

轻工制造

质价比引领国货崛起，智价比推动家居焕新

——轻工行业 2024 年度中期投资策略

行情回顾：年初至今，轻工板块累计录得-9.04%的收益，板块表现弱于大盘。市场对地产β、消费需求等悲观预期反应较为充分，当前行业估值已处于历史低位。个股层面，经营业绩稳健的低估值龙头公司仍受资金青睐。

➤ 家居：政策托底存量成主需，智能化前景广阔

2024年政策博弈情绪带动家居股价短期波动，长期新房红利减退、大宗渠道弱化趋势明显，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，存量更新需求将占据较大比例，有望带动家居基本面好转。传统家居渠道拓展延续整装/融合大店化、市场下沉、直播电商和家具出海四条主线，头部企业综合优势强劲有望驱动集中度提升；产品端智能家居产业契合以旧换新闭环，推动消费产业双升级，高增速低渗透下增量空间广阔。

➤ 出口链：欧美地区增速稳定，新兴市场贡献增量

2024年补库及海外消费需求改善推动轻工品类出口增长，当前库销比仍处低位。Temu、TikTok Shop 跨境电商新平台为出海供货商和服务商创造增量需求，近期红海局势和关税等宏观因素扰动海运费上行，FOB企业或因运力影响订单节奏，CIF企业或受运费影响带来业绩压力。但整体来看拉美等新兴市场增速强劲，欧美大盘稳步回暖，下半年外销整体表现或将好于预期。

➤ 包装：金属包装格局有望改善，议价能力提升

年初至今，金属包企收入增长与下游景气回升高度相关，三片罐成本下行叠加订单修复带动行业盈利回暖。展望未来，中粮包装收购事件有望加速行业整合，提升金属包装行业议价能力，并改善金属包装产业链价值分配。

➤ 造纸：短期成本压力增加，静待经营向上拐点

成本端，木浆价格持续上涨，而供给端新增产能导致了行业短期供需失衡，纸厂成本压力向下游难以传导，我们预计短期造纸行业的盈利能力将受到一定影响。目前纸价的底部已经基本确定，纸厂在稳价的同时，也需要进一步完成消化库存的工作。我们预计去库存完成后纸价有望迎来向上拐点。

➤ 日用消费品：质价比优势突出，国货品牌崛起

随着消费理念由“性价比”向“质价比”转型，消费习惯也逐步向线上渠道转移，兴趣电商近年来保持高增长。国货品牌在提升自身产品质量，提升质价比的同时，抓住新兴渠道高增的东风，实现了对海外品牌的弯道超车。

➤ 投资建议：维持行业“强于大市”评级

- 1) **家居：**看好产业上下游整合背景下综合优势强的龙头以及消费产业双升级的智能家居，建议关注顾家、敏华、索菲亚以及瑞尔特等家居相关标的；
- 2) **出口链：**看好 Temu 等国内跨境电商平台以及拉美等新兴市场带来的增量空间，建议关注恒林、乐歌、匠心等出口标的；
- 3) **包装：**看好后续中粮包装收购事件带来行业竞争格局的持续改善及制罐在产业链的价值分配；
- 4) **造纸：**等待周期向上拐点，建议关注太阳纸业；
- 5) **日用消费：**兴趣电商高速增长，国货产品质价比优势提升，建议关注优质国货品牌崛起机会。

风险提示：宏观经济增速放缓导致居民消费意愿不达预期的风险；海外经营环境和政策风险；原材料价格大幅上涨风险；人民币汇率波动风险。

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：管泉森

执业证书编号：S0590523100007

邮箱：guanqs@glsc.com.cn

分析师：孙珊

执业证书编号：S0590523110003

邮箱：sunshan@glsc.com.cn

分析师：戚志圣

执业证书编号：S0590523120002

邮箱：qizhsh@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《轻工制造：分地区看 2024 年轻工板块出口韧性》2024.06.02
- 2、《轻工制造：地产存量时代智能家居需求空间几何？》2024.05.19

正文目录

1. 2024 年初至今轻工板块行情回顾	4
1.1 轻工板块整体承压，估值处于近十年分位数低位	4
1.2 2024Q1 轻工重仓比例 1.08%，环比提升 0.28pct	5
2. 家居：政策托底存量成主需，智能化前景广阔	7
2.1 回顾：短期政策博弈，存量更新带动基本面回暖	7
2.2 展望：多渠道截取客流，智能家居注入增长动能	10
3. 出口链：欧美地区增速稳定，新兴市场贡献增量	15
3.1 回顾：美国库销比维持低位，轻工出口持续改善	15
3.2 展望：新兴市场增速强劲，外销韧性或好于预期	17
4. 包装：金属包装格局有望改善，议价能力提升	19
4.1 回顾：下游需求同比改善，原材料成本短期承压	19
4.2 展望：量价有望齐升，格局优化助盈利能力上行	20
5. 造纸：短期成本压力增加，静待经营向上拐点	22
5.1 回顾：短期浆价上涨&纸价见底，后续拐点在望	22
5.2 展望：文化纸旺季行情可期，包装纸潜在弹性大	27
6. 日用消费品：质价比优势突出，国货品牌崛起	27
6.1 回顾：借助兴趣电商弯道超车，质价比优势明显	27
6.2 展望：国货品牌积极推陈出新，发展前景仍广阔	29
7. 投资建议：维持行业“强于大市”评级	29
7.1 家居：关注智能家居渗透率提升	29
7.2 出口链：关注跨境电商和新兴市场增量	29
7.3 包装：关注龙头整合带动行业议价能力	30
7.4 造纸：短期纸价承压等待周期向上拐点	30
7.5 日用消费：关注优质国货品牌崛起机会	30
8. 风险提示	30

图表目录

图表 1：轻工制造板块年初至今累计收益排名第 24	4
图表 2：年初至今轻工子板块表现整体偏弱	4
图表 3：轻工板块相对沪深 300 收益为-13.38%	4
图表 4：2024 年初至今涨幅居前个股	4
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	5
图表 6：2024Q1 轻工基金重仓环比+0.28pct 至 1.08%	6
图表 7：2024Q1 轻工分子行业基金重仓市值占比变动	6
图表 8：2024Q1 末轻工板块基金重仓市值前 15 名标的一览	6
图表 9：轻工板块重要标的北上南下资金持股变化	7
图表 10：2023 年至今家居板块估值（PE-TTM）变动（倍）	8
图表 11：2024 年竣工端承压，新房家居需求压力较大	8
图表 12：2024 年房地产开发投资额降幅收窄（亿元）	8
图表 13：2023 年至今保障性住房及老旧小区改造政策汇总	9
图表 14：2018-2023E 存量房占装修市场比例稳步提升	9
图表 15：2035 年改善需求占比将达 54%（亿平方米）	9
图表 16：未来新房、二手房交易及存量房更新假设及测算	10
图表 17：消费者家装服务选择/产品购买数量/预算分布情况（万元）	11
图表 18：家居企业通过打造大店及市场下沉多渠道截流	12
图表 19：2021-2023 年智能家居市场规模双位数增长	13

图表 20:	2022 年我国智能家居渗透率为 16.63%	13
图表 21:	预计 2023-2028E 亚洲智能家居收入复合增速最快(十亿美元)	13
图表 22:	家居主要企业经营业绩及当前 PE 分位数水平	14
图表 23:	2024 年零售、制造、批发商库销比呈回落趋势	15
图表 24:	2020 年至今美国家居渠道库销比及变动情况	16
图表 25:	2023.01-2024.04 轻工板块分品类出口金额及同比变化	16
图表 26:	家居品类分地区出口额及同比增速(数据截至 2024 年 4 月)	17
图表 27:	产品出海 VS 品牌出海的特征对比	18
图表 28:	2023 年 8 月起 SCFI 综合指数同比上涨明显	18
图表 29:	2024 年至今 CCFI 综合指数上涨同样显著	18
图表 30:	1-4 月啤酒产量同比+0.75% (万千升)	19
图表 31:	1-4 月软饮料产量同比+7.00% (万吨)	19
图表 32:	3 月初以来铝锭价格持续上行(元/吨)	20
图表 33:	铝锭价格处于 95.20% 历史分位点(元/吨)	20
图表 34:	年初以来马口铁价格持续下行(元/吨)	20
图表 35:	马口铁价格处于 55.58% 历史分位点(元/吨)	20
图表 36:	二片罐需求主要集中在啤酒上	20
图表 37:	中国啤酒罐化率与发达国家还有较大差距	20
图表 38:	近十余年中国啤酒罐化率均逐年提升	21
图表 39:	二片罐单价自 2016 年起有所回暖(元/罐)	21
图表 40:	2020H1 铝锭价格上行, 2022 年下行(元/吨)	21
图表 41:	2022 年波尔和皇冠全球市占率达 68%	22
图表 42:	波尔和皇冠毛利率均在 20% 左右	22
图表 43:	国内木浆价格走势(元/吨)	23
图表 44:	国内木浆价格走势(元/吨)	23
图表 45:	欧洲港口木浆库存大幅下降(万吨)	23
图表 46:	文化纸价格上涨趋势在 Q2 受阻(元/吨)	24
图表 47:	文化纸毛利润在 Q2 承压(元/吨)	24
图表 48:	太阳纸业 PB-Band (倍)	25
图表 49:	白卡纸价格于 5 月趋稳(元/吨)	25
图表 50:	白卡纸盈利能力持续承压(元/吨)	25
图表 51:	箱板纸价格走势(元/吨)	26
图表 52:	瓦楞纸价格走势(元/吨)	26
图表 53:	直播电商市场规模快速增长	28
图表 54:	店播市场规模占比逐步提升	28
图表 55:	冷酸灵医研抗敏牙膏&牙齿脱敏剂	29
图表 56:	百亚的产品设计思路转变	29

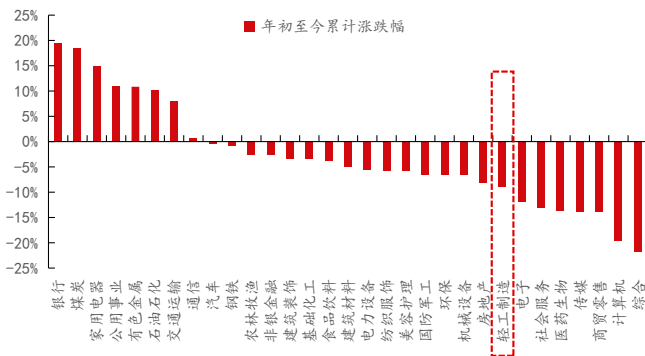
1. 2024 年初至今轻工板块行情回顾

1.1 轻工板块整体承压，估值处于近十年分位数低位

截至 2024 年 5 月 31 日，轻工制造板块年初至今下跌 9.04%(总市值加权平均)，在 31 个申万一级行业中排名第 24 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-13.38%，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-9.19%/-5.03%/-21.55%/-22.73%。当前板块 PE(TTM)估值仅为 26.26X，大幅低于 10 年中位数 39.71X，处于近 10 年 12.75%分位数。

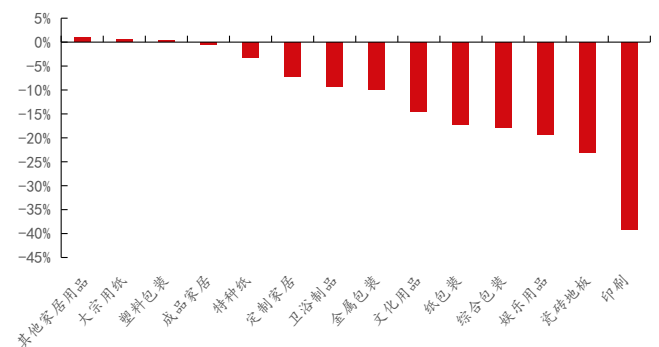
细分赛道来看，截至 2024 年 5 月 31 日，其他家居用品/大宗用纸/塑料包装实现正收益，年初至今涨幅分别为 0.94%/0.52%/0.15%。行业涨幅前五的股票分别是：美新科技(+76.97%)、嘉益股份(+76.92%)、方大新材(+70.37%)、翔港科技(+60.78%)和齐峰新材(+59.85%)。此外，软体家居的喜临门，大宗纸龙头太阳纸业，特种纸的仙鹤股份、华旺科技，出口链的建霖家居、恒林股份等个股股价均表现较好。

图表1：轻工制造板块年初至今累计收益排名第 24



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表2：年初至今轻工子板块表现整体偏弱



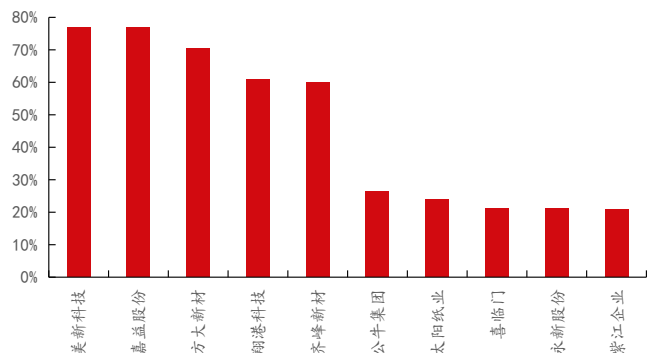
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表3：轻工板块相对沪深 300 收益为-13.38%

指数	年初至今收益	相对沪深300收益
包装印刷	-18.39%	-22.73%
家居用品	-4.86%	-9.19%
造纸	-0.69%	-5.03%
文娱用品	-17.22%	-21.55%
轻工制造	-9.04%	-13.38%
沪深300	4.34%	-
上证指数	3.76%	-

