

轻工行业研究框架

分析师：赵中平 执业编号：S1130524050003
分析师：张杨桓 执业编号：S1130522090001
分析师：尹新悦 执业编号：S1130522080004

2025/4/1

目录

01

家居：供给侧研究框架越发重要

02

造纸：成本为王，上游延伸强化壁垒

03

包装：行业集中度有望持续提升

04

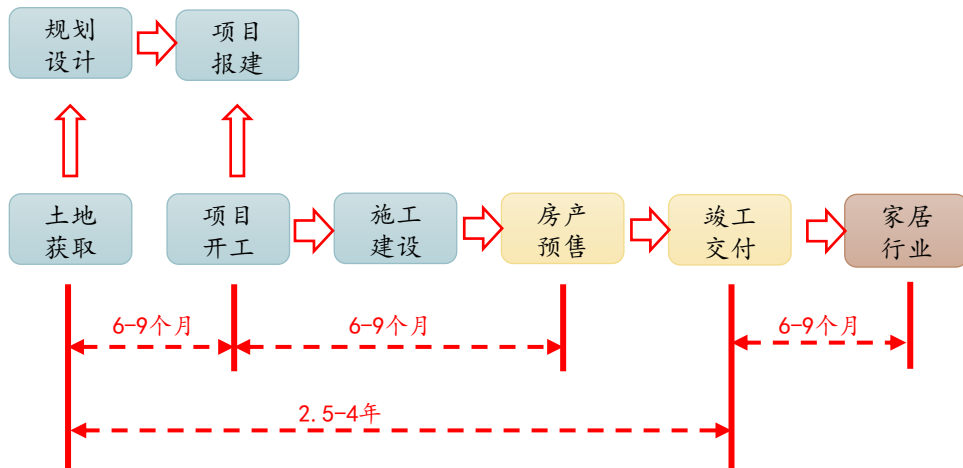
宠物：高景气强成长，品牌初崭头角

01 家居：供给侧研究框架越发重要

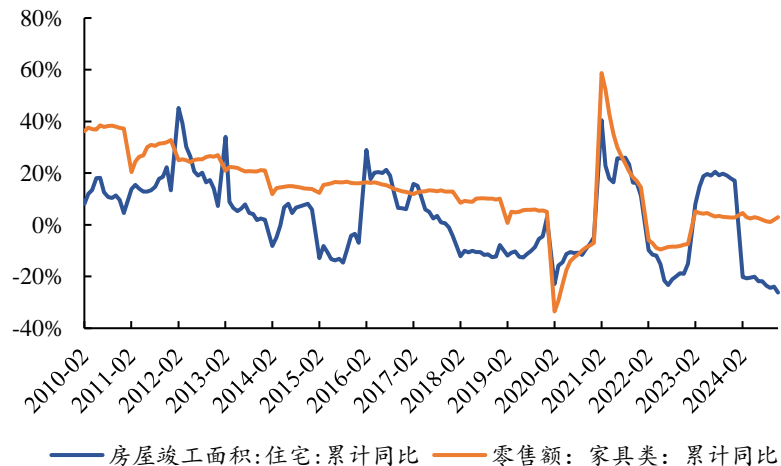
需求端—前置指标为地产销售、竣工、卖场客流

- **房地产从销售到竣工的大概需1.5-3年**：商品房从获取土地到开工约为6-9个月，从开工到预售的时长也在6-9个月，而房产从获取土地到完全竣工交付的年限在2.5-4年，预计从房产预售到竣工交付的时长在1.5-3年之间。
- **家具销售与竣工交付存在6-9个月的时滞**：交房后消费者会先进行硬装，从历史数据看，到家具销售预计存在6-9个月的时滞。

图表：房产行业中下游产业链

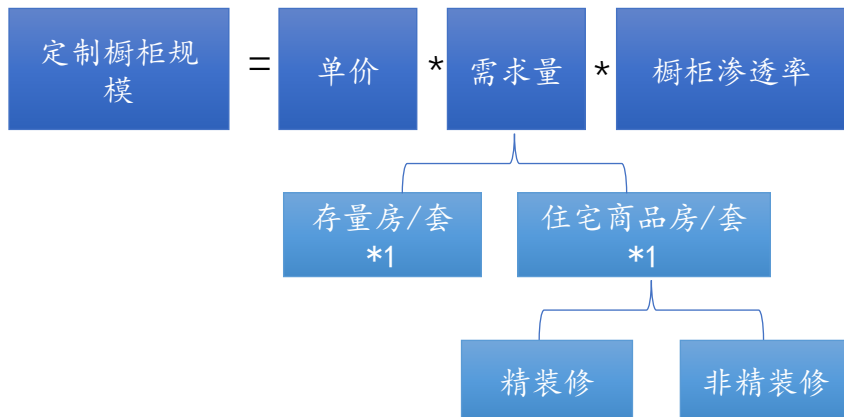


图表：竣工后6-9个月将形成家具销售

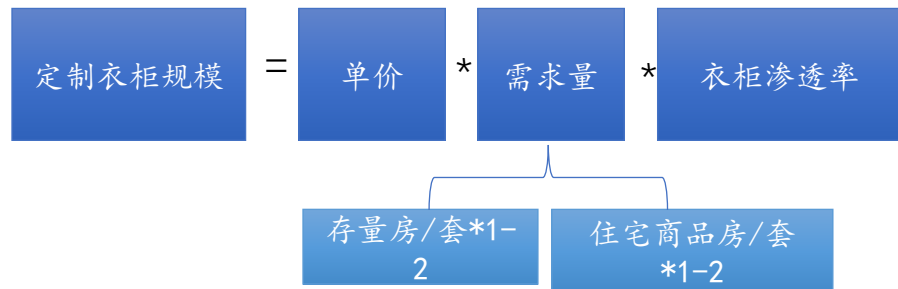


- **测算方式：**定制衣柜的需求主要来自新房装修、二手房购买时重装修和存量房更新改造引发的购置家具的需求，新房装修的需求又可进一步分为精装修需求和非精装修需求，由于橱柜精装修配套率较高，故在考虑橱柜未来增长情况时会细化为精装修和非精装修部分。

图表：定制橱柜规模测算方法



图表：定制衣柜规模测算方法



需求端—前置指标为地产销售、竣工、卖场流量

➤ 前置跟踪指标：地产销售、地产竣工数据

图表：房屋竣工面积&家居卖场客流拟合

● 全国房屋竣工面积YoY ● 家居卖场客流YoY

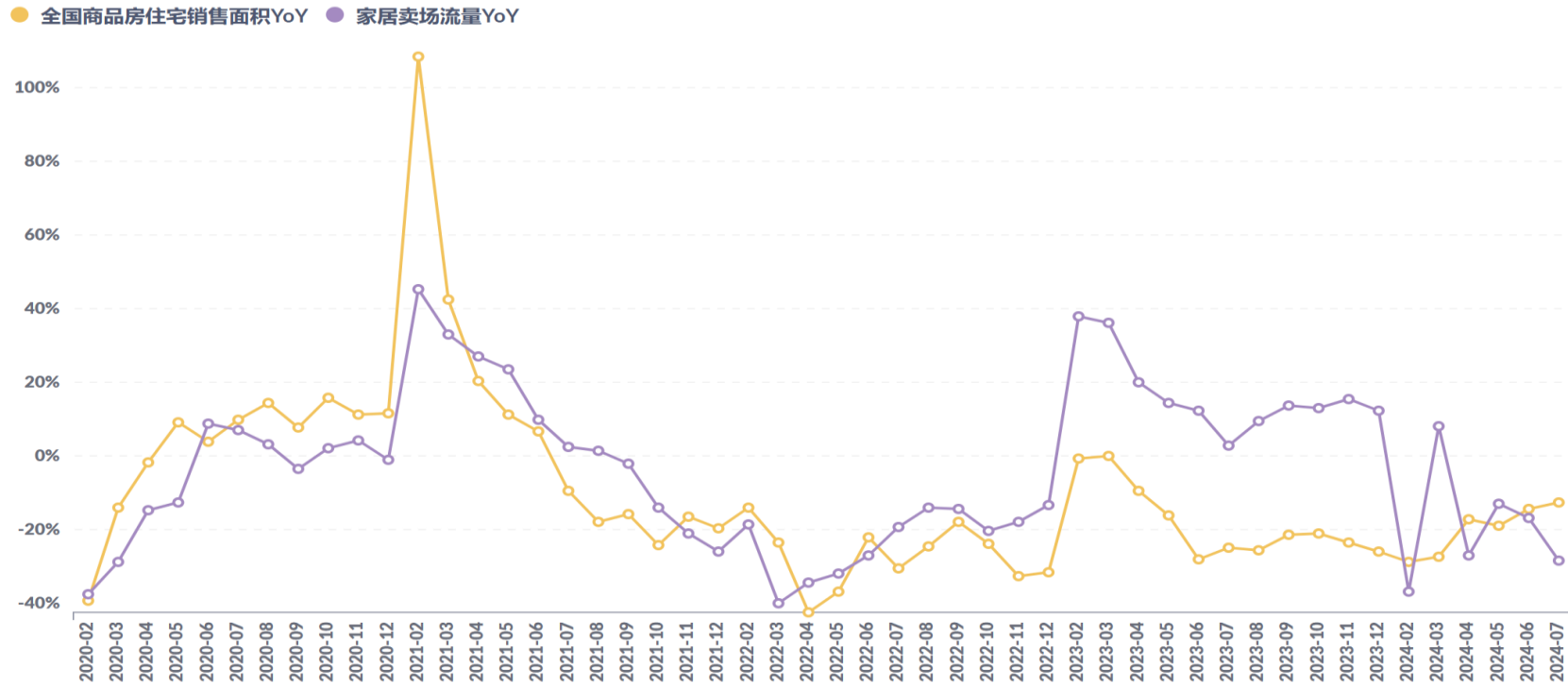


资料来源：国金数字Lab, 国金证券研究所

需求端—前置指标为地产销售、竣工、卖场流量

➤ 前置跟踪指标：地产销售、地产竣工数据

图表：商品房销售面积&家居卖场客流拟合



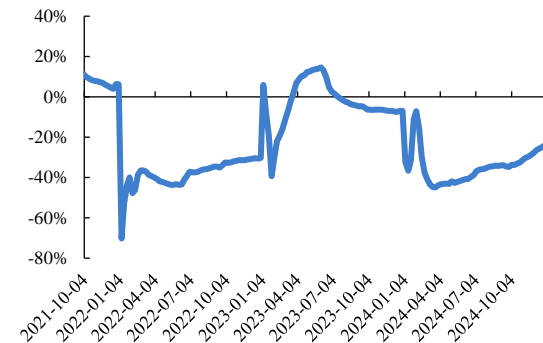
需求端：以旧换新政策拉动短期需求，地产政策平稳中期需求

- **政策刺激效果明显，地产成交面积降幅持续收窄：**2024年9月/10月/11月，全国商品房销售面积降幅同比收窄5.5/6.6/8.5pct。12月最后一周（截止12.27），全国30大中城市商品房和15城二手房周度成交面积较9月最后一周（截止9.27）降幅分别收窄10.6/7.7pct。政策刺激的短期效果较为明显。
- **无需过多担忧后续装修需求不足问题：**虽然近年来新房竣工、销售表现相对疲弱，但二手房装修需求逐步显现，后续家居装修需求具韧性，中长期来看，经过我们测算，15年更新周期下，2024E-2027E装修套数分别为2040、1670、1840、1880万套，二手房装修需求支撑下，2026年装修套数有望扭转下滑趋势。

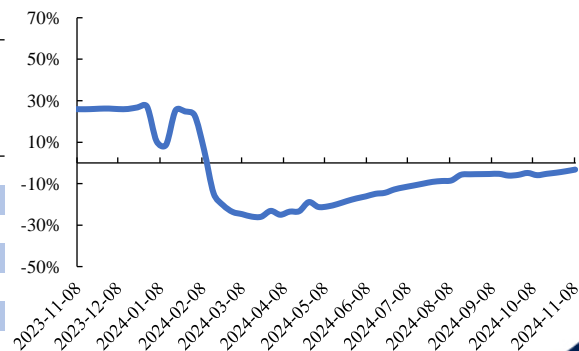
图表：2024-2026年中国理论装修需求套数测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
当年销售面积（万平方米）	154,878	156,532	114,630	94,800	80,580	76,551	74,254	72,027
销售面积增长率(%)	3.15%	1.07%	-26.77%	-17.30%	-15%	-5%	-3%	-3%
当年交房面积预测（万平方米）	147929	150144	154878	156,532	114630	94800	80,580	76,551
单套房平均面积(平方米)	90	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数（百万）	16.44	16.68	17.21	17.39	12.74	10.53	8.95	8.51
10年前住宅竣工套数（百万）	6.21	9.48	10.34	10.78	10.94	12.86	11.69	12.49
15年前住宅竣工套数（百万）	3.17	3.76	5.53	6.04	7.68	6.21	9.48	10.34
20年前住宅竣工套数（百万）	1.06	1.32	1.68	2.06	2.46	3.17	3.76	5.53
10年前更新周期下-装修套数	22.6	26.2	27.5	28.2	23.7	23.4	20.6	21.0
YOY	-4.7%	15.5%	5.3%	2.3%	-16.0%	-1.2%	-11.8%	1.7%
15年更新周期下-装修套数	19.6	20.4	22.7	23.4	20.4	16.7	18.4	18.8
YOY	5.7%	4.3%	11.3%	3.1%	-12.9%	-18.0%	10.1%	2.2%
20年更新周期下-装修套数	17.5	18.0	18.9	19.4	15.2	13.7	12.7	14.0
YOY	8.7%	2.9%	4.9%	3.0%	-21.9%	-9.8%	-7.2%	10.4%

图表：全国30城商品房周度成交面积降幅持续收窄



图表：全国15城二手房周度成交面积降幅持续收窄



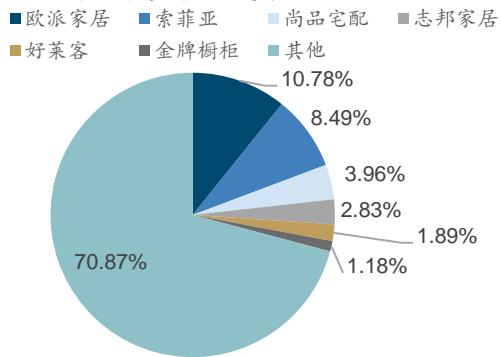
供给端：行业集中度仍较低，以旧换新政策有望加速集中

- 近年来，虽然由于消费需求承压，外部经营难度加大，家居行业内中小企业逐步退出，**头部品牌收入增长持续领先社零增速**，行业稳步集中，但家居行业整体目前仍较为分散，根据我们测算，2023年衣柜行业CR4为26.07%，市场集中度仍有较大提升空间。
- 本轮补贴政策或将加速行业集中度提升。**与中小品牌相比，头部企业在新一轮补贴政策下更能迅速做出反应、在部分省市对参与补贴的厂商设置门槛的条件下更能积极争取补贴指标，行业集中度有望进一步提高。
- 展望后续，在行业流量整体承压、流量碎片化、消费者一站式采购需求等背景下，我们认为头部家居品牌在**整装渠道加速开拓、多品类加速融合**的两大趋势推动下，市场份额有望迎来加速提升，进一步奠定业绩增长韧性。

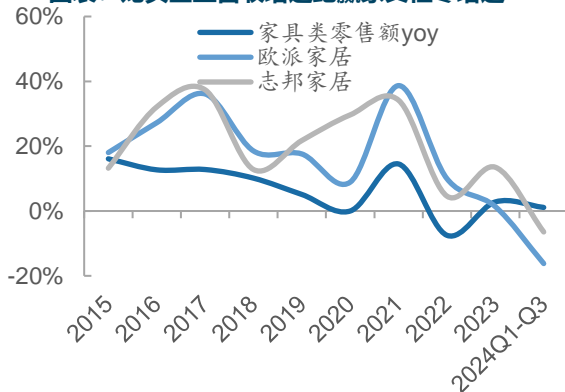
图表：各地品牌商或者经销商申请补贴的要求梳理

城市	申报条件
上海	固定的品牌企业名单，提交符合规定的家居产品和销售记录。
广州	品牌商或经销商需要提供产品认证、销售报表以及产品环保性证明
深圳	依法注册登记并在深圳从事商事活动的法人企业且2024年4月30日(含)前在国家统计局“统计联网直报平台”内的企业类别为“批发和零售业”；遵守活动要求,按照补贴标准足额补贴消费者等。
南京	政府详细公布可参与的品类与企业名单
武汉	公布已确定的品类和企业参与，品牌商已提交家居产品的合规证明和环保认证，销售业绩和产品定价材料需要明确披露。
重庆	公开征集方式，确定参与单位。符合条件的单位向属地区提交材料。
郑州	经企业自愿申报、县区推荐、实地查看、专家评审等程序
天津	依法登记注册在天津市。线下销售单位应具备线下实体家电(家居)商品销售卖场；线上销售单位有其线上平台或网店。

图表：衣柜行业集中度



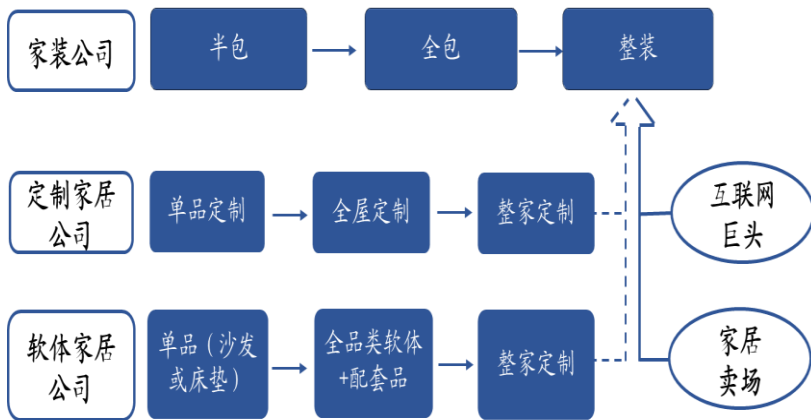
图表：龙头企业营收增速跑赢家具社零增速



供给端—行业持续迭代，现已步入发展新阶段

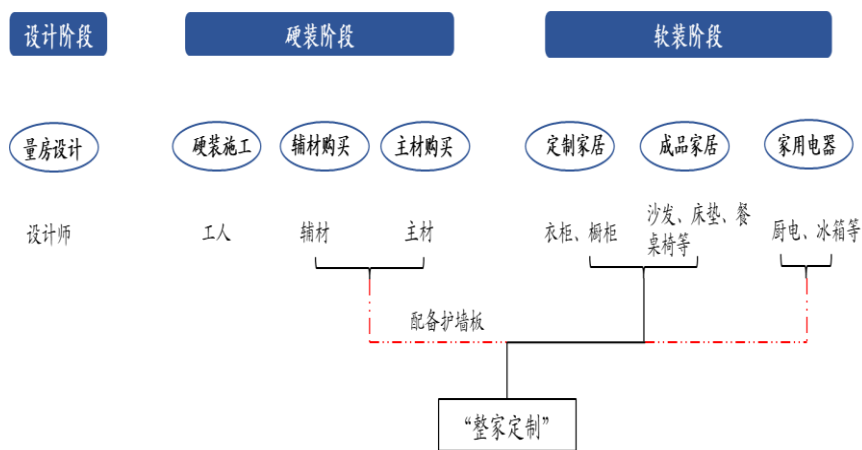
- **“整家定制”契合消费者需求，部分消费痛点得以解决：**目前新消费群体对于品牌、品质、性价比、一站式方案均有诉求，“整家定制”正是在契合多方面需求中寻找平衡点，解决部分行业痛点，虽然仍未能解决家装全环节痛点，但已是目前阶段可实现的较大突破。
- **整家定制+基装=整装**，若未来家居企业的终局也是整装，那“整家定制”一定程度上是家居企业在迈向整装过程中的过渡模式。然而，在家居企业不具备硬装能力，并且家装行业中短期内无法工业化解决装修施工交付问题的情况下，“整家定制”不仅是目前更容易落地的模式也是较难在中短期被完全迭代的模式。

