营商客户；此外持续孵化欧洲户储及国内工商储业务。③出海：东南亚出海转换器等传统产品为主，当前本土经销体系布局初步完成，开发并上市柔性一转多、摔不烂插座、一体公母插头等多款新品。④4.0 旗舰店：2024 年装饰渠道升级为单公牛品牌、全品类、一站式购物业态，旗舰店快速建设开业、店效持续提升，一站式购物符合消费趋势、公牛前瞻转型，长期渠道优势进一步强化。

图 131：沐光品牌无主灯效果图



资料来源：沐光无主灯公众号，信达证券研发中心

图 132：马来西亚转换器销量排名靠前的均为白牌



资料来源：Shopee，信达证券研发中心

2) 晨光股份：传统核心保持平稳，九木&电商&出海亮点可寻。

- **“一体”（传统核心）：**学生文具、书写工具及办公文具表现平稳，公司积极推动直销&线上渠道占比提升，电商渠道增速靓丽（24Q1-3 同比+34%）。公司产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献，聚焦经典畅销一盘货。同时，积极出海，深耕非洲和东南亚市场，因地制宜地开发本地化产品，海外业务保持较快增速。
- **“两翼”（科力普+九木）：**①科力普：2024 年受宏观环境影响增速放缓，未来持续提升中后台数字化、仓储配送能力，重点聚焦电力、能源和金融板块，后续经营有望回暖、盈利修复可期。②九木：24Q1-3 九木门店数量增加 84 家至 702 家，门店扩张提速，截至 24 年 10 月已入驻 70 座城市，我们预计 2025 年将保持较快扩张速度、加强新市场拓展，加强 IP、谷子布局，店效有望稳步优化；在产品组合、门店精细化运营以

及消费者洞察&服务等方面继续提升，会员体量超千万、经营良性。

3.4 科技革命：智能眼镜

"AI+应用"持续渗透升级，智能眼镜作为 AR+AI 的最佳落地载体之一，产业趋势确定。我们预计 24Q4-25Q2 将有大量 AI 眼镜发售，海内外厂商纷纷入局，创造丰富玩法。雷鸟创新创始人李宏伟曾公开表示，AI 助推下 AR 眼镜将在 2025 年成为大众消费品，2026 年全球 AR 眼镜销量预计超 1000 万台。欧洲眼镜巨头 EssilorLuxottica（雷朋母公司）在 2024Q3 季度财报电话会议上透露，Ray-Ban Meta 智能眼镜在欧洲、中东和非洲地区 60% 的雷朋专卖店中是最畅销的产品。据 VR 陀螺不完全统计，截至 24 年 11 月 20 日已公开、披露入局 AI 眼镜的厂商高达 36 家（含海外），产品数量预计超 50 款。

目前 AI 拍摄眼镜成为产品迭代的主流方向。以雷鸟创新、Rokid、华为、Xreal、界环、闪极为代表的智能眼镜厂商，正与博士眼镜、暴龙眼镜、GENTLE MONSTER、宝岛眼镜、LOHO 等传统眼镜厂商积极合作。其中，目前已发布 Rayben Meta（拍摄）、Meta Orion（拍摄+AR）、小度（拍摄）、星纪魅族（AR）、Rokid&暴龙（拍摄+AR）、OPPO（AR）、李未可、华为、界环&宝岛、影目（拍摄+AR）、闪极&LOHO（拍摄）等；后续将发布雷鸟&博士（拍摄+AR）、小米（拍摄）、三星&谷歌（拍摄）、字节、腾讯、苹果、荣耀、传音、微软、VIVO、亚马逊（AR）等。

图 133：2024 年现象级 AI 眼镜产品 Meta Rayben



资料来源：极客公园，信达证券研发中心

图 134：重点智能眼镜产品梳理

厂商	发布时间	预期出货量	是否带AR	是否带拍摄	定价（元）
小度	2025H1	-	-	✓	-
小米	2025Q2	超30万台	-	✓	-
三星&谷歌	2025Q3	首批50万台	-	✓	-
亚马逊	2025	-	✓	不详	-
星纪魅族	2024年9月	-	✓	-	2799
Rokid&暴龙	2024年11月	-	✓	✓	2499
影目	2024年11月	-	✓	✓	4999
XREAL	2024年11月	-	✓	可选	3299
闪极&LOHO	2024年12月	-	-	✓	1499
雷鸟&博士	2025Q1	-	✓	✓	-

资料来源：VR 陀螺，各品牌京东旗舰店，MicroDisplay，智东西，信达证券研发中心

验光环节：产品趋势为轻薄美观、更注重近视配镜体验。验光作为无法绕过的环节，伴随主机技术路径迭代，近视方案技术持续升级、工艺材料尚未定型。当前智能眼镜近视方案仍以卡扣式/插片式/磁吸式/夹片式等为主，佩戴体验仍需改进；技术演进方向上，贴合式成为海外推广的重要方向、但仍未解决后期度数变化带来的拆卸需求，具备定制化生产能力的镜片厂商有望充分享受行业红利。

1) 康耐特光学：定制产品&自有品牌快速增长，智能眼镜稳步突破。公司标准化镜片毛利率 30%+，定制镜片毛利率 60%左右，随高折射率&差异化&定制产品占比提升，整体毛利率预计持续提升。泰国产能稳步建设（高折射率产品、XR 产品），全球竞争力持续加强。自有品牌快速发展，目前自有品牌收入占比 50%+，依托丰富的产品 SKU、领先的技术性能、卓越的性价比和服务，持续在 b 端实现突破。智能眼镜方面，公司主要开发国际头部客户，在国内主要推动与手机大厂合作，依托积累十余年的定制化镜片生产能力，有望陆续突破头部客户。

2) 明月镜片：离焦镜&明星单品升级，品牌定位提升，智能眼镜突破有望。公司 24Q3 推出轻松控 PRO2.0 系列产品，新品持续放量；明星产品 PMC 超亮系列、1.71 系列产品收入快速增长；伴随 1.74 新品陆续放量，增长动能充足。品牌建设方面，公司与全球光学巨头徕卡公司携手，未来合作涵盖光学技术共享、产品研发联合创新及市场渠道拓展等，进军高端镜片市场。智能眼镜方面，公司积极接触手机大厂客户，作为国内镜片龙头，有望受益于行业 0-1 发展。

3) 博士眼镜：主业经营平稳，智能眼镜布局前瞻。受环境影响，公司眼镜验配业务增速放缓，未来伴随直营&

加盟门店扩张，有望保持稳健增长。智能眼镜方面，公司布局前瞻，目前已与星纪魅族、李未可、雷鸟创新、界环、Rokid、XREAL 建立稳定合作关系；24H1 与雷鸟创新设立合资公司（博士持股 20%），共同研发拍摄眼镜、音频+AI 眼镜第一代产品，在智能眼镜业务上突破配镜服务角色，形成渠道端+产品端双轮驱动。

3.5 上游包装：永新&裕同稳健红利，金属包装行业整合在即

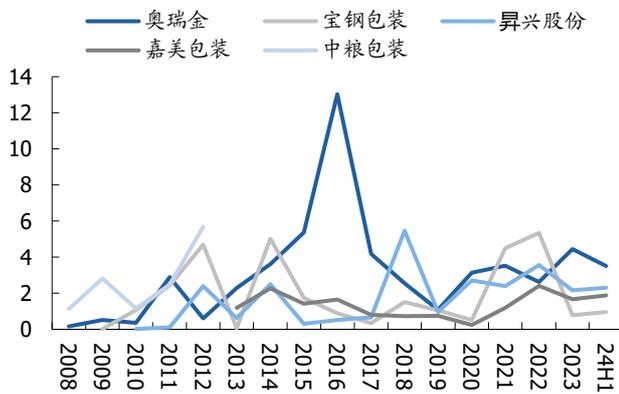
1) 金属包装：并购整合提速，龙头盈利诉求提升。我国金属包装行业经历多轮并购整合，22 年二片罐 CR4 已达 70%+。展望未来，随龙头企业产能扩张趋缓&并购整合，集中度预计持续提升。23 年-24Q2 受制于行业竞争激烈&需求疲弱，两片罐价格持续下滑、盈利弱势，24Q2 铝材大幅上涨、24Q3 罐价小幅修正。预计 24 年行业仍有较多新增产能，供给过剩压力仍存。当前**奥瑞金**对**中粮包装**的并购先决条件已全部达成，并发出要约文件，我们预计 25 年有望实现并表。随行业整合落地，集中度进一步提升，且龙头由份额导向转向盈利导向，格局有望稳步优化。

图 135: 国内两片罐行业供需平衡表测算 (亿罐)

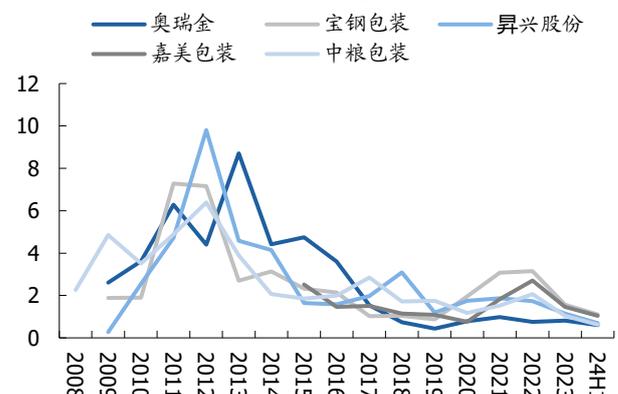
公司名称	2022	2023	2023-2024国内新投产能	2024E	2025E
奥瑞金	138	141	1. 枣庄项目一期9亿罐 (23年底投产, 假设2023/2024年达产30%/100%) 2. 佛山迁建水都项目	150	150
宝钢包装	145	159	1. 安徽项目一期项目新增产能14亿罐/年 (23年8月已竣工, 第1年/2年达产50%/90%), 二期项目新增产能6亿罐/年 (24年7月已完成设备采购, 尚未投产) 2. 贵州项目年产易拉罐10亿罐 (23年8月竣工验收, 第1年/2年达产70%/90%) 3. 厦门项目年产易拉罐11亿罐 (预计26年投产)	167	170
中粮包装	110	116	1. 昆明新厂年产能10亿罐 (23年12月验收报告, 假设2024/2025年达产30%/50%) 2. 成都三线新增产能8.5亿罐 (23年3月验收报告, 假设2023/2024年达产30%/70%) 3. 沈阳新厂年产能10亿罐 (22H1开始建设, 假设2023/2024年达产30%/70%)	126	128
昇兴股份	94	100	1. 雅安工厂年产能6.46亿 (已开始试生产, 假设2024/2025年达产70%/90%) 2. 武汉产线技改新增5.94亿产能 (已完成)	105	106
行业CR4	74%	75%		76%	76%
行业总产能	658	686		718	724
行业总需求	510	513		528	540
供给过剩 (供给-需求)	148	173		190	184

资料来源: 各公司公告, 经济导刊, 奥瑞金投资者问答, 共研产业咨询, 长江商报, 安宁市人民政府, 中华人民共和国生态环境部, 新浪财经, 信达证券研发中心

资本开支周期: 历史偏低位置, 边际下行周期。自 1985 年我国开始铝制二片罐的制造, 行业产能持续扩张; 伴随 2009 年开始王老吉逐步将三片罐改为二片罐, 基于对二片罐行业前景的一致看好, 11-13 年国内外金属包装企业纷纷加码二片罐市场, 14-15 年新建产能集中投产, 而后全国二片罐供需出现严重失衡、价格战激烈。此后产能逐步消化, 22 年迎新一轮扩产, 23 年各企业扩产意愿明显下降, 24-25 年行业扩产明显放缓, 未来行业盈利有望伴随供给端扩产意愿下降而逐渐修复。

