

| 证券研究报告 |

# 布局底部修复机会，关注新质消费

2025.01.13

张潇 执业证书编号：S0740523030001  
郭美鑫 执业证书编号：S0740520090002  
邹文婕 执业证书编号：S0740523070001  
吴思涵 执业证书编号：S0740523090002

## 投资要点

- **智能眼镜：2025年有望成为AI眼镜元年，市场潜在空间大。**
- AI智能眼镜具备信息获取和交互的便捷性，相比传统电子终端，AI智能眼镜能提供更具有沉浸式的交互体验，是未来发展AI应用的高潜力载体。18-21年全球智能眼镜市场规模持续增长，从18.26亿美元增至50.31亿美元，对应CAGR为28.84%；21-23年市场规模增长承压，24年或将得益于Apple Vision Pro等多款新头戴式设备的陆续推出恢复正增长，预计2025年将随消费者应用场景增多而进一步加速增长。
- 我们认为AI智能眼镜赛道目前的发展阶段，可以对标2014年的智能手表，后续放量可期。根据well sennXR数据整理及预测，全球近视眼镜+太阳眼镜年销量接近15亿，至2032年全球眼镜年销量将达18亿副，为智能眼镜的增长提供了广阔的可开拓市场。2023年全球智能眼镜的出货量为智能手表的1%+，渗透率提升空间大。中性估计全球/中国的智能眼镜市场规模也可达4350/775亿元，增长空间潜力大。
- AI智能眼镜已进入产品密集发布期，渗透率有望快速提升，赛道潜力可期。建议关注：【英派斯】、【博士眼镜】、【明月镜片】、【康耐特光学】。
- **文娱个护：谷子经济风口正起，个护国货黑马、成长突围。**
- **文娱用品：情绪消费带动潮玩浪潮，关注具有中长期潜力的细分赛道龙头。**我们认为随着物质需求的满足及精神压力的增加，情绪消费将是未来增量消费的重要组成部分，而潮玩可以通过较低的成本为消费者提供情绪价值，同时带来一定的身份认同，形成相应的圈层文化；在宏观经济压力偏大的环境下，口红效应凸显，带动潮玩行业的发展。展望2025，我们判断潮玩行业仍将延续蓬勃发展，但随着参与玩家增加，建议关注在产品、IP、渠道端具有扎实基础，综合运营实力较强的细分赛道头部玩家。建议关注：【泡泡玛特】、【布鲁可】、【广博股份】、【晨光股份】。
- **个护用品：聚焦个护国货超额成长，把握戴维斯双击机会。**复盘2024年：从内容电商到货架电商，国货黑马、成长突围。百亚2024年连续3个季度增长40%以上，润本股份Q2起增长提速，渠道扩容、品牌向上、产品迭代升级的个护国货品牌实现超额成长。展望2025年：国货高成长依旧，把握内容电商红利下的增长确定性。①**女性护理：**高频低消的悦己消费，消费品牌成长黄金赛道。2025年，我们依旧看好百亚股份实现高于行业的超额成长，公司以内容电商撬动货架电商和线下复购，完成商业闭环，从川渝云贵陕走向全国。②**驱蚊&婴童护理：**质价比趋势明显，关注润本股份。公司深耕驱蚊和婴童护理赛道，差异化竞争，阔渠道+扩品类，厚积薄发。**投资建议：**1) 重点推荐品牌&产品力向上，以内容电商撬动货架电商和线下复购，从川渝云贵陕走向全国的【百亚股份】。2) 建议关注深耕驱蚊+婴童护理赛道，扩品类+扩渠道，成长动能充沛的【润本股份】。
- **风险提示：原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、研报使用信息更新不及时风险、测算与实际偏差风险**

- **家居板块：期待补贴延续下需求修复及格局改善。**
- **定制家居：基本面触底，看好25年业绩修复。** 复盘2024：收入端压力逐季增加，其中索菲亚、志邦家居、金牌家居表现相对较好；盈利能力分化，在行业下行期，头部企业规模及管理优势充分发挥，降本增效成果显著，在收入下滑的情况下仍能保持较为稳定的盈利能力。展望2025年，继续看好补贴对于行业格局的优化作用，把握龙头业绩修复机会。从需求上看，地产边际企稳修复及家装补贴的延续有望带来需求改善及潜在需求的释放；同时小品牌价格优势大幅减弱，头部企业份额将继续回升。推荐估值处于低位的龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】，关注【金牌家居】。
- **软体家居：内贸至暗已过，补贴率先受益、需求改善在途。** 复盘2024：内销整体承压，个股盈利表现分化，龙头依赖外贸贡献增量，床垫单品类企业内销表现更具韧性。展望2025年，家装补贴落地+地产销售改善，有望带动家居板块从预期修复到销售改善，其中软体家居率先受益。考虑单笔补贴限额及资质要求，我们认为具备渠道精细化管理优势的头部企业更能放大补贴对业绩的拉动。建议关注【顾家家居】、【敏华控股】、【慕思股份】、【喜临门】。
- **造纸：底部拐点初现，关注新增产能投放节奏**
- **纸浆：24年呈现先涨后跌，年末浆价小幅反弹，拐点初现；25年1月海外浆厂报价小幅提涨，考虑纸浆供给边际变化较小，判断影响后续涨价持续性及幅度的核心因素在于需求端修复节奏。**
- **文化纸：24年价格及盈利跌至历史低位，24年11月后招标订单交付催化纸价底部修复，纸价及盈利边际改善，但仍处于底部区间。**我们认为随着纸价底部反弹及前期低价浆逐步反馈至成本端，25H1文化纸盈利将有所修复；25H2新增产能相对较多，需进一步观察需求释放节奏，推荐：林浆纸一体化龙头【太阳纸业】。
- **白卡纸：价格及盈利持续走低，短期晨鸣停机改善供需格局，中期新增产能仍然较多。**24年以来，前期新增产能释放叠加需求疲弱共同影响，纸价持续走低；短期供需关系由于晨鸣停机有所缓解；但中期来看，2025-2026年白卡纸新增产能仍然较多，中期纸价能否修复尚需观察需求改善节奏及新增产能落地节奏。建议关注：差异化产品占比逐步提升的白卡纸龙头【博汇纸业】、产能持续释放的特种纸龙头【仙鹤股份】。
- **箱板纸：底部初现企稳反弹，产能集中度提升，行业有望进入修复阶段。**2024年箱板纸行业景气度较为低迷，行业盈利能力处于低位，Q4底部初现企稳反弹迹象。我们判断箱板纸行业底部信号较为明确，后续若需求出现边际改善，行业有望进入修复阶段。建议关注：25年盈利有望逐步修复，现金流情况改善的【山鹰国际】。
- **风险提示：原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、研报使用信息更新不及时风险、测算与实际偏差风险**

- **品牌服饰：关注细分赛道成长与低估值弹性**
- **复盘2024年：品牌表现分化，静待消费复苏。**行业终端零售整体承压，10月以来政策促进需求回暖；细分来看运动板块表现领跑，其余细分赛道利润端承压；运营端库存整体略有增加，运动品牌库存折扣水平较为健康。
- **展望2025年：轻装上阵，关注细分赛道成长与低估值弹性。**2025年，在行业端，性价比消费趋势延续，终端需求不确定性仍在；在品牌端，整体渠道库存逐步消化、品牌势能分化；在情绪端，消费补贴品类相关公司有望受益。**投资建议：**受益消费补贴、功能性成长、低估值高股息三条主线。主线一：政策补贴相关受益品类，提振消费信心，关注家纺龙头【富安娜】、【水星家纺】、【罗莱生活】。主线二：运动户外持续高景气，功能性高性价比及小众品牌，关注【安踏体育】、【波司登】、【三夫户外】。主线三：低估值高股息稳健标的，关注【海澜之家】、【比音勒芬】、【森马服饰】。
- **纺织制造：去库顺利，关注持续份额提升的细分龙头**
- **复盘2024年：出口制造有所恢复，运动户外景气度较高，细分赛道龙头alpha明显。**年初以来纺服出口有所恢复，上游制造表现好于中游制造。
- **需求端：国内需求待修复，海外去库顺利出口逐步恢复。**细分来看运动户外相关产业链订单景气度较高，台华新材、华利集团、伟星股份Q3单季度订单领跑。库存来看，美国批发商库销比回落至健康水平。多数品牌恢复正常采购节奏，展望明年多数海外龙头对规模增长要求仍在高单到低双位数水平。**制造端：海外产能扩张进程持续，特朗普增收附加税或对利润产生一定影响。**龙头海外产能持续扩张，【华利集团】海外布局最为领先。特朗普宣布将对中国商品额外征收10%的关税或小幅影响海外工厂盈利能力，但海外产能布局趋势仍将延续。
- **投资建议：**明年来看，连续政策刺激下内需有望回暖，海外订单预计持续向好，建议关注两条主线。主线一：需求稳中有升，自身alpha明显、市占率持续提升的龙头标的，推荐差异化锦纶长丝、再生丝产能投产驱动业绩进入高增期的【台华新材】；2) 精纺呢绒传统主业稳定增长、超高分子盈利能力有望修复、布局新业务锦纶长丝产能顺利投产的【南山智尚】，全球毛精纺纱龙头、海外布局进展顺利、有望受益于行业增长与集中度提高的【新澳股份】。主线二：建议低位关注估值性价比突显的龙头制造商，关注【华利集团】、【伟星股份】、【申洲国际】。
- **风险提示：原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、研报使用信息更新不及时风险、测算与实际偏差风险**



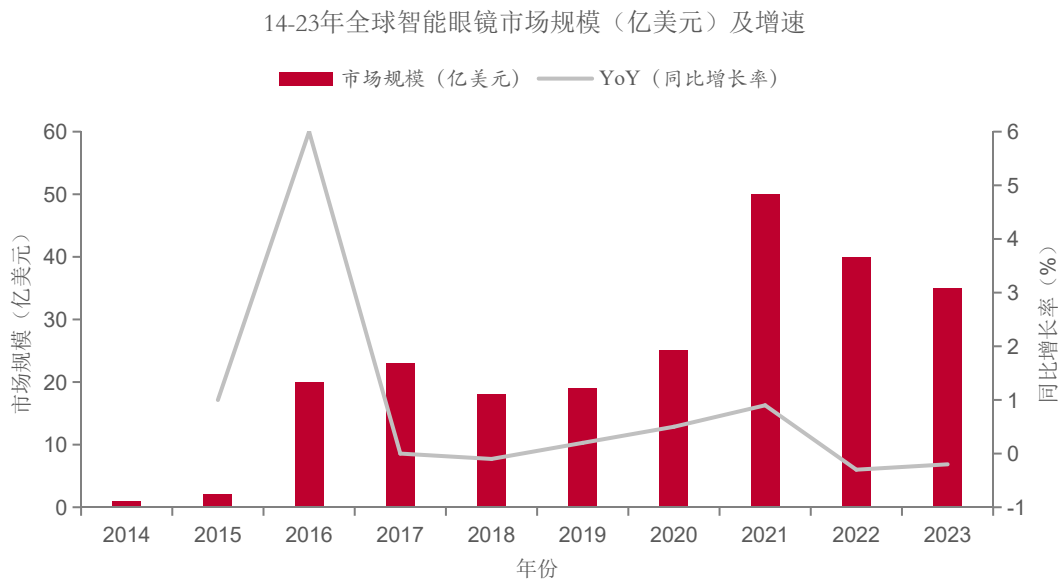
1

智能眼镜：全天候应用落地，  
2025年有望成为AI眼镜元年

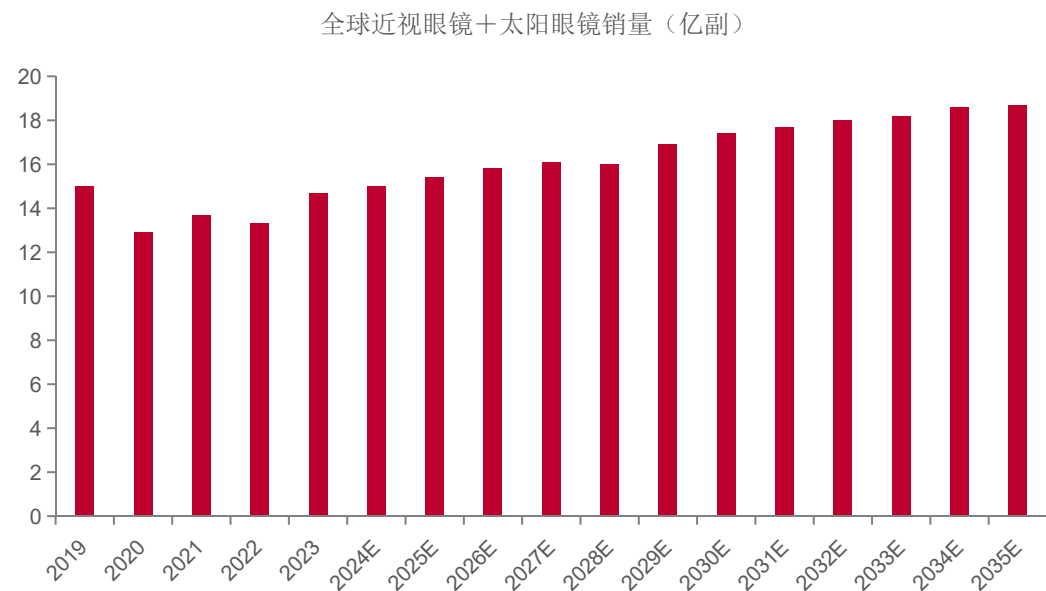
**2025年有望成为AI眼镜元年，市场增长空间广阔。**AI智能眼镜具备信息获取和交互的便捷性，相比于手机、电脑等传统电子终端，AI智能眼镜能够解放用户双手，提供更具沉浸式的交互体验，是未来发展AI应用的高潜力载体。18-21年全球智能眼镜市场规模持续增长，从18.26亿美元增至50.31亿美元，对应CAGR为28.84%；21-23年市场规模增长承压，24年或将得益于Apple Vision Pro等多款新头戴式设备的陆续推出恢复正增长，预计24-28年将随消费者应用场景增多而进一步加速增长。

此外，根据wellsennXR数据整理及预测，全球近视眼镜+太阳眼镜年销量接近15亿，至2032年，全球近视眼镜+太阳眼镜年销量将达18亿副，为智能眼镜的增长提供了广阔的可开拓市场。

## 2014-23年全球智能眼镜市场规模（亿美元）及增速



## 2019-2035E全球眼镜市场销量情况（亿副）



数据来源：观研天下、维深信息专题报告：AI智能眼镜白皮书、中泰证券研究所。

# 智能眼镜：全天候应用落地，行业进入1-10阶段

**2025年有望成为AI眼镜元年，市场增长空间广阔。**我们认为AI智能眼镜赛道目前的发展阶段，可以对标2014年的智能手表，后续将是有10x潜力的赛道。2023年全球智能眼镜的出货量为智能手表的1%+，渗透率提升空间大。

按照乐观估计，2030年以20%的渗透率及2500元的单价测算：全球智能眼镜出货量可达3.48亿副，市场规模可达8700亿。中性估计全球/中国的智能眼镜市场规模也可达4350/775亿元，增长空间潜力大。

## 智能眼镜市场潜在空间敏感性分析

2030E					
	渗透率	全球眼镜销量(亿副)	全球智能眼镜销量(亿副)	均价(元)	智能眼镜销售额(亿元)
保守	2%	17.4	0.35	2500	870
中性	10%	17.4	1.74	2500	4350
乐观	20%	17.4	3.48	2500	8700
	渗透率	中国眼镜销量(亿副)	中国智能眼镜销量(亿副)	均价(元)	智能眼镜销售额(亿元)
保守	2%	3.1	0.06	2500	155
中性	10%	3.1	0.31	2500	775
乐观	20%	3.1	0.62	2500	1550

AI智能眼镜已进入产品密集发布期，渗透率有望快速提升，赛道潜力可期。2025年1月7日到10日，全球最大电子消费展CES 2025 在美国拉斯维加斯拉开帷幕，大量海内外AI眼镜新品将集中亮相，包括雷鸟创新（雷鸟与博士眼镜联合研发）、雷神创新（雷神科技推出）、Vuzix、亿境虚拟、李未可、中科创达、影目科技、加南科技、舜为科技、Halliday、康冠科技、Rokid等。建议关注：【英派斯】、【博士眼镜】、【明月镜片】、【康耐特光学】。

## 2025年全球智能眼镜大事件

时间	名称	详情
2025. 1. 7-1. 10	CES	智能眼镜成为焦点，中国品牌的AI眼镜尤其受到关注，展现了轻量化、便携性以及AI技术融合的创新趋势。
2025年3月	苹果春季发布会	苹果2025春季发布会预计推出多款新品，预计包括M4 MacBook Air、Home Hub、iPad 11和Apple Watch SE 3等。
2025. 3. 17-3. 20	NVIDIA GTC	探索AI真实用例及其优势的平台，有NVIDIA CEO黄仁勋的主题演讲，还有500多场会议、200多项展示、技术实战培训和大量交流活动。
2025. 6. 10-6. 12	AWE USA	世界上最大的空间计算活动之一，参会者可以体验来自300多家参展商的最新空间计算技术
2025年5月	谷歌 I/O	将重点展示AI领域的最新进展和创新，包括完整版Gemini 2.0的正式上线，可能推出的免费强大模型和直击OpenAI竞争模型等，旨在提升谷歌在AI领域的竞争力。
2025年6月	WWDC	预计将聚焦软件和开发工具的最新进展，包括iOS、iPadOS、macOS、tvOS、visionOS和watchOS操作系统更新，及SwiftUI等开发框架的进一步优化。
2025年9月	Meta Connect	预计将聚焦于AI和XR技术的最新进展，展示包括Meta Quest 4 VR头显和Orion AR眼镜在内的新产品。
2025. 9. 9-9. 11	AI Infra Summit	首个全面的全栈AI基础设施会议，聚焦于AI硬件和系统、边缘AI、数据中心和企业AI等，演讲者来自微软、谷歌、Meta、AWS等科技巨头。

## CES发布智能眼镜产品梳理

品牌	产品名称	产品介绍
雷鸟创新	雷鸟 V3 AI 拍摄眼镜	搭载高通骁龙AR1芯片、高精度摄像头，多模态AI，自然互动，多样化应用场景。
雷神科技	智能眼镜产品	发布三款基于不同技术原理的智能眼镜产品，包括BB方案AR眼镜等。
Vuzix	OEM Ultralite	最新一代波导和智能眼镜参考设计，多款波导片及智能眼镜参考平台。
亿境虚拟	AI眼镜	骁龙AR1芯片，12MP超广角摄像头，5MIC阵列，支持WiFi 6/7和BT5.3，多模态AI交互。
李未可	AI眼镜新品	带有相机模组，Slogan为“Just Capture”，更多信息待CES揭晓。
中科创达	RUBIK AI Glass Lite版	骁龙AR1，满足时尚、轻量化及自然语言交互需求，已获多个品牌合作。
影目科技	INMO G02	同传翻译，支持8个语种离线翻译，演讲题词功能，隐蔽翻页等，适用于会议场合。
加南科技	KANAAN-K1	AI智能近视眼镜，轻、亲民、好玩，具备多种优势。
舜为科技	AI智能眼镜	全新AI智能眼镜解决方案，展示各类XR解决方案和核心光学模组。
Halliday	AI智能眼镜	带显示的主动式AI智能眼镜，核心技术为DigiWindow技术，视网膜投影原理。
康冠科技	AI交互眼镜	搭载智谱大模型，配备摄像头和闪光灯，支持直播功能。
Rokid	Rokid Glasses	重量仅49g，与暴龙眼镜合作，支持全天佩戴，整合阿里巴巴通义千问多模态大模型。



