

行业研究 | 行业深度研究 | 轻工制造

竞争格局改善，龙头顺势而为——轻工制造行业 2025 年度投资策略



报告要点

2024 年轻工制造板块整体表现弱于大盘，相对收益为-15.41%，细分赛道来看，日用消费及出口链板块上半年表现强劲，但呈前强后弱趋势；大部分板块基本面逐步筑底，Q4 政策及格局利好下转机已现；家居看好以旧换新政策延续及地产企稳带来基本面改善；造纸短期供需结构改善，顺周期拐点来临时看好龙头表现；金属包装整合加速，二片罐盈利修复可期；日用消费国货龙头持续产品升级和渠道拓展，关注 2025 年线下渠道表现。综上，我们看好 Q4 短期业绩修复及长期差异化布局企业的发展前景，维持行业“强于大市”评级。

分析师及联系人



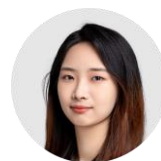
管泉森



孙珊



戚志圣



康璇

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003 SAC: S0590523120002



童苇航

轻工制造

竞争格局改善，龙头顺势而为——轻工制造行业 2025 年度投资策略

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《轻工制造：以史为鉴，基于股价复盘看本轮家居如何演绎？》2024. 11. 27
- 2、《轻工制造：收储加速以旧换新扩容，关注家居龙头》2024. 11. 10



扫码查看更多

➤ 行业整体：跑输大盘，估值位于中枢以下

截至 2024 年 12 月 5 日，轻工制造板块年初至今下跌 1.11%，在 31 个申万一级行业中排名第 26 位，相对沪深 300 指数收益为-15.41%；细分赛道层面，日用消费及出口链板块上半年走势较为强劲，但下半年行情略有放缓。当前轻工行业整体公募持仓处于低位区域，申万指数 PE 为 26.15X，处于近 10 年 44.39%分位水平。

➤ 家居：以旧换新效果显著，集中度有望提升

2024 年家居板块第一阶段行情集中在上半年，其中 Q1 基本面仍具韧性，且政策博弈情绪较强；第二阶段集中在 9-11 月，央行政策和家居以旧换新落地带动估值修复。我们预计 2025 年家居以旧换新政策有望持续，渠道能力强的头部公司或更受益，同时期待地产企稳背景下家居基本面回暖以及收储订单所带来的需求新增量。

➤ 出口链：产能转移应对冲击，探寻差异化布局

2024 年 TEMU 等新兴跨境电商平台为出海供货商和服务商创造增量需求，功能沙发等品类开启补库周期，床垫北美地区逐渐恢复，两轮车出海也实现高增；下半年受制于海运费高涨和汇兑压力，企业业绩承压。特朗普胜选后关税政策不确定性增强，出口链股价迅速下跌，预计 Q4 盈利端将有所修复；中长期差异化布局企业及欧美本土非成熟产业链品类关税加征比例或小于预期，有望成为出口新增长点。

➤ 造纸：短期供需结构改善，中期关注消费复苏

成本端，受新增产能影响，木浆价格于今年 5 月下旬开始回落，后续或保持低位震荡，明年整体相较今年将有所改善。供给端，白纸受晨鸣纸业停机影响，短期供需关系改善，纸价触底反弹；黑纸受益于消费刺激政策，纸厂库存快速下降，目前依然有提价空间。造纸作为顺周期品种，持续关注消费刺激政策对需求端的提振。

➤ 包装：金属包装整合加速，纸包需求有望改善

金属包装：奥瑞金收购中粮包装事件，交易项下要约的各项先决条件均已达成。行业进一步加速整合，有望提升龙头公司对下游客户议价能力，改善产业链价值分配。纸包装：成本端，中期来看白卡纸产能过剩状态仍未改善，2025 年白卡纸价格或维持低位；需求端，3C 以旧换新有望扩展至更多省市，下游需求改善可期。

➤ 日用消费：国货品牌势能向上，份额有望持续提升

2024 年消费需求整体偏弱，国货龙头通过产品升级，形成差异化竞争优势；同时兴趣电商等新兴渠道赋能国货品牌，给予其弯道超车的机会。展望 2025 年，细分赛道龙头品牌势能向上，业绩兑现节奏可能超出市场预期，带来结构性投资机会。

➤ 格局改善，顺势而为，维持行业“强于大市”评级

2024 年轻工板块前强后弱，基本面逐渐筑底，但 Q4 政策及格局利好下转机已现，家居看好以旧换新政策延续及地产企稳带来基本面改善，建议关注慕思、顾家、欧派、索菲亚等；出口链看好短期业绩修复和长期差异化布局，建议关注恒林、乐歌等大促利好的低估值出口企业而非对美出口标的；造纸作为顺周期行业，拐点来临时龙头优势明显，建议关注太阳纸业；包装建议关注格局改善的金属包装龙头和受益于 3C 电子补贴的裕同科技；日用消费建议关注百亚、登康等优选赛道龙头。

风险提示：消费意愿不及预期；海外经营环境和政策风险；原材料大幅上涨；汇率波动风险。

正文目录

1.	2024年初至今轻工板块基本面及行情回顾	5
1.1	表现弱于大盘，估值处于近十年44%分位数	5
1.2	2024Q3重仓比例0.82%，环比下滑0.01pct	7
2.	家居：以旧换新效果显著，集中度有望提升	9
2.1	回顾：政策情绪博弈，家居以旧换新	9
2.2	展望：看好地产企稳+以旧换新持续	14
3.	出口链：产能迁移应对冲击，探寻差异化布局	16
3.1	回顾：补库+跨境提振出口，下半年增速放缓	16
3.2	展望：Q4业绩或将回暖，长期寻差异化布局	19
4.	造纸：短期供需结构改善，中期关注消费复苏	20
4.1	回顾：纸价见底，行业盈利逐步修复	20
4.2	展望：短期纸价触底反弹，优选弹性品种	23
5.	包装：金属包装整合加速，纸包需求有望改善	24
5.1	金属包装：行业整合加速，二片罐盈利修复可期	25
5.2	纸包装：成本或维持低位，3C需求有望改善	26
6.	日用消费品：关注国货龙头产品升级&渠道拓展	27
6.1	百亚股份：产品结构优化，电商外围渠道高增	29
6.2	登康口腔：深耕抗敏感领域，产品渠道齐头并进	30
7.	格局改善，顺势而为，维持行业“强于大市”评级	32
7.1	家居：看好以旧换新带动龙头份额提升	32
7.2	出口链：看好短期业绩修复和长期差异化布局	33
7.3	造纸：行业拐点来临，优先布局造纸龙头	33
7.4	包装：关注金属包装整合，纸包装景气度改善	33
7.5	日用消费：优选细分赛道龙头	34
8.	风险提示	34

图表目录

图表 1:	轻工制造板块年初至今累计收益排名第26位	5
图表 2:	年初至今包装、娱乐用品、家居出口板块表现强势	5
图表 3:	轻工板块相对沪深300收益为-15.41%	6
图表 4:	2024年初至今涨幅居前个股	6
图表 5:	轻工板块主要上市公司经营数据及年初至今累计收益一览	6
图表 6:	2024Q3轻工基金重仓环比-0.01pct至0.82%	7
图表 7:	2024Q3轻工子行业基金重仓市值占比变动	7
图表 8:	2024Q3末轻工板块基金重仓市值前15名标的一览	7
图表 9:	主要轻工企业的陆港通持股比例变动	8
图表 10:	主要家居企业北上资金持股比例变动情况	8
图表 11:	主要造纸企业北上资金持股比例变动情况	8
图表 12:	主要包装印刷企业北上资金持股比例变动	9
图表 13:	主要文娱用品企业北上资金持股比例变动	9

图表 14:	2023 年至今家居板块估值 (PE-TTM) 变动 (倍)	10
图表 15:	当前家居 PE 分位数水平仍处于低位, 股息率 3% 左右	10
图表 16:	2024 年新开工/竣工/销售端承压明显	11
图表 17:	2024 年房地产开发投资额降幅收窄 (亿元)	11
图表 18:	2024 年初国家政策大力强调消费品以旧换新	11
图表 19:	各省级行政区颁布以旧换新细则品类扩充广泛	13
图表 20:	10-11 月定制补贴政策加力跟踪举例	14
图表 21:	近期新房及二手房成交数据同环比均有所回暖 (截至 2024W46)	15
图表 22:	2024 年上半年轻工出口高增, 下半年增速放缓	17
图表 23:	美国零售商库销比上行, 制造、批发商库销比维持相对稳定	18
图表 24:	美国成屋销量与 30 年期抵押贷款固定利率成反比	18
图表 25:	美联储 FOMC 利率预测点阵图 (2024.09 预测)	18
图表 26:	美国成屋销量同环比转正, 期待降息周期下购买需求的改善	19
图表 27:	国内木浆价格走势 (元/吨)	21
图表 28:	外盘木浆价格走势 (元/吨)	21
图表 29:	中国造纸及纸制品业固定资产投资完成额依然处于较高水平	21
图表 30:	国内双胶纸价格走势 (元/吨)	22
图表 31:	国内白卡纸价格走势 (元/吨)	22
图表 32:	国内箱板纸价格走势 (元/吨)	23
图表 33:	国内瓦楞纸价格走势 (元/吨)	23
图表 34:	晨鸣纸业双胶纸产能在行业中占比较高	23
图表 35:	晨鸣纸业白卡纸产能在行业中占比低于文化纸	23
图表 36:	箱板瓦楞纸终端需求以消费行业为主	24
图表 37:	年初以来铝锭价格维持高位震荡 (元/吨)	25
图表 38:	铝锭价格处于 91.83% 历史分位点 (元/吨)	25
图表 39:	年初以来马口铁价格整体持续下行 (元/吨)	25
图表 40:	马口铁价格处于 28.81% 历史分位点 (元/吨)	25
图表 41:	中粮包装收购事件梳理	26
图表 42:	当前白卡纸价格处于历史低位	26
图表 43:	以旧换新品种和规模有望扩大	27
图表 44:	社会消费品累计零售额及同比	28
图表 45:	日用品类累计零售额及同比	28
图表 46:	文化办公用品累计零售额及同比	28
图表 47:	家具累计零售额及同比	28
图表 48:	公司 2024 年 5 月推出益生菌 PRO+ 系列	29
图表 49:	新品 PRO+ 主打 5 倍益生菌、3 个月改善菌群	29
图表 50:	2024Q1-3 公司营收 23.25 亿元, 同比+57.51%	30
图表 51:	公司线上、外围省份加速开拓	30
图表 52:	2022~2024 上半年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化	30
图表 53:	冷酸灵成人牙膏主要产品系列	31
图表 54:	2024H1 牙膏行业主要厂商线下渠道销售额份额	32
图表 55:	2019-2024H1 登康口腔收入渠道结构	32

1. 2024 年初至今轻工板块基本面及行情回顾

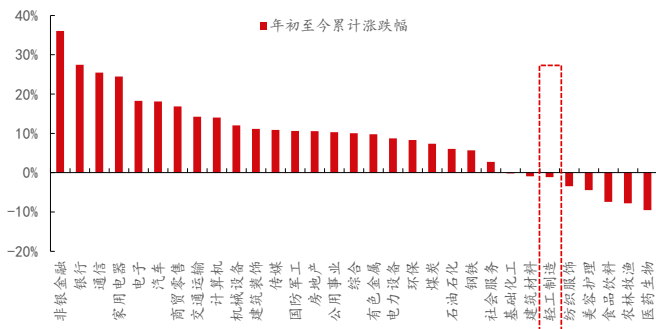
1.1 表现弱于大盘，估值处于近十年 44%分位数

截至 2024 年 12 月 5 日，轻工制造板块年初至今下跌 1.11%(总市值加权平均)，在 31 个申万一级行业中排名第 26 位。轻工制造申万指数整体表现弱于沪深 300 指数，相对收益为-15.41%，细分板块中，家居用品/造纸/文娱用品/包装印刷相对沪深 300 收益分别为-18.82%/-13.92%/-8.57%/-15.66%。当前申万轻工制造指数 PE (TTM) 估值为 26.15X，处于近 10 年 44.39%分位数。

细分赛道来看，日用消费及出口链板块在上半年表现强劲：嘉益股份等公司受益于 PMI、YETI 等下游大客户旺盛需求，规模得到迅速扩张；TikTok Shop、TEMU 等新兴跨境电商平台带来新机遇，为出海供货商和服务商创造增量需求；功能沙发等品类开启补库周期，北美地区床垫销额逐渐恢复，两轮车出海也实现高增，高尔夫球车等品类异军突起，自 5 月起出口额均实现高双位数增长。中期红海及关税因素扰动海运费用上行，汇兑高基数也影响业绩表现，跨境电商及 CIF 模式出海公司利润承压明显，零售商库销比提升，出口增速放缓。

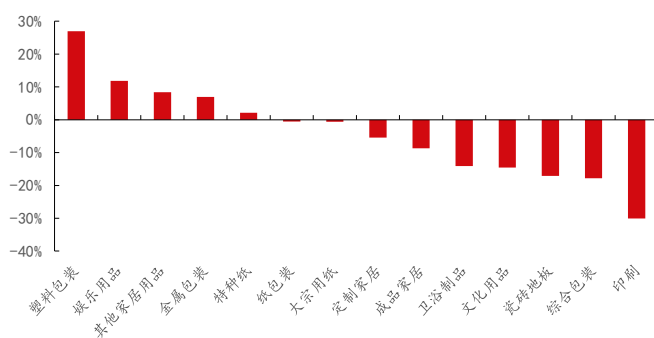
日用消费板块，自由点、冷酸灵等部分国牌日用消费品借助内容电商实现弯道超车，在经济放缓背景下自主品牌通过产品升级仍实现量价齐升。其中百亚股份益生菌系列大单品促进电商持续增长的同时拓展外围市场，2024 年 5 月推出 Pro 2.0 系列，实现收入利润高增，成为日用消费板块领头羊；登康口腔以下沉渠道和冷酸灵品牌知名度为根基，近年来通过抖音兴趣电商推出抗敏感等升级品类，实现电商高速增长。

图表1：轻工制造板块年初至今累计收益排名第 26 位



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表2：年初至今包装、娱乐用品、家居出口板块表现强势

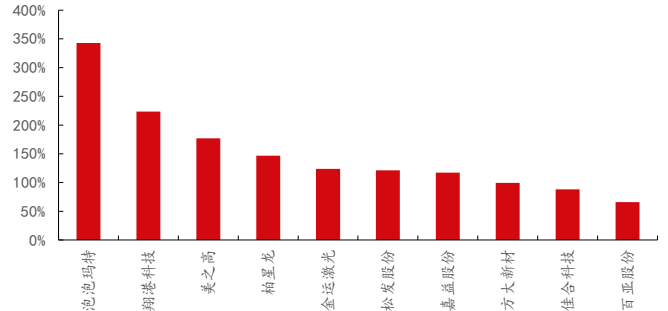


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表3: 轻工板块相对沪深300收益为-15.41%

指数	年初至今收益	相对沪深300收益
包装印刷	-1.36%	-15.66%
家居用品	-4.53%	-18.82%
造纸	0.38%	-13.92%
文娱用品	5.72%	-8.57%
轻工制造	-1.11%	-15.41%
沪深300	14.30%	-
上证指数	13.24%	-