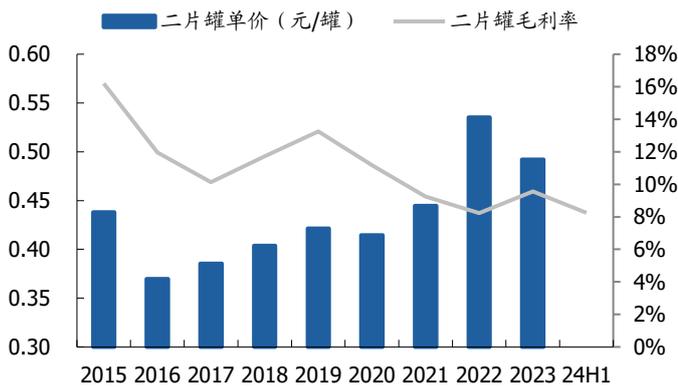
图 136: 金属包装企业在建工程 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

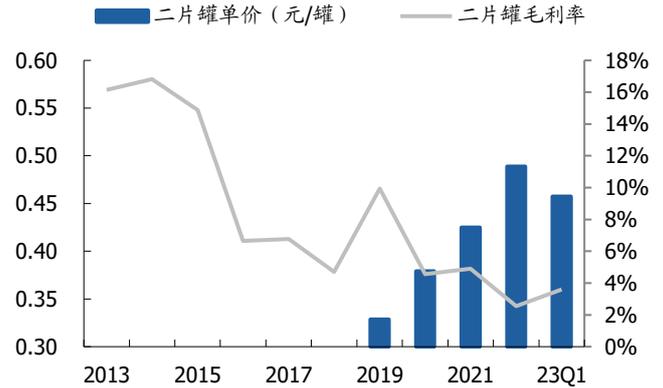
图 137: 金属包装企业资本支出/折旧摊销


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利能力周期: 历史低点, 较合理水平有较大修复空间。2023 年至今行业延续承压, 2024Q3 宝钢二片罐毛利率为 9.2%、处于历史较低水平, 2022 年罐价上升主要系原材料涨价传导提价, 随 2023 年行业供给大量释放、叠加下游需求不及预期, 罐价重回跌势。综合考虑低罐价、高铝材成本、低毛利率及较高的开工率, 我们判断当前二片罐盈利水平处于历史低点, 进一步恶化空间有限。

图 138: 宝钢包装二片罐毛利率及单价


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 139: 奥瑞金二片罐毛利率及单价


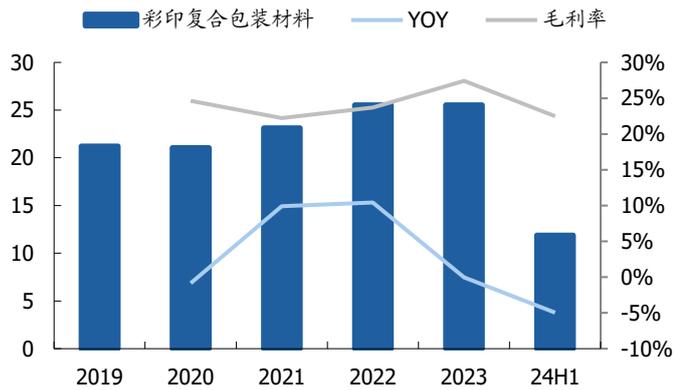
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

原材料周期: 历史较高水平, 传导趋于顺畅、边际影响预计减弱。原材料成本为金属包装主要成本(原材料成本占比在 80%以上), 其中铝材为二片罐主要原材料, 马口铁为三片罐主要原材料。2024Q2 以来铝材价格上涨较多, 叠加下游需求低迷, 行业盈利普遍承压; 展望 2025 年, 假设原材料价格保持稳定, 若下游需求回暖, 我们预计两片罐盈利能力或稳步修复。

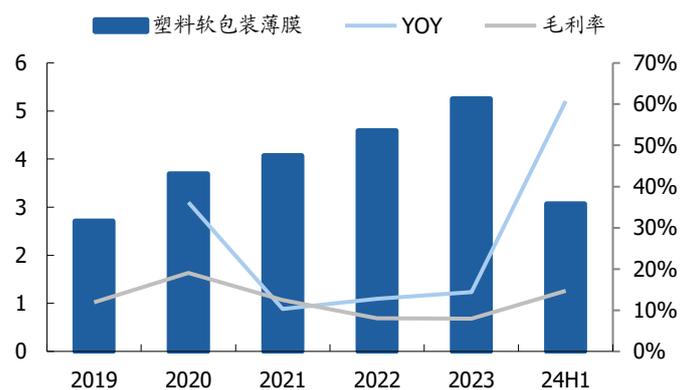
图 140: 铝锭价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 截至 2024 年 12 月 10 日)

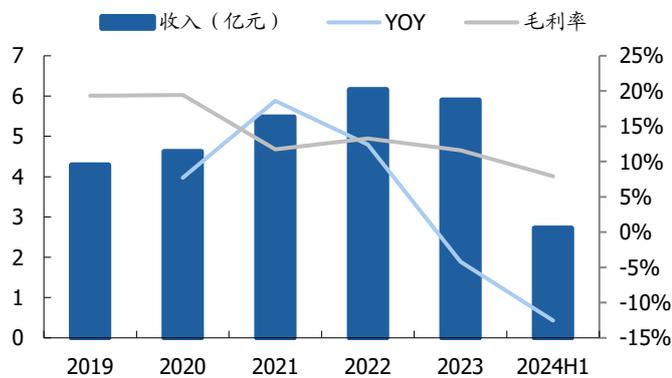
2) 塑料包装: 永新彩印稳定、薄膜高增, 出海积极、新材料占比提升。公司业务与宏观经济相关, 若下游消费复苏, 公司将直接受益。彩印产品下游需求刚性、行业分散(我们判断食品占比超 50%, 日化占比 20%, 医疗占比 10%+)、公司客户均为头部且较为分散, 抵御风险能力较强, 24 年行业洗牌加速, 部分地方性企业 & 小企业经营难度提升(对比宏裕包材彩印业务增速及毛利率可知); 薄膜业务随新产能释放、24 年持续高增, 高附加值、多功能薄膜放量(如 BOPE)。出海方面, 公司持续加强与跨国企业深入合作、建设本地化服务团队, 目前出海东南亚市场为主, 南非、欧洲、日本等市场陆续突破。未来随功能性差异化产品占比提升、海外业务快速增长, 盈利能力有望持续提升、成长动能充足。此外, 公司现金分红率 2015 年至今保持 70%以上(除 22 年 68%), 股息率 TTM 5.1%(截至 2025 年 1 月 3 日), 高红利属性凸显。

图 141: 永新股份彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 142: 永新股份薄膜业务收入、增速及毛利率 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 143: 宏裕包材彩印业务收入、增速及毛利率 (亿元)


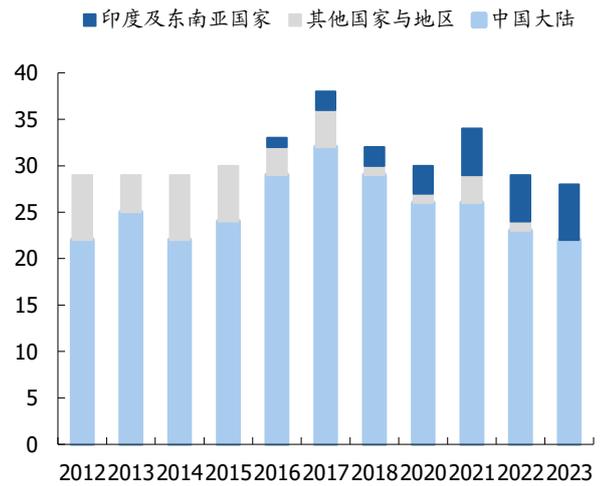
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3) 纸包装: 新机周期+手机以旧换新补贴, 3C 包装龙头裕同有望受益。24 年 11-12 月江苏、贵州、成都、江西陆续推出针对 3C 产品的以旧换新补贴, 随 3C 补贴陆续向全国铺开, 25 年国内 3C 行业增速预期乐观。我们预计裕同 3C 收入占比超 60%、其中以国内市场为主, 据测算, 假设 25 年国内 3C 收入增长提速、公司整体收入增速可达 10%以上。公司对 A 客户的供应份额长期保持在较高水平, 对小米、华为、oppo&vivo 主供高端机型。同时, AI 应用加速迭代, 25H2 若苹果新品出现较大迭代、销量有望进一步突破。公司产能出海前瞻并持续扩张, 国际化交付能力卓越, 智能化加速推进。此外, 未来公司资本开支预计稳步缩减, 根据公司此前分红承诺, 25 年分红比例不低于 60%。

图 144: 苹果包装供应商名单, 裕同份额稳定

年份	企业数量	企业名单
2011	6	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美印刷、嘉艺包装、鹏达精密
2012	10	华彩印刷、大道工业、正隆股份、整合图形公司、正美印刷、明翔科技、多元包装、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技
2013	10	华彩印刷、大道工业、正隆股份、整合图形公司、正美集团、明翔科技、多元包装、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技
2014	9	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美集团、明翔科技、多元包装、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技
2015	9	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美集团、明翔科技、鹏达精密、当纳利集团、裕同科技、泰勒公司
2016	9	华彩印刷、大道工业、正隆股份、正美集团、明翔科技、鹏达精密、当纳利集团、上海实业、裕同科技
2017	10	华彩印刷、正隆股份、正美集团、明翔科技、美盈森集团、鹏达精密、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2018	8	正隆股份、正美集团、明翔科技、美盈森集团、金箭印刷、裕同科技、当纳利集团、斯道拉恩索
2020	8	正美集团、金箭印刷、美盈森集团、凯成科技、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2021	7	正美集团、美盈森集团、凯成科技、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2022	6	正美集团、美盈森集团、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索
2023	7	正美集团、金箭印刷、凯成科技、当纳利集团、上海实业、裕同科技、斯道拉恩索

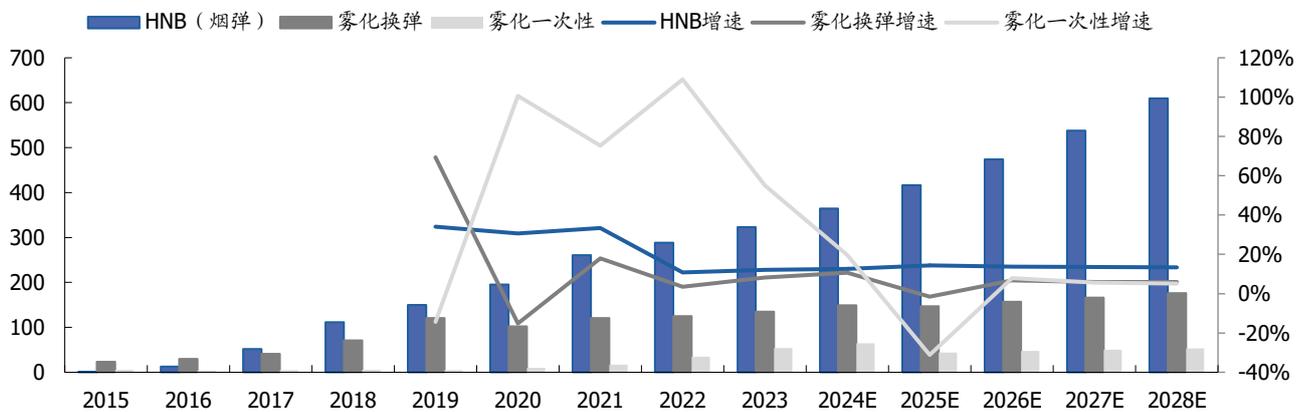
资料来源: 纸视界, 信达证券研发中心

图 145: 苹果包装供应商生产设施数量及分布(处)


资料来源: 纸视界, 信达证券研发中心(注: 年份为财年)

