



持续关注新一轮国补对需求的催化作用

2025年1月15日

核心观点

● 家居：以旧换新拉动下游需求修复，25年政策持续确定性强。

24年以旧换新政策对需求拉动作用明显，预计集中反映在25Q1。2024年1-11月家具零售业销售收入同比+16.8%，显著高于零售业整体增速（同比+4.5%），其中单11月同比+36%。据奥维云网，截至24年底，家装厨卫领域以旧换新带动销售相关产品近6000万套，销售额约1200亿元。2024年国补对上市公司业绩的拉动作用预计将集中反映在25Q1，而政策在2025年的持续性将利好下游需求继续修复。

25年消费品以旧换新最新政策发布，地方政策或于两会后陆续落地。1月8日，国家发展改革委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，部署2025年消费品以旧换新重点工作。目前中央财政已预下达2025年消费品以旧换新资金810亿元，具体全年财政补贴数额将于3月初两会公布。我们预计25年家居行业补贴政策将呈现以下特点：1) 补贴额度有望增加；2) 补贴品类和参与商户资质方面有望进一步放宽；3) 申领补贴趋于严格，各地补贴或仅限当地使用。

延续此前观点，国补政策延续将进一步加速行业出清和助力需求修复，持续利好于龙头上市公司。

● 包装：奥瑞金重大资产重组项目获新进展。2025年1月8日公司已就中粮包装2.9亿股份收到本次交易要约的有效接纳，约占其已发行股份的25.68%，该股份纳入计算后，公司持有中粮包装的股份比例将达到50.11%。预计该项收购完成后，行业产能布局和竞争格局有望改善，龙头马太效应有望进一步凸显。

● 轻工消费：拼搭玩具龙头布鲁可在港上市。1月10日，国内知名拼搭玩具品牌布鲁可(0325.HK)正式在港交所主板挂牌上市。布鲁可在中国拼搭角色类玩具细分市场及中国拼搭类玩具市场的市场份额分别为30.3%及7.4%；在全球拼搭角色类玩具市场中排名第三，市场份额为6.3%。公司产品种类丰富（截至2024年6月共有431款在售SKU）、IP多元（截至2024年底已从IP版权方或授权方获得约50个知名IP的非独家授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来等）且产品具有较高的性价比（主流产品价格9.9元至399元），公司2023-2024H1营收分别同比+169.3%、237.6%，未来增长潜力较高。

● 投资建议：家居板块，看好25年“以旧换新”政策对下游需求的催化作用，建议关注定制家居欧派家居(603833.SH)、索菲亚(002572.SZ)、志邦家居(603801.SH)、金牌家居(603180.SH)、尚品宅配(300616.SZ)；软体家居顾家家居(603816.SH)、慕思股份(001323.SZ)、喜临门(603008.SH)；民用电工龙头公牛集团(603195.SH)；包装行业资源整合加速，建议关注裕同科技(002831.SZ)、奥瑞金(002701.SZ)、上海艾录(301062.SZ)。

● 风险提示：房地产市场景气度不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；行业竞争加剧的风险。

轻工行业

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎: 010-8092-6000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

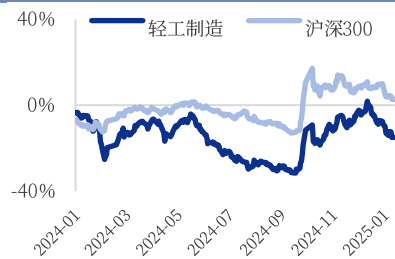
研究助理：韩勉

☎: 010-8092-7653

✉: hanmian_yj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图

2025-01-14



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 行业重点数据跟踪	3
(一) 家居：零售景气度回升，持续关注“以旧换新”催化作用	3
(二) 包装：下游需求平稳，原料价格位于合理区间	7
二、 行业新闻与行业动态	10
(一) 家居：国补政策延续确定性强	10
(二) 包装：行业资源整合进程持续推进	10
(三) 轻工消费：拼搭玩具龙头在港上市	11
三、 轻工行业在资本市场中的表现情况	12
(一) 行业收益率表现	12
(二) 行业估值	12
四、 投资建议	14
五、 风险提示	15

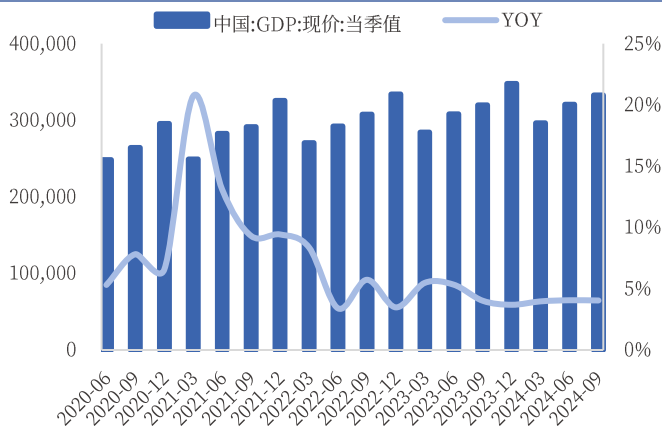
一、行业重点数据跟踪

(一) 家居：零售景气度回升，持续关注“以旧换新”催化作用

1、宏观经济景气度

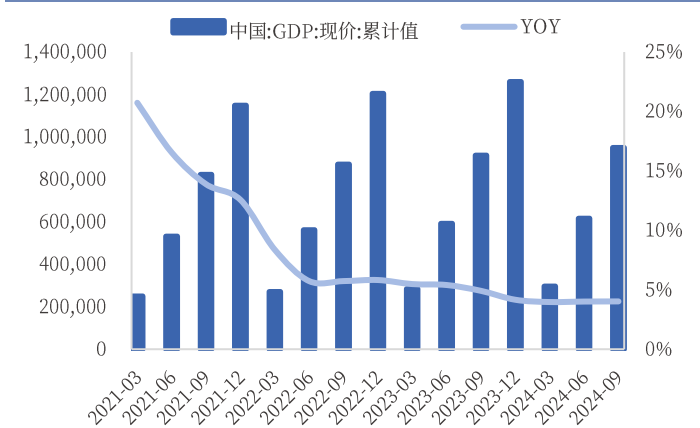
2024年9月，我国GDP当季值/累计值分别为33.29/94.97万亿元，同比分别+4.0%/4.0%。

图1: GDP现值: 当季值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: GDP现值: 累计值 (亿元)