图表：巨头分分入局整装



资料来源：国金证券研究所

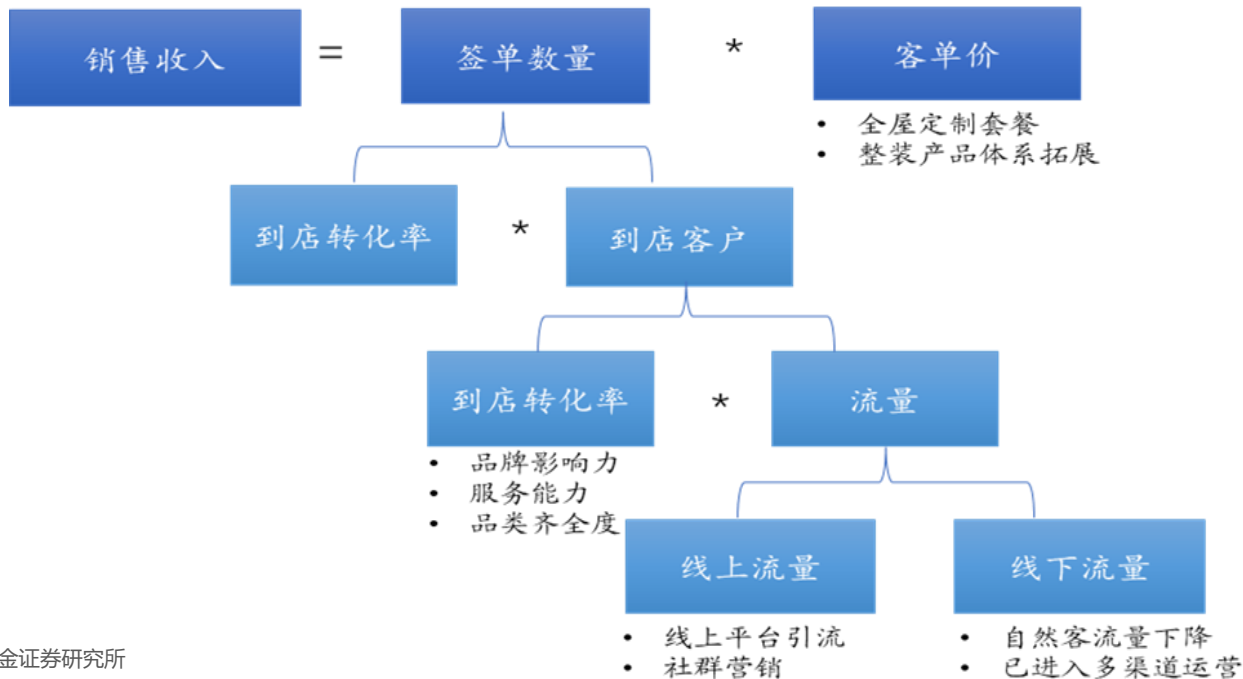
图表：“整家定制”所属环节



供给端—从单店收入拆解看供给端研究框架

- **单店拆解：**客户数与客单价，地产红利消退情况下，客单价越发重要。核心把握具备强获客、转化能力及多品类连带销售提升客单价能力的企业。

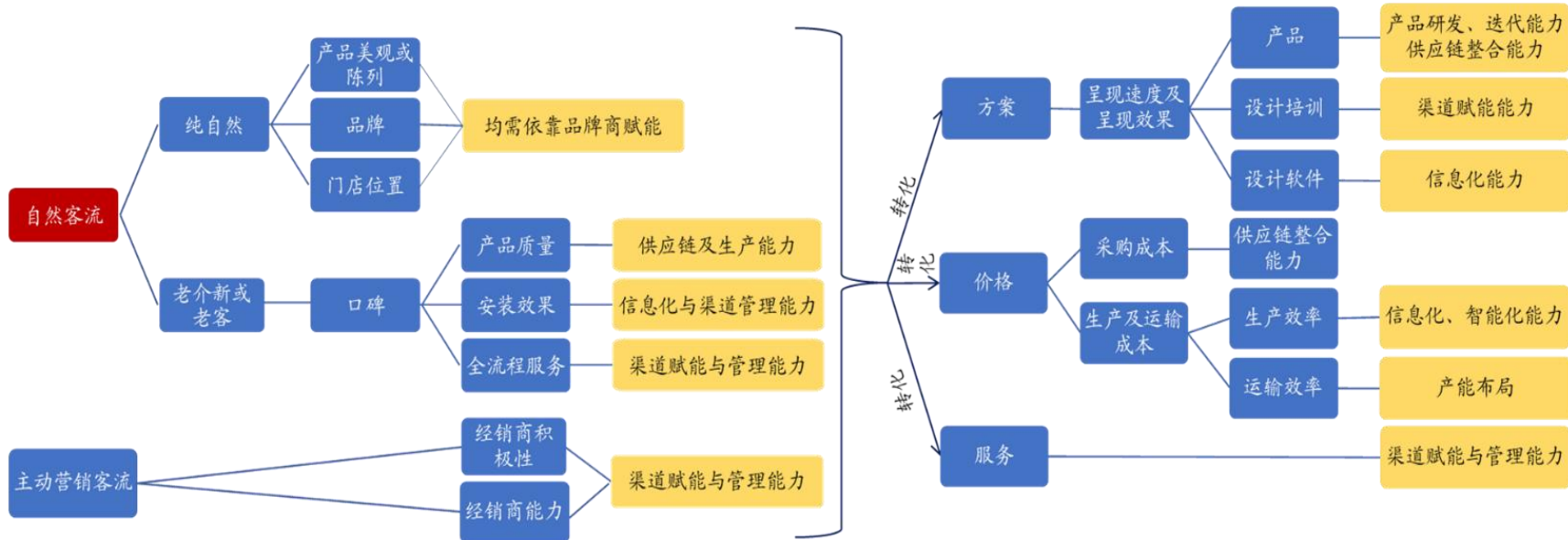
图表：单店收入拆解



供给端—成交过程拆分探析企业关键竞争要素

➤ **终端成交过程拆解**：核心在于引流与转化，重点对比四大能力差异。

图表：终端成交过程拆解



资料来源：国金证券研究所

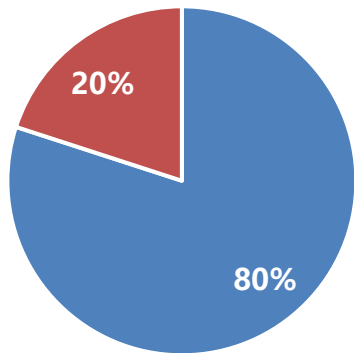
供给端—新阶段-从四大能力剖析企业中长期竞争力

基础能力一：产品研发协同叠加快速体系化迭代

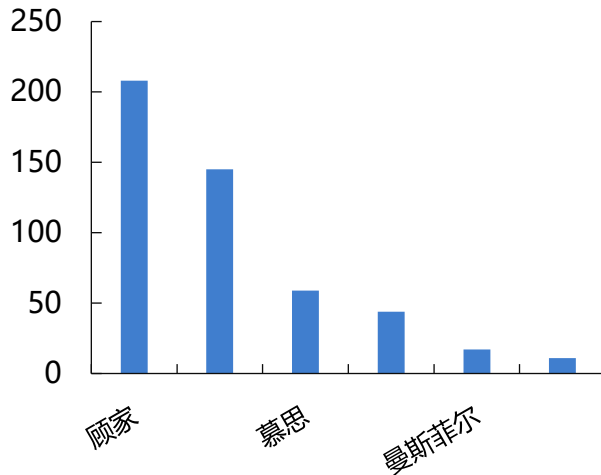
- 家居&家装风格一体化需求趋势明显，产品研发协同能力越发重要，并且消费者需求正快速变化，产品迭代速度已然是基础要求，产品体系化迭代比拼已然开始。从阿里平台软体家居头部品牌与电商品牌sku数量对比来看，头部品牌sku数量明显领先，头部企业通过加大产品研发设计团队建设，已在产品迭代方面，明显领先中小品牌。

图表：顾家经销商新品及次新品营收占比

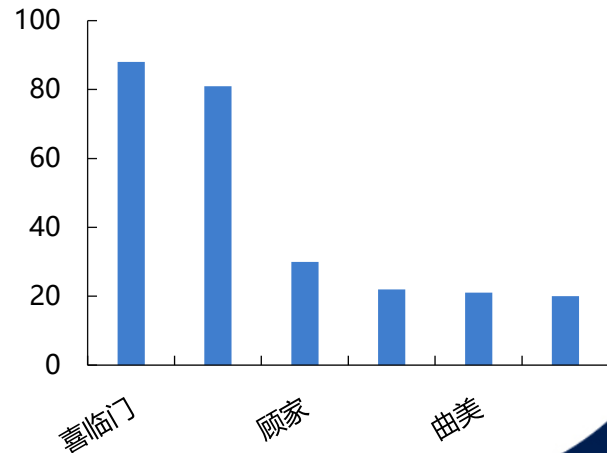
■ 新品及次新品 ■ 旧品（一年以上）



图表：阿里平台沙发头部品牌与电商品牌sku数量对比



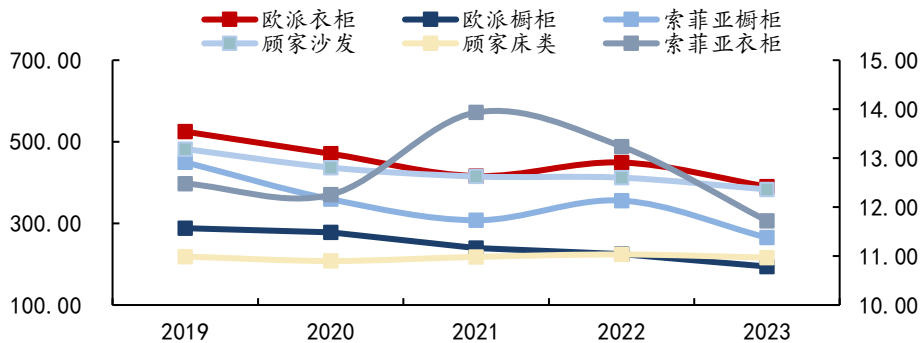
图表：阿里平台床垫头部品牌与电商品牌sku数量对比



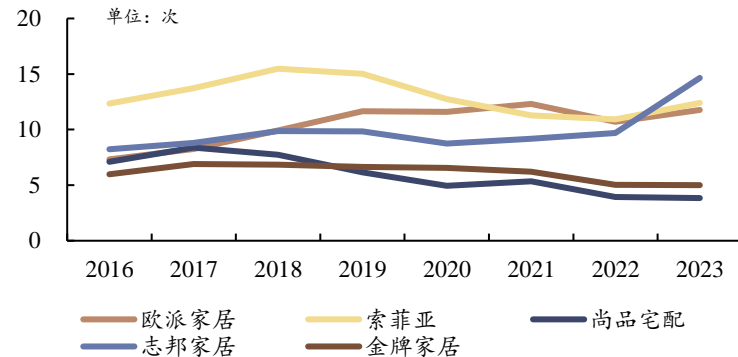
基础能力二：供应链整合及生产制造能力

➤ 为夯实后端基础，落实研发成果，进一步为销售端全品类助力，品牌商在主营产品与配套产品上均必须拥有完备的供应链整合能力以及更强的生产能力。一方面，生产能力的提升能够有效降低单位成本，并且只有具备较大规模体量的企业才能够与优质合作方展开合作，凭借强议价能力再次削减成本；另一方面，供应链整合能力是保障后端生产环节顺利进行、各品类实现融合销售的关键。

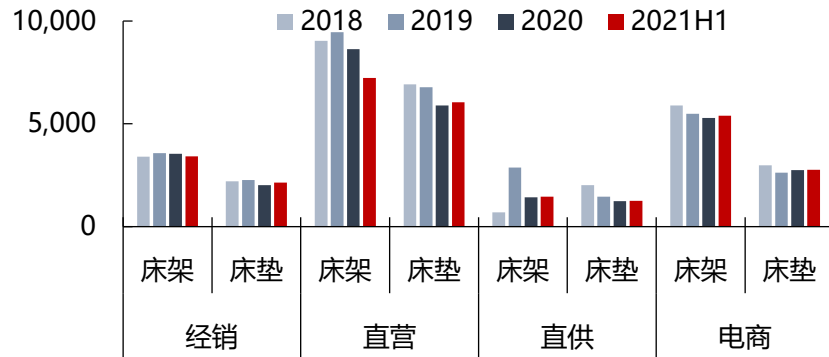
图表：各品牌主营产品单位人工成本均下降



图表：欧派存货周转率显著提升



图表：慕思床垫、床架分渠道单价

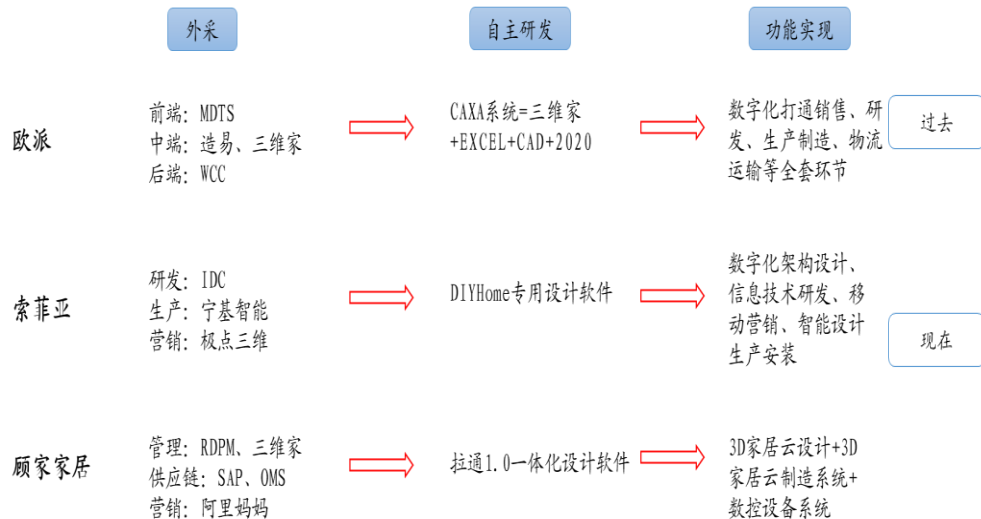


供给端—新阶段-从四大能力剖析企业中长期竞争力

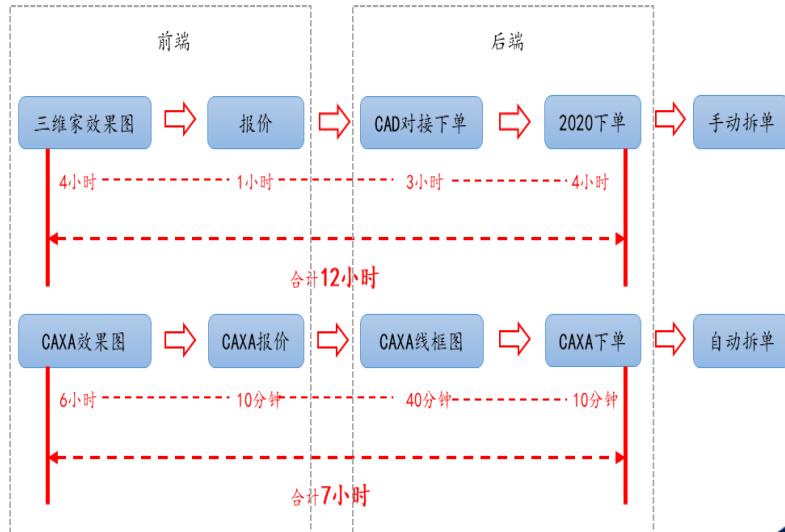
决定成长上限能力一：信息化能力

- “整家定制”（大家居）融合销售的趋势下，个性化需求依然存在，并且品类增多的情况下，对于前后端信息化均有更高要求。
- ✓ 在信息化软件迭代过程中，各大家居企业也逐渐从外采数字化系统到自主研发专门软件，致力于前后端打通以及软件集成化，最终实现设计、工艺、生产的无缝对接。以欧派CAXA系统为例，集设计效果图、报价、线框图、下单为一体，每单至少节约5小时。

图表：各大家居企业信息化软件迭代过程



图表：欧派CAXA系统大幅提升前后端效率



决定成长上限能力一：信息化能力

- ✓ **规模扩大后急需提升生产效率与出错率，后端信息化优势越发明显：**除欧派CAXA外，目前索菲亚、顾家也均已在信息化方面取得阶段性进展。其中，索菲亚DIYHome目前已实现方案设计、订单上传、自动拆单、数据化生产一体化，打造柔性、协同的生产线，使得工厂平均交货周期缩短至7-12天，显著提高了生产效率。

图表：DIYhome前后端信息传导流程



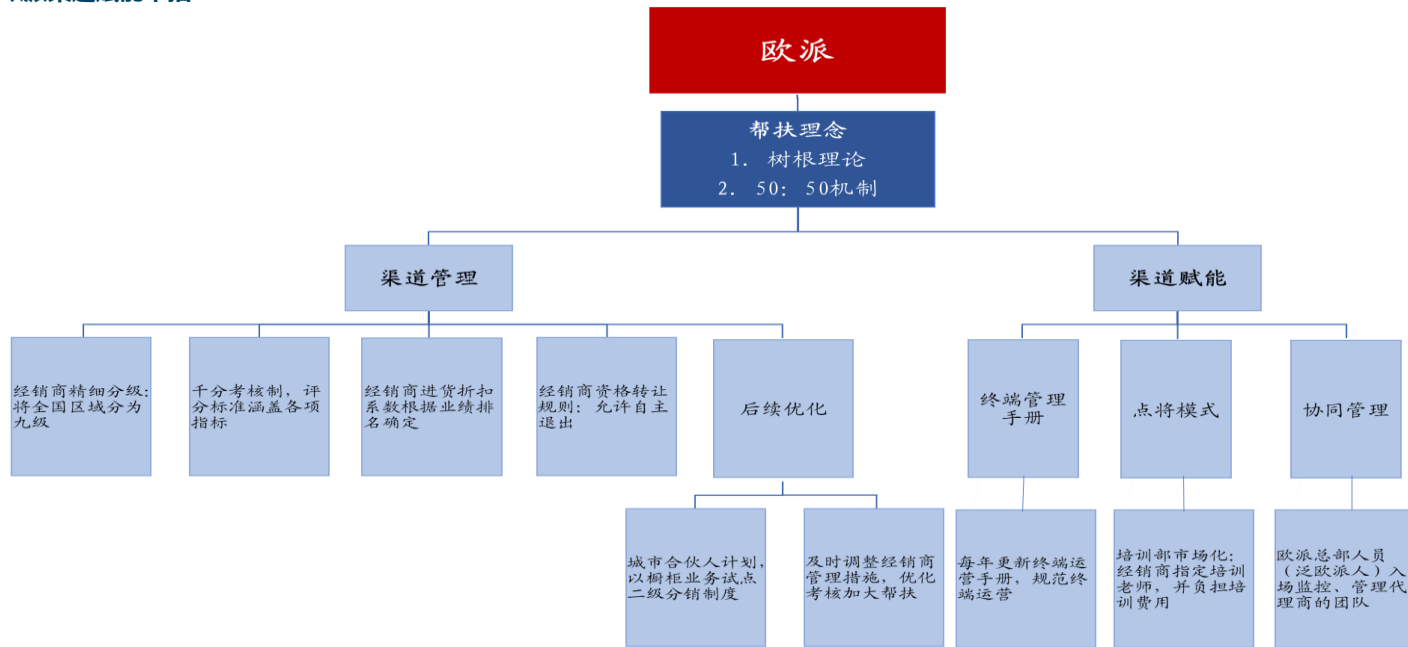
图表：索菲亚工厂平均交货周期（天）

年份	工厂平均交货周期
2015	13-20
2016	10
2017	10-12
2018	7-12
2019	7-12
2020	7-12
2021	7-12