3.6 新型烟草: 政策展望积极, 产品加速迭代, 核心供应商受益

HNB 增长稳健, 雾化结构分化。2023 年 HNB 烟弹/换弹/一次性全球市场规模分别为 323/135/54 亿美元、2019-2023 年 CAGR 分别为 21.3%/2.9%/83.7%。受益于 PMI、BAT 等全球烟草龙头加速产品迭代&市场扩张、HNB 增长更为靓丽, 欧睿预计 2023-2028 年 CAGR 有望达 13.5%。一次性产品在雾化板块占比达 25%, 23H2 全球管控趋严、增速回落; 伴随 25 年英国等地区一次性产品禁令落地, 换弹式有望恢复增长, 欧睿预计 2023-2028 年换弹/一次性 CAGR 分别为 5.5%/-0.3%。

图 146: 全球新型烟草分品类规模(亿美元)


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

烟草龙头加速 HNB 布局, 产品持续迭代。2023 年 HNB 全球 CR5 达 97%, 由于耗材涉及烟叶等管制物资、行业壁垒高, 龙头烟草集团占据主要份额, 其中菲莫国际/英美烟草/日本烟草/韩国烟草/帝国烟草市占率分别为 71.0%/15.6%/6.0%/3.6%/0.7%。菲莫&英美布局较早, 产品品类丰富、技术路径覆盖全面且仍在持续创新; 日烟/韩烟/帝国烟草等巨头近年亦加速产品推新&市场扩张、助力市场全面扩容。

- **菲莫国际:** 24Q1-3 收入 281.7 亿美元 (同比+7.8%), 其中新型烟草收入为 105.3 亿元 (同比+16.4%, 占比达 37.4%), HNB 烟弹销量 1040.3 亿颗 (同比+14%)。24 年初公司推出 IQOS ILUMA i 系列, 较前代产品新增触屏/暂停等功能。此外, IQOS 3 已在 2024 年获批重返美国, 作为唯一通过 PMTA 的 HNB 产品 (且

通过薄荷醇口味)，公司目前仅局部地区开展宣传教育，未进行任何商业性销售，全力为日后 IQOS ILUMA 落地铺路（公司预计 25H2 得到 FDA 授权）。

图 147: PMI 核心数据拆解

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
收入 (亿美元)	77.5	78.3	80.3	81.5	80.2	89.7	91.4	90.5	87.9	94.7	99.1
YOY	2.1%	3.1%	-1.1%	0.6%	3.5%	14.5%	13.8%	11.0%	9.7%	5.6%	8.4%
新型烟草收入 (亿美元)	23.5	22.7	23.6	29.4	27.1	31.0	32.3	34.9	33.0	35.3	37.0
YOY	10.7%	-0.4%	1.5%	22.9%	15.3%	36.8%	36.9%	18.8%	21.6%	13.8%	14.4%
新型烟草收入占比	30.3%	28.9%	29.4%	36.0%	33.8%	34.6%	35.4%	38.6%	37.5%	37.3%	37.3%
HTU销量(亿颗)	248.2	248.2	275.1	320.2	274.0	314.2	324.7	339.7	331.3	355.4	353.5
YOY	14.2%	1.9%	17.1%	26.1%	10.4%	26.6%	18.0%	6.1%	20.9%	13.1%	8.9%
用户数 (百万人)	17.9	19.0	19.5	20.3	25.8	27.2	27.4	28.6	-	30.8	-
转化率	70.9%	69.5%	69.2%	70.0%	71.7%	71.3%	71.9%	72.7%	-	71.8%	-
IQOS渗透率 (在PMI主要市场中)	7.5%	7.5%	7.7%	8.0%	9.0%	9.2%	9.0%	9.7%	8.4%	8.1%	-

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

- **英美烟草:** 24H1 收入为 123.4 亿英镑 (同比-8.2%)，新型烟草收入为 16.5 亿英镑 (同比-0.3%)，其中雾化收入/销量同比分别+0.3%/-9.1%、HNB 分别-19.8%/-18.2%，HNB 承压主要系俄罗斯&白俄业务下滑。2024 年公司推出 HNB 升级系列 Glo Hilo，首先在塞尔维亚发售。HILO 使用全新加热技术并配备 EasyView LED 屏幕，实时显示消耗过程、模式选择、电池状态等信息，进军中高端市场。

图 148: BAT 核心数据拆解

	22H1	22H2	2022A	23H1	23H2	2023A	24H1
收入 (亿英镑)	128.7	147.9	276.6	134.4	138.4	272.8	123.4
YOY	5.7%	9.5%	7.7%	4.4%	-6.4%	-1.3%	-8.2%
新型烟草收入	12.8	16.1	28.9	16.6	16.9	33.5	16.5
YOY	45.3%	37.6%	40.9%	29.1%	5.0%	15.7%	-0.3%
新型烟草收入占比	10.0%	10.9%	10.5%	12.3%	12.2%	12.3%	13.4%
新型烟草用户数 (百万人)	20.4	22.5	22.5	24.0	23.9	23.9	26.4
雾化收入 (亿英镑)	6.2	8.2	14.4	8.7	9.5	18.1	8.7
YOY	55.0%	54.8%	54.9%	40.4%	15.5%	26.2%	0.3%
雾化销量 (亿颗)	2.9	3.2	6.1	3.2	3.4	6.5	2.9
YOY	18.2%	11.1%	14.4%	9.2%	4.7%	6.9%	-9.1%
加热收入 (亿英镑)	5.0	5.6	10.6	5.5	4.5	10.0	4.4
YOY	38.4%	14.0%	24.3%	10.7%	-20.8%	-6.0%	-19.8%
加热销量 (亿颗)	110.0	130.0	240.0	121.0	116.0	237.0	99.0
YOY	31.0%	21.5%	25.7%	10.0%	-10.8%	-1.3%	-18.2%
口含收入 (亿英镑)	1.7	2.3	4.0	2.4	3.0	5.4	3.4
YOY	34.1%	54.7%	45.3%	42.0%	30.6%	35.4%	42.1%
口含销量 (亿颗)	17.7	22.4	40.1	23.5	30.1	53.6	35.2
YOY	10.1%	32.6%	21.7%	32.7%	34.5%	33.7%	50.0%
VUSE市占率	34.7%	35.9%	35.9%	38.3%	36.1%	36.1%	40.9%
GLO市占率	19.6%	19.4%	19.4%	18.2%	18.2%	18.2%	16.8%

资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

- **日本烟草:** 24Q1-3 收入为 2.4 万亿日元 (同比+11.0%)，新型烟草收入为 757 亿日元 (同比+23.4%)，销量为 79 亿颗 (同比+21.7%)。新型烟草表现靓丽主要受加热不燃烧产品驱动，Q1-3 Ploom 日本销量同比增幅高达 32.7%，市占率提升至 11.4% (+1.5pct)，其余市场销量增长 2.5X。展望未来，公司表示将加大对加热板块投资，计划 2026 年在加热板块市场覆盖率达 80% (40+地区)、2028 年市占率达到中双位数且实现盈亏平衡。

图 149: 日本烟草核心数据拆解

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
收入 (亿日元)	5815	6853	7417	6493	6653	7275	7642	6841	7403	8296	8234
YOY	6.2%	14.8%	19.3%	16.2%	14.4%	6.2%	3.0%	5.4%	11.3%	14.0%	7.7%
新型烟草收入 (亿日元)	191	201	197	166	203	192	227	195	239	269	249
YOY	2.7%	0.5%	0.0%	19.4%	6.3%	-4.5%	15.2%	17.5%	17.7%	40.1%	9.7%
新型烟草收入占比	3.3%	2.9%	2.7%	2.6%	3.1%	2.6%	3.0%	2.9%	3.2%	3.2%	3.0%
RRP销量 (亿颗)	20	21	20	19	20	21	23	24	25	27	27
YOY	17.6%	16.7%	5.3%	5.6%	0.0%	0.0%	15.0%	26.3%	25.0%	28.6%	17.4%
Ploom 日本市占率	7.3%	7.7%	8.0%	8.2%	9.4%	9.6%	10.7%	10.9%	11.0%	11.2%	11.4%

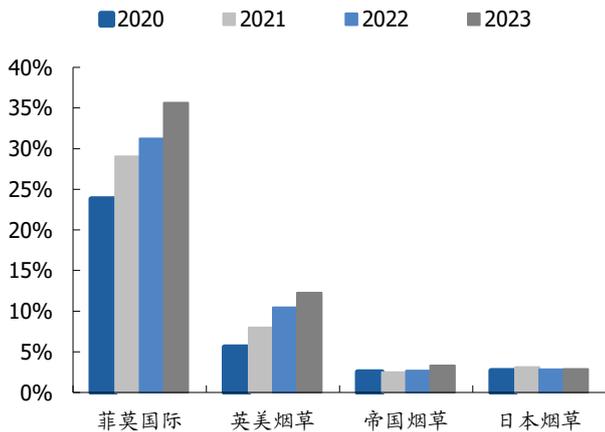
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- 帝国烟草:** 2024 财年 H2 (24 年 3-9 月) 公司收入实现 45.2 亿英镑 (同比+3.9%)。其中新型烟草收入为 1.9 亿英镑 (同比+32.9%), 收入占比为 4.1% (同比+0.9pct)。新型烟草表现靓丽主要系公司重视产品迭代, 在雾化领域推出新款一次性产品 (口数达 1000+), 在加热不燃烧领域成功拓展风味零尼产品。未来伴随新品放量、规模优势显现, 新型烟草业务有望持续贡献增量。

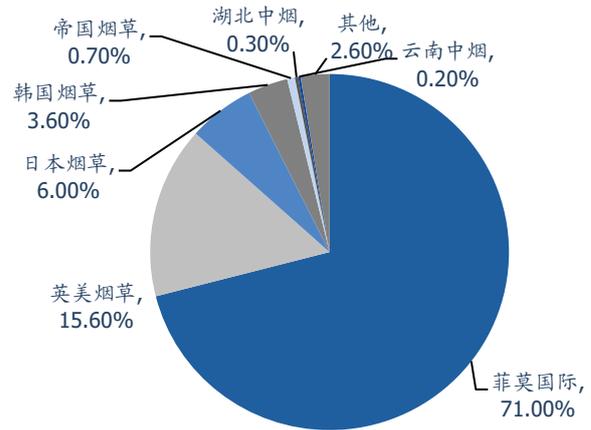
图 150: 帝国烟草核心数据拆解

	22H1	22H2	2022A	23H1	23H2	2023A	24H1	24H2	2024A
收入 (亿英镑)	34.9	43.1	77.9	36.6	43.5	80.1	36.4	45.2	81.6
YOY	-2.4%	7.2%	2.7%	5.1%	1.0%	2.8%	-0.7%	3.9%	1.8%
新型烟草收入 (亿英镑)	1.0	1.1	2.1	1.3	1.4	2.7	1.4	1.9	3.3
YOY	6.3%	15.1%	10.6%	23.8%	30.8%	27.4%	14.4%	32.9%	24.2%
新型烟草收入占比	2.9%	2.5%	2.7%	3.4%	3.2%	3.3%	3.9%	4.1%	4.0%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 151: 四大烟草龙头新型烟草收入占比对比


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 152: 2023 年全球 HNB 市占率梳理


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

政策风向积极, 全球合规化进程有望加速。 特朗普此前曾公开支持电子烟戒烟功效并声称移除美国假冒产品, 其上台后或将对口味限制 (19 年曾计划禁止销售所有果味, 后改变立场)、PMTA 审核节奏有积极影响。此外, 全球范围内监管显著趋严、对非合规电子烟打击力度增加, 我们预计合规换弹市场有望稳步复苏, 在此过程中, 龙头品牌/供应商凭借多年来强合规意识/社会责任/成本优势等, 份额有望持续提升。