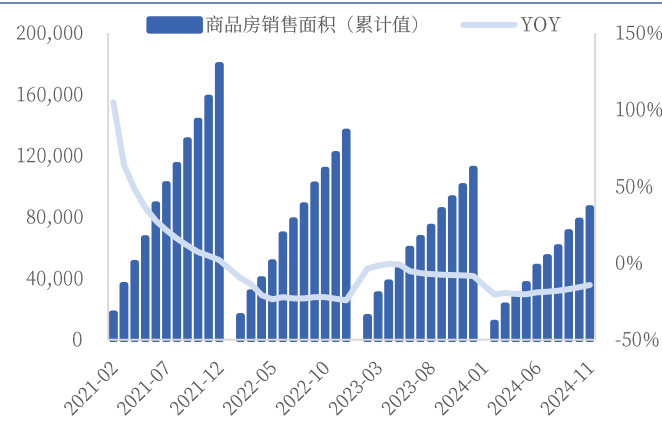


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、地产数据

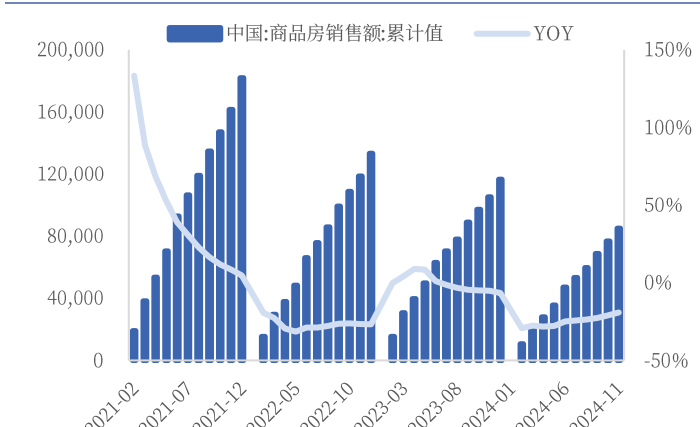
新房方面：2024年1-11月，我国商品房累计销售面积达86118.00万平方米，同比-14.3%；累计销售额达85125.00亿元，同比-19.2%。房屋新开工面积累计值达67308.44万平方米，同比-23.00%；房屋竣工面积累计值达48152.71万平方米，同比-26.20%。

图3: 我国商品房销售面积累计值及同比变动 (万平方米)



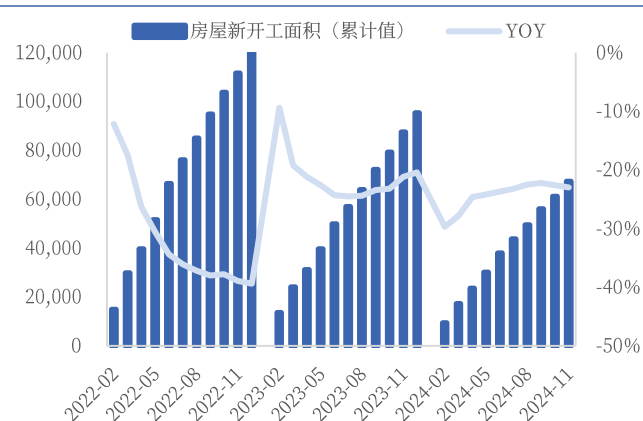
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 我国商品房销售额累计值及同比变动 (亿元)



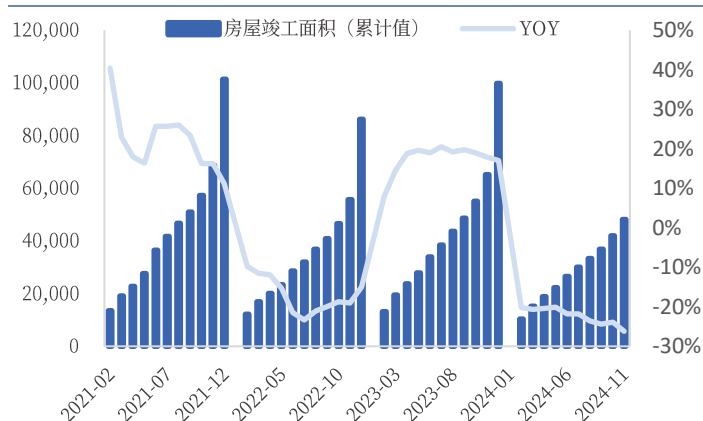
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 我国房屋新开工面积累计值及同比变动 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

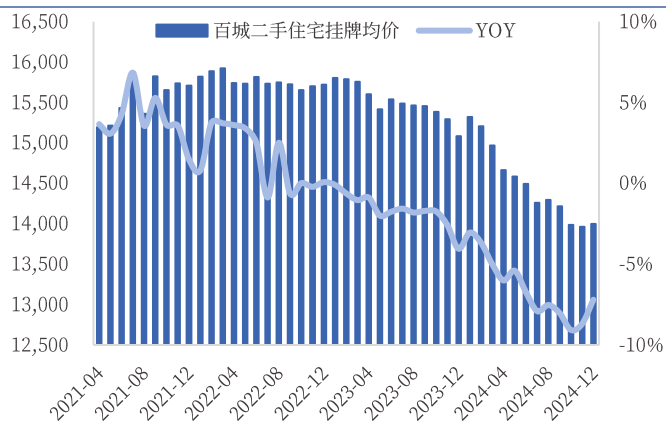
图6: 我国房屋竣工面积累计值及同比变动 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

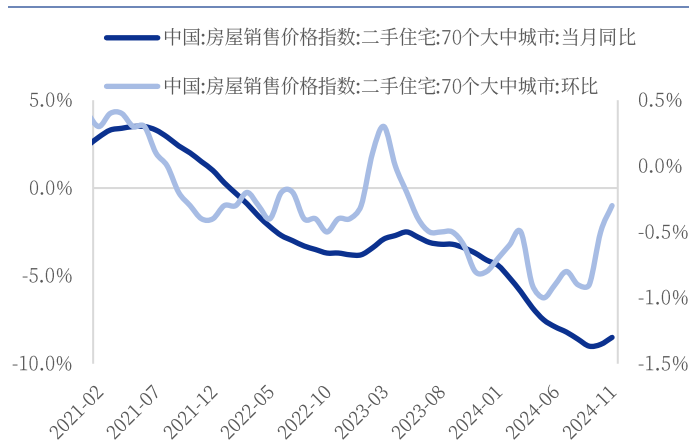
二手房方面: 2024年12月, 我国百城二手住宅挂牌均价1.4万元/平方米, 同比-7.2%, 环比11月0.2%。二手住宅房屋销售价格指数同比-8.5%, 环比-0.3%。