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表4: 2024年初至今涨幅居前个股


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表5: 轻工板块主要上市公司经营数据及年初至今累计收益一览

板块	公司	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				年初至今累计收益
		2024Q1-3	同比	2023	同比	2024Q1-3	同比	2023	同比	
家居	欧派家居	138.79	-16.21%	227.82	1.35%	20.31	-12.08%	30.36	12.92%	3.56%
	索菲亚	76.56	-6.64%	116.66	3.95%	9.22	-3.24%	18.51%	10.78%	
	金牌厨柜	24.16	-5.15%	36.45	2.59%	1.20	-28.09%	2.92	5.42%	-15.66%
	志邦家居	36.75	-6.46%	61.16	13.50%	2.66	-23.80%	5.95	10.87%	-17.41%
	尚品宅配	27.32	-22.22%	49.00	-7.80%	-1.14	-	0.65	40.06%	-19.53%
	好莱客	14.44	-11.24%	22.65	-19.78%	0.91	-48.94%	2.17	-49.60%	-13.13%
	江山欧派	22.57	-16.56%	37.38	16.49%	1.64	-43.86%	3.90	-	-33.98%
	顾家家居	138.01	-2.37%	192.12	6.67%	13.59	-9.49%	20.06	10.70%	-19.77%
	敏华控股	83.05	-7.07%	184.58	6.05%	11.39	0.25%	23.02	20.23%	-10.28%
	慕思股份	38.78	1.90%	55.79	-4.03%	5.22	0.76%	8.02	13.17%	28.49%
	喜临门	59.76	-1.53%	86.78	10.71%	3.75	-3.88%	4.29	80.54%	7.58%
	箭牌家居	48.32	-8.49%	76.48	1.79%	0.32	-88.87%	4.25	-28.39%	-30.02%
瑞尔特	17.10	10.59%	21.84	11.47%	1.26	-28.15%	2.19	3.62%	-22.61%	
好太太	10.69	-4.22%	16.88	22.16%	1.90	-20.10%	3.27	49.71%	8.27%	
造纸	太阳纸业	309.75	6.07%	395.44	-0.56%	24.59	15.08%	30.86	9.86%	18.00%
	晨鸣纸业	198.25	0.52%	266.09	-16.86%	-7.10	-	-12.81	-	-15.98%
	岳阳林纸	51.55	-22.13%	86.41	-11.66%	-0.95	-	-2.38	-	-14.43%
	山鹰国际	216.02	1.36%	293.33	-13.76%	0.69	-	1.56	-	2.58%
	博汇纸业	139.67	2.12%	186.93	1.80%	1.49	-	1.82	-20.27%	-12.40%
	荣晟环保	16.62	-0.99%	22.91	-10.60%	2.49	12.05%	2.71	60.99%	2.67%
	仙鹤股份	72.62	16.89%	85.53	10.53%	8.17	113.97%	6.64	-6.55%	19.33%
	华旺科技	28.51	-4.45%	39.76	15.70%	4.09	2.94%	5.66	21.13%	-32.01%
	五洲特纸	54.66	17.18%	65.19	9.35%	3.27	205.87%	2.73	32.97%	-8.84%
	冠豪高新	53.38	-0.86%	74.03	-8.44%	0.70	-	-0.46	-	0.00%
包装	裕同科技	122.59	13.44%	152.23	-6.96%	11.14	13.05%	14.38	-3.35%	-11.78%
	奥瑞金	108.57	1.40%	138.43	-1.59%	7.61	7.74%	7.75	37.05%	30.19%
	宝钢包装	61.60	5.92%	77.60	-9.16%	1.57	-22.36%	2.19	-18.58%	5.46%
	昇兴股份	49.95	-3.43%	70.95	3.16%	3.44	24.77%	3.33	59.13%	9.65%
	新巨丰	12.49	0.98%	17.37	8.05%	1.25	11.91%	1.70	0.39%	-1.84%
文娱用品	晨光股份	171.14	7.91%	233.51	16.78%	10.22	-6.63%	15.27	19.05%	-16.64%
	百亚股份	23.25	57.51%	21.44	33.00%	2.39	30.77%	2.38	27.21%	65.90%
	明月镜片	5.83	3.61%	7.49	20.17%	1.37	11.91%	1.58	15.68%	0.50%
	登康口腔	10.53	4.12%	13.76	4.76%	1.18	9.54%	1.41	4.97%	7.10%
出口链	匠心家居	18.49	27.13%	19.21	31.37%	4.31	33.56%	4.07	21.93%	10.39%
	麒盛科技	22.22	-6.87%	31.03	16.50%	1.51	-19.02%	2.06	702.57%	-13.09%
	致欧科技	57.28	38.49%	60.74	11.34%	2.78	-3.11%	4.13	65.08%	-12.63%
	建霖家居	37.77	22.22%	43.34	3.52%	3.97	36.66%	4.25	-7.25%	-3.19%
	松霖科技	21.92	-0.09%	29.83	-6.20%	3.21	5.49%	3.52	34.98%	10.47%
	乐歌股份	39.75	48.03%	39.02	21.61%	2.65	-48.64%	6.34	189.72%	-4.30%
	恒林股份	78.11	35.24%	81.95	25.78%	2.66	-27.32%	2.63	-25.44%	-26.54%
	永艺股份	33.90	35.58%	35.38	-12.75%	2.25	6.46%	2.98	-11.14%	5.34%
	嘉益股份	19.85	61.60%	17.75	40.96%	5.31	69.20%	4.72	73.60%	117.27%
	哈尔斯	23.67	38.77%	24.07	-0.86%	2.25	47.03%	2.50	21.31%	12.96%
	梦百合	61.26	7.18%	79.76	-0.52%	-1.53	-	1.07	157.74%	-30.38%
	泡泡玛特	45.58	61.98%	63.01	36.47%	10.27	58.98%	11.57	30.44%	342.96%

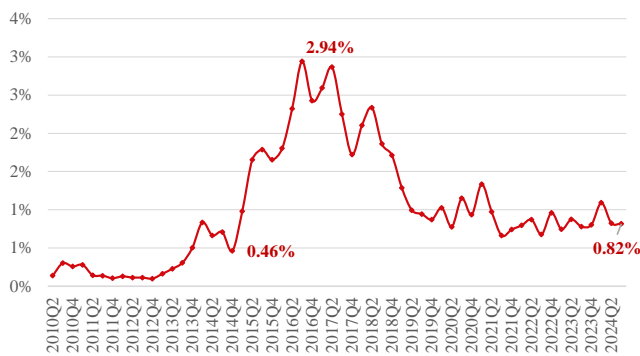
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

*数据截至 2024.12.05

1.2 2024Q3 重仓比例 0.82%，环比下滑 0.01pct

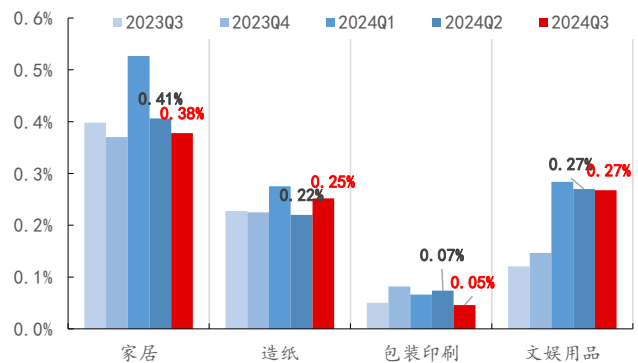
2024Q3 轻工公募基金重仓比例为 0.82%，环比-0.01pct，处于 2010 年以来 47%左右的分位水平。从细分赛道来看，按照申万二级行业分类口径，2024Q3 轻工子板块重仓比例排序依次为家居(0.38%)、文娱用品(0.27%)、造纸(0.25%)、包装印刷(0.05%)，其中造纸(+0.03pct)重仓比例环比提升，文娱基本持平，家居(-0.03pct)、包装印刷(-0.03pct)减配。个股层面，轻工经营业绩稳健的龙头公司获小幅加仓，包括太阳纸业(+0.03pct)、索菲亚(+0.03pct)和泡泡玛特(+0.01pct)。

图表6：2024Q3 轻工基金重仓环比-0.01pct 至 0.82%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：2024Q3 轻工子行业基金重仓市值占比变动



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：2024Q3 末轻工板块基金重仓市值前 15 名标的一览

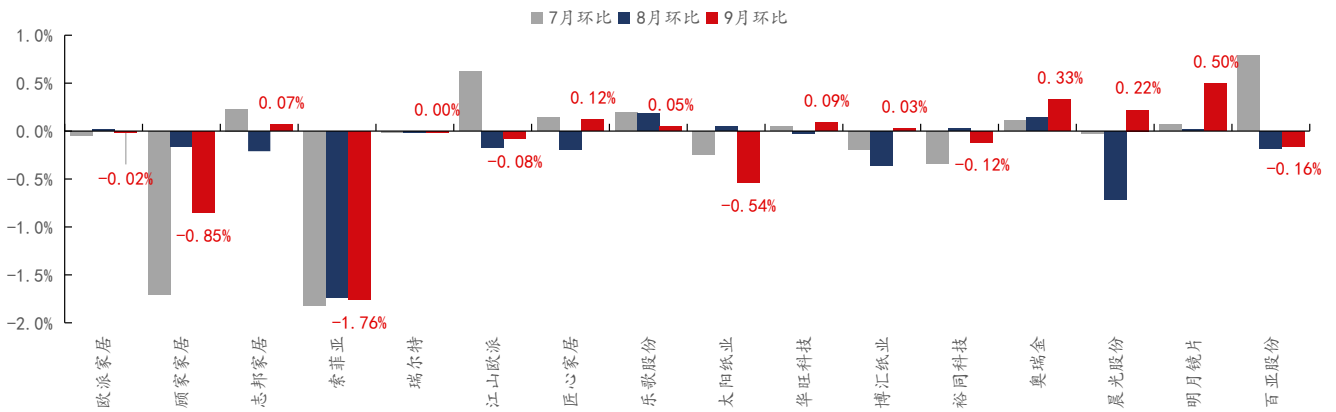
	持股数量 (亿股)	持股总市值 (亿元)	重仓持股比例	重仓市值占比变动	重仓基金数量	重仓基金数量变动
太阳纸业	3.01	45.41	0.25%	+0.03pct	59	20
晨光股份	0.59	21.04	0.11%	-0.01pct	22	-4
公牛集团	0.25	20.94	0.11%	-0.02pct	28	0
泡泡玛特	0.39	18.84	0.10%	+0.01pct	51	3
索菲亚	0.67	12.14	0.07%	+0.03pct	37	13
顾家家居	0.35	10.92	0.06%	-0.02pct	29	-7
百亚股份	0.33	8.93	0.05%	+0.00pct	44	-11
裕同科技	0.32	8.32	0.04%	-0.02pct	22	-6
敏华控股	0.73	4.24	0.04%	+0.00pct	9	-1
匠心家居	0.06	3.59	0.02%	+0.00pct	18	3
欧派家居	0.06	3.97	0.02%	+0.00pct	26	5
江山欧派	0.17	3.66	0.02%	+0.00pct	4	-2
东鹏控股	0.03	0.17	0.02%	+0.00pct	2	1
瑞尔特	0.18	1.56	0.01%	+0.00pct	2	-3
志邦家居	0.10	1.35	0.01%	-0.02pct	7	-6

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

北上资金动向来看，三季度宏观地产及消费疲软，家居整体表现承压，索菲亚 7.20%

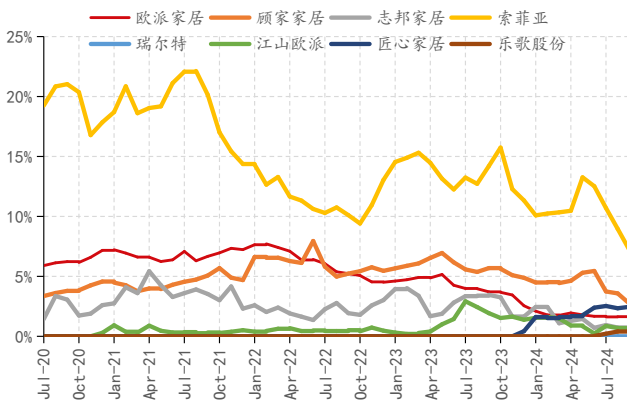
(-5.32pct)、顾家家居 2.73% (-2.72pct) 减配较多，其余轻工板块重点个股陆港通持股比例变动均不足 1%。四季度地产政策“组合拳”出台，以旧换新稳步推进，补贴额度集中在 15%-20%，对家居消费需求形成实质性拉动。在地产政策持续托底+以旧换新政策双重合力之下，家居内销增速或将环比好转，家居企业有望迎来戴维斯双击。

图表9：主要轻工企业的陆港通持股比例变动



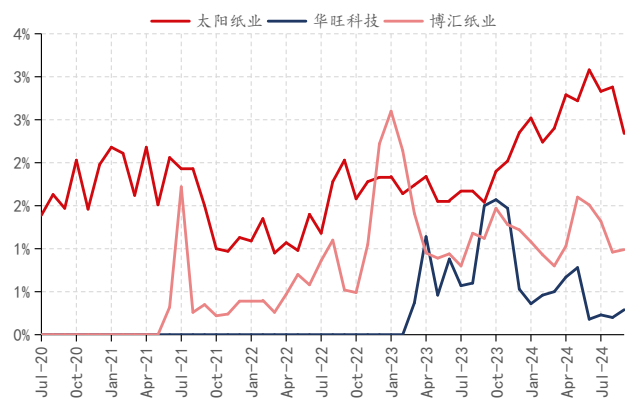
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：主要家居企业北上资金持股比例变动情况



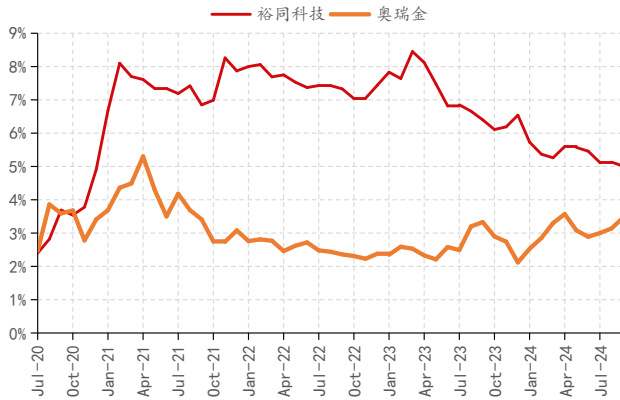
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：主要造纸企业北上资金持股比例变动情况



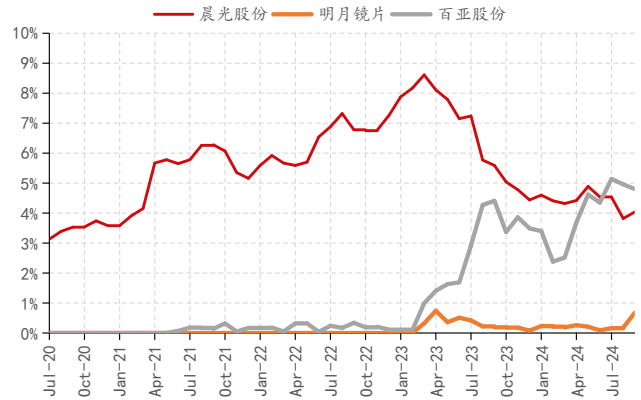
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12: 主要包装印刷企业北上资金持股比例变动