图 153: 部分国家对一次性产品政策梳理

时间	具体举措
2022年4月	法属新喀里多尼亚禁止一次性电子烟。
2024年1月	澳大利亚不允许使用一次性电子烟, 3月将进口禁令扩大至非治疗类电子烟。
2024年1月	英国表示将禁止一次性电子烟, 并在最新“禁烟令”规定, 电子烟口味将会受到限制, 包装要求简单, 同时电子烟的展示方式也要调整, 目前法案开始进入下议院审批。
2024年3月	比利时报告称, 该国已获得欧盟禁止一次性用品的许可, 部长宣布将于2025年1月1日起禁止一次性电子烟。
2024年3月	法国通知欧盟, 拟禁止一次性电子烟。2023年12月法国禁止一次性用品的立法获得下议院 (国民议会) 批准。
2024年3月	波兰卫生部长宣布正在制定禁止一次性电子烟的立法。
2024年3月	新西兰宣布将立法禁止一次性电子烟产品并加强执法。
2024年12月	德国多州代表支持一次性电子烟禁令

资料来源: 两个至上, 跨境魔方, 信达证券研发中心

核心供应商有望受益。 2023 年 HNB 烟具市场达 21.3 亿美元 (同比+13.7%)、销量达 4100 万个 (同比+18.4%), 2019-2023 年销售/销量 CAGR 分别为 15%/23%, 2023-2028 年 CAGR 预计为 13%/10%。思摩尔国际作为英美烟草深度合作伙, HNB 领域积累深厚、掌握多项烟具技术路径, 为英美烟草 Glo Hilo 提供一体化产品解决方案, 未来有望充分受益。

烟草龙头持续加码新型烟草赛道, 产品矩阵拓宽, 加速产品形态/技术路径迭代&覆盖区域持续扩张 (BAT 推出 HNB 升级系列 Glo Hilo; PMI 旗下 IQOS ILUMA 25H2 有望拿到 FDA 授权)、未来增速预计更优, 龙头品牌/制造

商份额有望持续提升。思摩尔国际深度绑定全球大客户&技术壁垒深厚，多元业务矩阵有望持续贡献增量；关注深度绑定全球 HNB 龙头菲莫国际、供应地位升级的盈趣科技。

图 154: 全球 HNB 烟具量价拆分 (亿美元, 亿支)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
HNB销售额 (烟具)	0.37	1.04	4.68	9.57	12.37	16.81	17.99	18.72	21.30	24.42	27.78	31.39	35.26	39.82
YOY		179.09%	349.38%	104.53%	29.25%	35.95%	6.99%	4.07%	13.74%	14.69%	13.76%	12.97%	12.35%	12.91%
HNB销量 (烟具)	0.01	0.01	0.07	0.16	0.18	0.25	0.29	0.34	0.41	0.45	0.50	0.54	0.59	0.65
YOY		180.00%	392.86%	127.54%	12.10%	42.61%	14.34%	19.16%	18.42%	11.85%	9.49%	9.07%	9.06%	9.49%
烟具均价	74.60	74.36	67.80	60.94	70.27	66.98	62.68	54.74	52.58	53.91	56.01	58.02	59.77	61.63
YOY		-0.33%	-8.82%	-10.11%	15.30%	-4.67%	-6.43%	-12.66%	-3.95%	2.54%	3.90%	3.58%	3.02%	3.12%

资料来源: 欧睿国际, 信达证券研发中心

3.7 投资建议

顺周期政策发力, 传统消费有望企稳复苏; 结构性变化中悦己消费逐步兴起, 消费者对情感消费、智能化、大健康等方面需求快速增长, 潮玩、谷子、宠物等悦己赛道蓬勃发展。看好份额提升方向, 卫生巾、牙膏、宠物食品和婴童护理国产品牌依托优质产品&细致渠道把控&精准营销实现份额跃升。建议关注传统消费复苏可期的公牛集团、晨光股份, 结构性成长的百亚股份、登康口腔、雅迪控股、爱玛科技、明月镜片、乖宝宠物、思摩尔国际、康耐特光学、九号公司、博士眼镜、润本股份、中宠股份、倍加洁、佩蒂股份、豪悦护理、齐心集团等; 下游需求改善驱动包装业务复苏, 永新股份、裕同科技、宝钢包装、昇兴股份、奥瑞金、新巨丰、嘉美包装等有望受益。

图 155: 盈利预测 (亿元)

公司名称	总市值	营业收入			归母净利润			PE		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
公牛集团	927.2	156.9	171.6	190.4	38.7	43.8	48.6	24.0	21.2	19.1
晨光股份	296.0	233.5	257.2	291.8	15.3	15.8	18.2	19.4	18.8	16.2
百亚股份	108.6	21.4	31.6	40.4	2.4	3.3	4.2	45.6	33.4	25.7
明月镜片	96.0	7.5	8.0	9.1	1.6	1.8	2.1	60.9	53.6	45.6
博士眼镜	100.0	11.8	12.9	14.7	1.3	1.4	1.6	78.1	71.5	62.0
康耐特光学	78.2	17.8	20.4	23.3	3.3	4.1	4.9	23.9	19.1	15.9
乖宝宠物	296.0	43.3	52.7	63.9	4.3	5.9	7.4	69.0	49.9	40.1
中宠股份	95.5	37.5	44.1	51.3	2.3	3.4	4.0	41.0	27.7	23.9
依依股份	31.9	13.4	17.6	20.6	1.0	1.9	2.2	30.9	17.2	14.6
佩蒂股份	43.0	14.1	19.8	24.5	-0.1	1.8	2.2	-387.5	23.7	20.0
源飞宠物	31.6	9.9	11.6	13.2	1.3	1.6	1.8	25.1	19.7	17.6
豪悦护理	64.6	27.6	29.8	33.0	4.4	4.7	5.4	14.7	13.7	11.9
登康口腔	57.2	13.8	15.0	17.1	1.4	1.6	1.9	40.5	35.8	30.5
倍加洁	24.8	10.7	13.4	16.1	0.9	1.0	1.4	26.8	25.0	17.7
润本股份	95.1	10.3	13.4	16.9	2.3	3.2	4.0	42.1	30.1	23.9
九号公司-WD	325.1	102.2	143.9	186.6	6.0	11.4	15.8	54.4	28.6	20.6
爱玛科技	349.9	210.4	224.5	265.9	18.8	20.2	24.6	18.6	17.3	14.2
雅迪控股	386.0	348.0	325.7	389.2	26.4	25.3	31.2	14.6	15.2	12.4
齐心集团	57.3	111.0	126.4	145.7	0.8	2.3	2.9	74.6	24.6	19.9
中顺洁柔	92.7	98.0	89.5	102.2	3.3	3.2	3.8	27.9	28.6	24.3
裕同科技	234.1	152.2	173.8	196.4	14.4	16.5	18.9	16.3	14.2	12.4
奥瑞金	149.7	138.4	145.9	156.1	7.7	8.9	10.1	19.3	16.8	14.9
昇兴股份	61.2	70.9	74.8	82.7	3.3	4.5	5.4	18.4	13.7	11.4
宝钢包装	59.0	77.6	84.5	94.3	2.2	1.9	2.3	27.0	30.8	26.0
永新股份	62.8	33.8	35.8	38.9	4.1	4.3	4.8	15.4	14.5	13.0
新巨丰	43.6	17.4	18.8	20.6	1.7	1.9	2.2	25.6	22.8	19.8
思摩尔国际	593.6	111.8	121.4	137.4	16.5	16.0	19.6	36.1	37.0	30.3
盈趣科技	124.2	38.6	36.5	44.6	4.5	3.3	4.6	27.6	37.4	27.2

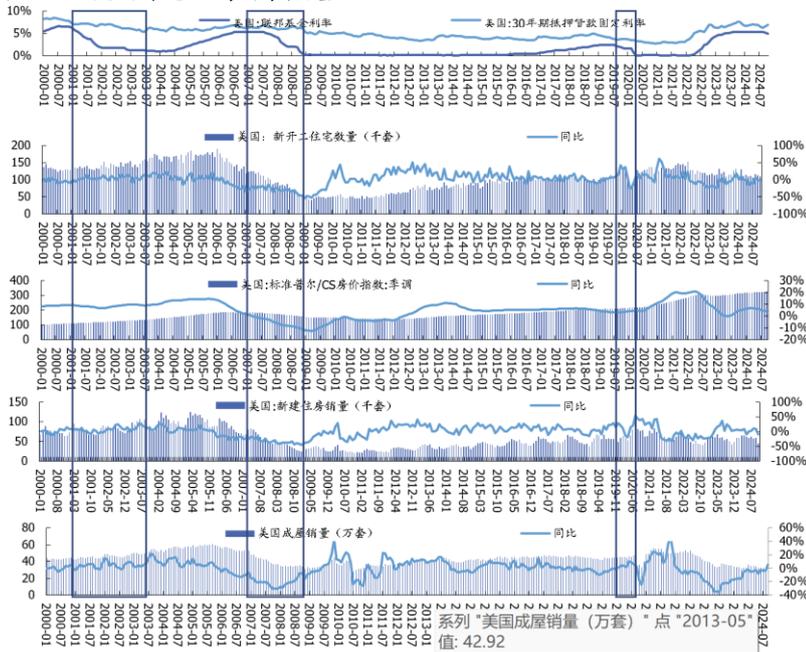
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 盈利预测均取自 Wind 一致预期, 估值日期截至 2024 年 12 月 20 日)

4 出口：订单延续向好，全球供应格局重塑

4.1 海外需求企稳，美国地产复苏有望驱动家居回暖

美国地产复苏有望驱动家居回暖。复盘美国历次降息周期，若美国经济软着陆，地产数据通常 1-2 个季度之后企稳修复。24 年 9 月美联储已开启新一轮降息周期，10 月美国成屋销量同比+5.6%（21 年 8 月后首次回正），10 月美国家具零售同比+4.6%（23 年 2 月后首次回正），终端需求或已筑底，11-12 月销售旺季有望边际延续改善。展望 2025 年，降息有望驱动地产需求改善，地产周期或呈向上趋势；此外，家居零售/批发销售额与成屋销售基本拟合，届时有望同频复苏。

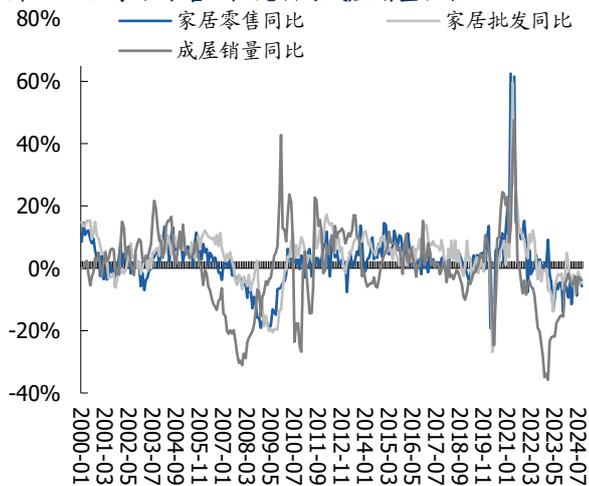
图 156：美国降息&地产周期复盘



<p>2001.01-2003.06</p> <p>利率：联邦基准利率从6.5%快速下降至1.0%。 房屋销量及新开工：地产自降息初期起回暖，新房销量期间内+65%、成屋销量+16%、新房开工+21.9%。 房价：期间提升22%。</p>
<p>2007.09-2008.12</p> <p>利率：联邦基准利率从5.25%快速下降至0.25%。 房屋销量及新开工：由于本次金融危机引发信贷紧缩和消费者信心下降，地产市场持续低迷，降息周期后2009年逐步企稳。期间新房销量-57%、成屋销量-18%、新房开工-58%。 房价：期间-14%。</p>
<p>2019.08-2020.03</p> <p>利率：联邦基准利率从2.5%快速下降至接近0%，30年贷款利率20年12月降至21世纪最低值2.68%。 房屋销量及新开工：19年中由于贸易战&全球经济放缓，美联储预防式降息，20年初疫情扰动，20年中后段地产高速修复。降息周期内新房销量+7%、成屋销量持平、新房开工+1%。 房价：期间+4%。</p>
<p>2024.09</p> <p>9月美联储降息50bp，联邦基金利率目标区间下调至4.75%-5%，11月/12月分别再降25bp。</p>