图7: 我国百城二手房住宅挂牌均价及同比变动 (元/平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 二手住宅销售价格指数同比及环比变动

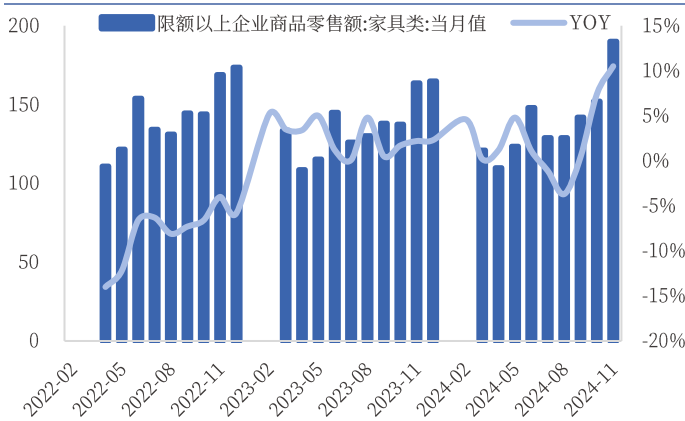


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、家居零售景气度:

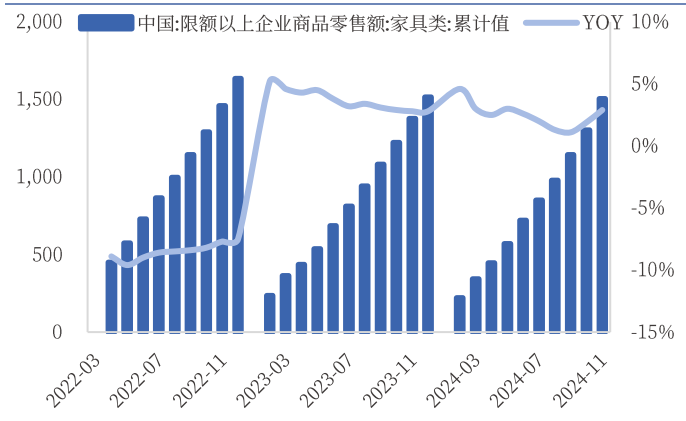
2024年11月, 我国限额以上家具类企业商品零售额190.0亿元, 同比+10.5%; 1-11月限额以上家具类企业累计商品零售额1505.0亿元, 同比+2.9%。2024年1-11月, 规模以上家具制造企业累计实现营业收入/利润总额6016.8/313.9亿元, 同比+0.8%/+11.0%。截至2024年11月, 我国规模以上家具制造企业共有7459个, 其中亏损企业1933个, 亏损企业占比25.9%。

图9: 限额以上企业商品零售额:家具类:当月值 (亿元)



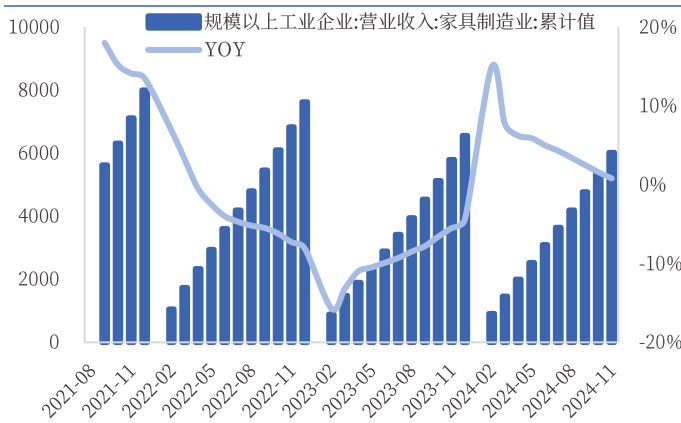
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 限额以上企业商品零售额:家具类:累计值 (亿元)



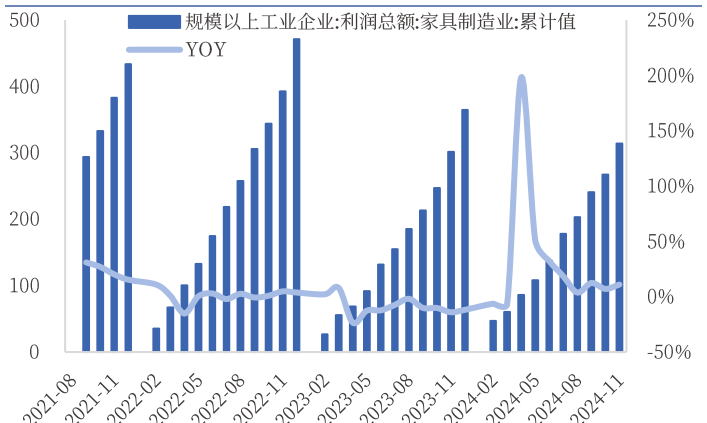
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 规模以上工业企业:营业收入:家具制造业:累计值 (亿元)



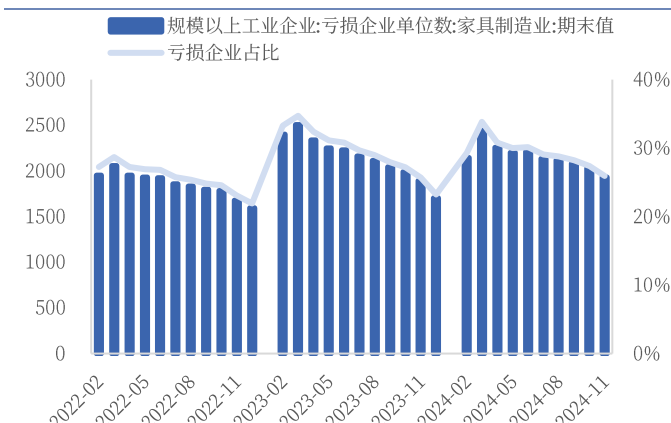
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图12: 规模以上工业企业:利润总额:家具制造业:累计值 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

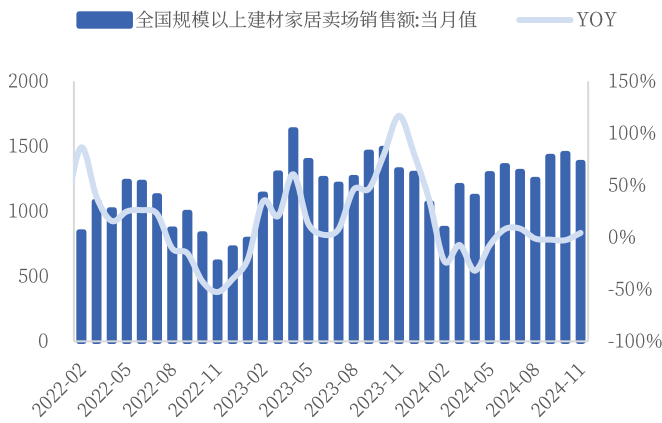
图13: 亏损企业数量及占比 (个)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