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 主要文娱用品企业北上资金持股比例变动



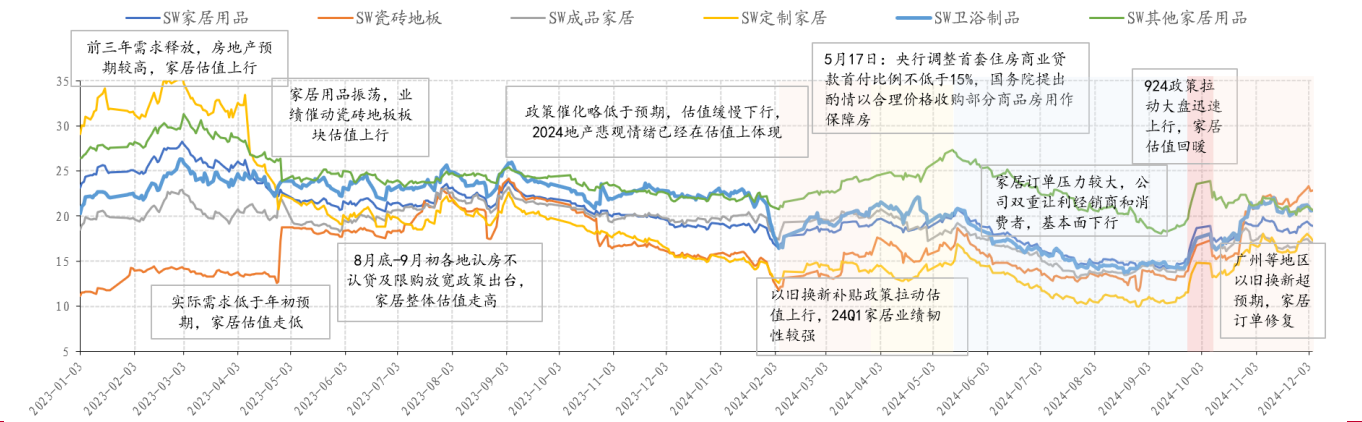
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 家居: 以旧换新效果显著, 集中度有望提升

2.1 回顾: 政策情绪博弈, 家居以旧换新

2024 年家居板块行情由两大阶段构成: 第一阶段集中在上半年, 其中家居 Q1 基本面仍具韧性, 且政策博弈情绪较强。受 2023 年初疫情防控举措的优化和春节时间错配影响, 2024Q1 经营基数较低, 因此家居内销韧性仍存; 估值层面来看, 2024 年初政策面变化导致小微盘股迅速下跌, 家居板块部分中小市值股同样受到扰动。2 月超跌反弹的同时, 出口补库订单高增和以旧换新政策带动估值重新上行, 5 月 17 日央行和国务院政策出台, 政策博弈情绪达到最高点, 随后估值下行。

第二阶段集中在 9-11 月, 央行政策和家居以旧换新落地带动估值及订单修复。2024 年 9 月央行围绕降准降息、降存量房贷利率、加码地产收储、支持股市发展等方面提供政策组合拳, 叠加省级行政区以旧换新细则加码家居, 估值有所修复, 近期持续波动, 9 月 13 日-12 月 5 日申万家居板块涨幅达 32.6%, 从近 5 年 PE 分位数来看仍处于低位 (20%), 其中欧派、索菲亚等几大以内销为主的头部家居平均 PE 仅 13.07, 平均股息率在 4% 左右; 家居板块整体平均 PE 为 21.43, 平均股息率 3% 左右。

图表14：2023年至今家居板块估值（PE-TTM）变动（倍）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：当前家居PE分位数水平仍处于低位，股息率3%左右

	2024Q3		2024H1		PE-TTM	PE分位数	分红率	股息率
	收入YOY	归母YOY	收入YOY	归母YOY				
欧派家居	-21.21%	-11.56%	-12.81%	-12.61%	14.29	19.77%	55.07%	3.83%
索菲亚	-21.13%	-21.16%	3.91%	13.00%	13.30	28.96%	75.46%	5.66%
金牌家居	-13.91%	-44.22%	0.91%	-9.14%	11.62	28.63%	31.41%	2.84%
志邦家居	-10.14%	-30.93%	-3.85%	-17.05%	9.68	14.53%	51.35%	5.05%
江山欧派	-26.14%	-60.77%	-9.95%	-26.06%	8.96	20.02%	80.29%	9.08%
好莱客	-20.43%	-50.79%	-5.06%	-46.90%	13.71	84.26%	30.09%	2.20%
顾家家居	-6.94%	-19.92%	0.34%	-2.97%	11.90	5.45%	56.27%	4.95%
慕思股份	-11.19%	-8.29%	9.58%	4.90%	18.56	61.54%	49.71%	2.55%
喜临门	-10.85%	-15.81%	4.02%	5.14%	15.62	26.86%	44.18%	2.73%
以上头部家居合计	-15.77%	-29.27%	-1.43%	-10.19%	13.07	32.22%	52.65%	4.32%
家居板块合计	-0.52%	-22.59%	-2.62%	-5.27%	21.43	19.84%	-	2.90%

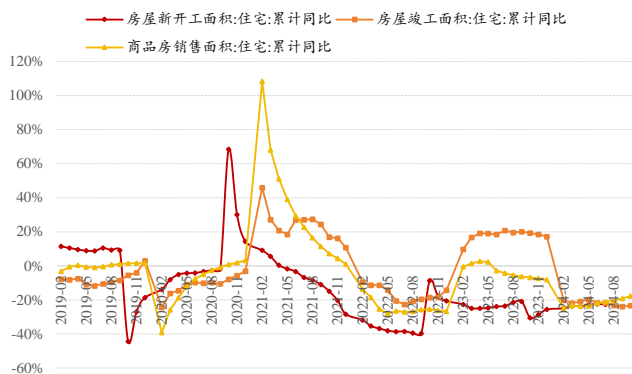
资料来源：Wind，国联证券研究所

*PE-TTM数据截至2024.12.05

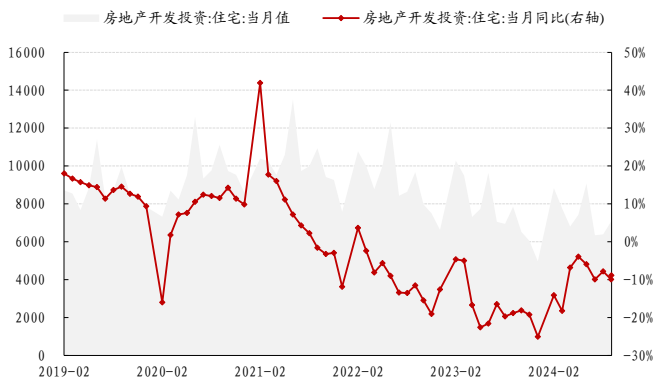
2.1.1 第一阶段：地产数据承压，家居基本面强韧性同时政策持续放宽

2024年竣工承压，政府收储和房屋限售限贷政策逐步放宽以满足刚性、改善性住房需求。2024年保交楼作用弱化，竣工数据回落至-20%左右水平，1-10月新开工/竣工/销售累计同比承压明显。央行2024年5月17日发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，宣布调整2024年首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例不低于15%，第二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。同时国务院政策例行吹风会表示可酌情以合理价格收购部分商品房作保障性住房。截至5月9日，全国共计50余个城市对限购政策松绑，其中西安、成都、杭州、佛山、东莞、厦门、南京、苏州等23个城市全面取消限购，购房管控逐渐放宽，政府设立3000亿元再贷款支持保障房，地

产收储政策有望带动企业商品房库存下行，刚性和改善性住房需求进一步得到满足。

图表16：2024年新开工/竣工/销售端承压明显


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17：2024年房地产开发投资额降幅收窄（亿元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：2024年初国家政策大力强调消费品以旧换新

时间	主体	文件/会议	内容
2024/2/23	中央财经委员会	第四次会议	鼓励引导新一轮大规模设备更新和 消费品以旧换新 ，坚持市场为主、政府引导，中央财政和地方政府联动，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。
2024/3/1	国务院	国常会	通过《 推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案 》，加大财税、金融政策支持，发挥能耗、排放、技术等标准牵引作用，积极开展汽车、家电等 消费品以旧换新 ，形成更新换代规模效应。
2024/3/13	国务院	《 推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案 》	通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。
2024/4/12	国务院	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	提出未来5年、2035年和本世纪中叶资本市场发展目标，提出包括严把发行上市准入关、强化上市公司分红监管、支持头部机构通过并购重组等方式提升竞争力、大力推动中长期资金入市、推动股票发行注册制走深走实等一系列促进资本市场高质量发展举措。
2024/5/17	中国人民银行&国务院	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》 国务院政策例行吹风会	央行：取消首套和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。自5月18日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。 国务院：切实做好保交房工作配套政策有关情况，政府可酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。设立3000亿元保障性住房再贷款，预计将带动银行贷款5000亿元。
2024.07.24	发改委、财政部	《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》	统筹安排3000亿左右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。各地区要重点支持旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。

资料来源：中国政府网、人民网、财经网、中华全国工商业联合会，国联证券研究所

2.1.2 第二阶段：央行降准降息及家居以旧换新拉动估值修复

1) 9月24日央行围绕降准降息、降存量房贷利率、加码地产收储、支持股市发展等提供系列政策支持地产。其中统一首付标准+加码收储有望托底地产景气度，存量房贷降息+各地家居以旧换新政策共同促进家居需求回暖。9月底家居整体估值仅为14倍PE，其中部分定制及成品家居一度跌至个位数PE，地产负面情绪已经充分得到反应，政策出台后被地产压制的家居估值得到快速修复。

2) 以旧换新补贴在家居领域拓展。以旧换新补贴按照总体9:1的原则由中央与地方共担，对东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。消费者可以享受一次性立减补贴，补贴力度集中在15-20%区间。8-10月各省行政区颁布家居家装补贴相关细则，部分省市从国补8大类扩充至智能家居、旧房装修和厨卫改造以及居家适老化改造三大家居相关品类。其中湖北、四川等地区发布速度较快、品类扩充宽泛，广州地区率先将家装纳入以旧换新补贴范围，累计补贴最高分别不超过2万元。家居公司积极响应国家政策，纷纷加码补贴让利，如索菲亚在政府补贴15%的基础上再补贴20%，欧派、尚品宅配也随之加入。随着天猫、京东平台上线，补贴范围不断扩大。