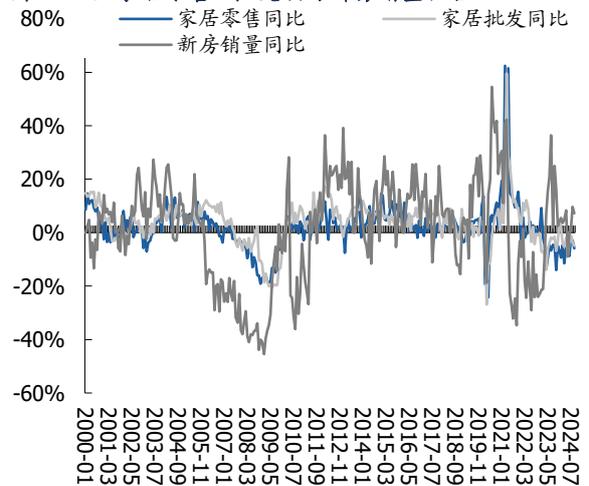
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 157：家居零售&批发额与成屋销量拟合



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 158：家居零售&批发额与新房销量拟合

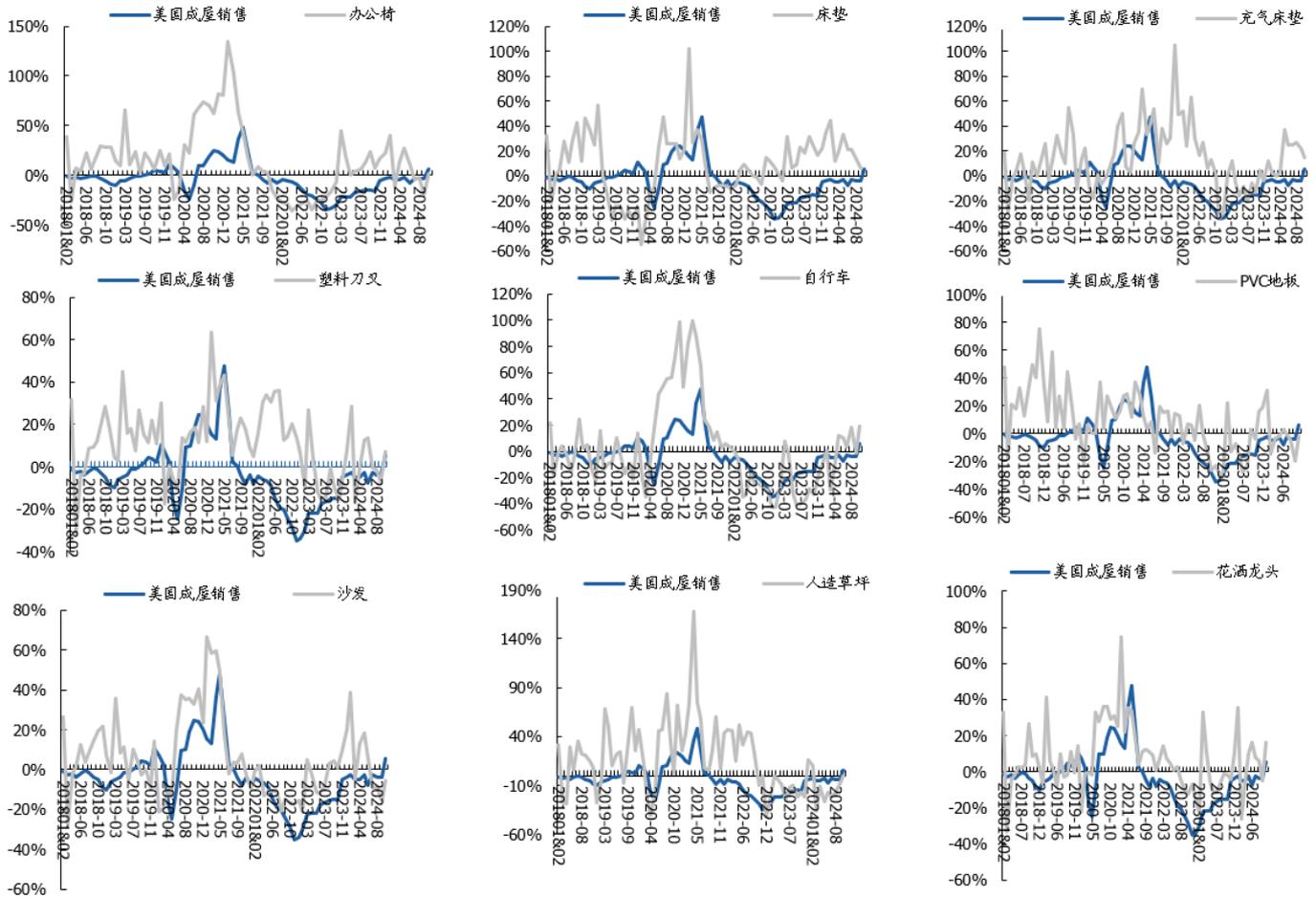


资料来源：Wind，信达证券研发中心

地产后周期品类受益充分，天振、匠心、麒盛美国地产敞口较大。美国成屋销售数据与沙发、花洒龙头、人造草

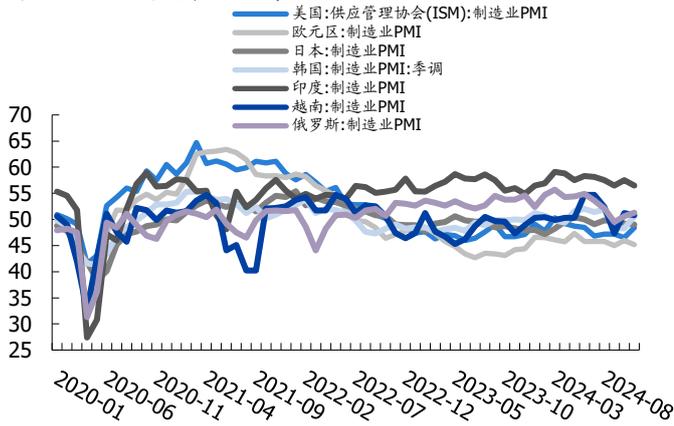
坪、PVC地板等细分品类出口数据呈现较强相关性，终端需求有望率先回暖；办公椅、塑料刀叉、自行车等受益于宏观需求修复，呈现趋势性拟合。天振股份、匠心家居、麒盛科技主营聚焦美国且业务均为地产后周期品类，地产复苏后受益或较显著。

图 159：美国地产&出口分品类数据拟合

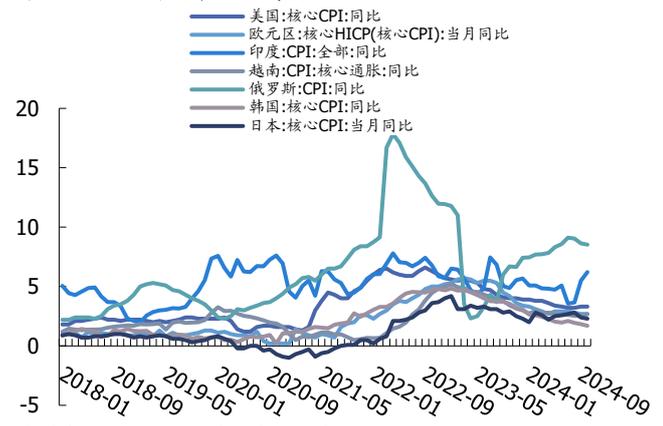


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

欧洲企稳复苏，新兴市场仍处扩张通道。当前欧洲 PMI 仍处低位区间且地缘冲突持续，但受益于降息刺激，制造业 PMI 已自低点企稳。根据世界经济论坛 2024 年 9 月《首席经济学家展望》，受益于货币政策宽松，53% 受访者认为 2025 年欧洲经济将实现适度或较好增长（为 24 年两倍）。根据 IMF《2025 年世界经济展望》，新兴地区 GDP 增速有望达 4.2%（较上年增速持平，仍高于发达经济体 1.8%）。我们预计全球制造业向新兴市场转移趋势不改，驱动经济延续增长。此外，当前全球步入宽松周期，且关税风险增加，二次通胀风险仍存。

图 160: 不同国家 PMI 表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 161: 不同国家 CPI 表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2 补库逻辑持续演绎

库存维系中枢，25 年补库有望来临。2024 年 9 月美国零售/批发商家居库销比历史分位分别为 46.9%/71.7%，环比小幅回升，主要系 Q4 旺季备货。24 全年呈现拉动式补货，下游库存态度谨慎、订单周期缩短，库销比整体中枢稳定。展望未来，我们认为，由于关税政策不确定叠加终端复苏预期，25 年下游预计开启补货周期。

图 162: 美国家居零售商/批发商库销比

	零售商总体	机动车	家具、家用装饰、电子和家电	建筑材料、园林设备和物料	食品饮料	服装服饰	日用品商场
零售商	历史分位	43.40%	56.86%	45.31%	72.41%	15.00%	54.64%
	2020年至今均值	1.44	1.99	1.68	1.81	0.79	2.43
	2024-09	1.33	2.04	1.57	1.92	0.74	2.33
	历史分位	62.96%	49.09%	71.74%	89.87%	52.63%	61.29%
批发商 (耐用品)	2020年至今均值	1.59	1.57	1.65	1.41	1.09	0.79
	2024-09	1.75	1.82	1.99	1.74	1.15	0.85
	历史分位	51.61%	48.65%	3.45%	33.80%	61.90%	49.41%
批发商 (非耐用品)	2020年至今均值	0.93	1.03	1.14	1.94	0.66	1.23
	2024-09	0.95	1.01	0.98	2.04	0.70	1.29

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

海外零售商&品牌商收入、库存平稳，后续展望积极。2024Q3 轻工出口公司海外主要客户整体收入表现弱势稳定（地产后周期阶段性淡季），库销比环比保持平稳、同比小幅改善。受益于降息刺激、需求改善预期升温，部分公司已上调全年预期、且 HNI、MILLERKNOLL 已现 B 端订单边际改善、对 25 年预期乐观。

图 163: 主要海外公司收入&库存梳理

亚马逊 (AMZN): 预计Q4收入达1815-1885亿美元 (同比+7-11%)										WAYFAIR: 预计Q4核心业务下降										TEMPER SEALY INTERNATIONAL: 全年预期降低收入下滑 (此前为持平)									
收入 (亿美元)	2301	2302	2303	2304	2401	2402	2403	2301	2302	2303	2304	2401	2402	2403	2301	2302	2303	2304	2401	2402	2403								
收入增速	11%	11%	5%	14%	13%	10%	11%	3%	-3%	4%	0%	-2%	-2%	-2%	3%	12%	11%	11%	11%	11%	11%								
库存 (亿美元)	341.7	366.9	354.1	333.3	311.5	341.1	361.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	5.7	5.3	4.9	4.8	4.9	5.1	5.0								
库存增速	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	-2%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%								
毛利率	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.03	0.02	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	0.47	0.42	0.38	0.41	0.41	0.41	0.38								
净利率	2.49%	5.02%	6.90%	6.25%	7.28%	9.11%	8.65%	-12.80%	-1.45%	-5.54%	-5.59%	-0.99%	-1.35%	-2.57%	7.06%	7.28%	8.87%	6.59%	6.41%	6.80%	10.00%								