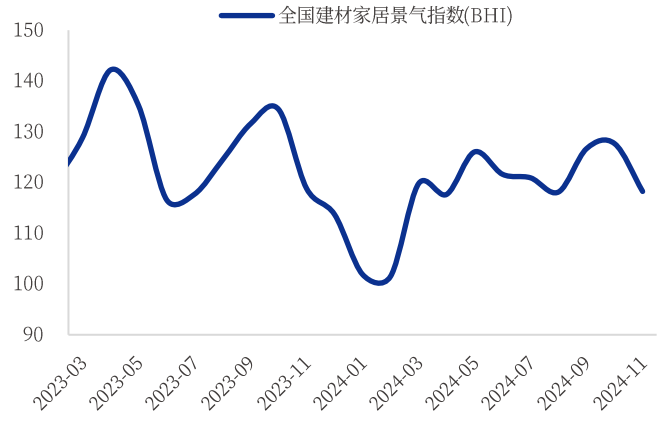
从家居卖场景气度上来看, 2024年11月我国规模以上建材家居卖场销售额达1375.44亿元, 同比+4.2%; 建材家居景气指数同比-0.5%, 环比-7.4%。

图14: 全国规模以上建材家居卖场销售额:当月值 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图15: 全国建材家居景气指数(BHI) (2010年3月=100)

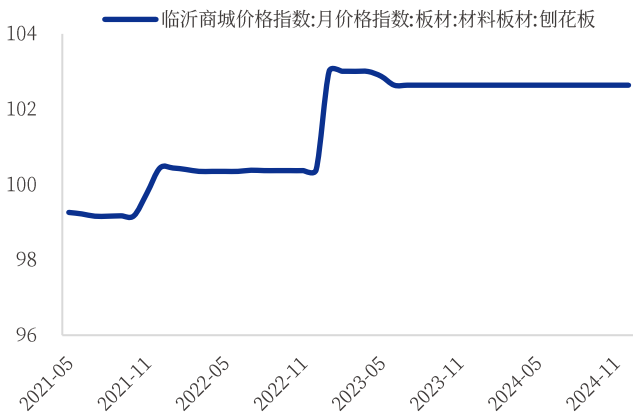


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

4、成本

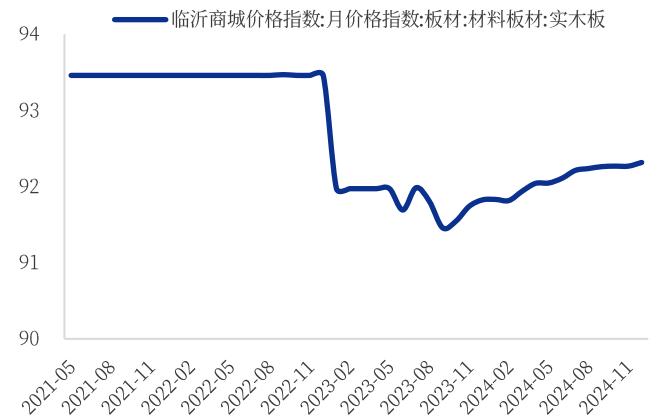
- 1) 木制品: 2024年12月刨花板/实木板价格指数分别为102.6/92.3, 刨花板价格环比持平, 实木板价格环比+0.05%。
- 2) 软体: 2024年1月TDI价格继续回升, MD螺纹钢价格略有下降。五金价格指数104.44, 环比+0.5%, 同比-13.2%。

图16: 刨花板价格指数



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图17: 实木板价格指数



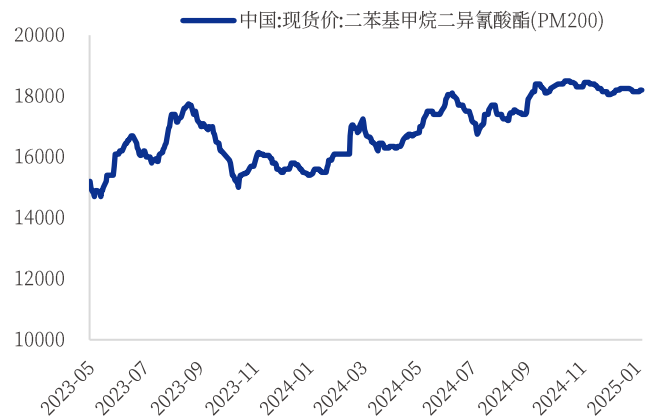
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图18: TDI 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: MDI 价格 (元/吨)



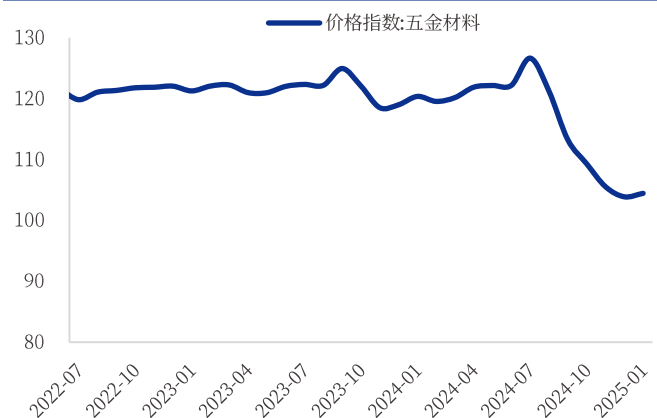
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 五金价格指数



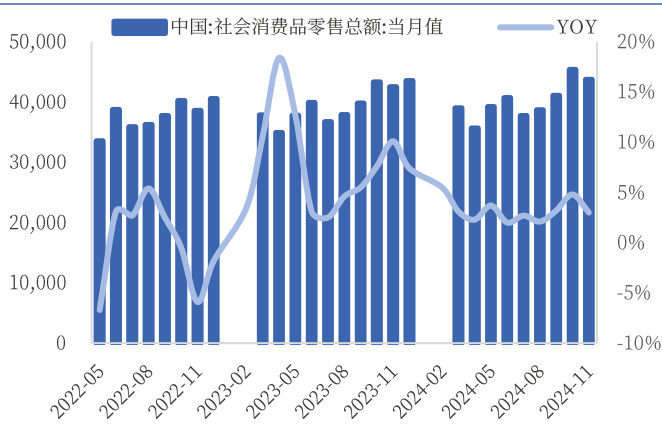
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 包装: 下游需求平稳, 原料价格位于合理区间