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	同比	2023	同比	2024Q1	同比	2023	同比	
家居	欧派家居	36.21	1.43%	227.82	1.35%	2.18	43.00%	30.36	12.92%	-2.24%
	索菲亚	21.11	16.98%	116.66	3.95%	1.65	58.59%	12.61	18.51%	9.84%
	金牌厨柜	6.41	11.45%	36.45	2.59%	0.36	11.16%	2.92	5.42%	-12.51%
	志邦家居	8.20	1.77%	61.16	13.50%	0.47	-8.38%	5.95	10.87%	-3.52%
	尚品宅配	7.76	-3.98%	49.00	-7.80%	-0.87	-	0.65	40.06%	-32.37%
	江山欧派	6.26	-8.17%	37.38	16.49%	0.29	-50.79%	3.90	-	-19.67%
	顾家家居	43.50	10.04%	192.12	6.67%	4.20	5.02%	20.06	10.70%	2.40%
	慕思股份	12.01	25.50%	55.79	-4.03%	1.41	39.48%	8.02	13.17%	4.59%
	喜临门	17.61	20.02%	86.78	10.71%	0.74	20.20%	4.29	80.54%	21.22%
	箭牌家居	11.35	2.26%	76.48	1.79%	-0.90	-	4.25	-28.43%	-25.21%
	瑞尔特	5.23	32.30%	21.84	11.47%	0.59	47.15%	2.19	3.59%	8.91%
	好太太	2.92	5.73%	16.88	22.16%	0.56	15.07%	3.27	49.71%	-7.69%
造纸	太阳纸业	101.85	3.87%	395.44	-0.56%	9.56	69.04%	30.86	9.86%	23.91%
	晨鸣纸业	67.62	9.84%	266.09	-16.86%	0.58	-	-12.81	-776.89%	-3.09%
	岳阳林纸	19.60	-22.31%	86.41	-11.66%	0.81	-7.60%	-2.38	-138.66%	-21.39%
	山鹰国际	66.69	5.00%	293.33	-13.76%	0.39	-	1.56	-	-10.82%
	博汇纸业	43.98	5.69%	186.93	1.80%	1.01	-	1.82	-20.27%	-8.05%
	华泰股份	34.34	-2.77%	132.91	-12.41%	1.13	5.84%	2.37	-44.34%	5.49%
	荣晟环保	5.48	1.19%	22.91	-10.60%	0.91	11.88%	2.71	60.99%	-4.01%
	仙鹤股份	22.09	20.22%	85.53	10.53%	2.69	120.14%	6.64	-6.55%	19.21%
	华旺科技	9.52	4.15%	39.76	15.70%	1.47	36.59%	5.66	21.13%	19.17%
	五洲特纸	17.26	37.17%	65.19	9.35%	1.34	-	2.73	32.97%	-3.74%
冠豪高新	16.90	3.97%	74.03	-8.44%	0.43	435.79%	-0.46	-111.94%	-13.58%	
包装	裕同科技	34.76	19.37%	152.23	-6.96%	2.19	20.55%	14.38	-3.35%	-9.34%
	宝钢包装	19.82	12.65%	77.60	-9.16%	0.56	-8.92%	2.19	-18.58%	3.70%
	昇兴股份	16.76	9.11%	70.95	3.16%	1.22	128.00%	3.33	59.13%	9.46%
	新巨丰	4.37	1.04%	17.37	8.05%	0.53	25.60%	1.70	0.39%	-16.12%
文娱用品	晨光股份	54.85	12.37%	233.51	16.78%	3.80	13.87%	15.27	19.05%	-5.25%
	百亚股份	7.65	46.40%	21.44	33.00%	1.03	28.07%	2.38	27.21%	55.74%
	珠江钢琴	2.13	-42.88%	11.28	-32.05%	-0.20	-164.07%	0.06	-95.23%	-26.00%
	明月镜片	1.92	11.93%	7.49	20.17%	0.42	20.42%	1.58	15.68%	-38.32%
	登康口腔	3.61	5.22%	13.76	4.76%	0.37	15.60%	1.41	4.97%	-11.62%
出口链	匠心家居	5.59	30.66%	19.21	31.37%	1.21	57.97%	4.07	21.93%	-7.14%
	麒盛科技	7.56	8.48%	31.03	16.50%	0.45	87.95%	2.06	702.57%	4.19%
	致欧科技	18.42	45.30%	60.74	11.34%	1.01	15.06%	4.13	65.08%	3.34%
	建霖家居	11.53	42.68%	43.34	3.52%	1.23	170.35%	4.25	-7.25%	16.59%
	松霖科技	6.81	12.61%	29.83	-6.20%	1.11	154.72%	3.52	34.98%	-2.09%
	乐歌股份	11.22	40.83%	39.02	21.61%	0.80	-79.89%	6.34	189.72%	-9.66%
	恒林股份	23.54	38.98%	81.95	25.78%	1.03	31.20%	2.63	-25.44%	11.62%
	永艺股份	8.57	22.96%	35.38	-12.75%	0.43	-17.47%	2.98	-11.14%	1.45%
	嘉益股份	4.32	78.20%	17.75	40.96%	1.07	102.22%	4.72	73.60%	76.92%
	哈尔斯	5.75	58.58%	24.07	-0.86%	0.31	781.57%	2.50	21.31%	-4.09%
梦百合	18.19	7.08%	79.76	-0.52%	0.20	18.18%	1.07	157.74%	-22.95%	

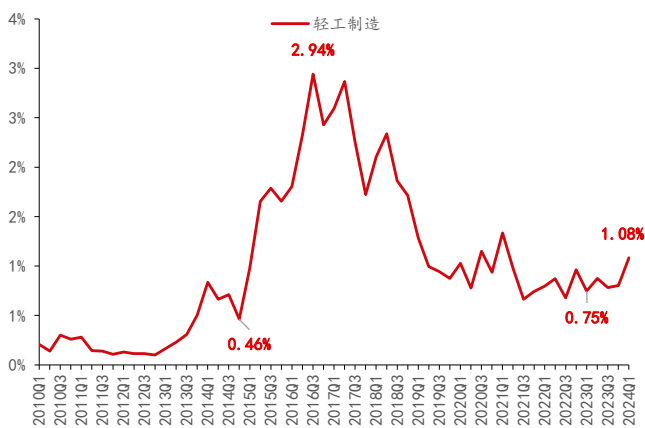
资料来源：iFinD，国联证券研究所（截至 2024 年 5 月 31 日）

1.2 2024Q1 轻工重仓比例 1.08%，环比提升 0.28pct

2024Q1，轻工板块基金重仓持股比例环比+0.28pct 至 1.08%（中信一级行业分类口径），处于 2010 年以来 68% 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，2024Q1 轻工子板块重仓比例排序依次为家居（0.53%）、造纸（0.28%）、文娱用品（0.28%）、包装印刷（0.07%），家居（+0.16pct）、文娱用品（+0.14pct）、造纸（+0.05pct）重仓比例环比提升，包装印刷减配。

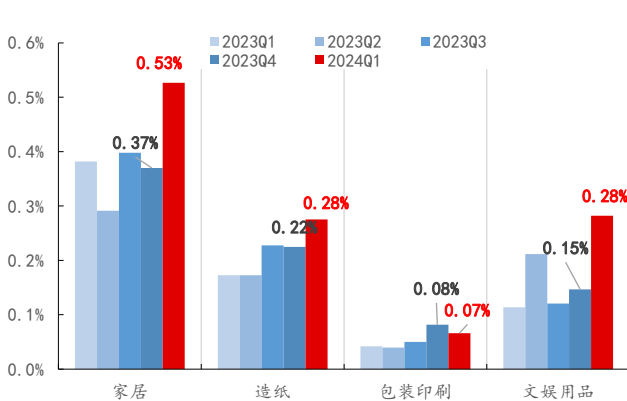
个股层面，轻工经营业绩稳健的低估值龙头公司获小幅加仓，包括顾家家居 (+0.13pct)、晨光股份 (+0.10pct)、太阳纸业 (+0.05pct)、公牛集团 (+0.04pct) 和泡泡玛特 (+0.04pct)。

图表6：2024Q1 轻工基金重仓环比+0.28pct 至 1.08%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：2024Q1 轻工分子行业基金重仓市值占比变动



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表8：2024Q1 末轻工板块基金重仓市值前 15 名标的一览

标的名称	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	3.15	45.82	0.27%	+0.05pct	59	13
顾家家居	0.88	32.62	0.19%	+0.13pct	56	18
晨光股份	0.86	31.11	0.18%	+0.10pct	47	19
公牛集团	0.17	17.85	0.10%	+0.04pct	29	16
欧派家居	0.18	11.50	0.07%	-0.02pct	26	-9
泡泡玛特	0.44	11.36	0.07%	+0.04pct	26	13
裕同科技	0.39	9.61	0.06%	-0.02pct	24	-5
索菲亚	0.47	7.21	0.04%	+0.00pct	19	1
志邦家居	0.34	5.33	0.03%	-0.01pct	16	-9
百亚股份	0.27	4.54	0.03%	+0.01pct	23	2
江山欧派	0.16	4.43	0.03%	+0.00pct	7	-1
瑞尔特	0.26	3.07	0.02%	+0.00pct	14	9
敏华控股	0.61	3.06	0.02%	+0.00pct	12	2
匠心家居	0.04	2.63	0.02%	+0.01pct	17	5
嘉益股份	0.03	2.39	0.01%	+0.01pct	26	17

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

业绩亮眼的龙头公司受到北上资金青睐。年初至今，索菲亚 (+1.93pct)、匠心家居 (+1.33pct)、百亚股份 (+1.13pct) 和晨光股份 (+0.45pct) 的北上资金持股比例提升较多。其中，索菲亚受去年客户需求疲软导致的低基数影响，盈利显著改善，2024Q1 收入同比+16.98%，归母净利润同比+58.59%；匠心家居 OBM 业务开拓顺畅，截至 2024Q1 已开拓 24 位全新客户，其中 2 位为美国 TOP100 零售商，2024Q1 收入同比+30.66%；百亚股份受益于线上渠道的高速增长，2024Q1 收入增速达 46.40%；晨光股份科力普及零售大店业务持续增长，2024Q1 营收同比+12.37%。

图表9：轻工板块重要标的北上南下资金持股变化

北上资金持股占流通股比例							
	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/29	2023/12/31	2024/3/31	2024/5/31	2024年至今变化
欧派家居	4.91%	4.26%	3.71%	2.55%	1.75%	1.79%	-0.76%
公牛集团	1.40%	1.62%	2.15%	2.11%	1.79%	2.09%	-0.02%
顾家家居	6.08%	6.17%	5.69%	4.88%	4.44%	5.30%	0.42%
匠心家居	0.00%	0.00%	0.00%	0.43%	1.61%	1.76%	1.33%
志邦家居	3.38%	2.81%	3.46%	1.65%	1.09%	1.45%	-0.20%
索菲亚	15.31%	12.25%	14.20%	11.33%	10.34%	13.26%	1.93%
江山欧派	0.28%	1.44%	1.93%	1.38%	1.50%	0.84%	-0.54%
太阳纸业	1.74%	1.56%	1.54%	2.35%	2.40%	2.72%	0.37%
华旺科技	0.37%	0.88%	1.50%	0.53%	0.50%	0.78%	0.25%
博汇纸业	1.41%	0.94%	1.12%	1.22%	0.80%	1.60%	0.38%
裕同科技	8.45%	6.82%	6.40%	6.54%	5.26%	5.57%	-0.97%
晨光股份	8.61%	7.15%	5.59%	4.44%	4.32%	4.89%	0.45%
明月镜片	0.32%	0.51%	0.19%	0.08%	0.19%	0.21%	0.13%
百亚股份	0.99%	1.69%	4.41%	3.49%	2.52%	4.62%	1.13%
登康口腔	0.00%	0.17%	0.26%	0.43%	0.47%	0.66%	0.23%
南下资金持股占流通股比例							
敏华控股	17.68%	16.19%	16.59%	16.28%	15.96%	15.40%	-0.88%
泡泡玛特	19.40%	15.99%	15.41%	15.53%	13.99%	13.60%	-1.93%
玖龙纸业	5.17%	6.59%	8.55%	9.19%	9.63%	9.17%	-0.02%
理文造纸	2.15%	4.19%	5.14%	5.73%	6.05%	6.13%	0.40%

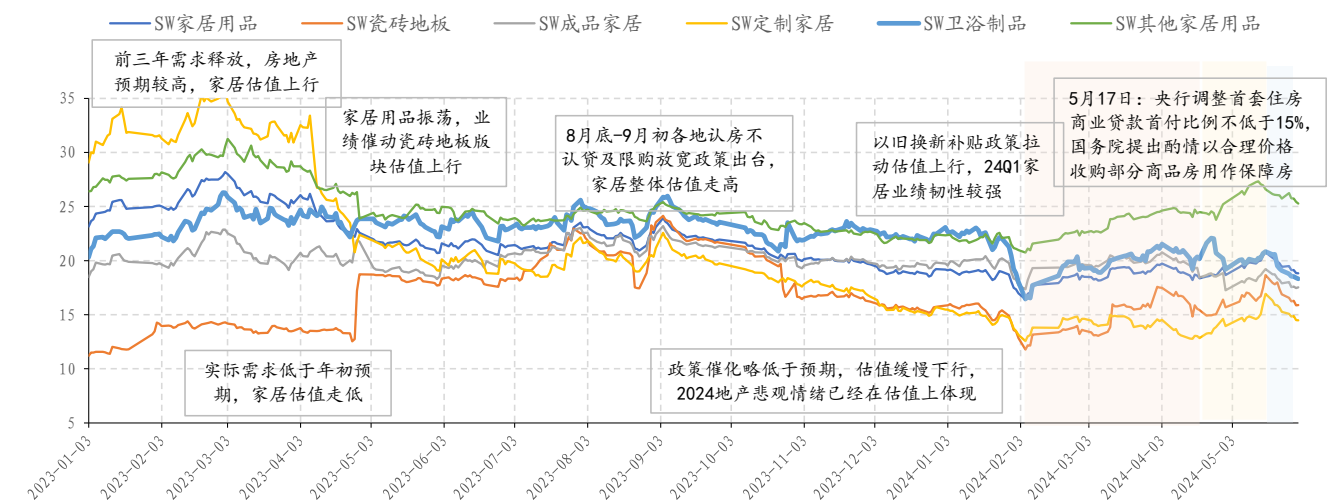
资料来源：iFinD，国联证券研究所

2. 家居：政策托底存量成主需，智能化前景广阔

2.1 回顾：短期政策博弈，存量更新带动基本面回暖

短期政策博弈情绪拉动家居估值，长期存量更新需求有望带动基本面好转。2023年至今家居板块整体估值经历四轮涨跌波动，与地产政策和业绩表现高度相关。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，政策博弈情绪达到高点，随后PE开始下行。目前家居估值已经重回低位，后续随着地产政策进一步落地有望迎来修复，且长期来看，存量房更新需求释放有望带动家居基本面回暖。

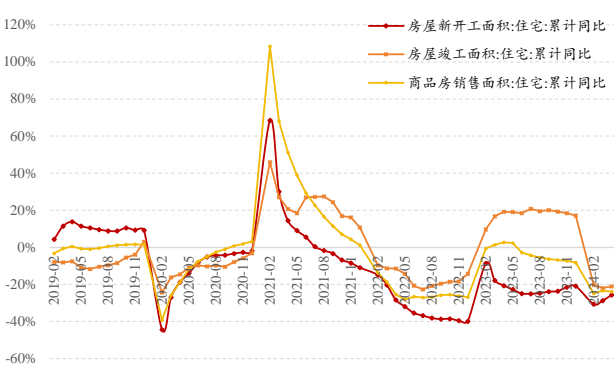
图表10：2023年至今家居板块估值（PE-TTM）变动（倍）



资料来源：Wind，国联证券研究所

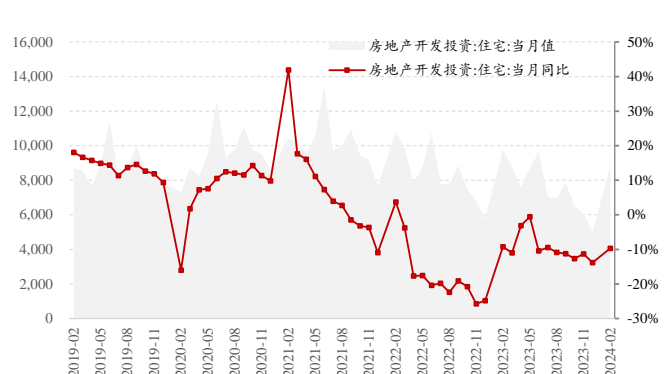
2024 年竣工承压，政府收储和房屋限售限贷政策逐步放宽以满足刚性、改善性住房需求。央行 2024 年 5 月 17 日发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，宣布调整 2024 年首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。同时国务院政策例行吹风会表示可酌情以合理价格收购部分商品房作保障性住房。近 30 城降低或取消限售年限要求，购房管控逐渐放宽，政府设立 3000 亿元再贷款支持保障房，地产收储政策有望带动企业商品房库存下行，刚性和改善性住房需求进一步得到满足。