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

补库节奏分化, 新兴品类维持靓丽表现。22H2-23H1 海外去库存, 多数品类同比承压。23 年中沙发、办公椅、床垫等品类补库周期率先开启; 自行车、电动床、充气床垫、厨房塑料制品、花洒龙头落后 1-2 个季度; 宠物/保温杯等新兴品类需求景气, 出口数据始终维系靓丽表现。24H1 在低基数影响下多数品类同比表现优异, 伴随基数抬升, Q3 同比增速回落。目前下游库存水平均在中枢水位, 结合后续海外复苏节奏, 沙发、床垫、五金龙头、办公椅等品类有望率先迎来补库周期。此外, 办公椅 24-25 年迎换新周期 (上轮于 20-21 年爆发, 换新周期通常为 3-5 年), 因此后续有望展现增长弹性; 保温杯/宠物高景气气延续, 有望维持靓丽表现。

图 164: 轻工分品类数据梳理 (各品类出口金额, 亿元)

花洒龙头	宠物食品	保温杯	厨房塑料制品	办公椅	弹簧床垫	乳胶床垫	电动床	皮革木框沙发	其他木框沙发	皮革金属家具	其他金属家具	自行车	电动车	人造草坪	PVC	YOY																
2018Q1	64.5	10%	12.2	5%	30.5	-1%	78.9	7%	32.6	13%	8.8	29%	11.2	0%	2.2	0%	40.5	-5%	78.1	6%	6.0	4%	72.5	12%	57.1	7%	30.8	29%	0.9	7%	54.6	23%
2018Q2	74.5	-1%	14.7	5%	35.5	-2%	92.5	1%	41.7	11%	10.6	25%	14.6	3%	2.1	6%	47.3	-9%	100.0	4%	7.2	-19%	69.8	19%	54.3	0%	38.0	8%	1.0	-2%	73.7	24%
2018Q3	76.6	10%	15.1	18%	40.6	29%	96.1	14%	42.0	17%	12.0	45%	17.4	17%	1.4	-2%	44.5	-5%	101.3	12%	7.0	-12%	58.0	20%	53.2	1%	43.1	8%	0.8	26%	79.8	30%
2018Q4	77.8	6%	15.7	9%	42.9	18%	100.9	16%	48.7	23%	15.8	52%	19.5	19%	1.6	12%	51.5	1%	116.0	13%	8.2	11%	87.5	32%	51.4	-2%	56.0	68%	0.8	-7%	96.0	50%
2019Q1	66.5	3%	13.5	11%	35.7	17%	89.4	13%	40.3	24%	13.1	49%	13.6	21%	2.3	3%	37.8	-7%	80.5	3%	6.5	9%	89.1	23%	50.4	-2%	32.7	6%	1.1	17%	66.4	22%
2019Q2	73.7	-1%	14.4	-2%	45.0	27%	105.2	14%	46.5	12%	10.5	-2%	10.2	-30%	2.5	20%	39.3	-17%	96.3	-4%	8.2	14%	90.3	29%	48.8	-10%	49.8	31%	1.2	26%	82.4	22%
2019Q3	77.9	2%	15.9	6%	51.2	26%	113.1	18%	48.0	14%	10.8	-9%	10.3	-41%	1.7	24%	36.9	-17%	96.6	-5%	7.8	12%	77.1	33%	50.5	-5%	60.7	41%	1.0	17%	93.8	18%
2019Q4	84.2	8%	15.2	4%	55.2	29%	122.1	21%	57.6	18%	14.5	-8%	10.5	-6%	1.7	5%	40.7	-21%	103.9	-10%	8.7	6%	114.6	31%	48.4	-6%	48.2	-14%	1.2	46%	91.4	-5%
2020Q1	55.6	-16%	11.8	-12%	33.9	-5%	78.8	-12%	31.7	-21%	8.6	-34%	5.2	-62%	2.0	-12%	23.4	-38%	60.2	-25%	4.5	-30%	81.1	-9%	37.0	-27%	28.4	-13%	1.1	-1%	66.6	0%
2020Q2	80.9	10%	19.6	36%	41.2	-9%	104.0	-1%	64.0	38%	11.7	12%	8.7	-14%	2.5	-1%	29.5	-25%	81.1	-16%	7.2	-12%	112.5	25%	57.5	18%	48.0	-4%	1.1	-8%	99.3	21%
2020Q3	103.8	33%	17.1	20%	51.6	1%	130.7	16%	81.8	70%	16.6	53%	11.4	14%	2.3	33%	40.3	9%	115.1	19%	9.6	22%	132.6	72%	77.6	54%	86.0	42%	1.5	53%	107.8	15%
2020Q4	107.9	28%	17.7	17%	55.0	0%	142.9	17%	100.7	75%	18.3	26%	11.8	12%	1.9	12%	45.9	13%	122.1	27%	11.3	30%	162.6	42%	82.7	71%	80.2	66%	1.6	31%	111.4	22%
2021Q1	87.2	57%	16.1	37%	46.5	37%	119.5	52%	70.8	123%	12.9	50%	10.6	103%	2.9	47%	37.2	59%	98.7	64%	7.4	63%	133.7	65%	69.5	89%	67.1	136%	1.6	52%	89.0	34%
2021Q2	103.7	28%	19.2	2%	56.3	37%	139.1	34%	89.2	13%	14.4	14%	11.6	36%	3.6	43%	39.8	35%	120.0	48%	8.7	20%	154.6	37%	89.2	55%	89.9	87%	2.2	90%	107.5	8%
2021Q3	113.3	9%	20.3	6%	62.3	21%	150.7	15%	85.3	4%	13.7	-17%	11.4	0%	2.8	24%	38.4	-5%	120.9	5%	8.9	-7%	134.0	1%	88.5	14%	93.7	9%	1.7	13%	113.7	5%
2021Q4	115.2	7%	23.2	31%	66.7	21%	157.3	10%	87.8	-13%	15.1	-18%	12.4	5%	3.1	59%	47.6	4%	132.4	0%	8.6	-25%	154.8	-5%	85.4	4%	90.7	13%	2.1	34%	121.7	9%
2022Q1	95.0	9%	20.6	28%	97.7	110%	238.5	100%	50.8	-28%	12.1	-6%	10.6	0%	6.8	131%	33.4	-10%	97.1	-2%	6.4	-14%	139.9	5%	113.0	63%	129.1	92%	2.4	47%	104.8	18%
2022Q2	107.6	4%	22.3	16%	74.7	33%	185.2	33%	60.5	-32%	15.8	18%	10.6	-11%	4.9	37%	33.3	-16%	107.4	-1%	7.6	-13%	137.9	-11%	64.3	-28%	90.0	0%	2.9	32%	114.6	7%
2022Q3	109.1	-4%	21.1	4%	72.0	16%	181.7	21%	60.4	-29%	15.2	10%	10.5	-8%	3.2	15%	30.6	-20%	97.1	-20%	10.0	12%	118.1	-12%	65.7	-26%	110.5	18%	2.3	36%	104.5	-8%
2022Q4	101.7	-12%	18.6	-20%	74.0	11%	178.5	13%	68.7	-22%	11.1	13%	12.2	-2%	2.4	-22%	29.8	-37%	100.1	-24%	11.0	29%	145.5	-6%	52.5	-39%	77.4	-15%	1.7	-19%	91.0	-25%
2023Q1	87.8	-8%	17.8	-14%	64.6	-34%	148.0	-38%	55.8	10%	13.3	10%	11.3	6%	4.3	-36%	24.5	-27%	82.6	-15%	8.0	26%	127.0	-9%	57.4	-49%	68.0	-47%	1.9	-18%	79.1	-25%
2023Q2	105.0	-2%	22.2	-1%	82.5	10%	170.5	8%	64.8	7%	17.1	8%	12.6	20%	4.4	-10%	28.9	-13%	107.1	0%	8.2	9%	117.4	-15%	47.6	-26%	92.8	3%	2.5	-13%	96.6	-16%
2023Q3	102.5	-6%	23.4	11%	87.5	22%	166.9	8%	69.3	15%	19.1	26%	13.0	23%	2.8	-13%	28.5	-7%	111.8	15%	6.7	-33%	107.8	9%	42.5	-35%	93.9	-15%	1.9	-14%	94.9	-9%
2023Q4	103.0	1%	22.9	23%	87.3	18%	169.8	-5%	79.1	15%	22.4	31%	14.0	15%	2.5	5%	31.1	4%	133.5	33%	7.9	-29%	143.6	-1%	41.3	-21%	67.4	-1%	1.6	-3%	98.5	8%
2024Q1	97.7	11%	21.9	23%	78.0	21%	161.8	9%	65.8	18%	19.4	45%	12.8	33%	4.4	1%	25.6	5%	108.8	32%	5.8	-28%	153.4	21%	50.4	-12%	78.9	16%	1.8	-9%	88.5	12%
2024Q2	111.4	6%	27.9	26%	102.5	24%	184.6	8%	75.7	17%	22.8	34%	14.1	12%	5.3	19%	26.7	-8%	119.0	11%	6.3	-24%	142.9	22%	49.0	3%	122.3	32%	2.0	-19%	95.6	-1%
2024Q3	105.6	3%	28.3	21%	96.5	10%	161.7	-3%	62.9	-9%	21.8	14%	14.5	12%	3.5	25%	24.1	-16%	105.7	-5%	5.3	-21%	90.6	-16%	45.2	6%	119.0	27%	1.6	-17%	86.4	-9%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.3 制造转型, 品牌出海

生产制造商向品牌商战略升级, 差异化竞争抢占份额。目前众多出口企业均以 ODM/OEM 为主, 位居产业链中游, 产品附加值较低、盈利能力较差。行业转型升级浪潮中部分龙头企业积极建设自主品牌、产品附加值实现提升。1) 线下: 匠心家居 2024 年凭借渠道改革 (店中店)、品牌美誉度提升, 有望持续扩张份额; 永艺股份通过

收购海外批发商入局核心商超一线采购渠道。2) 线上: 致欧科技、恒林股份、西大门、乐歌股份、久祺股份、梦百合重点布局跨境电商, 通过成本优势, 运营模式持续迭代, 抢占海外本土品牌份额。此外, 致欧科技、恒林股份、乐歌股份等头部企业已在海外仓储&服务等环节进行布局, 相较中小型跨境电商企业, 运营效率、服务响应等优势显现。

竞争加剧, 成本提升, 格局有望集中。Temu、TTK 等新平台入局分散流量, 各平台低价竞争趋势愈发凸显, 且亚马逊推出低价商城、进一步压缩卖家价格。此外, 平台政策趋严、费用提升(仓储&配送等), 压制卖家利润空间。展望未来, 价格内卷&紧缩政策态势预计仍延续, 卖家需构建全链路竞争优势(供应链&物流&仓储), 致欧科技、恒林股份等头部大卖份额有望提升; 此外, 西大门、乐歌股份等供应链逐步完善、积极打造独立站贡献增量。

图 165: 品牌出海公司梳理

公司名称	自主品牌	跨境电商
久祺股份	Logan、小趣、DRBIKE、HILAND、JOYSTAR、STITCH、cycmoto、久祺、祺娃娃	HILAND、JOYSTAR、STITCH、Cycmoto、Drbike
恒林股份	恒林、Lista Office L0、厨博士、NOUHAUS	NOUHAUS、Smugdesk
乐歌股份	乐歌、Flexispot	Flexispot
梦百合	Milly、Milly梦百合	Milly
哈尔斯	HAERS、SIGG、NONOO、SANTECO	SIGG、SANTECO
匠心家居	MOTO MOTION、MOTO LIVING、MOTO SLEEP	加速线下店中店布局, Q2门店100家+, Q3 150家+, 目前申请开店350家, 25Q1有望增至500家
永艺股份	永艺	-
麒盛科技	舒福德	-
致欧科技	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA
西大门	西大门	-
麒盛科技	舒福德	-
致欧科技	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA	SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA

资料来源: 各公司公告, Wind, 信达证券研发中心

4.4 关税影响有限，全球制造格局重构

关税预期升温，预计分步加征。特朗普参选以来持续将关税作为竞选筹码，其成功当选后已将其作为外交博弈工具，我们判断由于美国轻工供应链仍高度依赖中国企业、全球可大量承载&转移低成本轻工供应链地区有限，因此60%加征关税预计将根据两国谈判分阶段实施。

加征关税对轻工龙头公司影响有限。根据此前加征关税经验，轻工公司凭借提价传导、建设海外产能基地等方式可一定程度上规避加征关税影响。目前，永艺股份、匠心家居、共创草坪、敏华控股、梦百合、乐歌股份等公司海外基地已全面覆盖美国订单；致欧科技、顾家家居、恒林股份、嘉益股份、哈尔斯、建霖家居、松霖科技等加速海外供应链布局；浩洋股份、西大门、玉马遮阳等产业链加价倍率较高，可通过提价消化关税、需求影响有限。

图 166：轻工出口公司海外基地梳理

公司	海外布局
永艺股份	2018年投建越南生产基地（办公椅出口美国零关税），2023H1罗马尼亚基地出货。
恒林股份	2018年布局越南产能，目前已拥有三座生产基地（办公椅出口美国零关税）
共创草坪	2018年布局越南产能（出口欧盟零关税，出口美国关税6%），目前一期产能达2400万平方米，二期达3000万平方米，三期项目择机启动；2022年将越南四期地点改至墨西哥。
盈趣科技	在匈牙利（对接欧洲客户&开拓新能源业务）、马来西亚（对接北美客户&开拓食品、医疗、户外业务）建有智能制造基地，截至2021年马来西亚基地产能占比已达30%+。
乐歌股份	2015年在越南布局生产基地并于2016年底投产
浙江自然	已在越南、柬埔寨设立生产基地
梦百合	已拥有包括塞尔维亚、美国、泰国及西班牙等多个生产基地
匠心家居	生产以东南亚（越南）为主，自2019年下半年至今，匠心基地已完成所有出口美国、加拿大的家具类产品的生产
哈尔斯	2021年起计划建造泰国生产基地，目前已成功出货，并追加6000万美元扩建产能
嘉益股份	2022年计划在越南新设全资生产型孙公司嘉益科技，目前已成功投产出货
源飞宠物	2020年在柬埔寨建成生产基地，享受免征生产设备、建筑材料、零配件和原材料等的进口关税及免缴增值税
麒盛科技	2019年末，越南工厂落成；2022年初，墨西哥海绵工厂项目启动，在2022年底工厂实现了正常运营生产
乖宝宠物	2015年设立泰国工厂，已形成812.50吨宠物零食月产能
中宠股份	产能遍及中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨5个国家
致欧科技	2025年东南亚供应链有望覆盖美国20%+订单

资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心

全球制造业向新兴市场转移，劳动密集型转移趋势更为显著。根据联合国工业发展组织，2023年全球制造业增加值（MVA）同比增长2.9%，其中高收入/中等收入工业经济体增速分别为0.5%/3.4%，高收入/中等收入/低收入工业化经济体增速分别为2.1%/5.8%/2.5%。新兴工业经济体主要由中国大陆&东南亚国家组成，凭借低成本&高效率等优势，在全球制造市场中份额持续提升，2023/2024年增速分别为5.7%/5.1%。分品类来看，2002-

2022 年中高端技术制造业（技术密集型）全球份额在高收入工业经济体中显著提升，家具制造等劳动密集型产业在中等收入/低收入工业化经济体中保持份额增长。

图 167：不同经济体制造业增加值同比增速

单位：%	2021	2022	2023	2024E
全球	8.5	2.7	2.9	2.9
工业经济体（Industrial economics）				
高收入	7.6	1.9	0.5	1.3
中等收入（不含中国）	7.8	3.5	3.4	3.1
中国	10.3	3.4	5.4	4.7
工业化经济体（Industrializing economies）				
高收入	9.7	6.2	2.1	3.0
中等收入	8.5	2.4	5.8	5.5
低收入	2.0	2.0	2.5	3.6
新兴工业经济体（Emerging industrial economies）				
新兴工业经济体	9.9	3.5	5.7	5.1

资料来源：UNIDO，信达证券研发中心

图 168: 分国别看不同技术含量制造业份额变化趋势


资料来源: UNIDO, 信达证券研发中心

美国进口国份额变化显著, 东南亚占比加速提升。2023 年美国进口的保温杯/厨房塑料制品/电动车/自行车/沙发/办公椅, 中国大陆供应份额分别为 98%/79%/59%/36%/35%/33%, 较 2018 年分别+2.0%/-0.1%/-20.0%/-30.3%/-34.0%/-33.0%, 部分品类供应份额出现较大下滑。2018 年后中国大陆部分企业逐步在越南、泰国、柬埔寨等国扩建产能, 驱动越南/柬埔寨/印尼等东南亚国家在细分赛道内对美供应份额显著提升。关税落地后, 伴随海外订单流向东南亚等区域, 预计东南亚供应链成熟度将进一步提升、同时要素成本将进一步提升, **匠心家居、永艺股份、恒林股份**等少部分龙头企业前瞻布局, 已大幅优化本土原材料自给率、优化管理&考核制度, 竞争优势愈发凸显, 份额有望提升、且成本优势有望放大。

图 169: 不同地区成本要素拆分, 墨西哥主要费用高于亚洲各国

	泰国	越南	印度	中国	墨西哥
电费	工业用电 (平均): 4泰铢 (0.112美元) /千瓦时,	工业用电 普通时: 1536越盾 (约0.067美元) /度, 低峰期为970越盾 (约0.043美元) /度, 高峰期2759越盾 (约0.12美元) /度	工业用电: 固定费用: 每月250卢比 (3美元) /千伏安 浮动费用: 7.75卢比 (0.093美元) /千伏安时	工业用电 (北京平均价格): 0.81 (0.1134美元) 人民币/度	工业用电: 0.117美元/度
水费	政府工业用水: 每立方米在20-24泰铢 (0.56-0.67美元)	居民用水和工商业用水基本价格区间: 特别市和一级市3500-18000越盾 (0.15-0.79美元) /立方米; 2至5级市中心3000-15000越盾 (0.13-0.66美元) /立方米; 农村地区2000-11000越盾 (0.08-0.48美元) /立方米。	工业用水 (100千升+): 固定费用: 1317.69卢比 (15.8美元) 浮动费用: 175.69卢比 (2.1美元) /立方米	工业用水 (北京平均价格): 9.5 (1.3美元) 人民币/立方米	0.007美元/加仑 (1.848美元/立方米)
人工	普通工人 平均工资约427-498美元/月	企业员工 平均工资为784越盾 (约330美元) /月	熟练产业工人 最低工资不得低于 506卢比 (6美元) /日, 发达地区不得低于 629-831卢比/日 (7.5-10美元)	全国生产制造及有关人员71147元/年 (830美元/月)	4.86美元/时 (855.36美元/月)
土地及房屋价格	(1) 购买工业用地 (工业区内): 春武里约162美元/平方米, 罗勇约91.2美元/平方米。 (2) 工业厂房租金: 春武里 (园区内) 约7.78美元/平方米/月, 工业园区外约5.76美元/平方米/月; 罗勇 (园区内) 约1.11美元/平方米/月, 园区外0.798-0.894美元/平方米/月。	北部的河内约140美元/平方米/租期, 北宁120美元/平方米, 海防105美元/平方米; 南部的胡志明市约180美元/平方米, 隆安约125美元/平方米, 平阳约120美元/平方米, 同奈约110美元/平方米。	成熟工业园土地售价约为80美元/平方米, 古尔冈地区约为120美元/平方米, 诺伊达地区约为150美元/平方米。	工业用地平均地价格: 杭州991.5元 (138.8美元) /平方米, 常州474元 (66.4美元) /平方米, 安阳762元 (106.68美元) /平方米,	租金: 4.4-7.5美元/平方米/月

资料来源: 国家统计局, CEIC, 对外投资合作国别 (地区) 指南, TETAKAWI, 信达证券研发中心 (汇率换算为 24 年 2 月 20 日)

图 170: 不同品类美国进口国别份额变化

单位: 亿美元		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
保温杯	美国进口总额	4.08	4.96	5.83	5.19	8.17	13.93	13.37
	YOY	-29.46%	21.55%	17.40%	-11.00%	57.53%	70.43%	-3.99%
	其中: 中国	3.94	4.80	5.68	5.05	8.05	13.76	13.16
	YOY	-29.74%	21.99%	18.22%	-11.05%	59.35%	70.87%	-4.34%
	中国占比	96.41%	96.77%	97.44%	97.38%	98.51%	98.76%	98.40%
	泰国占比	1.75%	1.65%	1.15%	1.33%	0.30%	0.52%	0.74%
	中国台湾占比	1.10%	1.01%	0.93%	0.62%	0.40%	0.30%	0.26%
	中国香港占比	0.07%	0.13%	0.07%	0.00%	0.04%	0.02%	0.14%
厨房用塑料制品	美国进口总额	28.35	31.52	35.60	36.24	47.43	57.50	45.83
	YOY	1.48%	11.18%	12.93%	1.81%	30.85%	21.24%	-20.30%
	其中: 中国	22.30	25.24	28.36	28.49	37.37	45.28	35.98
	YOY	0.82%	13.18%	12.36%	0.47%	31.18%	21.15%	-20.53%
	中国占比	78.64%	80.06%	79.66%	78.61%	78.80%	78.75%	78.52%
	墨西哥占比	5.04%	4.53%	4.43%	4.56%	4.59%	4.61%	5.12%
	中国台湾占比	4.22%	3.81%	4.25%	4.46%	4.58%	3.89%	4.09%
	越南占比	1.67%	1.50%	2.22%	3.26%	3.20%	3.40%	3.47%
电动自行车	美国进口总额	1.50	5.10	7.11	11.06	12.56	19.70	15.33
	YOY	-	239.57%	39.38%	55.51%	13.56%	56.90%	-22.19%
	其中: 中国	1.18	3.98	4.34	7.39	7.18	11.28	8.98
	YOY	-	237.24%	8.97%	70.24%	-2.82%	57.10%	-20.39%
	中国占比	78.62%	78.09%	61.05%	66.84%	57.20%	57.27%	58.59%
	台湾	12.76%	14.10%	24.61%	21.08%	30.37%	26.72%	23.63%
	柬埔寨	0.00%	0.18%	0.14%	0.01%	0.65%	2.73%	4.69%
	越南	1.90%	0.90%	2.66%	2.78%	2.10%	4.45%	4.01%
自行车	美国进口总额	14.22	16.00	12.88	15.01	21.52	22.06	12.51
	YOY	-3.02%	12.56%	-19.53%	16.59%	43.34%	2.52%	-43.29%
	其中: 中国	9.44	10.65	6.80	8.45	11.90	8.57	4.51
	YOY	-3.05%	12.82%	-36.11%	24.29%	40.74%	-27.96%	-47.40%
	中国占比	66.37%	66.53%	52.82%	56.31%	55.29%	38.85%	36.04%
	中国台湾占比	27.91%	28.83%	37.94%	27.34%	25.51%	32.47%	42.02%
	柬埔寨占比	1.79%	1.24%	3.68%	9.46%	11.63%	17.20%	9.54%
	越南占比	0.13%	0.07%	1.76%	2.49%	1.73%	5.46%	6.70%
沙发(带软垫)	美国进口总额	77.60	84.88	79.23	80.84	116.17	115.65	91.38
	YOY	12.98%	9.37%	-6.65%	2.02%	43.71%	-0.45%	-20.99%
	其中: 中国	53.21	57.81	42.61	36.29	49.23	46.13	31.62
	YOY	10.48%	8.65%	-26.30%	-14.83%	35.66%	-6.29%	-31.45%
	中国占比	68.56%	68.11%	53.78%	44.90%	42.38%	39.89%	34.61%
	越南占比	10.33%	11.64%	22.36%	33.07%	34.18%	31.03%	33.86%
	墨西哥占比	6.04%	6.02%	6.87%	5.91%	7.24%	9.27%	10.55%
	意大利占比	2.93%	2.87%	3.37%	3.20%	3.42%	4.40%	4.68%
办公椅	美国进口总额	11.70	12.86	12.21	14.95	16.44	15.01	11.91
	YOY	4.88%	9.91%	-5.12%	22.48%	9.96%	-8.71%	-20.62%
	其中: 中国	7.68	8.79	8.26	9.08	9.15	6.77	3.89
	YOY	3.94%	14.45%	-6.08%	9.98%	0.76%	-26.08%	-42.55%
	中国占比	65.64%	68.36%	67.67%	60.76%	55.68%	45.09%	32.63%
	越南占比	0.35%	0.26%	0.56%	10.74%	17.74%	19.72%	27.80%
	墨西哥占比	13.09%	12.35%	13.46%	9.80%	10.13%	16.75%	24.34%
	加拿大占比	9.96%	9.31%	9.03%	7.17%	6.31%	8.03%	10.40%