1、下游需求

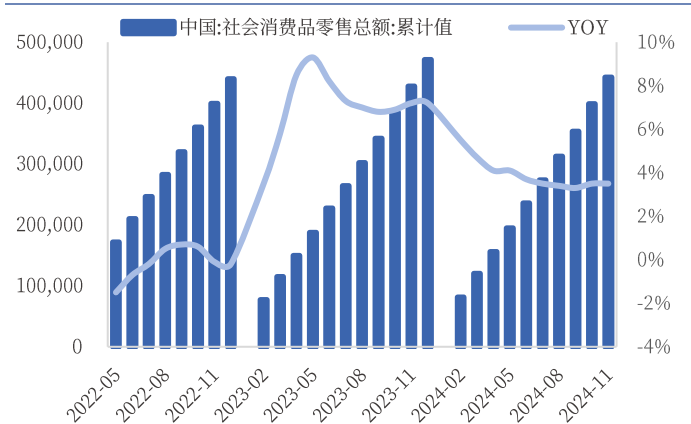
2024年11月, 我国社会消费品零售总额43763.0亿元, 同比+3.0%; 2024年1-11月, 社会消费品零售总额累计值442723.0亿元, 同比+3.5%。

图22: 中国:社会消费品零售总额:当月值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

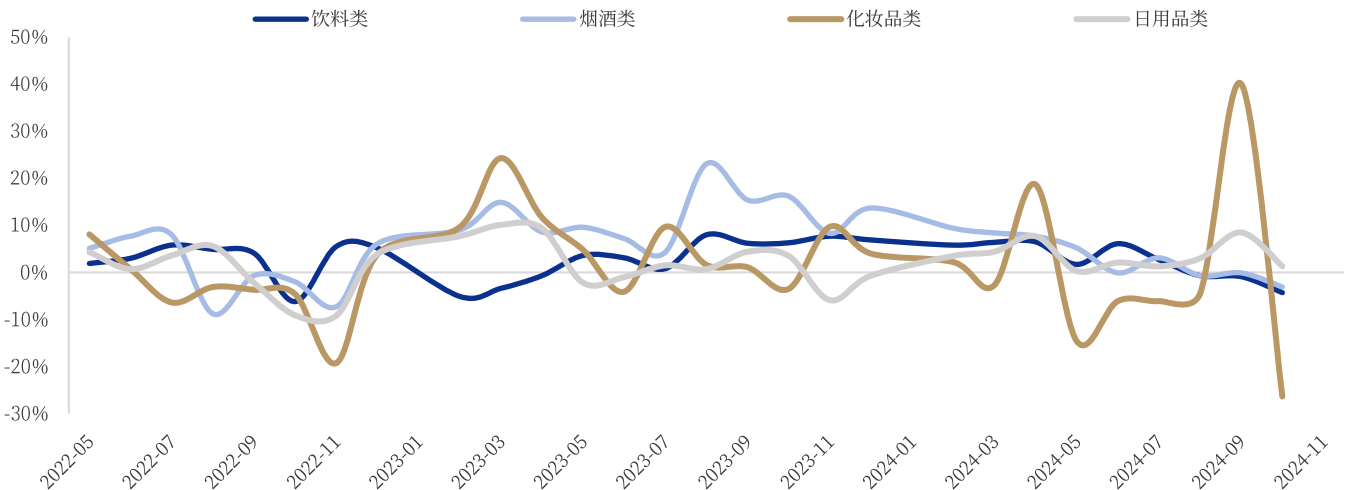
图23: 中国:社会消费品零售总额:累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

其中限额以上企业零售额饮料类/烟酒类/化妆品类/日用品类24年11月同比分别-4.3%/-3.1%/-26.4%/+1.3%。

图24: 我国限额以上企业商品零售额当月同比变动



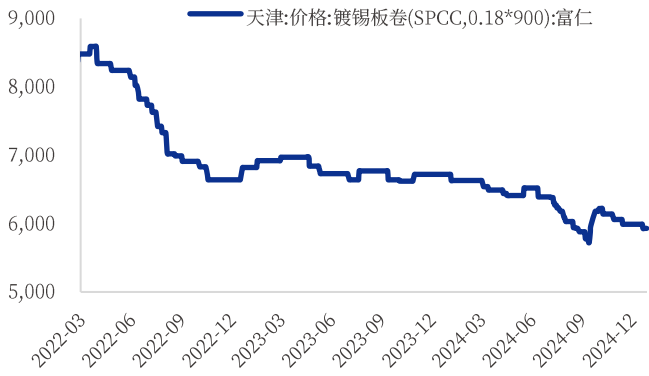
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、成本

截至2025年1月10日, 镀锡板价格为5930元/吨, 较上月环比变化-1%; 铝结算价为2560.5元/吨, 较上月环比上涨0.29%。

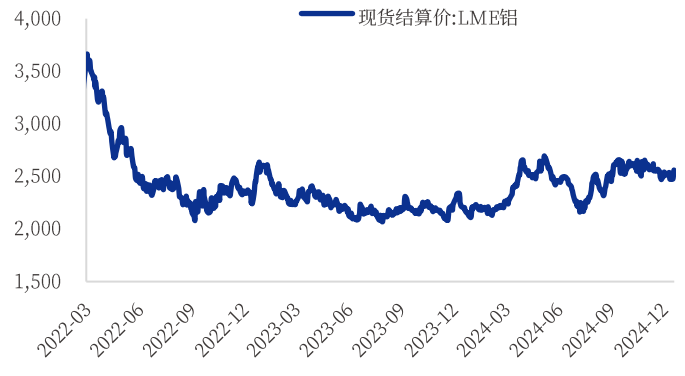
截至2025年1月10日, 布伦特原油期货结算价分别为79.76美元/桶, 较上月环比变动10.49%。截至2025年1月10日, 中国现货聚乙烯(通用)/低密度聚乙烯(LLDPE)期货结算价分别为9100元/吨, 与上月环比下降4.46%; 聚丙烯(拉丝)结算价为7400元/吨, 较上月环比下跌1.33%。

图25: 镀锡板卷价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 铝价 (元/吨)