图表19：各省级行政区颁布以旧换新细则品类扩充广泛

序号	省级行政区	发布时间	文件	政策要点	
				家居品类	力度
1	北京	2024/7/19	《积极推进家装以旧换新工作方案》	对符合条件的适老化改造公共样板间项目按照固定资产投资总额70%给予投资补助；支持为有需要的本市户籍城乡特困、低保、低收入老年人家庭实施居家适老化改造，补贴资金由财政资金按每户不高于5000元标准预算并据实结算。	
2	青海	2024/8/14	《青海省加力推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	青海省内整层或局部装修、适老化及无障碍改造、全屋家具定制及全屋智能化改造	装修金额5-10万元可享受1.5万元家装补贴；装修金额10万元以上可享受3万元家装补贴
3	海南	2024/8/21	《2024年海南省支持家装家居产品换新实施细则》	全屋智能系统类产品、家具（含床架、沙发、桌子、椅子、衣柜、床垫）、木地板、瓷砖、洁具（含浴缸、马桶、面盆、水龙头、花洒、拖布池、淋浴房等）、定制整体橱柜、门窗、门框、乳胶漆、灯具、窗帘、吊顶、按摩椅、轮椅、淋浴椅、坐便凳等16类家装家居及适老化产品	补贴标准为销售价格的15%，销售价格以在省内开具的发票含税价为准，每名消费者每类产品可补贴一次，每类补贴不超过3000元
4	浙江	2024/8/26	《进一步推动消费品以旧换新行动方案》	智能家居： 智能防盗门及门锁、智能窗帘、智能晾衣架、智能家用监控、智能照明、智能马桶（含智能马桶盖）、智能床（含智能床垫）、智能桌椅（含智能按摩椅、智能沙发）等智能家居产品； 旧房装修及厨卫改造： 用于旧房装修、厨卫局部改造所需的饰面砖、地板、墙砖、集成吊顶、套门、整体柜、淋浴房、洁具等物品和材料； 适老化改造： 围绕“如厕洗澡安全、室内行走便利、居家环境改善、智能监测跟进、辅助器具适配”五个方面，推进以旧换新家居适老化改造	智能家居： 按照成交价格15%予以立减优惠，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元； 旧房装修及厨卫改造： 按照品类购置价20%给予补贴，每人每套房补贴金额最高不超过2万元； 适老化改造： 对购置相关物品和材料给予购置价50%的补贴，80周岁以上的老年人家庭上浮10%，补贴金额最高不超过2万元
5	四川	2024/8/28	《关于进一步支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干政策措施》	旧房装修、厨卫局部改造： 床、床垫、沙发、茶几、餐桌椅、橱柜、衣柜、书桌、餐桌椅、电视机、灯具、装修材料等12类； 智能家居： 扫地机器人、智能马桶（盖）、吸尘器、洗地机、垃圾处理器、音响（箱）智能门锁、智能沙发、智能床等9类； 适老化改造： 护理床、智能床垫、智能监控摄像头、轮椅（助行器等）6类	按不超过30%的优惠比例，面向消费者分批分类分档发放消费券
6	湖北	2024/8/9	《湖北省家装厨卫“焕新”工作实施细则（征求意见稿）》	厨卫类： 蒸烤箱、微波炉、洗碗机、消毒柜、电饭煲、咖啡机、面包机、净水器、垃圾处理器、空气净化器、凉霸、扫地机器人（含洗地机）、吸尘器、智能门锁、智能马桶（智能马桶盖）、智能晾衣架、智能卫浴、浴霸、集成灶、美容仪、电动剃须刀、电熨斗（含挂烫机）、多功能料理机23类厨卫产品； 家具类： 床架、床垫、沙发、桌子、椅子、衣柜、橱柜、橱柜等全品类	厨卫类： 按照产品支付价格的20%享受一次性立减补贴，单个消费者最高享受补贴金额为2000元； 家具类： 每位消费者单笔消费满5000元，给予一次性1000元定额补贴；满1万元，给予一次性2000元定额补贴
		2024/8/29	《湖北省家装厨卫“焕新”工作实施细则》	增加对23类家装产品补贴，含茶几、餐边柜、水槽、龙头花洒（含淋浴柱）、坐便器、台（盆）柜（柜）、镜前柜、浴柜、窗帘、涂料、瓷砖、地板、门、窗、护墙板、石膏板、淋浴房、桑拿房、吊顶、灯具、开关、水管理系统、家庭智能化系统等产品。	分七档进行定额补贴，实施从200元-20000元的定额补贴。
7	辽宁	2024/8/30	《辽宁省2024年加力支持消费品以旧换新实施方案》	净水器、洗碗机、烤箱、微波炉、电饭煲（电饭煲）、垃圾处理器、智能坐便器（含智能马桶盖）、智能扫地机器人（含洗地机）、按摩椅、浴霸、智能沙发、智能床以及旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所需物品和材料购置。	补贴标准为每户不超过购置物品销售价格的20%，每户最高补贴额度为2000元
8	上海	2024/9/2	《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》	对个人消费者购买符合要求的沙发、床垫、橱柜、浴缸、坐便器、扫地机器人、吸尘器、空气净化器、电视机、空调、家居和适老化产品予以补贴，具体产品目录由商务委员会同相关部门明确。	相关产品按照销售价格的15%予以补贴，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补1次，每次补贴不超过2000元
9	甘肃	2024/9/4	《甘肃省加力支持消费品以旧换新补贴实施细则》	家电家具类： 包含12类家电家具品类及智能门锁、智能马桶、洗拖一体机（含扫地机器人）等智能家居消费； 家装厨卫类： 用于个人家庭住房装修的地面装饰材料（限瓷砖、木地板）、墙面装饰材料（限乳胶漆、壁纸、壁布）、柜体板材、橱柜、卫生洁具（限洗脸池、花洒、坐便器）、门窗6大类产品； 床（含床垫）、衣柜、沙发、电视机、书柜、餐桌（含椅子）6大类家具用品	家电家具类： 1级能效/水效20%，2级能效/水效15%，无能效/水效标准15%； 家装厨卫改造： 个人家庭住房（2020年1月1日前建成）装修费用补贴15%；购买家具用品15%；每人每类限1件，单件补贴不超过2000元
10	江苏	2024/9/5	09.04《江苏省推动超长期特别国债资金支持消费品以旧换新的实施方案》 09.05《2024年苏新消费·绿色智能家电以旧换新专项活动》	中国能效标识1级、2级的 洗碗机、净水器、智能马桶（含马桶盖）等绿色节能家电。商品须在中国能效及能效标识网备案，具有统一的国标13位商品编码； 绿色建材产品： 家具、门窗、卫生陶瓷、室内板材、地瓷砖、涂料、暖通及太阳能利用系统等； 居家适老化改造 所用物品和材料购置	1级能效/水效20%，2级能效/水效15%，无能效/水效标准15%；每人每类限1件，单件补贴不超过2000元。国家政策明确的8类家电商品总计补贴不超过16000元，或者增加的9类家电商品总计补贴不超过18000元； 绿色建材产品 消费补贴标准为成交价格的15%左右，每人限领取3000元额度； 适老化产品： 社会老年人补贴50%，补贴上限每户3000元
	福建	2024/9/5	《福建省加力支持消费品以旧换新实施方案》	智能家居类： 智能防盗门及门锁、智能家居监控、智能沙发、智能床（含智能床垫）、智能卫浴、智能马桶（含智能马桶盖）、智能晾衣架等11类智能家居产品； 家装改造类： 不限面积（含水龙头、淋浴器、挂件、水槽、浴巾、浴巾架、毛巾架、浴巾架等）、家装建材、卫生洁具（含坐便器、淋浴房、浴室柜、浴缸、面盆等）、家具（含床、床垫、沙发、橱柜、桌椅、整体定制柜等）、开关灯具等全品类品牌家装改造产品； 家居厨卫类： 21类家居厨卫产品； 适老化产品： 护理床、轮椅（助行器等）	家居厨卫类、智能家居类、家装改造类： 单笔消费满1000元按照产品售价20%予以补贴，单笔消费最高补贴2000元，每位消费者累计享受补贴不超过2万元。 适老化产品： 单笔消费满500元，最高可按照产品销售价格的30%予以补贴，每位消费者累计享受补贴不超过5000元
	厦门	2024/10/30	《关于修改厦门市旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品购置补贴实施细则部分条款的通知》	家装建材： 瓷磚、石材、木地板、涂料、电线电缆、开关面板、集成吊顶、石膏板、龙骨、灯具、门、窗、楼梯、墙裙墙布、管井、粘胶剂、水坭、砂等18类； 水卫浴类： 水龙头、淋浴器、挂件、水槽、浴巾、毛巾架、浴巾架等6类产品； 卫浴洁具： 浴室柜、面盆、洗脸池、清洗池、坐便器、淋浴房、浴缸等7类产品。 家装厨卫家具： 橱柜、衣柜、储物柜、书柜、电视柜、整体定制柜、窗帘、床、床垫、沙发、桌椅、梳妆台、屏风、床上用品等14类产品。	单笔满1000元按照销售价格20%补贴，单笔消费最高补贴2000元，每位消费者累计享受补贴不超过20000元。
		2024/11/8	《厦门市住建局等4家单位关于修改厦门市旧房装修和厨卫等局部改造所用材料物品购置补贴实施细则部分条款的通知》	已开放京东、淘宝、天猫、拼多多等平台上线	取消单笔消费最低1000元的限制，单笔消费最高补贴从2000元提高至5000元，每位消费者累计享受补贴从不超过2万元提高至不超过3万元。

资料来源：各省市市政府网、商务部，国联证券研究所
*图表取部分省份政策细则

其中定制家居板块受产品非标化较强影响，仅广州、湖北、厦门、江苏等省份开启定制家居补贴，行业集中度进一步提升。10月广州利用自身家居产业链优势，通过线上平台率先开启水补全国模式，补贴效果和参与度均超预期。多地近日又加力以旧换新，如湖北地区在10月23日发布通知，将此前23类家装厨卫产品拓展至51类，并将最高档家装补贴提至2万元，10月30日厦门住建局四部门优化消费品以旧换新细则，45个品类家装厨卫等品类最高享受20000元补贴，并于11月8日开放京东、天猫、拼多多等线上平台，最高补贴额度从20000元提至30000元。广州、厦门头部家居公司充分利用地域优势，通过线上平台补贴全国地区，抢占中小经销商及白牌工厂订单的同时，先于其他地区品牌一步抢占补贴额度，行业集中度进一步提升。

图表20：10-11月定制补贴政策加力跟踪举例

省市级地区	开始时间	品类	补贴力度
广州	2024/9/29	包含智能家居、旧房装修和厨卫改造及居家适老化改造三大品类	销售价格15%补贴，1级能效/水效20%，每人每个地址总补贴金额不超过2万元
湖北	2024/10/23	增加对23类家装产品补贴，含茶几、餐边柜、水槽、龙头花洒（含淋浴柱）、坐便器、台（立）盆（柜）、镜面柜、浴缸、窗帘、涂料、瓷砖、地板、门、窗、护墙板、石膏板、淋浴房、桑拿房、吊顶、灯具、开关、水管理系统、家庭智慧化系统等产品。	分七档实施从200元-20000元的定额补贴
厦门	2024/10/30	“家装建材类”增加“墙纸墙布、管件、粘接剂（含瓷砖胶、美缝剂）、水泥、砂石”等5类产品；“家装厨卫家具”增加“梳妆台、屏风、床上用品”等3类产品	单笔满1000元按照销售价格20%补贴，单笔消费最高补贴2000元，每位消费者累计享受补贴不超过20000元。
	2024/11/8	开放京东、淘宝、天猫、拼多多等平台商户上线	取消单笔消费最低1000元的限制，单笔消费最高补贴从2000元提高至5000元，每位消费者累计享受补贴从不超过2万元提高至不超过3万元
苏州	2024/11/16	包含智能家居、旧房装修和厨卫改造及居家适老化改造三大品类	以家装家居成交价15%补贴，每户最高补贴30000元，线上随后将陆续上线
南京	2024/11/25	包含智能家居、旧房装修和厨卫改造及居家适老化改造三大品类	按成交价15%补贴，每户最高补贴30000元
...			

资料来源：各省市商务部、住建局、商会官网及公众号、国联证券研究所

2.2 展望：看好地产企稳+以旧换新持续

据商务部数据，截至11月10日全国已补贴厨卫局改相关产品1038万件，家具家装相关产品820万件。国家税务总局增值税发票数据显示，10月家具零售、卫生洁具零售同比分别增长16.9%和23%，均显著快于9月份增速。我们预计2025年家居板块仍将遵循以下两条主线：

1) 预计2025年家居以旧换新可持续性较强，品类受益程度上床垫>沙发>定制，且渠道能力强的头部公司更受益。近期以旧换新关注度持续，7月发改委和财政部统筹安排3000亿国债时并未涉及家居具体品类，我们预计主要系家居产品非标属性较强，补贴标准难以制定，但后续广州、厦门等地区补贴反馈效果优秀，政策可随补贴效果动态调整，因此预计2025年补贴有望持续。同时补贴设立准入门槛，虽近期门槛降低，但仍促进企业主动缴纳增值税、倒逼行业更规范化运行，我们认为此轮补贴下渠道能力强的头部公司或更受益。

2) 地产企稳及收储订单需求或将带动家居景气度回暖。跟踪近期新房及二手房成交数据可发现，上海、广深等一线城市在取消部分限购、降低首付比例等政策拉动下，成交量有所回暖，部分三四线城市新房成交面积也有所回升。2024年10月政治局定调房地产“止跌回稳”，11月8日财政部宣布推出化债组合拳，政策刺激下成交数据有所改善，预计未来政府收储或将带来公保租房家装订单需求，因此我们认为地产链及家居或已筑底，行业景气度有望在2025年逐步回暖。

图表21：近期新房及二手房成交数据同环比均有所回暖(截至 2024W46)

35城新房成交面积												
	成交面积 (万方)				环比				同比			
	2024/10/25 43W	2024/11/1 44W	2024/11/8 45W	2024/11/15 46W	2024/10/25 43W	2024/11/1 44W	2024/11/8 45W	2024/11/15 46W	2024/10/25 43W	2024/11/1 44W	2024/11/8 45W	2024/11/15 46W
Wind35城	344	443	314	326	5.5%	29.0%	-29.1%	3.8%	-11.7%	9.3%	10.3%	19.7%
一线城市 (4个)	104	139	86	104	3.5%	34.0%	-38.3%	20.4%	7.5%	46.0%	-6.9%	62.4%
二线城市 (19个)	204	273	200	199	6.3%	34.0%	-26.6%	-0.6%	-25.0%	-6.4%	12.1%	3.9%
三四线城市 (12个)	36	31	28	23	6.3%	-14.3%	-9.1%	-15.8%	73.7%	67.5%	104.2%	37.1%
典型城市												
北京	19.4	23.3	20.6	20.7	0.2%	19.8%	-11.4%	0.4%	-4.6%	-16.4%	3.3%	42.2%
上海	34.6	60.6	28.9	27.8	-6.3%	75.4%	-52.3%	-3.9%	-25.5%	57.8%	34.6%	6.6%
广州	32.5	35.6	16.7	35.0	-8.1%	9.8%	-53.0%	109.4%	52.2%	66.0%	-60.3%	120.7%
深圳	17.5	19.8	19.8	20.0	98.2%	13.1%	-0.4%	1.4%	103.0%	157.1%	125.0%	175.9%
杭州	14.5	17.2	21.9	8.1	13.1%	19.0%	27.2%	-63.1%	-44.3%	-64.3%	-0.6%	-45.4%
宁波	4.8	6.1	2.1	2.7	13.7%	28.9%	-65.6%	27.5%	5.9%	57.6%	-17.6%	-19.8%
青岛	18.9	22.1	26.5	15.8	6.9%	16.7%	20.0%	-40.3%	-46.2%	7.8%	93.8%	1.8%
苏州	12.4	12.8	14.1	10.8	-8.7%	2.8%	10.0%	-23.1%	11.3%	9.8%	38.7%	-8.7%
武汉	26.9	56.2	31.2	22.2	4.3%	109.0%	-44.4%	-28.9%	-45.3%	7.3%	138.8%	21.0%
成都	39.7	42.6	40.3	55.9	1.8%	7.3%	-5.3%	38.6%	-36.6%	-32.2%	-25.0%	4.6%
15城二手房销售面积												
二手房	成交面积 (万方)				环比				同比			
	2024/10/25 43W	2024/11/1 44W	2024/11/8 45W	2024/11/15 46W	2024/10/25 43W	2024/11/1 44W	2024/11/8 45W	2024/11/15 46W	2024/10/25 43W	2024/11/1 44W	2024/11/8 45W	2024/11/15 46W
Wind15城	229	241	243	213	-5.3%	5.5%	0.7%	-12.2%	27.1%	31.0%	42.9%	24.9%
一线城市 (2个)	63	68	59	56	-6.2%	6.9%	-12.9%	-5.4%	66.9%	82.3%	67.4%	50.8%
二线城市 (10个)	158	166	177	150	-4.4%	5.0%	6.2%	-15.2%	17.1%	24.7%	36.6%	18.4%
三四线城市 (3个)	7	7	8	8	-16.5%	5.1%	1.6%	2.6%	4.8%	-46.3%	32.0%	6.5%
典型城市												
北京	45.4	48.6	39.2	38.1	-3.7%	7.1%	-19.3%	-3.0%	54.9%	63.9%	46.7%	38.8%
深圳	18.0	19.1	19.8	17.8	-11.9%	6.1%	3.5%	-10.2%	107.8%	155.8%	132.8%	84.9%
杭州	16.6	17.7	16.3	12.5	1.1%	7.1%	-8.1%	-23.0%	9.0%	-6.5%	5.8%	3.2%
青岛	15.7	17.9	23.5	12.2	-23.4%	14.2%	31.2%	-48.3%	8.7%	37.9%	126.8%	-10.7%
苏州	16.1	21.2	16.5	14.6	-1.3%	32.0%	-22.2%	-11.5%	3.3%	37.8%	6.5%	2.6%
成都	64.1	63.7	71.0	67.5	2.9%	-0.5%	11.4%	-4.9%	16.9%	28.7%	46.5%	38.4%
厦门	6.6	7.0	7.9	8.1	-27.0%	5.9%	12.4%	2.1%	38.1%	59.8%	53.9%	21.6%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

中长期来看，2024 年新房红利减退、大宗渠道弱化趋势明显，加之 2020-2022 年宏观环境影响导致家居卖场、直营店等线下渠道逐渐疲弱，家居流量开始走向多元化、碎片化，多渠道截流重要性凸显。需求端受经济环境疲软影响，性价比成为消费者愈发重视的因素。传统家居企业为谋求新增量，渠道拓展规划延续 2023 年策略，开拓整装/融合大店化、市场下沉、直播电商和家具出海四大市场，我们预计未来强者恒强，集中度将进一步提升：

1) 整装/融合大店布局。2014-2019 年定制家居精装房渠道占比迅速提升，近年来新房红利逐渐减退，同时国内整装业务持续发展壮大，家装流量入口前置对家具行业传统零售渠道客流的冲击和分流愈发明显，因此各大龙头将持续向整装进发，通过与装企、家电、互联网公司合作，打通设计、施工及硬软装环节，或通过打造融合大店的模式，纵向/横向产业链结合以提高配套率和客单价。全案及整装对品牌产业链优势及综合实力提出挑战，预计未来头部品牌将强者恒强，带动家居行业集中度提升。