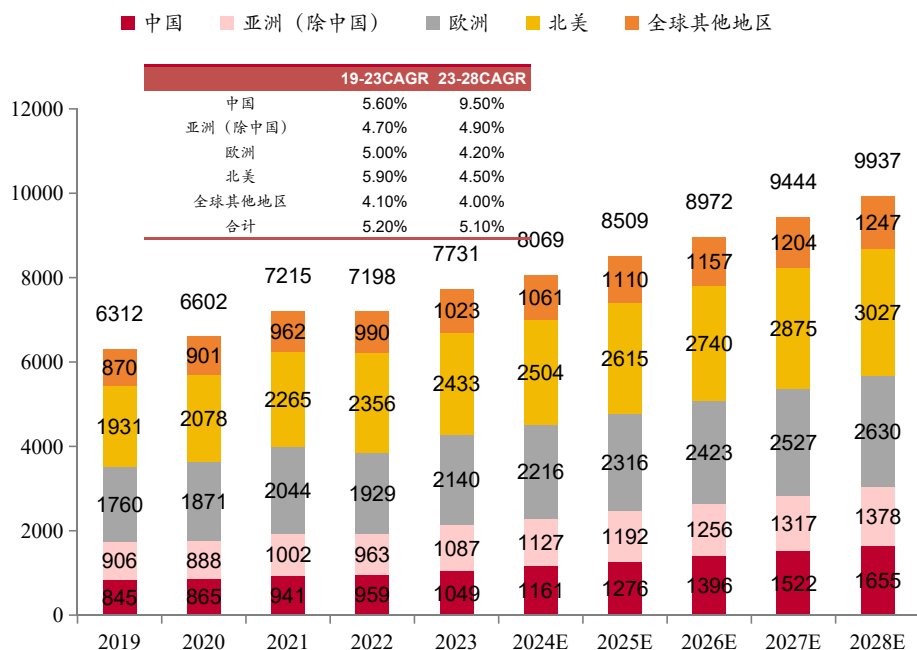
2

文娱个护：  
潮玩风口正起，个护国货黑马、  
成长突围

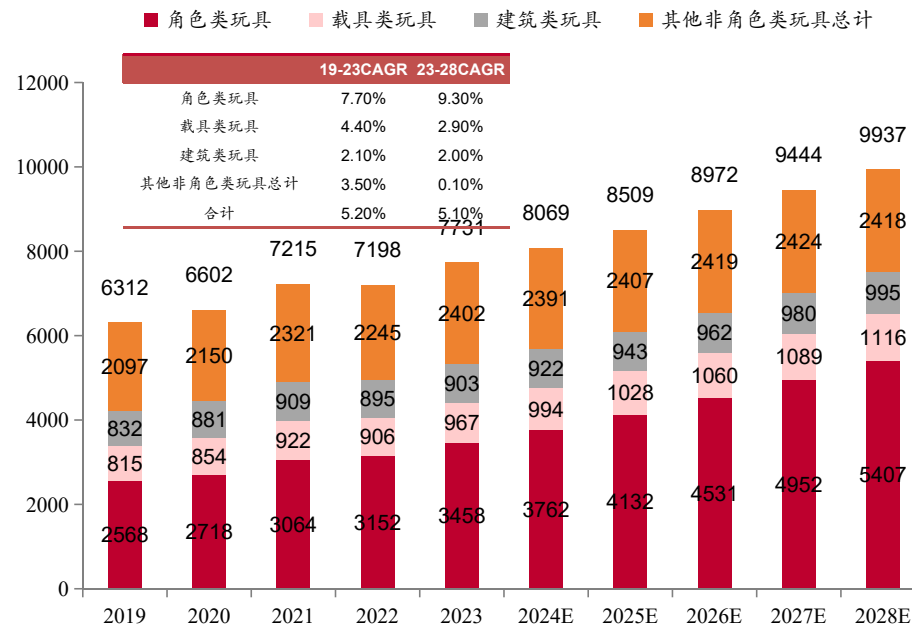
**玩具市场规模巨大且持续增长，中国市场潜力充足。**以GMV计，2023年全球玩具市场规模7731亿元，5Y-CAGR为5.2%；其中北美、欧洲、亚洲为前三大玩具市场，2023年市场规模分别为2433亿元、2140亿元、2136亿元，弗若斯特沙利文预测，23-28年全球玩具市场复合增速为5.1%，其中中国市场增速为9.5%。

**角色类（IP）玩具为最大细分赛道。**2023年IP玩具市场规模达到5213亿元，占全球玩具市场的67.4%；同年中国IP玩具市场规模为676亿元，占中国玩具市场的64.4%，预计随着各类IP的广泛传播及玩具行业IP商业化能力的不断提高，全球及中国IP玩具市场的渗透率也将持续提升，预计将在2028年分别达到73.8%和74.5%。

全球玩具市场规模GMV按地区划分（亿元）



全球玩具市场规模GMV按形态划分（亿元）



数据来源：布鲁可招股书、中泰证券研究所

情绪消费带动潮玩浪潮，关注具有中长期潜力的细分赛道龙头。我们认为随着物质需求的满足及精神压力的增加，情绪消费将是未来增量消费的重要组成部分，而潮玩可以通过较低的成本为消费者提供情绪价值，同时带来一定的身份认同，形成相应的圈层文化；在宏观经济压力偏大的环境下，口红效应凸显，带动潮玩行业的发展。展望2025，我们判断潮玩行业仍将延续蓬勃发展，但随着参与玩家增加，建议关注在产品、IP、渠道端具有扎实基础，综合运营实力较强的细分赛道头部玩家。

- 1) **盲盒手办**：关注【泡泡玛特】，潮玩产业链一体化龙头，具有强大的IP挖掘和运营能力，多品类打开成长空间，持续孵化新业态拓宽IP变现途径。
- 2) **拼搭玩具**：拼搭玩具一般需要将各类不同形状、大小和功能的组建组合拼搭为不同形态的玩具成品，如角色、载具和建筑等，具备更强可玩性和益智性，因此拥有更强消费者粘性。建议关注拟上市标的【布鲁可】：拼搭角色玩具龙头，渠道下沉加密、产品线拓宽驱动业绩高增。
- 3) **谷子**：主要指动漫、游戏等二次元作品的周边商品，主要包括吧唧、立牌、挂件等，随着二次元文化的流行，谷子在国内的接受度持续提升，并形成圈层文化；2024年谷子从小众圈层走向大众视野，未来随着核心消费群体的年龄增长及消费力提升，行业有望持续扩容。建议关注：【广博股份】、【晨光股份】。

复盘2024年：从内容电商到货架电商，国货黑马、成长突围。

收入端：2024年，在消费整体承压背景下，低单值、高频次、必选消费个护用品需求韧性十足。其中，渠道扩容、品牌向上、产品迭代升级的个护国货品牌实现超额成长，百亚2024年连续3个季度增长40%以上，润本股份Q2起增长提速。

## 个护用品重点公司单季度业绩增速

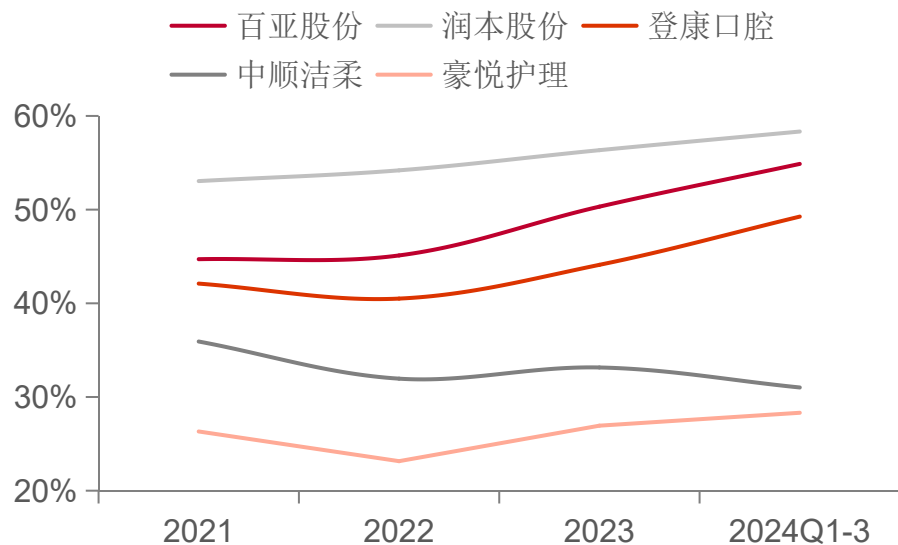
	营业收入同比增速 (%)						
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
百亚股份	20.99	39.34	34.65	38.39	<b>46.40</b>	<b>79.56</b>	<b>50.64</b>
润本股份	*	*	0.91	19.72	10.02	<b>35.00</b>	<b>20.10</b>
登康口腔	10.65	7.69	-5.79	8.16	5.22	5.68	1.56
豪悦护理	22.79	-4.84	1.30	-16.51	1.21	-7.13	1.45
中顺洁柔	9.35	5.69	22.44	21.25	-10.45	-17.09	-9.54

	归母净利润同比增速 (%)						
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
百亚股份	44.6	124.9	6.0	-8.6	<b>28.1</b>	<b>49.4</b>	<b>16.1</b>
润本股份	*	*	15.7	58.5	<b>67.9</b>	<b>47.0</b>	<b>32.0</b>
登康口腔	13.5	13.4	-12.6	16.8	<b>15.6</b>	<b>4.2</b>	<b>9.2</b>
豪悦护理	44.6	13.5	8.9	-20.0	<b>8.0</b>	<b>-10.0</b>	<b>-9.0</b>
中顺洁柔	-32.9	-105.2	72.7	121.7	<b>6.7</b>	<b>-59.1</b>	<b>-142.0</b>

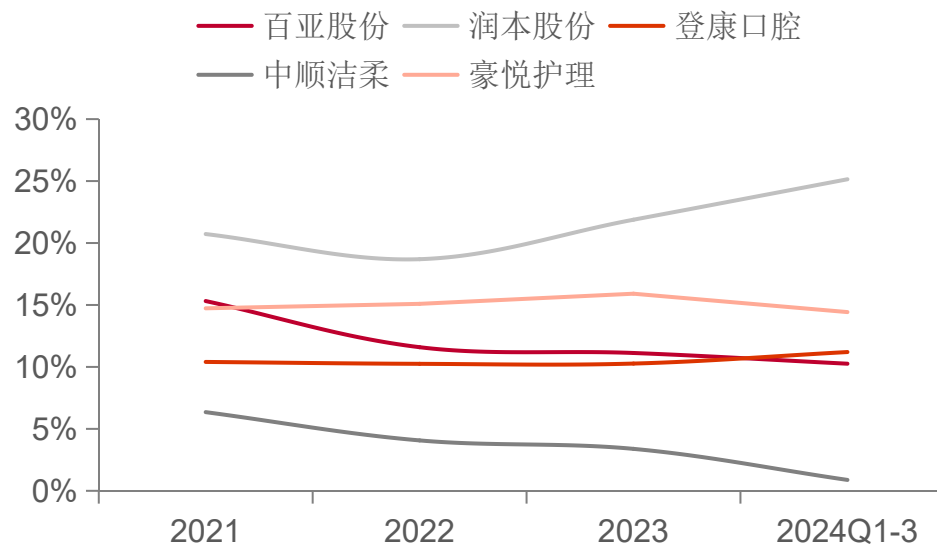
数据来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所，\*润本股份为新上市、部分历史数据缺失

**利润端：份额增长与费用投入线性相关，个股盈利表达分化。**2024年，板块盈利表现与个股经营策略密切相关。百亚股份以提升市占率为首要目标，2024年优化产品结构的同时加大费用投入，利润增速低于收入；润本在维持高效运营、规模效用释放的同时费用投入稳定，盈利表现优于收入。此外，受木浆成本上行、终端竞争加剧影响，生活用纸龙头中顺洁柔前三季度利润下滑。展望2025年，受益于产品结构优化及规模效应释放，我们预计百亚、润本整体毛利率有望进一步上行。

### 个护用品公司毛利率对比



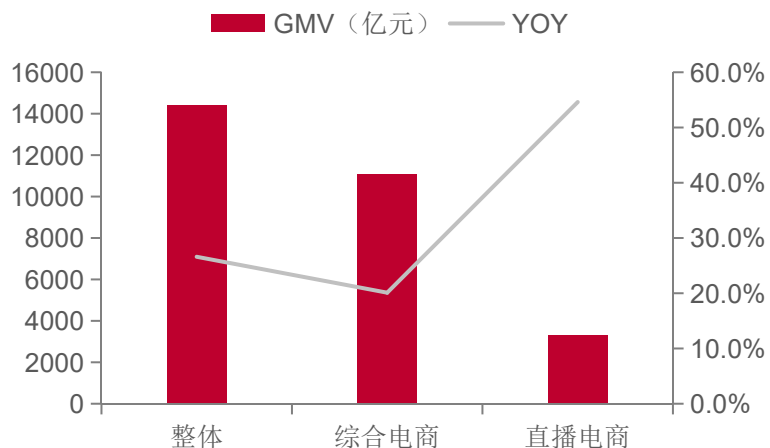
### 个护用品公司净利率对比



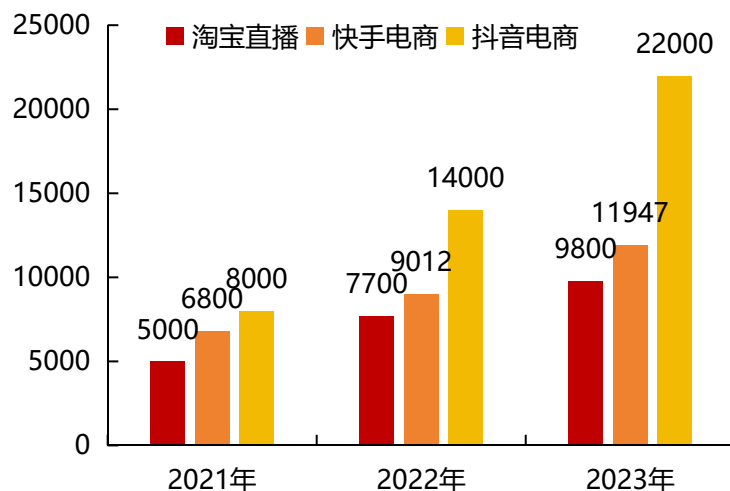
展望2025年：国货高成长依旧，把握内容电商红利下的增长确定性。

线上流量再分配，内容电商增速边际放缓，但仍具渠道红利。根据星图数据，2024年“双十一”购物节，整体GMV达到1.44万亿（+26.6%）其中，综合电商/直播电商GMV分别达到11093/3325亿元，同比增长20.1%、54.6%。直播电商增速依旧高于货架电商。日化品类中，内容电商流量也具备显著的超额增长。尼尔森IQ零售数据显示，2022年11月-2023年10月，日化品类销售额在以抖音为代表的內容电商同比增长70.9%，占日化品类线上消费比例25.9%，带动日化行业线上市场整体增长11.3%。

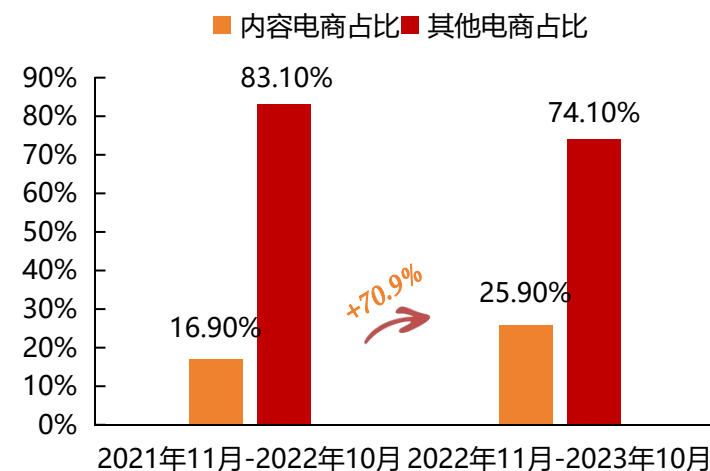
### 2024年双十一电商GMV及增速



### 头部内容电商GMV (亿元)



### 日化品线上销售额平台占比及增速



数据来源：星图数据、内容电商行业蓝皮书、电数宝、新茅榜、日化行业白皮书、中泰证券研究所  
备注：同比增长计算口径：同比去年大促周期；例：2024年10月14日-11月11日VS 2023年10月24日-11月11日

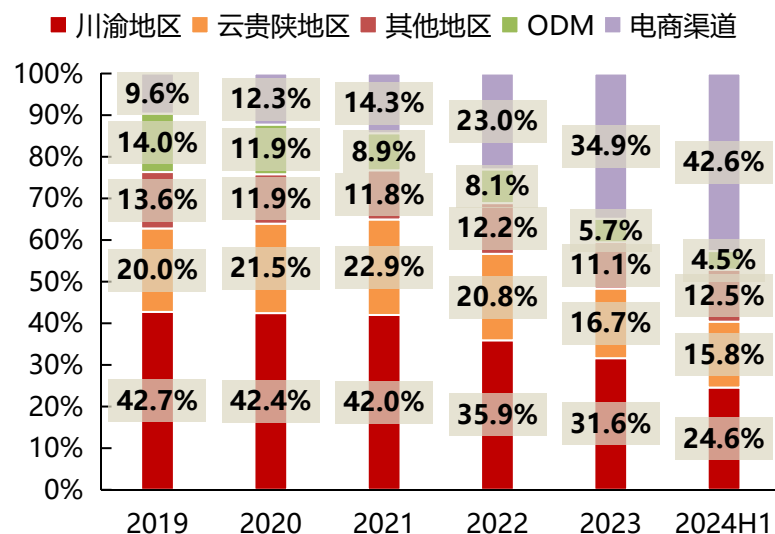
女性护理：高频低消的悦己消费，消费品牌成长黄金赛道。复盘国内卫生巾行业发展：2021年前，在传统渠道时代，卫生巾是典型的易守难攻赛道。产品复购率高，成熟头部品牌一旦进入线下渠道稳定动销+渠道分利的正向循环，可形成品牌认知、用户沉淀、线下渠道的三重壁垒。2021年后，卫生巾行业迎来新一轮渠道流量分配的风口。在过往稳固的行业格局下，腰部品牌对于优质内容电商流量的抢占，不仅仅利好当期、单一平台的一次性销售，还具备建立品牌心智的长尾效应。内容平台的传播成为线下渠道动销抓手之一，是卫生巾品牌从线上到线下滚雪球的一环。内容电商带来的品牌破局机会，使得2021年起，市场份额从集中走向离散，2023年CR10/CR5为37.2%/30.4%，较2020年下降4.2%/4.7%。

### 国内前十卫生巾品牌2014~2023年零售市场市占率

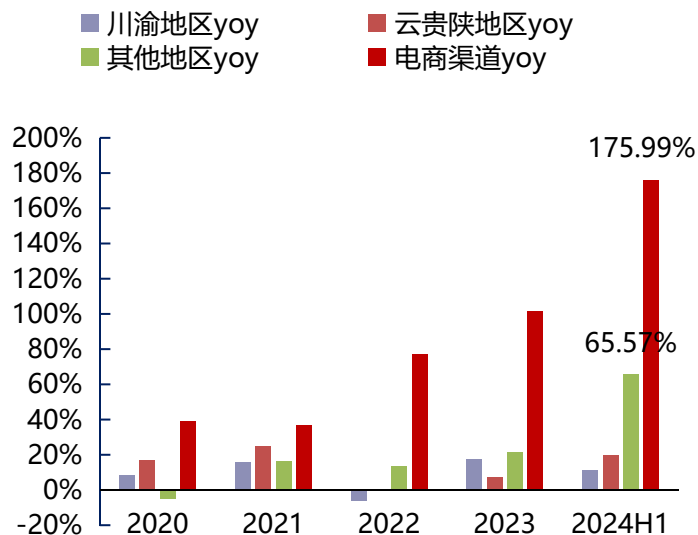
排名	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	苏菲	7.6%	8.6%	9.5%	10.1%	10.5%	11.6%	12.4%	12.0%	10.5%	9.8%
2	七度空间	10.4%	10.4%	10.7%	11.5%	11.1%	10.7%	10.2%	9.1%	9.0%	8.9%
3	护舒宝	7.1%	6.0%	5.3%	5.0%	5.2%	5.7%	5.7%	5.6%	5.2%	4.9%
4	高洁丝	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%	3.4%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%
5	ABC	3.1%	3.0%	2.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.3%	3.1%	2.8%
6	自由点	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	2.1%
7	乐而雅	1.5%	1.7%	1.8%	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.0%
8	洁婷	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
9	洁伶	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
10	薇尔	-	-	-	-	-	-	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%
	CR5	30.8%	30.6%	30.6%	32.4%	32.9%	34.7%	35.1%	33.7%	31.7%	30.4%
	CR10	36.4%	36.3%	36.4%	38.3%	38.8%	41.0%	41.4%	40.3%	38.2%	37.2%