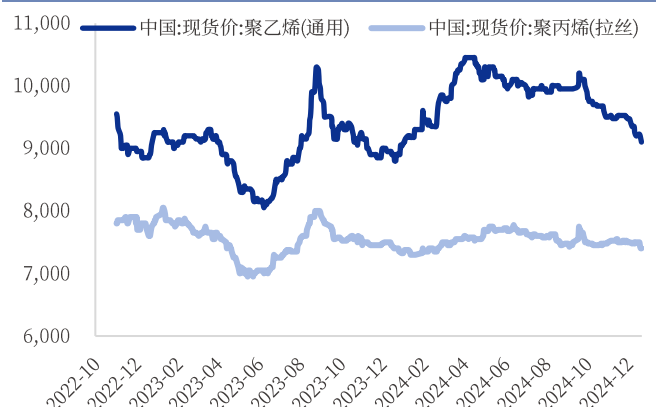
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 国际原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 聚乙烯/聚丙烯价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、行业新闻与行业动态

（一）家居：国补政策延续确定性强

2025年消费品以旧换新最新政策发布。1月8日，国家发展改革委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，部署2025年消费品以旧换新重点工作。据国新办发布会介绍，2025年将继续向地方直接安排超长期特别国债资金，资金按照9:1的原则实行央地共担。此外，根据2024年消费品以旧换新政策及资金执行情况，资金分配向2024年消费品以旧换新工作成效较好的地区适度倾斜。目前中央财政已预下达2025年消费品以旧换新资金810亿元，具体全年财政补贴数额将于3月初两会公布。

消费品补贴品类进一步扩大。总体来看，本次消费品以旧换新政策在2024年基础上对家电、汽车适用范围进一步扩大，同时新增了市场规模较大的消费电子领域。对于家居板块，在品类和补贴额度上目前没有明确指引，但从2024年政策的边际变化趋势上来看，我们认为：

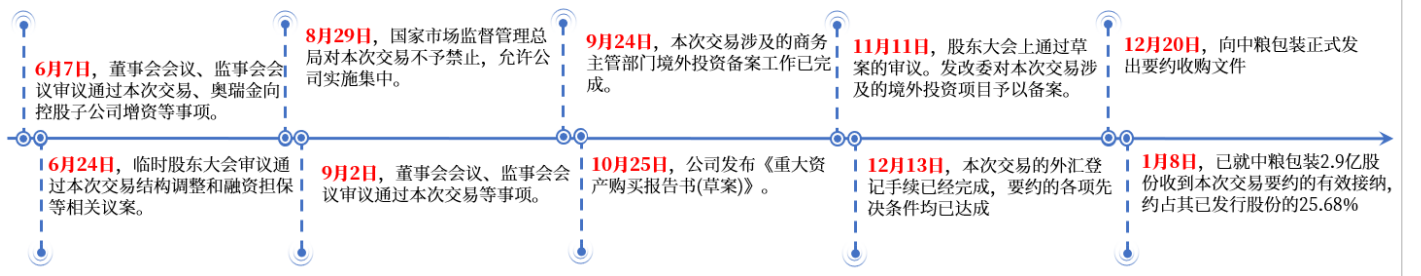
- 1、补贴额度有望增加。**一方面，从政策指引来看，2025年用于消费品以旧换新的特别国债整体额度将高于2024年。另一方面，2024年家居板块资金分配额度占整体消费品以旧换新补贴额度的比重较低，根据我们前期测算，政府针对家居品类以旧换新投入补贴金额大约占消费品补贴总额的3%-5%，以1500亿元以旧换新补贴资金测算，全国用于家居行业以旧换新的补贴资金在45-75亿元，但从地方反馈来看，消费者参与热情较高，各地额度普遍使用较快。预计2025年板块补贴额度有望扩大。
- 2、补贴品类和参与商户资质方面有望进一步放宽。**从2024年各地补贴政策来看，广东、海南、浙江、湖南、湖北等地区涵盖品类相对齐全，除成品及定制家具、智能家居及适老化改造产品，广东、浙江等区域额外包含家装品类。但部分地区并未将家装等品类纳入补贴范围内，2025年各地适用于以旧换新的家居品类有望进一步放宽。
- 3、申领补贴趋于严格，各地补贴或仅限当地使用。**2024年天猫等线上平台及部分地区补贴可以申领后全国范围内使用。2025年针对补贴的申领资质和可使用的地区范围方面的限制或更加严格。各地补贴大概率仅限当地使用。部分上市公司积极在地方成立纳税主体应对政策变化。地域限制将进一步利好全国化布局的龙头公司。

政策持续将进一步拉动2025年需求端修复。2024年1-11月家具零售业销售收入同比+16.8%，显著高于零售业整体增速（同比+4.5%），其中单11月同比+36%。据奥维云网，截至24年底，家装厨卫带动销售相关产品近6000万套，销售额约1200亿元。2024年国补对上市公司业绩的拉动作用预计将集中反映在25Q1，而政策在2025年的持续性将持续利好下游需求修复。

（二）包装：行业资源整合进程持续推进

奥瑞金就中粮包装股份收到本次交易项下要约有效接纳。当前奥瑞金对中粮包装的资产重组进展顺利，12月13日，本次交易的外汇登记手续已经完成，要约的各项先决条件均已达成，公司已于12月20日向中粮包装发出要约收购文件，2025年1月8日公司已就中粮包装2.9亿股份收到本次交易要约的有效接纳，约占其已发行股份的25.68%，该股份纳入计算后，公司持有中粮包装的股份比例将达到50.11%。预计该项收购完成后，行业产能布局和竞争格局有望改善，龙头马太效应有望进一步凸显。

图29：奥瑞金收购历程



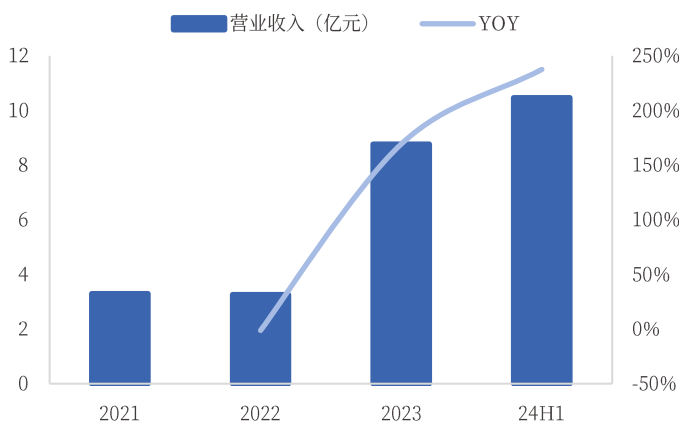
资料来源：奥瑞金公司公告，中国银河证券研究院

(三) 轻工消费：拼搭玩具龙头在港上市

布鲁可在港上市。1月10日，国内知名拼搭玩具品牌布鲁可（0325.HK）正式在港交所主板挂牌上市，上市首日高开超80%。布鲁可成立于2014年，公司早期主要从事积木玩具的设计、研发、销售，2019年将业务拓展至拼搭角色类玩具的研发，并于2022年开始推出拼搭角色类玩具。