2) 突围社群、直播电商赋能线下门店。近两年淘系、京东等传统电商渠道大盘数据下滑，企业通过打造微信视频号、抖音、快手、小红书等内容平台营销矩阵，抢占全域流量，利用 O2O 引流赋能线下门店。此外，为精准投放流量，提高转化率，公司深入社区打造拎包店，以样板间形式将装修成品展现给小区住户，配以直播电商、私域

社群流量种草，精耕社区渠道，提升直播转化率。

3) 渠道下沉。一二线年轻人返乡促进整装概念在三四五线城市得到消费者教育，据艾瑞咨询调研,2023 年低线城市寻求一站式家装公司服务的消费者比例已经达到 50%。整装市场规模及渗透率不断提升，成为继全包、全屋定制后的家装领域下一风口。一二线家装市场品牌较多且竞争激烈，头部家居为寻求增量，纷纷下探三四线城市，通过推出性价比子品牌进入市场，如索菲亚米兰纳系列、顾家天禧派和乐活系列、喜临门喜眠系列等。预计未来一二线整装品牌竞争逐渐饱和，三四线消费观念不断进步，下沉渠道或将成为企业增量的主要战场。

4) 家具出海。2023 年沙发等软体家居开始补库，出口企业订单回暖，业绩增长主要由外销贡献。与此同时，定制家居也开始尝试出海之路，当前定制出口仍以大宗业务为主，2023 年欧派海外渠道实现营业收入 3.2 亿元，同比+46.5%；索菲亚海外渠道实现收入 0.5 亿元，同比+42.9%。志邦通过经销模式与海外加盟商合作，为 C 端用户提供上门测量、设计定制、安全配送、上门安装等服务，截至 2023 年底已覆盖泰国、新加坡、柬埔寨、菲律宾、马尔代夫、缅甸等地区。

总结来看，近期政策组合拳持续出台，家居龙头估值虽有所修复，但对比近 5 年 PE 分位数仍处相对低位，短期仍看好政策情绪博弈带动家居估值修复，以及各地落实政策过程中企业通过快速响应抢抓政策红利；中长期来看，家居虽仍受地产新开工、竣工、销售等数据影响，但随着存量房&二手房需求释放，消费属性或将逐渐加重，这也将逐渐驱动行业格局向国外发达国家家电、床垫等品类靠拢，从上市公司自身看， α 属性重要性将凸显。行业格局仍分散，公司自身综合能力的打造和完善，进一步推动公司市占率的提升，且提升空间仍较大，成长性仍存。

3. 出口链：产能迁移应对冲击，探寻差异化布局

3.1 回顾：补库+跨境提振出口，下半年增速放缓

2024 年上半年轻工出口表现优秀，2024 年 1-6 月家具及其零件出口额累计同比 +14.8%。1-2 月在低基数背景下同比高增，新兴跨境电商为出海供货商和服务商创造增量需求，功能沙发等品类开启补库周期，床垫北美地区逐渐恢复，两轮车出海也实现高增，高尔夫球车等品类异军突起，出口额实现高双位数增长。

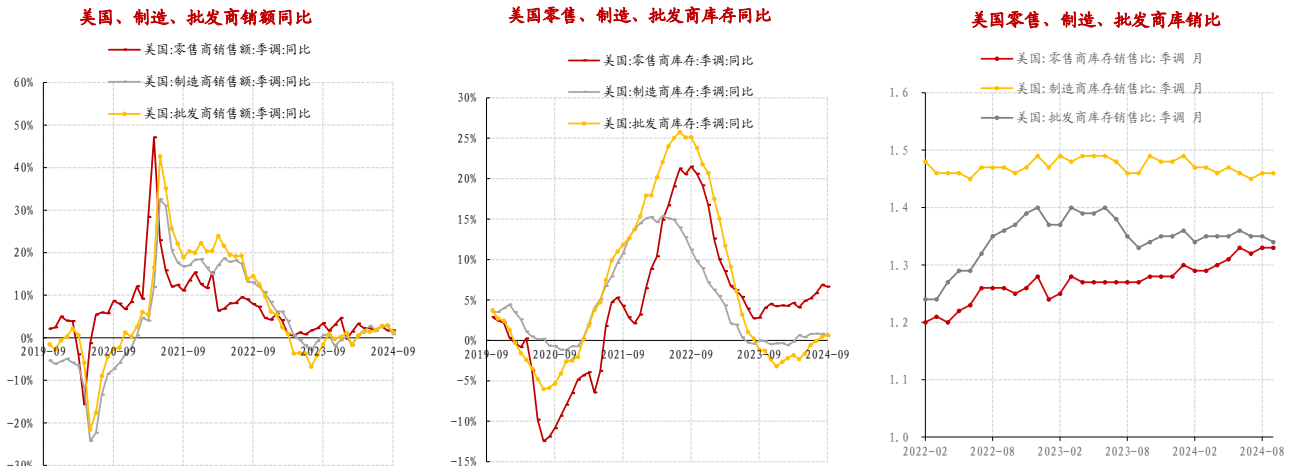
下半年美国零售商库销比上行，补库节奏减弱，叠加去年同期基数增高和产能迁移，以及台风和美国港口罢工等突发事件影响，轻工出口增速放缓。5 月起红海及关税因

素扰动海运费迅速上行，汇兑高基数也影响业绩表现，跨境电商及 CIF 模式出海公司利润承压明显。同时 2024 年 7 月美国失业率提升至 4.3%，9 月人民币短暂升值，扰动出口公司业绩，Q3 出口企业归母净利润整体呈双位数下滑。

图表22：2024 年上半年轻工出口高增，下半年增速放缓

名称	单位：亿美元	24M10	环比	24M9	24M8	24M7	24M6	24M5	24M4	24M3	24M2	24M1	23M12	23M11	23M10
家居类															
弹簧床垫	出口金额	1.1	-0.1%	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9	0.6	1.2	1.1	1.0	1.0
	当月同比	10.7%		14.3%	11.2%	23.7%	24.6%	43.8%	33.2%	20.9%	57.4%	71.0%	40.0%	25.5%	18.3%
乳胶床垫	出口金额	0.7	3.1%	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
	当月同比	15.9%		1.9%	21.2%	20.4%	14.4%	15.0%	3.7%	4.4%	30.7%	18.4%	20.9%	12.9%	3.7%
休闲沙发	出口金额	6.9	1.2%	6.0	6.2	6.0	6.5	7.0	6.9	6.0	4.8	8.1	8.0	7.8	7.2
	当月同比	-4.2%		-12.0%	-5.8%	-2.1%	2.2%	6.7%	5.8%	-6.3%	65.8%	36.1%	28.8%	24.6%	18.2%
功能沙发	出口金额	5.4	28.1%	4.4	4.5	4.6	5.9	7.3	7.8	7.0	5.6	9.8	8.5	7.0	5.6
	当月同比	-3.7%		-15.7%	-11.7%	-15.5%	8.9%	25.4%	21.9%	-1.2%	60.6%	24.8%	9.5%	-6.1%	-21.0%
办公家具	出口金额	2.0	1.6%	1.7	1.8	1.8	2.4	3.3	2.6	1.7	1.5	2.4	2.3	2.2	1.8
	当月同比	6.0%		-10.2%	-1.5%	1.9%	20.7%	75.6%	36.0%	-3.9%	74.6%	26.9%	21.4%	36.7%	11.2%
升降桌椅	出口金额	3.6	28.6%	2.9	3.1	2.9	3.4	3.8	3.6	4.2	2.1	3.0	3.9	3.7	3.4
	当月同比	3.8%		-16.7%	-1.2%	-3.4%	10.3%	27.0%	15.0%	28.8%	45.7%	4.1%	30.3%	20.2%	7.5%
PVC地板	出口金额	4.1	8.8%	3.8	4.2	4.2	4.6	4.4	4.4	3.9	3.3	5.2	5.0	4.6	4.1
	当月同比	-0.6%		-17.5%	-4.4%	-0.5%	0.5%	-5.3%	-3.5%	-13.5%	55.1%	17.8%	8.6%	7.5%	1.1%
陶瓷卫浴	出口金额	3.8	19.0%	3.2	2.9	3.1	3.2	4.4	5.0	4.2	3.7	6.9	6.8	5.7	5.0
	当月同比	-23.6%		-33.4%	-39.5%	-35.7%	-37.2%	-11.7%	-3.8%	-16.3%	109.8%	41.9%	-19.6%	-31.1%	-44.2%
装饰原纸	出口金额	0.8	1.1%	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6
	当月同比	22.7%		-0.2%	5.7%	2.1%	-6.2%	-4.0%	-11.2%	-8.5%	11.8%	6.0%	-9.5%	-15.3%	-9.2%
非家居类															
保温杯	出口金额	4.7	1.2%	4.2	5.0	4.4	5.0	5.1	4.3	3.1	3.0	4.9	4.0	4.2	3.9
	当月同比	20.8%		-0.8%	22.6%	13.0%	32.5%	36.1%	1.7%	-15.0%	91.4%	26.8%	21.2%	21.4%	4.2%
人造草坪	出口金额	0.7	8.6%	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4	0.7	0.6	0.6	0.5
	当月同比	26.9%		12.3%	18.1%	2.1%	20.5%	11.6%	8.9%	-9.0%	17.2%	15.0%	17.0%	3.8%	-4.1%
牙刷	出口金额	0.8	1.5%	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7
	当月同比	19.0%		-3.4%	11.6%	1.1%	10.4%	3.5%	-6.1%	-15.1%	14.8%	15.5%	-4.3%	-9.7%	-25.9%
电子烟	出口金额	2.2	3.3%	2.0	2.1	2.3	2.5	2.0	2.2	2.0	1.5	2.3	2.6	2.5	1.9
	当月同比	13.9%		-7.2%	-10.3%	16.7%	24.1%	-5.8%	-10.2%	-23.7%	-14.1%	-7.8%	-14.4%	-17.1%	-28.2%
探照灯及聚光灯	出口金额	33.9	7.2%	31.6	35.4	35.6	36.9	37.4	34.9	25.8	28.5	43.5	42.2	37.0	32.3
	当月同比	4.9%		-10.6%	-6.9%	-6.0%	-0.3%	2.2%	-4.5%	-24.3%	86.7%	8.7%	1.1%	-6.3%	-16.0%
宠物饲料	出口金额	1.3	4.4%	1.2	1.4	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1	0.8	1.2	1.1	1.0	1.0
	当月同比	28.1%		11.0%	34.0%	20.8%	34.7%	21.4%	10.9%	2.9%	22.2%	35.5%	19.3%	28.0%	14.7%
电动摩托车及脚踏车	出口金额	4.7	5.4%	5.1	5.7	6.0	6.6	5.7	4.9	3.6	3.5	4.0	2.9	3.1	3.3
	当月同比	41.4%		25.9%	17.6%	41.8%	40.4%	32.7%	12.7%	-3.2%	80.6%	-0.8%	2.4%	-21.0%	-20.6%
全地形车	出口金额	1.2	10.4%	1.3	1.7	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4	0.9	1.3	1.1	1.0	1.1
	当月同比	6.1%		-2.5%	30.0%	34.5%	42.7%	39.9%	41.1%	9.2%	19.5%	0.8%	0.6%	-6.0%	10.1%
高尔夫球车	出口金额	0.7	33.5%	1.0	1.3	1.2	1.2	1.1	0.8	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4
	当月同比	55.1%		37.4%	52.7%	44.9%	51.6%	36.1%	10.0%	2.1%	16.6%	42.1%	18.7%	-0.9%	-8.7%
卫生巾及尿布	出口金额	3.2	0.7%	3.0	3.1	2.8	2.7	3.0	2.8	2.8	2.2	3.2	3.1	2.9	2.6
	当月同比	24.0%		8.8%	14.1%	5.8%	-0.3%	9.0%	-10.8%	-13.1%	10.5%	18.1%	6.5%	3.3%	4.7%
庭园用伞	出口金额	0.6	8.7%	0.3	0.3	0.3	0.5	0.7	1.0	1.3	1.0	1.6	1.0	0.8	0.4
	当月同比	30.3%		10.0%	8.0%	6.5%	32.6%	28.7%	19.7%	11.0%	43.5%	3.8%	-5.3%	-15.1%	-40.4%

资料来源：Wind，国联证券研究所

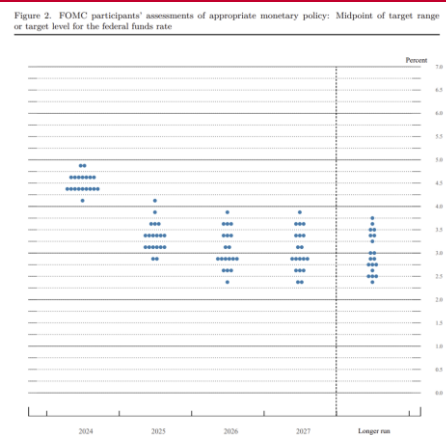
图表23: 美国零售商库销比上行, 制造、批发商库销比维持相对稳定


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2024年9月19日美国联邦储备委员会宣布降息50个基点, 联邦基金利率目标区间下调为4.75%至5%。从需求端来看, 美国主流住房贷款为固定利率贷款, 而成屋销量与30年期抵押贷款固定利率走势整体成反比关系。2023年美国房贷利率一度超过7%, 高利率显著压制居民购房意愿。预计此次降息后, 美国房贷利率随之下降, 或将有效释放此前被压制的购房需求, 家居板块有望受益。

图表24: 美国成屋销量与30年期抵押贷款固定利率成反比


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 美联储FOMC利率预测点阵图(2024.09预测)


资料来源: 美联储、国联证券研究所

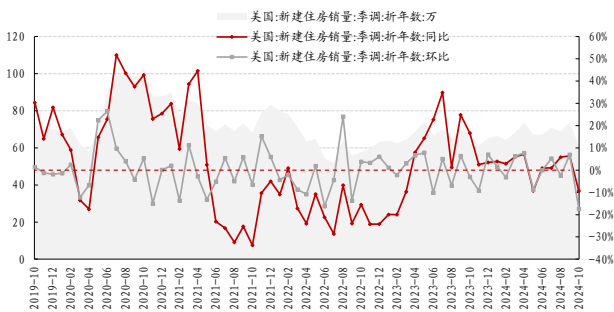
特朗普胜选后轻工出口企业估值下跌, 实际关税影响或小于当前悲观预期。特朗普胜选后加征关税预期增强, 出口情绪较为悲观, 且已经反映至股价和估值上。受2018年中美贸易摩擦及相关地缘政治影响, 近几年欧美代工企业产能基地均已逐步迁移至越南、泰国等东南亚地区, 且事实上2018年轻工出口企业也通过与客户协商形式转移部分关税压力, 因此实际关税影响或小于当前悲观的预期。

3.2 展望：Q4 业绩或将回暖，长期寻差异化布局

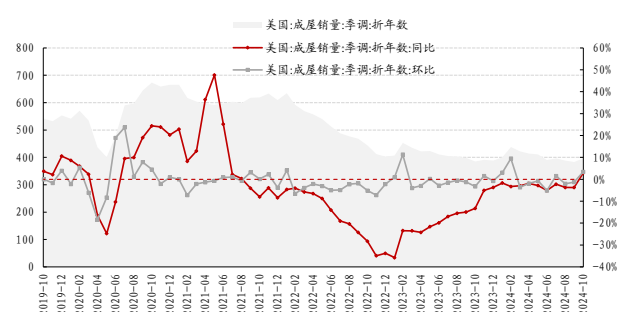
降息周期下预计美国地产温和上行，拉动家具行业需求走强。从供给端来看，此前受利率锁定影响，美国存量房贷利率平均值在 4% 左右，远低于 30 年抵押贷款利率，因此成屋供给持续下行。降息周期下我们预计购房需求会得到释放，在 2024 年美国地产高基数背景下，2025 年将逐步消化房屋库存、地产温和上行，从而拉动家具等地产链相关行业需求走强。