2025年，我们依旧看好百亚股份实现高于行业的超额成长：以内容电商撬动货架电商和线下复购，完成商业闭环，从川渝云贵陕走向全国。在渠道结构上，2024H1百亚川渝/云贵陕/其他地区/电商/ODM占比分别为24.6%/15.8%/12.5%/42.6%/4.5%。2020年后，电商+外围市场扩张，公司从深耕川渝云贵陕走向全国：1) 2019-2024H1年川渝和云贵陕地区营业收入占公司总营业收入从62.7%降至40.4%，电商渠道营收占比从9.6%提升至42.6%，并逐步从“抖音驱动”转向“抖音+天猫双轮驱动”，从内容电商辐射传统电商。2) 2021-2023年，线下渠道其他地区收入分别增长16%、14%、21%，伴随外围市场拓展范围及投入增加，有望进一步提速。3) 产品力&品牌势能向上，毛利空间打开，盈利中枢抬升可期。在产品结构上，公司持续推新迭代，继2023年成功推出益生菌系列后，2024年中公司继续推出益生菌PRO系列扩大客群，大健康系列占卫生巾比重由2023年26.2%提升至2024年中的42.3%。产品中高端化已顺利打开毛利空间，投入成长期后，盈利中枢抬升空间可期。

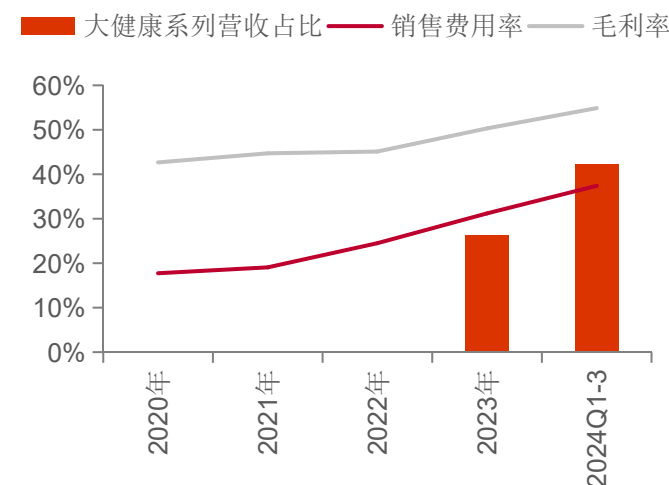
百亚股份各渠道收入占比



百亚股份线上及线下分区域增长情况



百亚股份产品结构变化及销售费率

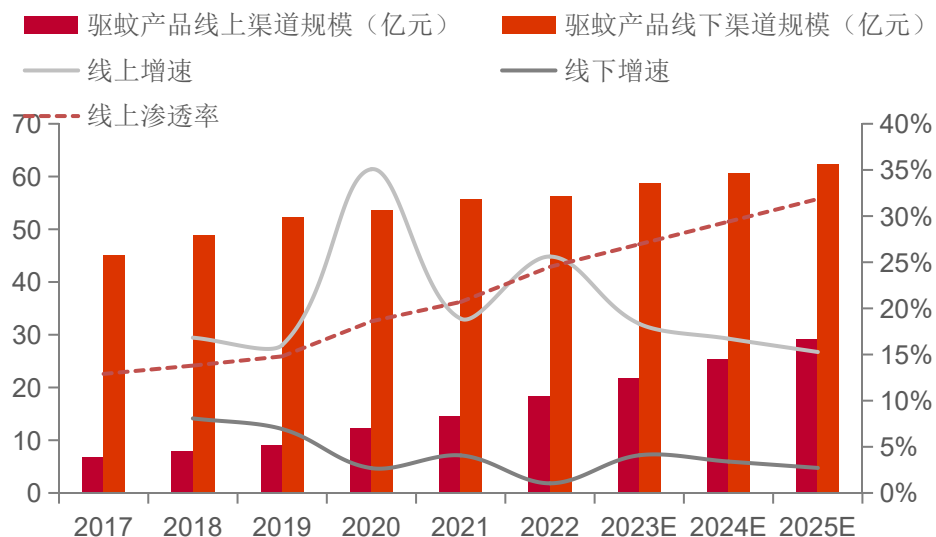


数据来源：公司公告、中泰证券研究所

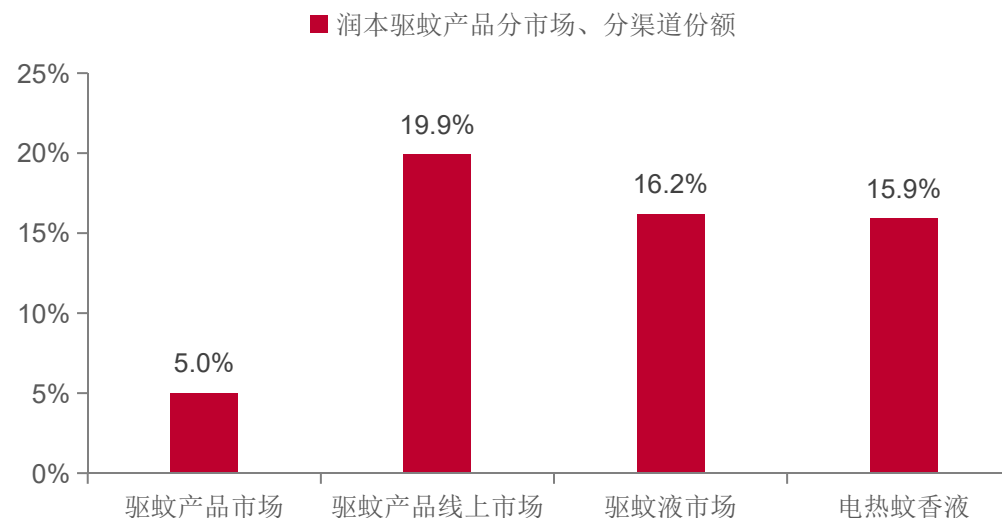
驱蚊&婴童护理：质价比趋势明显，关注润本股份。

驱蚊：小而美的利基市场，容量有限。驱蚊是小而美的利基市场，根据灼识咨询数据，2023年市场规模约80亿，17-23年CAGR为7.6%。线上市场规模18.27亿元（2022年），17-23年CAGR为21.6%，为驱蚊市场主要增量渠道。品牌格局上份额集中，狭义驱蚊市场由国内品牌主导。

驱蚊产品渠道规模、增速及渗透率

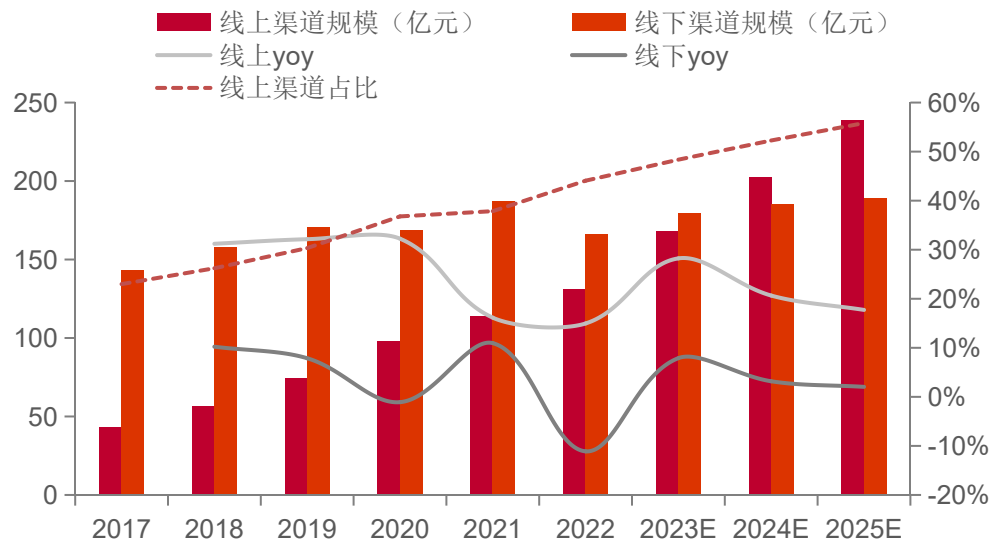


润本驱蚊产品（不含杀虫）市场份额（2022年）

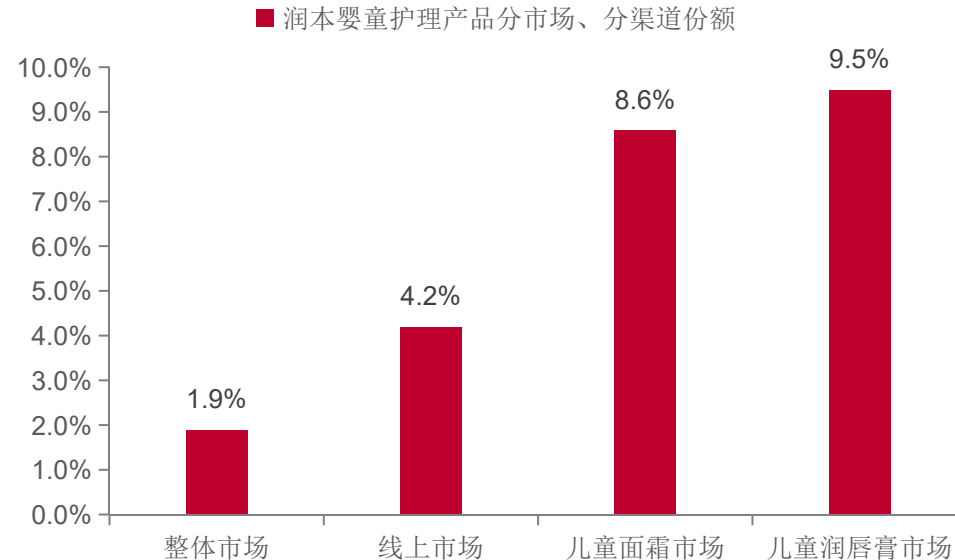


**婴童护理：规模大品类多，产品细分专业化。**依据灼识咨询数据，2023年国内婴童护理市场规模约347亿元，2017-2023年CAGR为11%。在品类上，婴童护理产品涵盖润肤乳、乳液/面霜、婴童护唇膏等细分品类，呈现细分专业化趋势，2023年人均消费额为150.5元/年，17-23年CAGR为11.3%，产品细分专业化下的客单价提升有望助力行业规模保持稳健。  
**品牌格局：高度分散，细分差异化。**聚焦润本来看，在婴童护理领域，2022年，润本在婴童护理线上渠道市占率为4.2%，儿童面霜和润唇膏市场市占率分别为8.6%、9.5%。

婴童护理行业线上/线下规模及渗透率（亿元）



润本婴童护理产品市场份额（2022年）

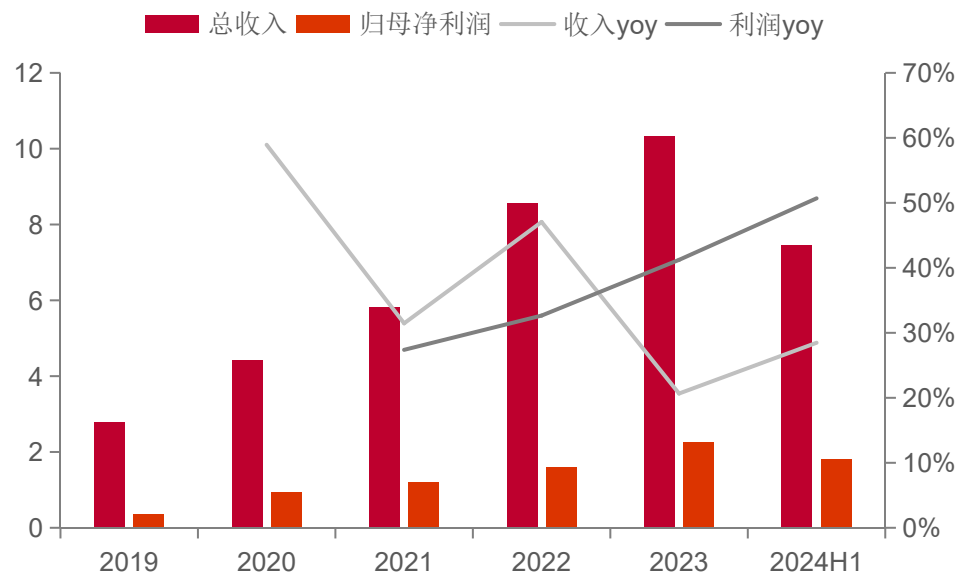


数据来源：润本股份回复函，灼识咨询，招股说明书，中泰证券研究所

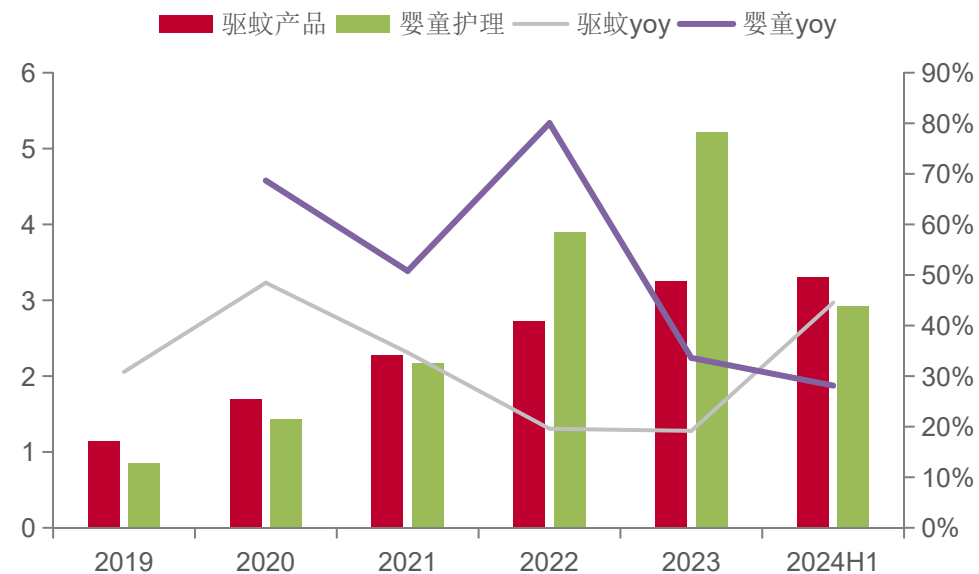
2025年，重点关注润本股份：深耕驱蚊和婴童护理赛道的国货黑马，差异化竞争，高速增长。

1) 产品为基：差异化与创新兼备，积累用户口碑。润本定位“安全”“温和”，差异化深耕驱蚊和婴童护理市场。2024H1，驱蚊（Q2旺季）/婴童/精油分别营收3.3/2.9/1.1亿元，营收占比分别为44.5%/39.2%/14.5%；19-23年，驱蚊/婴童/精油系列收入CAGR分别为29.9%、57.3%、18.5%，2021年后婴童护理系列成为核心增量来源。在驱蚊产品上公司采取大单品策略并迭代创新、定时功能产品引领市场；婴童护理通过产品线拓宽、内容电商渠道高增和口碑积累迎来高速增长。

润本股份收入利润情况（亿元）



润本股份分产品收入（亿元）

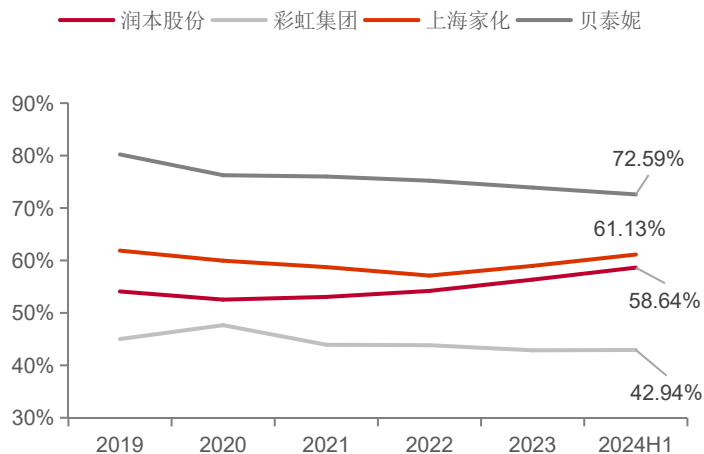


2) 效率为核：极致供应链和高效管理下，盈利能力优异。从终端价格看，润本大部分产品价格低于市场头部品牌，并在此基础上盈利水平高于同行。归功于：1) 极致供应链效率，自产自研、反哺销售端。2) 高效管理团队，人效突出、规模效应显著，高ROI撬动增长。3) 新品创新溢价。

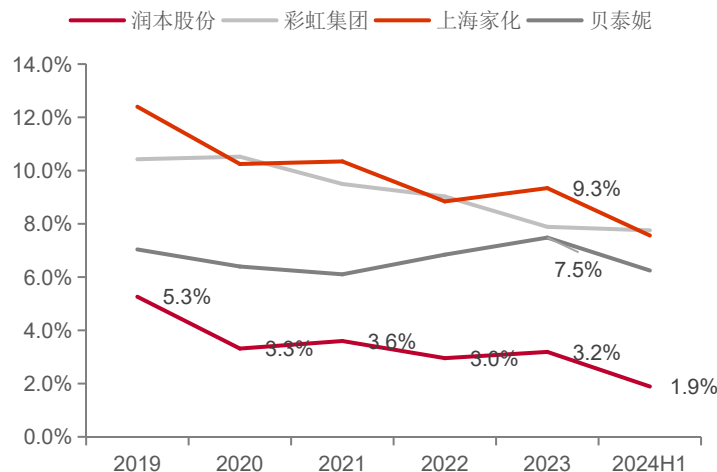
3) 渠道空间：内容电商红利+线下空间开拓，厚积薄发。线上：把握内容电商红利，抖音渠道助力高增。润本线上平台收入占比70%以上，货架电商&内容电商运营成熟，润本2020年开始布局抖音，享有增长红利。线下：O2O为切入点开拓线下，有望厚积薄发。考虑渠道增长趋势及售货效率，公司以O2O为切入点布局朴朴超市并合作沃尔玛、山姆等渠道，有望成为增长新动力。

**投资展望：国货崛起正当时，把握内容电商红利下的高成长确定性。** 1) 重点推荐品牌&产品力向上，以内容电商撬动货架电商和线下复购，从川渝云贵陕走向全国的【百亚股份】。2) 建议关注深耕驱蚊+婴童护理赛道，扩品类+扩渠道，成长动能充沛的【润本股份】。

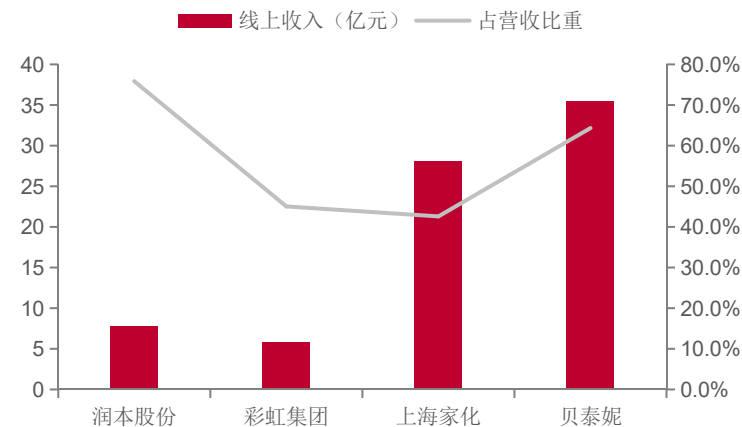
毛利率同行对比



管理费用率比较



竞品渠道结构对比（2023年）





3

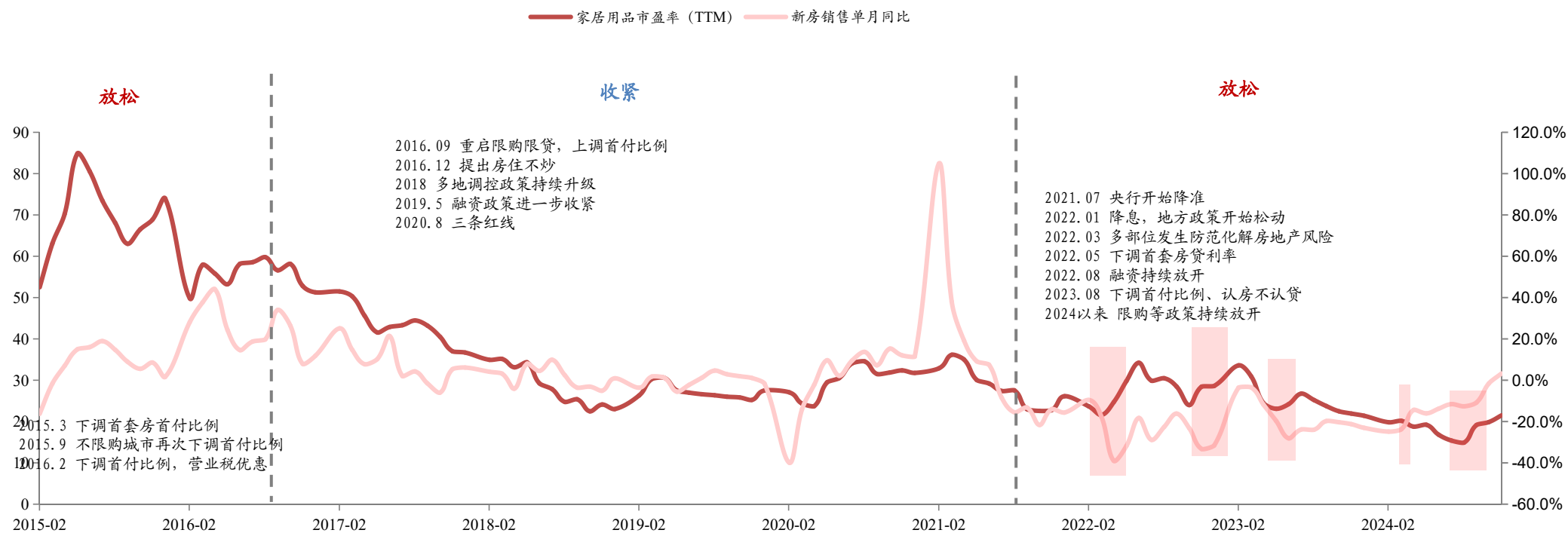
家居：期待需求修复及格局改善

复盘家居板块估值波动，与地产景气度及政策刺激高度相关。

1) **地产景气度**：家居板块估值与地产销售景气度高度相关，而本轮估值修复启动节奏滞后于新房销售数据改善，主要受消费信心偏弱的悲观预期影响。2) **政策因素**：地产政策对于家居板块估值有提振作用，但2022年以来，家居板块估值对于地产政策的反应有所钝化，主要原因为信心较弱。而进入24Q4，家居以旧换新补贴政策对于提振板块情绪起到良好作用。