图表11：2024 年竣工端承压，新房家居需求压力较大



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：2024 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

存量房占据家装需求比例逐年增大，老旧小区改造正当时。近年来随着新开工面积的减少，新房装修需求占比也呈下降趋势，存量房逐渐成为家装主力需求。同时，据住建部和《2022 年坐便器消费趋势白皮书》数据，全国老旧小区共计 17 万个，其中 2000 年前建成小区 16 万个，牵涉居民 0.42 亿户，家庭人数过亿。2023 年住建部等七部门宣布联合持续推进老旧小区改造计划实施，重点改造 2000 年底前建成需改

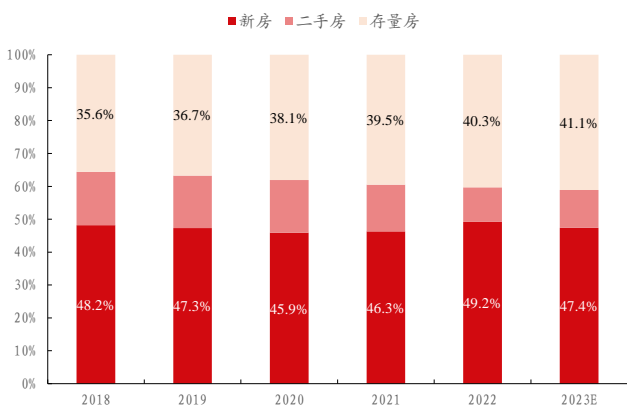
造城镇老旧小区，并将2000年底、2005年底建成后小区列入改造范围；2024年5月30日国开行宣布发放保障性住房开发、城中村改造以及“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”贷款1047.76亿，预计未来几年老旧小区和保障房也将成为家装较大需求点。

图表13：2023年至今保障性住房及老旧小区改造政策汇总

时间	政策	主要内容
2023.4.26	全国自然资源和不动产登记工作会议召开	覆盖所有国土空间，涵盖所有不动产物权的不动产统一登记制度全面建立
2023.4.28	中共中央政治局会议	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造，规划建设保障性住房
2023.7.10	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	综合考虑当前房地产市场形势，为引导金融机构继续对房地产企业存量融资展期，加大保交楼金融支持，中国人民银行、国家金融监督管理总局决定，延长有关政策适用期限至2024年12月31日。
2023.7.12	商务部等13部门关于促进家居消费若干措施的通知	将居民提取公积金用于家装电梯等自住住房改造政策的支持范围，从居民本人扩大到本人及配偶双方父母自住住房加装电梯等改造。
2023.7.21	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营
2023.8.25	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜用好政策工具箱，优化个人住房贷款中住房套数认定标准，更好满足居民刚性和改善性住房需求，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。
2023.8.31	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序
2023.8.31	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	统一全国商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限。不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限统一为不低于20%和30%。将二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加20个基点。首套住房利率政策下限仍为不低于相应期限LPR减20个基点。
2023.9.28	《关于保障性住房有关税费政策的公告》	从2023年10月1日起，对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税；对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征。
2023.11.14	广州住房公积金实行“认房不认贷”	广州优化住房公积金贷款政策，实施“认房不认贷”；首套住房申请公积金贷款最低首付比例由30%调整至20%。截至11月13日各地已出台公积金相关政策超250条，已有三十余城对于公积金贷款认房又认贷标准进行优化，其中超二十城执行公积金认房不认贷，多地降低公积金首付比例。
2023.11.17	中国人民银行 金融监管总局 中国证监会联合召开金融机构座谈会	满足房地产企业合理融资需求，继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。支持房企通过资本市场合理股权融资。加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革。
2023.11.24	《关于印发广东省进一步提振和扩大消费若干措施的通知》	扩大保障性住房供给，支持刚性和改善性住房需求，以及推进城中村、老旧小区和农房改造。支持广州、深圳、佛山、东莞等超大特大城市积极稳步推进城中村改造。允许住宅专项维修资金用于老旧小区改造和老旧住宅电梯更新改造，支持城镇老旧小区居民提取本人住房公积金用于本人及配偶双方父母的自住住房加装电梯等改造，2023年新开工城镇老旧小区改造工程不少于1100个。鼓励有条件的地区对既有住宅加装电梯给予补贴，推行广州老旧小区成片连片加装电梯模式。大力推行装配式农房和绿色农房建设。
2024.05.17	中国人民银行《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：取消全国层面首套住房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。商品房库存较多城市，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。

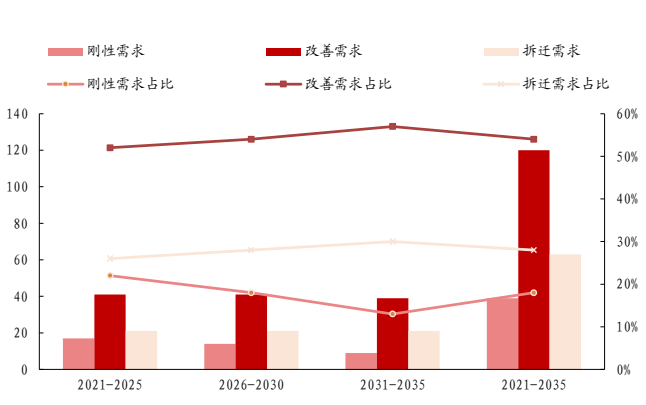
资料来源：中国政府网、各省政府官网，国联证券研究所

图表14：2018-2023E 存量房占装修市场比例稳步提升



资料来源：奥维云网《2023年中国房地产精装修家装生态白皮书》，国联证券研究所

图表15：2025年改善需求占比将达54%（亿平方米）



资料来源：贝壳研究院，国联证券研究所

存量房更新带来家装需求空间。我们对未来新房、二手房交易情况和存量房更新进行了相关假设和测算，假设期房销售到竣工交付周期为2年，新房可装修套数根据当年新建现房住宅销售面积和2年前期房住宅销售面积测算，二手房成交套数根据贝壳研究院公布数据进行外推；需改善房屋以10年为更新周期对应新房数据测算。最终结论预计2024E新房、二手房交付和存量房更新合计可装修房屋套数达3336万

套，2030年合计可装修房屋可达4012万套。存量房更新占比将从2024年46.5%提升至2030年的60%，空间广阔。

图表16：未来新房、二手房交易及存量房更新假设及测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新房											
房屋平均面积(平米)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
可装修房屋套数(万套)	1405	1483	1551	1579	1170	959	887	859	865	871	890
新房占比	47.8%	48.2%	46.3%	41.7%	35.1%	28.8%	25.3%	23.0%	22.3%	21.2%	22.2%
二手房											
套均面积(平米)	90.49	89.81	89.99	87.93	88	88	88	88	88	88	88
二手房成交套数(万套)	432	393	414	596	614	632	651	671	691	712	733
二手房占比	14.7%	12.8%	12.3%	15.7%	18.4%	19.0%	18.5%	18.0%	17.8%	17.3%	18.3%
存量房更新											
卫浴更新周期	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
需改善房屋套数(万套)	1101	1202	1388	1611	1552	1736	1975	2205	2317	2524	2389
存量房占比	37.5%	39.0%	41.4%	42.5%	46.5%	52.2%	56.2%	59.0%	59.8%	61.5%	59.5%
合计装修房屋套数(万套)	2938	3078	3353	3786	3336	3327	3513	3735	3873	4106	4012

资料来源：Wind、贝壳研究院，国联证券研究所测算

2.2 展望：多渠道截取客流，智能家居注入增长动能

渠道端：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条主线：

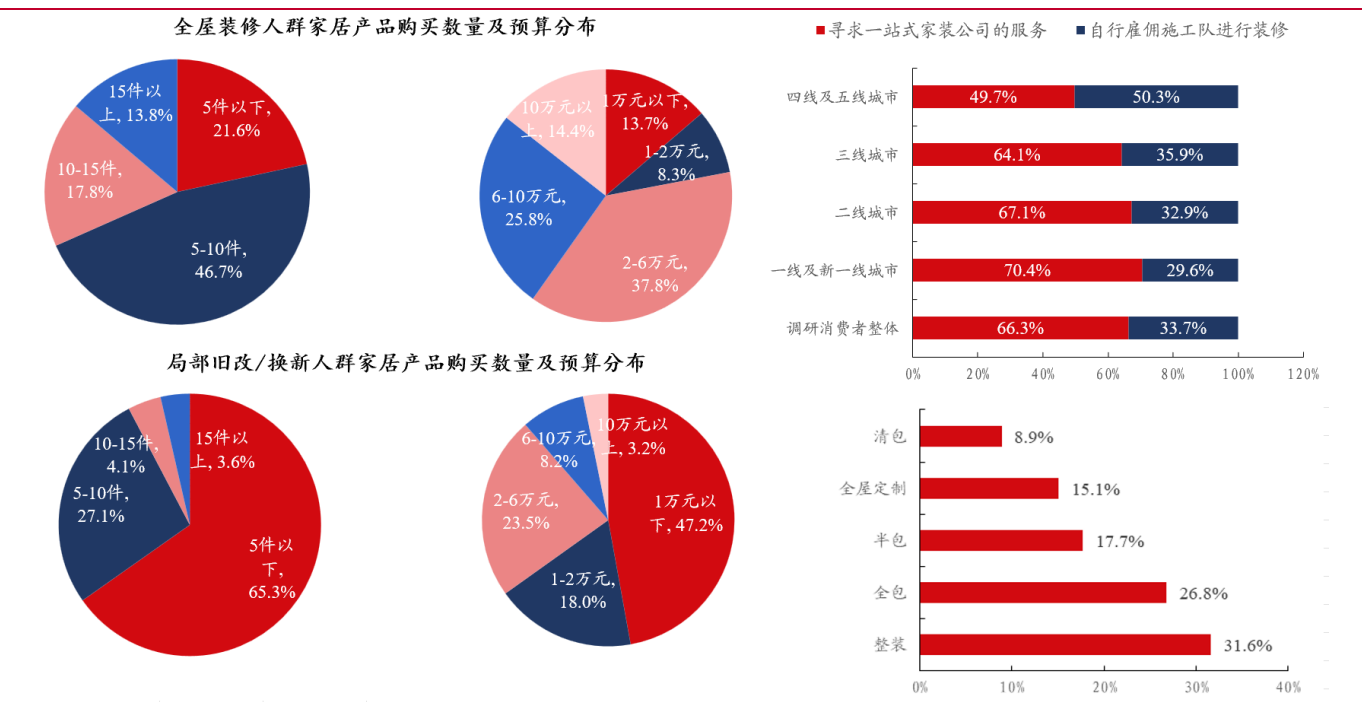
1) 整装/融合大店布局。此前定制家居精装房渠道占比相对较高，近年来新房红利逐渐减退，同时国内整装业务持续发展壮大，家装流量入口前置对家具行业传统零售渠道客流的冲击和分流愈发明显，因此家居龙头也陆续开始布局整装业务，或通过打造融合大店的模式，纵向/横向产业链结合以提高配套率和客单价。

头部品牌综合优势强劲有望驱动未来集中度提升。近几年消费环境持续疲软，各大家居品牌通过推出高性价比的引流套餐吸引客户，包括但不限于索菲亚39800整家定制套餐、顾家49800拎包品质套餐等。2023年欧派重磅推出“699定制”“29800全案大家居套餐”，取得优异成绩，订单量创历史新高。通过低价套餐抢占流量入口的同时，整装逐渐成为主流趋势，目前已成为定制企业获取客流重要途径之一。2024年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。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，下沉渠道将成为企业增量的主要战场。

图表17：消费者家装服务选择/产品购买数量/预算分布情况（万元）



资料来源：艾瑞咨询、奥瑞云网，国联证券研究所
注：艾瑞消费者调研时间为 2023 年 12 月，N=2000

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。

图表18：家居企业通过打造大店及市场下沉多渠道截流

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023Q3	2023	23年底较Q3增减	23年底较22年增减
定制家居										
欧派家居	6708	6486	7154	7934	7615	7532	7376	8716	-	40*
欧派橱柜	2276	2334	2407	2459	2479	2358	2340	-	-	-
欧派衣柜	2113	2144	2124	2201	2210	2370	2253	-	-	-
欧派卫浴	559	611	588	805	816	700	690	-	-	-
欧铂丽	935	988	928	989	1054	1079	1067	1078	11	24
欧铂尼	825	985	1065	1021	1056	1025	1026	1001	-25	-55
欧派品牌	-	-	-	-	-	-	-	6013	-	-36
铂尼思	-	-	-	-	-	-	-	465	-	80
其他品牌	-	-	-	-	-	-	-	159	-	27
索菲亚	2600	2501	4000+	4364	4100	3743	3794	3767		
索菲亚品牌	2510	2501	2719	2730	2829	2768	2773	2727	-46	-102
米兰纳	128	-	-	212	338	463	487	514	27	176
司米	822	-	1108	1222	614	189	252	249	-3	-365
华鹤	-	-	243	265	319	323	282	277	-5	-42
金牌厨柜	1759	2144	2493	3062	3729	4019	4076	3909		
经销店	-	2095	2462	3031	3706	-	-	-	-	-
金牌橱柜	1413	1510	1554	1720	1769	1833	1831	1709	-122	-60
金牌衣柜	337	520	722	919	1091	1168	1192	1152	-40	61
金牌木门	9	63	181	388	561	649	666	660	-6	99
整装馆	0	2	5	35	91	129	151	151	0	60
阳台卫浴	-	-	-	-	74	96	96	89	-7	15
玛尼欧(电器)	-	-	-	-	120	144	140	148	8	28
直销店	-	49	31	31	23	-	-	-	-	-
志邦家居	2363	2854	3232	3742	4231	4577	4638	4583	159	352
经销店	-	2827	3203	3709	4196	4542	4603	4548	169	352
志邦橱柜	1487	1535	1576	1691	1722	1807	1790	1715	44	-7
志邦衣柜	726	1078	1366	1619	1726	1837	1863	1850	62	124
志邦木门	117	156	203	399	748	898	950	983	63	235
直销店	-	27	29	33	35	35	35	35	-10	0
尚品宅配	2201	2327	2326	2326	2431	2385	-	2336	-	-95
加盟店	2100	2327	2235	2236	2056	2009	-	2005	-	-51
自营城市加盟店	-	177	232	289	303	322	-	285	-	-18
直营店	101	94	91	90	72	54	-	46	-	-26
软体家居										
顾家家居	6076	6486	6691	6456	6743	-	-	6946	-	203
经销店	5869	6402	6581	6304	6600	-	-	6813	-	213
自主品牌	4015	4434	4737	4463	4707	-	-	4969	-	262
其他品牌	1854	1968	1844	1841	1893	-	-	1844	-	-49
直销店	207	84	110	152	143	-	-	133	-	-10
喜临门	2387	2620	2843	4495	5273	5425	5637	5653	16	380
喜临门品牌	2020	2168	2340	3899	3280	-	3496	3551	55	271
喜眠	-	-	800	1062	1422	-	1585	1612	27	190
M&D+夏图品牌	367	452	503	596	571	-	556	490	-66	-81
敏华控股	2614	2874	4122	5968	6471	6888	6888	7236	348	765

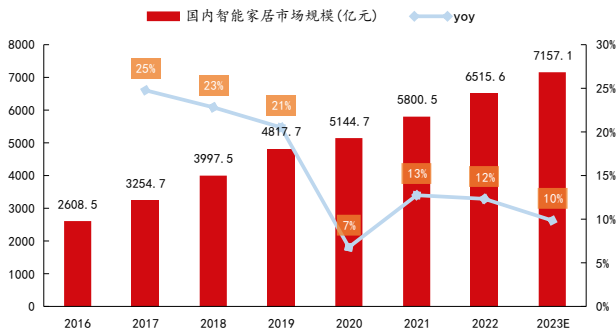
资料来源：各公司公告，国联证券研究所

注：2023年欧派门店披露口径有所变化

产品端：智能家居产业契合以旧换新闭环，推动消费产业双升级。当下家居设备正处于从传统向智能化过渡阶段，智能家居本身具有较强的更新换代和产业链升级属性，我们认为智能家居产业将充分受益于设备更新和消费品以旧换新闭环，有望迎来消费、产业双升级。其中智能坐便器、智能门锁等产品更换相对便利，契合家装厨卫“焕新”需求，据我们测算2023年国内智能坐便器渗透率仅8.7%，叠加住建部等部门持续推进老旧小区改造，增量空间广阔。

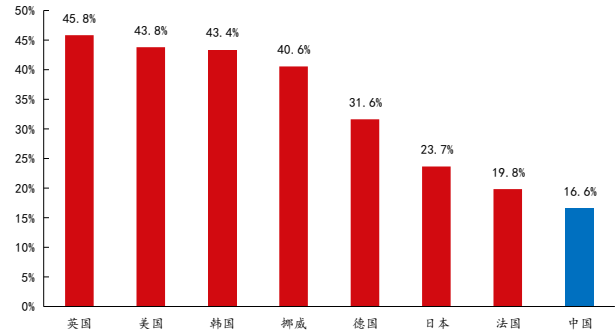
高增速低渗透，智能家居增量空间广阔。近年来消费者愈发注重家居便利性、舒适性和功能性，智能家居市场规模快速扩容，2020/2021/2022年行业规模增速分别为13%/12%/10%，均实现双位数增长。据Statista，2022年我国智能家居渗透率达16.63%（不包括智能电视品类和酒店/办公楼等渠道），对比发达国家如英、美、韩等国40%+的渗透率，仍然有较大提升空间。

图表19: 2021-2023 年智能家居市场规模双位数增长



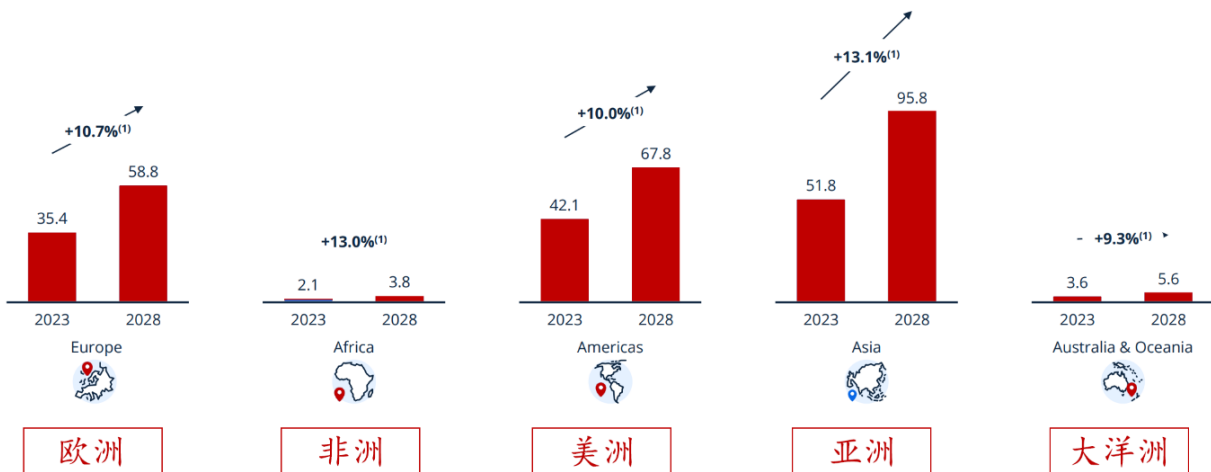
资料来源: Statista, CSHIA, 国联证券研究所

图表20: 2022 年我国智能家居渗透率为 16.63%



资料来源: Statista, 国联证券研究所

图表21: 预计 2023-2028E 亚洲智能家居收入复合增速最快(十亿美元)



资料来源: Statista, 国联证券研究所

智能家居的未来需求点主要集中在以下几个方面:

1) **老龄化和空巢化明显, 智能家居需求扩容。**根据民政部发布的最新《2022 年度国家老龄事业发展公报》, 截至 2022 年我国 65 岁及以上人口已经达到 2.1 亿人, 同比增长 14.2%, 65 岁抚养比也提升至 21.8%。在老龄化不断加剧的基础下, 人们对健康的关注度更高, 也对家居提出了更高的要求, 智能家居需求将持续扩容。

2) **居民可支配收入逐年提升, 消费分化明显, 居民对二次装修的硬装在功能性和舒适性上要求更高。**随着存量房改善和二手房翻新需求不断提升, 消费者已经从满足家居家电基本功能转变为追求健康、智能等高端价值, 因此对功能性、设计一体化的要求逐渐提升。据艾瑞咨询调研, 一二线消费者每平方硬装预算在 1400-2000 元左右, 叠加目前基础款智能坐便器价格已下行至 1500 元价格带, 预计后续渗透率将快速提升。

智能坐便器更换时点不限于换房或重新装修。据奥维云网调研数据显示, 目前家中已有智能坐便器的用户中, 认为在全屋装修时更换坐便器是最佳时机的人群占比

最高，达到 66.67%；会在局部装修时更换智能坐便器的人群占比达 17.67%；非装修时也可更换的占比也会达到 15.66%，用户并不一定只在装修期间更换坐便器，在通过各种渠道加深对智能坐便器的理解或实际体验过智能坐便器功能后，更换需求会更加强烈。

3) 智能睡眠、健康卫浴、智能晾晒、家庭安防等应用场景值得关注。“以旧换新”政策提出，推动智能家居在智慧厨房、健康卫浴、家庭安防、养老监护等更多生活场景落地，明确了智能家居的主要应用场景。智能家居也能更好地满足居家适老化改造的需求，预计部分智能家居产品将逐步成为家居以旧换新的优先选择。软体家居方面，美国等发达国家智能床和功能沙发产业起步更早，市场教育和消费习惯的培养仍在进行中，发展空间广阔；而智能晾晒、家庭安防等领域，随着产品升级提升综合性能，以及均价的下降，市场快速扩容。

图表22：家居主要经营业绩及当前 PE 分位数水平

公司名称	收入				毛利率				归母净利润(亿元)				归母净利率				预测 PE(2024)	2020年至今PE分位数
	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比		
定制家居																		
欧派家居	36.21	1.43%	227.82	1.35%	29.98%	3.30	34.16%	2.55	2.18	43.00%	30.36	12.92%	6.02%	1.75	13.32%	1.37	12.38	4.92
索菲亚	21.11	16.98%	116.66	3.95%	32.62%	(0.63)	36.15%	3.16	1.65	58.59%	12.61	18.51%	7.84%	2.06	10.81%	1.33	11.70	15.42
金牌厨柜	6.41	11.45%	36.45	2.59%	28.01%	(1.11)	29.58%	0.12	0.36	11.16%	2.92	5.42%	5.68%	(0.01)	8.01%	0.21	9.73	3.74
志邦家居	8.20	1.77%	61.16	13.50%	37.22%	0.33	37.07%	(0.62)	0.47	-8.38%	5.95	10.87%	5.76%	(0.64)	9.73%	(0.23)	10.32	6.64
尚品宅配	7.76	-3.98%	49.00	-7.80%	27.81%	(3.17)	34.98%	0.36	-0.87	-	0.65	40.06%	-11.14%	0.64	1.32%	0.45	16.73	24.21
江山欧派	6.26	-8.17%	37.38	16.49%	18.76%	(2.91)	26.02%	2.16	0.29	-50.79%	3.90	230.63%	4.60%	(3.98)	10.43%	19.73	9.26	2.70
森鹰窗业	0.89	3.22%	9.40	5.94%	16.04%	(10.28)	36.19%	2.84	-0.02	-	1.46	35.22%	-1.99%	4.55	15.53%	3.36	11.63	0.98
好莱客	4.03	15.86%	22.65	-19.78%	33.18%	(2.36)	35.06%	(0.09)	0.13	5.35%	2.17	-49.60%	3.14%	(0.31)	9.59%	(5.68)	10.54	30.19
软体家居																		
顾家家居	43.50	10.04%	192.12	6.67%	33.08%	0.95	32.83%	2.00	4.20	5.02%	20.06	10.70%	9.66%	(0.46)	10.44%	0.38	13.08	1.59
慕思股份	12.01	25.50%	55.79	-4.03%	50.15%	1.76	50.29%	3.82	1.41	39.48%	8.02	13.17%	11.76%	1.18	14.38%	2.19	13.54	0.85
喜临门	17.61	20.02%	86.78	10.71%	33.46%	1.06	34.37%	1.96	0.74	20.20%	4.29	80.54%	4.21%	0.01	4.94%	1.91	13.31	8.58
梦百合	18.19	7.08%	79.76	-0.52%	38.52%	2.52	38.35%	7.31	0.20	18.18%	1.07	157.74%	1.09%	0.10	1.34%	0.82	12.38	53.39
智能卫浴																		
箭牌家居	11.35	2.26%	76.48	1.79%	24.40%	(6.04)	28.34%	(4.51)	-0.90	-	4.25	-28.39%	-7.96%	(8.24)	5.55%	(2.34)	17.14	38.92
瑞尔特	5.23	32.30%	21.84	11.47%	30.24%	5.01	29.53%	4.72	0.59	47.15%	2.19	3.62%	11.19%	1.13	10.01%	(0.76)	16.48	56.84
好太太	2.92	5.73%	16.88	22.16%	51.94%	6.23	51.35%	4.99	0.56	15.07%	3.27	49.71%	19.02%	1.54	19.38%	3.57	13.76	12.92
惠达卫浴	6.89	6.63%	36.04	5.38%	28.64%	3.12	25.34%	0.54	0.28	-	-1.97	-253.17%	4.12%	4.05	-5.46%	(9.21)	0.00	0.00
奥普家居	3.81	10.06%	19.96	6.17%	47.42%	1.06	47.48%	3.13	0.52	-13.23%	3.09	28.83%	13.64%	(3.66)	15.49%	2.73	12.05	17.75
家居合计	505.32	14.25%	2402.60	3.37%	30.74%	0.79	32.23%	0.03	31.87	13.78%	182.74	25.48%	6.31%	(0.03)	7.61%	1.34		

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：2024 预测 PE 为 Wind 一致预期

2023A 及 2024Q1 家居公司业绩保持较强韧性，2024Q2 受去年 3 月地产小阳春带来的接单高基数影响，短期基本面或有所承压，但头部家居企业通过整合上下产业链方式提高客单价、把握前置流量、提升店效，渠道端把握整装/融合大店、直播电商、下沉市场、家具出海四条主线，产品端跟进智能家居进化趋势，在地产 β 环境疲软下仍能企稳，充分展现出头部企业抗风险能力，中长期有望持续保持领先优势。

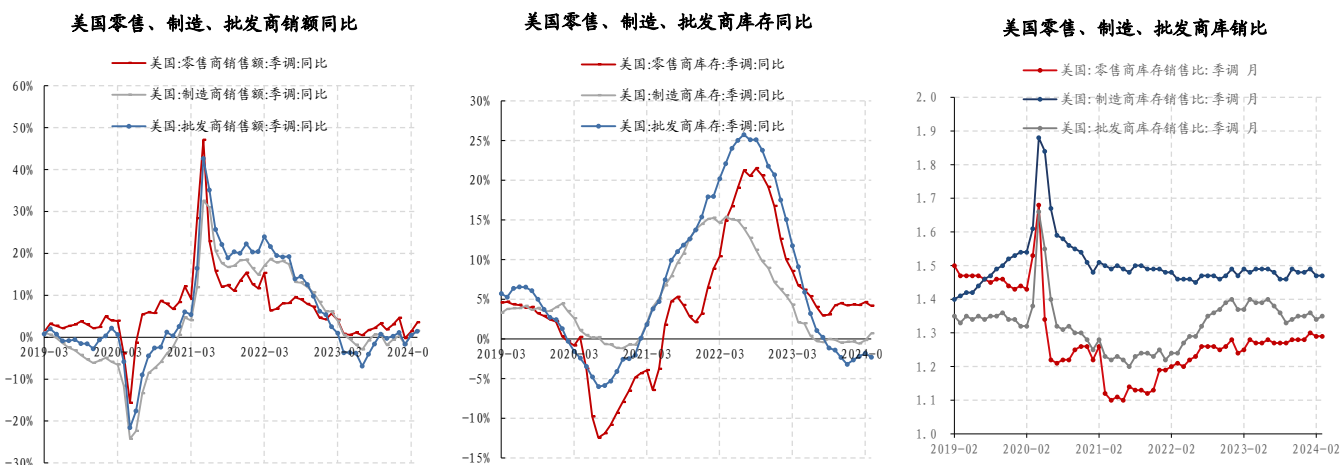
目前家居板块估值处于历史低位，后续地产政策出台仍将带来短期估值修复，中长期存量房更新将成为家装主力需求，为家居注入新的增长动能。全案及整装对品牌产业链优势及综合实力提出挑战，预计未来头部品牌将强者恒强，带动家居行业集中度提升；智能化前景广阔，看好后续受益于以旧换新补贴和存量房改造的智能家居等新型消费。

3. 出口链：欧美地区增速稳定，新兴市场贡献增量

3.1 回顾：美国库销比维持低位，轻工出口持续改善

2024年3月零售、制造、批发商库销比较年初有所回落，美国当前库销比基本保持在2019年疫情前水平。2024年3月美国季调后零售商销售额/制造商销售额/批发商销售额同比增速分别为+3.5%/+1.5%/+1.4%，零售商库存/批发商库存/制造商库存同比增速分别为+4.2%/+0.7%/-2.3%。3月零售、制造、批发商库销比分别为1.29/1.47/1.35，其中批发商3月环比2月略有上行，但整体较2024年年初均有所回落，分别-0.01pct/-0.02pct/-0.01pct。

图表23：2024年零售、制造、批发商库销比呈回落趋势



资料来源：Wind，国联证券研究所

从美国家居相关渠道商来看，库销比仍处于低位。从美国线上、线下渠道商库销比变动情况来看，2021年为避免疫情影响商品库存流通，叠加美国政府发放3轮共计6万亿美元（其中对居民直接现金补贴8700亿美元）以刺激消费，渠道商主动补库，库销比提升明显；直至2023年各大渠道财报数据显示去库周期开始。目前美国家居渠道商库销比仍处于低位，预计后续补库需求仍然存在，出口仍有持续增长空间。

图表24：2020年至今美国家居渠道库销比及变动情况

代码	平台	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	
海外家居渠道库销比																			
WMT.N	沃尔玛	30.83%	30.03%	38.76%	29.77%	33.82%	34.14%	41.29%	37.29%	43.65%	39.58%	42.72%	34.76%	37.70%	35.39%	40.11%	31.93%	34.63%	
COST.O	Costco	29.54%	22.93%	34.49%	30.97%	30.87%	22.68%	33.64%	31.76%	33.51%	24.84%	34.11%	29.10%	30.43%	21.09%	31.14%	29.22%	-	
KR.N	克罗格	18.55%	25.51%	30.06%	22.98%	16.39%	21.36%	23.60%	20.52%	16.50%	21.12%	25.34%	21.71%	15.57%	20.17%	23.36%	19.17%	-	
HD.N	家得宝	53.04%	35.47%	48.17%	51.54%	51.14%	45.99%	55.90%	61.78%	65.02%	59.57%	66.16%	69.45%	68.10%	54.21%	60.47%	60.30%	61.55%	
TGT.N	Target	43.76%	38.63%	56.17%	37.59%	43.55%	44.75%	58.31%	44.85%	59.92%	58.84%	64.55%	43.00%	49.82%	51.20%	58.00%	37.24%	-	
LOW.N	劳氏	72.59%	50.66%	70.43%	79.73%	75.27%	62.83%	72.80%	82.50%	85.54%	70.35%	84.40%	82.57%	87.36%	69.81%	85.63%	90.82%	-	
AMZN.O	亚马逊	24.99%	22.04%	24.69%	18.95%	21.98%	21.33%	27.91%	23.75%	30.05%	31.47%	28.83%	23.06%	26.83%	27.23%	24.75%	19.60%	21.73%	
W.N	Wayfair	2.43%	1.00%	1.41%	1.42%	1.71%	1.55%	2.13%	2.12%	2.67%	2.98%	3.63%	2.90%	2.99%	2.43%	2.68%	2.41%	2.97%	
海外家居渠道库销比同比变动																			
WMT.N	沃尔玛	-5.56%	-4.08%	-1.83%	-1.83%	2.98%	4.11%	2.53%	7.52%	9.83%	5.44%	1.43%	-2.53%	-5.94%	-4.19%	-2.61%	-2.83%	-3.08%	
COST.O	Costco	-2.99%	-1.06%	-2.82%	0.64%	1.32%	-0.25%	-0.85%	0.79%	2.64%	2.16%	0.47%	-2.66%	-3.08%	-3.75%	-2.97%	0.12%	-	
KR.N	克罗格	-2.92%	-2.35%	-1.24%	-6.32%	-2.17%	-4.15%	-6.46%	-2.45%	0.11%	-0.24%	1.74%	1.19%	-0.93%	-0.95%	-1.98%	-2.54%	-	
HD.N	家得宝	-5.70%	-12.33%	-9.54%	-4.82%	-1.90%	10.52%	7.73%	10.24%	13.88%	13.59%	10.26%	7.67%	3.08%	-5.36%	-5.69%	-9.15%	-6.55%	
TGT.N	Target	-7.64%	-10.88%	-4.89%	-0.84%	-0.21%	6.12%	2.14%	7.26%	16.37%	14.09%	6.24%	-1.85%	-10.10%	-7.64%	-6.55%	-5.76%	-	
LOW.N	劳氏	-12.10%	-14.75%	-8.45%	-2.50%	2.67%	12.17%	2.37%	2.78%	10.28%	7.52%	11.60%	0.06%	1.81%	-0.54%	1.23%	8.25%	-	
AMZN.O	亚马逊	-2.53%	-7.26%	-2.13%	-4.49%	-3.02%	-0.71%	3.23%	4.80%	8.07%	10.14%	0.92%	-0.69%	-3.22%	-4.24%	-4.09%	-3.46%	-5.10%	
W.N	Wayfair	0.18%	-0.95%	-1.56%	-1.01%	-0.71%	0.56%	0.72%	0.70%	0.96%	1.43%	1.49%	0.78%	0.32%	-0.56%	-0.94%	-0.49%	-0.02%	

资料来源：iFIND，国联证券研究所

注：线上渠道财年与实际年份一致，线下渠道财年约为实际年份+13个月（如2024财年统计时间段为2023年2月1日—2024年1月31日）。本表格中日期已统一为实际年份口径。

2024年至今轻工出口持续改善。轻工板块出口从2023年下半年开始增速转正，2024年1-2月低基数背景下同比高增，其中软体家具及升降桌椅补库明显，卫浴陶瓷库存也回归正常水平。尽管2024年3月受高基数影响同比回落，但4月又恢复上行趋势，床垫、沙发、办公家具、升降桌椅、保温杯、宠物零食、电动摩托车、全地形车、高尔夫球车、庭院用伞等品类4月持续增长。2024年下半年受基数扰动，增速或将有所放缓，但未来拉美等新兴市场增量叠加发达经济体需求回暖有望继续带动外销上行。

图表25：2023.01-2024.04 轻工板块分品类出口金额及同比变化

名称	单位：亿美元	24M4	环比	24Q1	24M3	24M2	24M1	23M12	23M11	23M10	23M9	23M8	23M7	23M6	23M5	23M4	23M3	23M2	23M1
弹簧床垫	出口金额	1.0	39.1%	2.7	0.9	0.6	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.4	0.7
	当月同比	33.2%		47.0%	20.9%	57.4%	71.0%	40.0%	25.5%	18.3%	18.4%	25.7%	12.4%	15.7%	-2.9%	-12.7%	20.7%	-4.2%	-18.0%
乳胶床垫	出口金额	0.6	28.9%	1.8	0.7	0.5	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.4	0.6
	当月同比	3.7%		9.6%	4.4%	30.7%	18.4%	20.9%	12.9%	3.7%	12.1%	18.8%	13.9%	20.1%	5.9%	6.4%	13.2%	-12.3%	-18.3%
木框架沙发	出口金额	6.9	16.7%	18.9	6.0	4.8	8.1	8.0	7.8	7.2	6.8	6.6	6.1	6.4	6.6	6.6	6.4	2.9	6.0
	当月同比	5.8%		24.1%	-6.3%	65.8%	36.1%	28.8%	24.6%	18.2%	14.7%	11.0%	-12.0%	-9.8%	-12.1%	-7.2%	-9.4%	-39.1%	-31.4%
金属框架沙发	出口金额	7.8	11.8%	22.4	7.0	5.6	9.8	8.5	7.0	5.6	5.2	5.1	5.4	5.4	5.8	6.4	7.1	3.5	7.9
	当月同比	21.9%		21.6%	-1.2%	60.6%	24.8%	9.5%	-6.1%	-21.0%	-18.8%	-16.3%	-13.2%	-21.7%	-23.3%	-18.1%	-5.5%	-37.6%	-20.0%
办公家具	出口金额	2.6	52.0%	5.6	1.7	1.5	2.4	2.3	2.2	1.8	1.9	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	0.9	1.9
	当月同比	36.0%		23.8%	-3.9%	74.6%	26.9%	21.4%	36.7%	11.2%	14.6%	16.5%	5.9%	9.9%	3.1%	22.2%	20.5%	-11.7%	-0.4%
升降桌椅	出口金额	3.6	14.0%	9.3	4.2	2.1	3.0	3.9	3.7	3.4	3.5	3.1	3.0	3.0	3.0	3.1	3.2	1.5	2.9
	当月同比	15.0%		22.7%	28.8%	45.7%	4.1%	30.3%	20.2%	7.5%	17.4%	10.9%	3.9%	1.0%	-5.8%	7.7%	26.8%	-12.7%	-20.4%
PVC地板	出口金额	4.4	12.6%	12.4	3.9	3.3	5.2	5.0	4.6	4.1	4.6	4.4	4.2	4.6	4.7	4.6	4.5	2.2	4.4
	当月同比	-3.4%		12.4%	-13.4%	55.2%	18.0%	8.6%	7.5%	1.1%	0.4%	-9.6%	-30.9%	-27.3%	-21.0%	-16.5%	-22.5%	-49.0%	-31.3%
保温杯	出口金额	4.3	35.5%	11.0	3.1	3.0	4.9	4.0	4.2	3.9	4.2	4.1	3.9	3.8	3.8	4.2	3.7	1.5	3.8
	当月同比	1.7%		20.7%	-15.0%	91.4%	26.7%	21.2%	21.4%	4.2%	22.8%	24.7%	-2.3%	-6.1%	-4.9%	19.4%	26.6%	-29.4%	-4.5%
人造草坪	出口金额(万美元)	171.5	-50.0%	703.4	343.3	138.9	221.2	256.5	283.2	135.5	235.8	161.5	219.0	200.3	260.4	212.3	279.4	140.9	370.7
	当月同比	-17.2%		-11.1%	28.0%	-2.2%	-39.2%	4.5%	4.5%	-72.6%	-14.5%	-39.9%	-9.0%	-36.0%	2.0%	-18.2%	-25.7%	-40.1%	17.3%
牙刷	出口金额	0.8	-1.3%	2.2	0.8	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.5	0.7
	当月同比	-6.1%		2.2%	-15.1%	14.8%	15.5%	-4.3%	-9.7%	-25.9%	-17.9%	-12.4%	-15.3%	-12.4%	-6.5%	12.3%	33.4%	7.9%	-14.2%
电子烟	出口金额	2.2	10.4%	5.8	2.0	1.5	2.3	2.6	2.5	1.9	2.2	2.3	2.0	2.0	2.2	2.4	2.6	1.7	2.5
	当月同比	-10.2%		-15.4%	-23.7%	-14.1%	-7.8%	-14.4%	-17.1%	-28.2%	-13.6%	-20.5%	-37.9%	-31.6%	-35.2%	-6.5%	8.5%	8.2%	-37.4%
探照灯及聚光灯	出口金额	34.9	35.2%	97.8	25.8	28.5	43.5	42.2	37.0	32.3	35.4	38.0	37.9	37.0	36.6	36.6	34.1	15.3	40.0
	当月同比	-4.5%		9.5%	-24.3%	86.7%	8.7%	1.1%	-6.3%	-16.0%	-12.6%	-8.1%	-11.1%	-11.4%	-4.8%	0.6%	26.2%	-39.6%	-15.9%
卫浴陶瓷	出口金额	5.0	19.2%	14.8	4.2	3.7	6.9	6.8	5.7	5.1	5.1	4.9	4.8	5.3	5.1	5.8	5.6	2.1	6.0
	当月同比	-3.8%		9.7%	-16.3%	109.6%	41.3%	-19.6%	-31.1%	-44.2%	-43.6%	-34.5%	-38.4%	-40.7%	-46.4%	-33.2%	4.7%	-55.4%	-46.7%
装饰原纸	出口金额	0.8	-2.9%	2.2	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.6	0.8
	当月同比	-11.2%		-6.6%	-8.5%	11.8%	6.0%	-9.5%	-15.3%	-9.2%	-0.1%	-13.5%	-29.1%	-20.7%	-7.7%	4.4%	51.6%	39.6%	-0.1%
零售狗食/猫食饲料	出口金额	1.2	9.6%	3.1	1.1	0.8	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	0.7	0.9
	当月同比	10.9%		10.2%	2.9%	22.2%	35.5%	19.3%	28.2%	14.6%	29.3%	-3.9%	-5.4%	-3.6%	-17.4%	2.8%	-9.6%	-12.4%	-33.2%
电动摩托车及脚踏车	出口金额	4.9	42.6%	10.4	3.5	4.0	2.9	3.1	3.3	4.0	4.8	4.2	4.7	4.3	4.4	3.8	1.9	4.0	4.0
	当月同比	12.7%		6.7%	80.6%	-0.7%	2.4%	-21.0%	-20.6%	-21.0%	-11.7%	-26.8%	-9.5%	-7.0%	9.0%	-7.6%	-42.4%	-15.2%	-15.2%
全地形车	出口金额	1.5	9.5%	3.6	1.4	0.9	1.3	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	0.8	1.2
	当月同比	-41.1%		15.3%	9.2%	19.5%	0.8%	0.6%	-6.1%	10.1%	24.8%	-10.8%	-24.4%	-18.7%	-2.1%	-15.3%	1.6%	-20.6%	-20.8%
高尔夫球车	出口金额	0.8	16.2%	1.7	0.7	0.4	0.6	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.4	0.4	0.5
	当月同比	10.0%		13.7%	2.2%	16.6%	42.1%	18.7%	-0.9%	-8.7%	1.7%	13.4%	-15.6%	-4.4%	27.9%	28.5%	0.3%	-16.5%	16.7%
卫生巾及尿布	出口金额	2.8	1.4%	8.2	2.8	2.2	3.2	3.1	2.9	2.6	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	3.2	3.2	2.0	2.7
	当月同比	-10.8%		-2.6%	-13.1%	10.5%	18.1%	6.5%	3.3%	4.7%	1.1%	0.6%	-1.7%	10.3%	7.3%	50.2%	43.5%	20.8%	2.1%
庭院用伞	出口金额	1.0	-24.7%	3.8	1.3	1.0	1.6	1.0	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8	1.2	0.7	1.5
	当月同比	19.7%		42.6%	11.0%	43.5%	3.8%	-5.3%	-15.1%	-40.4%	-45.1%	-27.6%	-32.7%	-31.6%	-41.1%	-46.9%	-37.0%	-43.8%	-24.2%

资料来源：Wind、海关总署，国联证券研究所

3.2 展望：新兴市场增速强劲，外销韧性或好于预期

新兴市场增速强劲，欧美大盘稳步回暖，下半年外销放缓速度或将好于预期。2022-2023 年欧美地区迎来去库压力，拉美、非洲、大洋洲等新兴渠道发力带动出口增长。2024 年 1-4 月新兴渠道增速仍显强劲，欧美基本盘稳定增长，目前库销比处于低位，我们认为除去年低基数因素外，补库叠加需求回暖逻辑成立，剔除基数因素外家具出口 2yr-CAGR 同比+1.94%，仍保持正向增长。因此我们认为 2024 年下半年受基数扰动增速会有所放缓，但放缓速度或将好于预期。

图表 26：家居品类分地区出口额及同比增速（数据截至 2024 年 4 月）

分地区 (亿美元)	2020	2021	2022	2023	2024ytd	2020	2021	2022	2023	2024ytd
弹簧床垫										
出口总额	8.00	8.17	8.57	10.00	3.76					
亚洲	3.80	4.24	4.78	5.54	1.99	13%	2%	5%	17%	43%
非洲	0.15	0.17	0.18	0.26	0.09	2%	12%	13%	16%	40%
欧洲	1.20	1.15	0.95	1.56	0.64	5%	14%	8%	42%	17%
拉丁美洲	0.23	0.32	0.28	0.44	0.17	81%	-4%	-17%	64%	75%
北美洲	0.65	0.75	0.64	0.56	0.22	56%	41%	-13%	59%	75%
大洋洲	1.98	1.54	1.74	1.65	0.65	-44%	17%	-15%	-13%	45%
乳胶床垫										
出口总额	5.45	7.08	6.47	7.08	2.45					
亚洲	2.13	2.80	2.83	3.02	1.04	-16%	30%	-9%	9%	12%
非洲	0.06	0.07	0.08	0.09	0.04	-3%	32%	1%	7%	4%
欧洲	1.60	2.13	1.62	2.01	0.70	40%	24%	12%	22%	25%
拉丁美洲	0.07	0.13	0.14	0.22	0.11	34%	33%	-24%	24%	19%
北美洲	1.14	1.43	1.16	1.14	0.36	52%	84%	13%	54%	87%
大洋洲	0.45	0.53	0.64	0.60	0.20	-57%	25%	-19%	-2%	19%
休闲沙发										
出口总额	76.30	97.12	78.39	77.23	25.86					
亚洲	18.23	21.89	22.40	22.08	7.66	-1%	27%	-19%	-1%	19%
非洲	1.28	1.72	1.10	1.17	0.40	5%	20%	2%	-1%	21%
欧洲	16.52	20.22	13.75	15.54	5.37	-17%	35%	-36%	7%	53%
拉丁美洲	2.04	3.63	2.43	2.80	1.01	3%	22%	-32%	13%	21%
北美洲	32.34	42.71	32.21	29.91	9.34	-17%	78%	-33%	15%	52%
大洋洲	5.90	6.95	6.50	5.72	2.07	-7%	32%	-25%	-7%	10%
功能沙发										
出口总额	75.04	90.19	82.61	72.77	22.39					
亚洲	25.05	23.10	23.90	22.99	6.93	29%	20%	-8%	-12%	22%
非洲	3.33	3.37	3.61	5.71	1.57	47%	-8%	3%	-4%	37%
欧洲	22.43	30.57	24.50	19.91	6.60	28%	1%	7%	58%	45%
拉丁美洲	1.69	2.68	2.42	2.54	0.62	17%	36%	-20%	-19%	18%
北美洲	19.56	26.83	25.08	19.36	6.12	-3%	58%	-10%	5%	30%
大洋洲	2.98	3.64	3.11	2.26	0.55	25%	37%	-7%	-23%	6%
卫浴陶瓷										
出口总额	87.55	91.68	87.43	58.93	19.78					
亚洲	45.09	41.75	45.92	29.53	10.14	13%	5%	-5%	-33%	18%
非洲	7.80	7.74	7.72	5.40	1.35	18%	-7%	10%	-36%	19%
欧洲	12.89	14.42	10.70	8.75	3.02	36%	-1%	0%	-30%	-31%
拉丁美洲	6.18	8.95	5.89	4.15	1.31	-10%	12%	-26%	-18%	32%
北美洲	12.16	15.07	13.87	8.93	3.20	3%	45%	-34%	-30%	26%
大洋洲	3.42	3.75	3.34	2.17	0.76	11%	24%	-8%	-36%	34%

资料来源：Wind、海关总署，国联证券研究所

Temu、TikTok Shop 新平台带来新机遇，为出海供货商和服务商创造增量需求。依附于 TikTok 高日活、低费率、强内容电商平台和 Temu 全托管/半托管模式，受益于补库需求和跨境电商渠道红利，大部分出口供货商 2023 年及 2024Q1 业绩表现优异。同时跨境出口物流侧市场规模及包裹量逐年增长，海外仓成为境外本土化运营的重要依托，服务商受益于商家运输货物过程中的头程海运、商品存储、入库操作与尾程派送需求。2024 年 2 月亚马逊重新定义物品尺寸分段和费用，FBA 中大件配送费上涨，叠加旺季亚马逊仓库紧缺，后续海外仓需求有望持续扩大。

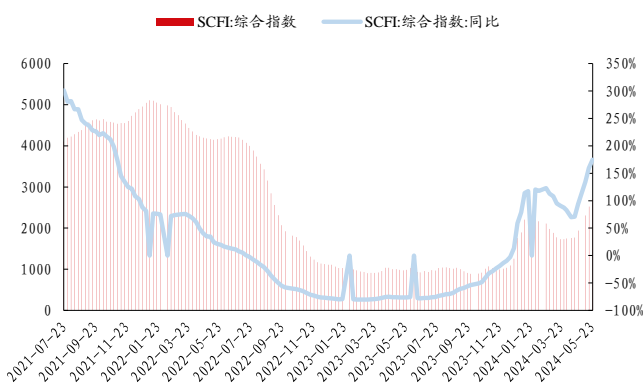
图表27：产品出海 VS 品牌出海的特征对比



资料来源：国联证券研究所整理

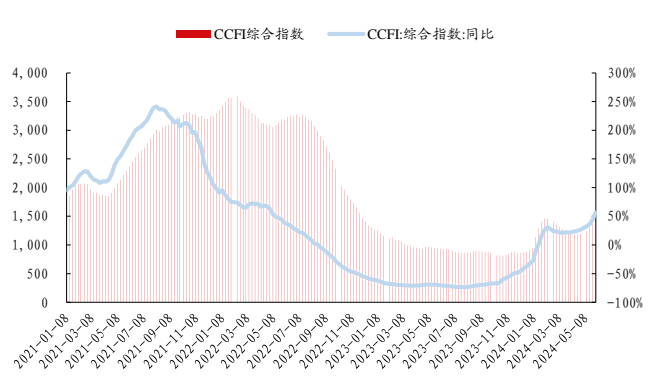
红海局势和关税等宏观因素扰动海运费上行，FOB企业或因运力影响订单节奏，CIF企业或受运费影响带来业绩压力。2022年港口堵塞和海运费高涨，公司运输费用压力陡升，随着供应链回暖和全球消费需求持续疲软，海运运价持续走低，2023年8月起运价重新上行，2024年初红海紧张局势不断升级，集装箱船被迫绕行好望角，导致欧洲线和美国线运价高涨，马士基、达飞、赫伯罗特等公司宣布上调多条亚洲出口航线的运费，4月海运价格涨幅约70%；同时近期南美、俄罗斯等国家宣布加征部分产品关税，为在关税加征前运输货物，国内集装箱出现短缺现象，运力不足。从海运集装箱运价指数来看，5月SCFI指数同比+134~175%。其中以FOB离岸价交付的企业受海运费影响程度有限，更多影响来自于集装箱紧缺导致的运力不足及下游客户排单变化带来订单节奏变化，但CIF到岸价交付企业因需自行承担运费，或面临较大业绩压力。

图表28：2023年8月起SCFI综合指数同比上涨明显



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：2024年至今CCFI综合指数上涨同样显著



资料来源：Wind，国联证券研究所

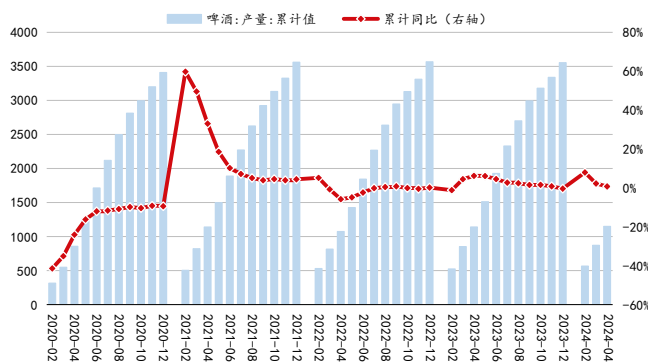
整体来看，2024年补库及海外消费需求改善推动出口增长，2024年下半年或将受基数扰动增速有所放缓，但未来拉美等新兴市场增量叠加发达经济体需求回暖将持续带动外销上行，因此持续看好出口链板块。

4. 包装：金属包装格局有望改善，议价能力提升

4.1 回顾：下游需求同比改善，原材料成本短期承压

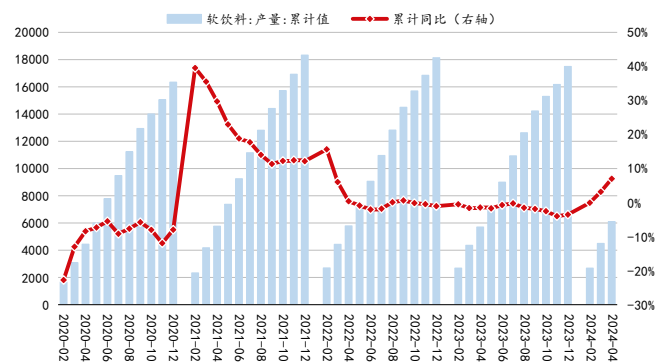
需求端：年初以来啤酒/软饮料等金属包装需求同比改善，1-4月啤酒/软饮料产量同比+0.75%/+7.00%。金属包装下游需求中，饮料罐占据最大需求比例，其次是金属盖、金属大罐、食品罐和化工罐。其中金属饮料罐主要包括碳酸饮料、啤酒、茶饮料等。下游需求回暖带动金属包装公司收入修复，宝钢包装/昇兴股份 2024Q1 收入增速分别为 12.65%/9.11%。

图表30：1-4月啤酒产量同比+0.75%（万千升）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表31：1-4月软饮料产量同比+7.00%（万吨）

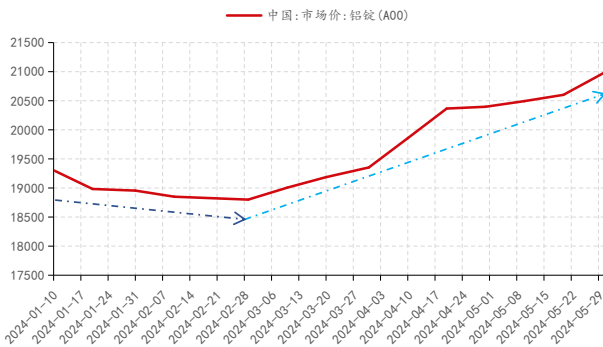


资料来源：iFinD，国联证券研究所

成本端：当前铝锭价格处于历史高点，马口铁价格接近历史中位数。3月初以来铝锭价格持续上行，截至 2024 年 5 月 31 日，铝锭价格已达 21001.3 元/吨，为近 10 年以来 95.20%历史分位点；年初以来马口铁价格持续下行，截至 2024 年 5 月 31 日，马口铁价格为 6520 元/吨，为近 10 年以来 55.58%历史分位点。

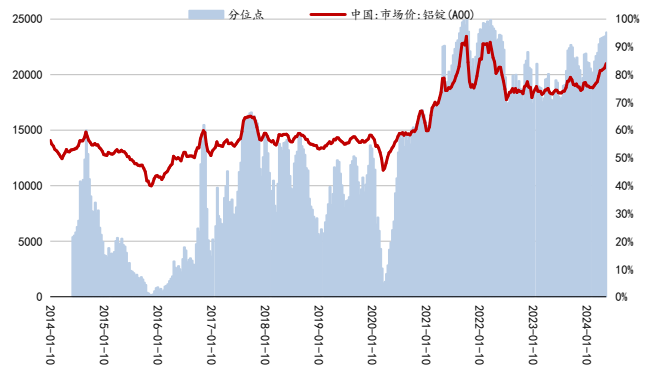
利润端：三片罐订单修复带动行业盈利回暖，二片罐利润率仍具备较大修复空间。马口铁价格下行提升三片罐业务盈利能力，毛利相对更高的三片罐订单持续修复带动下行业盈利回暖，宝钢包装/昇兴股份 2024Q1 毛利率同比-0.43pct/+3.34pct。二片罐业务利润率受铝锭价格上行影响，未来修复空间较大。

图表32：3月初以来铝锭价格持续上行（元/吨）



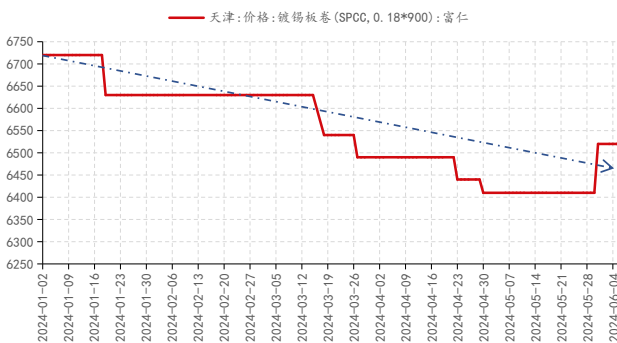
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表33：铝锭价格处于 95.20%历史分位点（元/吨）



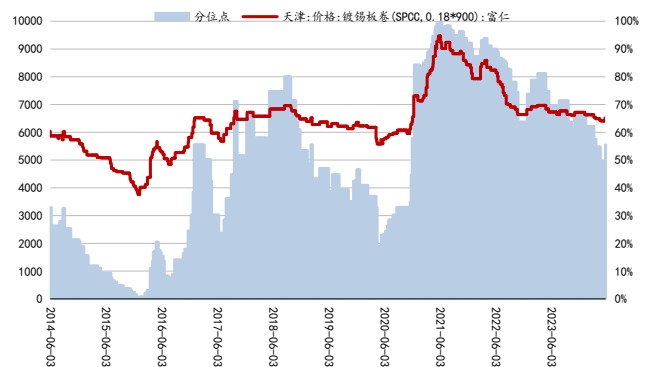
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：年初以来马口铁价格持续下行（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：马口铁价格处于 55.58%历史分位点（元/吨）



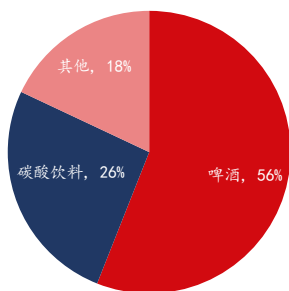
资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 展望：量价有望齐升，格局优化助盈利能力上行

4.2.1 量：罐化率提升带来增量空间

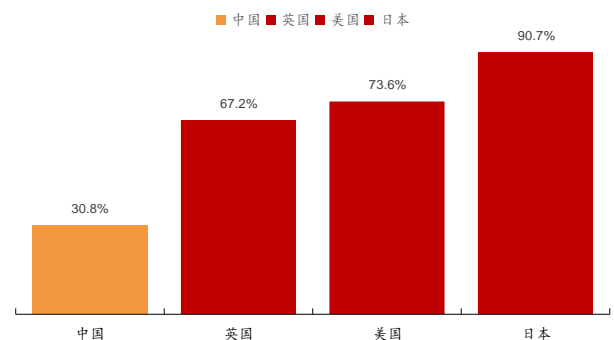
二片罐需求主要集中在啤酒和碳酸饮料上。与玻璃制品和三片罐相比，二片罐由铝合金板材通过冲压加工而来，其成本低、生产效率高，且密封性相对于三片罐更好、更能避免焊锡带来的铅污染，因此近年来各大厂家逐渐将啤酒和碳酸饮料包装替换成二片罐，2019年啤酒二片罐需求占比达到总二片罐需求的56%。

图表36：二片罐需求主要集中在啤酒上



资料来源：智研咨询，国联证券研究所

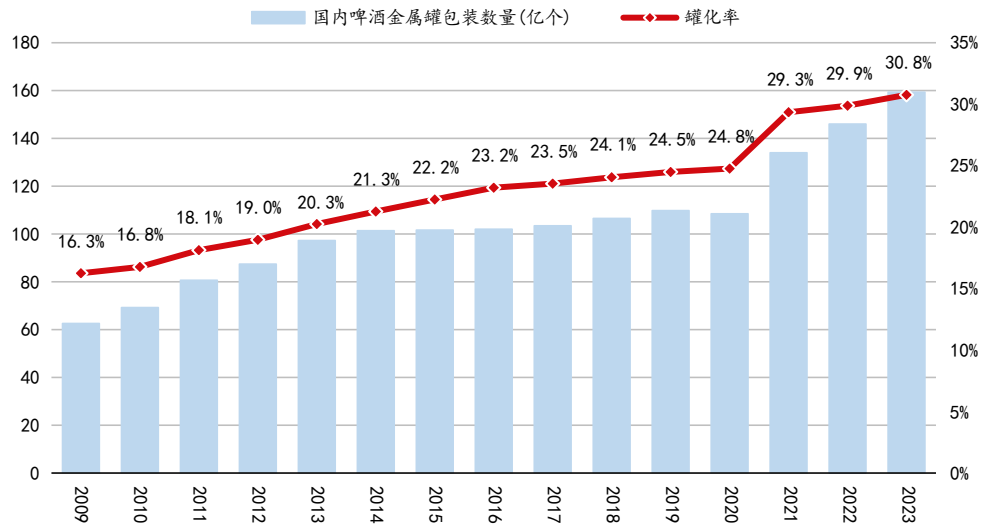
图表37：中国啤酒罐化率与发达国家还有较大差距



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

需求逐年增长，啤酒罐化率仍有提升空间。尽管近年来啤酒产量有所下滑，罐化率提升仍然推动二片罐需求量逐年上行，据欧睿国际，2013-2023 年我国啤酒金属罐包装数量从 97 亿罐增长至 159 亿罐，啤酒罐化率也从 20.3% 迅速提升至 30.8%，但与发达国家 65%+ 的罐化率相比，仍然有很大提升空间。

图表38：近十余年中国啤酒罐化率均逐年提升

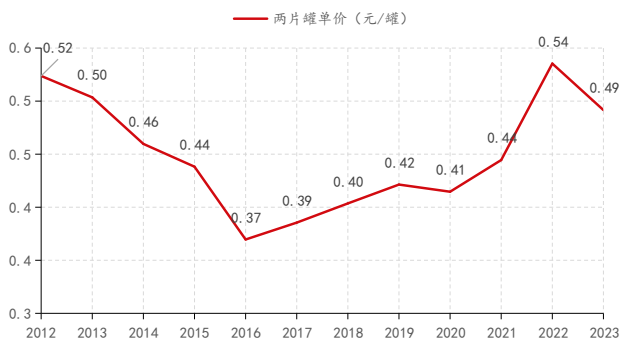


资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

4.2.2 价：竞争格局改善提升议价能力

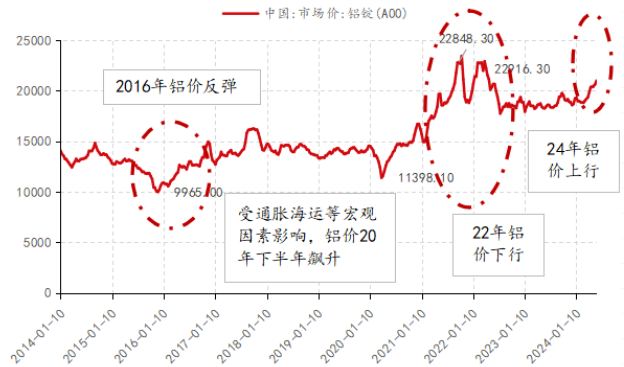
龙头加速整合，竞争格局改善，包装行业议价能力提升。行业出清和龙头加速整合改善行业竞争格局，二片罐单价自 2016 年开始有所回暖，叠加下游啤酒行业二片罐需求提升，包装企业议价能力也随之提升。2020 年下半年开始，受通胀预期、海运等宏观因素影响，马口铁和铝锭价格大涨，受制于成本压制，二片罐单价也开始上行，2021 年提高至 0.44 元/罐；2022 年铝价走弱，二片罐单价持续坚挺，仍处于高位水平，2023 年二片罐单价小幅回落。整体来看，尽管二片罐单价随上游原材料价格波动较大，但受竞争格局改善影响，包装行业议价能力仍然有所提升。

图表39：二片罐单价自 2016 年起有所回暖（元/罐）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表40：2020H1 铝锭价格上行，2022 年下行（元/吨）

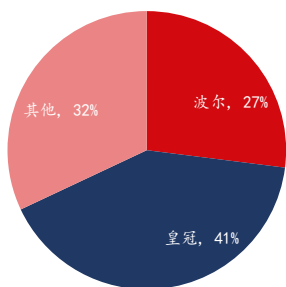


资料来源：Wind，国联证券研究所

对标海外，中粮包装收购事件将持续改善行业竞争格局及制罐在产业链的价值

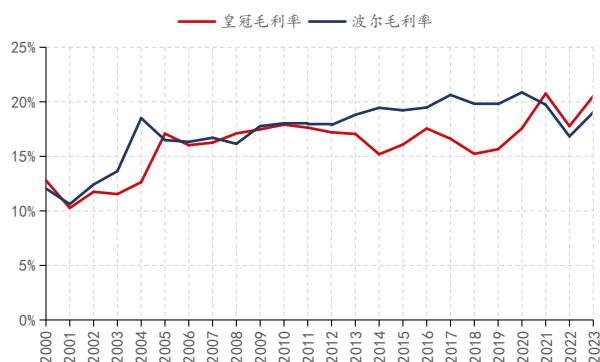
分配，金属包装尤其是二片罐价格有望持续回升。当前全球两大金属包装龙头分别为波尔（BALL）和皇冠（Brown），两大集团自 90 年代开启其收购之路，随后不断扩大版图、全球金属包装行业集中度也不断提升，2022 年波尔和皇冠年收入均已突破 120 亿美元。目前金属包装行业已经形成寡头垄断的地位，据我们测算，2022 年波尔和皇冠全球市占率达 68%。高集中度让其海外制罐公司在产业链上的话语权更强，盈利能力也更加稳定，毛利率均在 20%左右（2022 年受宏观因素影响较大，行业整体毛利率下滑，但 2023 年恢复稳定）。国内包装企业与其相比仍有很大提升空间，国内未来毛利率有望随着竞争格局的改善而向上修复。

图表41：2022 年波尔和皇冠全球市占率达 68%



资料来源：波尔、皇冠公司公告，国联证券研究所
注：测算假设皇冠在所有地区销售的饮料罐单价保持一致

图表42：波尔和皇冠毛利率均在 20%左右



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

5. 造纸：短期成本压力增加，静待经营向上拐点

5.1 回顾：短期浆价上涨&纸价见底，后续拐点在望

5.1.1 木浆：价格持续走强，预计 2024Q3 有望下行

- 复盘：木浆价格自 2024 年 1 月小幅下跌后于 2 月开始持续走强，海外主流厂商报价持续上涨。1 月由于市场整体对经济的悲观预期更强，同时对于欧美木浆需求复苏的预期不足，因此浆价有小幅下跌。不过随着欧美纸厂木浆的补库需求的释放(4 月欧洲港口木浆库存为 118.99 万吨，同比下滑 34.21%，环比下滑 3.33%)，全球木浆的整体需求有所好转，叠加部分浆厂的库存处于低位，木浆价格开启持续上涨行情。截至 2024 年 5 月 31 日，国内主流针叶浆市场价上涨了 8.46%至 6413 元/吨，外盘主流针叶浆报价上涨了 7.74%至 835 美元/吨；国内主流阔叶浆市场价上涨了 17.00%至 5850 元/吨，外盘主流阔叶浆报价上涨了 17.31%至 762.5 美元/吨。
- 展望：考虑到 6、7 月会有两条大型浆线投产，分别是 Suzano 位于巴西的年产 260 万吨的阔叶化学浆和中国联盛集团 120 万吨的阔叶化学浆，短期新增供给较多，能够有效的改善商品阔叶浆供给紧张的问题。我们预计 8 月木浆价格可能转头下行，从而改善造纸行业整体的成本压力，纸企的盈利能力

有望迎来改善。

图表43：国内木浆价格走势（元/吨）



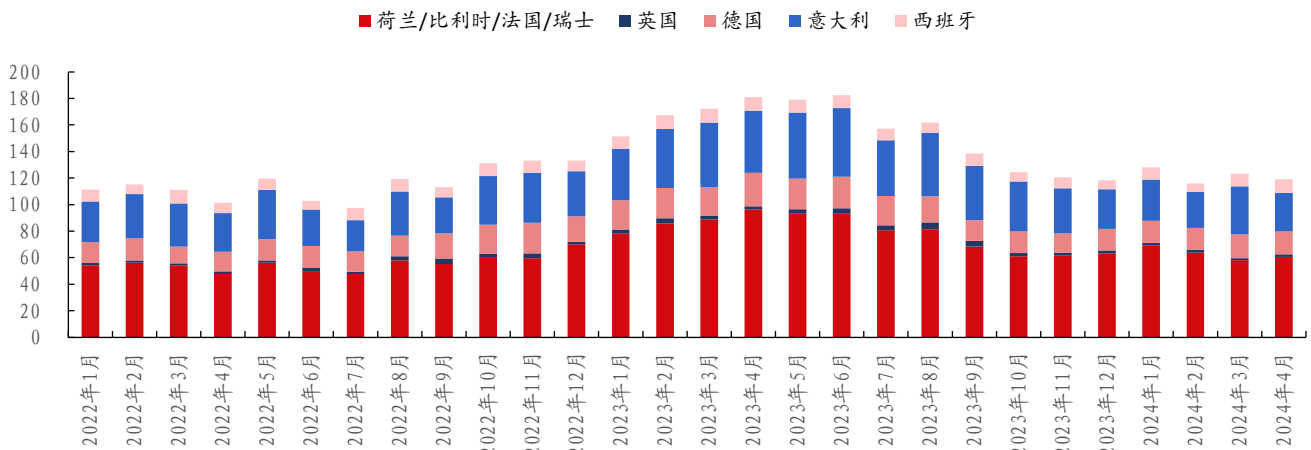
资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

图表44：国内木浆价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

图表45：欧洲港口木浆库存大幅下降（万吨）



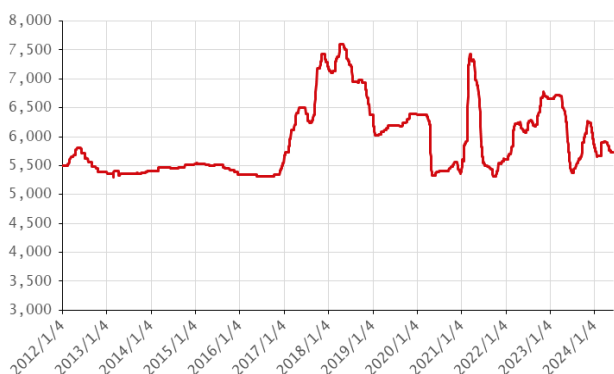
资料来源：Europulp，国联证券研究所

5.1.2 文化纸：新产能投放导致 2024Q2 顺价困难，静待 Q4 旺季行情

- 复盘：2024 年 Q1，由于木浆价格在成本端的强力支撑，同时供需关系整体相对合理，文化纸价格有所上涨（Q1 双胶纸价格上涨了 0.85%，相较于 Q1 最低点上涨了 4.65%），成功往下游传导了成本上涨的压力。然而进入 4 月后，由于今年出版社招标有所延后，导致部分订单延期，同时玖龙和华泰在 Q1 分别有一条文化纸纸机投产，产能在 Q2 逐步释放，文化纸价格上涨趋势受阻。5 月由于出货压力，部分出版订单出现低价，下游信心受阻，纸厂纷纷降价销售（5 月底文化纸市场均价相较于 4 月高点下滑了 3.17%），直到 5 月底由于纸厂接单情况好转，挺价意向变强，文化纸价格企稳。
- 展望：短期看，出版订单将于 6 月底逐步收尾，后续文化纸厂的接单情况或受影响。同时 Q3 是文化纸的传统淡季，我们预计文化纸市场价格会较为疲

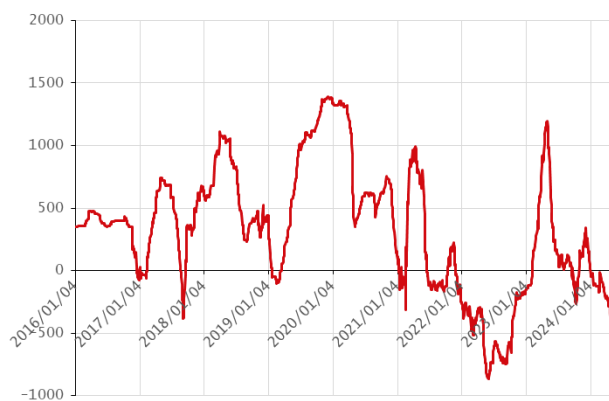
软，静待 Q4 的旺季行情。中长期看，文化纸产能在 2024 年底将有两条新产线投放（岳阳林纸 45 万吨+五洲特纸 25 万吨），明年上半年供给端将面临一定的压力，不过此后暂无新产能投放，供给端压力随之减弱。而在需求端，国内出版订单和党政订单相对稳定，社会订单也有望逐步回暖（基于经济复苏的假设）。我们预计 2024 年 Q3 文化纸价格或将延续平稳走势，Q4 在旺季行情下有望小幅上涨。2024 年文化纸的整体盈利水平或与 2023 年持平。

图表46：文化纸价格上涨趋势在 Q2 受阻（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

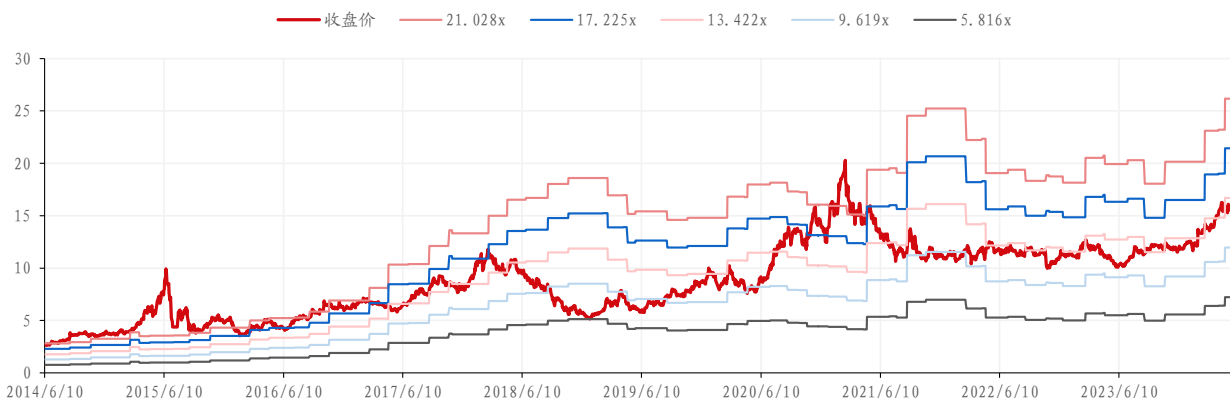
图表47：文化纸毛利润在 Q2 承压（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

建议关注太阳纸业：综合竞争优势铸就公司护城河。相对于竞争对手，公司产品质量更为稳定，客户服务愈加周全。由于客户的青睐，公司文化纸产品在同质化严重的市场上依然享有溢价。公司林浆纸一体化的科学布局以及内部精细化管理促使公司的生产成本持续下降，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的延伸给予了公司熨平周期波动的能力，公司业绩有望保持稳定增长；且从长远来看，已经做到林浆纸一体化的太阳纸业更加适应碳中和大背景下的行业发展趋势，在未来可以预见的新一轮供给侧改革中，公司低碳优势将更为突出，市占率有望持续提升。我们预计公司 2024 年能实现归母净利润 37.97 亿元，EPS 为 1.36 元，对应 PE 为 11.11X。

图表48：太阳纸业 PB-Band（倍）

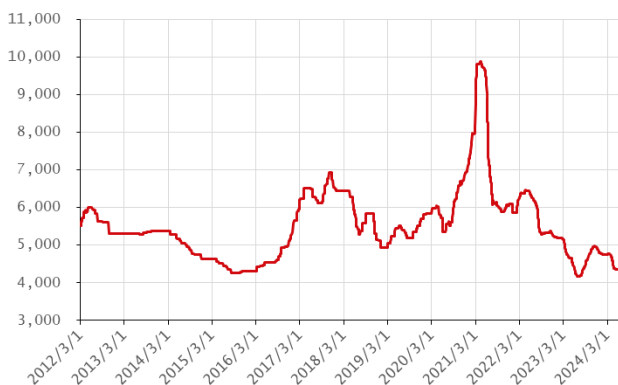


资料来源：Wind，国联证券研究所

5.1.3 白卡纸：纸价已见底，但中期依然面临较大供需失衡的压力

- 复盘：今年上半年白卡纸国内需求平淡，下游订单有限。2024年Q1由于浆价持续上行，且价格处于较低位置，下游拿货意愿相对较强。但进入Q2后，由于国内需求持续疲软，下游在Q1拿货后库存较高，导致纸厂出货困难，纸厂开始累库。截至2024年6月7日，白卡纸价格相较于年初下跌了9.19%。目前由于白卡纸价格已经跌至低位，同时原材料木浆价格持续上涨，白卡纸价格已经企稳，下跌风险较小，但价格上涨依然缺乏驱动因素。
- 展望：目前下游需求较为平淡，短期看市场整体对白卡纸较为谨慎。中长期看，白卡纸依然面临较大的供需压力，未来几年每年预计都将有超过200万吨的新产能投放，且自2021年起，行业没有产能退出。虽然白卡纸行业竞争格局高度集中，但受到行业产能扩张大周期的影响（2021-2026为白卡纸行业产能集中扩张期），我们预计2024年白卡纸价格依然会面临较大的压力。

图表49：白卡纸价格于5月趋稳（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

图表50：白卡纸盈利能力持续承压（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

5.1.4 箱板瓦楞纸：6、7月纸厂或将持续去库，未来潜在弹性大

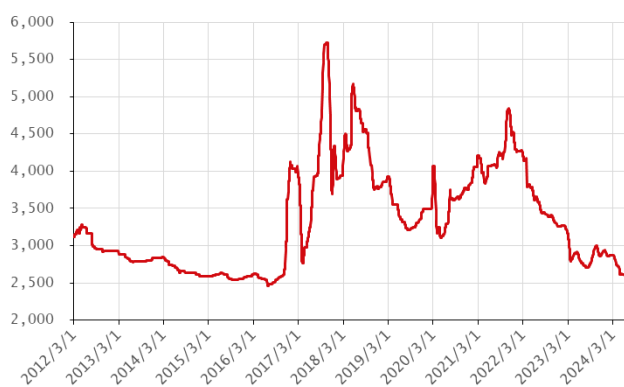
- **复盘：**包装纸下游主要为消费行业，今年需求整体较为平稳，而零关税政策导致进口纸持续增长（截止 23 年 11 月箱板/瓦楞纸累计进口 481 万吨/323 万吨，同比+48.1%/+46.9%），箱板瓦楞纸的价格表现较为乏力。截至 2024 年 5 月 24 日，箱板纸/瓦楞纸周均价分别为 3230/2760 元/吨，较年初下跌 5.0%/6.4%。原材料废纸周均价为 1520 元/吨，较年初下跌 8.3%。逐月来看，1-5 月箱板纸价格环比 +0.0%/+0.9%/-1.5%/-3.1%/-1.4%，瓦楞纸价格环比 -0.5%/-0.1%/-0.7%/-3.2%/-1.9%。由于原材料价格下跌幅度超过原纸价格，预计纸企利润端同比有小幅修复。
- **展望：箱板瓦楞纸潜在弹性大。**短期看，箱板瓦楞纸的下游去库在逐步实现，1-5 月箱板纸社会库存环比变化 +18.2%/-1.9%/-15.7%/-4.7%/-6.1%，瓦楞纸社会库存环比变化 24.2%/-4.9%/-17.9%/-1.6%/-4.8%。我们预计 6-8 月将是纸企去库的阶段，在去库完成后于 Q4 开启小阳春行情。中长期看，2018-2024 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），行业的供给压力会得到缓解。在需求端，由于箱板瓦楞纸是顺周期品种，随着国家经济的增长以及消费行为的复苏，我们预计箱板瓦楞纸的需求在未来有望持续向好，行业的供需关系则会加速改善。近两年箱板瓦楞纸的盈利水平处于历史底部区间，我们认为随着行业供需关系的改善，行业向上周期有望重启，箱板瓦楞纸的盈利能力有望得到快速修复。

图表51：箱板纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

图表52：瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯，国联证券研究所

5.1.5 特种纸：关注需求快速增长的细分赛道

- **复盘：**2024 年 H1 特种纸厂依然有较多的低价浆库存，同时终端需求有一定的修复，纸企盈利能力得到较大的修复。其中装饰原纸、热敏纸、热转印纸等赛道景气度较高，产品价格稳中有升。部分特种纸品种由于下游相对集中和稳定，价格较难上涨，在木浆价格上行期间，利润或受一定影响。

- **展望：**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 2024 年成本端木浆价格持续上涨，后续盈利能力或将承压，关注后续木浆价格下跌带来的盈利能力修复的机会。

5.2 展望：文化纸旺季行情可期，包装纸潜在弹性大

大宗纸：静待旺季行情

1) 文化纸静待 Q4 旺季行情：由于出版订单接近尾声，文化纸即将进入消费淡季，短期纸价会有一些的压力。中长期看，Q4 依然是文化纸的传统旺季，有望迎来小阳春行情。未来文化纸将有大约 60 万吨的新增产能投放，明年上半年供给端依然将面临一定的压力，不过此后暂无新产能投放，供给端压力随之减弱。而在需求端，国内出版订单和党政订单相对稳定，社会订单也有望逐步回暖（基于经济复苏的假设）。

2) 箱板瓦楞纸潜在弹性大：短期看，社会库存在持续去化，纸厂库存也有望在 Q3 下降。在去库完成后于 Q4 开启小阳春行情。中长期看，2018-2024 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，行业的供给压力会得到缓解。在需求端，由于箱板瓦楞纸是顺周期品种，随着国家经济的增长以及消费行为的复苏，我们预计箱板瓦楞纸的需求在未来有望持续向好，行业的供需关系则会加速改善。近两年箱板瓦楞纸的盈利水平处于历史底部区间，我们认为随着行业供需关系的改善，行业向上周期有望重启，箱板瓦楞纸的盈利能力有望得到快速修复。

特种纸：优选高增速赛道

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，在消费升级、环保政策、国产替代等因素作用下，格拉辛纸、热敏纸等均有望持续扩容，具备一定的成长性。从资本开支表现来看，仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸、冠豪高新均处于产能扩张阶段。此外，考虑到特种纸各种细分品类市场容量有限，未来产能的扩张更多的选择了竞争激烈的大宗纸产品，企业的盈利能力有可能受到一定的影响。在此情况下，我们认为优选在原有特种纸赛道中依然具备较大发展潜力或者以新材料为拓展方向的潜力标的。

6. 日用消费品：质价比优势突出，国货品牌崛起

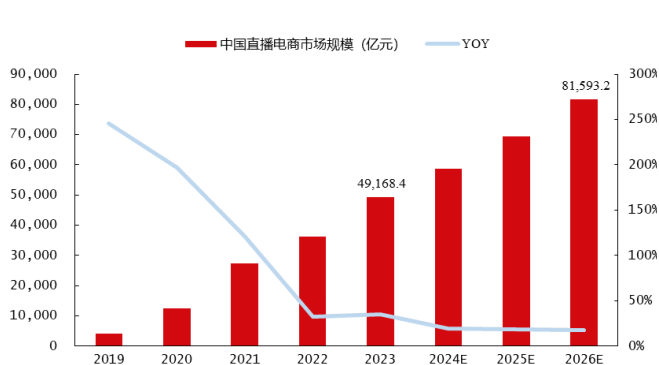
6.1 回顾：借助兴趣电商弯道超车，质价比优势明显

数字经济发展至今，中心电商趋于平稳，兴趣电商依然保持高增速。国货品牌借

助兴趣电商进一步破圈，带来新一轮消费模式的结构性变迁。

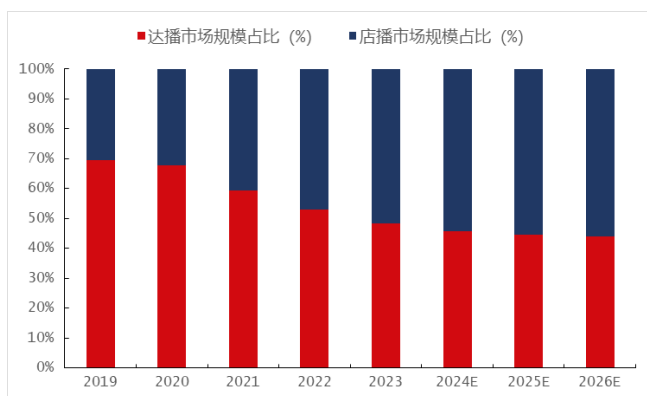
国货品牌则以兴趣电商为抓手，迅速抢占市场。在兴趣电商兴起的初期，品牌以达播为主，由于KOL自身具备高流量特征，能够迅速带动品牌方商品的销量，有利于品牌方快速抢占市场。但由于KOL持续压低商品销售价格且要求的佣金和坑位费较高，会导致品牌商的利润空间被压缩，店播逐步成为新的兴趣电商趋势。目前国货品牌商开始多平台布局直播电商业务，2023年店播市场规模占比已经超过50%，且店播的占比持续扩大，有助于品牌方高速增长的同时完成降本增效，增厚利润。我们认为相较于外资品牌普遍在KA以及传统电商上发力，兴趣电商的崛起能够赋能国货品牌，给予其弯道超车的机会。

图表53：直播电商市场规模快速增长



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表54：店播市场规模占比逐步提升



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

国货产品力提升，质价比优势显著。现代消费者的消费理念正由“性价比”向“质价比”转型，追求的不仅仅是低廉的价格，更需要产品的品质得到保证。国货品牌通过自己产品力的提升，质价比优势凸显。

登康口腔的冷酸灵牙膏，主打抗牙本质敏感的功效。公司针对国人的牙齿敏感问题及其常见诱因，研发打造出了包含预防牙齿敏感、缓解敏感症状并治疗牙本质敏感问题功效的全产品矩阵。同时公司产品对比其海外竞争对手价格更有优势。百亚股份推出的益生菌、敏感肌系列主打保护女性V区健康、平衡菌群等新功效。国货品牌通过自身产品力的提升，抓住中国消费者的痛点，逐步完成了对海外品牌的替代与赶超。

图表55: 冷酸灵医研抗敏牙膏&牙齿脱敏剂



资料来源: 天猫, 国联证券研究所

图表56: 百亚的产品设计思路转变



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

6.2 展望: 国货品牌积极推陈出新, 发展前景仍广阔

2023年, 中国居民人均消费支出占人均可支配收入的比例为68.3%, 较2022年提升了1.8pct。2024年1-4月, 中国社会消费品零售总额同比增长4.1%, 而线上社零增速则达到了11.5%, 明显高于整体水平。线上零售依托于价格及消费者体验等方面的优势, 进一步巩固了其在消费市场的地位。

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。在经济腾飞和文化赋能双重作用下, 以90后和00后为代表的年轻人对国家和民族有着强烈认同感和高度的文化自信, 国货品牌认可度持续提升。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。

7. 投资建议: 维持行业“强于大市”评级

7.1 家居: 关注智能家居渗透率提升

全案家居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; 智能化前景广阔, 看好后续受益于以旧换新补贴和存量房改造的智能家居等新型消费, 建议关注顾家家居、敏华控股、索菲亚等头部家居企业及瑞尔特等智能家居相关标的。

7.2 出口链: 关注跨境电商和新兴市场增量

出口链方面, 海外库销比已经回归低位, 2024年下半年轻工出口受基数影响增

速或将放缓，但我们仍看好 Temu 等国内跨境电商平台以及拉美等新兴市场带来的增量空间，建议关注恒林股份、乐歌股份、匠心家居等出口链企业。

7.3 包装：关注龙头整合带动行业议价能力

金属包装龙头进一步加速整合，将有望提升包装行业议价能力，改善产业链价值分配，同时啤酒罐化率提升增强二片罐需求，为金属包装行业带来广阔增量空间。此外，环保型材料的推广、下游食饮&非食饮市场的扩张也将持续为行业带来量的稳健增长，建议关注未来龙头集中度提升带来的量价齐升及行业盈利能力改善机会。

7.4 造纸：短期纸价承压等待周期向上拐点

造纸板块等待周期向上拐点。其中受季节性影响短期纸价会有一些的压力，我们预计 2024 年文化纸价格在 Q2 和 Q3 趋于平稳，而在 Q4 旺季有望迎来小阳春行情，整体盈利水平或与 2023 年持平；箱板瓦楞纸盈利水平处于历史底部区间，随着国内消费逐渐复苏，未来潜在弹性大；特种纸优选赛道中依然具备较大发展潜力或者以新材料为拓展方向的潜力标的。建议关注太阳纸业。

7.5 日用消费：关注优质国货品牌崛起机会

日用消费方面，我们认为，借助兴趣电商的高速增长以及国货产品质价比优势的提升，优质国货品牌有望顺利突围，成为未来的主要投资主线之一。因此看好优质国货品牌崛起机会。

8. 风险提示

宏观经济增速放缓导致居民消费意愿不达预期的风险：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。

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。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

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有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

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