资料来源: UN, 信达证券研发中心

4.5 投资建议

短期来看，出口业绩兑现确定性较高，25 年海外终端需求稳健、补库需求可期，我们预计有能力上修业绩预期或成长逻辑强化的公司估值仍有上行空间。逆全球化周期中个股估值预计分化，依托高效率全球供应链布局以及品牌出海，中国制造份额延续全球提升的公司，估值中枢预计提升。优质标的回调建议关注，其中永艺股份、匠心家居、共创草坪等海外布局充分，嘉益股份、哈尔斯、致欧科技、恒林股份等海外布局提升，西大门、依依股份、玉马遮阳、浩洋股份、天振股份、英派斯、英科再生等结构成长。

图 171：盈利预测（亿元）

公司名称	总市值	营业收入			归母净利润			PE			历史分位数 PE
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
盈趣科技	124.16	38.60	36.55	44.64	4.51	3.32	4.57	27.56	37.40	27.20	98.75
嘉益股份	116.12	17.75	26.81	32.60	4.72	7.26	8.76	24.60	15.99	13.26	42.86
匠心家居	95.07	19.21	24.47	30.29	4.07	5.32	6.41	23.34	17.88	14.82	78.82
共创草坪	88.56	24.61	29.62	34.89	4.31	5.18	6.15	20.54	17.09	14.40	23.29
致欧科技	82.27	60.74	80.02	98.94	4.13	4.03	5.49	19.93	20.43	14.97	29.40
松霖科技	79.05	29.83	34.03	39.93	3.52	4.53	5.49	22.43	17.46	14.39	31.40
浩洋股份	59.31	13.05	13.99	16.60	3.66	3.99	4.81	16.20	14.87	12.32	13.90
建霖家居	58.18	43.34	50.81	58.39	4.25	5.17	6.02	13.70	11.26	9.67	8.16
乐歌股份	55.97	39.02	52.99	64.79	6.34	4.38	5.00	8.83	12.77	11.19	18.75
英科再生	52.67	24.55	27.96	30.63	1.96	2.63	3.06	26.92	20.01	17.23	32.32
恒林股份	44.72	81.95	106.33	128.99	2.63	4.73	6.07	17.00	9.45	7.37	85.73
麒盛科技	43.31	31.03	30.58	33.93	2.06	1.88	2.24	21.06	23.06	19.29	83.55
梦百合	43.14	79.76	87.27	100.69	1.07	1.06	3.37	40.47	40.65	12.80	-
永艺股份	38.95	35.38	45.94	55.03	2.98	3.29	4.04	13.08	11.83	9.64	16.48
天振股份	38.10	3.12	9.32	24.93	(2.67)	(0.39)	1.83	-	-	20.82	-
哈尔斯	38.10	24.07	31.82	37.44	2.50	3.14	3.62	15.25	12.15	10.51	3.59
英派斯	35.87	8.95	13.02	16.83	0.88	1.03	1.40	40.69	34.83	25.62	52.84
家联科技	32.76	17.21	22.83	28.32	0.45	1.40	1.72	72.22	23.35	19.02	97.89
玉马科技	32.75	6.63	7.91	9.52	1.65	2.04	2.47	19.85	16.05	13.24	16.55
久祺股份	29.95	20.06	21.47	24.45	1.06	1.22	1.42	28.13	24.50	21.11	80.57
浙江自然	29.86	8.23	9.79	11.49	1.31	1.82	2.21	22.85	16.41	13.51	11.22
西大门	20.78	6.37	8.14	10.35	0.91	1.08	1.30	22.80	19.25	15.97	23.08
海象新材	17.82	15.99	12.95	15.70	0.46	0.14	1.86	39.05	127.32	9.58	-

资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：盈利预测均取自 Wind 一致预期，估值日期截至 2024 年 12 月 20 日）

5 红利：稳健成长，分红提升

江山欧派、华旺科技、麒盛科技、嘉美包装、尚品宅配、索菲亚、志邦家居、永新股份、敏华控股、浩洋股份等公司当前已拥有较高的分红水平（2023 年股息率均大于 5%）；伴随资本开支逐步缩减，部分现金流充裕、利润较稳定的公司有潜在分红提升空间，相关标的包括欧派家居、公牛集团、裕同科技、慕思股份、太阳纸业等，其中欧派家居发布股东分红回报规划、承诺 2024-2026 年每年派发现金红利不低于 15 亿元（含税），裕同科技发布 2023-2025 年三年分红承诺（每年分红比例不低于 60%），公牛集团 2023 年分红方案中将分红率提升至 71.4%，百亚股份、博士眼镜等公司后续分红水平可能受品牌费用投放节奏影响。

图 172: 板块高分红公司梳理

分红	公司名称	市值 (亿元)	分红率 2023	股息率 2023	资本开支 2023	资本开支/折 旧摊销	23年净利润 (亿元)	23-26年净 利润CAGR	PE				账上现金	净现金	净现金/23 年净利润	净营运资本
									2023	2024E	2025E	2026E				
股息率大于 4%	江山欧派	34	80.3%	9.4%	1.0	0.8	3.9	0.1%	8.6	10.9	9.6	8.6	11.94	4.05	1.0	-3.6
	华旺科技	63	64.4%	8.1%	3.7	3.4	5.7	12.7%	11.2	10.5	9.0	7.8	22.94	19.20	3.4	7.1
	麒盛科技	43	171.6%	8.3%	3.4	2.1	2.1	6.9%	21.1	23.1	19.3	17.3	15.53	6.40	3.1	7.3
	嘉美包装	32	161.6%	7.7%	3.0	1.5	1.5	-	21.0	-	-	-	2.64	-5.05	-3.3	4.1
	尚品宅配	32	304.6%	6.4%	7.0	1.7	0.6	-	48.7	-39.0	53.8	-	29.91	2.79	4.3	-6.6
	索菲亚	163	75.5%	5.9%	7.6	1.4	12.6	7.5%	12.9	12.6	11.4	10.4	34.95	12.54	1.0	-12.4
	志邦家居	56	51.4%	5.4%	4.2	2.1	6.0	1.1%	9.5	11.0	10.0	9.2	8.63	10.24	1.7	-1.2
	永新股份	63	82.6%	5.4%	1.1	0.7	4.1	9.8%	15.4	14.5	13.0	11.6	11.78	7.68	1.9	6.8
	敏华控股	170	50.7%	5.4%	13.7	2.3	16.8	16.5%	10.1	7.7	7.0	6.4	31.68	-1.87	-0.1	19.1
	浩洋股份	59	55.3%	5.1%	1.5	4.8	3.7	15.2%	16.2	14.9	12.3	10.6	11.33	15.78	4.3	7.5
	顾家家居	233	56.3%	4.9%	22.2	3.3	20.1	4.8%	11.6	12.1	9.5	10.1	35.83	16.10	0.8	-8.6
	公牛集团	927	71.4%	4.3%	6.6	2.3	38.7	11.9%	24.0	21.2	18.0	17.1	47.44	134.71	3.5	75.3
	豪悦护理	65	60.0%	4.1%	2.8	2.3	4.4	11.8%	14.7	13.7	11.9	10.5	22.96	19.29	4.4	-4.5
	欧派家居	415	55.1%	4.1%	21.0	2.3	30.4	0.4%	13.7	15.3	14.5	13.5	125.75	25.80	0.8	-15.1
股息率大于 2%+具备分红 提升预期	依依股份	32	115.2%	3.8%	0.5	0.9	1.0	35.3%	30.9	17.2	14.6	12.5	2.70	7.32	7.1	7.4
	裕同科技	234	60.3%	3.8%	11.7	1.4	14.4	14.2%	16.3	14.2	12.0	10.9	34.96	-12.34	-0.9	43.8
	合兴包装	39	136.0%	3.7%	3.5	1.1	1.0	-	38.3	-	-	-	6.06	-9.65	-9.4	12.5
	紫江企业	104	67.8%	3.6%	9.7	2.2	5.6	16.6%	18.6	14.6	12.8	11.7	25.65	-7.62	-1.4	10.6
	建霖家居	58	46.0%	3.4%	3.1	1.4	4.2	18.1%	13.7	11.3	9.7	8.3	4.78	5.51	1.3	12.7
	永艺股份	39	44.5%	3.4%	3.3	3.0	3.0	17.8%	13.1	11.8	9.4	8.0	6.64	3.57	1.2	3.2
	金牌家居	33	31.4%	2.8%	5.7	3.5	2.9	3.7%	11.4	12.5	8.4	10.2	7.88	6.93	2.4	5.3
	慕思股份	146	49.7%	2.7%	4.0	1.6	8.0	8.0%	18.2	17.6	14.3	14.4	28.76	31.65	3.9	-4.0
	晨光股份	296	48.4%	2.5%	2.1	0.4	15.3	10.9%	19.4	18.8	14.0	14.2	52.39	60.01	3.9	9.2
	共创草坪	89	50.1%	2.4%	0.9	0.8	4.3	18.3%	20.5	17.1	14.4	12.4	9.79	8.77	2.0	9.5
百亚股份	109	99.1%	2.2%	0.8	1.5	2.4	31.2%	45.6	33.4	27.8	20.2	3.56	7.75	3.3	3.8	
太阳纸业	404	27.2%	2.1%	47.7	2.2	30.9	10.4%	13.1	12.4	8.9	9.7	24.95	-144.38	-4.7	37.0	
奥瑞金	150	39.7%	2.1%	5.1	0.8	7.7	13.1%	19.3	16.8	14.9	13.4	12.55	-27.45	-3.5	26.4	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 盈利预测均取自 Wind 一致预期, 估值日期截至 2024 年 12 月 20 日)

风险因素

国内&海外消费复苏不及预期。国内下游消费疲软将压制企业成长；本文浆价上行、出口订单延续增长等结论基于假设海外需求修复，若复苏幅度&节奏低于预期，将影响上下游收入增长。

全球贸易摩擦加剧。若中美贸易摩擦加剧、关税抬升，将影响出口企业订单&盈利能力。

地产销售复苏低于预期。家居公司作为地产后周期企业，若地产销售超预期下行，将影响下游家居消费需求。

原材料价格大幅波动。上游木浆价格大幅波动或导致中游造纸企业盈利承压；铝材、马口铁价格大幅波动或导致金属包装企业盈利承压；原油大幅波动或导致塑料包装企业盈利承压。

新型烟草政策风险。若合规收紧，发展空间或受限。

研究团队简介

姜文锲，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。