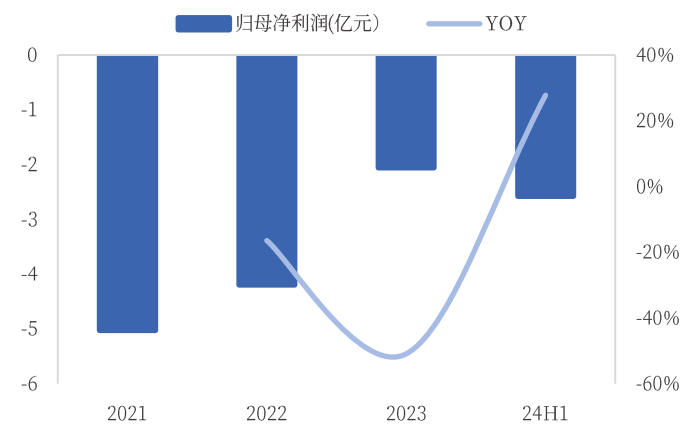
据公司招股书，按2023年GMV统计，布鲁可在中国拼搭角色类玩具细分市场及中国拼搭类玩具市场的市场份额分别为30.3%及7.4%；在全球拼搭角色类玩具市场中排名第三，市场份额为6.3%。公司产品种类丰富（截至2024年6月共有431款在售SKU）、IP多元（截至2024年底已从IP版权方或授权方获得约50个知名IP的非独家授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来等）且产品具有较高的性价比（主流产品价格9.9元至399元），公司2023-2024H1营收分别同比+169.3%、237.6%，未来增长潜力较高。

图30：布鲁可营收及同比变动情况



资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

图31：布鲁可归母净利润及同比变动情况



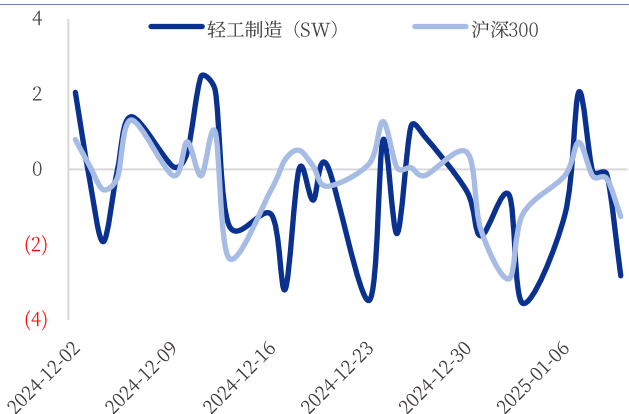
资料来源：布鲁可公司公告，中国银河证券研究院

三、轻工行业在资本市场中的表现情况

(一) 行业收益率表现

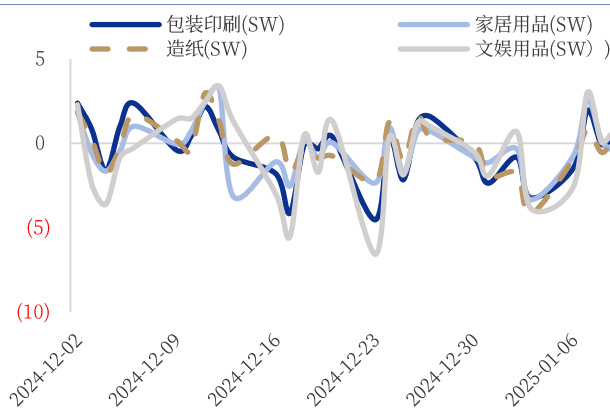
2025年01月13日，沪深300指数下跌0.27%，其中轻工制造板块下跌0.37%，在31个子行业中的涨跌幅排名为第19名。包装印刷、家居用品、造纸、文娱用品板块分别上涨-2.93%、-2.89%、-2.18%、-3.61%。

图32: 2024年12月以来轻工制造板块行情走势 (截至2025.01.13)



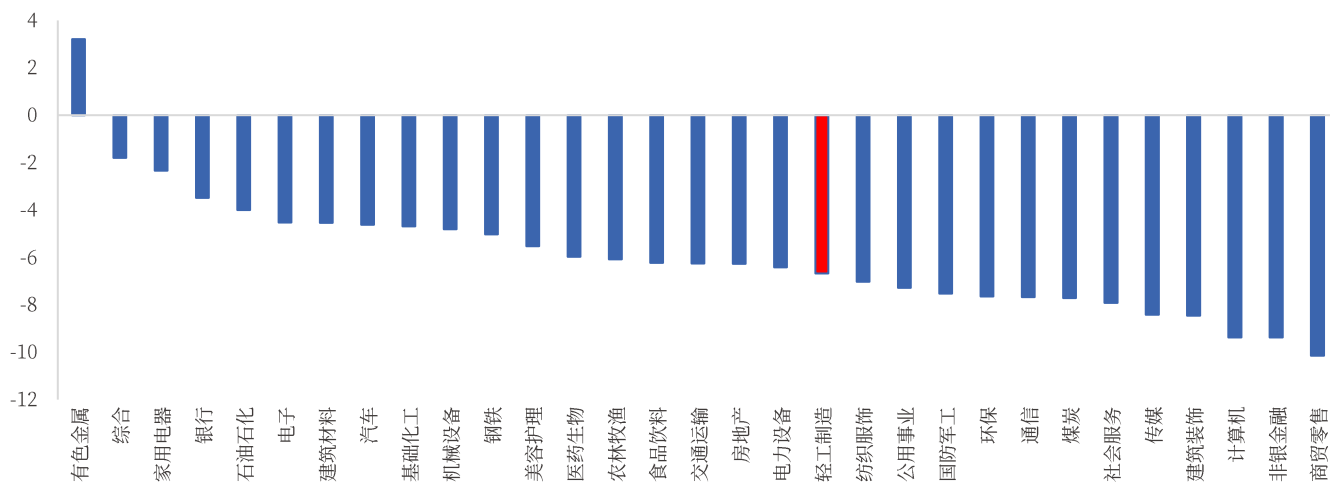
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图33: 2024年12月以来轻工子板块行情走势 (截至2025.01.13)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 2024年12月以来SW一级子行业涨跌幅排名 (截至2025.01.13)