展望2025年，我们认为影响家居板块估值的核心因素在于**地产销售数据的企稳修复及新一轮以旧换新补贴的落地**。

## 家居用品市盈率vs新房销售增速



# 家居板块：看好25年估值修复

## 历次反弹中个股涨幅

	2018.10-2019.4	2020.04-2021.03	2022.10-2023.02	2024.04-2024.05	2024.09-2024.13
公牛集团	0%	21%	16%	14%	7%
欧派家居	27%	146%	25%	28%	54%
顾家家居	0%	132%	18%	16%	21%
索菲亚	4%	93%	34%	16%	36%
慕思股份	0%	0%	32%	2%	44%
箭牌家居	0%	0%	39%	17%	16%
喜临门	-21%	120%	11%	24%	31%
浙江永强	40%	5%	-2%	11%	27%
好太太	32%	8%	34%	-3%	45%
志邦家居	5%	192%	49%	20%	49%
江山欧派	35%	86%	80%	-5%	18%
尚品宅配	-3%	11%	40%	14%	50%
王力安防	0%	-4%	29%	11%	21%
瑞尔特	32%	-6%	50%	5%	27%
金牌家居	5%	85%	58%	11%	35%
好莱客	-12%	24%	35%	2%	39%
美克家居	12%	31%	17%	-1%	61%
梦天家居	0%	0%	5%	14%	22%
惠达卫浴	7%	10%	25%	32%	44%
我乐家居	16%	-10%	36%	6%	31%
曲美家居	2%	32%	13%	15%	50%
海鸥住工	16%	45%	-27%	18%	39%
亚振家居	-12%	-9%	13%	40%	4%
森鹰窗业	0%	0%	36%	-9%	34%
皮阿诺	22%	58%	48%	8%	50%
帝欧家居	28%	-25%	24%	16%	41%
顶固集创	28%	-30%	18%	4%	36%
菲林格尔	69%	-41%	13%	-2%	61%
中源家居	41%	15%	21%	16%	41%

➤消费逐步成为影响家居需求的重要因素。

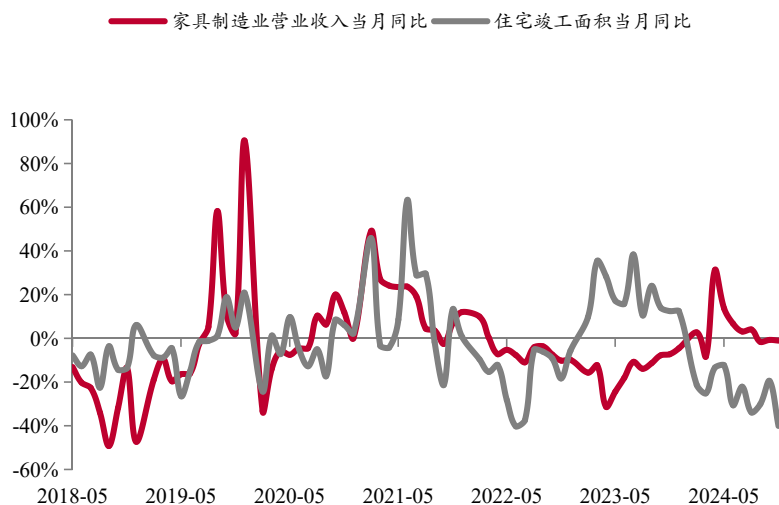
➤23年竣工与家具需求出现背离：过往来看，家具制造业营业收入增速与住宅竣工增速相关性较高，而23年家居行业景气度与竣工增速出现显著背离，充分说明消费力对于家居需求产生的较为严重的压制作用。

➤关注存量需求释放弹性。

➤存量需求占比逐步提升，与新房销售相关性将逐步降低。根据我们测算，截至2024年存量房装修需求占比约50%，且后续将持续提升，为家居需求提供韧性。

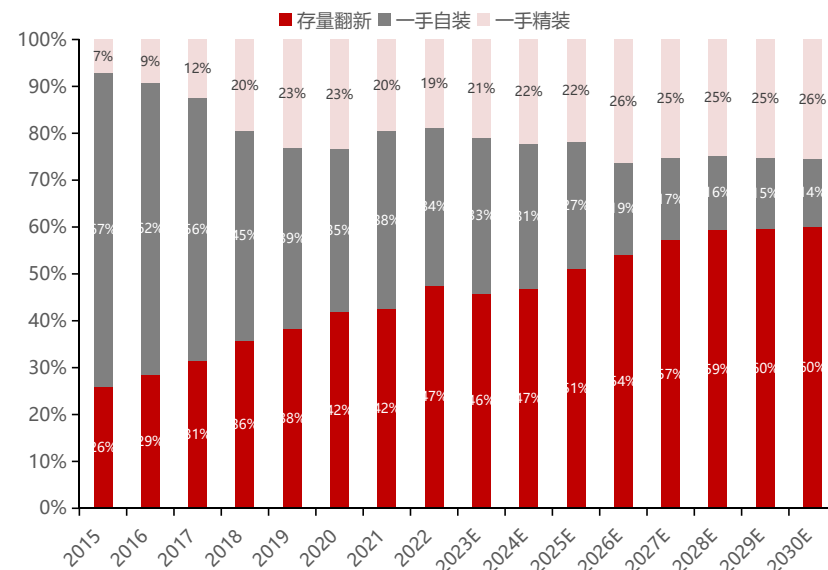
➤存量翻新需求对于消费力弹性更加明显。我们判断后续随着消费信心修复，今年积压的存量翻新需求有望于25-26年逐步释放。

## 23年家具需求与竣工增速出现分化



数据来源：Wind、中泰证券研究所测算

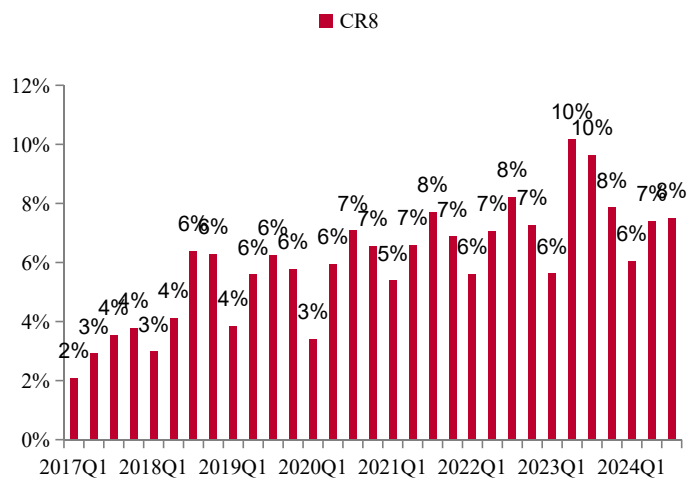
## 存量房需求占比持续提升



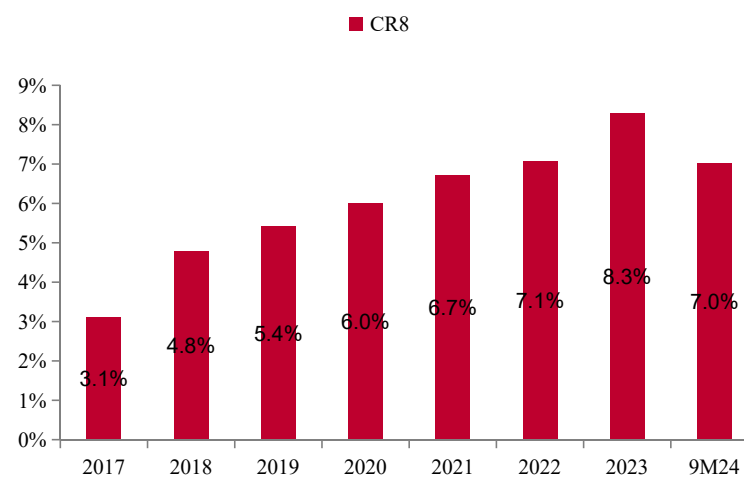
➤消费降级下中小品牌获取更多份额，恶性竞争导致行业格局恶化。2019-2023年，头部品牌集中度持续提升，特别是疫情后集中度加速提升，而23H2以来该趋势逆转。我们认为出现这种现象的原因在于：消费者信心偏弱，对于单值较高的家具消费持谨慎态度，价格敏感度提升，因此部分消费者倾向于选择价格更加低廉的小品牌。

➤我们认为以旧换新补贴在需求释放及格局改善两方面都有显著效果。1) 需求释放：我们认为24Q4家居以旧换新补贴活动带来的增量主要来源于前期的滞压需求以及存量更换需求，对于未来需求并未产生较大预支。同时24Q4额度较为有限，广州等地额度于11月中旬已使用完毕，表明潜在需求充裕，预计25年新一轮补贴落地后，家居需求仍将有显著改善。2) 格局改善：经营规范性欠缺的小品牌无法参与补贴，小品牌价格优势不再，行业重回集中度提升轨道。我们认为25年补贴政策仍将延续一定的资质要求，但随着执行方案经过24年磨合日趋成熟，经销商/门店参与活动的难度将有所降低，整体参与度提升。

家居行业集中度CR8（季度）



家居行业集中度CR8（年度）



➤24年回顾：收入端压力逐季增加，盈利能力分化。

➤1) 收入端：整体来看，定制板块从24Q2开始进入下滑状态，Q3环比Q2压力进一步增加，其中志邦家居、金牌家居营收表现相对较好，其余公司Q3营收下滑幅度超过20%。我们预计Q4收入端在前期家装补贴的催化之下将有所改善。

➤2) 利润端：从板块整体来看，除头部的欧派家居、索菲亚之外，其余定制公司24Q2-24Q3利润端下滑幅度显著大于收入端下滑幅度，且与公司规模呈现明显的相关性，志邦家居、金牌家居利润下滑幅度低于其他第二梯队公司。

## 定制板块单季度营业收入/归母净利润及增速

	营业收入 (亿元)						营业收入同比增速 (%)					
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
欧派家居	62.73	67.21	62.18	36.21	49.62	52.96	13.05	2.22	0.11	1.43	-20.91	-21.21
索菲亚	29.39	34.57	34.65	21.11	28.18	27.26	5.63	9.64	5.37	16.98	-4.11	-21.13
志邦家居	14.95	16.28	21.88	8.20	13.92	14.63	17.11	9.88	16.87	1.77	-6.88	-10.14
金牌家居	9.32	10.41	10.98	6.41	8.79	8.96	8.05	-1.62	3.17	11.45	-5.59	-13.91
尚品宅配	12.62	14.42	13.88	7.76	9.33	10.22	3.50	-0.93	10.72	-3.98	-26.05	-29.09
好莱客	6.25	6.54	6.38	4.03	5.20	5.21	-19.95	-9.83	-9.09	15.86	-16.70	-20.43
我乐家居	4.71	5.01	4.74	2.82	3.76	3.75	20.10	8.59	-3.98	6.32	-20.29	-25.08
	归母净利润 (亿元)						归母净利润同比增速 (%)					
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
欧派家居	9.80	11.77	7.26	2.18	7.72	10.41	28.10	21.09	4.00	43.00	-21.26	-11.56
索菲亚	3.95	4.53	3.09	1.65	3.99	3.57	32.93	15.63	18.40	58.59	0.97	-21.16
志邦家居	1.28	1.70	2.46	0.47	1.02	1.17	20.01	8.17	10.52	-8.38	-20.54	-30.93
金牌家居	0.44	0.90	1.26	0.36	0.33	0.50	-29.86	24.79	11.77	11.16	-24.35	-44.22
尚品宅配	0.32	0.67	0.61	-0.87	-0.19	-0.08	6,599.05	-5.57	-20.06	9.22	-159.94	-112.31
好莱客	0.72	0.94	0.39	0.13	0.32	0.46	-13.96	-63.35	-22.38	5.35	-55.55	-50.79
我乐家居	0.53	0.94	0.03	0.19	0.26	0.35	97.78	75.65	-93.56	185.75	-50.31	-62.62

➤24年回顾：收入端压力逐季增加，盈利能力分化。

➤3) 盈利能力：欧派家居、索菲亚毛利率及净利率稳中有升，主要得益于内部管理效率提升带来的降本增效成果体现；其余公司盈利能力多呈下滑趋势，主要系收入下滑导致期间费用率上升所致。在行业下行期，头部企业规模及管理优势充分发挥，降本增效成果显著，在收入下滑的情况下仍能保持较为稳定的盈利能力。

➤25年展望：继续看好补贴对于行业格局的优化作用，把握龙头业绩修复机会。从需求上看，地产边际企稳修复及家装补贴的延续有望带来需求改善及潜在需求的释放；同时小品牌价格优势大幅减弱，头部企业份额将继续回升。推荐估值处于低位的龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】，关注【金牌家居】。

定制板块单季度销售毛利率/销售净利润率

公司	销售毛利率 (%)						销售净利润率 (%)					
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
欧派家居	34.27	37.62	34.60	29.98	34.46	40.36	15.58	17.50	11.63	6.03	15.61	19.68
索菲亚	35.74	36.76	37.42	32.62	38.11	35.86	13.94	13.76	9.63	8.24	14.91	13.78
志邦家居	36.75	40.69	34.65	37.22	36.37	37.04	8.55	10.44	11.23	5.76	7.29	8.03
金牌家居	27.77	29.80	31.16	28.01	25.74	28.33	4.61	8.53	11.53	5.44	3.57	5.41
尚品宅配	36.11	35.22	36.03	27.81	32.88	34.18	2.58	4.65	4.36	-11.11	-2.10	-0.81
好莱客	36.05	37.37	31.47	33.18	36.46	34.05	11.60	14.31	6.13	3.14	6.19	8.85
我乐家居	46.16	48.12	47.77	44.06	47.49	47.72	11.29	18.76	0.62	6.74	7.04	9.36

**复盘2024：内销整体承压，个股盈利表现分化。**2024年，在消费意愿及地产销售双重承压背景下，板块前三季度业绩逐季下滑。**收入端：**龙头依赖外贸贡献增量，床类单品企业内销表现更具韧性。整体看，内销聚焦床垫赛道的喜临门和慕思股份Q1-3营收韧性更强。**盈利端：**个护盈利表现分化。2024年前三季度，软体公司盈利表现分化，慕思等床类单品类龙头盈利较好。主要原因为：1) 业务结构变化、顾家等龙头毛利率相对较低的外贸业务占比提升；2) 床类企业降本增效、精简SKU，规模效应凸显。

## 软体板块单季度收入/净利润及增速

	营业收入 (亿元)						营业收入同比增速 (%)					
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
顾家家居	49.24	52.58	50.76	43.50	45.58	48.93	10.02	10.78	19.49	10.04	-7.44	-6.94
敏华控股	91.52		96.47		84.71		-4.01		16.85		-7.43	
慕思股份	14.42	14.06	17.73	12.01	14.28	12.49	-4.32	0.33	6.86	25.50	-0.99	-11.19
喜临门	23.37	22.64	26.09	17.61	21.96	20.19	6.2	6.03	24.39	20.02	-6.03	-10.85

	归母净利润 (亿元)						归母净利润同比增速 (%)					
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
顾家家居	5.23	5.78	5.05	4.20	4.76	4.63	16.94	12.74	23.46	5.02	-9.07	-19.92
敏华控股	11.36		11.66		11.39		4.02		41.75		0.26	
慕思股份	2.54	1.63	2.84	1.41	2.32	1.49	37.99	37.43	0.83	39.48	-8.86	-8.29
喜临门	1.61	1.68	0.39	0.74	1.60	1.41	-3.06	-0.79	125.49	20.20	-0.64	-15.81

数据来源：Wind、中泰证券研究所 备注：敏华分别对应FY24H1\FY24H2\FY25H1财务数据，单位亿港币

**盈利能力：整体下行，个股分化。**在收入下滑、业务结构变化及负规模效应下，板块盈利能力边际下行，但个股表现分化。24Q3，顾家家居、慕思股份、喜临门毛利率分别同比-3.97pct、-1.13pct、+3.97pct；净利率分别-1.36pct、+0.38pct、-0.54pct。

### 软体板块单季度毛利率/销售净利率

公司	销售毛利率 (%)						销售净利率 (%)					
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
顾家家居	31.01	33.76	34.18	33.08	32.98	29.80	10.59	11.01	10.16	9.83	10.79	9.65
慕思股份	52.20	50.98	49.22	50.15	52.19	49.85	17.64	11.57	16.01	11.76	16.24	11.94
喜临门	37.01	32.52	34.71	33.46	35.82	36.49	6.98	7.65	1.87	4.29	7.30	7.11
梦百合	36.09	37.33	42.99	38.52	37.78	35.61	4.47	1.05	-0.23	1.18	1.65	-10.24

## 展望2025：内贸至暗已过，需求改善在途。

1，家装补贴软体家居率先受益，利好具备渠道精细化优势的头部企业。2023年以来，竣工及消费意愿两大影响家居需求的因素中，消费因素影响程度逐步加大，消费力疲弱导致部分需求滞压。24H2，促消费政策频出叠加家装补贴Q4落地，同时地产销售边际修复，带动家居板块从预期修复下的估值演绎到前端订单层面观察到的销售改善。考虑单笔补贴限额及资质要求，我们认为具备渠道精细化管理优势的头部企业更能放大补贴对业绩的拉动。

2，品类端：单品类企业底部韧性更足，继续看好床垫赛道；需求改善阶段，精细化管理的多品类龙头业绩弹性有望释放。复盘2024，软体公司之间收入增速分化，聚焦卧室品类的床垫企业在收入、盈利表达上更具韧性。顾家/敏华床垫业务增速均落后单品类公司，同时营收占比下降。展望2025年，需求边际修复背景下，床垫类单品企业有望凭借优质赛道属性稳定增长，同时，具备精细化管理优势的龙头多品类运营有望贡献正向 $\alpha$ 。

顾家、敏华、喜临门品类结构变化（亿元/亿港元）

	2021	2022	2023	2024H1
顾家-床类	33.4	35.6	41.0	15.3
yoy	42.8%	6.6%	15.4%	-19.9%
占总营收比重	18.2%	19.8%	21.4%	17.2%
敏华-床类	33.8	27.3	29.9	12.1
yoy	50.4%	-19.4%	9.6%	-18.9%
占内销营收比重	25.7%	24.6%	24.9%	24.3%
喜临门-沙发	10.5	9.0	7.7	4.3
yoy	46.9%	-14.4%	-14.6%	9.0%
占内销营收比重	13.6%	11.5%	8.9%	10.9%

**3, 渠道端：单品类门店出现收缩，聚焦单店运营提效。**2024年，软体家居渠道延续开店放缓趋势，截至2024H1，敏华、喜临门、梦百合门店分别净增280、净关64、48家，龙头企业拓店大幅环比放缓的同时，部分单品类门店出现净关店（其中梦百合主要系店态配合品类融合升级为小店）。反映在23-24年地产&消费意愿承压背景下，渠道运营的规模效应受限，经销商投资意愿下行。2025年，软体家居以单店运营提效为主旋律，渠道精耕细作企业更能发挥品类一体化优势。

**投资建议：内贸至暗已过，补贴率先受益、需求改善在途。**家装补贴落地+地产销售改善，有望带动家居板块从预期修复到销售改善，其中软体家居率先受益。考虑单笔补贴限额及资质要求，我们认为具备渠道精细化管理优势的头部企业更能放大补贴对业绩的拉动。建议关注【顾家家居】、【敏华控股】、【慕思股份】、【喜临门】。

### 软体企业门店情况

### 软体企业门店净增情况

	软体家居截至报告期末线下门店总数			
	2021	2022	2023	2024H1
敏华控股	5968	6471	7236	7516
喜临门	4495	5273	5653	5589
梦百合	1090	1453	1276	1228

	软体家居线下门店净增加数量			
	2021	2022	2023	2024H1
敏华控股	1846	503	765	280
喜临门	852	778	380	-64
梦百合	470	363	-177	-48

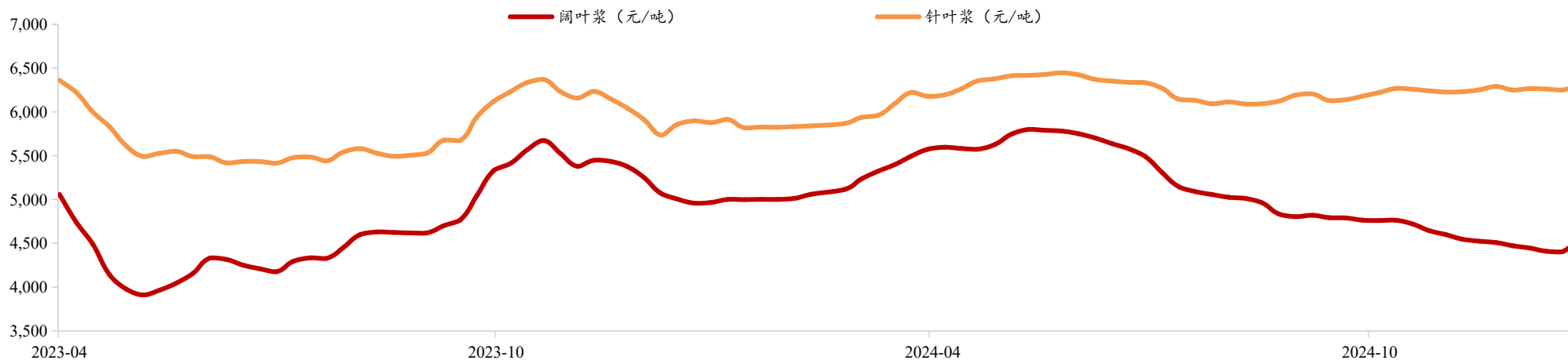


4

造纸：底部拐点初现，关注新增产能投放节奏

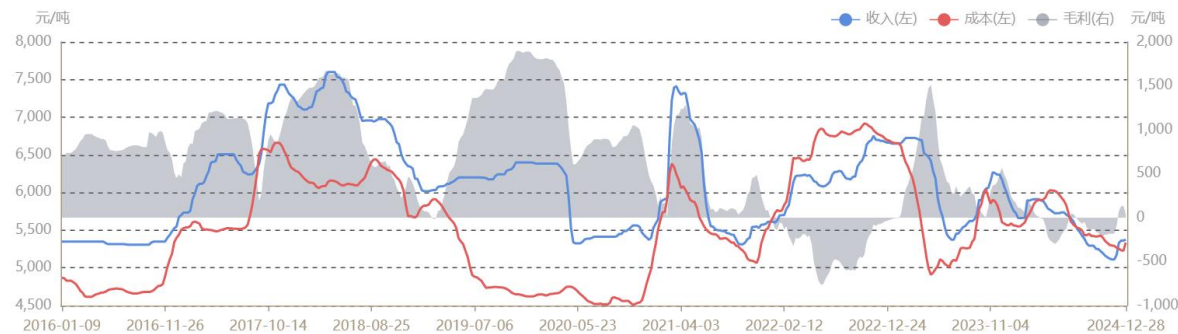
- **24年复盘：呈现先涨后跌，年末浆价小幅反弹。**春节后受欧美需求持续修复及国际供应端国家连续出现歇工、爆炸等突发情况，叠加巴西阔叶浆新产能投产延期一个季度等因素共同影响，纸浆价格持续上涨。5月后，由于国内需求偏弱，以及联盛、Suzano阔叶浆新产能陆续投产影响，阔叶浆价格持续下跌至12月中旬后小幅反弹，针叶浆无新增供给，价格下跌至8月后趋稳。
- **25年展望：拐点初现，后续斜率受需求影响。**Arauco一月针叶银星报价较上月提涨10美金，阔叶明星报价较上月提涨20美金；Suzano一月亚洲价格上涨20美金，欧美价格上涨100美金，同时25Q1有减产计划。后续来看，我们认为当前纸浆价格拐点初现，考虑纸浆供给边际变化较小，判断影响后续涨价持续性及幅度的核心因素在于需求端修复节奏。

### 纸浆价格走势



- 价格及盈利跌至历史低位，需求稳健但新增产能较多。文化纸24年3-4月受纸浆价格上涨催化旺季提价顺利，但5-11月随着需求偏弱、纸浆价格下跌等因素影响，纸价及盈利快速下滑；11月后招标订单交付催化纸价底部修复，纸价及盈利边际改善，但仍处于底部区间。
- 后续展望：上半年盈利修复有望持续，下半年新增产能较多。我们认为随着纸价底部反弹及前期低价浆逐步反馈至成本端，25H1文化纸盈利将有所修复；25H2新增产能相对较多，需进一步观察需求释放节奏，推荐：林浆纸一体化龙头【太阳纸业】。

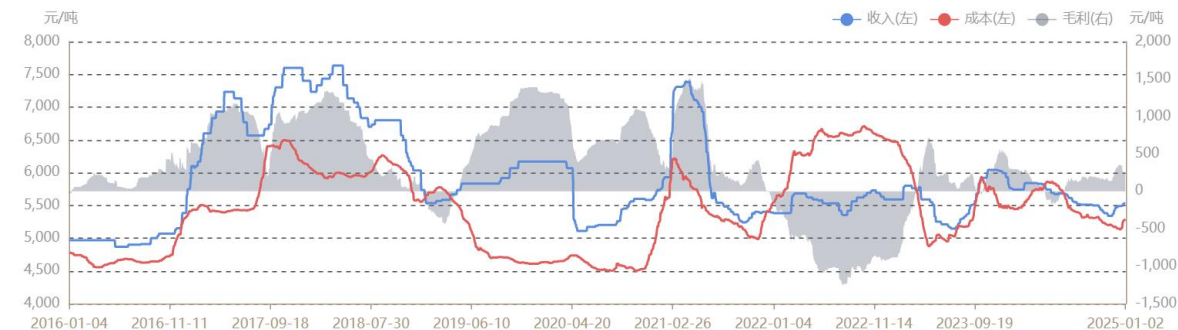
### 双胶纸价格及吨毛利走势



### 双胶纸新增产能情况

	2023	2024	2025E
新增产能		1月 玖龙纸业55万吨	3月 湖北玖龙60万吨
		12月 岳阳林纸45万吨	6月 北海玖龙70万吨
			6月 五洲特纸25万吨
新增产能 (万吨)	128	100	155
合计产能 (万吨)	1540	1640	1795
产能增长率	9.1%	6.5%	9.5%

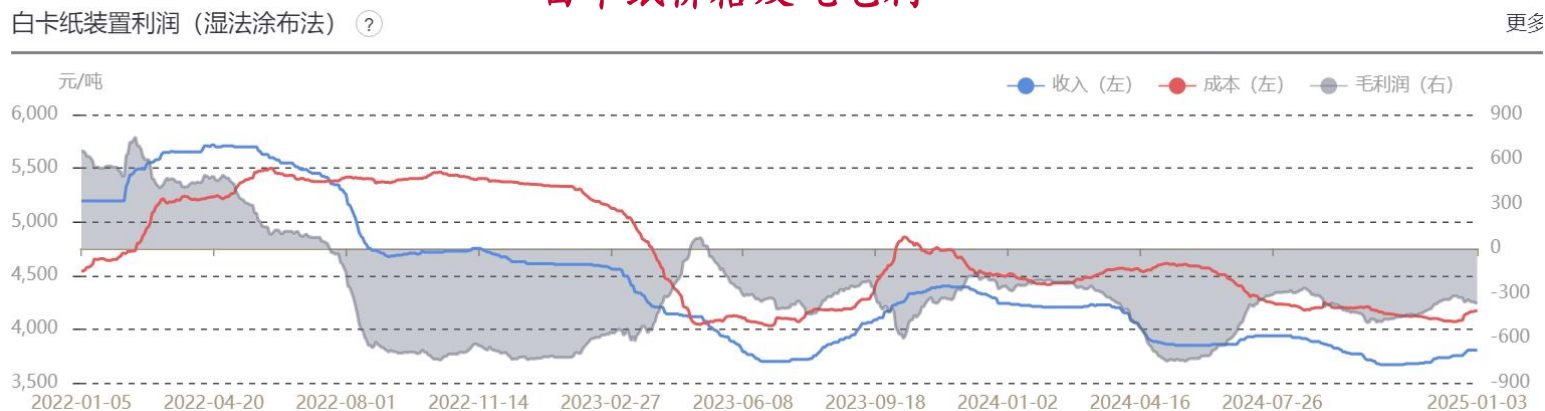
### 双铜纸价格及吨毛利走势



## 白卡纸：中期新增产能仍然较多

- 白卡纸：价格及盈利持续走低，短期晨鸣停机改善供需格局，中期新增产能仍然较多。24年以来，前期新增产能释放叠加需求疲弱共同影响，纸价持续走低，行业处于亏损状态。短期来看，晨鸣寿光、湛江、吉林基地部分产能仍处于停机状态，短期供需关系有所缓解；但中期来看，2025-2026年白卡纸新增产能仍然较多，中期纸价能否修复尚需观察需求改善节奏及新增产能落地节奏。建议关注：差异化产品占比逐步提升的白卡纸龙头【博汇纸业】、产能持续释放的特种纸龙头【仙鹤股份】。

白卡纸价格及吨毛利



白卡纸新增产能情况

	2023	2024	2025E	2026E
新增产能		4月 冠豪高新30万吨	Q1北海玖龙 120万吨	亚洲浆纸 102万吨
			Q2湖北玖龙 120万吨	广西金桂 90万吨
			Q4博汇纸业 80万吨	新乡新亚纸业 40万吨
			Q3联盛浆纸 100万吨	
			Q2金天和纸业 30万吨	
新增产能 (万吨)	160	30	450	232
合计产能 (万吨)	1587	1617	2067	2299
产能增长率	11.2%	1.9%	27.8%	11.2%

数据来源：卓创资讯、中泰证券研究所

## 箱板纸：底部企稳反弹，行业有望进入修复阶段

- 箱板纸：底部初现企稳反弹，产能集中度提升，行业有望进入修复阶段。2024年箱板纸行业景气度较为低迷，行业盈利能力处于低位，Q4底部初现企稳反弹迹象。
- 供需矛盾是箱板纸行业低迷的主要原因。箱板纸行业产能利用率从2015年的79%逐步下降至2023年的62%，主要系：①国内新增产能增速稍快于需求增长，2015-2023年我国箱板纸行业产能复合增速为4.4%，截至2023年产能为4526万吨。②进口量攀升：外废进口限制叠加进口成品纸零关税政策下，进口箱板纸竞争力明显提升，进口量从2015年的84万吨逐步增加至2023年的533万吨（复合增速26%），进口依存度从2015年的3%快速提升至2023年的16%。

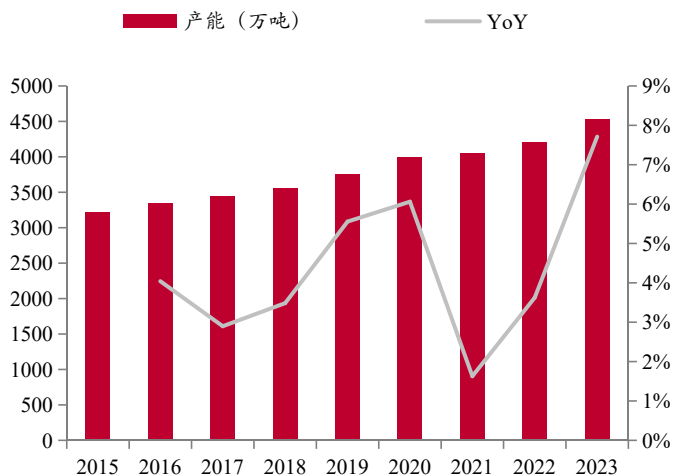
箱板纸价格及吨毛利走势



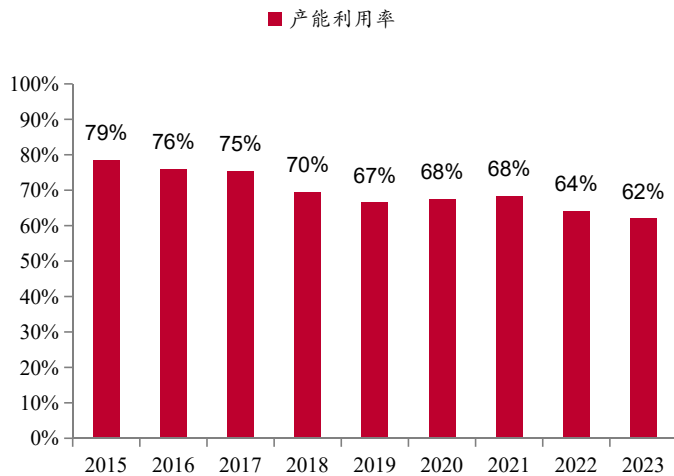
## 箱板纸：底部企稳反弹，行业有望进入修复阶段

- 中小产能逐步出清带来集中度提升。箱板纸产能集中度于2015-2019年期间处于持续小幅下降状态，而从2020年开始产能集中度迎来较快的提升，判断主要系外部宏观环境压力与政策压力并存下中小纸厂逐步出清。
- 后续来看，我们判断箱板纸行业底部信号较为明确，后续若需求出现边际改善，行业有望进入修复阶段。建议关注：25年盈利有望逐步修复，现金流情况改善的【山鹰国际】。

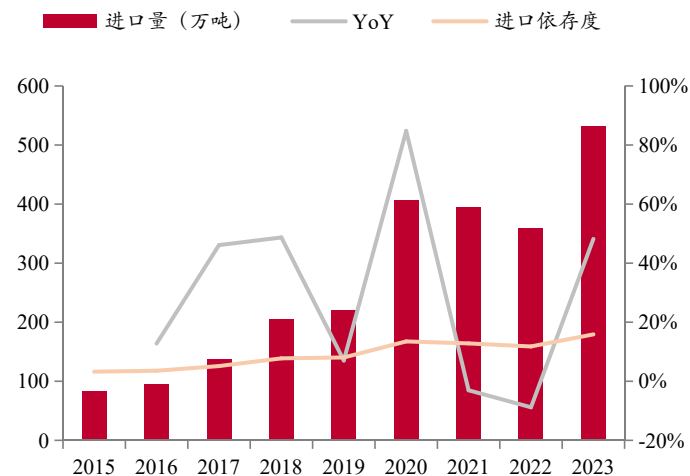
箱板纸行业产能



箱板纸行业产能利用率



箱板纸进口依存度



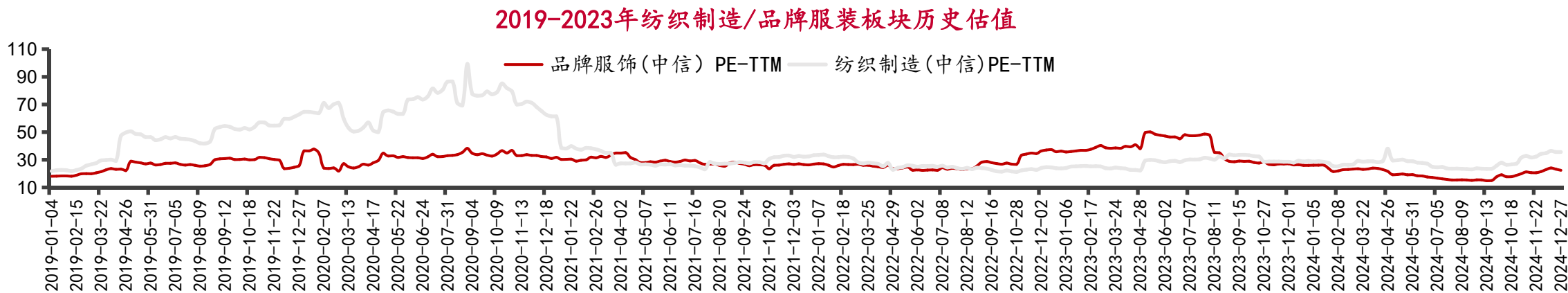
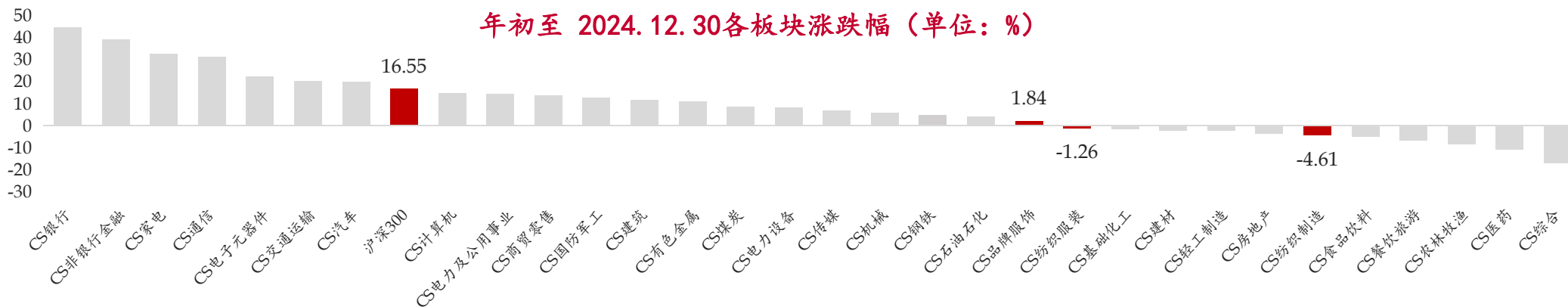