决定成长上限能力二：渠道赋能管理

- 赋能管理能力越强则更容易削弱经销商经营难度，为进一步下沉及做好品类融合打下基础。

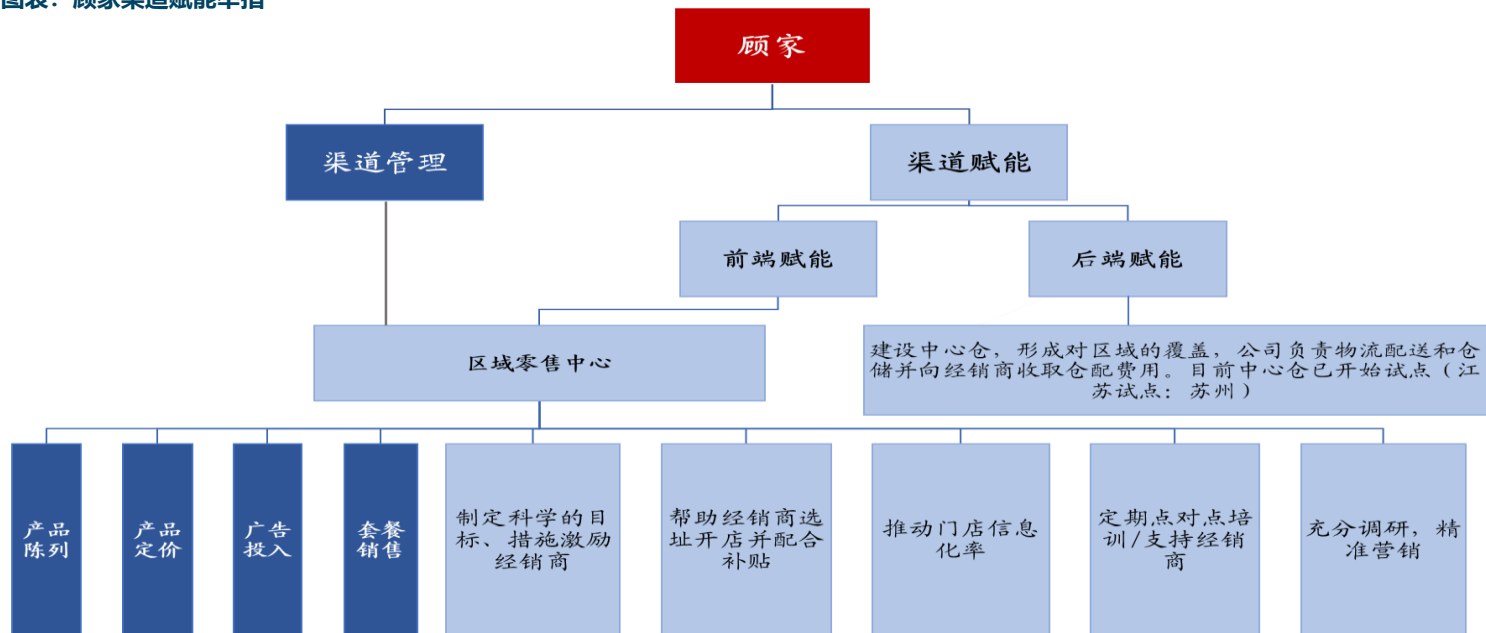
图表：欧派渠道赋能举措



决定成长上限能力二：渠道赋能管理

- 打造旗舰单店模型容易，而全国近万家门店的单店收入提升比拼的更是渠道赋能管理能力。公司通过赋能助推经销商经营难度降低，将从供给端再次明显拉开与中小品牌差距。

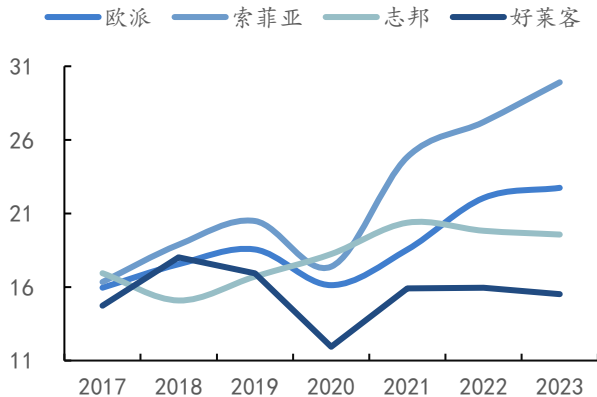
图表：顾家渠道赋能举措



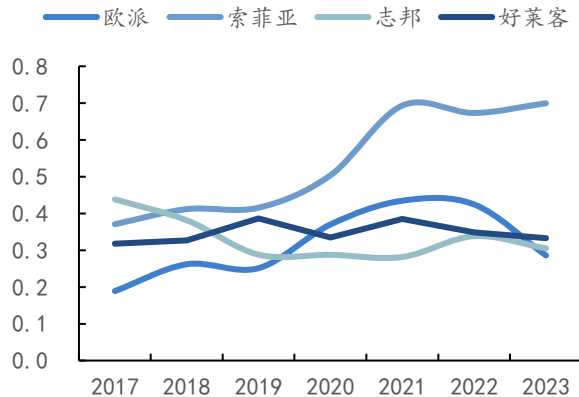
供给端—渠道赋能管理成果对比指标

- **头部品牌高效全面的渠道赋能措施对其经销商大有助益，效果显著：**从单店情况来看，欧派近年来**单店对应销售人员人数**，从2017年的0.2人/店增至2023年的0.3人/店，并且2023年欧派对应**单一经销商的销售费用为22.74万元**，可见欧派近年来在加大经销商赋能管理力度的同时，大幅提高效率使销售费用得以有效控制。
- 得益于渠道赋能措施的不断完善，**索菲亚单店提货额显著高于竞品，2023年单店提货额达338万元**，欧派单店提货额达261万元，**位居第二。**

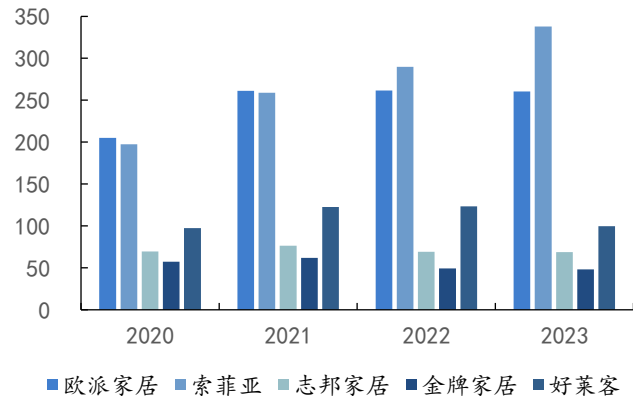
图表：各公司单一经销商销售费用（万元）



图表：各公司单一经销商对应销售人员数量（人）



图表：各公司零售渠道单店提货额（万元）



资料来源：国金证券研究所（注：索菲亚品牌及欧派品牌单店提货额为剔除大宗业务后测算结果）

供给端—不变的顶层竞争要素是什么？

- 家居行业从本质属性上看，不需要巨大的资本投入也不具备极高的技术壁垒，并且家居行业具有价值链长、产品品类多、重服务的特征，不同产品之间存在搭配关联性，尤其是定制家居持续周期长，各个环节需要有顶层组织力充当粘合剂，将其长链条的各节点完美贴合，产生协同效应，推动各环节完美联动，因此我们认为**家居行业或本质上属于组织能力密集型行业**。
- 家居企业随着时间的推移公司规模逐渐壮大，整体组织尤其经销商体系复杂度增加，因此组织力在错综复杂的家居服务链中显得尤为重要，**善用组织力是帮助公司实现非线性增长的同时保持有序发展的关键**。有序的企业及经销体系架构与组织建设或是最大化释放上文四项能力的基石，**也或许是筛选具备长期竞争力企业的关键考察要素**。

图表：组织是实现规模与时间动态平衡的关键

有效管理规模增长	表现形式
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 识别前一主业成功因素，发展能力平台 ➢ 总结业务管理系统或模式优势，可供新业务发展参考借鉴 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 结构重组 ➢ 职能功能化 ➢ 功能平台化 ➢
追求熵减	表现形式
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 追求体系开放性 ➢ 不断打破体系内平衡 ➢ 追求非线性成长 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 组织再造（创新） ➢ 内部轮岗 ➢ 持续引入人才，注入新鲜血液 ➢

成本端：定制家居产品利润影响因素拆解

- 以欧派为例，其2022年橱柜成本构成中，材料/人工/制造费用占比分别为76.9%/7.9%/15.2%；衣柜成本构成中，材料/人工/制造费用占比分别为83.9%/8.6%/7.5%。
- 原材料构成中，板材/石英石/铝材占比分别为19.2%/4.6%/3.1%。

图表：2022年欧派橱柜成本构成

	成本构成项目	本期金额(元)	占橱柜成本比例 (%)
橱柜	材料	3,637,835,955.49	76.86%
	人工	372,514,707.48	7.87%
	制造费用	722,439,820.09	15.26%
衣柜	材料	6,943,967,793.67	83.85%
	人工	713,262,042.15	8.61%
	制造费用	624,523,689.57	7.54%

图表：出厂价不变情况下原材料采购价格变动毛利率弹性测算

板材	铝材 石英	20%	10%	0%	-10%	-20%
20%	20%	-2.73%	-2.57%	-2.41%	-2.26%	-2.10%
	10%	-0.55%	-0.39%	-0.23%	-0.07%	0.08%
	0%	-0.31%	-0.16%	0.00%	0.16%	0.31%
	-10%	-0.08%	0.07%	0.23%	0.39%	0.55%
	-20%	0.15%	0.31%	0.46%	0.62%	0.78%
10%	20%	-1.75%	-1.60%	-1.44%	-1.28%	-1.12%
	10%	-0.55%	-0.39%	-0.23%	-0.07%	0.08%
	0%	-0.31%	-0.16%	0.00%	0.16%	0.31%
	-10%	-0.08%	0.07%	0.23%	0.39%	0.55%
	-20%	0.15%	0.31%	0.46%	0.62%	0.78%
0%	20%	-0.78%	-0.62%	-0.46%	-0.31%	-0.15%
	10%	-0.55%	-0.39%	-0.23%	-0.07%	0.08%
	0%	-0.31%	-0.16%	0.00%	0.16%	0.31%
	-10%	-0.08%	0.07%	0.23%	0.39%	0.55%
	-20%	0.15%	0.31%	0.46%	0.62%	0.78%
-10%	20%	0.20%	0.35%	0.51%	0.67%	0.83%
	10%	-0.55%	-0.39%	-0.23%	-0.07%	0.08%
	0%	-0.31%	-0.16%	0.00%	0.16%	0.31%
	-10%	-0.08%	0.07%	0.23%	0.39%	0.55%
	-20%	0.15%	0.31%	0.46%	0.62%	0.78%
-20%	20%	1.17%	1.33%	1.49%	1.65%	1.80%
	10%	-0.55%	-0.39%	-0.23%	-0.07%	0.08%
	0%	-0.31%	-0.16%	0.00%	0.16%	0.31%
	-10%	-0.08%	0.07%	0.23%	0.39%	0.55%
	-20%	0.15%	0.31%	0.46%	0.62%	0.78%

成本端：软体家居产品利润影响因素拆解

图表：出厂价不变情况下原材料采购价格变动毛利率弹性测算

- 以慕思为例，其2022年主营业务成本构成中，直接材料/直接人工/制造费用/直接外购成本/运输费用占比分别为56.8%/9.7%/5.9%/23.9%/3.8%。
- 原材料构成中，海绵/皮革/面料占比分别为14.7%/16.0%/12.3%。

图表：2022年慕思主营业务成本构成

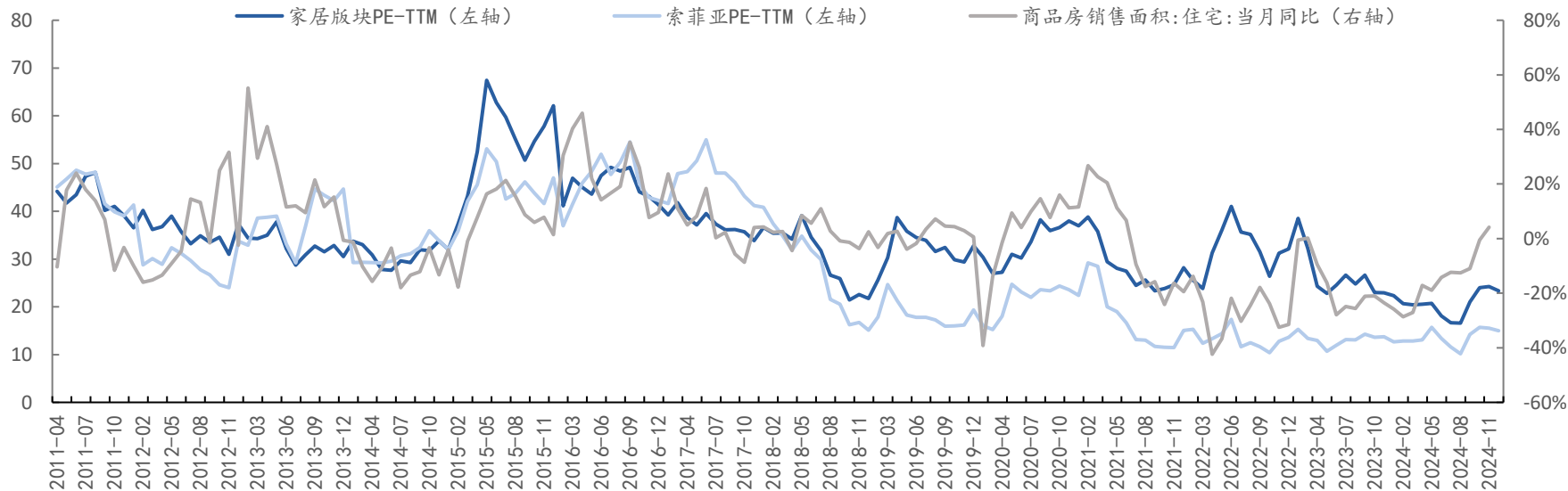
成本构成项目	金额（元）	占营业成本比重
直接材料	1,763,110,918.83	56.79%
直接人工	301,118,091.15	9.70%
制造费用	183,567,571.49	5.91%
直接外购成本	740,617,838.45	23.85%
运输费用	116,465,887.87	3.75%

资料来源：Wind，国金证券研究所；注：以2021年原材料采购数据为例

布料	海绵		20%	10%	0%	-10%	-20%
	皮革	面料					
20%	20%	20%	-2.61%	-2.17%	-1.72%	-1.27%	-0.83%
	10%	20%	-1.38%	-1.68%	-1.23%	-0.79%	-0.34%
	0%	20%	-0.89%	-1.19%	-0.75%	-0.30%	0.15%
	-10%	20%	-0.41%	-0.71%	-0.26%	0.19%	0.63%
	-20%	20%	0.08%	-0.22%	0.22%	0.67%	1.12%
10%	20%	10%	-2.24%	-1.79%	-1.35%	-0.90%	-0.45%
	10%	10%	-1.38%	-0.93%	-0.49%	-0.04%	0.41%
	0%	10%	-0.89%	-0.45%	0.00%	0.45%	0.89%
	-10%	10%	-0.41%	0.04%	0.49%	0.93%	1.38%
	-20%	10%	0.08%	0.53%	0.97%	1.42%	1.87%
0%	20%	0%	-1.87%	-1.42%	-0.97%	-0.53%	-0.08%
	10%	0%	-1.38%	-0.93%	-0.49%	-0.04%	0.41%
	0%	0%	-0.89%	-0.45%	0.00%	0.45%	0.89%
	-10%	0%	-0.41%	0.04%	0.49%	0.93%	1.38%
	-20%	0%	0.08%	0.53%	0.97%	1.42%	1.87%
-10%	20%	-10%	-1.49%	-1.05%	-0.60%	-0.15%	0.29%
	10%	-10%	-1.38%	-0.93%	-0.49%	-0.04%	0.41%
	0%	-10%	-0.89%	-0.45%	0.00%	0.45%	0.89%
	-10%	-10%	-0.41%	0.04%	0.49%	0.93%	1.38%
	-20%	-10%	0.08%	0.53%	0.97%	1.42%	1.87%
-20%	20%	-20%	-1.12%	-0.67%	-0.22%	0.22%	0.67%
	10%	-20%	-1.38%	-0.93%	-0.49%	-0.04%	0.41%
	0%	-20%	-0.89%	-0.45%	0.00%	0.45%	0.89%
	-10%	-20%	-0.41%	0.04%	0.49%	0.93%	1.38%
	-20%	-20%	0.08%	0.53%	0.97%	1.42%	1.87%

- **估值的前瞻指标为住宅销售面积：** 房地产销售面积作为家居板块估值的前置指标，直至目前依然有效，复盘过去10年来，家居板块大致经历了两轮完整的估值提升大周期（2012-2013、2015-2017H1），一轮小周期（2020-2021初）。目前家居板块估值已回落至历史低位，多数标的估值处于PE10-15x。

图表：家居板块十年估值复盘



资料来源：Wind，国金证券研究所

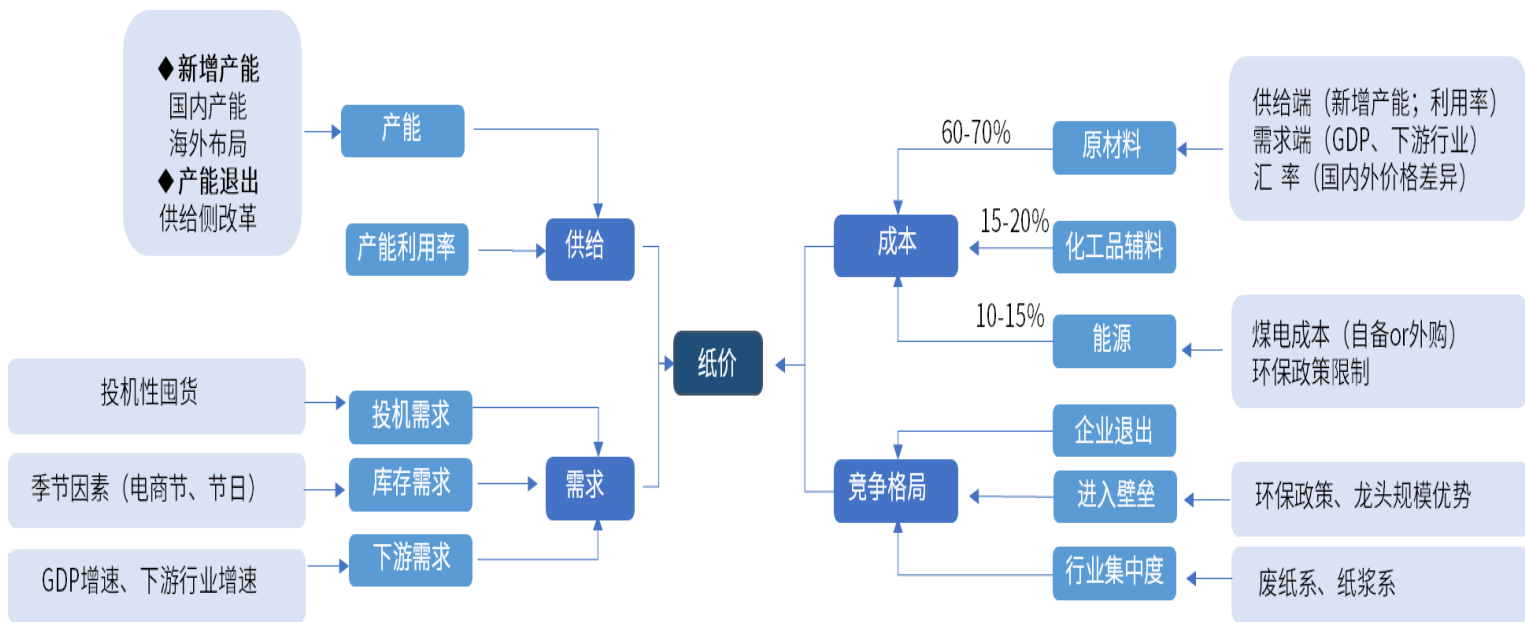
2 造纸:成本为王, 上游延伸强化壁垒

造纸各行业分类投资逻辑一览

行业分类	投资逻辑	成长驱动力	重点跟踪指标	重点标的	
大宗造纸	浆系纸 废系纸	供需+库存	产能扩张	下游需求增速	太阳纸业
			横向拓品类	新增产能	晨鸣纸业
			上游产业链配套	木浆&废纸成本	山鹰国际
特种纸	供需+成本	产能扩张	细分行业景气度	仙鹤股份	
		横向拓品类	木浆&化工品成本	五洲特纸	
		上游产业链配套	新增产能	华旺科技	
生活用纸	消费&周期	高端化升级	渠道力	中顺洁柔	
		拓品类-个护等	品牌力	维达国际	
		渠道开拓	木浆成本	恒安国际	

造纸行业研究跟踪指标框架

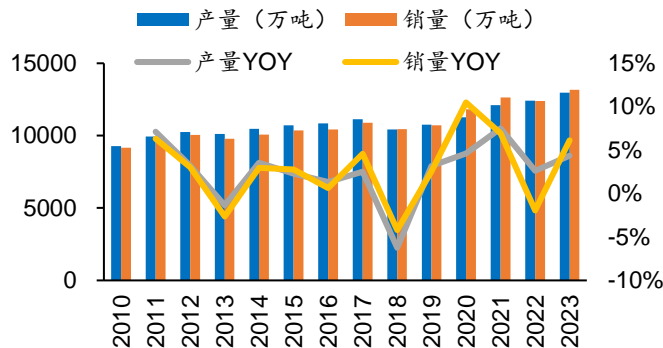
价格是造纸行业研究的核心指标。造纸行业作为周期性行业，核心跟踪指标为价格数据，包括纸价以及上游原料价格。纸价受到行业供需、原料价格、竞争格局等多重因素的影响，通过跟踪高频的纸价、原材料价格数据、行业供需状况，能够有效掌握行业所处阶段。



供给端：中期三大行业特征值得关注

- 1) 投资主体分化：头部纸企投资动力高于中小纸企，看好后续格局集中优化
- 2) 投资纸种现分化：受前瞻需求预判/20年白卡大幅提价影响，白卡类增量投产变多，文化、箱板基本供需平衡
- 3) 产业链投资方向分化：成本配套优势凸显，上游产业链布局重视度提升，后续浆纸一体投资趋势显著

图表：全国纸及纸板产销量



图表：规模以上纸企固定资产投资额同比变动

图表：箱板纸产能投放统计

图表：白卡纸产能投放统计

— 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:造纸及纸制品业:累计同比

企业	计划投产时间	产能	单位	所在省份
山鹰纸业	2024. 12. 31	49	万吨	湖北
山鹰纸业	2025. 12. 31	44	万吨	湖北
山鹰纸业	2023. 12. 31	35	万吨	浙江
金励环保	2024. 12. 30	30	万吨	浙江
金励环保	2024. 12. 31	30	万吨	浙江
玖龙纸业	2023. 11. 30	45	万吨	广西
玖龙纸业	2023. 12. 30	30	万吨	广西
玖龙纸业	2024. 12. 31	60	万吨	湖北

企业	计划投产时间	产能	单位	所在省份
博汇纸业	2024. 12. 30	40	万吨	江苏
博汇纸业	2024. 12. 31	80	万吨	江苏
博汇纸业	2024. 12. 30	40	万吨	江苏
博汇纸业	2025. 12. 31	100	万吨	江苏
玖龙纸业	2024. 12. 31	120	万吨	湖北
玖龙纸业	2023. 12. 31	120	万吨	广西



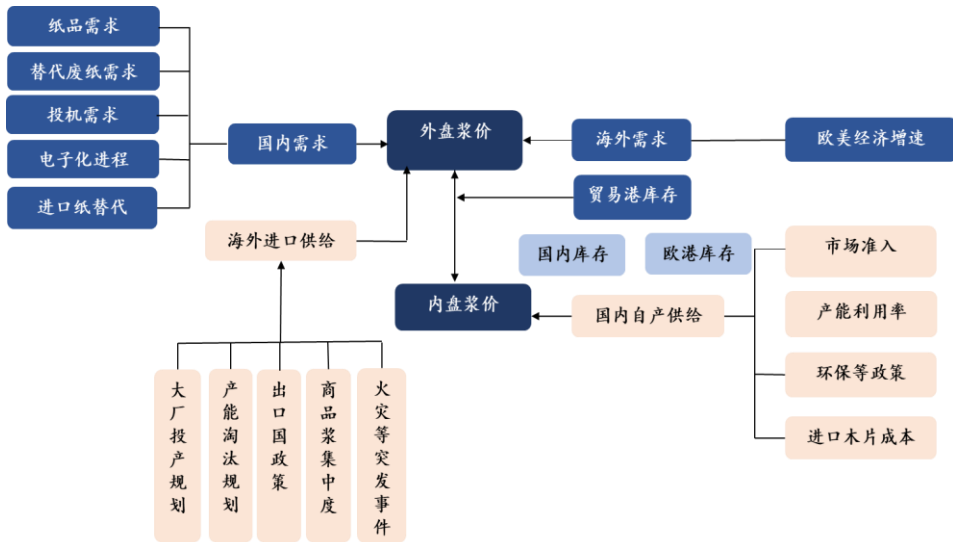
成本端：纸浆价格指标跟踪框架

木浆分为阔叶浆、针叶浆、化机浆、本色浆等

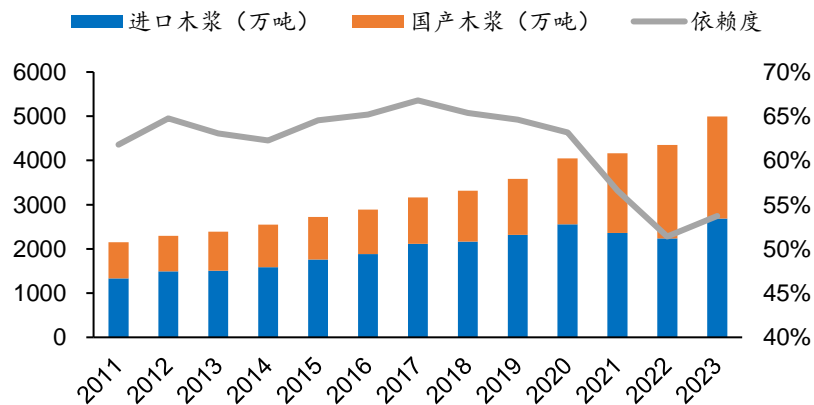
高度进口依赖：中国木浆进口依赖度超55%

价格驱动因素：供需+成本+宏观金融（期货）

图表：木浆价格跟踪指标框架



图表：中国木浆进口依赖度超过50%

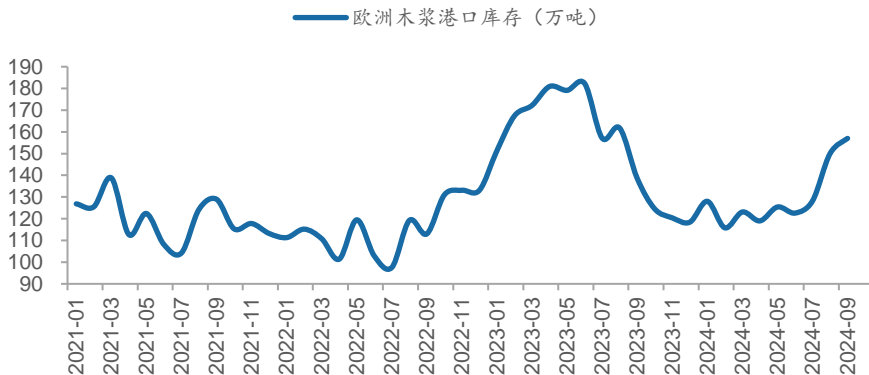


成本端：跟踪木浆产能投放、港口库存、现金成本变动

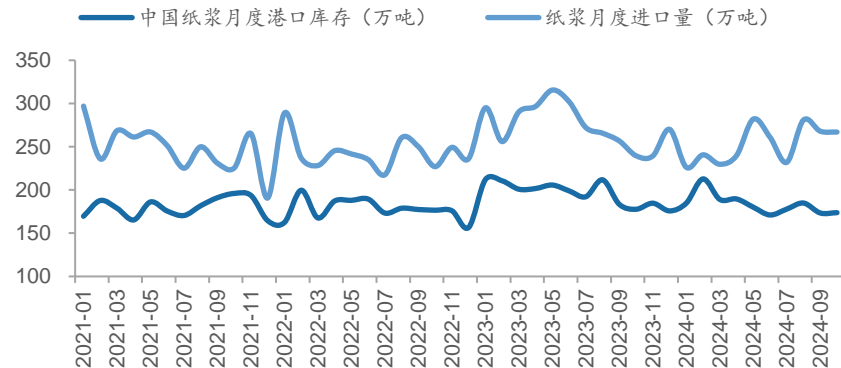
港口库存：中国处于中位数水平，欧洲回升较快

现金成本：木片、固定投入、化工辅料、能源成本

图表：欧洲木浆港口库存



图表：2022年起纸浆单月进口量同比收窄



需求端：周期性来自消费需求+库存波动

下游需求：①社零消费大周期；②基于应用场景的周期性

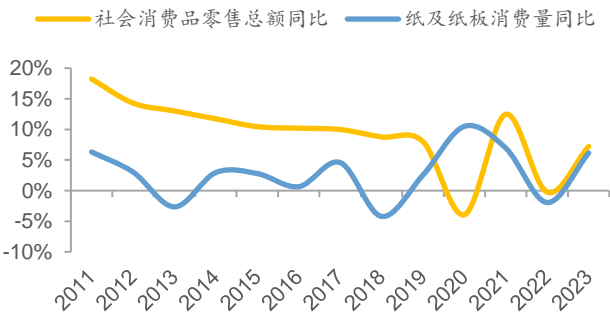
年内小周期波动：文化纸以3月、9月为主；卡纸、箱板纸下半年为旺季

库存：社会库存一般在3个月左右

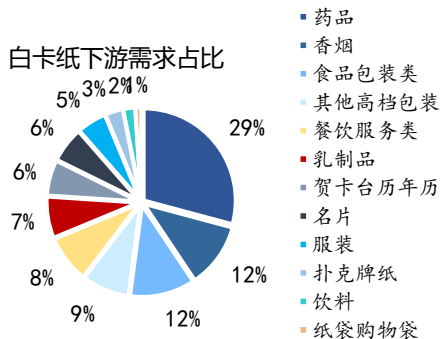
图表：各纸种年内存在季节性波动

月份 纸种	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
单铜纸 (酒标)	平 春节期间印厂放假， 力成本高	平 年底劳动	旺季 临近5-9月啤酒旺季， 经销商提前备货	旺季	旺季	旺季	前旺后平 经销商提前备货导致7-9月酒标 需求减少	平	平	超旺	旺	平
单铜纸 (烟包)	平 春节期间印厂放假， 力成本高	平 年底劳动	旺季 节日卷烟消耗量大，3-5月备货导致 需求增长	旺季	超淡	淡季	淡季 雨季来临，烟包需求 减少	平	平	旺季	旺季	旺季
双铜纸	旺季 节日宣传单、 促销单、价格 单用量较大	淡季 春节	旺季 年后为保证印厂正常运 作，大量进货，春季展 销会较多，宣传单用量 增加	旺季	平	平	平 因初夏农忙，大部分印厂工人放 假	平	旺季	旺季	旺季	旺季
双胶纸	平 节日期间双胶用量减少	淡季	旺季 3-5月为学生秋季教辅材料备货及开 印期，双胶纸需求加大	旺季	旺季	平	平 秋季教辅材料扫尾期	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平 春季教辅 材料扫尾 期

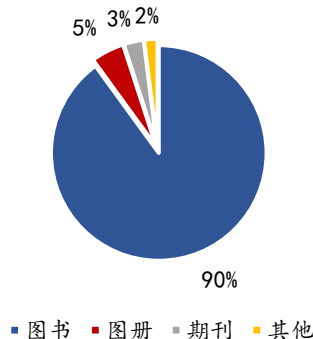
图表：社会零售总额同比变动



图表：白卡纸下游需求分布

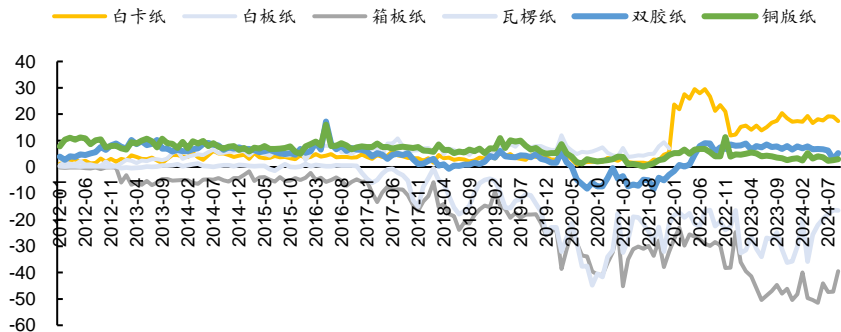


图表：双胶纸下游需求以图书、期刊为主

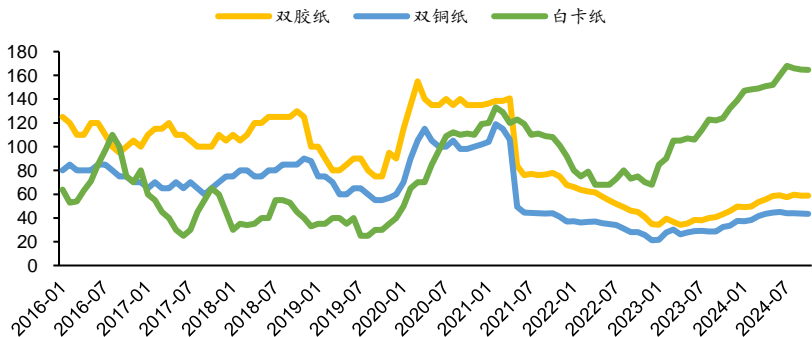


供给侧：短期关注开工率、库存、进出口

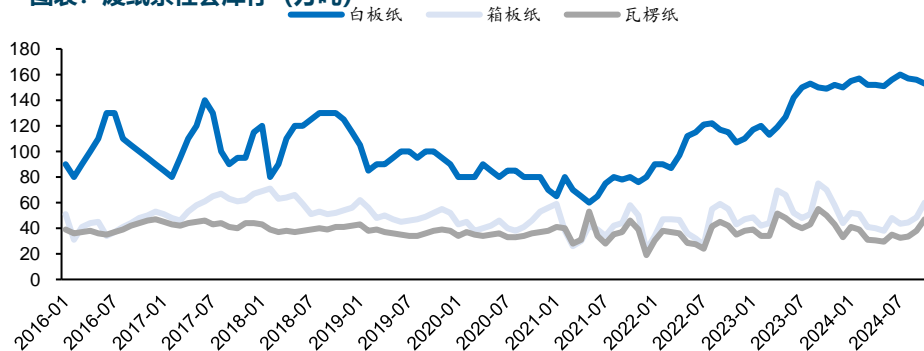
图表：各纸种月度净出口量（万吨）



图表：浆纸系社会库存（万吨）



图表：废纸系社会库存（万吨）



供给侧：中期关注产能投放周期，2-3年投产期

各纸种产能投放进度分化：

- 1)文化纸、箱板纸：整体产能投放进度基本能保持供需平衡；
- 2)白卡纸：当前公布投放产能较多，24年新增有效产能230万吨，预计25年新增有效产能302万吨，供给端预期仍有一定压力。

图表：大宗造纸主要纸种未来产能投放统计

箱板纸产能投放统计

年份	企业	产能 (万吨)	计划投产时间	所在省份
2024年	华星纸业	10	2024.06.30	山东省
	鹏昇纸业	35	2024.12.30	贵州省
	鹏昇纸业	35	2024.12.30	贵州省
	金励纸业	30	2024.12.30	浙江省
	鹏昇纸业	40	2024.12.31	云南省
	丰源集团	25	2024.12.31	山东省
	金励纸业	30	2024.12.31	浙江省
	金田纸业	30	2024.12.31	河南省
	鑫光科技	25	2024.12.31	安徽省
	东晟纸业	20	2024.12.31	云南省
	惠宁纸业	15	2024.12.31	陕西省
	玖龙纸业	60	2024.12.31	湖北省
	盛世荣创	30	2024.12.31	贵州省
24年合计		385		
2025年	丰源集团	50	2025.12.31	山东省
	山鹰纸业	44	2025.12.31	湖北省
	景兴科技	30	2025.12.31	江苏省
	金田纸业	30	2025.12.31	河南省
	林平发展	30	2025.12.31	安徽省
	东方智慧能源	45	2025.12.31	陕西省
	荣晟纸业	30	2025.12.31	安徽省
25年合计		259		
2026年	景兴科技	30	2026.12.31	江苏省

资料来源：隆众资讯，国金证券研究所

中期供给侧：2-3年投产期，各纸种产能投放进度分化

各纸种产能投放进度分化：

- 1)文化纸、箱板纸：整体产能投放进度基本能保持供需平衡；
- 2)白卡纸：当前公布投放产能较多，24年新增有效产能230万吨，预计25年新增有效产能302万吨，供给端预期仍有一定压力。

图表：大宗造纸主要纸种未来产能投放统计

双胶纸产能投放统计

年份	企业	产能 (万吨)	(计划) 投产时间	所在省份
2023年	华泰纸业	20	2023.3.31	广东江门
	五洲特纸	25	2023.3.31	江西九江
	太阳纸业	20	2023.5.30 (技改后)	广西南宁
	联盛纸业	60	2023.6.30	福建省
	亚太森博	50	2023.8.10	山东日照
	23年合计	175		
2024年	华泰纸业	52	2024.1.30 (新闻纸技改)	山东省
	玖龙纸业	55	2024.1.30	广西北海
	永丰纸业	20	2024.01.01	四川省
	岳阳林纸	45	2024.09.30	湖南省
	24年合计	172		
2025年	玖龙纸业	60	2025Q2	湖北省
	晨鸣浆纸	53	2025.12.31	湖北省
	25年合计	113		

白卡纸产能投放统计

年份	企业	产能 (万吨)	(计划) 投产时间	所在省份
2023年	联盛纸业	120	2023.5	福建省
	仙鹤股份	30	2023.3	浙江省
	亚太森博	100	2023.1	江苏省
	23年合计	250		
2024年	博汇纸业	80	2024	江苏省
	冠豪高新	30	2024.5	广东省
	玖龙纸业	120	2024.12.31	湖北省
	24年合计	230		
2025年	中纸纸业	102	2024.12.31	广东省
	金桂浆纸业	100	2025.12.31	广西壮族自治区
	景兴科技	100	2025.12.31	江苏省
	25年合计	302		

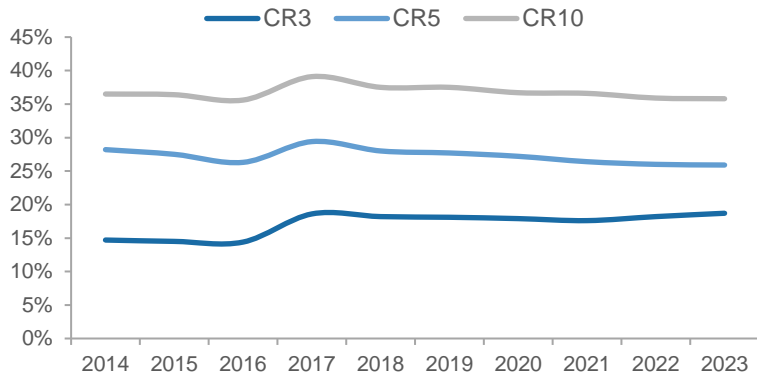
竞争格局：集中度不断提升，特种纸>木浆系>废纸系

集中度变化：16年以后小产能加速出清。

行业集中度比较：特种纸>木浆系>废纸系

- ①**白卡纸：**CR3达到85%，但23年起新产能投放较多，格局有恶化风险
- ②**双胶纸：**CR4达到47%，格局稳定，未来3年供需平衡
- ③**铜版纸：**CR3达到79%，受无纸化影响大，新增产能少，供需格局稳定
- ④**箱瓦纸：**CR4达到34%，中小产能较为分散
- ⑤**特种纸：**装饰原纸CR3为72%；热敏纸CR4为56%；格拉辛纸CR3为74%

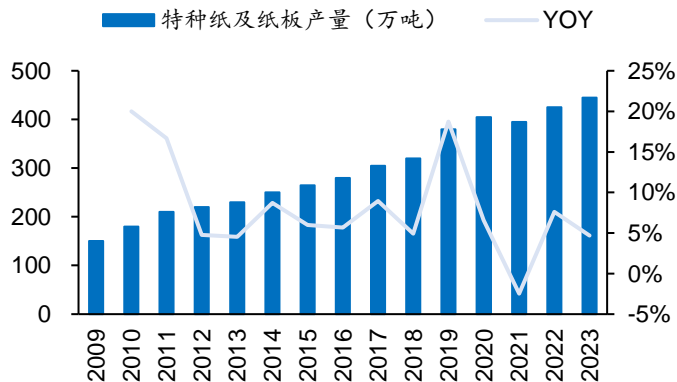
图表：16年以后行业竞争格局开始优化



特种纸：渗透提升&进口替代为驱动，特纸行业不断突破成长天花板

- **特种纸行业属于利基市场**，纸种品类繁多，全球共有2000多种品类，且每年新增上百个品种，单纸种体量偏小，其中食品包装纸占比比较高（32%，规模超200万吨），电气用纸仅10万吨+体量。
- 各纸种景气度成长分化，主要与下游行业所处生命阶段有关，头部纸企多以单赛道切入占据先发优势，后延展至多品种布局不断抬升成长天花板，以对冲单纸种的成长周期风险。

图表：2023年国内特种纸及纸板产量为445万吨

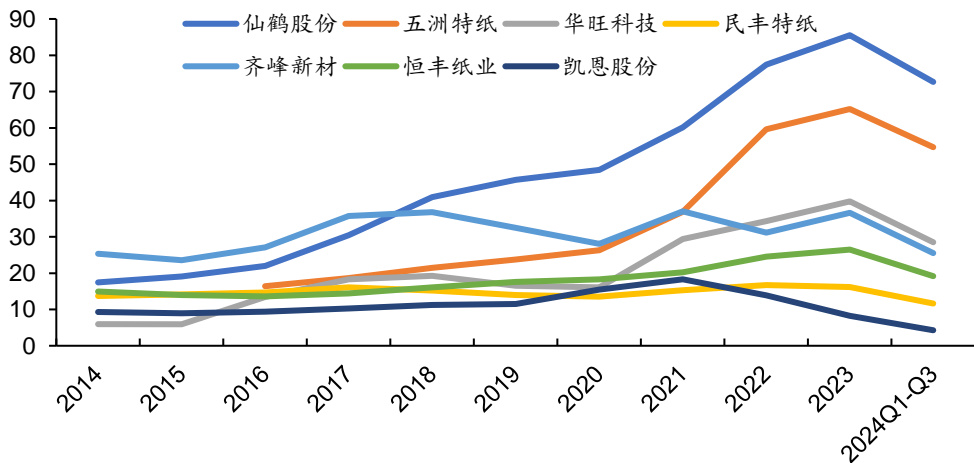


- **控成本：自建浆线+热电联产，减弱上游资源依赖**
- **短期角度**，头部公司基于对上游浆原料价格判断，进行阶段性木浆战略储备，通过长协、提前储存等方式进行，例如在20H2木浆低位时，仙鹤、五洲等头部特纸企业进行了4-7个月的原料木浆储备，1H20/20年报表端原料/存货比值分别为56%/72.3%。
- **中长期角度**，仙鹤、五洲等头部企业已开始在华南、中部地区进行浆产能的布局，以及热电联产降低能源成本，持续优化效率。

格局优秀&非标属性强，品类扩张、上游延伸是特纸进化方向

- 品类布局前瞻性决定成长边界，特种纸成长现分化。仙鹤、五洲、华旺为代表的特种纸头部企业布局标签纸、食品医疗纸，营收体量、资本开支速度均处于快速上升期。
- 短期关注浆价拐点来临，中期头部企业成长性&上游布局下格局有望进一步优化。短期，特种纸企业由于自供浆上游产业链布局还处于初期阶段，且单吨浆耗、能源消耗更高，本轮盈利在应对上游成本端变化方面波动性更大。但从中期布局来看，仙鹤、五洲均在进行上游浆产能一体化布局，以进一步减弱对上游资源的依赖，降低盈利波动性。
- 建议关注特种纸龙头**仙鹤股份**、成长型食品卡标的**五洲特纸**。

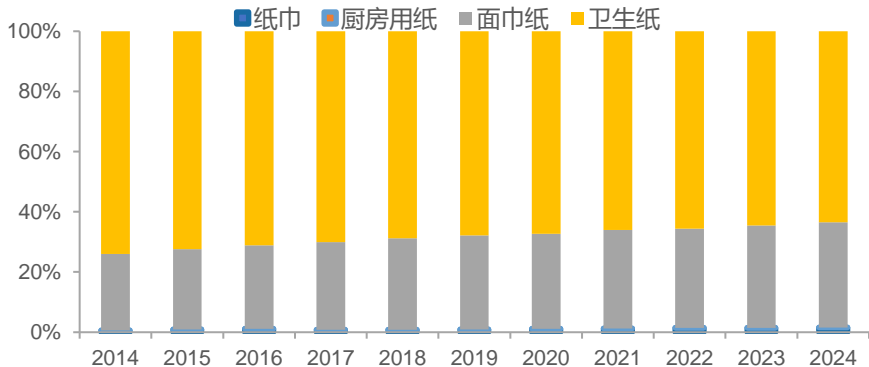
图表：特种纸公司营收体量（亿元）呈现分化



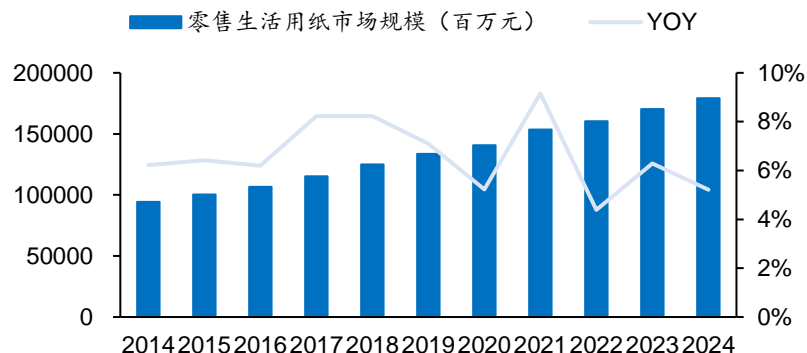
生活用纸：行业稳健成长&具备韧性

- **品类属性：周期+消费属性。**①生产端具备周期属性：木浆占成本比例超过50%；②消费端具备一定韧性
- **行业进入稳健成长期。**市场规模总量从2015年的1004亿元提升到2024年的1793亿元，18年突破1200亿后进入稳健成长期。
- **品类升级趋势明显。**厕纸占比减少，抽纸占比提升，厨房用纸/湿厕纸等升级品类快速成长，但整体规模仍较小。

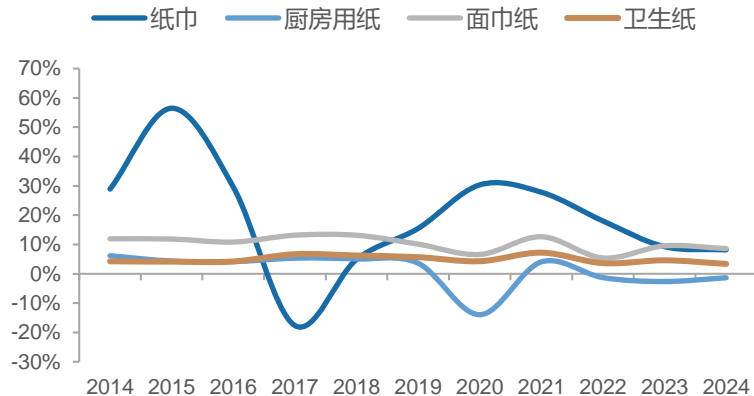
图表：零售生活用纸各品类占比结构



图表：零售生活用纸市场规模

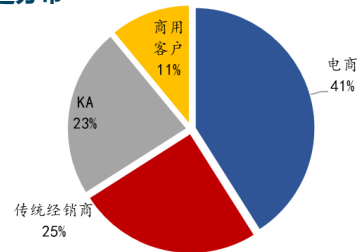


图表：零售生活用纸各品类增速



生活用纸渠道分布:15年后电商是重要机遇, KA占比下降是长趋势

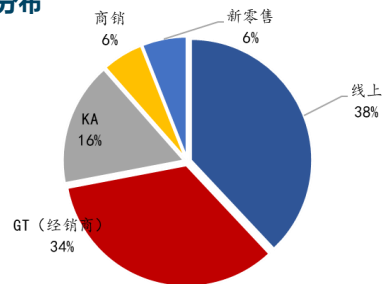
- **电商占比明显提升**, 从2015年的8.1%提升到2023年的25.7%, 占比提升17.6pct; **维达国际渠道分布**且当前又衍生出兴趣电商抖音/快手、O2O。
- **大型卖场及超市等KA占比逐渐下降**, 超市渠道占比下降至40.3%。
- **部分龙头借助电商先发优势&精细化运营力, 实现地位跃迁**。例如维达(第3名升至第1名)、洁柔(第4名升至第3名)。
- **线上集中度高于线下**: CR4占比接近50%。**维达凭借先发优势居于首位**: 维达(20%) > 中顺洁柔(12%) > 恒安(10%) > 清风(8%)



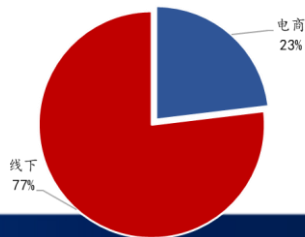
图表：生活用纸零售渠道分布

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
线下零售	86.3%	84.3%	82.0%	77.6%	76.3%	75.1%	74.3%
杂货店	84.3%	82.4%	80.1%	75.9%	74.7%	73.6%	72.9%
便利店	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	3.0%	3.1%	3.4%
超市	47.0%	45.8%	44.6%	41.9%	41.2%	40.7%	40.3%
大卖场	17.1%	16.8%	16.4%	15.7%	15.3%	14.9%	14.6%
折扣店	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
当地小型杂货店	17.2%	16.7%	16.2%	15.4%	15.0%	14.7%	14.4%
非杂货专营商	1.9%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
健康和美容专业零售商	1.9%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
线上零售	13.7%	15.7%	18.0%	22.4%	23.7%	24.9%	25.7%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

中顺洁柔渠道分布



恒安国际渠道分布 (包含个护)

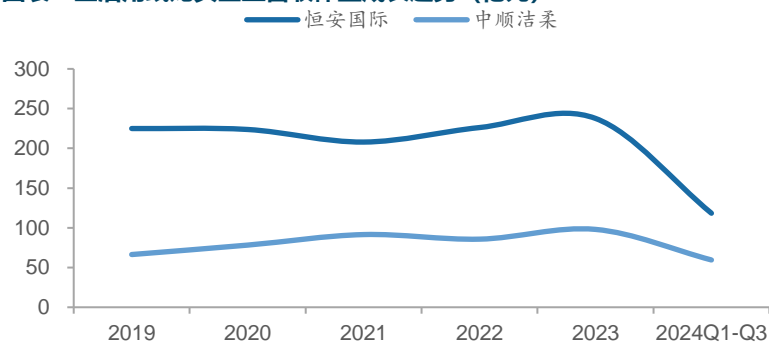


生活用纸公司&品牌格局：前四家稳固，但集中度近几年未明显提升

集中度已趋于稳定的原因？

- ①产品属性-消费者品牌意识低，渠道推力更重要；
- ②单品牌成长具备增长瓶颈，达到100亿后规模遇到天花板（维达主品牌110亿左右，恒安98亿，洁柔face70亿+）；

图表：生活用纸龙头企业营收体量成长趋势（亿元）



图表：生活用纸企业市场份额

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
恒安国际	10.4%	9.9%	9.7%	9.2%	9.7%	9.9%	9.0%	8.2%	9.1%	10.1%
爱适瑞				9.6%	9.5%	9.8%	9.8%	9.8%	10.1%	10.0%
金光纸业	9.1%	9.0%	8.8%	8.5%	8.0%	7.7%	6.3%	6.5%	6.8%	6.7%
中顺洁柔	3.2%	3.5%	4.2%	4.5%	5.0%	5.4%	5.9%	6.0%	5.4%	5.2%
福建朵朵云				0.1%	0.2%	0.8%	1.6%	2.3%	2.4%	2.5%
太阳纸业	0.2%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	1.3%
CIMIC	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
蓝漂			0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%	1.0%
金佰利	2.6%	2.4%	2.1%	1.7%	1.4%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%
华隆新材料		0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%

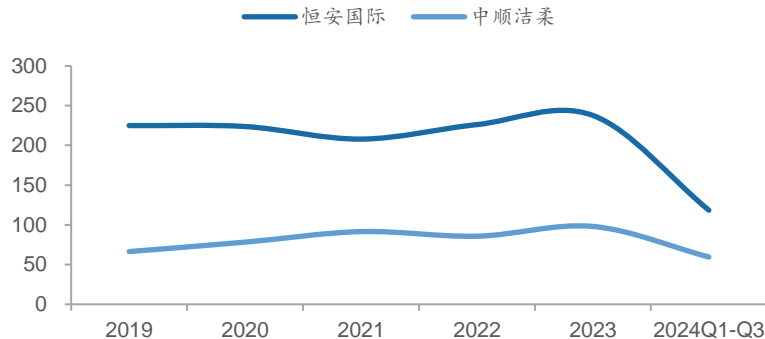
生活用纸：国内参考海外格局具备优化空间

■ 企业后续突围的方式？

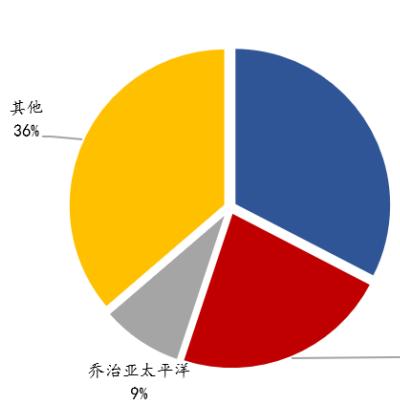
①**多品牌矩阵的形成**：当前仅有维达形成，拥有维达主品牌（定位性价比）+得宝（高端）+立体美（中高端多面压花）

②**扩品类打开成长空间**：从生活用纸向个护品类（无纺家清、卫生巾、婴儿尿裤、成人尿裤等）的开拓

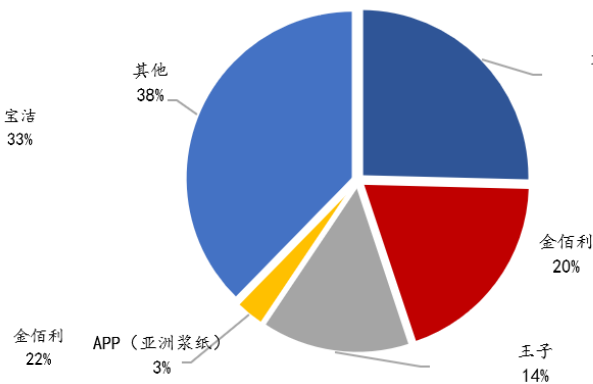
图表：生活用纸龙头企业营收体量成长趋势（亿元）



图表：2021美国生活用纸竞争格局



图表：2021日本生活用纸竞争格局



图表：维达国际品类布局已开始向个护用品迈进



3 包装：行业集中度有望持续提升

行业基本情况：供给端—整体行业集中度较低

- **行业进入门槛低，纸包装尤其明显。**企业外购纸板并采购设备便可投入生产，导致企业数量增速逐年提高。且下游行业较广，大量企业依附于本地厂商生存，行业内处于低端的中小型纸包装、塑料包装企业众多。
- **上下游行业集中度较高，包装企业议价能力较弱。**上游铝材钢铁、箱板瓦楞纸，下游食品饮料、消费电子等行业集中度均高于包装行业。叠加不同企业间产品同质化严重，包装材料在整体产品中成本占比较小，导致企业议价能力较弱。
- **依赖客户资源，产能布局较分散。**包装产品单价低，高昂的运输成本决定包装厂的服务半径有限。且在激烈的市场竞争下，工厂选址倾向于向下游客户靠拢，使得行业产能布局分散。
- **政策驱动行业内结构调整，塑料包装、纸包装发展受限，加速淘汰落后产能、行业集中度提高。**随着环保政策密集出台，对包装的可重复利用、可降解性作出规定，减少一次性塑料制品的使用、推广可循环、可降解的包装材料，对塑料包装、纸包装企业发展提出更高要求。
- **2019年至2023年，纸包装CR5：10.87%提升至14.06%。**

图表：包装行业绿色节能政策梳理

推出时间	政策	具体内容
2016年12月	《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》	推动生产方式向柔性、智能、精细转变，大力推广集协同制造、虚拟制造及网络化制造等为一体的先进制造模式，构造智能包装生态链。积极应用生产质量品质高、资源能源消耗低、对人体健康和环境影响小、便于回收利用的绿色包装材料。
2021年7月	《十四五循环经济发展规划》	推行重点产品绿色设计，推动包装和包装印刷减量化。构建废旧物资循环利用体系，建设资源循环型社会。
2022年9月	《关于进一步加强商品过度包装治理的通知》	加强包装领域技术创新。推动包装企业提供设计合理、用材节约、回收便利、经济适用的包装整体解决方案，自主研发低克重、高强度、功能化包装材料及其生产设备，创新研发商品和快递一体化包装产品。

行业基本情况：需求端——下游涉及较广

- 不同产品间需求分层现象显著：1) 消费转型、行业竞争加剧背景下，高端客户对产品包装的差异化要求不断提高。2) 下游需求端涵盖行业跨度较大，对包装产品的要求不同。轻型包装：日化用品、快消食品。高端重型包装：医疗器械、消费电子。精品包装：礼盒、奢侈品、高档烟酒。

图表：包装产品用途分化较明显

	产品特点		应用领域
轻型包装	易携带、较为轻薄	普通原材料、工艺流程相对简单、图案和样式简单	日化用品、快消食品等领域
重型包装	强度高、缓冲性能好	简单、图案和样式简单	医疗器械、电子电器等工业领域
高端包装	原材料质量、技术成本高，高档工艺叠加艺术感强，图案精美、样式丰富		高档烟酒、奢侈品、礼盒、高端产品定位的包装等

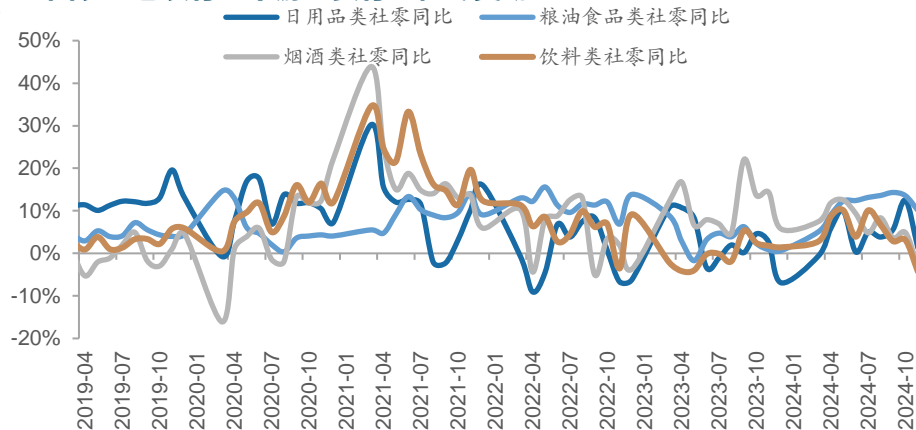
图表：包装龙头企业主要客户

	涉及行业	主要客户
奥瑞金	食品饮料、啤酒企业	中国红牛、飞鹤、君乐宝、旺旺、露露、东鹏特饮、战马、健力宝等
中粮包装	食品、饮料、日化	伊利、蒙牛、宝洁、上海庄臣、中石化、巴斯夫等
昇兴股份	食品饮料、啤酒企业	养元饮品、天丝红牛、王老吉、银鹭集团、承德露露、达利集团、惠尔康、伊利等
裕同科技	消费电子、烟酒、化妆品大健康、文化环保产品	富士康，联想，泸州老窖，古井贡酒，洋河，施华洛世奇，迪奥，
合兴包装	家电IT、食品饮料、日化、医药等	海尔、美的、格力，富士康、戴尔、冠捷，康师傅、达利、旺旺
紫江企业	食品饮料	可口可乐、百事可乐、达能、强生、麦当劳、雀巢、联合利华、SONY
永新股份	食品饮料、调味品、日化和医药	伊利、百事、亿滋、玛氏、雀巢、喜之郎、高露洁、宝洁、三九

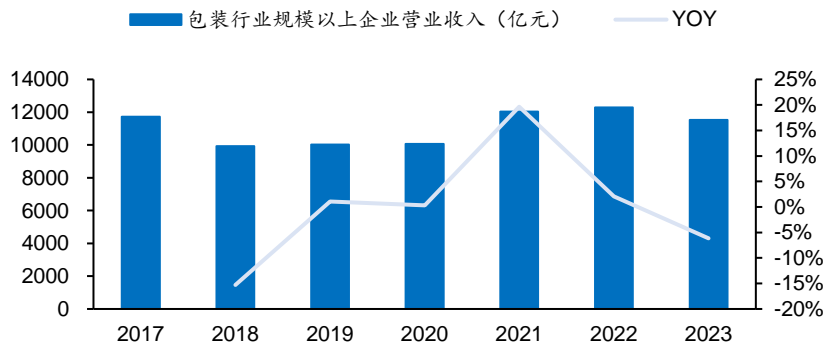
行业基本情况：需求端——与下游消费景气度紧密相关

- **年度、季度企业经营数据：**行业整体规模以上企业营收、利润，子行业规模以上企业营收、利润（中国包装联合会）
- **月度下游需求跟踪指标：**粮油食品、日用品、烟酒、饮料社零变动
- **年度下游行业营收：**啤酒产量、软饮料产量等

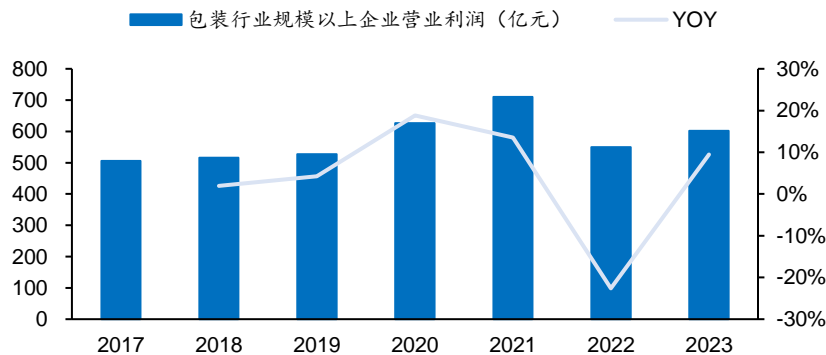
图表：包装行业下游主要行业社零变动



图表：包装行业营收情况



图表：包装行业利润情况

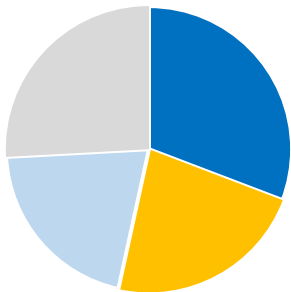


金属包装：竞争格局——行业集中度较高，头部效应明显

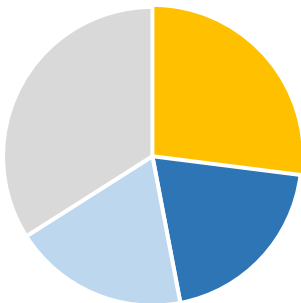
- **二片罐行业竞争格局较稳定，CR3超70%。**我国二片罐行业基本形成以奥瑞金+中粮包装(主要客户可口可乐、百威、青啤、燕京、加多宝等，奥瑞金产能135亿罐、中粮包装国内产能110+亿罐)、宝钢包装(主要客户可口可乐、百事可乐、喜力、百威等，国内产能130+亿罐海外20+亿罐)、昇兴股份+太平洋制罐(主要客户王老吉、青啤等，100亿罐左右设计产能)，CR3超过70%。
- **三片罐下游市场份额高度集中，头部效应明显。**三片罐下游市场份额高度集中，主要用于少数产品，因此采取“贴近式布局”绑定大客户的金属包装企业也具有更高市场份额，行业整体集中度较高。截至2022年底，中国三片罐行业CR3约为66%，其中奥瑞金、昇兴股份、嘉美包装销量市占率分别约为27%、20%、19%，头部效应明显。

图表：中国二片罐行业CR3约为74%

■ 宝钢包装 ■ 奥瑞金 ■ 中粮包装 ■ 其他 ■ 奥瑞金 ■ 嘉美包装 ■ 昇兴股份 ■ 其他



图表：中国三片罐行业CR3约为66%



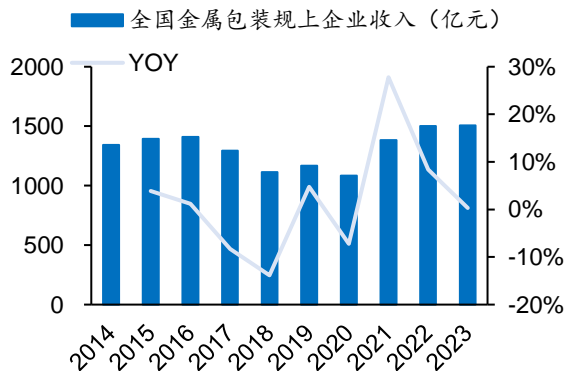
图表：三片罐企业客户来源较稳定

公司	三片罐主要客户
奥瑞金	中国红牛、飞鹤、君乐宝、旺旺、露露、东鹏特饮、战马、健力宝等
中粮包装	伊利、蒙牛、宝洁、上海庄臣、中石化、巴斯夫等
嘉美包装	养元饮品、王老吉、银鹭集团、达利集团、承德露露
昇兴股份	养元饮品、天丝红牛、王老吉、银鹭集团、承德露露、达利集团、惠尔康、伊利等
皇冠	雀巢、玛氏食品、联合利华等
吉源控股	银鹭、雀巢咖啡、泰山、达利、惠尔康、欢乐家等

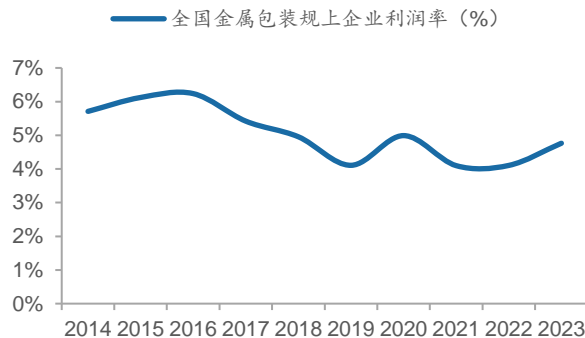
金属包装：需求端——三片罐与二片罐为主要需求

- **金属包装应用场景广泛，三片罐与二片罐合计占比超30%。**金属包装可细分为：易拉罐(包括两片罐、三片罐)、气雾罐、食品罐、印铁制品和各类瓶盖。金属包装产品线丰富，应用领域十分广阔。其中二片、三片饮料罐占比最高，合计占比超30%。
- **替代玻璃包装，行业营收规模持续增长。**2023年我国包装行业规模以上企业营收1506亿元，其中金属包装约占包装行业总产值的13%，较全球 45-50%的水平仍有较大差距。金属包装对玻璃包装持续替代，刺激行业容量进一步提升。2023年金属包装占包装行业比例13.05%，同比+0.84pct，玻璃包装同比-0.99pct。预计随着环保政策持续推进，金属包装份额有望持续提升。
- **产能扩张已尽，行业盈利拐点趋近。**2016年以来，产能密集释放导致全行业量增价减、利润率明显下行。随着行业产能建设接近完成、头部公司整合并购推进，利润率有望持续回升。2022年以来，行业新增产能收敛、竞争趋缓已逐步显现，行业盈利拐点渐近。2023年金属包装规上企业利润率4.8%，较上年回升0.7pct。

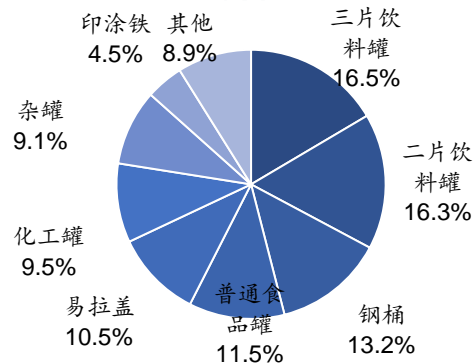
图表：金属包装行业营收持续保持正增长



图表：金属包装企业利润率持续回升



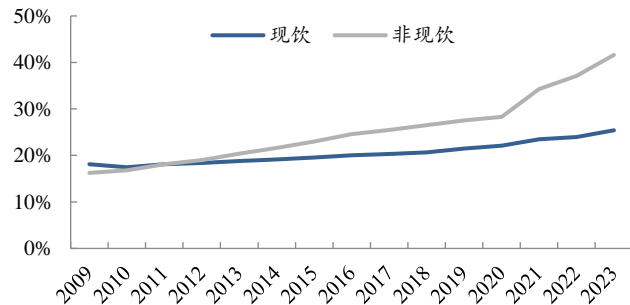
图表：二片/三片罐占比超30%



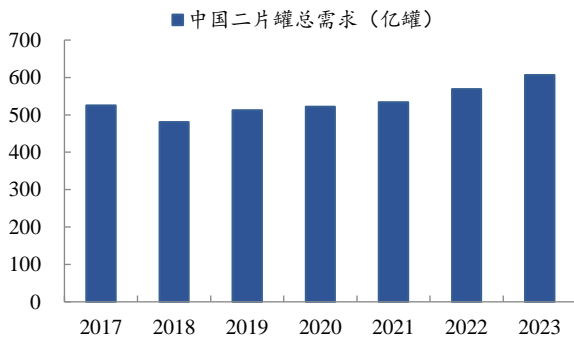
金属包装：需求端——啤酒罐化率提升支撑二片罐需求增长

- **二片罐总需求保持平稳增长。**2023年二片罐总需求量约为607亿罐，2019-2023年复合增速约4.3%。尽管下游主要行业啤酒产量近年来呈下滑趋势，但在消费场景变化、环保政策趋严促使下，啤酒行业罐化率提升明显，带动二片罐行业量增，支撑行业扩容。
- **环保政策趋严，啤酒罐化率提升支撑需求增长。**近年来中国环保政策趋严、绿色包装趋势明确，各渠道的罐化率均有明显上行。金属罐由于采购成本低、契合可持续发展趋势并且包装便利便于运输而成为啤酒厂商在非现饮渠道的首选，因此罐化率出现大幅上行。啤酒、碳酸饮料、其他产品占二片罐比重为56%、26%、18%。

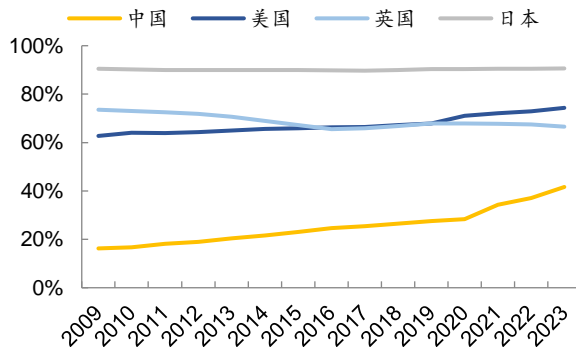
图表：啤酒各渠道罐化率提升较明显



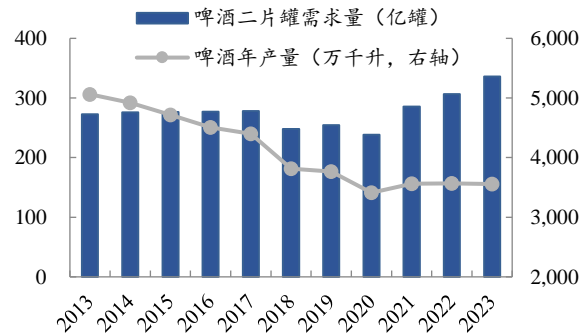
图表：中国二片罐总需求变动



图表：中国啤酒罐化率仍较低



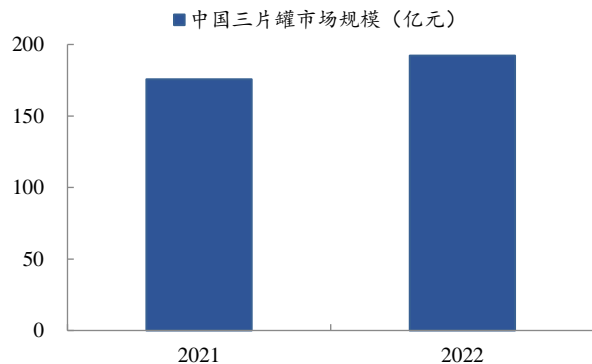
图表：中国啤酒产量下降，二片罐需求仍增长



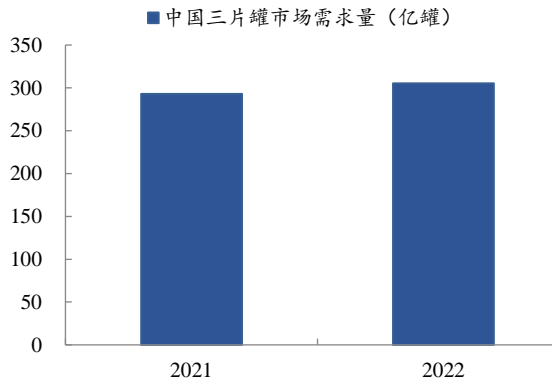
金属包装：需求端——三片罐行业需求较稳定

- **三片罐行业需求已较成熟，行业规模趋于稳定。**三片罐由于技术路线出现更早、发展时间长，已先于二片罐进入行业成熟阶段。随着二片罐生产技术逐步成熟、低成本优势显现以及环保政策影响，二片罐也正在部分领域取代三片罐，因此三片罐行业市场规模较前期有所下滑。
- 部分品牌/品类出于对品质、口味和消费者习惯的考虑，依然延用三片罐包装。目前三片罐下游重点消费品牌的金属罐用量占比可达行业整体70%以上，主要包括红牛、六个核桃、银鹭、旺旺、娃哈哈、露露、椰树等。截至2022年，中国三片罐行业规模约为192亿元、需求量约为305亿罐，行业规模趋于稳定。
- **三片罐下游需求来源较稳定。**三片罐需求量最大的依次为功能饮料、植物蛋白饮料、奶粉行业，2023年占比分别达到了39%、29%、3.0%，合计占比达到71.5%。且这三大行业罐化率近年来维持稳定，2018-2023年均值分别为66.4%、62.6%、41.9%，是三片罐行业稳固的基本盘。

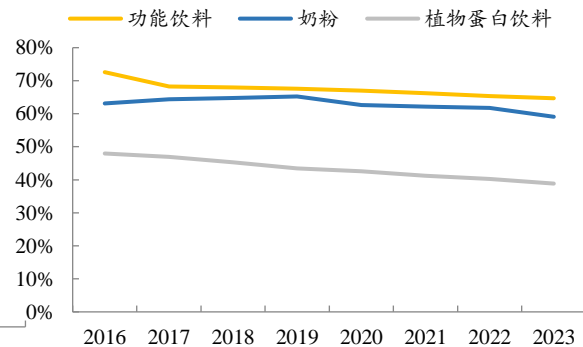
图表：中国三片罐市场规模相对稳定



图表：中国三片罐需求量变动较小



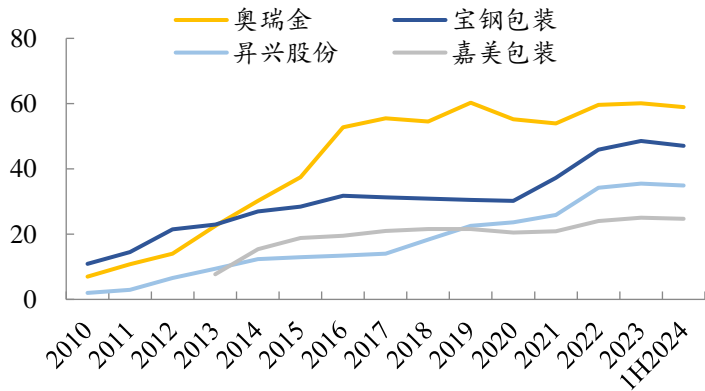
图表：三片罐行业下游产品罐化率



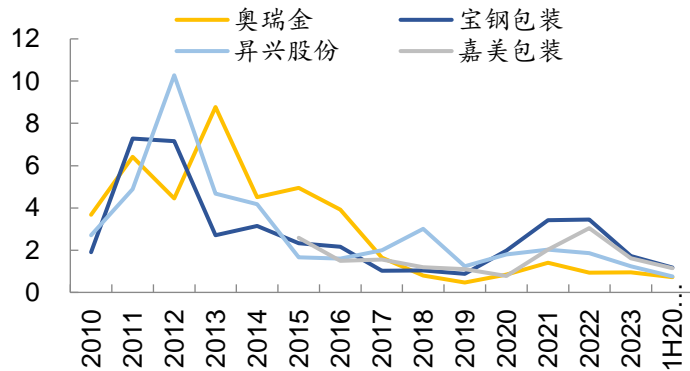
金属包装：供给端——产能扩张趋缓

- **重点头部企业凭借前期的大规模投资构筑规模壁垒。**2016年后由于市场竞争激烈，中小企业出清、外资企业波尔（2018年）、太平洋（2019年）相继出售中国业务退出市场，市场份额继续向头部公司聚集。
- **2020-2022年行业资本开支再度攀升，但23年有所下降。**行业产能经过2013-2014年左右的集中投放与后续年份的持续消化，头部企业资本开支逐渐下降，并于2019年触底。2020-2022年资本开支规模增幅显著，其中，部分项目为建设海外基地(昇兴、宝钢柬埔寨项目)、部分为收购兼并(昇兴收购太平洋剩余股权，奥瑞金收购jamstrong等)，还有部分用于新建国内产线，主要包括宝钢安徽、贵州项目，奥瑞金字庄项目等，顺应当地啤酒、软饮等客户需求为主。

图表：二片罐行业生产性资产增长趋缓（亿元）



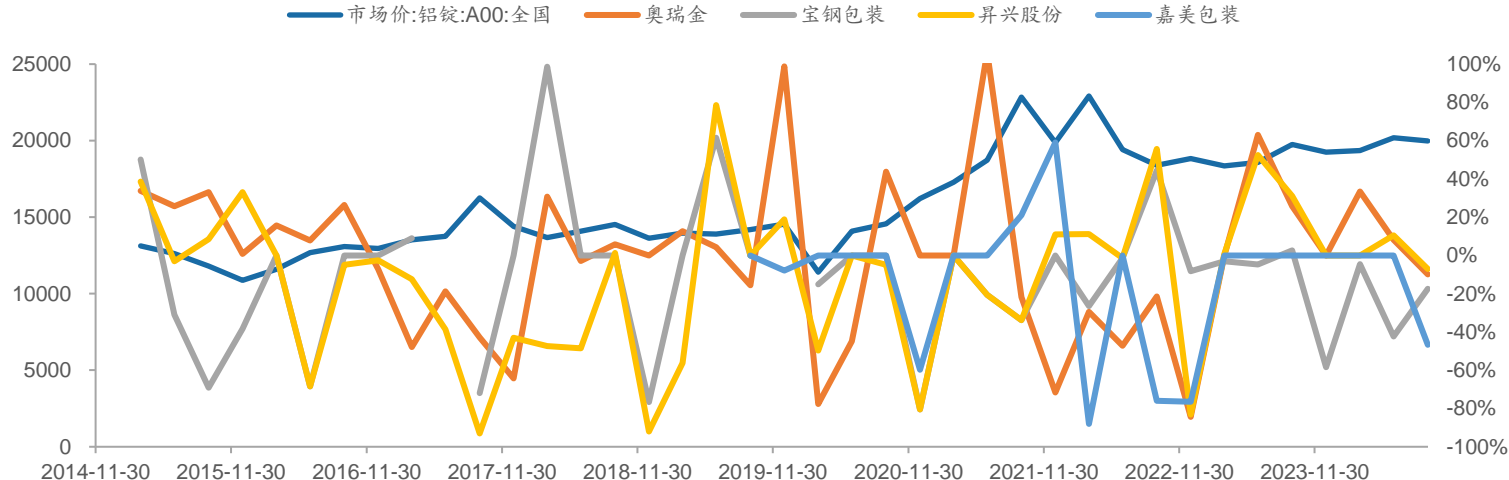
图表：二片罐行业资本开支强度下降



金属包装：成本端——铝材价格直接影响盈利空间

- **上游原材料价格波动直接影响企业利润。**上游为钢铁、铝材行业，以马口铁、铝材行业等供应商为主。原材料的价格将直接决定金属包装的成本，进而影响企业的利润。钢材、铝材是金属包装重要的基础原材料，金属材料价格通常具有较强的周期性，对金属包装制造企业的盈利带来波动。
- **铝材产量增加、价格回落，为包装企业提供稳定的原料供应和利润空间。**从需求端看，中国对铝材的需求不断增加，铝材消费量保持增长态势。从供给端看，铝材行业供给侧改革效果显现，行业结构得到优化，铝材企业生产效率提升，推动中国铝材产量增长。2022年以来，铝价从高点回落近13%。上游原材料供应充足，且生产企业数量众多，价格开始有所下降，为中游提供稳定的原料供应和盈利空间。

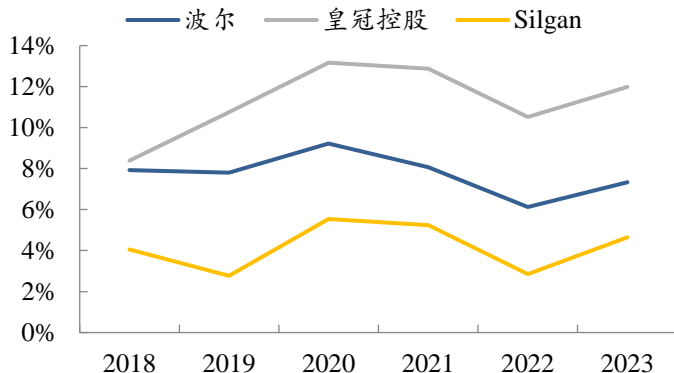
图表：全国铝价与龙头企业季度利润变动情况



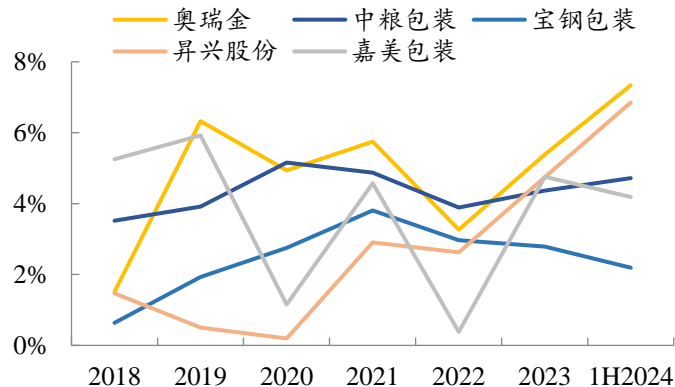
金属包装：对标海外，并购整合有望显著提升行业盈利中枢

- 美国金属罐行业已经历过多轮行业整合，形成以波尔、皇冠控股、Silgan、AMP、Mauser为代表的头部企业。回顾美国制罐龙头发展历史，通过并购实现行业整合、业务出海是必经之路。
- **对比中美金属包装行业盈利能力，中国金属包装企业重点公司净利率中枢、最大值均显著低于美国。**2018-2023年中国行业平均净利率水平为3.4%，低于同期美国近4.3pct；同期净利率最高的奥瑞金约为4.5%，同样低于美国皇冠控股近11.3%的水平。
- **回顾海外并购整合历程，国内若经历行业并购整合，盈利中枢有望持续提升。**经过第一轮整合，2004年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-12%之间。经过第二轮整合，2023年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-17%之间。2023年我国金属包装主要公司经营利润率在4%-7%之间，其中以二片罐为主的宝钢经营利润率约4%，以三片罐为主的嘉美经营利润率约7%，与海外公司90年代整合前的整体经营利润率相似。

图表：美国主要金属包装企业制罐业务净利率



图表：中国主要金属包装企业制罐业务净利率



金属包装：看好存在二片罐并购整合机会的企业

- **行业竞争趋缓，盈利水平有望持续提升。**2020年起，由于行业需求在罐化率提升下改善、竞争压力随着市场集中度提升而趋缓，龙头公司陆续开始部分提价向下游传导成本压力。2021-2023年，宝钢包装二片罐销售均价由0.41元/罐上升至0.49元/罐，预计随着行业格局改善二片罐企业利润率水平也将开启上行区间。
- **看好存在两片罐并购整合机会的企业。**三片罐供需稳定、盈利表现稳健。两片罐加速行业整合，目前行业资本开支向下，盈利周期底部，并购整合后盈利中枢有望修复。

图表：二片罐行业并购事件梳理

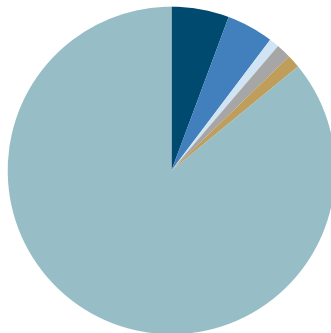
公司名称	时间	品类	标的	交易价格
奥瑞金	2016年	二片罐	中粮包装27%股份权	16.16亿港元
	2019年	二片罐	波尔亚太（佛山/北京/青岛）100%股权、波尔亚太（湖北）95.69%股权	2.05亿美元
中粮包装	2017年	二片罐	浙江纪鸿包装有限公司51%股权	0.67亿元
	2018年	二片罐	成都高森包装容器有限公司100%股权	0.75亿元
	2019年	二片罐	浙江纪鸿包装有限公司14.1%股权	0.79亿元
宝钢包装	2019年	二片罐	河北宝钢制罐、武汉宝钢包装、佛山宝钢制罐、哈尔滨宝钢制罐各47.51%股权	1.90/3.23/4.49/1.98亿元
昇兴股份	2017年	单片罐	温州博德科技有限公司70%股权	1.94亿元
	2019年	二片罐	太平洋制罐（漳州）、太平洋制罐（武汉）	3.31亿元
	2021年	二片罐	收购太平洋制罐（沈阳）有限公司100%股权	1.71亿元
	2022年	二片罐	太平洋制罐（青岛/北京/肇庆）100%股权	2.62/3.01/1.68亿元

纸包装：竞争格局——整体行业集中度较低

- **整体行业集中度较低，以裕同包装和合兴包装为头部企业引领行业发展**，2019年至2023年，纸包装CR5：10.87%提升至14.06%。
- **裕同科技：在精品盒领域的优势地位突出。**全球最大的精品盒生产商，产品在全球消费电子、智能硬件、高端白酒、烟草等行业占据领先地位。在精品盒制造方面，通过研发投入建设自动化智能工厂，研发新型环保材料，在手专利数行业领先。
- **合兴包装：瓦楞纸领域的规模优势与产能布局。**合兴包装从成立之初的4家工厂发展至70家生产基地，生产规模处于瓦楞纸箱行业的领先地位，产能布局紧贴客户。规模优势带来的成本优势是合兴包装成为头部企业的主要因素。
- **头部企业继续巩固领先地位，行业市场集中度将逐步提升。**纸包装功能多元化、材料环保化的趋势对生产企业的资金实力及研发投入要求较高，中小企业在未来的行业发展中无明显优势，纸包装行业低效产能将逐步淘汰。

图表：2023年纸包装CR5仅为14%

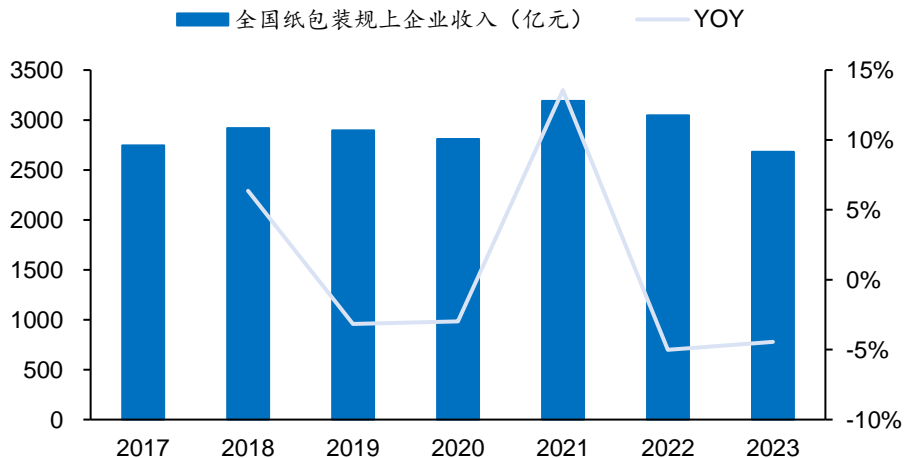
■ 裕同 ■ 合兴 ■ 东峰 ■ 劲嘉 ■ 美盈森 ■ 其他



纸包装：需求端——以服装鞋帽及餐饮为主

- 纸包装下游应用领域广泛，具体包括电器、食品、饮料、化工、医药等。
- 纸制品包装是服装鞋帽的传统外包装，纸包装行业与服装鞋帽行业关联性较强。服装鞋帽行业属传统型行业，整体市场为存量市场。中国限额以上服装零售额由2018年的1.37万亿元增长至2024年的1.47万亿元，年复合增长率1.2%。由于服装鞋帽属刚性需求，未来行业规模萎缩可能性较低，因此该行业对纸包装的需求将继续保持。
- 相较于一般塑料包装，纸制品餐饮包装具备环保、健康等优势。中国餐饮服务业行业规模由2016年的3.58万亿元增长至2021年的4.68万亿元，年复合增长率达5.5%。餐饮行业的发展同样是推动纸包装行业规模稳步增长的重要因素。

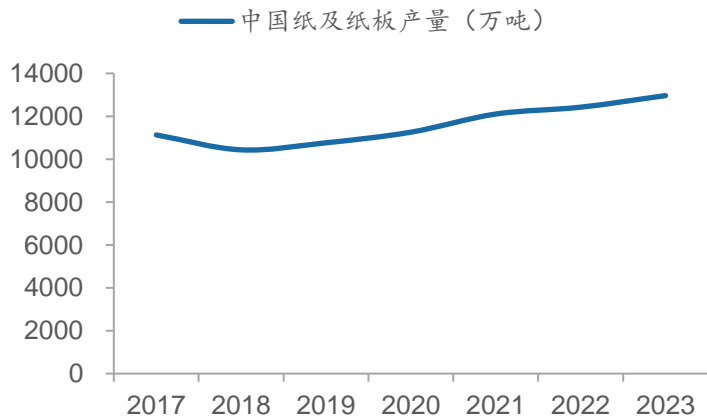
图表：纸包装行业营收整体保持平稳



纸包装：成本端——原材料价格变动直接影响盈利表现

- **原材料价格变动是影响企业盈利能力的重要因素。**纸制品包装行业总体呈现行业“上游集中，下游分散”的特点，上游造纸行业集中化程度比较高，山鹰国际、玖龙纸业等大型企业占据了大量市场份额。上游供应商对纸制品包装有较强议价能力，容易将原材料成本价格风险转嫁给纸制品包装厂商。
- **议价能力有限，利润波动幅度较大。**纸包装行业面临高集中度的上下游行业，原材料价格波动往往只能被动接受。自身供给分散使得成本有时无法有效传导，最终表现为自身议价能力缺失，利润波动幅度较大。

图表：全国纸及纸板产量总体保持平稳



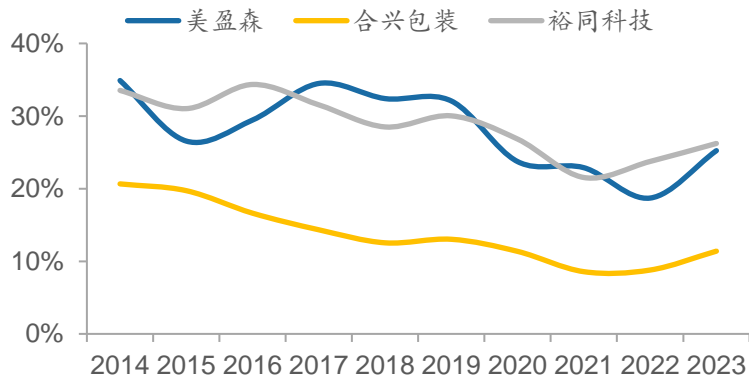
图表：箱板纸价格变动情况



纸包装：供给端——产品结构导致盈利能力差别较大

- **龙头企业下游客户存在较大差异，产品结构导致盈利能力差别较大。** 轻型包装、重型包装产品使用的原材料较为普通，制作工艺简单，产品附加值较低。高端包装、精品包装使用的原材料考究，具有一定的技术壁垒，产品制作工艺相对复杂，产品附加值高。与之相对应，注重不同产品类型的龙头在业绩表现上也会不同，裕同科技、美盈森的毛利率会显著高于合兴包装。
- **裕同科技：** 定位高端客户群，产品以精品包装为主，主要满足电子、化妆品及高档烟酒等领域的高端包装需求。
- **合兴包装：** 产品以轻型包装为主，主要满足电子、食品等行业的普通轻型包装需求。
- **美盈森：** 多产品并重，可以同时满足家电家居、食品饮料以及电子通讯领域的包装需求。

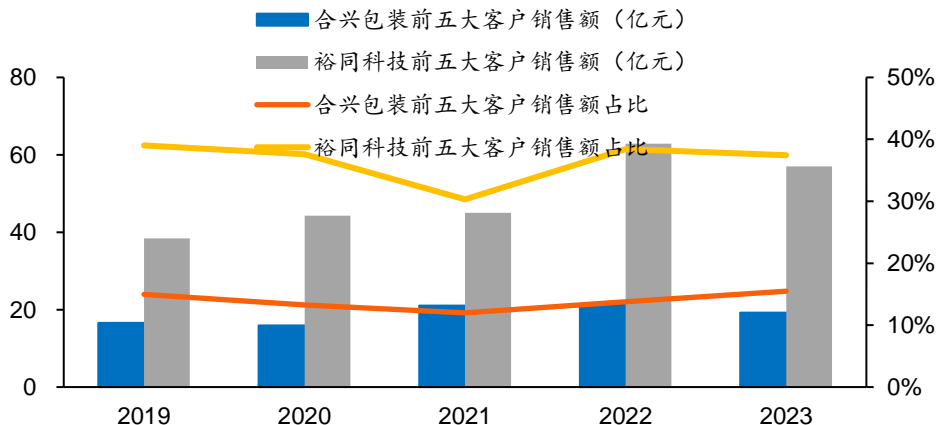
图表：裕同科技、美盈森的毛利率高于合兴包装



纸包装：供给端——深度绑定优质客户

- **产能布局随客户需求变化而调整。**近几年来随着全球产业转移（中国迁往东南亚）的市场大局，以裕同、合兴、美盈森为代表的国内包装龙头企业跟随客户，将产业布局海外。
- **裕同科技：**2024Q3菲律宾和越南工厂开业。已在越南、印度、印尼、泰国、马来西亚等海外地区建立了7个生产基地通过在印度班加罗尔建立印度裕同生产基地，就近服务富士康。
- **合兴包装：**海外产能集中在东南亚地区，通过收购合众创业东南亚公司，完善东南亚布局，提升服务能力。

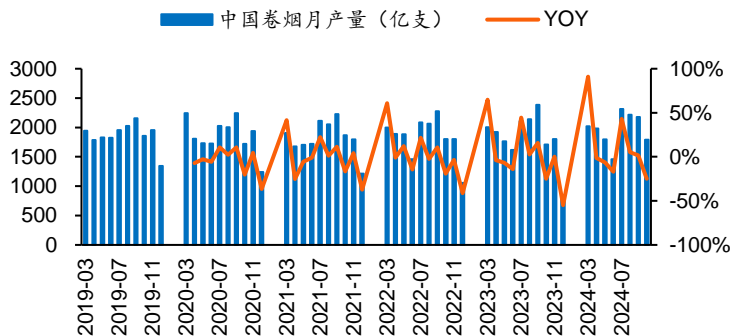
图表：合兴包装和裕同科技前五大客户销售额情况



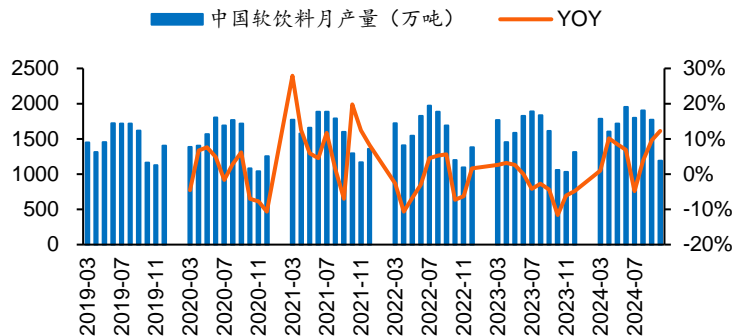
纸包装：下游需求跟踪指标

- 纸包装下游应用包括烟酒、服装鞋帽、电器、食品、饮料、化工、医药等。依据公司主要客户的不同，可选择对应的下游需求跟踪指标。

图表：中国卷烟月产量变动



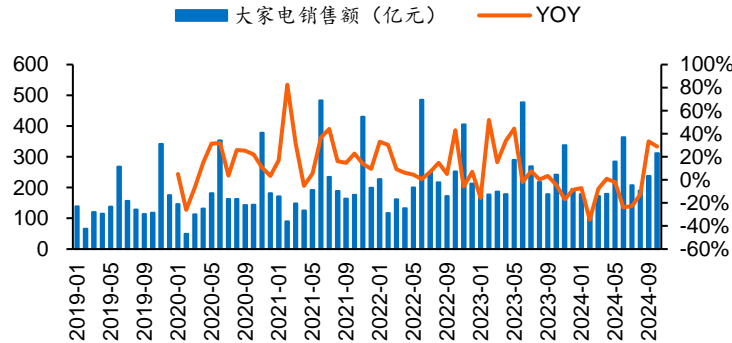
图表：中国软饮料月产量变动



图表：限额以上服装鞋帽当月同比变动



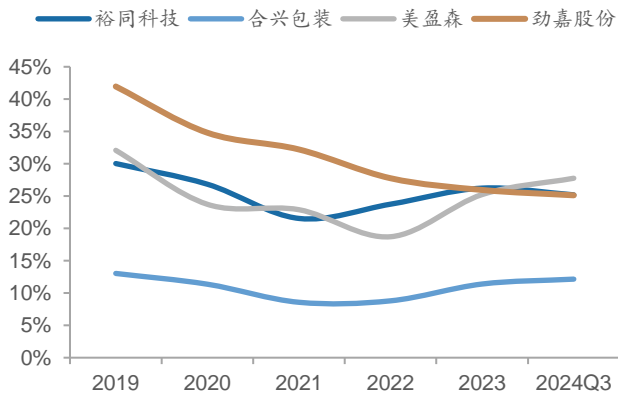
图表：中国大家电月销售额变动



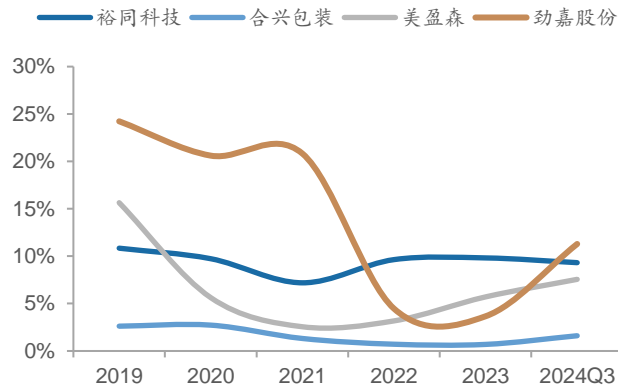
纸包装：议价能力是影响企业盈利能力的主要因素

- **纸价下行&行业供给持续出清下，未来盈利水平有望持续修复。**纸包装整体上仍面临供给过剩&附加值低所导致议价能力弱的问题，但由于上游纸价相对透明（便于下游客户估算包装厂利润），且2023年以来箱板纸价格持续走低而纸包装厂利润已处于近两年的较低位水平，这在一定程度上改善了议价能力的问题，因此预计未来纸包装企业的盈利水平有望持续修复。
- **着重关注存在新建产能投放、并购扩张机会以进行供应链整合的企业。**目前纸包装龙头已逐步形成规模，行业竞争格局已较为稳定。但短期内仍难以进行垂直整合布局克服成本波动，预计后续主要通过供应链平台模式及横向并购继续加快规模扩张，实现对上游议价能力的增强。而推出高附加的业务，一方面有利于提升盈利水平，另一方面则能深度介入客户生产流程，实现客户绑定。

图表：纸包装企业毛利率变动趋势



图表：纸包装企业净利率变动趋势

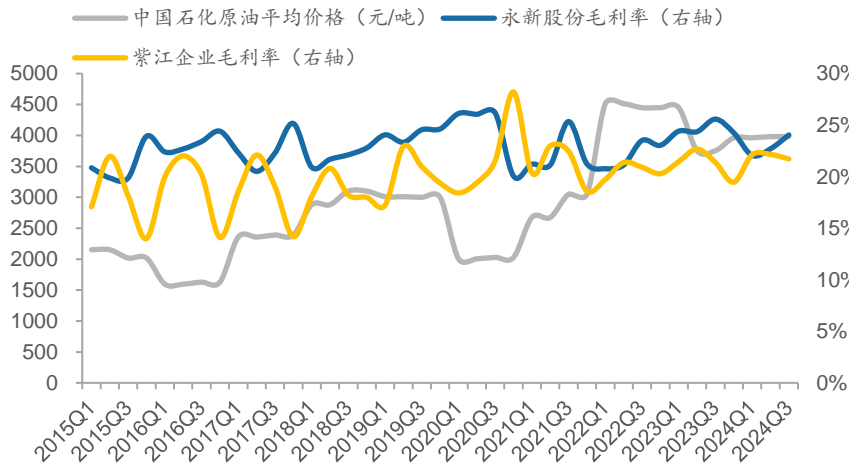


- **市场准入门槛相对较低，大量中小企业涌入。**2023年，经营业务包含塑料包装的企业已超200万家，规模以上（营收超2000万元）的企业仅仅不到5000家，表明绝大多数塑料包装制造企业为中小规模企业。
- **产品同质化问题严重，市场集中度极低。**塑料包装产品在功能和设计上高度相似，采购方可供选择企业众多，导致塑料包装企业市占率较低，头部企业营收规模较小。2023年紫江企业营收占比在2%左右。
- **环保政策趋严下，未来部分企业将在需求转变中逐步占据更多市场。**1) 随着环保政策趋严，中国计划到2025年减少30%的塑料废物，企业必须适应新的环保标准。2022年中国生物降解塑料的消耗量达65.34万吨，预计未来仍将保持高速增长。2) 未来将持续有中小企业因不符合环保标准而被淘汰，而可降解塑料包装需求增多将推动可降解塑料包装企业获得更多的市场份额。医疗、电子等高端塑料包装头部企业将持续占据市场份额。

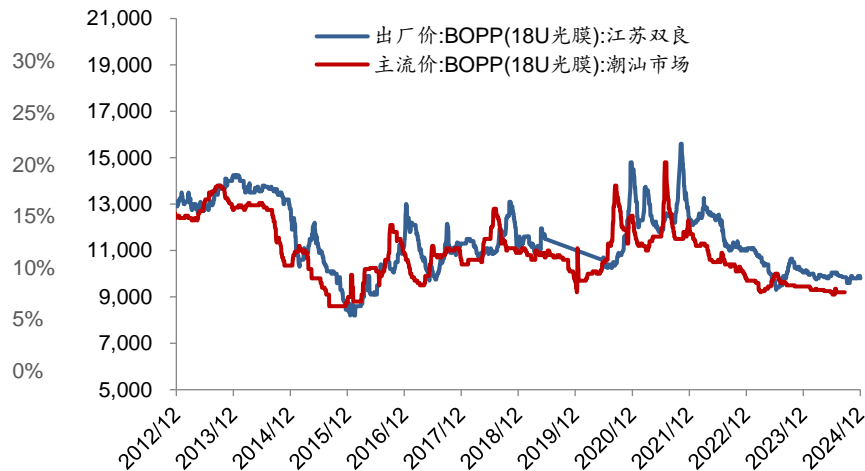
塑料包装：成本端——原料价格变动直接影响盈利表现

- **上游原材料占成本比重较高。**塑料包装原材料为石油炼化产品，国内供应商以中国石油、中国石化为主，部分从国外埃克森美孚、陶氏等进口。原材料成本在整个生产成本中占比高达60%到75%，具体包括包括聚氯乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯等合成树脂。中国合成树脂在供应端产量不断上升，为中下游提供稳定的原材料支撑。2022年中国合成树脂产量为11366.9万吨，同比增长1.5%，整体产量保持平稳。
- **上游原油价格直接影响包装企业盈利水平，企业议价能力较弱。**2022年以来，受“俄乌战争”以及全球通胀风险加剧的影响，原油价格不断走高，导致塑料包装企业波动下行。原材料价格波动以及下游客户拥有较强的议价权，塑料包装企业议价能力较弱，其盈利空间往往受挤压较严重。

图表：原油价格与企业毛利率变动较为关联



图表：主要原料BOPP价格变动情况



4 宠物:高景气强成长, 品牌初崭头角

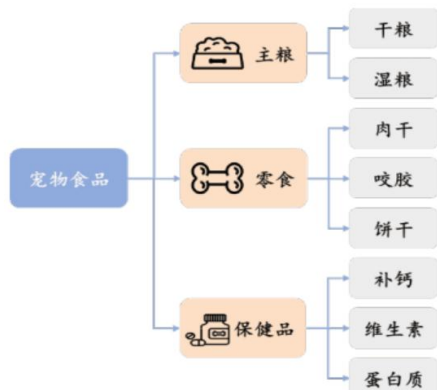
宠物分类投资逻辑一览

行业分类	成长驱动力	重点跟踪指标	重点标的
出口 ODM	拓客户	成本 (鸡肉/SAP等)	乖宝宠物、中宠股份
	横向拓品类	汇率	佩蒂股份
	产能扩张	海外需求	依依/源飞宠物
国内 自主品牌	渠道成长	渠道力	乖宝宠物、中宠股份
	品类红利 (冻干/湿粮)	品牌力	佩蒂股份
	新品牌	产品力	乖宝宠物 (待上市)

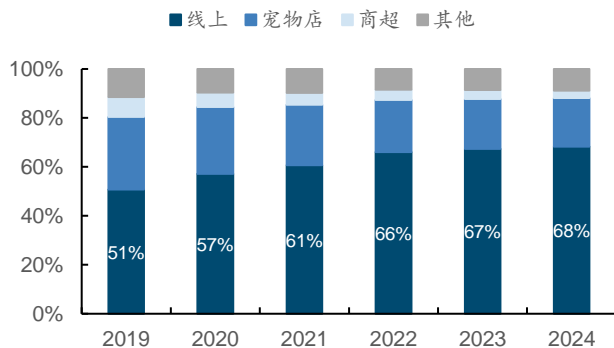
行业属性：先发具备优势，营销触达可促转化

- 猫肠胃弱 + 月开支不高/若生病花销更高 + 购买者与使用者分离 + 中国监管不足 (毒猫粮) → 猫主粮粘性强、高品质产品可以享受溢价、先进入者有先发优势
- 线上渠道占比超过60% + 初期同样工艺/原料下功效差异不明显 → 消费者教育/营销对转化有促进作用。
- 食品安全敏感度高：鸡肉为主的原材料成本占比85%+，产能/产线是产品配方研发&工艺优化的基础，当前大多数中长尾线上品牌来自代工厂→供应链规模优势重要，①保障安全性；②截留生产端利润强化成本优势，保证终端性价比
- 产业链分布：上游是农副产品（鸡肉等/谷物），原料占比70%+（主粮90%/零食75%），中游制造&品牌商，下游渠道商（线上占比60%+/线下形态以宠物店为主）

图表：宠物食品分类



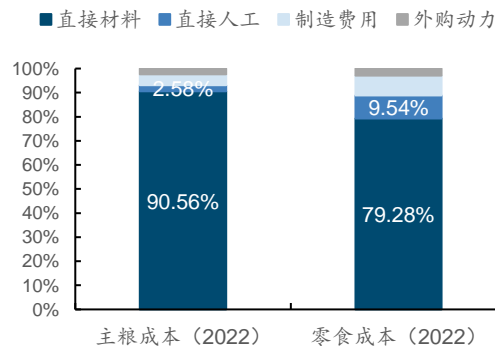
图表：国内宠食行业渠道分布



图表：产业链分布



图表：宠物主粮成本结构占比（以乖宝2022年数据为例）



资料来源：欧睿，艾瑞咨询，《宠物行业白皮书》，公司公告，国金证券研究所

中/美/日格局对比：中国格局更分散；公司集中度高于品牌

集中度产生差异的原因是什么？

- ✓ 行业所处阶段差异导致供给端的差异
- ✓ 渠道布局特征及背后的环境

国内格局推演：内资份额持续提升，内资集中度提升，份额头部集中

- ✓ 外资VS内资，国产品牌崛起趋势清晰
- ✓ 内资中集中度提升、份额向头部集中

图：2023年中美日市场宠物食品前十公司市场占有率

中国		美国		日本	
玛氏	11.2%	雀巢	27.5%	玛氏	20.3%
乖宝宠物	5.5%	玛氏	19.7%	印巴	14.8%
雀巢	3.2%	高露洁棕榄	8.3%	尤妮佳	13.0%
中宠股份	2.3%	通用磨坊	7.5%	高露洁棕榄	9.3%
上海依蕴	2.3%	J.M.斯马克	4.1%	雀巢	7.2%
江苏吉家	1.8%	波斯特	3.8%	Pet Line Corp	5.1%
网易	1.6%	鲜宠	1.7%	DoggyMan HA Co Ltd	5.1%
上海比瑞吉	1.6%	健康宠物	1.4%	Nippon Pet Food Ltd	4.6%
容喜	1.5%	斯派克特	1.4%	Marukan Co Ltd	3.0%
华兴宠物食品	1.1%	Ethos Pet LLC	0.7%	Maruha Nichiro Holding	2.9%
CR10	32.1%	CR10	76.1%	CR10	85.3%

图：2023年中美日市场宠物食品前十品牌市场占有率

中国		美国		日本	
皇家 (玛氏)	5.8%	蓝饷 (通用磨坊)	6.9%	Ciao (印巴)	12.1%
麦富迪 (乖宝宠物)	5.5%	宝路 (玛氏)	5.2%	皇家处方粮 (玛氏)	6.5%
顽皮 (中宠股份)	2.3%	珍致 (雀巢)	5.0%	Gin No Spoon (尤妮佳)	6.1%
伯纳天纯 (上海依蕴)	2.3%	ONE (雀巢)	4.5%	希尔思科学饮食 (高露洁)	5.5%
冠能 (雀巢)	1.8%	希尔思 (高露洁)	4.3%	Mon Petit (Nestlé SA)	4.2%
严选 (网易)	1.6%	喜跃 (雀巢)	3.9%	希尔思处方粮 (高露洁棕榄)	3.8%
爱肯拿 (玛氏)	1.4%	希尔思处方粮 (高露洁)	3.9%	皇家 (玛氏)	3.5%
原始猎食渴望 (玛氏)	1.3%	冠能 (雀巢)	3.1%	Combo (Nippon Pet Fc)	2.8%
传奇桑迪 (江苏吉家)	1.2%	爱慕思 (玛氏)	2.8%	Inaba (印巴)	2.8%
比瑞吉 (上海比瑞吉)	1.2%	Beneful (雀巢)	2.4%	Grand Deli (尤妮佳)	2.6%
CR10	24.4%	CR10	42.0%	CR10	49.9%

从大促榜单变更看品牌起伏

- **国产VS外资品牌：**19年以来，外资品牌显著减少、排名下降（原因：渠道转变+产品迭代落后）
- **国产品牌的变更：**传统老牌现分化，比瑞吉/凯锐思等落后麦富迪保持领先，鲜朗/蓝氏/网易等向上（原因：产品高端化策略/线上渠道运营力迭代）
 - ✓ **麦富迪：**传统老牌，主押线上渠道、主粮策略、（前期）大众价格带高性价比产品，后期推出中高端品牌量价齐升，引领型创新
 - ✓ **鲜朗：**新品牌，主押升级品类烘焙粮、小红书渠道营销策略
 - ✓ **网易严选：**新品牌，选品&渠道运营能力强、品类创新跟随型
- **外资品牌内部更替：**性价比定位的伟嘉等落后，渴望等超高端品牌更稳固但近年来也出现自身问题
 - ✓ **渴望：**高端外资品牌，线下先发优势奠定基础，一线城市的第一口粮，品牌心智高；窜货乱价问题

图表：从大促榜单变更看品牌起伏

19-24年宠物品牌天猫双11+618大促排名变动										
名次	24年双11	24年618	23年双11	23年618	22年双11	22年618	21年双11	21年618	20年双11	19年双11
1	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN/皇家	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪	PETCUREAN GO!	ROYAL CANIN/皇家
2	鲜朗	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	Myfoodie/麦富迪	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	ROYAL CANIN/皇家	PETCUREAN GO!
3	LEGEND SANDY/蓝氏	鲜朗	LEGEND SANDY	网易严选	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Nourse/卫仕	ACANA/爱肯拿	Myfoodie/麦富迪	Myfoodie/麦富迪
4	Fregate/弗列加特	LEGEND SANDY/蓝氏	网易严选	Orijen/原始猎食渴望	Nourse/卫仕	Nourse/卫仕	凯锐思	Orijen/原始猎食渴望	Orijen/原始猎食渴望	Pure&Natural/伯纳天纯
5	诚实一口	网易严选	诚实一口	鲜朗	ACANA/爱肯拿	凯锐思	Orijen/原始猎食渴望	凯锐思	ACANA/爱肯拿	Orijen/原始猎食渴望
6	ROYAL CANIN/皇家	诚实一口	鲜朗	诚实一口	网易严选	ZIWI	PIDAN	Nourse/卫仕	凯锐思	比瑞吉
7	Instinct/天然百利	Orijen/原始猎食渴望	Instinct/天然百利	ACANA/爱肯拿	PIDAN	网易严选	ACANA/爱肯拿	福来恩	耐威克	福来恩
8	网易严选	Fregate/弗列加特	Orijen/原始猎食渴望	Instinct/天然百利	LORDE	PIDAN	网易严选	大宠爱	Pure&Natural/伯纳天纯	伟嘉
9	Orijen/原始猎食渴望	ACANA/爱肯拿	Pure&Natural/伯纳天纯	LEGEND SANDY/蓝氏	ZIWI	Pure&Natural/伯纳天纯	大宠爱	PIDAN	Nourse/卫仕	Pedigree
10	ACANA/爱肯拿	Instinct/天然百利	Nourse/卫仕	Nourse/卫仕	Instinct/天然百利	福来恩	Pro Plan/冠能	Pro Plan/冠能	ZIWI	Pro Plan/冠能

竞争要素-产品：以主粮为基础，把握产品创新周期，塑造大单品

图表：宠物食品（主粮+零食）占消费结构比例50.2%



- **品类策略**：先做**主粮**更容易树立品牌认知，因为主粮具备高复购属性
- **差异化、卖点/记忆点很重要**：工艺；原料；配方/含肉量；细分功效.....
- **大单品策略**：可以更好利用渠道端/供应链规模优势，更好立品牌心智

图表：麦富迪猫狗主粮占比超过60%

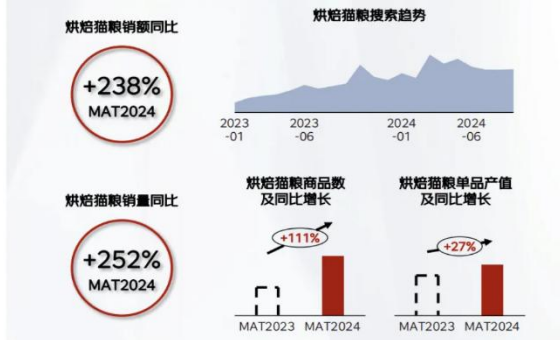
麦富迪 Myfoodie 总览 天猫 京东 抖音

品类 % ①	2022				2023				2024				增幅 %
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
猫粮	21.30	20.45	20.75	26.59	26.47	29.66	33.50	37.11	38.80	37.74	37.57	41.77	4.65
狗粮	36.54	35.57	32.89	35.31	33.43	34.96	31.13	32.59	29.57	30.37	29.89	30.06	-2.53
猫零食	20.61	23.79	24.87	19.07	19.04	17.65	19.06	16.13	16.89	16.65	17.98	16.03	-0.10
狗零食	19.28	17.91	18.15	16.32	17.94	14.73	12.86	11.79	12.42	12.01	11.68	10.09	-1.70
猫罐头	2.25	2.25	3.32	2.68	3.09	2.98	3.43	2.36	2.29	3.20	2.86	2.04	-0.31

图：典型的宠物主粮工艺



图：产品创新：京东24年烘焙粮销量高速增长



图表：产品力差异化的来源是肉含量、工艺、细分功效



竞争要素-渠道&营销：外部格局变迁背景下，考验前瞻布局能力

- **渠道：看得准，享受渠道变迁红利：**线下一线上，货架电商→直播电商
- **营销：营销手段跟随时代与时俱进：**普通广告→泛娱乐营销→品效合一。22年以来的新零售品牌，多起于小红书/抖品牌拉新+超头直播间配合、各环节精细化运营

图表：宠食行业三平台市场份额占比变化

线上销售-电商数据 % ①	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总计	-	-	-	-	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
天猫	-	-	-	-	100.00	99.99	80.95	71.77	70.45	61.62	56.02	54.04
京东	-	-	-	-	-	-	19.04	28.22	27.54	26.64	25.10	24.40
抖音	-	-	-	-	-	-	-	-	2.00	11.72	18.87	21.54

资料来源：久谦，国金证券研究所

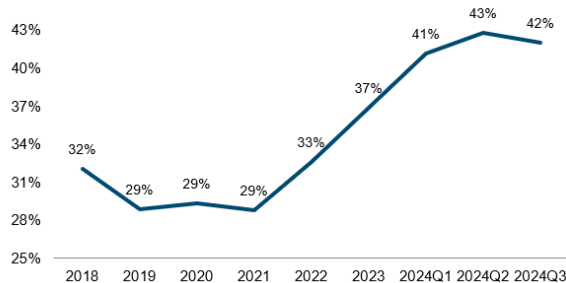
标的梳理——乖宝宠物：国内宠食品牌领跑者，品牌布局完善，成长路径清晰

➢ 公司基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代，且凭借强大线上精细化运营力实现持续领先。主品牌麦富迪针对细分营养功效推出系列新品，高端副牌弗列加特对标外资高端品牌积极破圈拓新，保持高速增长，中期看好国货优质自主品牌份额持续提升。

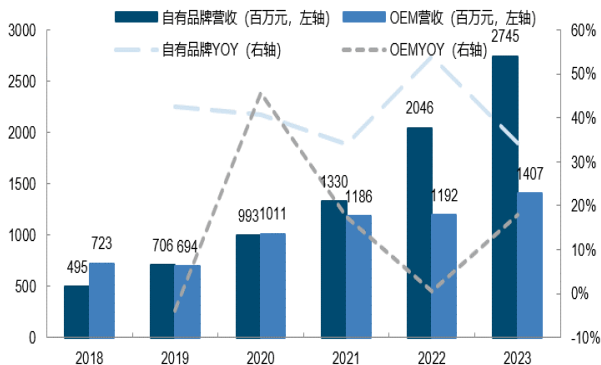
➢ **品牌升级角度，三大升级策略指引后续高质成长：**

- 1) 主品牌麦富迪借助barf、羊奶系列价格带升级，强需求洞察强化产品升级；
- 2) 高端副牌弗列加特以大单品为突破口，主打品质差异化，2.0系列发布品牌势能进一步向上，再一次印证品牌打造能力。

图表：线上直营加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升带动毛利率稳步提升

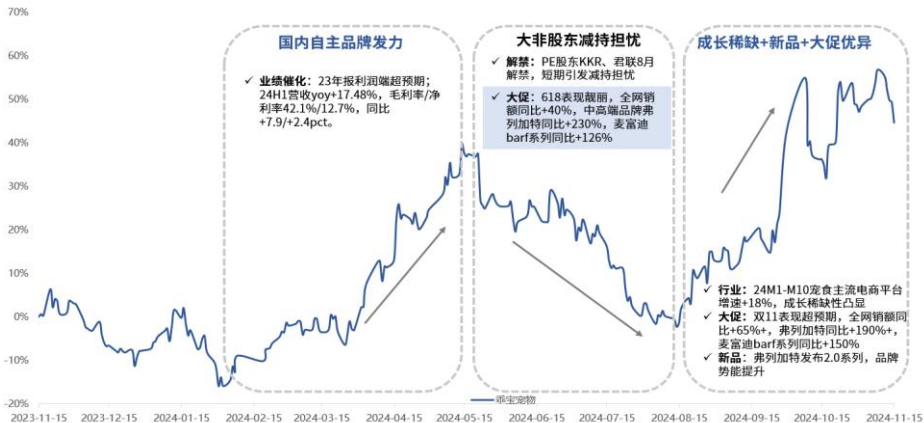


图表：乖宝自主品牌保持高速增长



资料来源：公司公告，国金证券研究所

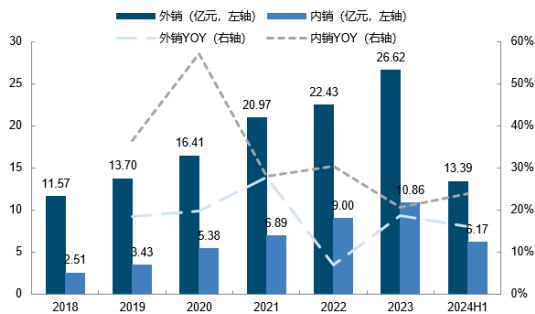
图表：乖宝宠物股价复盘



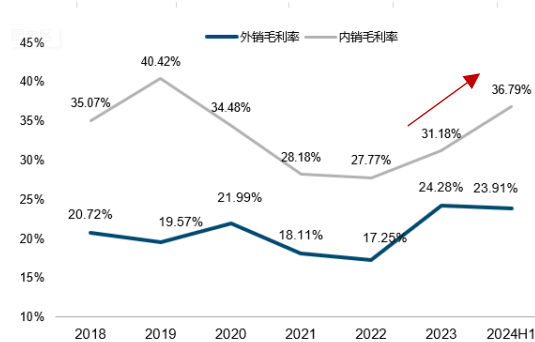
标的梳理——中宠股份：国内三大品牌理顺加速发力，海外优质产能领先优势突出

- 公司全面进入内外销双轮驱动加速期。24年重大转变是内销三大品牌定位更清晰，渠道、品类端打法思路理顺，主品牌SKU调整结束重推新品主粮放量在即、股权激励保障组织积极性，
- ✓ **外销**：重视海外中高端零食产能布局的稀缺性，公司前瞻进行加拿大/美国工厂布局，凭借中高端产能供给稀缺性带来的议价力+优质管理等，盈利能力远优于国内，零食工艺壁垒深厚24年以来欧洲市场拓客户进展优异。24H1海外业务收入+16%。
- ✓ **内销自主品牌**：增速环比加快，主品牌顽皮预计增速回暖，sku调整后成效显著、9月底起主推【小金盾】系列打法更聚焦，领先Toptrees选中烘焙粮工艺爆发趋势进行大单品系列运营，线上运营思路灵活（甄嫒联名活动等）预计高速增长。

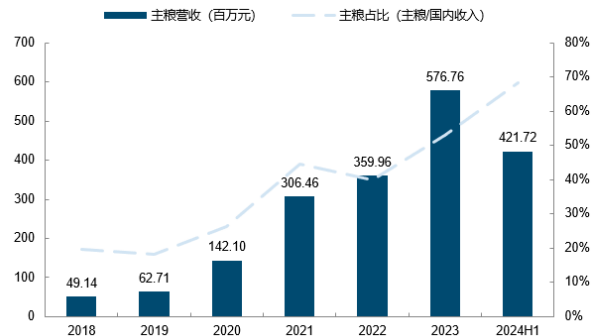
图表：中宠内外销收入及增速表现（18-24H1）（单位，亿元）



图表：受益于主粮占比提升、精简SKU策略，毛利率改善明显



图表：中宠主粮占比持续提升



- 政策落地效果低预期：若国内外相关利好政策出台后，传导效果不明显，将直接影响对应行业及公司2025年经营业绩。
- 原材料价格大幅上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱，造成业绩不及预期。
- 代工商大客户流失的风险：个护、家具、电子烟等代工商下游客户集中度较高，且下游客户市场竞争较为激烈，若出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。
- 汇率大幅波动的风险：若汇率发生大幅波动，代工出口及跨境电商企业又无法将全部汇兑风险向上下游传导或其他有效手段进行规避，汇率波动将可能对经营业绩产生不利影响。
- 贸易摩擦加大的风险：待特朗普上任后，若其加大对中国关税的征收比例，将显著影响中国相关出口企业经营。
- 测算偏差较大的风险：由于美国合法雾化换弹式电子烟中期市场规模测算基于较多假设，若部分变量假设与实际情况存在较大偏差，将使得整体规模测算结果与实际情况偏差较大。

免责声明

本报告刊载的一切资料及数据，虽力求精确，但不能担保其准确性和完整性。报告中的数据与观点仅供参考，国金证券并不对依赖该数据与观点而采取的任何措施和行动、以及由此引起的任何风险承担任何责任。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题