图表26：美国成屋销量同环比转正，期待降息周期下购买需求的改善

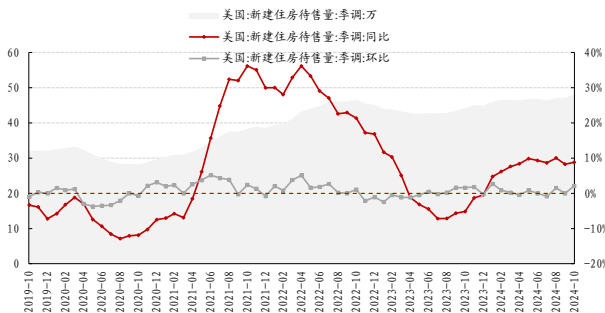
10 月新建住房销量同环比下滑



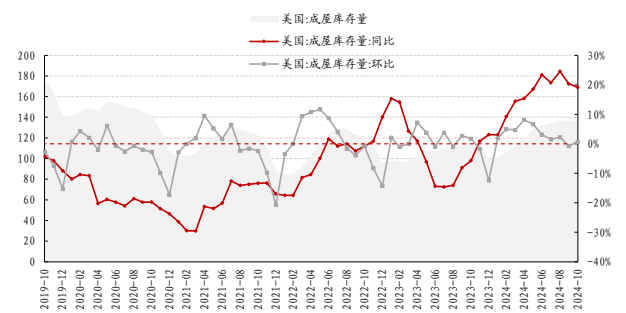
10 月成屋销量同环比转正



10 月新建住房待售量仍处较高水平



10 月成屋库存量同比双位数增长，环比基本持平



资料来源：Wind，国联证券研究所

短期来看，黑五等大促活动叠加海运费回落和汇兑压力降低，以及关税落地前抢出口催化下，2024Q4 业绩有望修复。展望 2024Q4，海运费呈回落趋势，美西/美东/欧洲/东南亚/波红航线运价指数均显著下行，预计 Q4 企业端运费压力减弱；汇兑方面，2024Q2 面临去年高基数，Q3 美国 7 月失业率提至 4.3%、降息预期增强带动人民币汇率升值，均对出口企业业绩产生较大扰动，Q4 汇兑压力或减弱，叠加关税落地前的强出口催化下，2024Q4 业绩有望修复，尤其部分受益于跨境电商的出海供货商和服务商，2024PE 已低至个位数，短期业绩上行或将带动股价回暖。

中长期来看，部分出口企业差异化布局东南亚、拉美及欧洲地区，以及欧美本土非成

熟产业链品类，其关税加征比例或小于预期，将成为明年出口增长点。当前关税加征悲观情绪影响全体出口链，部分非对美出口企业（浙江自然、可靠股份、昇兴股份、华旺科技等）同样受到波及，预计关税落地后企业业绩将形成分化，非对美出口企业或将展现其差异化布局优势；同时从 2018 年关税加征情况来看，科技属性越强、本土供应链越成熟，加征关税比例越高，轻工作为低端制造业，除床垫 3S 品牌拥有较成熟市场外，其他品类与美国本土供应链竞争性不强，预计此部分品类加征关税比例或小于预期，将成为明年出口新增长点。

4. 造纸：短期供需结构改善，中期关注消费复苏

4.1 回顾：纸价见底，行业盈利逐步修复

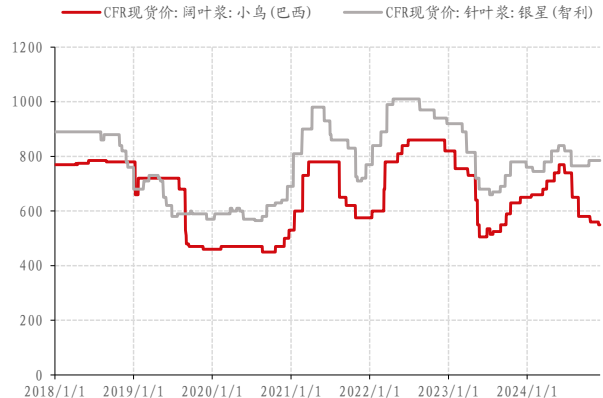
4.1.1 木浆：新产能投产，价格趋势向下，阔叶浆&针叶浆价差扩大

木浆价格 5 月下旬见顶回落，下半年保持低位震荡。年初由于海外需求的恢复，商品阔叶浆供应偏紧，上半年木浆价格维持强势。由于 6、7 月 Suzano 位于巴西的年产 255 万吨的阔叶化学浆和中国联盛集团 120 万吨的阔叶化学浆分别投产，短期新增供给较多，有效地改善商品阔叶浆供给紧张的问题，木浆价格于 2024 年 5 月下旬达到年内高点。新增木浆产能主要为阔叶浆，阔叶浆价格和针叶浆价格的价差在下半年有所扩大。截至 12 月 6 日，国内针叶浆价格较 6 月高点下跌了 2.72% 至 6250 元/吨，国内阔叶浆价格较 6 月高点下跌了 24.14% 至 4400 元/吨。木浆价格的下跌，对纸厂的成本端有一定的改善，不过由于原材料库存周期的影响，我们预计木浆价格下跌带来的影响将在 2024 年 Q4 以及 2025 年 Q1 有所体现。

展望明年，考虑到目前木浆价格或已接近部分制造国的成本线，下跌空间不大，而上涨更多需要需求端的推动；我们认为木浆价格或将维持在低位震荡，阔叶浆和针叶浆的价差有望缩窄。

图表27：国内木浆价格走势（元/吨）

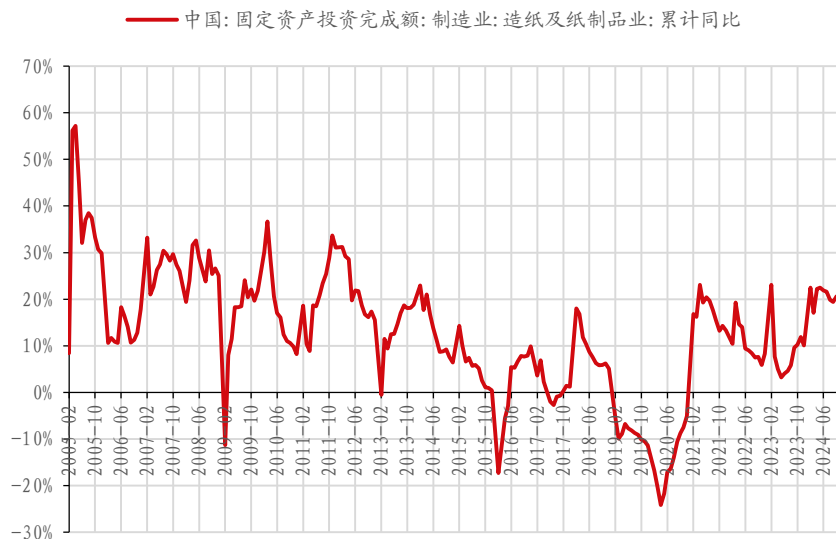

资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

图表28：外盘木浆价格走势（元/吨）


资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

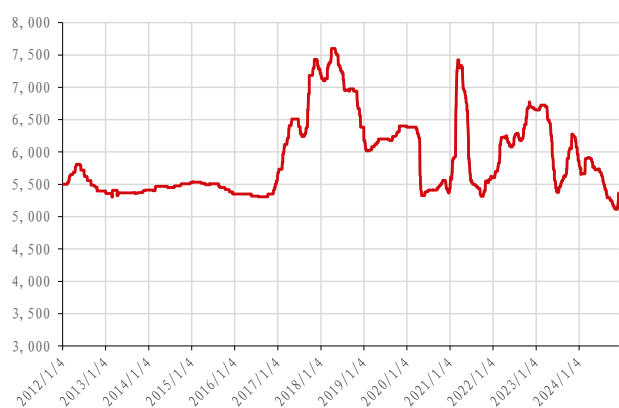
4.1.2 造纸：产能持续扩张，Q4 纸价触底反弹

行业依然处于产能扩张周期。整体来看，行业目前依然处于产能扩张周期，截至 2024 年 10 月，中国造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比数据增长了 20.6%。各细分品类均有较多的产能投放：白纸方面，双胶纸主要为玖龙纸业北海基地的 55 万吨产能在 2024 年年初投产，白卡纸主要为玖龙纸业北海基地的 120 万吨产能于 9 月投产；黑纸方面，今年行业依然有新增产能投放，但相较于去年有所放缓，2024 年新投瓦楞纸产能 130 万吨（2023 年为 158 万吨），箱板纸产能 220 万吨（2023 年为 374 万吨）。

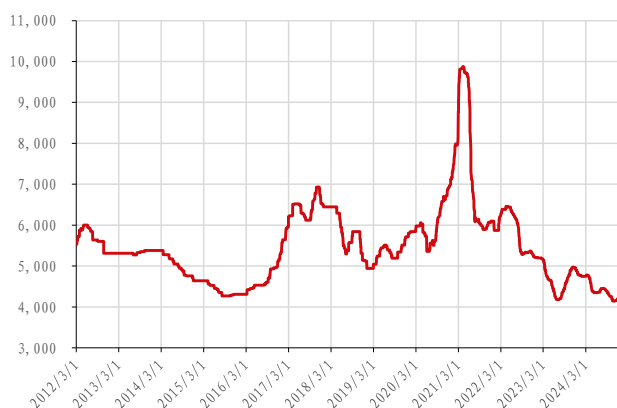
图表29：中国造纸及纸制品业固定资产投资完成额依然处于较高水平


资料来源：Wind，国家统计局，国联证券研究所

Q4 供需有所改善，纸价触底反弹。由于三季度以来，纸价持续走低，晨鸣纸业出现经营亏损，叠加部分金融机构压缩公司贷款规模，导致其流动资金紧张。11月，晨鸣纸业对部分生产基地进行了限产、停产。公司临时停产的浆、纸产能合计703万吨，占其总产能的71.7%，影响月度浆纸产量约58万吨、纸销量约35万吨。晨鸣纸业作为国内白纸行业龙头，其临时停机对于行业的供需关系有较大影响，文化纸和白卡纸价格在11月均出现了反弹。截至12月6日，双胶纸价格较11月低点上涨了4.89%至5362.5元/吨，白卡纸价格较11月低点上涨了1.78%至4220元/吨。

图表30：国内双胶纸价格走势（元/吨）


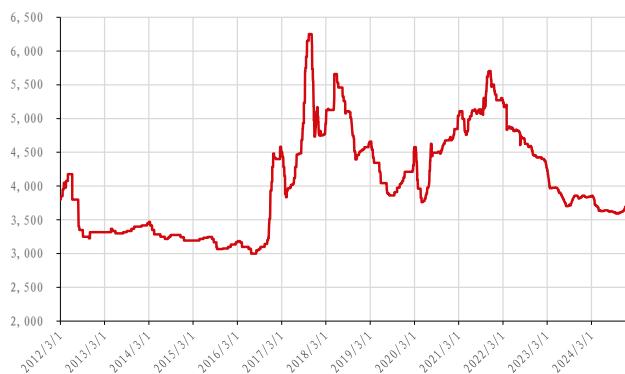
资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

图表31：国内白卡纸价格走势（元/吨）


资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

黑纸方面，受消费刺激政策的拉动，经过Q3的去库，各大纸厂库存有所下降，纸价触底反弹。截至12月6日，箱板纸纸厂库存较Q3的高点下降了38.19%至120.69万吨，瓦楞纸纸厂库存较Q3的高点下降了56.10%至39.05万吨。箱板纸价格较Q4季度初上涨了2.85%至3697元/吨，瓦楞纸价格较Q4季度初上涨了9.20%至2826元/吨。

图表32：国内箱板纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

图表33：国内瓦楞纸价格走势（元/吨）



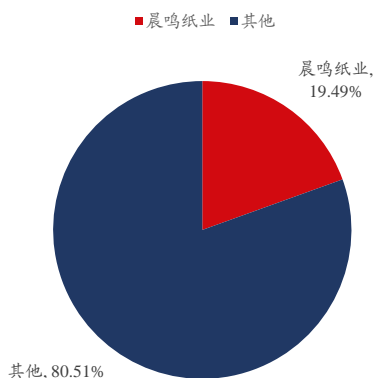
资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

4.2 展望：短期纸价触底反弹，优选弹性品种

4.2.1 文化纸&白卡纸：停产事件短期改善供需关系

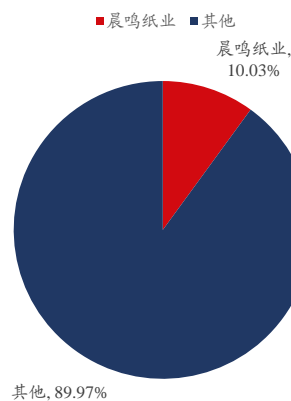
短期文化纸和白卡纸价格有望持续上涨。晨鸣纸业作为文化纸和白卡纸龙头，其产能在行业中占比较高，停产对于行业短期的供需改善有较为积极的影响。由于晨鸣纸业在双胶纸行业中的产能占比高于白卡纸，同时白卡纸短期新增产能较多（玖龙纸业北海基地 120 万吨产能已经于 2024 年 9 月投产），我们预计文化纸的价格弹性将高于白卡纸。

图表34：晨鸣纸业双胶纸产能在行业中占比较高



资料来源：钢联数据，国联证券研究所

图表35：晨鸣纸业白卡纸产能在行业中占比低于文化纸



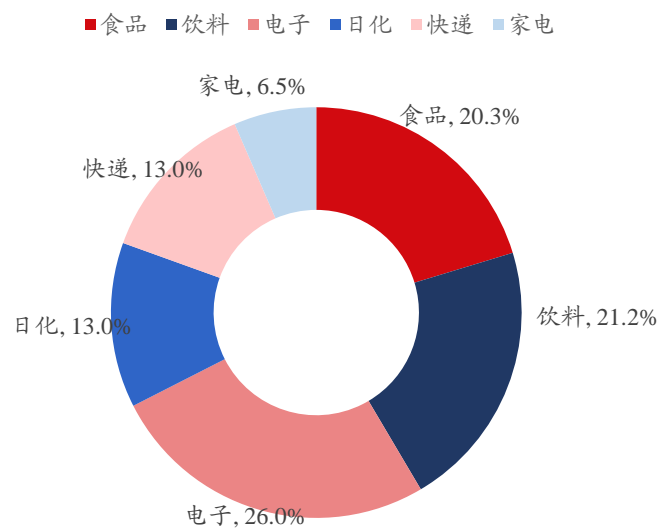
资料来源：卓创资讯、钢联数据，国联证券研究所

中期看，依然需要时间消化过剩产能。中期来看，文化纸和白卡纸可能仍然需要时间消化过剩产能才能迎来行业拐点。其中，文化纸由于下游的出版订单和党政订单相对稳定，新增产能也少于白卡纸，其价格和盈利能力相较于白卡纸或将更为稳定。

4.2.2 箱板瓦楞纸：消费刺激政策或将提振部分需求

今年3月国务院启动印发了“以旧换新”行动方案，7月国家发改委等发布了具体措施，8-9月各省市完成了补贴详细政策。目前来看，“以旧换新”补贴政策对国内消费起到了较大的刺激作用。箱板瓦楞纸的终端需求以消费行业为主，其中食品、饮料、电子产品为主要消费领域。考虑到在11月8日，财政部部长蓝佛安表示明年将扩大消费品“以旧换新”的品种和规模。我们认为箱板瓦楞纸的需求或将得到持续的提振。

图表36：箱板瓦楞纸终端需求以消费行业为主



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

供给端，2018-2025年为箱板瓦楞纸的集中扩产期，目前已进入扩产期尾声，同时行业每年均有部分老旧产能退出市场（2022年约有224万吨老旧产能退出市场），我们预计到2025年下半年，行业的供给压力会得到缓解。

4.2.3 特种纸：短期竞争加剧

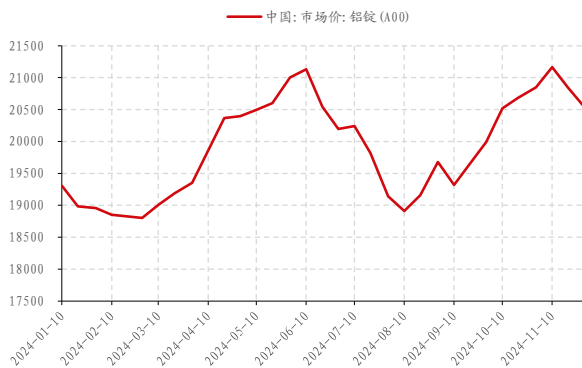
短期来看，由于出口受限，叠加近年来特种纸新增产能较多，国内特种纸市场竞争加剧，其价格可能有进一步下跌的空间。中期来看，特种纸具备较高的功能性，是造纸行业的小而美赛道。特种纸细分品类较多，在消费分级、环保政策、国产替代等因素作用下，食品包装纸、格拉辛纸、热敏纸等均有望持续扩容，具备一定的成长性。考虑到2025年成本端木浆价格相较于2024年可能有所下降，关注木浆价格下跌带来的盈利能力修复的机会。

5. 包装：金属包装整合加速，纸包需求有望改善

5.1 金属包装：行业整合加速，二片罐盈利修复可期

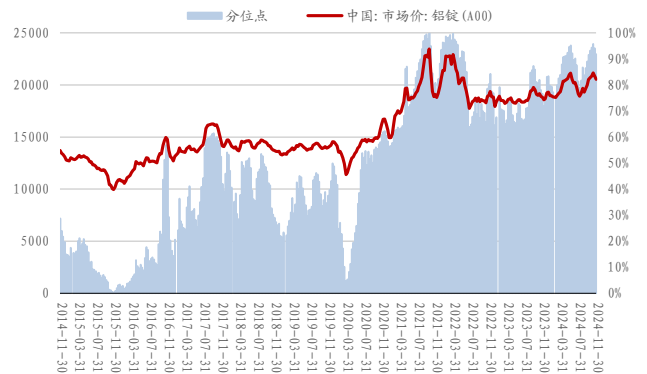
二片罐利润率仍具备较大修复空间。年初以来铝锭价格维持高位震荡，至2024年11月30日，铝锭价格达20542.9元/吨，处于历史高位区域。二片罐业务利润率受铝锭价格上行影响，未来修复空间较大。年初以来马口铁价格整体持续下行，截至2024年12月5日，马口铁价格为5990元/吨，为近10年以来28.81%历史分位点，马口铁价格下行提升三片罐业务盈利能力。综合影响下，2024Q3二片罐业务占比较高的宝钢包装毛利率同比-0.84pct，奥瑞金/昇兴股份毛利率同比-0.08pct/-0.01pct。

图表37：年初以来铝锭价格维持高位震荡（元/吨）



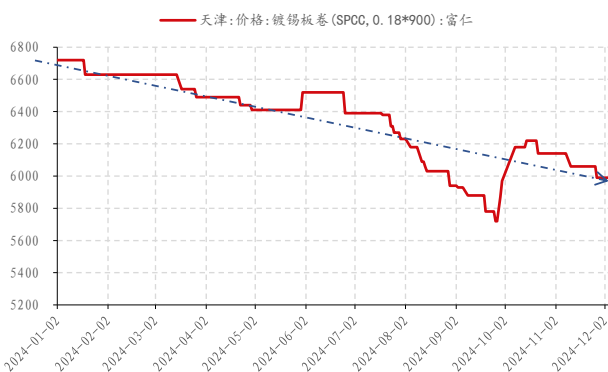
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表38：铝锭价格处于91.83%历史分位点（元/吨）



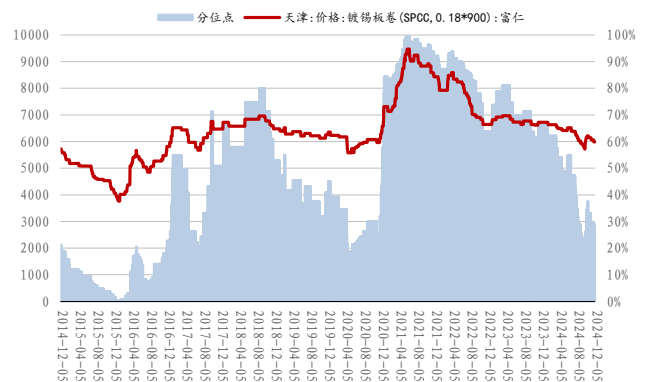
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：年初以来马口铁价格整体持续下行（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表40：马口铁价格处于28.81%历史分位点（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

展望明年，预计金属包装板块最大的边际变化在于二片罐行业格局改善，进而带来的盈利弹性。

中粮包装收购事件进展：2024年12月13日，奥瑞金子公司华瑞凤泉取得本次交易外汇登记相关的《业务登记凭证》，外汇登记手续已完成。截至本公告披露日，本次

交易项下要约的各项先决条件均已达成，奥瑞金后续将根据香港监管要求，于 2024 年 12 月 20 日或 2024 年 12 月 20 日前发出要约文件。

图表41：中粮包装收购事件梳理

收购主体	时间	标志性事件
奥瑞金	2023. 12. 12	筹划以现金式收购中粮包装全部已发行股份
	2024. 06. 07	正式提出现金要约收购中粮包装所有已发行股份
	2024. 08. 28	获得新西兰商业委员会审核通过
	2024. 08. 29	获得国家市场监督管理总局审核通过
	2024. 09. 24	获得北京市商务局备案通过
	2024. 11. 11	获得国家发改委备案通过
	2024. 12. 13	完成外汇登记手续

资料来源：奥瑞金公告，国联证券研究所

5.2 纸包装：成本或维持低位，3C 需求有望改善

成本端：供给压力下 2025 年白卡纸价格或维持低位运行。白卡纸行业 2022 年开始进入产能扩张周期：2022-2024 年，白卡纸行业新增产能合计 470 万吨；而 2025 年规划的白卡纸新项目，合计产能达 370 万吨。不难看出，新增产能仍然主要集中在龙头企业和国内大型浆、纸企业。个别纸厂因债务问题停机导致白卡纸短期供给收缩，但中期来看白卡纸产能过剩状态仍未改善，2025 年白卡纸价格或维持低位运行。

图表42：当前白卡纸价格处于历史低位



资料来源：钢联数据，国联证券研究所

需求端：以旧换新范围规模扩大，3C 需求有望改善。

近日江苏、贵州将 3C 数码纳入以旧换新支持范围。11 月 26 日，江苏省商务厅发布通告，宣布加力释放消费品以旧换新政策红利。最新的《3C 数码产品补贴专项活动操作指引》以及通告新增了 7 类 3C 产品和 20 类家电商品，可享受 15% 专项补贴，最高可优惠 2000 元。11 月 27 日，贵州省人民政府办公厅印发《贵州省全力推动经济持续回升向好若干政策措施》，进一步优化以旧换新支持范围、丰富补贴渠道，创新便利化换新方式，将国内主流电商平台纳入活动范围。在已支持的 17 类家电产品和 12 类家居商品换新促销基础上，将国产手机、平板电脑等更多高质量消费品纳入以旧换新支持范围。

展望明年，以旧换新增量政策值得期待。2024 年 11 月 8 日，财政部部长蓝佛安表示，将结合明年经济社会的发展目标，实施更加给力的财政政策，如：1) 积极利用可提升的赤字空间；2) 扩大消费品以旧换新的品种和规模；3) 加大中央对地方转移支付规模。11 月 21 日，工信部部长金壮龙提出要推进家电、手机等消费终端换代，打造智能化软件应用。结合财政部、工信部官方表态，我们认为 3C 以旧换新补贴有望扩展至更多省市。

图表 43：以旧换新品种和规模有望扩大

时间	部门	主要内容
2024. 11. 08	财政部	结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策。一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是 加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。 五是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。
2024. 11. 21	工信部	要大力发展智能产品，加速智能装备研制， 推进家电、手机等消费终端换代 ，打造智能化软件应用。
2024. 11. 26	江苏省	最新的《3C 数码产品补贴专项活动操作指引》以及通告 新增了 7 类 3C 产品和 20 类家电商品，可享受 15% 专项补贴，最高可优惠 2000 元。
2024. 11. 27	贵州省	进一步优化以旧换新支持范围、丰富补贴渠道，创新便利化换新方式，将国内主流电商平台纳入活动范围。在已支持的 17 类家电产品和 12 类家居商品换新促销基础上， 将国产手机、平板电脑等更多高质量消费品纳入以旧换新支持范围。

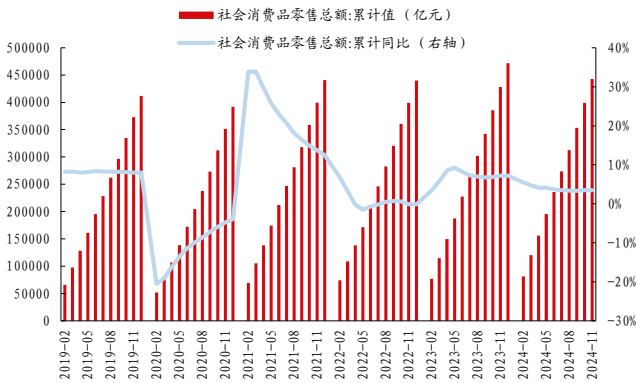
资料来源：各地方政府官网，国联证券研究所

6. 日用消费品：关注国货龙头产品升级&渠道拓展

消费需求整体偏弱，关注细分赛道龙头。根据国家统计局数据，2024 年 1-11 月我国

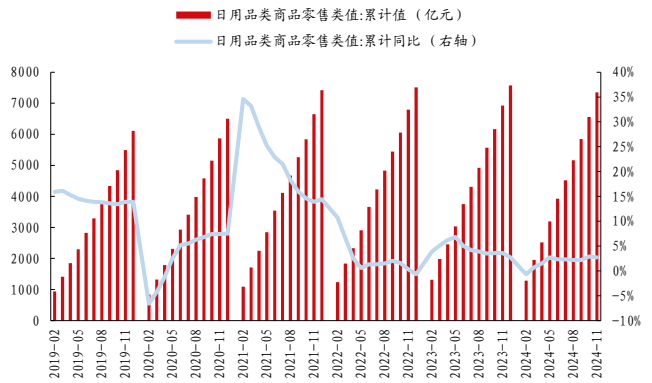
社会消费品零售总额累计同比增长 3.5%，其中限额以上批发零售业日用品/办公用品/家具零售额累计同比+2.7%/-1.3%/+2.9%。在消费内生增长有待提振和市场竞争加剧的情况下，细分市场仍有望涌现结构性投资机会。

图表44：社会消费品累计零售额及同比



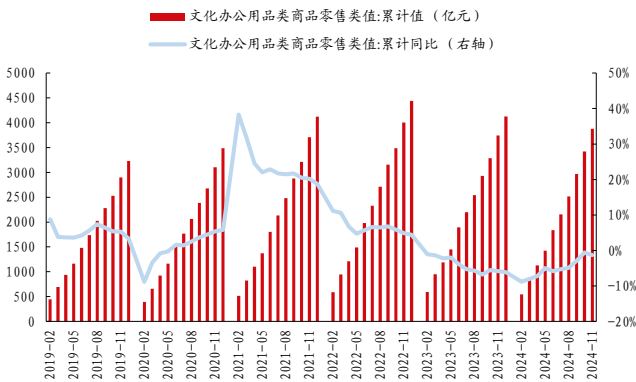
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表45：日用品类累计零售额及同比



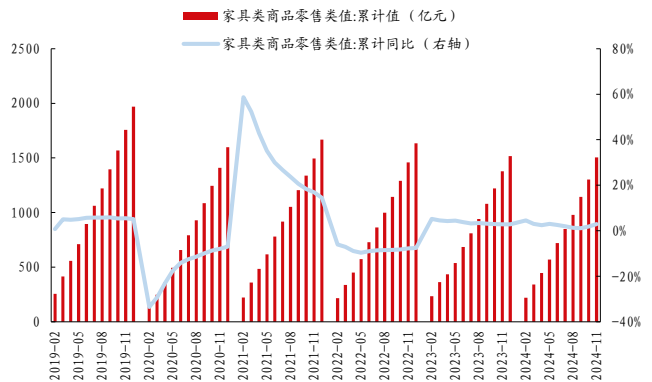
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表46：文化办公用品类累计零售额及同比



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表47：家具类累计零售额及同比



资料来源：iFinD，国联证券研究所

优质国货品牌势能向上，份额有望持续提升。近年来国货品牌积极推陈出新，包括但不限于发力线上电商和线下核心五省及外围市场的**自由点**、占据线下零售市场抗敏感细分领域领导地位的**冷酸灵**、经营质量持续优化的**九木新零售**大店和专注于文具直销业务的**科力普**等品牌。国货品牌也通过提升自身产品力，抓住中国消费者痛点，逐步形成了竞争优势；同时兴趣电商等新兴渠道赋能国货品牌，给予其弯道超车的机会。借助文化自信的赋能、新兴渠道的崛起以及产品力和品牌力的提升，优质国货品牌有望顺利突围，发展前景广阔。

6.1 百亚股份：产品结构优化，电商外围渠道高增

百亚股份益生菌系列带动电商渠道高增，线上赋能线下逐渐突破外围市场，核心五省基本盘稳定增长，未来成长性可期。

产品升级：公司坚持既定发展战略、不断打造品牌力和产品力，中高端系列收入占比持续增长，产品结构不断优化，带动综合毛利率及自由点品牌毛利率上行，2024Q3 分别同比+4.2/+2.7pct。公司于 2024 年 5 月 20 日推出益生菌 pro+，主打 5 倍益生菌和 LA88+N13+益生元，未来公司将通过新品继续放大电商优势，并将用户画像拓展至白领等群体，同时赋能线下渠道，大健康系列占比有望持续提升。

图表48：公司 2024 年 5 月推出益生菌 PRO+系列



资料来源：百亚品牌说微信公众号，国联证券研究所

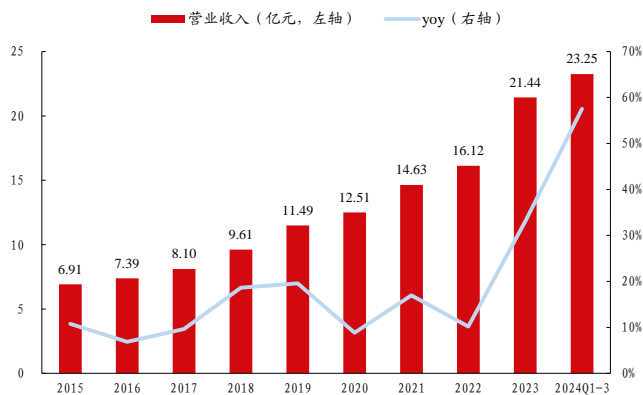
图表49：新品 PRO+主打 5 倍益生菌、3 个月改善菌群



资料来源：淘宝，国联证券研究所

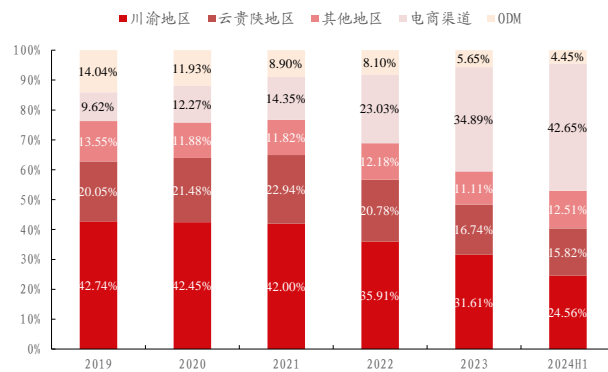
渠道拓展：公司持续深耕优势区域的同时不断加快电商渠道和外围省份建设，2024Q1-3/Q3 营收分别同比+57.51%/+50.64%，其中 2024Q1-3/Q3 电商渠道分别实现收入 10.39/3.85 亿元，同比+140.1%/+96.8%，保持近三位数增长趋势；线下渠道分别实现收入 11.97/3.86 亿元，同比+24.1%/+25.6%，其中受益于公司品牌力提升和消费人群拓展，外围省份加快扩张节奏，2024Q3 收入实现 91%的高速增长。

图表50: 2024Q1-3 公司营收 23.25 亿元, 同比+57.51%



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表51: 公司线上、外围省份加速开拓

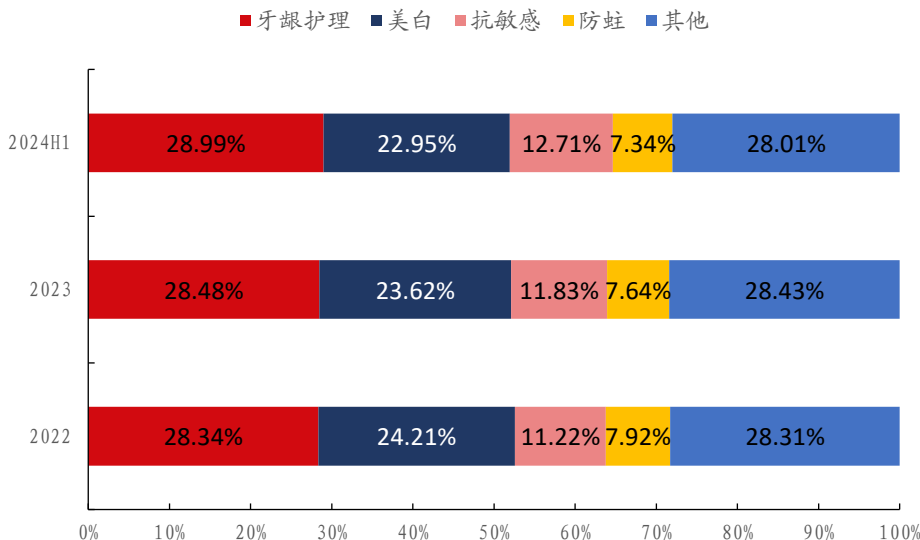


资料来源: Wind、国联证券研究所

6.2 登康口腔: 深耕抗敏感领域, 产品渠道齐头并进

抗敏感细分领域加速发展。2024 年上半年, 牙膏市场中牙龈护理、美白、抗敏感和防蛀类牙膏的线下市场份额分别为 28.99%、22.95%、12.71%和 7.34%。其中, 美白和防蛀牙膏的市场份额呈现萎缩态势, 而牙龈护理和抗敏感牙膏两大强功效领域的市场份额则持续增长。

图表52: 2022~2024 上半年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化



资料来源: 登康口腔 2024 年中报, 国联证券研究所

产品升级: 深耕抗敏感领域, 打造创新爆品。登康口腔多年深耕抗过敏牙膏领域, 相关技术位居行业头部, 打造了以抗牙齿敏感技术为核心的“1+X”核心技术壁垒, 研发优势明显; 公司核心品牌“冷酸灵”在国内抗敏感细分领域长期占据着 60%左右的

市场份额，近两年持续提升。公司通过精准品牌定位，以专业化打造爆品，聚焦核心产品冷酸灵医研抗敏专效修护牙膏，在抖音、小红书实现破冰推广和持续蓄水，打通品效销闭环链路，加速爆品打造，真正实现品效合一。

图表53：冷酸灵成人牙膏主要产品系列

产品系列	产品介绍	产品图片
医研平台	该平台产品是公司高端、专业的代表性产品，均采用具有临床研究的产品技术，专为有特定口腔问题困扰的用户开发，包括医研抗敏专效修护牙膏和医研抗敏即速60s牙膏，分别解决修护牙齿受损部位、60秒快速缓解牙齿敏感酸冷的牙齿敏感问题。	
专研平台	采用自主研发的“舒缓+修护”的双重抗敏感技术（硝酸钾舒缓因子+氯化锶修护因子），一重功效舒缓牙齿敏感，二重功效修护敏感牙齿。基于牙齿敏感用户存在多种口腔问题的现状，以“1+X”的抗敏与其他产品功能组合，满足多样化的功能需求，解决用户复合的口腔问题。	
预护平台	在含抗敏感功效成分的基础上，开发以美白、护龈、口气清新等年轻用户需求较强的产品需求系列，满足牙齿敏感不严重的年轻用户预防牙齿敏感和日常的口腔清洁护理需求。同时，采用突破创新的直立按压泵式包装，革新了牙膏产品的包装形式和使用方式，主打时尚、新颖、便捷的特性，深受年轻时尚人群喜爱。	
基础平台	冷酸灵持续经营的经典抗敏感牙膏，在第一代抗敏感技术的基础上焕新升级，同时开发清火、防菌、固齿护龈、健齿护龈等产品系列。	

资料来源：登康口腔2024年中报，国联证券研究所

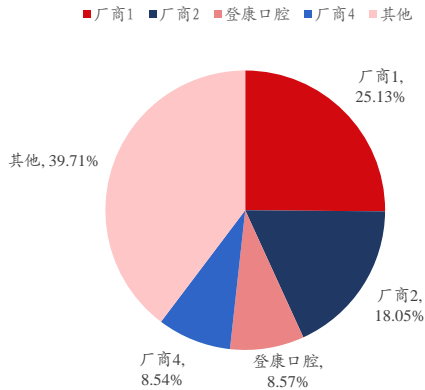
渠道拓展：线下份额提升，线上增速较快。

线下：面对宏观经济压力，2024年上半年国内线下牙膏市场销售下滑3.7%。冷酸灵品牌凭借其竞争力强的产品线、差异化的功效定位、精细化的渠道管理和积极的经营策略，成功提升了市场份额。2024H1，冷酸灵的线下市场份额增加至8.6%，市场排名上升至第三位（提升1名）。

线上：电商渠道方面，冷酸灵实现了收入和盈利能力的快速增长，2024H1电商渠道收入达到1.8亿元，占比25.5%；毛利率提升至49.1%，同比+8.3pct。随着公司电商

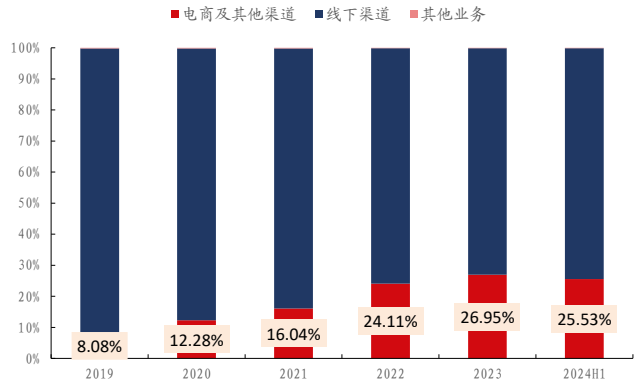
团队的建设 and 优化，规模效应摊薄线上投流营销费用，预计线上市场份额和盈利能力将继续提升。

图表54：2024H1 牙膏行业主要厂商线下渠道销售份额



资料来源：登康口腔 2024 年中报，国联证券研究所

图表55：2019-2024H1 登康口腔收入渠道结构



资料来源：iFinD，国联证券研究所

7. 格局改善，顺势而为，维持行业“强于大市”评级

7.1 家居：看好以旧换新带动龙头份额提升

近期政策组合拳持续出台，家居龙头估值虽有所修复，但对比近 5 年 PE 分位数仍处低位，短期仍看好政策情绪博弈带动家居估值修复，以及各地落实政策过程中企业通过快速响应抢抓政策红利；中长期来看，家居行业下游为地产客户，短期仍受地产新开工、竣工、销售等数据影响，但随着存量房&二手房需求释放，家居行业受新房影响逐渐减弱，消费属性则将逐渐加重，这也将逐渐驱动行业格局向国外发达国家、家电、床垫等品类靠拢。从上市公司自身看，α 属性重要性将凸显。行业格局仍分散，公司自身综合能力的打造和完善，进一步推动公司市占率的提升空间且提升空间仍较大，成长性仍存。建议关注：

主线一：预计家居以旧换新政策可持续性较强，将带动家居回暖。具体关注：1) 软体家居：消费品属性更强、产品更标准化、与以旧换新政策适配性更强的**慕思股份、顾家家居等**；**2) 智能家居：**契合存量房改造场景、渗透率较低的智能卫浴机晾衣架相关标的；**3) 定制家居：**综合 α 优势较强、整装化持续的传统龙头**欧派家居、索菲亚等**；

主线二：长期看好地产止跌企稳、消费信心修复带来的家居基本面回暖，以及政府收储带动公保租房订单提升，建议关注 B 端占比较大、高性价比家居产品相关标的。

7.2 出口链：看好短期业绩修复和长期差异化布局

外需受加征关税预期影响，当前情绪较为悲观，但我们预计 2024Q4 海运费及汇兑扰动减弱，以及黑五大促季产品销量，出口公司基本面将环比好转，短期业绩将有所修复。中长期来看，预计关税落地后企业业绩将形成分化，非对美出口企业或将展现其差异化布局优势；同时轻工作为低端制造业，除床垫外其他品类与美国本土供应链竞争性不强，预计此部分品类加征关税比例或小于预期，或将成为明年出口增长点。因此建议关注：1) 受益于黑五等大促季、跨境电商供给商及服务商有望快速增长的**恒林股份、乐歌股份**等；2) 下游需求持续旺盛、公司业绩持续向上的**保温杯相关标的**等；3) 拓展新客户、打造店中店 OBM 新模式的**匠心家居**等。

7.3 造纸：行业拐点来临，优先布局造纸龙头

我们认为，造纸行业作为顺周期行业，在拐点来临时，龙头优势明显。太阳纸业产品质量稳定，客户服务周全，文化纸产品享有市场溢价。林浆纸一体化的科学布局及内部精细化管理帮助公司实现降本增效，且前瞻性的逆势投资使得公司新投项目的单吨资本开支低于竞争对手；产品溢价叠加成本优势，公司的盈利能力领先于行业整体。进一步考虑到向上游延伸给予了公司熨平周期波动的能力，业绩有望持续增长。

产能建设方面，1) 南宁一期项目：PM11 和 PM12 预计将在 2025Q4 试产，4 条生活用纸生产线已在 2024Q3 陆续进入试产；2) 南宁二期项目：预计将在 2025 年年底陆续进入试产；3) 山东溶解浆生产线搬迁改造项目：已于 2024 年 10 月初启动预计将于 2025Q2 完成；4) 山东基地颜店厂区特种纸项目：3.7 万吨特种纸预计将在 2025H1 进入试产，14 万吨特种纸项目二期开工建设。长期来看，公司产能建设有序推进，资源壁垒与成本优势不断强化，业绩后续保持双位数确定性增长可期。

7.4 包装：关注金属包装整合，纸包装景气度改善

金属包装：奥瑞金收购中粮包装事件，交易项下要约的各项先决条件均已达成。金属包装龙头进一步加速整合，有望提升龙头公司对下游客户议价能力，改善产业链价值分配。建议关注受益于格局改善的金属包装龙头。

纸包装：成本端，个别纸厂因债务问题停机导致白卡纸短期供给收缩，中期来看白卡纸产能过剩状态仍未改善，2025 年白卡纸价格或维持低位运行。需求端，近日江苏、贵州将 3C 数码纳入以旧换新支持范围，结合财政部、工信部官方表态，我们认为 3C 以旧换新补贴有望扩展至更多省市，2025 年纸包装下游 3C 数码需求有望改善，建议

关注裕同科技。

7.5 日用消费：优选细分赛道龙头

日用消费方面，在消费内生增长有待提振和市场竞争加剧的情况下，细分赛道龙头仍有望通过产品升级和渠道拓展实现破局。近年来国货品牌积极推陈出新，包括但不限于发力线上电商和线下核心五省及外围市场的自由点、占据线下零售市场抗敏感细分领域领导地位的冷酸灵、经营质量持续优化的九木新零售大店和专注于文具直销业务的科力普等品牌。国货品牌通过提升自身产品力，抓住中国消费者痛点，逐步强化竞争优势；同时兴趣电商等新兴渠道赋能国货品牌，给予其弯道超车的机会。展望2025年，细分赛道龙头品牌势能向上，业绩兑现节奏可能超出市场预期，带来结构性投资机会，建议关注百亚股份和登康口腔。

8. 风险提示

居民消费意愿不及预期的风险：若国内宏观经济增速发生较大波动，居民收入预期可能依然向下，消费意愿承压从而导致社零数据下滑。则收入端可能会存在收入回落、盈利下滑的风险；

海外经营环境和政策风险：海外各地市场环境、政策环境、国际关系等具备不确定性，出海企业面临海外市场法律和政策风险；

原材料价格大幅上涨风险：企业盈利能力受原材料价格波动的影响较大。假设原材料价格大幅上涨，则企业盈利能力存在大幅下滑的风险。

人民币汇率波动风险：若未来人民币出现大幅升值波动，将会在某种程度上影响行业中出口产品的销售价格，进而削弱相关产品的市场竞争力。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