5

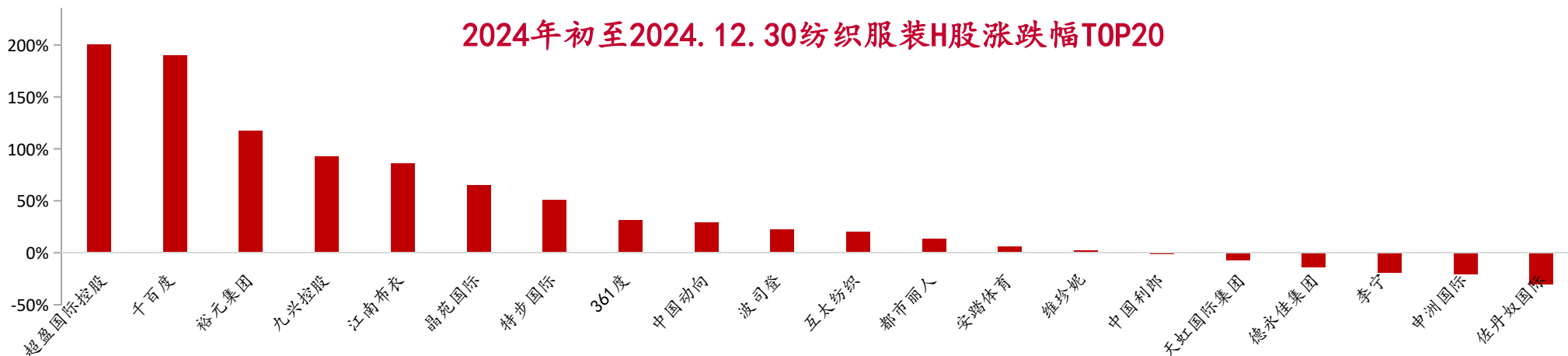
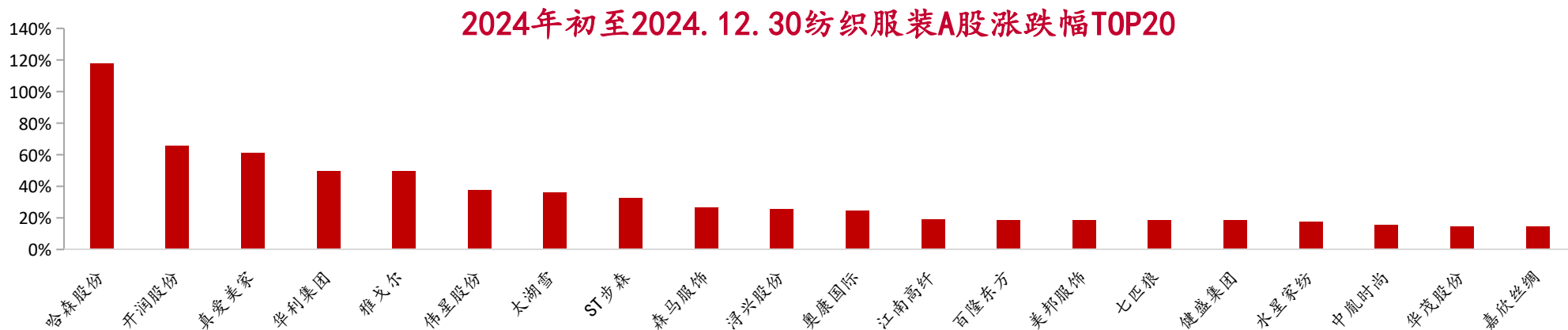
纺织服装2024年行情回顾：  
品牌服饰板块表现优于纺织制造

## 2024年复盘：品牌服饰板块表现优于纺织制造

整体表现来看，2024年品牌服饰板块表现优于纺织服装。2024年初至12月30日，沪深300上涨 16.55%，纺织服装板块下跌1.26%，其中品牌服饰上涨1.84%，纺织制造下跌4.61%。从估值中枢来，纺织制造/品牌服装板块PE（TTM）估值分别为35.6/22.4X，（2019-2024年期间纺织制造/品牌服装估值中位数分别为29.3/ 27.1X）。品牌服饰/纺织制造指数Q2、Q3一路震荡下行，主要分别受到终端需求表现不及预期/国际贸易政策不确定的担忧，9月底开始板块整体反弹，受益于各地消费补贴政策的推出带来消费信心提振以及Q3制造龙头业绩的改善。



个股表现来看，其中A股年初高股息标的领涨，后期家纺龙头如水星家纺等受益于补贴政策，以及强基本面的制造龙头如华利、伟星表现较为突出。此外，H股运动品牌江南布衣、特步国际、安踏体育、波司登等业绩稳健增长，制造龙头受益海外去库及运动户外高景气优于整体表现。



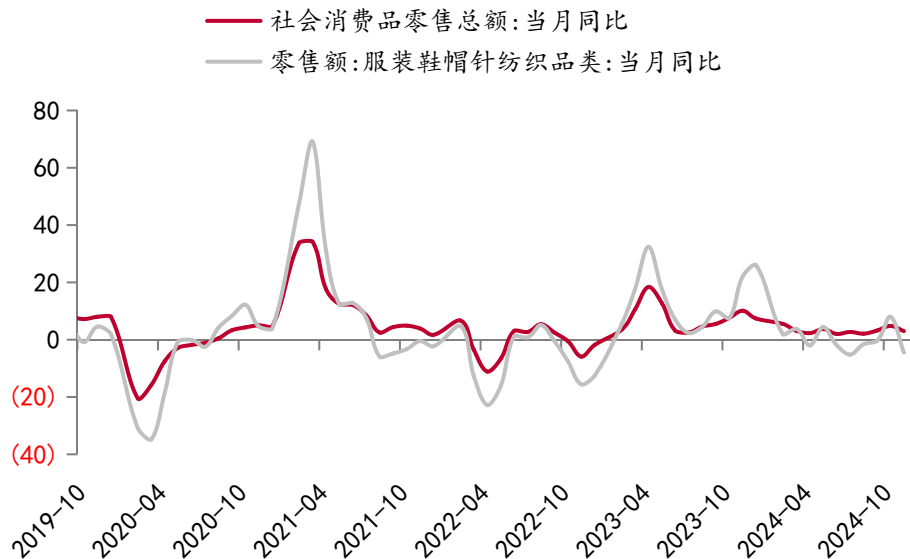


6

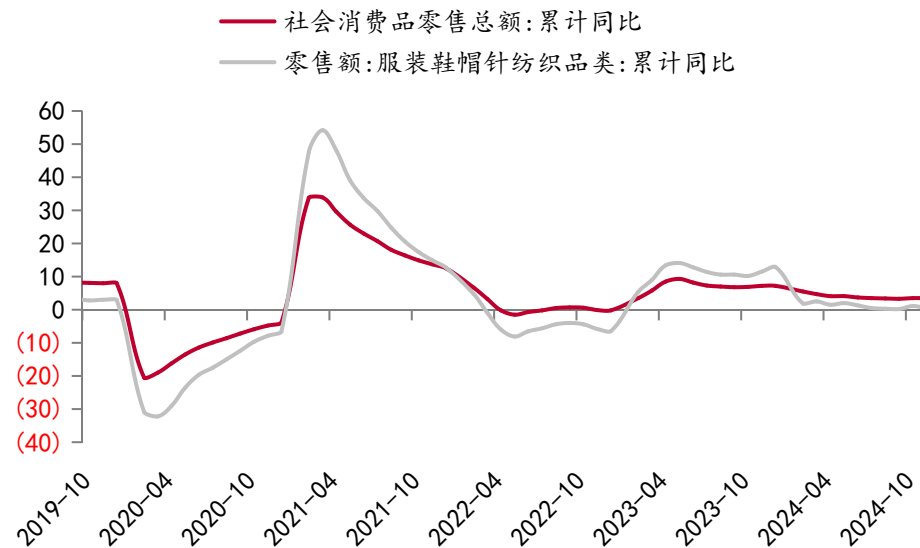
品牌服饰：  
品牌表现分化，静待消费复苏

行业端：终端零售整体承压，10月来政策促进需求回暖。2024年1—11月，鞋服零售额同比增长0.4%，社零总额增长3.5%。鞋服社零数据来看，Q1终端呈弱复苏，受需求疲软及秋冬降温较迟等因素影响，行业Q2、Q3零售端持续承压，10月在消费政策刺激和双十一提前下有所回暖，单月社零增速+8%。随着12月全国多地降温旺季来临，叠加家纺母婴等消费补贴政策催化，Q4销售有望回暖。

### 我国社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



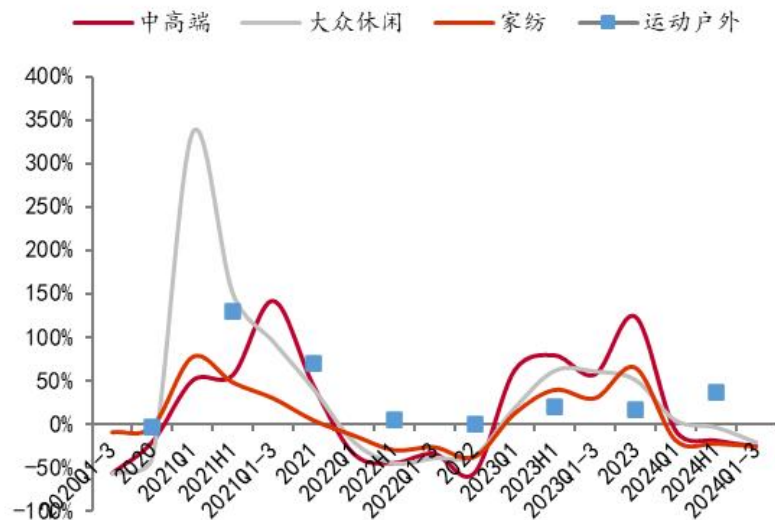
### 社零和服装行业零售额累计同比 (%)



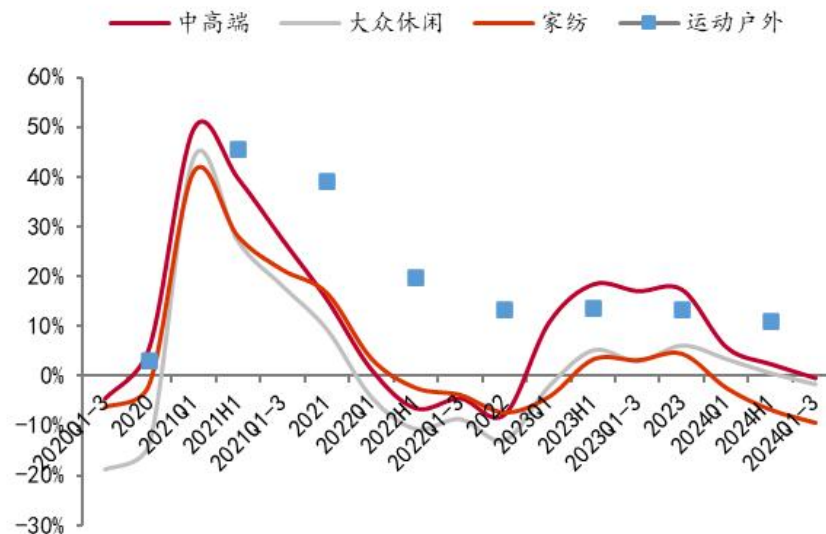
公司端：运动板块表现领跑，其余细分赛道利润端承压。

①2024年，品牌服饰在高基数与需求分化下整体增速放缓，收入端表现好于利润端。中高端/运动户外/大众休闲H1收入分别增长2.3%/11.0%/0.5%，家纺H1收入-6.8%，由于品牌前期固定费用投放较多，除运动板块外利润端均有所下滑。其中，功能性运动户外赛道增长分化，运动鞋服品牌流水领先。Q3终端需求仍较为疲软，板块收入增速进一步回落。随着各地消费补贴政策逐步落地，Q4品牌流水有望回暖。

分季度品牌服饰各板块营收增速 (%)



分季度品牌服饰各板块净利润增速 (%)



数据来源：Wind、中泰证券研究所

中高端板块包括：朗姿股份，日播时尚，锦泓集团，地素时尚，歌力思，安正

时尚，欣贺股份，九牧王，报喜鸟，比音勒芬

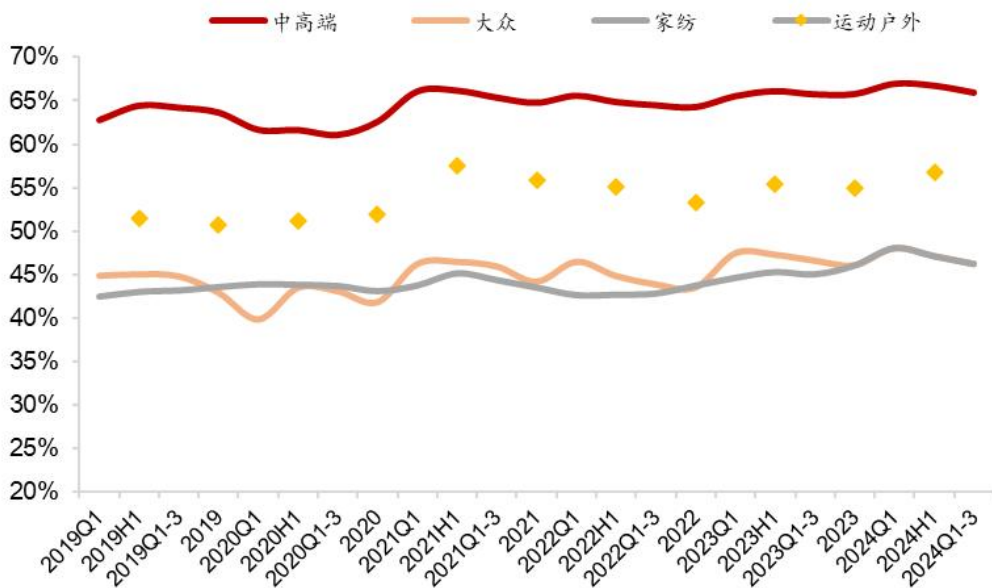
大众板块包括：森马服饰，海澜之家，太平鸟

家纺板块包括：罗莱生活，富安娜，梦洁股份，水星家纺

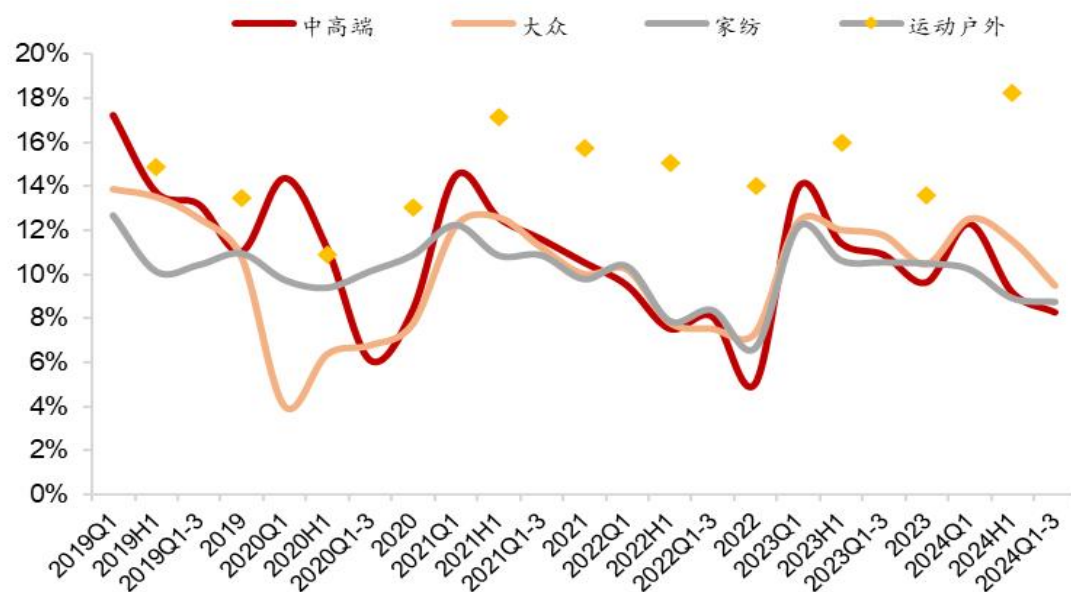
运动户外板块包括：安踏体育，李宁，特步，361度

②严控折扣下毛利率有所提升，费用投放前置下利润端承压。整体来看毛利率同比提升，主要因疫后库存压力减轻后多数品牌选择收紧折扣，并吸取经验提高商品运营效率。细分板块来看，2024年前三季度中高端/大众/家纺毛利率分别同比+0.2/-0.4/+1.2pct，2024H1运动户外毛利率同比+1.9pct。运动服饰流水强劲支撑收入及利润表现，体现板块韧性。2024年前三季度中高端/大众/家纺净利率分别为8.26%/9.49%/8.76%（同比分别-2.6pct/-2.3pct/-1.8pct），净利润分别同比-25.04%/-20.69%/-24.92%，降幅大于收入（分别同比-0.54%/-1.66%/-9.4%）。各板块Q3收入下滑，叠加费用刚性等原因，单季度利润压力明显。2024H1运动户外净利率为18.26%（同比+4.7pct），净利润同比+36.13%，增幅大于收入（收入同比+11.03%）

2019-2024Q1-3各板块分季度毛利率



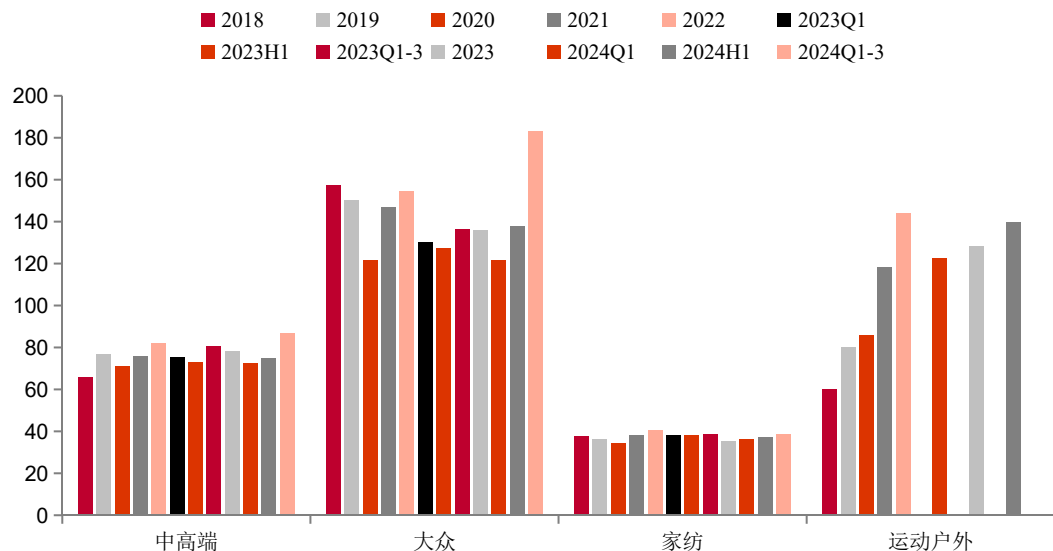
2019-2024Q1-3各板块分季度净利率



③运营端来看，年底库存整体略有增加，运动品牌库存折扣水平较为健康。2024年前三季度各板块存货规模较2023有略微提升，多数品牌主动备货，与双11大促提前以及春节开始较早有关。对应在折扣层面，品牌折扣率环比也有所改善，但Q4双11竞争加剧下有可能有所波动。

④渠道端来看，多数品牌仍选择的策略仍是优化渠道、提高店效。其中森马服饰逆势开店，积极变革，至Q3末净增加326家；海澜之家主品牌直营门店增加127家、加盟店减少231家，店铺数量增加主要是由于2024年4月收购斯博兹门店。

品牌服饰各板块存货规模（亿元）



截至报告期末线下门店总数

品牌	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024Q3
男装	海澜之家	7381	7652	8219	6877	7129
	比音勒芬	979	1100	1191	1255	1263
	报喜鸟	1633	796	804	817	807
大众	森马服饰	8725	8567	8140	7937	8140
	太平鸟	4616	5214	4671	3731	3476
中高端女装	地素时尚	1154	1199	1123	1037	-
	歌力思	550	550	613	652	658
	锦泓集团	1355	1429	1430	1296	1260
家纺	罗莱生活	2236	2481	2662	2730	2690
	富安娜	1254	1525	1470	1494	1531
	梦洁股份	2065	1609	1718	1585	1555

- 补贴范围持续扩大，提振龙头品牌销售业绩。**
  - ①线上补贴力度及范围有所扩大：双11期间仅限淘宝平台收货地址为上海的客群，补贴力度为15%，双11后淘宝收货地址扩大至全国内陆地区、京东也上线了面向全国的家纺国补活动，补贴力度达20%；
  - ②线下家纺补贴试点逐步增加中：继上海地区出台补贴政策后，厦门、南通、南京等地区亦先后增加了家纺用品补贴，其中上海/南通/南京补贴为力度15%，厦门20%。随着补贴活动力度及区域的扩大，以及寒潮来袭下保暖需求提升，有望提振终端零售表现。家纺龙头拥有更强的产品力及品牌力，作为补贴首选有望充分受益，预期品牌Q4销售流水将有一定改善。

政策发布时间	补贴部门	补贴金额	政策内容/参与规则
线下			
10.24	上海市	上海政府	补贴15% 单件≤2000
10.30	厦门市	厦门政府	补贴20% 单笔≤2000 单人≤20000
11.02	吉林省	吉林政府	补贴15% 单笔≤2000 单人≤15000
11.26	江苏省	南通政府	补贴15% 单户≤3000
线上			
10.24	淘宝	上海政府	补贴15% 单件≤2000
10.30	京东	厦门政府	补贴15% 单件≤2000
10.24	拼多多	上海政府	补贴≤20% 单件≤2000
10.15	唯品会	陕西政府	补贴15-20% 单件≤2000
12.04	淘宝、天猫	南通政府	每人补贴≤15% 单人≤3000

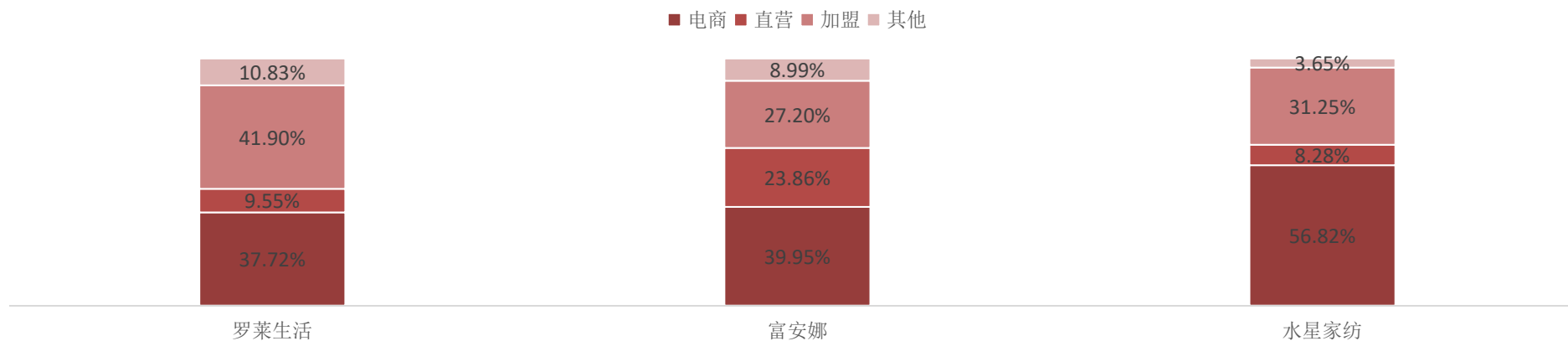
数据来源：央视新闻，新闻晨报，吉林政府信息公开专栏，京东APP，唯品会APP，云闪付APP，华商网，台海网等等，Wind，中泰证券研究所

2024年，家纺龙头在Q1实现平稳增长，Q2、Q3受消费大环境影响，终端销售承压。近期财政部2025年要实施更加积极的财政政策，预计明年财政政策将进一步加大支持耐用消费品以旧换新力度，家纺补贴有望持续进行。考虑到发放补贴的一二线城市线下直营店居多，线上补贴品牌基本为头部品牌，我们预计短期内有利于行业龙头份额有望提升，建议关注主打性价比、线上占比最高的水星家纺、直营占比高的富安娜以及在华东区域的家纺龙头罗莱生活。

## 家纺品牌单季度收入增速与利润增速

	收入同比增速 (%)						归母净利润同比增速 (%)							
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
罗莱生活	-3.62%	11.02%	-2.81%	-2.23%	-12.24%	-16.33%	-15.67%	11.14%	69.26%	-22.20%	-14.12%	-49.75%	-35.77%	-21.68%
富安娜	-7.57%	-1.88%	0.88%	0.69%	5.18%	0.58%	-11.27%	5.28%	2.28%	9.17%	9.60%	9.90%	-11.36%	-40.92%
水星家纺	1.45%	17.01%	11.93%	24.96%	11.86%	-8.92%	-8.41%	-1.22%	286.60%	9.01%	32.66%	11.16%	-38.36%	-22.33%

## 2023年罗莱生活、富安娜、水星家纺各销售渠道营业收入占比



运动户外逆势高增，需求分化明显。2024双十一期间，运动户外表现亮眼。体育用品和服装在全网GMV约为420亿元，年增长率约为20%，运动和户外行业的年增长率达到18.6%。户外品牌爆发式增长，开卖一小时内就有12个户外运动品牌销售额破亿元，包括安踏、李宁、骆驼等本土品牌，以及耐克、阿迪达斯、Lululemon等海外品牌。在天猫双11运动户外排行榜上，耐克、斐乐、阿迪达斯位居前三。运动品牌榜中，阿迪达斯跃升为第3名，迪桑特从去年第12名提升至第9名，跻身Top10。户外品牌榜中，骆驼、北面、伯希和位居前三。

天猫双11运动品牌销售榜

	2023	2024	排名变化
1	Nike	Nike	持平
2	FILA	FILA	持平
3	安踏	Adidas	上升1名
4	Adidas	李宁	上升1名
5	李宁	安踏	下降2名
6	New Balance	lululemon	上升2名
7	JORDAN	New Balance	下降1名
8	lululemon	JORDAN	下降1名
9	Skechers	DESENTE	上升3名
10	特步	PUMA	上升1名

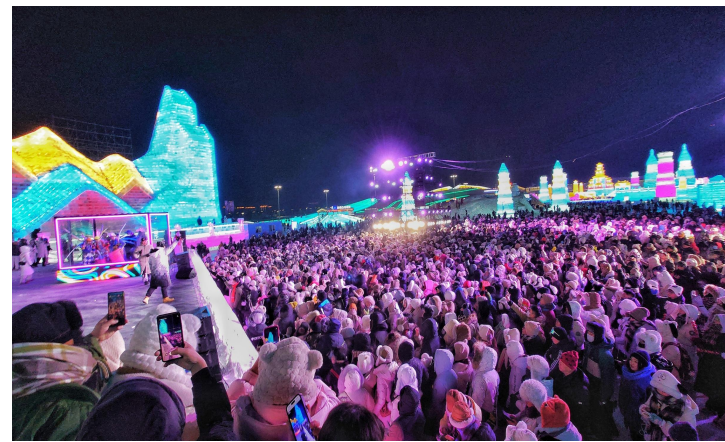
天猫双11户外品牌销售榜

	2023	2024	排名变化
1	骆驼	骆驼	持平
2	THE NORTH FACE	THE NORTH FACE	持平
3	KOLON SPORT	伯希和	上升1名
4	伯希和	KOLON SPORT	下降1名
5	Decathlon	Columbia	上升1名
6	Columbia	凯乐石	上升3名
7	ARC'TERYX	Decathlon	下降2名
8	Canada Goose	ARC'TERYX	下降1名
9	凯乐石	Canada Goose	下降1名
10	AIGLE	Nike	上升1名

近日政策明确提出积极发展冰雪经济：11月，《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》发布，推动冰雪产业成为扩大内需的新增长点。明确到2027年冰雪经济总规模达到1.2万亿元，到2030年冰雪经济总规模达到1.5万亿元。12月，《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》印发，主要内容包括：着力提升冰雪旅游品质、加快发展冰雪运动、发展冰雪文化产业、培育壮大冰雪装备等产业。

冰雪大世界火爆开园，积极关注冰雪经济相关产业链。12月21日，第二十六届哈尔滨冰雪大世界正式开园，首日开园入园游客达6.2万。据中国冰雪产业发展研究报告数据，2024年到2025年冰雪季，冰雪旅游人次或达5亿人次。2015年规模为2700亿，2023年达8900亿，2024年有望达9700亿，2025年将破万亿。随着参与冰雪旅游的人数增加，对户外防寒服装的需求也随之增长，户外及防寒类功能性服饰有望直接收益。

### 冰雪大世界盛况



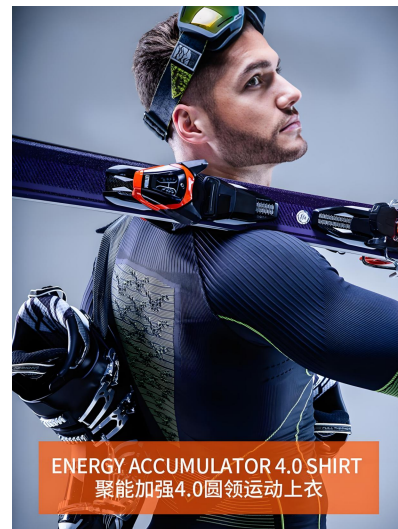
单品牌围绕主航道延伸圈层，或具备多品牌矩阵与运营能力、卡位高景气细分赛道的公司更有望兑现高于行业增长的 $\alpha$ 。

- 1) **安踏体育**：多品牌全渠道国产运动龙头，集团化能力突出，各品牌势能向上。2024年公司具有凸显韧性，安踏主品牌渠道改革成效显著，户外品牌保持高增，2025年核心关注Fila品牌势能回升及迪桑特、可隆、MAIA等新品牌发力。
- 2) **波司登**：羽绒服主航道2022年起发力轻薄羽，扩大覆盖人群及市场趋势；同时借助功能性品牌心智横向拓展防晒服品类、卡位高景气赛道，有望进一步激发渠道潜力并贡献增量。此外，公司与哈尔滨签署战略合作，打造“尔滨×波司登”联名品牌，拟投资10亿元在哈经开区建设产业基地，有望带动东北地区销售。
- 3) **三夫户外**：从户外零售转型品牌运营，收购X-BIONIC高端滑雪品牌，签约瑞典户外美学品牌HOUDINI、意大利登山鞋品牌CRISPI等多个优质品牌独家代理，收入快速成长中。自有品牌X-BIONIC21-23年收入0.9/1.3/2.1亿，同比+130%/37%/69%，24H1收入+39%；根据渠道调研HOUDINI25春夏订货同比+476%；CRISPI23年收入+97%，24H1收入+34%，下半年各品牌增长还在提速。

## “尔滨×波司登”联名款



## X-BIONIC



## HOUDINI



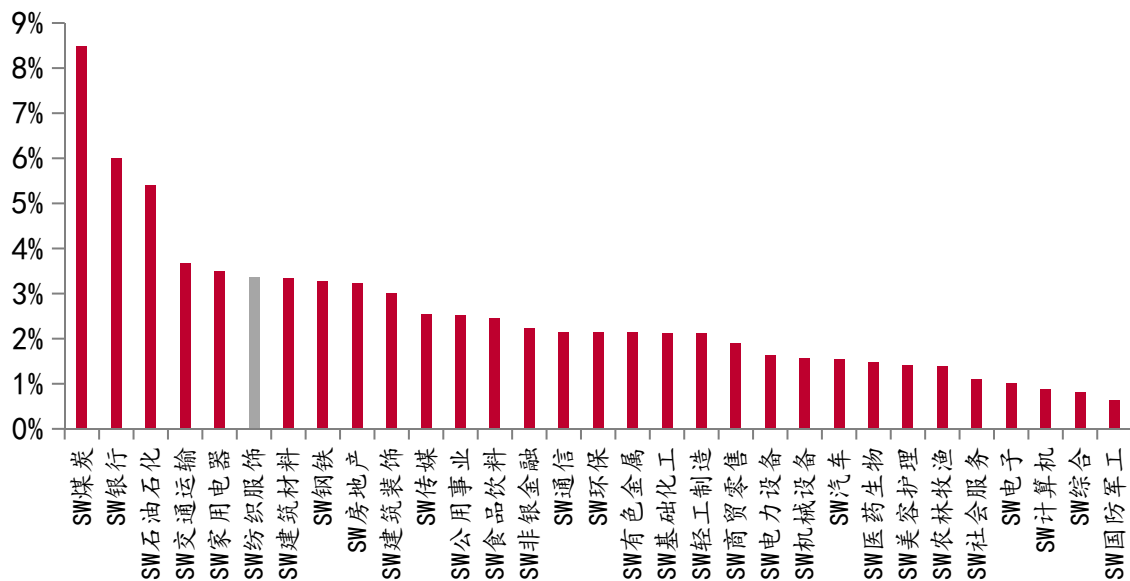
## CRISPI



## 主线3：持续关注盈利稳定、销售有望回暖的高股息标的

纺服板块股息率居行业前列，2025年有望延续。2023年服装家纺板块股息率为3.4%（其中服装家纺3.7%），居于行业前列，多只个股标的股息率表现亮眼：海澜之家（9.66%）、富安娜（6.99%）、地素时尚（6.44%）、雅戈尔（6.35%），未来有望延续。

### 纺织服装（SW分类）股息率居行业前列



### 纺织服装部分公司股息率变更

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
海澜之家	6.55%	4.83%	4.41%	8.79%	7.41%	9.66%	3.47%
富安娜	5.38%	5.38%	5.38%	6.45%	6.45%	6.99%	
地素时尚	16.10%	8.05%	6.44%	8.05%	5.64%	6.44%	
雅戈尔	6.35%	2.54%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	2.32%
爱慕股份	-	-	-	5.76%	6.17%	6.17%	
报喜鸟	2.38%	-	1.43%	10.00%	9.52%	5.95%	1.45%
汇洁股份	6.28%	5.58%	13.95%	-	6.97%	5.58%	
水星家纺	2.97%	5.93%	2.37%	2.97%	4.15%	5.34%	
比音勒芬	2.66%	2.66%	1.60%	1.60%	1.60%	5.32%	
牧高笛	3.00%	3.00%	3.00%	3.61%	4.81%	4.81%	

数据来源：Wind、中泰证券研究所

低估值+高股息+稳运营，关注海澜之家、比音勒芬、森马服饰。1) 海澜之家：①主品牌产品极具性价比，供应链效率及渠道模式优势突出，公司通过提升产品功能性、联名热门IP、调整产品结构等方式持续提升产品力。②新千店计划，加速进军地标性商业综合体提升品牌形象。③集团化发展战略初见成效，赋能主品牌电商、海外业务下增长较快，期待明年线下业务有所恢复；团购业务边际改善；子品牌进一步减亏；斯搏兹（持股51%）贡献投资收益，京东奥莱合作有序推进中，为公司注入新增长动力。在大众追求高性价比的趋势下，我们看好公司持续稳健运营，股息率及估值具备吸引力。2) 比音勒芬：专注于高端时尚运动服饰经营，持续完善品牌矩阵。主标、高尔夫、威尼斯狂欢节三个原有品牌定位高端、轻奢，扩大品牌影响力，在优质产品&品牌力加持下，主品牌单店店效稳步提升。另外收购通过国际品牌CERRUTI 1881及KENT & CURWEN布局重奢领域。KENT & CURWEN品牌的新品于2024年9月在英国伦敦时装周亮相，线下门店持续快速拓展，已在深圳、中国香港、重庆等地开出多家门店。公司成功构建多品牌运营矩阵，2023年发布的十年新战略以“十年营收增长十倍”为目标，预计到2033年集团营收将超过300亿。3) 森马服饰：Q4开局良好，2024年全年业绩有望改善。终端调研情况来看品牌Q4销售动销情况表现较好，受益于天气转冷与终端消费需求改善。公司积极改革下盈利能力改善明显，打通全渠道零售系统，实时监测销售、天气、库存等来调整销售策略，商品规划上通过减少sku提高快反比例来减轻库存压力，23Q1-24Q2毛利率同比持续为正。2024年逆势积极拓展线下门店，公司作为国内童装及休闲服饰龙头品牌，渠道的优化和扩张有望带来持续发展，此前公司发布股权激励目标24/25/26年净利润12/15/18亿，对应同比+18%/+25%/20%。

### 品牌单季度收入增速与利润增速

	收入同比增速 (%)							归母净利润同比增速 (%)						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海澜之家	9.02%	28.19%	5.07%	21.93%	8.72%	-5.88%	-11.01%	11.07%	58.47%	63.13%	23.20%	10.43%	-14.37%	-64.92%
比音勒芬	33.13%	28.20%	25.67%	22.58%	17.55%	15.02%	7.30%	41.36%	41.03%	32.17%	25.17%	20.43%	15.25%	0.55%
森马服饰	-9.29%	9.71%	1.11%	8.51%	4.57%	10.09%	3.16%	48.84%	扭亏	89.37%	-20.94%	11.26%	0.64%	-35.83%

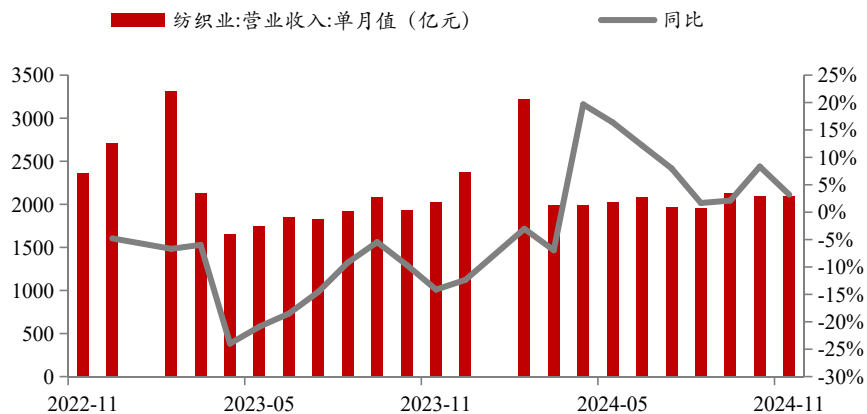


7

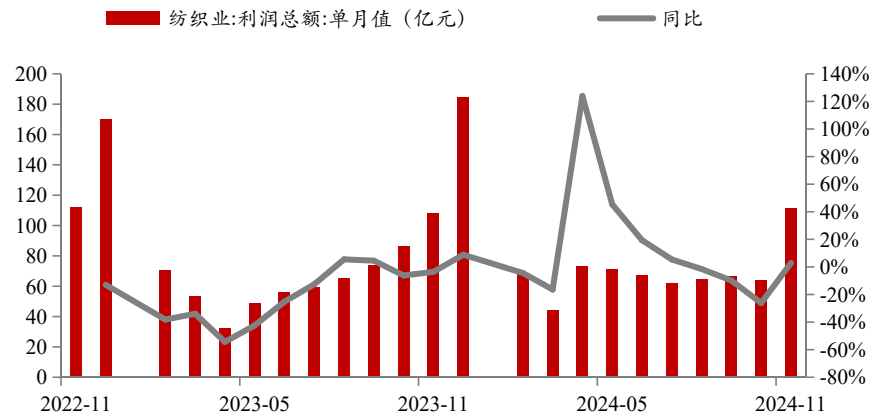
纺织制造：  
库存去化尾声，关注份额提升的  
细分龙头

年初以来纺服出口有所恢复，整体纺织业表现略好于服装服饰业。2024年1-11月，纺织服装、服饰业实现营业收入11378.2亿元，同比+4.7%；纺织服装、服饰业利润总额549.5亿元，同比+4.1%。2024年11月，纺织业实现营业收入1216.3亿元，同比+9.1%；纺织服装、服饰业实现营业收入88.7亿元，同比-3.8%。

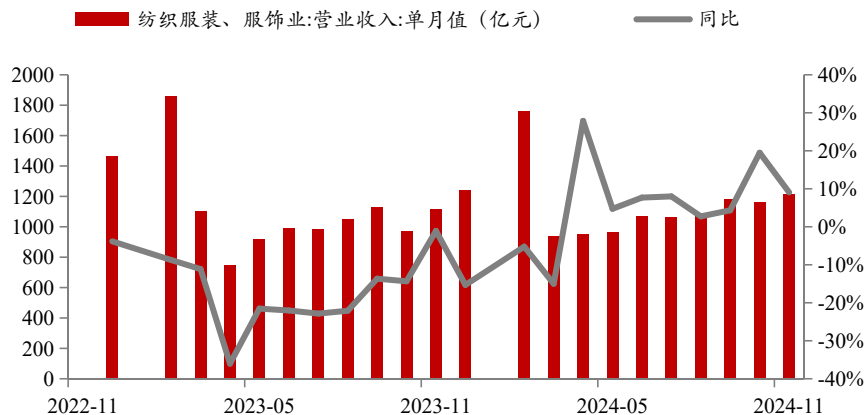
### 纺织业营业收入



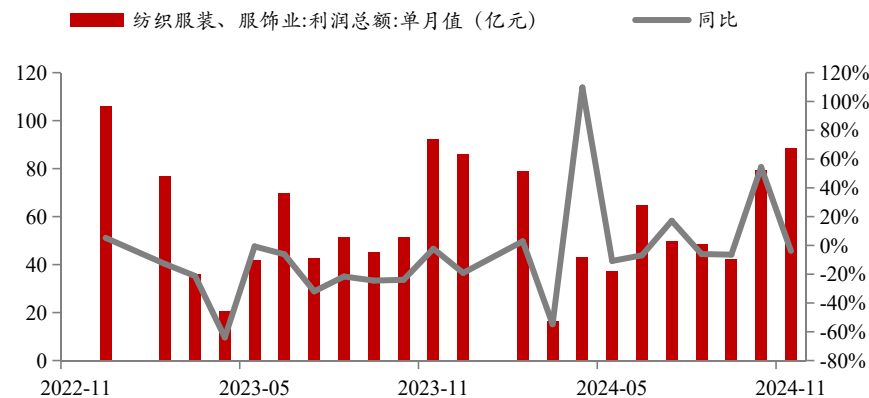
### 纺织业利润总额



### 服装服饰业营业收入



### 服装服饰业利润总额



海外去库进入尾声，运动户外相关产业链订单景气度较高，细分赛道龙头仍表现出较强alpha。其中台华新材、华利集团、伟星股份、健盛集团、富春染织单季度成长继续领跑，Q3单季度营收增速分别为33.9%/18.5%/19.3%/37.0%/19.3%。

单季度营业收入增速

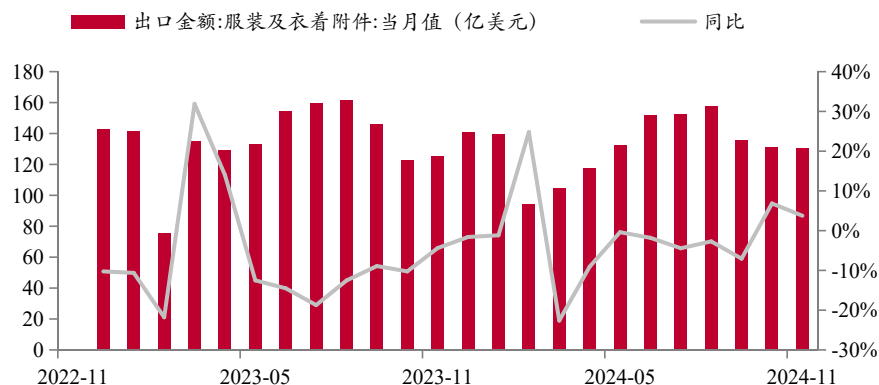
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
辅料	伟星股份	-3.6%	2.4%	8.7%	23.8%	14.8%	32.2%	19.3%
运动	华利集团	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	30.2%	20.8%	18.5%
新材料	台华新材	2.7%	11.2%	37.3%	57.9%	51.7%	58.7%	33.9%
	南山智尚	1.3%	-12.6%	-2.0%	6.3%	10.3%	4.1%	-2.6%
棉花	百隆东方	-24.8%	-12.8%	6.2%	44.4%	23.5%	24.3%	11.4%
	华孚时尚	9.3%	-26.6%	-30.8%	125.4%	-13.4%	-19.3%	-15.0%
	富春染织	-0.2%	11.5%	22.6%	18.4%	13.5%	28.3%	19.3%
	鲁泰A	-12.8%	-16.5%	-19.9%	-6.6%	0.3%	-1.0%	4.5%
	孚日股份	-5.8%	-1.5%	8.5%	6.8%	-1.0%	5.2%	-1.7%
	健盛集团	-6.6%	-15.4%	-2.2%	16.1%	10.4%	1.5%	37.0%
羊毛	新澳股份	9.4%	9.6%	18.3%	12.5%	12.5%	8.4%	10.5%
牛皮	兴业科技	79.0%	52.1%	12.8%	29.2%	28.6%	-9.2%	1.1%

单季度归母净利润增速

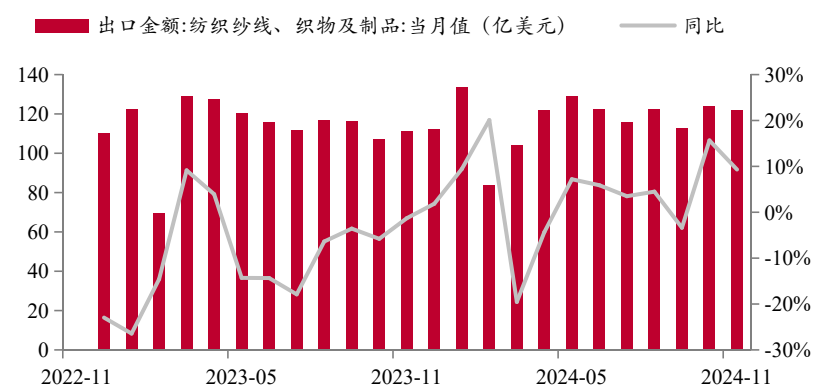
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
辅料	伟星股份	-17.7%	0.6%	10.6%	182.1%	45.2%	36.2%	-9.9%
运动	华利集团	-25.8%	6.7%	-5.9%	16.7%	63.7%	11.9%	16.1%
新材料	台华新材	-35.1%	-12.9%	148.6%	527.2%	101.1%	152.4%	35.3%
	南山智尚	13.4%	9.1%	17.4%	2.6%	15.4%	0.2%	-1.0%
棉花	百隆东方	-75.6%	-56.2%	7.0%	-109.3%	-4.5%	-19.3%	-35.7%
	华孚时尚	-65.4%	-79.3%	-56.1%	97.2%	-74.0%	6.4%	-15.9%
	富春染织	-13.1%	-78.1%	39.7%	42.5%	30.1%	164.3%	-29.5%
	鲁泰A	-39.9%	-46.3%	-62.4%	-74.5%	-28.7%	-19.5%	4.3%
	孚日股份	-53.2%	-17.8%	127.8%	258.9%	263.1%	29.1%	-3.6%
	健盛集团	-53.0%	-19.6%	-4.5%	1118.1%	112.1%	-1.8%	27.0%
羊毛	新澳股份	21.2%	-2.1%	1.0%	2.3%	6.6%	3.4%	7.8%
牛皮	兴业科技	629.6%	35.7%	0.5%	-32.3%	22.0%	-65.1%	-34.9%

出口：下游补库进入尾声，纱线景气度优于成衣。1-11月我国服装及衣着累计出口2730亿美元，同比-2.5%；纺织纱线、织物及制品累计出口1290亿美元，同比+3.4%。趋势上看，出口需求持续改善中。越南出口方面，纺织品出口整体呈边际逐步改善趋势，鞋类改善趋势尚不明确。1-11月越南纺织品累计出口336.51亿美元，同比+7.4%，鞋类累计出口207.59亿美元，同比+11.2%。

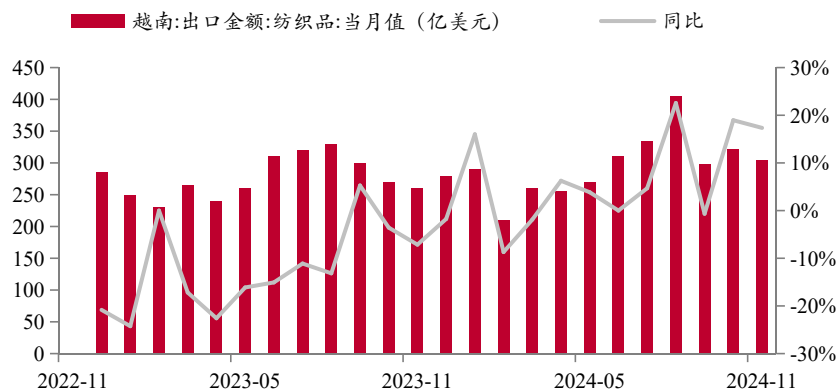
### 我国服装及衣着附件出口情况



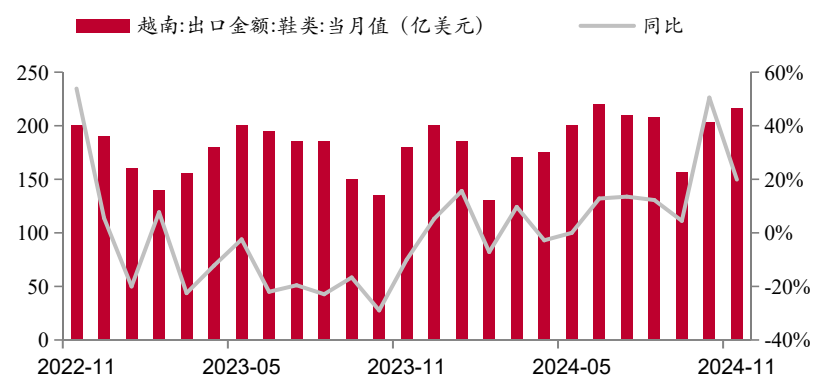
### 我国纺织纱线、织物及制品出口情况



### 越南纺织品出口情况



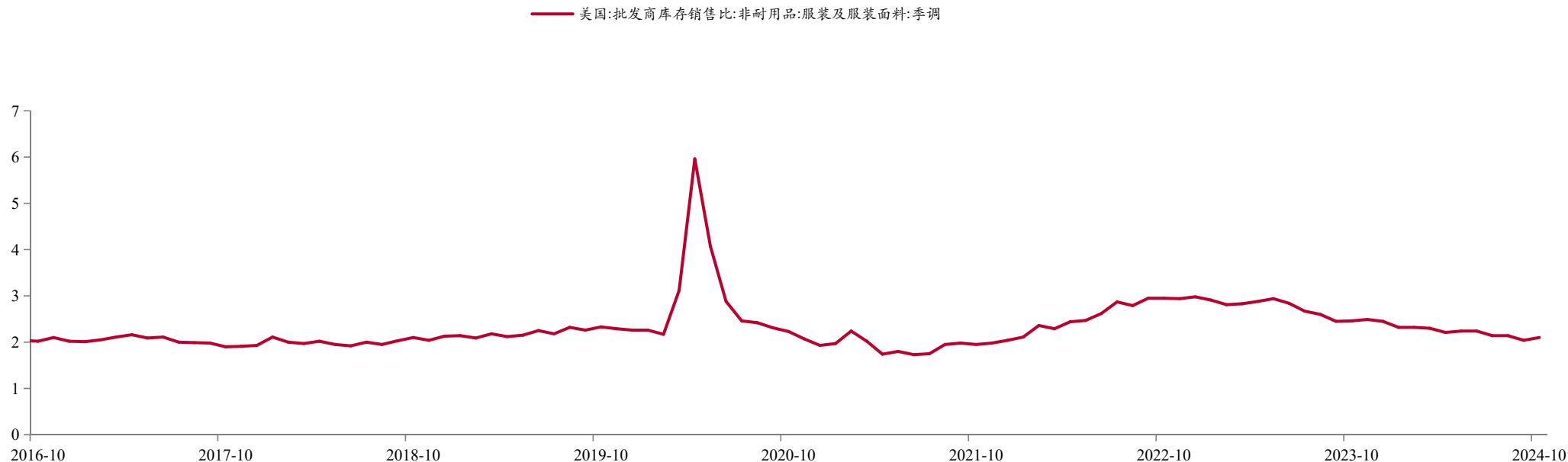
### 越南鞋类出口情况



库存：海外库存逐步消化，25年库存水平有望进入合理区间。

1) 美国批发商库销比回落至健康水平：22H2-23H1美国服装类批发商库销比达到历史高位（剔除20年异常值），23H2库销比持续回落，稳定在正常区间。截至24年10月服装类批发商库销比为2.1，2015-2019年期间该值波动范围为1.92-2.30，

## 美国服装类批发商库销比逐步回落



2) 海外龙头品牌库存去化基本结束，库销比回落至正常区间。头部品牌存货在22Q3/Q4触顶，到23Q4逐渐去库结束，恢复正常采购节奏。截至24Q3财报，Nike较今年往季有所提高，Adidas库销比基本回落至正常区间。展望明年，大部分海外龙头对规模增长要求仍在高单到低双位数水平，例如Adidas（最新财年收入指引+12%）、Lululemon（最新财年收入指引+8-9%）、亚玛芬（最新财年收入指引+16-17%）等细分领域龙头持续领跑。

## 海外服饰品牌库存情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>Nike</b>	百万美元										
主营业务收入	10,871	12,234	12,687	13,315	12,390	12,825	12,939	13,388	12,429	12,606	11,589
存货	7,700	8,420	9,662	9,326	8,905	8,454	8,698	7,979	7,726	7,519	8,253
存货/收入	71%	69%	76%	70%	72%	66%	67%	60%	62%	60%	71%
<b>Adidas</b>	百万美元										
主营业务收入	5,917	5,844	6,308	5,548	5,752	5,825	6,337	5,338	5,905	6,259	7,191
存货	5,069	5,726	6,217	6,366	6,189	6,039	5,123	5,021	4,790	4,885	5,053
存货/收入	86%	98%	99%	115%	108%	104%	81%	94%	81%	78%	70%
<b>Lululemon</b>	百万美元										
主营业务收入	1,613	1,868	1,857	2,772	2,001	2,209	2,204	3,205	2,209	2,371	2,397
存货	1,275	1,462	1,742	1,447	1,580	1,661	1,664	1,324	1,345	1,429	1,801
存货/收入	79%	78%	94%	52%	79%	75%	75%	41%	61%	60%	75%
<b>Puma</b>	百万欧元										
主营业务收入	1,912	2,002	2,354	2,197	2,188	2,121	2,311	1,982	2,102	2,117	
存货	1,618	1,984	2,350	2,245	2,147	2,146	1,874	1,804	1,786	1,961	
存货/收入	85%	99%	100%	102%	98%	101%	81%	91%	85%	93%	
<b>迅销</b>	亿日元										
主营业务收入	5,916	5,461	5,360	7,164	7,510	6,762	6,231	8,125	7,894	7,710	7,335
存货	3,503	3,517	4,859	5,703	4,377	3,874	4,493	4,857	4,144	4,048	4,745
存货/收入	59%	64%	91%	80%	58%	57%	72%	60%	52%	53%	65%
<b>GAP</b>	百万美元										
主营业务收入	3,477	3,857	4,039	4,243	3,276	3,548	3,767	4,298	3,388	3,720	3,829
存货	3,169	3,135	3,043	2,389	2,299	2,226	2,377	1,995	1,952	2,107	2,331
存货/收入	91%	81%	75%	56%	70%	63%	63%	46%	58%	57%	61%

3) 中国台湾鞋服制造商龙头裕元、儒鸿出货改善。今年以来，中国台湾主要鞋服制造商月度销售同比有所改善，截至11月大部分实现销售转正，但钰齐销售同比仍然为负。龙头裕元、儒鸿单月数据来看，23Q4开始订单修复，在24年7-10月也继续维持高景气。

**中国台湾鞋服制造商月度销售营收同比**

	裕元	儒鸿	丰泰	钰齐	志强	聚阳	广越
2023年1月	-25%	-43%	-15%	4%	-13%	-16%	-12%
2023年2月	-6%	-28%	0%	34%	-22%	4%	-15%
2023年3月	-21%	-36%	-22%	1%	-1%	9%	-12%
2023年4月	-25%	-31%	-16%	8%	5%	-9%	-8%
2023年5月	-11%	-25%	-18%	-15%	-22%	-3%	-4%
2023年6月	-24%	-34%	-14%	-52%	-36%	7%	-5%
2023年7月	-24%	-26%	-8%	-18%	-45%	-20%	-8%
2023年8月	-20%	-31%	-3%	-63%	-48%	7%	-9%
2023年9月	-29%	-18%	-22%	-66%	-37%	15%	-11%
2023年10月	-17%	27%	-6%	-40%	-34%	2%	-12%
2023年11月	-10%	8%	4%	-33%	-5%	-2%	-48%
2023年12月	-2%	2%	-2%	-49%	-1%	31%	-48%
2024年1月	13%	25%	16%	-13%	6%	15%	-11%
2024年2月	-12%	9%	-8%	-40%	15%	3%	-6%
2024年3月	0%	18%	11%	-47%	19%	12%	-15%
2024年4月	3%	13%	4%	-44%	16%	6%	-23%
2024年5月	8%	28%	17%	-38%	21%	17%	-16%
2024年6月	3%	27%	1%	-31%	24%	-2%	-4%
2024年7月	22%	9%	3%	-28%	26%	3%	6%
2024年8月	21%	37%	-8%	-25%	30%	17%	7%
2024年9月	27%	34%	1%	-23%	30%	18%	-10%
2024年10月	21%	16%	-10%	-20%	34%	7%	10%
2024年11月	17%	-4%	11%	-19%	31%	7%	46%
趋势							

## 制造端：海外产能扩张进程持续，关税增加或对利润产生一定影响

特朗普“关税2.0”政策短期或将小幅影响国内工厂盈利能力，长期来看推动海外产能布局进程。2024年11月26日，特朗普宣布将对进口自中国的所有商品征收10%的关税，远低于之前预期的60%。华利集团海外布局最为领先：华利集团产能主要集中于越南。2024年上半年，公司在越南的两家新建工厂、印度尼西亚一家新建成品鞋工厂已开始投产。2024年下半年，公司将继续在印尼和越南扩建或新建工厂。申洲国际截至24H1海外产能占比约53%，集团位于柬埔寨的新成衣工厂员工人数已达到约18,000人，生产效率持续提升。百隆东方截至24年H1越南产能占比70%，越南百隆工厂产能有40万锭的增量计划，共涉及5个车间，平均每个车间约8万锭产能。新澳股份除收购的邓肯所拥有的英国工厂外，目前正在建设越南5万锭的高档精纺生态纱纺织染整项目。健盛集团2024年4月公司股东大会通过了在越南南定省投资建设年产6,500万双中高档棉袜、2,000吨氨纶橡胶筋线、18,000吨纱线染色生产项目的议案。鲁泰A截至24H1面料、服装海外产能占比分别为26%、69%，其中面料海外产能主要分布于越南，服装海外产能主要分布于越南、柬埔寨和缅甸。伟星股份截至24H1海外产能占比约17.93%，目前海外产能主要布局在孟加拉国，公司越南工业园的建成投产。

### 主要纺织制造公司海外产能建设情况

公司	海外产能占比	海外产能分布	海外产能建设情况
华利集团	接近100% (97.3%)	越南、印尼	印尼两期工厂预计产能合计5000-6000万双/年，分期建设、分期投放。公司成品鞋制造工厂均位于境外，主要分布在越南北部和中部。2024年上半年，公司在越南的两家新建工厂（分别是一家成品鞋工厂和一家鞋材工厂）、印度尼西亚一家新建成品鞋工厂已开始投产。2024年下半年，公司将继续在印尼新建工厂，继续在越南扩建或新建工厂。
申洲国际	占比53%	越南、柬埔寨	2024年H1，集团获得了越南西宁省的土地使用权和污水排放权，计划进一步扩大面料产能；集团位于柬埔寨的新成衣工厂员工人数已达到约18,000人，生产效率持续提升。集团还计划在越南增加色纱、织带等辅助工序的配套。
百隆东方	公司约70%的产能位于越南	越南	2024年越南百隆工厂产能有40万锭的增量计划，共涉及5个车间，平均每个车间约8万锭产能。截至2024年6月，3个车间尚未投产，第一个车间设备等已基本到位。
健盛集团		越南	2024年4月8日，公司股东大会通过了在越南南定省投资建设年产6,500万双中高档棉袜、2,000吨氨纶橡胶筋线、18,000吨纱线染色生产项目的议案。
新澳股份		英国（邓肯）、越南（在建）	“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”按计划稳步推进，项目一期 2 万锭预计今年年底至 2025 年建设完成并陆续投产。
鲁泰A	2024H1：面料26%服装69%	越南、柬埔寨、缅甸	年产 3,500 万米高档功能性面料的“功能性面料智慧生态园区项目（一期）”及“海外高档面料产品线项目（一期）”正在建设中。
伟星股份	24H1占比17.93%	孟加拉国、越南（在建）	公司越南工业园的建成投产，2024年上半年订单增长明显，产能利用率实现较大提升。

## 投资建议：重点关注台华新材、华利集团、南山智尚

整体来看，今年制造端国内需求相对疲软，海外去库进入尾声，出口订单有所修复；明年来看，连续政策刺激下终端消费有望回暖，海外订单预计持续向好，建议关注两条主线。主线一：需求稳中有升，自身alpha明显、市占率持续提升的龙头标的，推荐差异化锦纶长丝、再生丝产能投产驱动业绩进入高增期的【台华新材】；2) 精纺呢绒传统主业稳定增长、超高分子盈利能力有望修复、布局新业务锦纶长丝产能顺利投产的【南山智尚】，全球毛精纺纱龙头、海外布局进展顺利、有望受益于行业增长与集中度提高的【新澳股份】。主线二：建议低位关注估值性价比突显的龙头制造商，运动鞋制造龙头【华利集团】、全球辅料制造龙头【伟星股份】，关注【申洲国际】。



8

# 风险提示

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨风险

- 板块企业盈利能力与上游原材料价格关联较为密切，若原材料价格出现大幅上涨，可能导致企业成本承压并对业绩造成影响。

### 宏观经济波动风险

- 宏观经济与板块子行业需求联动性较高，若宏观经济出现波动，可能影响行业需求。

### 研报使用信息更新不及时风险

- 文中使用信息数据存在未能及时更新的风险，所得出结论基于文中已有数据，仅供投资者参考。

### 测算与实际偏差风险

- 文中各种测算基于一定前提假设，存在前提假设不达预期导致测算结果偏离真实情况的风险，测算结果仅供参考。

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。