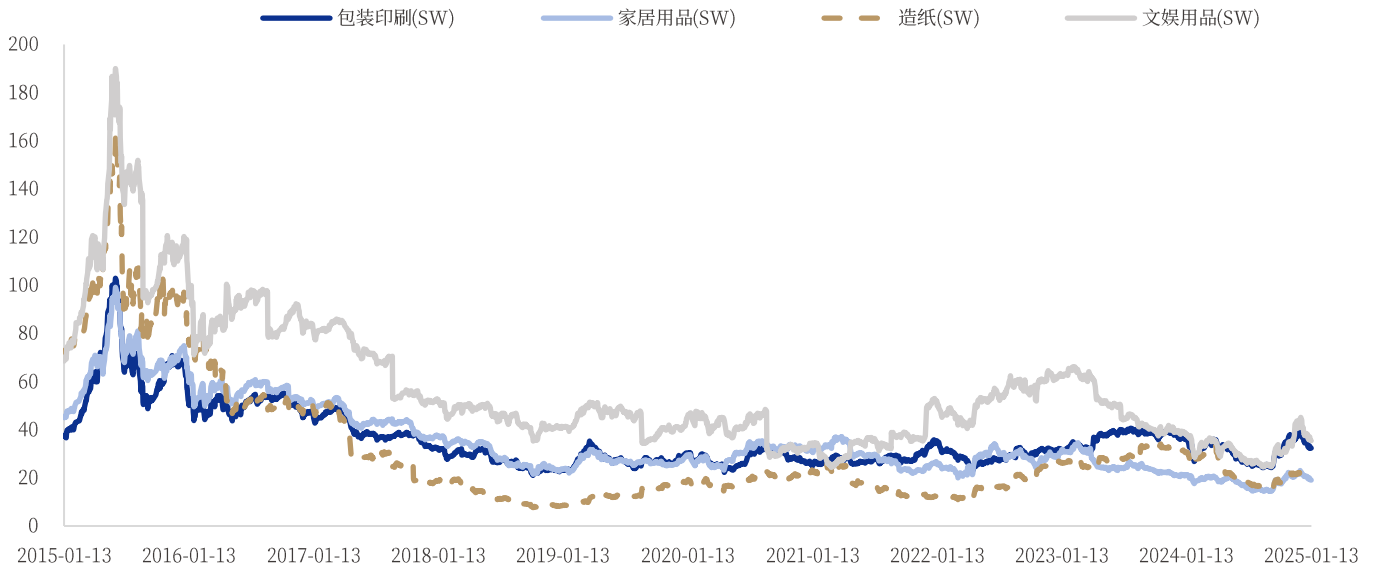


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业估值

板块估值有所反弹，估值具备上涨空间。截至2025年01月13日，包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品 PE-TTM 分别为 32.2 / 19.2 / 20.0 / 35.9。

图35: 轻工子行业市盈率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

四、投资建议

家居板块，持续关注“以旧换新”政策对公司业绩的催化作用，建议关注定制家居欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）、志邦家居（603801.SH）、金牌家居（603180.SH）、尚品宅配（300616.SZ）；软体家居顾家家居（603816.SH）、慕思股份（001323.SZ）、喜临门（603008.SH）；民用电工龙头公牛集团（603195.SH）；

包装行业资源整合加速，建议关注裕同科技（002831.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）、上海艾录（301062.SZ）。

五、风险提示

房地产市场景气度不及预期的风险。中央及地方频发地产支持政策，但若地产销售及竣工仍无法得到有效提振，将直接影响未来家居需求。

居民消费力恢复不及预期的风险。疫后居民消费力展现出明显的下降特征，若未来消费力恢复较弱，则家居消费作为大宗消费将受到较大抑制。

原材料价格大幅上涨的风险。家居企业以板材、MDI、TDI等作为生产主要原材料，若原材料价格大幅上涨则将增加企业的成本压力，进而影响企业的经营利润。

行业竞争加剧的风险。市场竞争加剧可能导致企业销售价格下行，从而影响业务体量及盈利能力。

图表目录

图 1: GDP 现值: 当季值 (亿元)	3
图 2: GDP 现值: 累计值 (亿元)	3
图 3: 我国商品房销售面积累计值及同比变动 (万平方米)	3
图 4: 我国商品房销售额累计值及同比变动 (亿元)	3
图 5: 我国房屋新开工面积累计值及同比变动 (万平方米)	4
图 6: 我国房屋竣工面积累计值及同比变动 (万平方米)	4
图 7: 我国百城二手房住宅挂牌均价及同比变动 (元/平方米)	4
图 8: 二手住宅销售价格指数同比及环比变动	4
图 9: 限额以上企业商品零售额:家具类:当月值 (亿元)	5
图 10: 限额以上企业商品零售额:家具类:累计值 (亿元)	5
图 11: 规模以上工业企业:营业收入:家具制造业:累计值 (亿元)	5
图 12: 规模以上工业企业:利润总额:家具制造业:累计值 (亿元)	5
图 13: 亏损企业数量及占比 (个)	5
图 14: 全国规模以上建材家居卖场销售额:当月值 (亿元)	6
图 15: 全国建材家居景气指数(BHI) (2010年3月=100)	6
图 16: 刨花板价格指数	6
图 17: 实木板价格指数	6
图 18: TDI 价格 (元/吨)	7
图 19: MDI 价格 (元/吨)	7
图 20: 螺纹钢价格 (元/吨)	7
图 21: 五金价格指数	7
图 22: 中国:社会消费品零售总额:当月值 (亿元)	8
图 23: 中国:社会消费品零售总额:累计值 (亿元)	8
图 24: 我国限额以上企业商品零售额当月同比变动	8
图 25: 镀锡板卷价格 (元/吨)	9
图 26: 铝价 (元/吨)	9
图 27: 国际原油价格走势 (美元/桶)	9
图 28: 聚乙烯/聚丙烯价格 (元/吨)	9
图 29: 奥瑞金收购历程	11
图 30: 布鲁可营收及同比变动情况	11
图 31: 布鲁可归母净利润及同比变动情况	11
图 32: 2024 年 12 月以来轻工制造板块行情走势 (截至 2025.01.13)	12
图 33: 2024 年 12 月以来轻工子板块行情走势 (截至 2025.01.13)	12
图 34: 2024 年 12 月以来 SW 一级子行业涨跌幅排名 (截至 2025.01.13)	12

图 35: 轻工子行业市盈率..... 13

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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

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

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

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

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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn