

轻工制造行业24Q3综述： 顺周期筑底，深挖国货、出海亮点

行业评级：看好

2024年11月6日

分析师

史凡可

邮箱

shifanke@stocke.com.cn

电话

18811064824

证书编号

S1230520080008

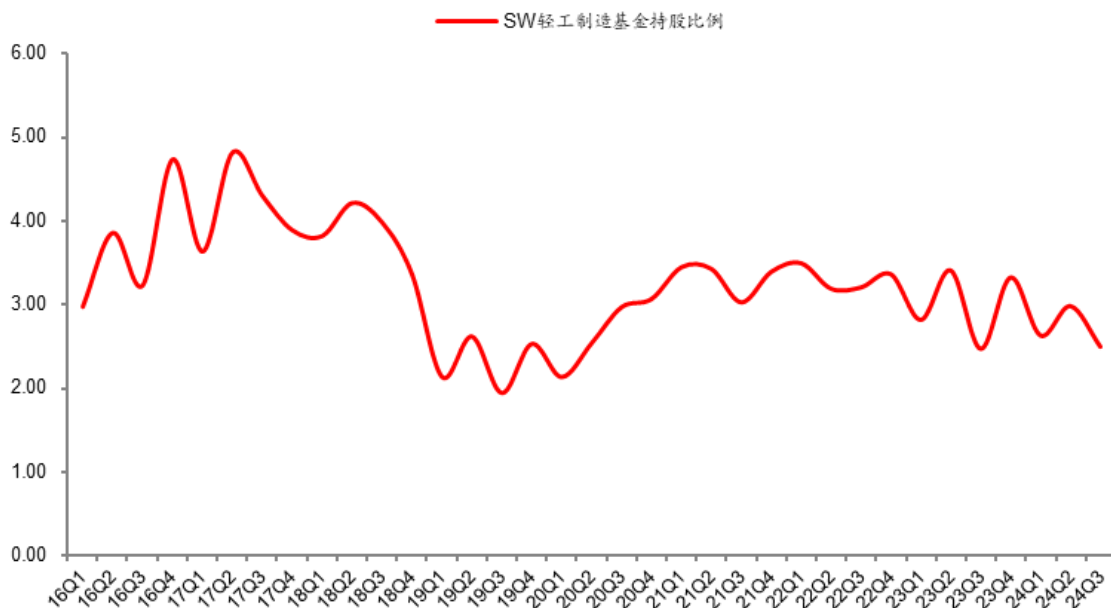
- **复盘24Q3：**亮点主要在新兴国货（乖宝宠物、中宠股份、百亚股份等）以及出口个股（泡泡玛特、匠心家居、嘉益股份、永艺股份、欧圣电气），家居、造纸触底修复。
- **展望24Q4：**地产链Q4在以旧换新补贴拉动以及二手房较好的成交数据催化下，订单向上趋势确定、月度订单预期实现转正，板块性推荐首选；**成长个股**高景气的保温杯、潮玩、宠物景气延续，其余把握国货和出海确定性个股。
- **风险提示：**国内消费修复不及预期；海外需求不及预期；地产行业修复不及预期；新兴消费行业竞争加剧；原材料及汇率波动等。
- **子赛道具体表现：收入端文娱个护最优，利润端包装稳定性最强**
 - **(1) 家居：**24Q3板块收入同比-4.42%、归母净利增速同比-24%。在各赛道中收入端压力最大，其中内贸家居因竣工压力传导+消费不振下滑幅度更大、是压力最大的季度，外贸家居在前期订单景气下仍有较快增长。
 - **(2) 造纸：**24Q3板块收入同比-3.99%、归母净利增速同比-74.8%。三季度浆价快速下行，纸价受到需求&成本走弱影响分化下滑，收入同比下行；考虑库存周期，Q3使用二季度高价原材料，盈利能力承压叠加23Q3基数影响，同比下滑较多；
 - **(3) 包装：**24Q3板块收入同比+0.2%、归母净利增速同比-3.98%。利润降幅在各赛道中最小，主要系竞争格局相对稳定、价格竞争相对缓和，同时3C等下游景气修复拉动Q3收入增速环比Q2改善。
 - **(4) 文娱用品：**24Q3板块收入同比+8.34%，归母净利润同比-15.12%。受制于终端需求疲弱且行业价格战激烈，经营表现环比24Q2进一步下行。晨光作为文创龙头相对稳健。得力国内业务预计同比-20%+，部分中小白牌下滑幅度或更为剧烈。
 - **(5) 个护用品：**24Q3板块收入同比+8.45%，归母净利润同比-72.41%。收入环比上行，但是盈利基于价格竞争、费用提前投放等因素影响承压显著。板块内部经营分化，其中百亚股份凭借电商高增长和线下外围省份持续拉动，收入靓丽增长。

表：轻工板块细分子版块的数据表现

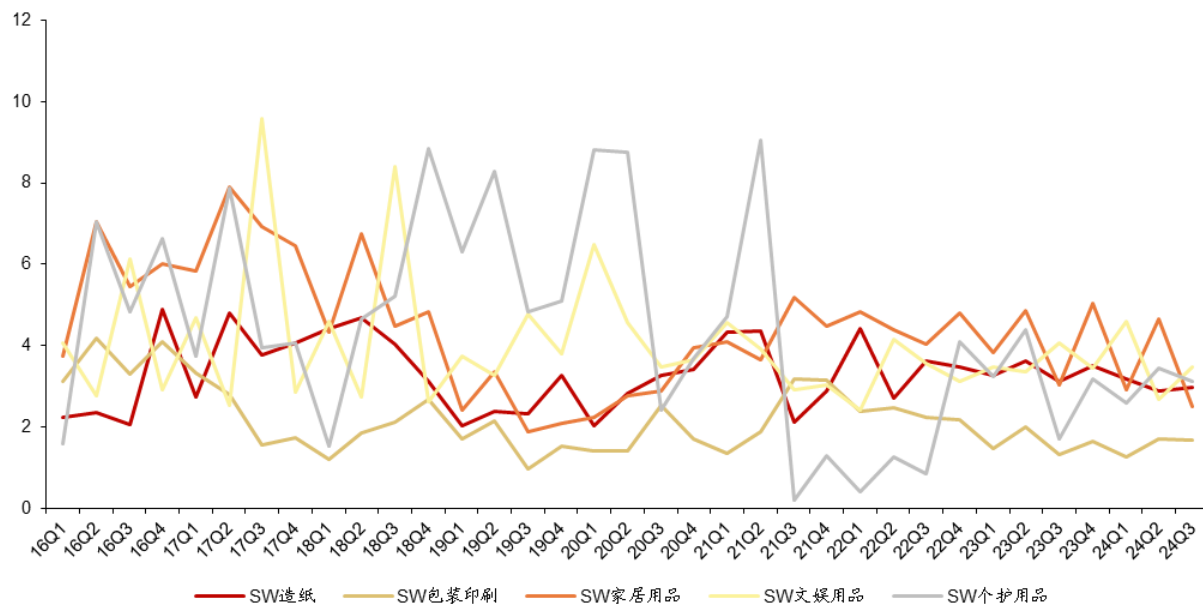
板块	指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
家居用品	收入增速	1.84%	1.74%	29.30%	-3.13%	0.68%	0.40%	-9.48%	2.09%	4.93%	7.52%	9.32%	-1.92%	-4.42%
	归母净利润增速	293.51%	60.70%	-18.19%	-7.50%	22.66%	-11.34%	17.71%	33.08%	14.64%	75.94%	8.77%	-8.57%	-24.08%
	ROE	3.63%	9.51%	9.30%	8.75%	10.10%	7.27%	1.60%	3.62%	3.33%	1.58%	1.67%	3.14%	2.45%
	毛利率	34.64%	32.70%	28.34%	29.51%	32.26%	31.12%	29.98%	32.34%	33.48%	32.44%	30.77%	31.75%	30.98%
	净利率	2.17%	5.94%	6.19%	6.25%	7.61%	7.87%	6.26%	10.38%	9.50%	4.20%	6.29%	9.69%	7.42%
造纸	收入增速	0.47%	3.44%	23.55%	9.13%	-7.04%	1.33%	-7.92%	-11.14%	-6.01%	-2.20%	3.46%	4.76%	-3.99%
	归母净利润增速	-29.83%	7.85%	38.86%	-69.14%	2.31%	47.04%	-96.57%	-61.56%	26.59%	161.78%	2799.01%	81.41%	-74.80%
	ROE	7.33%	8.93%	10.74%	3.22%	3.30%	3.41%	0.06%	0.70%	1.52%	0.99%	1.71%	1.25%	0.38%
	毛利率	21.19%	20.38%	17.56%	11.97%	11.12%	11.56%	9.31%	10.63%	11.15%	12.99%	13.48%	12.17%	9.05%
	净利率	5.61%	7.02%	7.25%	2.05%	2.10%	2.97%	0.09%	1.59%	3.74%	2.68%	4.83%	3.29%	0.76%
包装印刷	收入增速	7.29%	6.27%	23.56%	2.33%	-7.02%	0.25%	-8.06%	-4.29%	-9.16%	-7.63%	1.99%	-1.15%	0.20%
	归母净利润增速	9.29%	0.17%	13.31%	-33.92%	12.13%	-6.75%	-8.00%	6.04%	1.11%	174.87%	4.33%	-20.59%	-3.98%
	ROE	9.27%	8.42%	7.88%	4.68%	5.01%	4.57%	1.44%	1.58%	1.80%	0.25%	1.44%	1.21%	1.78%
	毛利率	24.07%	21.69%	17.75%	16.86%	18.87%	19.10%	17.98%	18.56%	19.44%	18.94%	18.92%	18.61%	19.27%
	净利率	7.97%	7.59%	5.80%	3.65%	4.53%	5.59%	5.41%	5.66%	6.19%	0.81%	5.68%	4.47%	6.08%
文娱用品	收入增速	24.96%	13.30%	18.67%	7.51%	12.10%	9.77%	4.38%	12.55%	12.45%	25.36%	11.09%	10.73%	8.34%
	归母净利润增速	-13.70%	4.17%	-41.26%	40.68%	3.77%	-9.13%	18.71%	-9.65%	15.03%	21.81%	4.10%	-14.16%	-15.12%
	ROE	8.12%	8.74%	5.77%	7.18%	7.99%	5.81%	2.14%	2.04%	2.58%	1.13%	2.00%	1.74%	2.08%
	毛利率	25.57%	23.30%	22.12%	19.47%	18.88%	19.87%	20.43%	19.33%	20.19%	16.07%	21.00%	19.54%	19.25%
	净利率	5.64%	5.71%	3.75%	4.70%	5.32%	5.27%	6.58%	5.64%	6.63%	2.80%	6.12%	4.66%	5.12%
个护用品	收入增速	2.17%	-28.37%	-13.02%	9.93%	-3.12%	3.92%	8.09%	-3.54%	-0.17%	-8.69%	-4.51%	3.25%	8.45%
	归母净利润增速	25.16%	-405.19%	164.27%	-35.72%	-27.74%	-48.75%	15.19%	-23.69%	162.35%	-254.98%	-14.18%	-15.60%	-72.41%
	ROE	8.38%	9.42%	16.35%	8.95%	6.92%	5.44%	2.15%	1.98%	5.41%	-2.71%	1.81%	1.86%	1.70%
	毛利率	18.86%	43.48%	33.91%	32.44%	33.53%	35.66%	33.03%	33.54%	32.77%	35.05%	34.54%	35.40%	34.04%
	净利率	3.82%	2.61%	14.06%	8.30%	7.12%	7.91%	8.93%	8.02%	23.47%	-10.16%	8.55%	7.54%	7.31%

- **24Q3基金持股比例下降：**轻工板块基金持股比例2.50%，环比Q2下降0.48 pct，细分板块有分化，其中造纸/包装/家居/文娱/个护基金持股比例分别环比+0.08%/-0.03%/-2.16%/+0.80%/-0.35%。

图：轻工制造基金持股比例（单位：%）



图：轻工细分板块基金持股比例（单位：%）



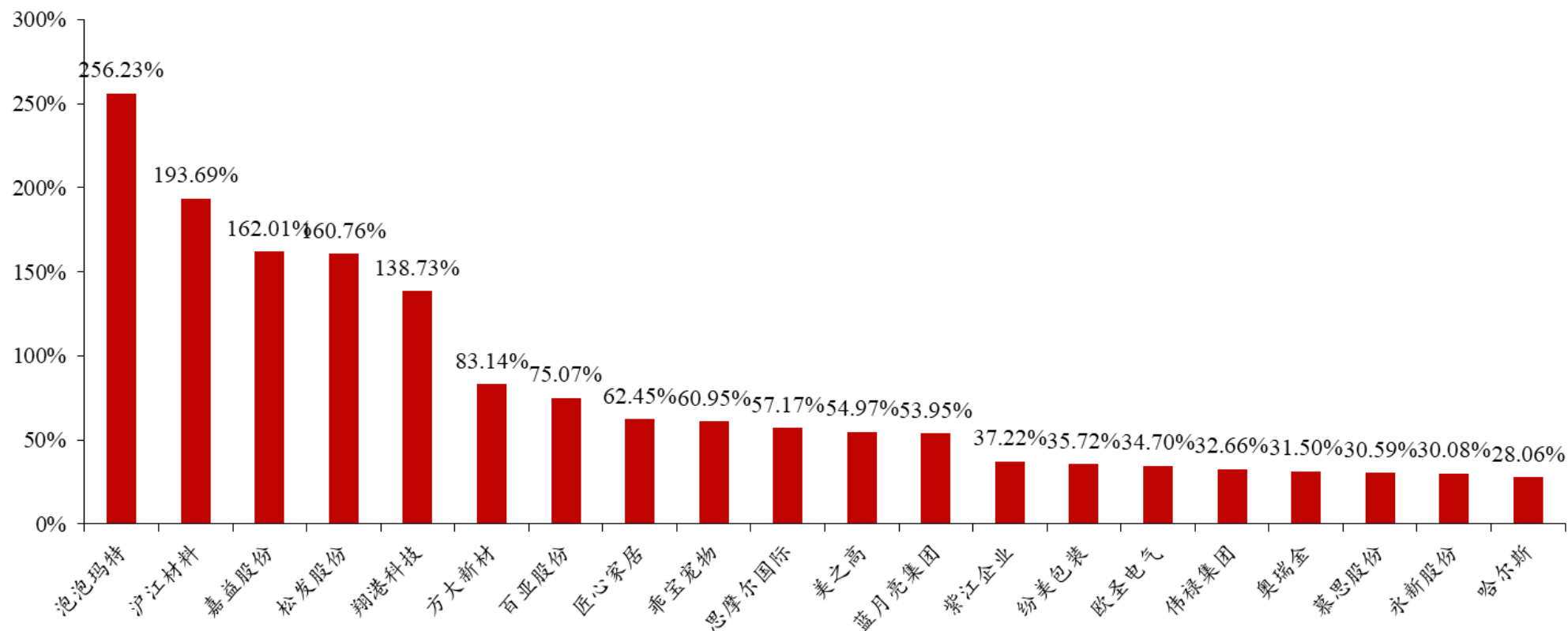
- **24Q3机构持股分析：**综合来看24Q2到24Q3，太阳纸业、晨光股份、公牛集团、顾家家居、索菲亚是轻工基金持仓前五大市值的公司，公牛集团、太阳纸业、顾家家居、萤石网络、欧派家居是机构加仓前五大的公司。

图：24Q3较24Q2的机构持仓市值分析

基金持股市值 (亿元)			基金加仓市值 (亿元)		
基金持股比例			基金加仓比例		
100%			100%		
太阳纸业	54.27	12.88%	公牛集团	6.81	0.70%
晨光股份	26.88	8.22%	太阳纸业	6.69	3.05%
公牛集团	25.12	2.33%	顾家家居	3.89	1.48%
顾家家居	14.66	5.74%	萤石网络	2.80	1.74%
索菲亚	14.13	8.09%	欧派家居	1.68	0.79%
萤石网络	12.75	4.78%	索菲亚	1.33	1.47%
裕同科技	11.55	4.83%	百亚股份	1.26	2.66%
欧派家居	11.53	3.03%	志邦家居	1.26	0.98%
百亚股份	9.21	8.03%	嘉益股份	1.10	1.20%
嘉益股份	7.73	7.11%	裕同科技	0.91	1.42%
匠心家居	5.93	6.23%	晨光股份	0.81	1.25%
华旺科技	4.83	7.26%	乖宝宠物	0.74	1.49%
江山欧派	4.78	12.86%	华旺科技	0.67	0.57%
乖宝宠物	4.07	1.66%	喜临门	0.61	0.70%
紫江企业	2.19	2.41%	恒林股份	0.58	0.71%
昇兴股份	1.77	3.35%	东鹏控股	0.54	0.85%
登康口腔	1.66	3.57%	匠心家居	0.50	0.32%
瑞尔特	1.63	4.46%	奥瑞金	0.48	0.46%
永艺股份	1.49	3.88%	力诺特玻	0.42	1.00%
箭牌家居	1.37	1.56%	元力股份	0.32	1.63%

□ 24年以来涨幅分析：涨幅排名前5的公司分别是泡泡玛特、沪江材料、嘉益股份、松发股份、翔港科技。

图：轻工制造行业今年以来涨幅前20名



- **收入端：竣工压力传导+消费不振，普遍双位数下滑。**1-9月商品住宅竣工面积同比-24%、影响进店客流，消费力不足导致的价格带下探，同时上市公司也普遍放缓零售渠道开店节奏、更多减少低效率门店。24Q3单季收入基本均下滑在10%以上，顾家内贸剔除天禧派影响也下滑15%以上。
- **利润端：Q3利润率表现分化，费用率影响 > 毛利率。**Q3利润增速优于收入增速的有**欧派家居、慕思股份**，在收入规模缩量的情况下积极推动内部降本增效工作，实现了利润率的同比提升；其余公司利润率均下滑，顾家主因内贸占比下降，志邦、瑞尔特、好太太等主因费用投放支出较大所致。
- **展望24Q4，家居以旧换新补贴下，在已经执行落地的地方均有较强的刺激效果，浙江、四川、广东、湖北等代表省份拉动明显，对于家居企业2024Q4的订单预计有较大帮助；同时，由于对参与商户有资质要求，大品牌的大经销商更受益，集中度预期提升。**

图：家居龙头24Q3业绩

单位：百万元						单位：百万元							
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		
欧派家居	营业总收入	6,721	6,218	3,621	4,962	5,296	志邦家居	营业总收入	1,628	2,188	820	1,392	1,463
	YOY	2.22%	0.11%	1.43%	-20.91%	-21.21%		YOY	9.88%	16.87%	1.77%	-6.88%	-10.14%
	归母净利润	1177.24	725.90	217.94	771.74	1041.17		归母净利润	169.98	245.75	47.22	101.54	117.42
	YOY	21.09%	4.00%	43.00%	-21.26%	-11.56%		YOY	8.17%	10.52%	-8.38%	-20.54%	-30.93%
	扣非净利润	1129	545	143	634	987		扣非净利润	160	224	39	87	107
YOY	20.17%	-18.84%	10.03%	-32.72%	-12.62%	YOY	2.29%	11.43%	-10.04%	-28.63%	-33.05%		
顾家家居	营业总收入	5,258	5,076	4,350	4,558	4,893	索菲亚	营业总收入	3,457	3,465	2,111	2,818	2,726
	YOY	10.78%	19.49%	10.04%	-7.44%	-6.94%		YOY	9.64%	5.37%	16.98%	-4.11%	-21.13%
	归母净利润	577.58	504.87	420.19	475.92	462.52		归母净利润	452.81	308.85	165.47	399.13	357.00
	YOY	12.74%	23.46%	5.02%	-9.07%	-19.92%		YOY	15.63%	18.40%	58.59%	0.97%	-21.16%
	扣非净利润	527.23	416.22	375.54	405.36	438.28		扣非净利润	437.73	228.52	155.89	375.26	342.74
YOY	5.38%	58.29%	10.29%	-18.45%	-16.87%	YOY	14.35%	22.82%	73.81%	-0.90%	-21.70%		
慕思股份	营业总收入	1,406	1,773	1,201	1,428	1,249	喜临门	营业总收入	2,264	2,609	1,761	2,196	2,019
	YOY	0.33%	6.86%	25.50%	-0.99%	-11.19%		YOY	6.03%	24.39%	20.02%	-6.03%	-10.85%
	归母净利润	162.62	283.91	141.25	231.93	149.14		归母净利润	168.01	38.60	74.08	159.60	141.46
	YOY	37.43%	0.83%	39.48%	-8.86%	-8.29%		YOY	-0.79%	125.49%	20.20%	-0.64%	-15.81%
	扣非净利润	155.88	281.67	133.31	227.64	129.27		扣非净利润	168.44	(3.83)	74.30	148.60	142.75
YOY	46.98%	19.20%	36.44%	-8.28%	-17.07%	YOY	5.93%	97.62%	48.62%	-8.30%	-15.25%		
金牌家居	营业总收入	1,041	1,098	641	879	896	江山欧派	营业总收入	1,103	1,033	626	816	815
	YOY	-1.62%	3.17%	11.45%	-5.59%	-13.91%		YOY	17.06%	3.73%	-8.17%	-11.28%	-26.14%
	归母净利润	89.80	125.78	36.41	33.06	50.09		归母净利润	149.47	98.55	28.79	76.14	58.64
	YOY	24.79%	11.77%	11.16%	-24.35%	-44.22%		YOY	274.52%	129.92%	-50.79%	-8.71%	-60.77%
	扣非净利润	66.12	124.36	14.10	25.13	42.23		扣非净利润	139.44	86.76	19.14	63.85	51.17
YOY	20.22%	30.52%	8.24%	-16.95%	-36.14%	YOY	247.48%	125.85%	-50.02%	-14.61%	-63.30%		
瑞尔特	营业总收入	573	638	523	619	567	好太太	营业总收入	397	572	292	420	356
	YOY	17.98%	11.29%	32.30%	7.14%	-0.93%		YOY	3.16%	53.05%	5.73%	-4.98%	-10.29%
	归母净利润	62.53	42.73	58.55	32.41	35.37		归母净利润	88.07	88.91	55.55	88.00	46.89
	YOY	-11.60%	-24.82%	47.15%	-55.92%	-43.43%		YOY	28.37%	92.11%	15.07%	-13.74%	-46.76%
	扣非净利润	57.53	37.38	53.46	26.84	32.56		扣非净利润	80.22	94.20	55.40	87.29	46.90
YOY	-15.50%	-23.12%	54.48%	-61.96%	-43.40%	YOY	16.24%	110.08%	15.75%	-13.33%	-41.54%		

□ **毛利率**：表现超预期的是**欧派**（降价背景下单Q3毛利率+2.7pct），自动化水平提升减少人工、采购降本、配套品占比下降是主因。**喜临门**毛利率提升4pct主要系各业务条线均减少了低毛利订单。其余企业毛利率在价格竞争激烈的背景下均同比有所下降。

□ **销售费用率**：为提振销量与市场份额，24Q3家居龙头仍采取较为高力度的促销&广告投放，因而销售费用率普遍呈现上升趋势，其中**慕思**严控费用，24Q3销售费用率逆势同比下降了4.2pct，**顾家**同比下降2.4pct。

□ **经营性现金流净额普遍下滑**：仅有**慕思**同比+5%。一方面24Q3合同负债+预收款指标同比增速下滑，且同期23Q3积压订单释放带来现金快速回流、基数高，是主要原因；另一方面部分企业为支持上游供应商渡过难关更多地使用了现金结算货款。

图：家居龙头24Q3重点财务指标

		2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3YOY
欧派家居	经营性现金流量净额	16.80	11.20	(4.52)	17.01	14.51	-13.7%
	合同负债+预收款	19.58	15.03	16.41	17.83	16.11	-17.7%
	毛利率	38%	35%	30%	34%	40%	2.7%
	销售费用率	8%	9%	12%	11%	8%	-0.05%
索菲亚	经营性现金流量净额	7.06	5.28	(10.19)	7.18	4.64	-34.2%
	合同负债+预收款	12.02	13.06	8.67	8.77	8.47	-29.6%
	毛利率	37%	37%	33%	38%	36%	-0.9%
	销售费用率	9%	9%	10%	10%	9%	-0.6%
顾家家居	经营性现金流量净额	6.42	10.24	(1.60)	7.96	9.23	43.7%
	合同负债+预收款	13.21	16.04	12.75	12.76	12.39	-6.2%
	毛利率	34%	34%	33%	33%	30%	-4.0%
	销售费用率	16%	21%	17%	17%	14%	-2.4%
喜临门	经营性现金流量净额	3.51	10.98	(3.28)	1.54	2.14	-38.9%
	合同负债+预收款	2.22	2.46	1.94	1.73	1.50	-32.3%
	毛利率	33%	35%	33%	36%	36%	4.0%
	销售费用率	18%	23%	19%	20%	22%	3.4%
志邦家居	经营性现金流量净额	3.00	1.17	(5.74)	3.17	2.85	-5.0%
	合同负债+预收款	4.17	4.74	2.45	2.55	2.75	-34.1%
	毛利率	41%	35%	37%	36%	37%	-3.6%
	销售费用率	15%	14%	19%	16%	18%	3.5%
金牌家居	经营性现金流量净额	0.26	4.17	(4.31)	2.35	(0.15)	-159.6%
	合同负债+预收款	2.82	4.41	2.96	3.79	2.58	-8.5%
	毛利率	30%	31%	28%	26%	28%	-1.5%
	销售费用率	12%	10%	13%	11%	11%	-0.9%
慕思股份	经营性现金流量净额	1.74	6.50	(0.23)	2.46	1.83	5.3%
	合同负债+预收款	1.64	1.89	1.54	1.73	1.68	2.3%
	毛利率	51%	49%	50%	52%	50%	-1.1%
	销售费用率	29%	23%	27%	24%	25%	-4.2%
瑞尔特	经营性现金流量净额	1.02	1.40	0.38	0.48	0.38	-62.8%
	合同负债+预收款	1.19	0.98	1.08	0.85	0.68	-42.7%
	毛利率	30%	32%	30%	28%	27%	-2.2%
	销售费用率	10%	18%	12%	15%	12%	1.8%
好太太	经营性现金流量净额	0.84	1.79	(0.25)	0.85	0.32	-62.2%
	合同负债+预收款	0.30	0.22	0.25	0.13	0.14	-52.4%
	毛利率	53%	53%	52%	56%	49%	-3.4%
	销售费用率	20%	23%	22%	24%	27%	7.2%

□ 从线下渠道来看，由于进店客流不佳与高租金的矛盾日益凸显，上市公司普遍对低效门店进行优化，提升店效。

图：家居龙头线下门店一览

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
欧派家居	衣柜+配套	1872	2113	2144	2124	2201	2210	欧派6013	欧派5504
	厨柜	2150	2276	2334	2407	2459	2479	欧铂尼1001	欧铂尼973
	卫浴	443	559	611	588	805	816	欧铂丽1078	欧铂丽1002
	木门	634	825	985	1065	1021	1056	铂尼思465	铂尼思465
	欧铂丽	839	935	988	928	989	1054	其他品牌159	其他品牌159
	整装大家居	0	22	288	426	790	900	零售大家居600家（在欧派品牌中体现）	
	零售大家居					0	110		
	总计	5938	6730	7350	7538	8265	8625	8716	8180
索菲亚	索菲亚品牌	2200	2510	2501	2719	2730	2829	2727	2543
	司米	720	822	845	1108	1122	614	249	161
	华鹤	49	181	390	582	300	319	277	282
	米兰纳					212	338	514	579
	总计	2969	3513	3736	4409	4364	4100	3767	3565
志邦家居	厨柜	1335	1487	1535	1576	1691	1722	1715	1759
	衣柜	395	726	1078	1366	1619	1726	1850	1912
	木门		88	156	203	399	748	983	1046
	直营门店		20	20	20	30	35	35	25
	总计	1730	2321	2789	3165	3739	4231	4583	4742
金牌厨柜	厨柜	1130	1413	1559	1585	1720	1792	1709	1702
	衣柜	120	337	520	722	919	1091	1152	1163
	木门		9	63	181	388	561	660	681
	整装馆+阳台卫浴+玛尼欧					103	285	388	399
	总计	1250	1759	2142	2488	3130	3729	3909	3945
顾家家居	物理门店合计	3500	4222	4830	5190	5287	5600	5680	5876
	系列店合计			6449	7249	8497	9357	10290	9605
喜临门	床垫专卖店总计	1517	2020	2548	3140	3899	4702	5163	5187
	主品牌专卖店	1517	2020	2168	2340	2837	3280	3551	3561
	喜眠专卖店			380	800	1062	1422	1612	1626
	MD门店			452	503	596	571	490	487
	总计	1517	2020	3000	3643	4495	5273	5653	5674
慕思股份	物理位置店	-	3500	-	-	4900	5600	5700	-
敏华控股	系列门店	2399	2614	2874	4122	5968	6471	7236	-

- **全国进度跟踪：**从全国各地区落地节奏来看，南方快于北方，像广州、四川、湖北、上海等省市推进速度较快，产生了较好的刺激效果，其他进度比较低的省市后续有比较大的潜力。四川省第一轮、第二轮家居家装消费券已于10月19日发放完毕、拉动家居家装消费10.52亿元；广州市截止10月20日零时家装厨卫“焕新”实现销售额16.1亿元；浙江省截止10.26家居、家装和适老化改造累计带动销售25.6亿元。
- **后续关注3个积极变化对终端景气的拉动：**1) 如果效果不佳、政策细则持续加力激发活力。2) 线上拉通有助于补贴充分利用和集中度提升。3) 龙头企业开展政企双补活动，借力国补将营销声势再造大。
- **良好的样本和正反馈，将拉动更多经销商参与，关注11-12月低进度区域弹性。**

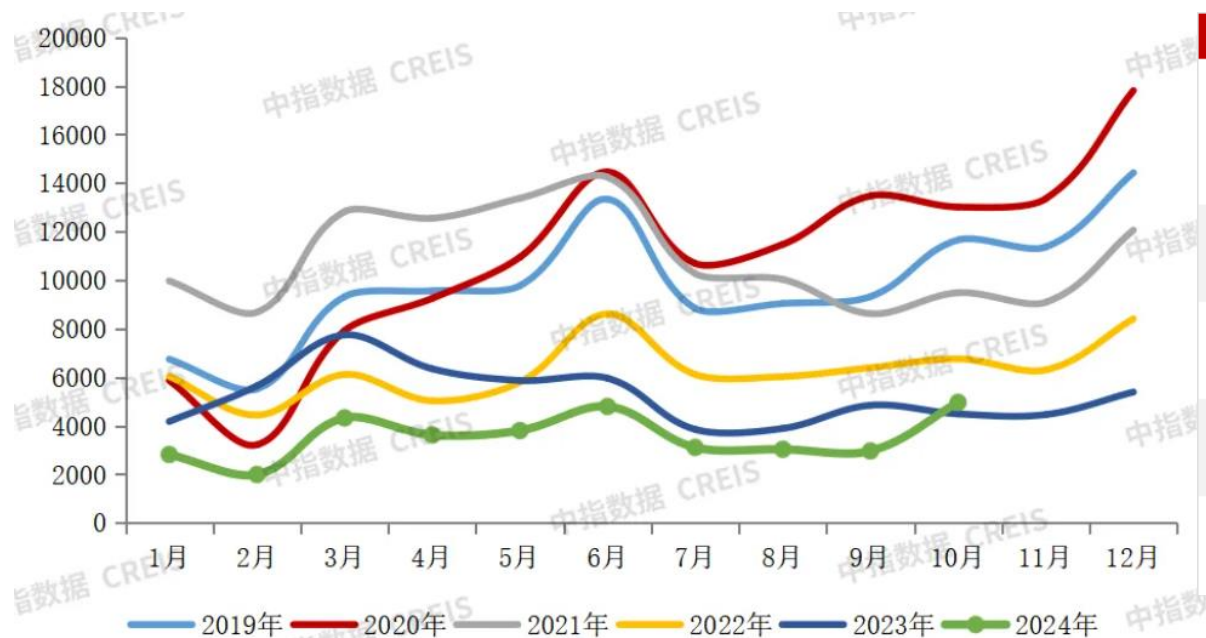
图：家居以旧换新补贴各省市效果对比

省份	时间	政策补贴效果
全国	国庆假期期间/截至10.24	规模以上建材家居卖场9月销售额环比上涨达14.37%。据国家税务总局公布的增值税发票数据，今年国庆假期，家具、装饰材料、涂料等与家居装修相关的商品销售呈快速增长态势，同比分别增长35.7%、12.9%和26.2%。商务大数据监测显示，国庆期间，智能家居系统销售额同比增长85.2%。截至10月24日，各地家装厨卫焕新补贴产品约630万件，累计带动销售额190亿元。
浙江省	截止10.26	家居、家装和适老化改造累计已有49万人次享受4.63亿元的补贴，带动了销售25.6亿元。
上海市	截至10.20	参与装饰装修行业企业总体产值3.5亿元，同比增长22%，补贴政策产品产值1.19亿元，同比增长32%，参与服务网点客流量135.29万人次，同比增长62%。10月22日，市商务委会同市住建委、市经信委在网站及官方微信公众号公示新增补贴品类和参与企业名单，新增了咖啡机和家纺六个品类，使补贴商品达到67类。补贴商品库中的商品型号也在不断扩大，上海地方补贴家装建材7.2万个、家具6.2万个、适老化产品1000多个商品型号。
四川省	截至10.19	第一轮、第二轮家居家装消费券已于10月19日发放完毕，前两轮消费券共投入财政资金2.4亿元，已核销2.26亿元，核销率94.07%，拉动消费10.52亿元。
广东省	截至10.20	广东家装厨卫“焕新”实现销售额16.1亿元，销售58.8万套。索菲亚家居10月1日至20日广州直营门店订单量突破1500单，增长将近110%；收款突破9000万元，同比增长220%。
邯郸市	截至10.22	家装改造焕新累计消费4510.34万元，补贴金额625.39万元；
青海省	截至10.15	青海省消费品以旧换新累计申请人数6.67万人，已发放补贴资金1.47亿元。其中，家装厨卫焕新已发放补贴资金1085万元。截至9月23日，海东市参与青海省2024年消费品以旧换新活动的家装企业达60家。
茂名市	截至10.21	“焕新”活动20天已销售厨卫432套，销售额达181.5万元，补贴金额32.3万元。

资料来源：人民网、各省市商务厅等，浙商证券研究所

- 9.26政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”，释放了迄今最强维稳信号，9月底一线城市接连优化政策后，居民购房首付比例及贷款利率已达到历史最低，限购政策也处于自实施以来最宽松阶段。10月17日，住建部、财政部等中央五部门联合召开新闻发布会，明确促进房地产市场止跌回稳的“组合拳”。
- **新房10月销售额年内首次同比转正**：根据中指研究院，2024年1-10月，TOP100房企销售总额为34599.95亿元，同比下降34.7%，其中10月单月TOP100房企销售额同比增长10.53%，环比增长67.45%。中海地产、保利置业、中建壹品等10月当月销售增长强劲。
- **二手房在能级城市迅速修复**：10月北上广深以及杭州二手房成交数据大幅同比、环比改善，由于二手房到家具订单需求的传导较快，看好终端景气迎来改善。

图：TOP100房企单月销售额情况（单位：亿元）



图：重点城市10月二手房成交情况

城市	10月二手房成交情况
北京	10月1日—30日，北京二手住宅的网签量达到了15967套，较去年同期大幅增长了61.1%，还比9月同期增长了20.3%，创下了自2023年4月以来近18个月的最高值
上海	10月1日至28日，二手住宅10月上海的成交已破2万套，环比9月同期已上涨52.3%
深圳	10月全市二手房录得8,269套，环比增长117.0%，同比增长122.5%，创近45个月以来新高
广州	10月广州二手市场成交同步上升，全市二手住宅网签达13188套、125.8万㎡，环比分别增长29.5%、26.0%。
杭州	10月杭州市区（含临安、富阳）共成交二手房9120套，环比涨幅高达51%，同比去年上涨了45%，创下19个月以来的新高

图：造纸价格变化

24Q3盈利底部承压，浆纸一体化龙头具备韧性。7-9月外盘浆价下行，Q3浆系纸受成本影响环比走弱，考虑木浆运输及库存周期，Q3用浆成本环比提升，浆纸一体化龙头具备成本配套，行业盈利环比承压背景下，业绩保持一定超额。

浆价：7-9月浆价快速下行，Q3末浆价基本触底。7月以来Suzano255万吨阔叶浆新产能及国内联盛、玖龙等大型浆线均已投产，H2阔叶浆新产能陆续发货、产能供应偏宽松，9月阔叶浆外盘\$570（环比6月-\$200），针叶浆外盘\$785（环比6月-\$75），10月阔叶浆报价环比持平、但实际成交略有下行，针叶浆价格中枢小幅走强20美金/吨，Q4关注市场投机需求、供给端事件催化，预计针叶浆支撑偏强，阔叶浆震荡运行。

木浆系：7-9月浆价快速回落，纸价受到成本走弱影响下跌为主。文化用纸、白卡纸、生活用纸等细分纸种总体价格进入弱势下行区间，8月底文化用纸发布涨价函积极稳价，但实际订单需平淡且浆价处于下行通道，市场均价走跌为主，10月秋季订单招标启动以来，市场招标入围较为激烈，出现部分超低价报价，导致文化用纸市场均价有所下移小幅，11月起白卡纸、文化用纸等头部大厂协同发布涨价函，下游提货积极性或提升，市场价格有望止跌回暖。

废纸系：中秋消费旺季不旺，行业库存压力环比提升，箱板纸、瓦楞纸市场均价低位震荡，国废价格低位下探，10月以来大厂发布小幅涨价计划，价格有望偏强运行，但终端包装需求起色不大，预计走强幅度较为有限。

	铜版纸	双胶纸	白卡纸	针叶浆	阔叶浆	化机浆	溶解浆	箱板纸	瓦楞纸	国废
22Q1	5484	5886	6124	855	652	4929	7275	4883	3856	2307
22Q1同比	-15.32%	-8.84%	-27.45%	0.59%	1.88%	11.24%	2.28%	-0.95%	-5.35%	0.83%
22Q1环比	2.28%	6.69%	1.71%	11.04%	10.32%	26.81%	6.58%	-5.55%	-9.23%	-5.10%
22Q2	5592	6155	6372	1005	756	5519	8730	4844	3724	2342
22Q2同比	-18.18%	-7.36%	-29.88%	2.13%	-3.20%	33.41%	0.76%	-2.34%	-6.75%	5.26%
22Q2环比	1.97%	4.57%	4.05%	17.54%	15.95%	11.97%	20.00%	-0.80%	-3.42%	1.52%
22Q3	5490	6253	5632	994	793	5406	9300	4699	3458	2110
22Q3同比	0.81%	14.57%	-8.76%	13.86%	13.77%	53.71%	21.08%	-7.93%	-16.97%	-11.79%
22Q3环比	-1.83%	1.59%	-11.61%	-1.09%	4.89%	-2.05%	6.53%	-2.99%	-7.15%	-9.91%
22Q4	5658	6663	5299	954	828	5401	8228	4479	3321	1969
22Q4同比	5.52%	20.76%	-11.99%	23.92%	40.10%	38.95%	20.54%	-13.37%	-21.83%	-19.00%
22Q4环比	3.06%	6.55%	-5.91%	-4.01%	4.41%	-0.09%	-11.52%	-4.69%	-3.98%	-6.67%
23Q1	5689	6694	5106	934	789	5363	7286	4262	3126	1668
23Q1同比	3.74%	13.73%	-16.62%	9.23%	21.05%	8.81%	0.16%	-12.71%	-18.93%	-27.69%
23Q1环比	0.56%	0.47%	-3.65%	-2.12%	-4.68%	-0.70%	-11.45%	-4.83%	-5.86%	-15.29%
23Q2	5430	6058	4486	746	605	4224	7212	3945	2848	1583
23Q2同比	-2.90%	-1.58%	-29.59%	-25.47%	-19.64%	-23.46%	-17.35%	-18.55%	-23.53%	-32.43%
23Q2环比	-4.56%	-9.50%	-12.14%	-19.77%	-22.98%	-21.24%	-0.98%	-7.44%	-8.90%	-5.12%
23Q3	5329	5560	4380	681	537	4049	7178	3748	2763	1523
23Q3同比	-2.93%	-11.08%	-22.23%	-31.48%	-32.30%	-25.10%	-22.82%	-20.24%	-20.10%	-27.82%
23Q3环比	-1.86%	-8.22%	-2.37%	-8.73%	-11.22%	-4.14%	-0.46%	-5.00%	-2.98%	-3.77%
23Q4	5977	6114	4897	774	631	4691	7497	3843	2927	1575
23Q4同比	5.64%	-8.23%	-7.59%	-18.88%	-23.79%	-13.15%	-8.89%	-14.19%	-11.85%	-20.02%
23Q4环比	12.16%	9.96%	11.80%	13.64%	17.53%	15.86%	4.44%	2.53%	5.94%	3.41%
24Q1	5776	5746	4761	750	650	4308	7507	3838	2867	1515
24Q1同比	1.52%	-14.16%	-6.76%	-19.69%	-17.65%	-19.67%	3.03%	-9.95%	-8.28%	-9.18%
24Q1环比	-3.36%	-6.02%	-2.78%	-3.10%	3.01%	-8.16%	0.13%	-0.12%	-2.04%	-3.81%
24Q2	5741	5782	4417	816	742	4051	7700	3655	2645	1439
24Q2同比	5.73%	-4.56%	-1.55%	9.35%	22.75%	-4.10%	6.77%	-7.35%	-7.11%	-9.08%
24Q2环比	-0.60%	0.62%	-7.22%	8.80%	14.20%	-5.98%	2.57%	-4.77%	-7.74%	-5.02%
24Q3	5543	5432	4391	781	647	3736	7830	3620	2609	1467
24Q3同比	4.02%	-2.30%	0.25%	14.67%	20.51%	-7.73%	9.08%	-3.42%	-5.57%	-3.69%
24Q3环比	-3.45%	-6.05%	-0.59%	-4.29%	-12.84%	-7.77%	1.69%	-0.97%	-1.38%	1.93%

注：针叶浆、阔叶浆以美元计价，其余以人民币计价

Q3使用高价浆、纸种价格分化走弱，盈利能力环比下降。太阳纸业24Q2、24Q3营收同比+8.4%、+6.0%，归母净利同比+16.9%、-20.8%，Q3原料压力环比提升，淡季文化用纸价格环比走弱，盈利环比收缩，但公司成本配套和外售浆具备超额盈利，保持较强业绩韧性。博汇纸业24Q2、24Q3营收同比+8.2%、-6.3%，归母净利同比-79.8%、-92.9%，24Q3需求拖累价格弱势下行，入库成本环比走高，盈利能力承压。山鹰国际24Q2、24Q3同比+2.6%、-2.9%，箱板瓦楞纸价格底部震荡，公司经营业绩出现亏损；晨鸣纸业24Q2、24Q3收入同比+11.1%、-17.0%。

表：造纸企业24Q3业绩

太阳纸业（单位：百万元）								晨鸣纸业（单位：百万元）							
2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
营业总收入	9,805.03	9,536.98	9,860.52	10,341.81	10,184.93	10,338.89	10,451.21	营业总收入	6,155.92	6,409.05	7,156.89	6,886.71	6,761.78	7,122.95	5,940.01
YOY	1.42%	-6.39%	0.77%	2.13%	3.87%	8.41%	5.99%	YOY	-27.70%	-21.47%	-17.54%	3.59%	9.84%	11.14%	-17.00%
归母净利润	565.60	685.72	885.26	949.10	956.10	801.91	700.76	归母净利润	-275.41	-412.67	-80.21	-513.00	58.20	-29.55	-738.74
YOY	-16.21%	-30.34%	45.46%	75.51%	69.04%	16.94%	-20.84%	YOY	-341.76%	-455.07%	-868.74%	-900.27%	121.13%	92.84%	-820.98%
扣非归母净利润	553.00	665.14	867.16	941.29	952.37	864.74	774.03	扣非归母净利润	(327.89)	(483.95)	(439.77)	(690.51)	(226.48)	(44.38)	(804.07)
YOY	-15.98%	-32.15%	45.38%	75.56%	72.22%	30.01%	-10.74%	YOY	-429.08%	-756.02%	-2306.75%	-33.67%	30.93%	90.83%	-82.84%
毛利率	13.51%	16.13%	16.74%	17.12%	17.99%	17.16%	13.96%	毛利率	10.52%	6.57%	4.38%	11.34%	12.37%	12.11%	0.82%
归母净利率	5.77%	7.19%	8.98%	9.18%	9.39%	7.76%	6.71%	归母净利率	-4.47%	-6.44%	-1.12%	-7.45%	0.86%	-0.41%	-12.44%

山鹰国际（单位：百万元）								博汇纸业（单位：百万元）							
2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
营业总收入	6,351.50	7,396.05	7,564.43	8,021.36	6,669.12	7,585.57	7,347.43	营业总收入	4,161.53	4,495.61	5,020.59	5,015.32	4,398.34	4,863.69	4,705.04
YOY	-20.22%	-15.05%	-13.86%	-6.35%	5.00%	2.56%	-2.87%	YOY	0.52%	-4.93%	0.88%	11.05%	5.69%	8.19%	-6.29%
归母净利润	-341.27	70.18	154.69	272.63	39.06	74.48	-45.03	归母净利润	-497.05	150.75	253.38	274.75	100.53	30.52	18.13
YOY	-270.67%	197.62%	311.40%	111.80%	111.45%	-6.13%	129.11%	YOY	-375.22%	-40.15%	40.60%	171.44%	120.23%	-79.76%	-92.85%
扣非归母净利润	(377.05)	(59.00)	77.46	60.41	(15.48)	(92.65)	(332.10)	扣非归母净利润	(547.87)	94.76	241.71	332.04	94.75	14.34	10.19
YOY	-318.24%	45.72%	158.07%	102.58%	95.89%	-57.04%	-528.73%	YOY	-412.75%	-63.57%	38.23%	-185.33%	-117.29%	-84.87%	-95.78%
毛利率	7.72%	9.49%	10.15%	11.66%	9.88%	7.82%	5.73%	毛利率	-4.60%	12.58%	15.81%	17.09%	13.30%	9.30%	9.79%
归母净利率	-5.37%	0.95%	2.04%	3.40%	0.59%	0.98%	-0.61%	归母净利率	-11.94%	3.35%	5.05%	5.48%	2.29%	0.63%	0.39%

荣晟环保（单位：百万元）								玖龙纸业（单位：百万元）							
2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	
营业总收入	541.09	584.99	552.65	612.53	547.53	576.05	538.46	营业总收入	52964.44	54792.48	51525.09	61765.73	64752.72	56884.71	59817.73
YOY	-11.16%	-14.63%	-13.50%	-2.72%	1.19%	-1.53%	-2.57%	YOY	34.87%	3.45%	-5.96%	19.88%	4.84%	-12.15%	5.16%
归母净利润	81.53	76.03	64.48	48.63	91.21	84.59	72.98	归母净利润	7848.08	3859.67	4168.46	7101.14	3275.36	-2383.38	750.68
YOY	1.90%	180.00%	131.05%	47.10%	11.88%	11.26%	13.19%	YOY	79.03%	-50.82%	8.00%	70.35%	-53.88%	-172.77%	131.50%
扣非归母净利润	79.99	74.67	60.10	51.63	80.10	68.71	64.06	毛利率	21.95%	15.44%	17.58%	18.99%	10.83%	2.70%	9.60%
YOY	12.01%	332.26%	186.41%	53.34%	0.13%	-7.98%	6.60%	期间费用率	6.12%	7.71%	8.08%	7.08%	7.50%	10.15%	9.79%
毛利率	13.20%	14.11%	15.34%	14.05%	15.90%	17.88%	16.97%								
归母净利率	15.07%	13.00%	11.67%	7.94%	16.66%	14.68%	13.55%								

盈利环比走弱，多元化产品&浆纸一体化龙头具备超额。仙鹤股份24Q2、24Q3收入同比+24.1%、+8.7%，Q3公司产销稳步增长、广西、湖北浆纸一体化项目一期顺利推进，24Q2、24Q3归母净利分别同比+381.6%、+32.5%，Q3公司主要特种纸产品价格基本保持稳健，且公司库存原料及自有浆线平滑成本上涨压力；华旺科技24Q2、24Q3收入同比+5.0%、-19.4%，24Q2、24Q3归母净利润同比+20.9%、-33.9%，中高端装饰原纸订单结构下移导致吨售价走弱，用浆成本环比提升，吨纸盈利走弱；五洲特纸24Q2、24Q3收入同比+7.7%、+11.6%，24Q2、24Q3归母净利分别同比+457.7%、-20.6%，售价环比下行，综合收入增长环比降速。齐峰新材24Q2、24Q3收入同比-2.6%、-20.6%，24Q2、24Q3归母净利分别同比-16.2%、-102.4%，主要系装饰原纸价格走弱且成本环比提升，盈利能力承压。

表：造纸企业24Q3业绩

仙鹤股份（单位：百万元）								华旺科技（单位：百万元）							
2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
营业总收入	1,837.47	1,928.87	2,446.16	2,340.97	2,209.00	2,394.53	2,658.45	营业总收入	913.97	947.14	1,122.82	991.85	951.86	994.69	904.55
YOY	9.51%	0.46%	27.94%	5.05%	20.22%	24.14%	8.68%	YOY	20.87%	11.38%	27.18%	4.74%	4.15%	5.02%	-19.44%
归母净利润	122.13	58.51	201.19	281.96	268.85	281.60	266.57	归母净利润	107.51	128.44	160.90	169.24	146.84	155.31	106.37
YOY	-16.35%	-71.90%	-5.45%	96.74%	120.14%	381.29%	32.49%	YOY	-4.43%	12.10%	55.33%	23.82%	36.59%	20.92%	-33.89%
扣非归母净利润	115.01	32.82	167.34	279.69	236.89	262.12	243.07	扣非归母净利润	96.70	123.65	158.72	148.84	145.00	129.26	100.01
YOY	-13.11%	-81.20%	7.60%	196.02%	105.97%	698.66%	45.26%	YOY	-6.48%	11.08%	55.79%	8.80%	49.95%	4.53%	-36.99%
毛利率	10.01%	8.25%	9.32%	18.05%	18.01%	17.39%	14.58%	毛利率	14.08%	18.80%	20.61%	22.11%	20.16%	17.19%	14.14%
归母净利率	6.65%	3.03%	8.22%	12.04%	12.17%	11.76%	10.03%	归母净利率	11.76%	13.56%	14.33%	17.06%	15.43%	15.61%	11.76%
五洲特纸（单位：百万元）								冠豪高新（单位：百万元）							
2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
营业总收入	1,258.39	1,582.90	1,823.11	1,854.91	1,726.18	1,704.88	2,034.66	营业总收入	1,625.33	1,823.26	1,935.32	2,019.46	1,689.92	1,764.25	1,883.34
YOY	-5.45%	-3.63%	15.60%	31.41%	37.17%	7.71%	11.60%	YOY	-5.57%	-12.91%	-6.71%	-8.08%	3.97%	-3.24%	-2.69%
归母净利润	-29.82	17.68	119.05	165.95	133.82	98.57	94.59	归母净利润	7.94	-58.26	-19.05	23.14	42.53	42.21	-14.76
YOY	-128.93%	-84.02%	1053.77%	983.15%	548.75%	457.68%	-20.55%	YOY	-79.24%	-152.35%	-118.63%	82.90%	435.79%	172.45%	-22.55%
扣非归母净利润	(14.26)	12.78	94.56	158.67	131.65	92.83	91.36	扣非归母净利润	7.17	(66.99)	(18.43)	10.36	37.71	12.61	(17.42)
YOY	-113.93%	-85.73%	3492.61%	-602.64%	-1023.02%	626.41%	-3.38%	YOY	-79.30%	-160.48%	-118.52%	-92.07%	426.22%	118.83%	-5.45%
毛利率	3.42%	6.75%	10.72%	15.11%	12.96%	11.24%	10.68%	毛利率	10.00%	2.66%	6.08%	7.04%	14.03%	9.33%	8.66%
归母净利率	-2.37%	1.12%	6.53%	8.95%	7.75%	5.78%	4.65%	归母净利率	0.49%	-3.20%	-0.98%	1.15%	2.52%	2.39%	-0.78%
齐峰新材（单位：百万元）								民丰特纸（单位：百万元）							
2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
营业总收入	796.10	926.54	990.86	947.33	861.91	902.65	786.93	营业总收入	381.76	405.39	400.20	430.42	378.16	405.05	380.18
YOY	-5.02%	13.63%	23.10%	43.50%	8.27%	-2.58%	-20.58%	YOY	-1.32%	10.66%	-13.51%	-5.51%	-16.99%	6.10%	-6.22%
归母净利润	-1.83	49.79	109.45	79.37	51.18	57.86	-2.61	归母净利润	3.37	12.16	11.75	19.43	32.44	16.00	12.55
YOY	-108.91%	1158.18%	1002.03%	1567.85%	2893.37%	-16.20%	-102.38%	YOY	-78.69%	186.18%	-402.87%	2537.35%	861.45%	374.13%	3.13%
扣非归母净利润	(6.83)	46.17	113.05	65.18	47.69	51.15	(5.88)	扣非归母净利润	1.46	12.25	12.12	19.50	32.39	16.00	12.33
YOY	-157.42%	609.75%	-668.26%	-1439.19%	-797.82%	-10.79%	-105.20%	YOY	-90.38%	275.27%	-341.59%	2996.48%	4911.39%	992.18%	0.64%
毛利率	6.01%	13.20%	19.68%	15.47%	13.51%	13.44%	6.43%	毛利率	10.01%	14.87%	16.19%	13.76%	14.87%	15.61%	15.50%
归母净利率	-0.23%	5.37%	11.05%	8.38%	5.94%	6.41%	-0.33%	归母净利率	0.88%	3.00%	2.94%	4.52%	8.58%	3.95%	3.30%

推荐布局成本配套、精细化管理领先的浆纸一体化龙头。推荐上游资源配套领跑的优质白马资产太阳纸业（对应24年PE为12X，当前PB 1.3X、历史4%分位）、浆纸一体化的特种纸平台型龙头仙鹤股份（对应24年PE为12X）、中高端装饰原纸龙头华旺科技（对应24年PE为9X），浆纸一体化的多元化特纸龙头五洲特纸（对应24年PE为12X）；关注白卡纸龙头博汇纸业、箱板瓦楞纸龙头玖龙纸业、山鹰国际的改善节奏。

表：造纸企业盈利预测及估值

股票名称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PB		PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	PB	PB历史分位	2023A	2024E	2025E
太阳纸业	370.8	395.4	418.8	436.1	494.8	30.9	31.3	36.8	43.1	1.3	3.9%	12.0	11.8	10.1
yoy		-1%	6%	4%	13%	10%	2%	17%	17%					
山鹰国际	93.8	293.3	318.2	360.5	382.8	1.6	4.7	9.3	12.5	0.5	19.1%	60.0	19.8	10.1
yoy		-14%	8%	13%	6%	-107%	203%	96%	34%					
博汇纸业	61.1	186.9	194.0	209.8	224.0	1.8	3.1	6.5	10.6	0.9	5.6%	33.6	19.8	9.4
yoy		2%	4%	8%	7%	-20%	69%	110%	64%					
仙鹤股份	129.2	85.5	99.1	117.5	132.2	6.6	10.9	13.3	15.1	1.8	14.1%	19.5	11.9	9.7
yoy		11%	16%	19%	13%	-7%	64%	22%	13%					
华旺科技	56.3	39.8	46.0	54.6	62.4	5.7	6.1	7.3	8.4	1.4	3.5%	9.9	9.3	7.7
yoy		16%	16%	19%	14%	21%	7%	20%	16%					
冠豪高新	57.4	74.0	86.3	95.2	101.2	-0.5	1.8	3.0	3.7	1.2	1.9%	-124.1	31.7	19.1
yoy		-8%	17%	10%	6%	-112%	-491%	66%	25%					
五洲特纸	53.6	65.2	77.4	88.3	100.5	2.7	4.4	6.5	8.4	2.4	11.3%	19.6	12.2	8.3
yoy		9%	19%	14%	14%	33%	61%	47%	29%					

注：截至2024年11月1日
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表：纸包装龙头24Q3业绩

裕同科技	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	美盈森	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	44.41	44.16	34.76	38.78	49.05	营业总收入	9.42	9.07	8.42	10.06	10.96
YoY	-9%	2%	19%	12%	10%	YoY	-13%	-19%	7%	15%	16%
归母净利润	5.54	4.53	2.19	2.78	6.17	归母净利润	0.60	0.34	0.69	0.81	0.69
YoY	2%	-3%	21%	11%	11%	YoY	46%	41%	82%	27%	14%
毛利率	28.07%	28.14%	22.09%	24.95%	27.57%	毛利率	25.38%	29.71%	28.09%	28.51%	26.82%
YoY	2.71%	1.85%	-1.63%	1.43%	-0.50%	YoY	7.19%	10.71%	4.98%	6.16%	1.44%
归母净利率	12.47%	10.25%	6.29%	7.18%	12.58%	归母净利率	6.37%	3.79%	8.25%	8.02%	6.26%
新巨丰	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	中荣股份	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	3.70	5.00	4.37	3.86	4.26	营业总收入	6.70	7.56	5.48	6.59	7.19
YoY	-13%	3%	1%	-11%	15%	YoY	1%	12%	-3%	10%	7%
归母净利润	0.32	0.59	0.53	0.33	0.39	归母净利润	0.59	0.47	0.41	0.28	0.41
YoY	-36%	23%	26%	-10%	20%	YoY	4%	-19%	-19%	-41%	-29%
毛利率	22.95%	23.69%	22.54%	23.76%	23.24%	毛利率	21.37%	18.59%	20.68%	17.03%	18.46%
YoY	4.71%	13.12%	3.57%	2.87%	0.29%	YoY	-3.11%	-2.38%	-1.82%	-4.65%	-2.91%
归母净利率	8.75%	11.74%	12.02%	8.66%	9.10%	归母净利率	8.76%	6.28%	7.54%	4.21%	5.76%

表：塑料包装龙头24Q3业绩

永新股份	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	珠海中富	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	8.74	9.00	8.35	8.16	8.89	营业总收入	3.49	1.83	2.36	3.00	2.96
YoY	2%	-2%	6%	-1%	2%	YoY	-10%	-16%	-16%	-33%	-15%
归母净利润	1.16	1.15	0.86	0.94	1.25	归母净利润	-0.18	-1.04	-0.10	-0.01	-0.19
YoY	13%	2%	11%	-5%	7%	YoY	201%	-34%	-59%	-101%	4%
毛利率	25.58%	24.25%	22.06%	22.70%	24.05%	毛利率	16.48%	24.25%	22.06%	22.70%	24.05%
YoY	2.07%	1.21%	-2.35%	-1.67%	-1.53%	YoY	-0.24%	25.21%	7.56%	-13.25%	7.57%
归母净利率	13.28%	12.78%	10.35%	11.49%	14.03%	归母净利率	-5.14%	-57.22%	-4.09%	-0.23%	-6.29%
紫江企业	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	双星新材	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	25.88	17.82	22.43	24.25	25.20	营业总收入	13.52	13.75	13.81	14.46	15.06
YoY	-2%	-24%	0%	-3%	-3%	YoY	2%	10%	8%	12.5%	11.4%
归母净利润	1.46	1.09	1.57	1.97	1.73	归母净利润	0.17	-2.13	-0.87	-0.79	-0.62
YoY	-27%	-36%	32%	6%	18%	YoY	-68%	207%	-3634%	-400%	-460%
毛利率	21.37%	19.46%	22.13%	22.16%	21.72%	毛利率	3.58%	-2.41%	1.29%	0.14%	-1.17%
YoY	0.46%	-0.83%	0.67%	-0.52%	0.35%	YoY	-8.08%	-3.06%	-2.45%	-12.96%	-4.75%
归母净利率	5.65%	6.09%	7.00%	8.14%	6.87%	归母净利率	1.27%	-15.51%	-6.33%	-5.43%	-4.09%

□ **纸包装：3C需求复苏，普遍表现较好。**根据IDC，24Q3全球智能手机出货量3.16亿部（同比+4%），连续4个季度正增长。国内智能手机出货量同比增速6-8月分别为14.3%/+28.3%/+17.7%，3C景气持续修复。

- 对应上市公司裕同科技24Q3表现优秀（24Q3收入、利润均增长10%以上），美盈森（24Q3收入同比+16%、利润同比+14%），中荣股份24Q3收入同比+7%、但利润端承压（同比-29%）。
- 展望后续，25年市场对于AI手机出货量预期乐观，有望催生类似上一轮5G换机潮的景气上行周期。

□ **塑料包装：竞争格局改善，盈利能力修复。**塑料包装下游需求稳健，同时油价走低盈利能力有所改善。

- 对应上市公司永新股份24Q3收入+2%、利润+7%、环比Q2改善，Q3观察到白牌竞争冲击有所减弱。紫江企业24Q3收入-3%但利润同比+18%，竞争对手珠海中富业务规模持续缩量。
- 展望后续，油价盈利弹性预计在Q4仍将延续，同时竞争格局的改善也有助于市场价格回暖。

- 金属包装：需求压力显著，盈利能力普遍下行。Q3金属包装下游需求压力依然明显，我国Q3啤酒产量同比下滑5.26%，对应金属包装企业收入整体依然维持下滑或基本持平水平。从盈利能力角度，Q3马口铁价格延续下降趋势，由于三片罐价格原材料联动机制，预计Q3三片罐有所降价，两片罐Q3原材料价格快速反弹，叠加需求下降规模效应减弱，两片罐盈利能力亦有压力，龙头企业盈利能力同比环比均有压力。
- 期待行业整合改善落地改善盈利能力。两片罐行业整合进行中，当前宝钢包装已退出收购，奥瑞金对中粮包装整合持续推进，若成功收购奥瑞金将成为两片罐行业绝对龙头，同时将充分增厚公司的每股利润。从产业逻辑看，收并购后行业格局大幅提升，有望优化核心区域的龙头产能布局，从而提升产业产能利用率，长期看持续优化盈利能力。

表：金属包装整合过程

	时间	事项
宝钢包装	2023.12.06	中粮包装公告长平实业要约收购公司全部已发行股份
	2024.02.19	中粮包装公告宝武收购要约获得国资委批准，国资委亦批准控股股东中国食品向要约人转让出售股份
	2024.02.23	中粮包装公告宝武收购要约获得商务部批准
	2024.04.15	中粮包装公告宝武收购要约获得发改委批准
	2024.05.17	中粮包装公告宝武收购要约获得国家外汇局与越南竞争委员会无条件反垄断许可批准
	2024.07.15	中粮包装公告宝武收购要约获得市场监管总局反垄断许可，收购要约所有先决条件已获达成。
	2024.07.30	中粮包装公告宝武收购要约进入要约接纳阶段，首个截止日期为9月3日
	2024.09.03	中粮包装公告首个截止日期，宝武集团未能取得50%股东接纳，相关收购要约失效
奥瑞金	2023.12.12	发布公告，正在筹划以现金方式收购中粮包装全部已发行股份
	2024.06.07	发布重大资产购买预案，正式提出现金要约收购中粮包装所有已发行股份
	2024.08.28	收购要约获得新西兰商业委员会通过
	2024.08.29	收购要约获得国家市场监督管理总局通过

表：金属包装龙头业绩

昇兴股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	奥瑞金	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	宝钢包装	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	华源控股	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	19.23	16.76	15.45	17.74	营业总收入	31.36	35.51	36.54	36.51	营业总收入	19.44	19.82	20.19	21.60	营业总收入	6.21	5.81	6.51	6.47
YoY	17%	9%	-15%	-3%	YoY	-2%	6%	-3%	2%	YoY	-16%	13%	-1%	7%	YoY	13%	9%	6%	1%
归母净利润	0.58	1.22	1.12	1.10	归母净利润	0.68	2.79	2.69	2.13	归母净利润	0.16	0.56	0.38	0.64	归母净利润	-0.15	0.19	0.23	0.17
YoY	1368%	128%	7%	-6%	YoY	214%	33%	6%	-13%	YoY	-71%	-9%	-43%	-15%	YoY	-57%	840%	191%	21%
毛利率	16.88%	14.03%	15.47%	13.66%	毛利率	12.36%	18.26%	17.39%	16.27%	毛利率	7.67%	8.38%	7.48%	9.19%	毛利率	17.51%	14.66%	15.30%	12.15%
YoY	7.97%	3.34%	3.56%	-0.02%	YoY	4.36%	3.41%	0.49%	-0.08%	YoY	0.27%	-0.43%	-2.00%	-0.84%	YoY	3.07%	1.57%	2.16%	-1.42%
英联股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	嘉美包装	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	中锐股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3					
营业总收入	4.26	4.60	5.14	5.15	营业总收入	9.44	7.27	6.50	7.03	营业总收入	2.31	1.66	1.49	1.44					
YoY	-14%	10%	9%	20%	YoY	1%	-9%	2%	-9%	YoY	5%	12%	-4%	-18%					
归母净利润	0.10	0.01	0.04	-0.03	归母净利润	0.95	0.48	0.09	0.17	归母净利润	-1.20	-0.45	-0.16	-0.22					
YoY	-129%	-136%	-47%	-526%	YoY	487%	101%	176%	-47%	YoY	-83%	207%	32%	54%					
毛利率	9.13%	11.85%	10.34%	10.17%	毛利率	21.45%	16.37%	11.48%	11.28%	毛利率	25.17%	17.67%	16.61%	13.29%					
YoY	4.75%	0.60%	-4.95%	-1.31%	YoY	10.34%	5.46%	-0.41%	-1.50%	YoY	-0.15%	2.25%	-0.05%	-6.55%					

资料来源：Wind，浙商证券研究所

- 复盘24Q3板块表现：价盘压力下消费企业普遍降速，百亚独秀、公牛稳健。（1）文化用品：创源股份增收不增利，其余标的均环比降速。（2）娱乐用品：娱乐用品公司收入增速波动大，且普遍亏损或微利。（3）个护板块：百亚股份收入增长亮眼，盈利受费用前置影响成长慢于收入增速。依依股份表现亮眼。两面针盈利主要受非经常性损益影响，24Q3扣非后同比-17%。

表：必选消费企业24Q3业绩

板块	公司	24Q1-3收入同比	24Q1-3利润同比	24Q3收入同比	24Q3利润同比	历史5年PE分位	2024Q1-3 ROE
文化用品	广博股份	-1.45%	-11.41%	-0.10%	-44.04%	18.82	10.80%
	齐心集团	8.20%	6.89%	2.78%	-5.79%	77.10	5.05%
	创源股份	38.33%	-10.46%	62.64%	-9.22%	29.37	7.22%
	明月镜片	3.61%	11.91%	0.64%	13.57%	9.65	8.59%
	晨光股份	7.91%	-6.63%	2.78%	-20.62%	6.02	12.43%
娱乐用品	源飞宠物	27.29%	14.76%	28.59%	19.14%	18.27	9.59%
	浙江正特	10.69%	-6.55%	37.76%	-69.15%	100.00	2.87%
	三柏硕	37.66%	70.85%	28.77%	-33.50%	-	1.98%
	通达创智	23.66%	3.60%	29.66%	-17.17%	35.35	5.94%
	珠江钢琴	-41.60%	-2230.45%	-39.11%	-244.17%	-	-3.80%
	英派斯	36.09%	20.18%	23.16%	1.62%	23.27	5.97%
	金陵体育	-19.89%	-41.96%	-28.29%	-65.44%	10.97	2.67%
	天元宠物	33.10%	4.34%	49.15%	7.62%	85.14	2.85%
	浙江自然	17.74%	21.81%	34.88%	372.43%	0.71	8.39%
	舒华体育	-1.47%	-10.65%	2.38%	-9.00%	6.72	3.97%
个护用品	依依股份	33.43%	72.72%	40.68%	31.40%	12.05	8.43%
	登康口腔	4.12%	9.54%	1.56%	9.17%	49.87	8.37%
	中顺洁柔	-12.72%	-67.61%	-9.54%	-142.01%	66.25	0.98%
	名臣健康	-24.44%	-41.66%	-30.22%	-45.02%	100.00	11.50%
	百亚股份	57.51%	30.77%	50.64%	16.10%	63.04	17.12%
	延江股份	9.68%	8.71%	7.36%	-30.35%	78.29	2.42%
	可靠股份	-2.19%	-18.87%	9.86%	-121.52%	78.55	1.62%
	洁雅股份	-8.79%	-62.94%	-26.74%	-71.57%	100.00	1.87%
	两面针	17.26%	116.51%	7.04%	131.40%	0.16	3.90%
	倍加洁	23.09%	-29.35%	13.71%	-61.78%	73.76	3.53%
	诺邦股份	15.47%	27.83%	13.41%	6.60%	36.72	5.08%
	豪悦护理	-1.62%	-5.06%	1.45%	-9.05%	22.82	9.19%

- 需求疲弱下降价促销仍为压制消费企业收入增长的重要因素。根据第三方平台数据，轻工消费主要品类于线上平台成交均价整体呈现波动下滑趋势，消费者追求质价比+品牌商低价促销趋势凸显。截至2024年9月，轻工主要消费品类如宠物食品、经期护理、婴儿护理、成人失禁、口腔护理、衣物清洁板块销售均价同比分别-11%/ -14%/ -24%/ -4%/ -10%/ -12%。

表：不同消费品类线上销售情况

品类名称		2023.07	2023.08	2023.09	2023.10	2023.11	2023.12	2023A	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06	2024.07	2024.08	2024.09	2024M1~9
宠物食品	销售额（百万元）	838.96	1044.10	1033.13	1708.56	1533.18	1002.44	13824.10	1067.18	771.54	987.95	1132.15	1632.83	1408.98	947.80	1110.11	1303.87	10362.41
	yoy	14%	9%	4%	0%	2%	-16%	7%	24%	-4%	-14%	2%	18%	4%	13%	6%	26%	8%
	销售量（百万件）	11.44	14.14	13.71	17.12	15.56	13.86	158.94	14.04	10.82	14.27	14.21	18.67	17.21	14.17	15.70	17.21	136.29
	yoy	11%	15%	8%	3%	-5%	8%	5%	50%	5%	16%	22%	28%	16%	24%	11%	26%	21%
	均价（元/件）	73.32	73.86	75.35	99.82	98.53	72.32	86.98	76.02	71.31	69.26	79.66	87.48	81.85	66.89	70.72	75.74	76.03
经期护理	销售额（百万元）	294.74	435.75	494.13	1076.90	825.60	379.96	6644.91	272.00	391.42	622.57	405.32	832.37	717.11	434.07	485.64	665.27	4825.78
	yoy	-15%	-10%	-5%	-12%	-15%	-7%	-6%	-6%	-4%	8%	5%	12%	-2%	47%	11%	35%	11%
	销售量（百万件）	9.79	13.45	12.26	22.35	18.76	12.46	162.87	9.80	14.02	17.69	11.33	19.88	18.61	14.35	16.83	17.32	139.84
	yoy	-1%	6%	-8%	-9%	-16%	1%	-6%	23%	31%	23%	19%	35%	13%	47%	25%	41%	28%
	均价（元/件）	30.11	32.40	40.31	48.18	44.01	30.49	40.80	27.75	27.91	35.20	35.77	41.87	38.53	30.25	28.85	38.42	34.51
婴儿护理	销售额（百万元）	635.43	763.43	1012.84	1310.53	1102.21	744.54	11935.64	857.11	708.27	791.71	877.48	1421.95	1083.05	647.42	724.88	949.83	8061.71
	yoy	-6%	-11%	10%	-36%	-22%	-32%	-15%	5%	-8%	-25%	-23%	3%	-10%	2%	-5%	-6%	-8%
	销售量（百万件）	8.90	10.61	10.46	14.95	13.12	11.60	131.93	10.38	10.26	12.88	12.66	17.63	14.44	10.02	11.55	12.12	111.95
	yoy	14%	17%	10%	8%	-3%	0%	-2%	52%	16%	18%	20%	42%	14%	13%	9%	16%	21%
	均价（元/件）	71.40	71.99	96.87	87.69	84.03	64.17	90.47	82.56	69.04	61.46	69.29	80.67	75.01	64.62	62.76	78.34	72.01
成人失禁	销售额（百万元）	52.40	60.57	66.45	76.18	87.56	64.27	857.36	62.51	48.11	62.01	67.37	86.52	82.15	59.26	63.44	68.09	599.46
	yoy	-17%	-20%	-9%	-18%	-24%	-34%	-10%	-31%	-14%	-10%	-4%	8%	-3%	-2%	-5%	-11%	-5%
	销售量（百万件）	0.88	1.04	1.01	1.18	1.27	1.12	13.20	1.01	0.84	1.01	1.02	1.35	1.26	0.93	1.05	1.07	9.55
	yoy	-14%	-10%	-13%	-18%	-28%	-28%	-14%	-26%	-9%	-3%	0%	23%	2%	6%	1%	6%	-1%
	均价（元/件）	59.26	58.08	66.05	64.56	68.87	57.24	64.97	61.92	56.95	61.51	65.74	64.23	64.96	63.38	60.31	63.80	62.75
口腔护理	销售额（百万元）	650.36	900.24	827.58	1136.26	1166.69	714.31	10627.33	613.27	719.37	828.98	755.15	1296.06	929.01	592.15	762.74	785.44	7282.18
	yoy	-11%	-5%	-8%	-17%	-14%	-16%	-15%	-7%	-14%	1%	-4%	24%	-14%	-9%	-15%	-5%	-4%
	销售量（百万件）	14.69	18.34	16.59	21.43	22.26	17.22	214.10	14.96	16.97	18.72	17.13	26.39	20.07	14.44	17.06	16.88	162.63
	yoy	-10%	-8%	-16%	-11%	-17%	-1%	-13%	19%	-1%	9%	7%	34%	-4%	-2%	-7%	2%	6%
	均价（元/件）	44.26	49.08	49.89	53.03	52.41	41.47	49.64	40.99	42.39	44.28	44.09	49.11	46.28	40.99	44.70	46.53	44.78
衣物清洁	销售额（百万元）	562.97	702.39	905.19	1257.43	1147.88	628.69	10149.28	464.60	519.96	671.68	803.46	1099.83	1006.60	631.54	703.53	870.54	6771.75
	yoy	-16%	-18%	-3%	-21%	-18%	-19%	-12%	-3%	-31%	-18%	3%	10%	-10%	12%	0%	-4%	-5%
	销售量（百万件）	15.76	19.00	19.48	27.45	26.19	17.89	240.09	13.39	14.32	18.46	20.72	26.28	23.52	18.10	21.76	25.04	181.58
	yoy	-9%	-8%	-12%	-8%	-13%	0%	-9%	19%	-21%	-10%	16%	13%	0%	15%	15%	29%	8%
	均价（元/件）	35.72	36.97	46.47	45.81	43.84	35.15	42.27	34.71	36.30	36.39	38.77	41.86	42.80	34.90	32.34	34.77	37.29
	销售额（百万元）	562.97	702.39	905.19	1257.43	1147.88	628.69	10149.28	464.60	519.96	671.68	803.46	1099.83	1006.60	631.54	703.53	870.54	6771.75
	yoy	-16%	-18%	-3%	-21%	-18%	-19%	-12%	-3%	-31%	-18%	3%	10%	-10%	12%	0%	-4%	-5%
	销售量（百万件）	15.76	19.00	19.48	27.45	26.19	17.89	240.09	13.39	14.32	18.46	20.72	26.28	23.52	18.10	21.76	25.04	181.58
	yoy	-9%	-8%	-12%	-8%	-13%	0%	-9%	19%	-21%	-10%	16%	13%	0%	15%	15%	29%	8%
	均价（元/件）	35.72	36.97	46.47	45.81	43.84	35.15	42.27	34.71	36.30	36.39	38.77	41.86	42.80	34.90	32.34	34.77	37.29
	销售额（百万元）	562.97	702.39	905.19	1257.43	1147.88	628.69	10149.28	464.60	519.96	671.68	803.46	1099.83	1006.60	631.54	703.53	870.54	6771.75
	yoy	-16%	-18%	-3%	-21%	-18%	-19%	-12%	-3%	-31%	-18%	3%	10%	-10%	12%	0%	-4%	-5%
	销售量（百万件）	15.76	19.00	19.48	27.45	26.19	17.89	240.09	13.39	14.32	18.46	20.72	26.28	23.52	18.10	21.76	25.04	181.58
	yoy	-9%	-8%	-12%	-8%	-13%	0%	-9%	19%	-21%	-10%	16%	13%	0%	15%	15%	29%	8%
	均价（元/件）	35.72	36.97	46.47	45.81	43.84	35.15	42.27	34.71	36.30	36.39	38.77	41.86	42.80	34.90	32.34	34.77	37.29

百亚为轻工必选消费板块中，唯一仍兑现超预期收入增长标的。24Q3公司外围扩张（24Q3+91%）及电商增长（24Q3+97%）均仍超预期。同时依托益生菌&益生菌Pro强产品力有效对冲行业消费降级压力，至Q3末益生菌占比45%，益生菌Pro占比约6%（仅试销2个月），推动毛利率同比+4.2pct至55.8%。净利率则受双十一相关费用前置+配合新品推广相关推新投入加大+租赁工厂费用等影响短期拉低，看好Q4改善。中长期来看，头部企业份额下滑给予百亚份额弯道超车空间，看好公司在全国化扩张加速下持续兑现优异成长，持续重点推荐。

归因其余标的普遍降速或低于预期原因：消费降级压力下企业均价下滑/高价品动销不力。例如豪悦护理受制于均价下行收入增长趋缓、晨光受制于低单值&低毛利率产品销售占比提升收入及盈利承压；公牛转换器、明月等坚守价盘，但在消费降级压力下动销不力，同样增长趋缓。

百亚股份	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	5.23	4.27	5.26	6.68	7.65	7.67	7.93
YoY	21%	39%	35%	38%	46%	80%	51%
归母净利润	0.80	0.52	0.51	0.56	1.03	0.77	0.59
YoY	45%	125%	6%	-9%	28%	49%	16%
毛利率	46.86%	48.45%	51.60%	53.20%	54.36%	54.44%	55.80%
YoY	2.10%	7.37%	5.23%	6.24%	7.51%	5.98%	4.20%
净利率	15.39%	12.08%	9.63%	8.36%	13.41%	10.05%	7.42%
YoY	2.58%	4.60%	-2.57%	-4.27%	-1.97%	-2.03%	-2.21%
销售费用率	22.83%	25.91%	34.20%	38.77%	34.42%	36.14%	41.51%
经营性现金流	1.10	0.77	0.25	1.20	0.98	0.93	0.31
同比增减	0.92	0.44	(0.74)	0.36	(0.12)	0.17	0.07
应收账款	1.64	1.39	1.72	1.67	2.25	2.02	2.22
同比增减	(0.42)	0.15	0.33	(0.01)	0.62	0.63	0.50
存货	1.52	1.20	1.20	1.73	1.76	1.69	1.79
同比增减	0.14	(0.05)	(0.03)	(0.05)	0.24	0.49	0.60
ROE	6.09%	3.92%	3.88%	4.11%	7.13%	5.45%	4.30%

登康口腔	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	3.43	3.24	3.44	3.65	3.61	3.43	3.50
YoY	11%	8%	-6%	8%	5%	6%	2%
归母净利润	0.32	0.34	0.42	0.34	0.37	0.35	0.46
YoY	14%	13%	-13%	17%	16%	4%	9%
毛利率	41.26%	44.42%	46.88%	43.89%	48.43%	45.36%	53.92%
YoY	0.58%	1.54%	6.04%	6.03%	7.17%	0.94%	7.04%
净利率	9.42%	10.39%	12.11%	9.23%	10.35%	10.25%	13.01%
YoY	0.24%	0.53%	-0.94%	0.68%	0.93%	-0.15%	0.91%
销售费用率	23.05%	29.49%	26.31%	33.22%	31.74%	28.50%	33.51%
管理+研发费用率	7.20%	7.83%	7.93%	8.85%	7.42%	7.90%	8.18%
财务费用率	-0.51%	-2.01%	-1.15%	-1.27%	-0.98%	-0.78%	-0.53%
经营性现金流	0.04	0.29	0.63	0.56	0.48	0.05	1.07
同比增减	0.51	(0.38)	0.51	0.03	0.44	(0.23)	0.44
应收账款	0.39	0.44	0.33	0.33	0.42	0.31	0.26
同比增减	0.39	0.11	0.33	(0.07)	0.02	(0.12)	(0.07)
存货	2.15	1.91	1.80	1.89	2.15	2.38	2.44
同比增减	2.15	(0.18)	1.80	(0.08)	0.00	0.47	0.64
ROE	3.32%	2.47%	3.09%	2.42%	2.62%	2.50%	3.28%

公牛集团	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	33.34	42.58	40.14	40.88	38.03	45.83	42.17
YoY	8%	13%	10%	13%	14%	8%	5%
归母净利润	7.36	10.86	9.91	10.57	9.29	13.09	10.25
YoY	15%	25%	16%	28%	26%	21%	3%
毛利率	37.15%	43.15%	44.65%	46.77%	42.16%	43.59%	43.47%
YoY	2.68%	6.01%	5.71%	5.79%	5.01%	0.44%	-1.18%
净利率	22.06%	25.47%	24.67%	25.77%	24.46%	28.52%	24.31%
YoY	1.26%	2.43%	1.26%	2.83%	2.40%	3.05%	-0.37%
销售费用率	6.37%	7.40%	6.45%	6.95%	7.42%	8.49%	9.19%
管理+研发费用率	7.85%	6.63%	8.12%	10.51%	8.73%	7.38%	7.91%
财务费用率	-0.64%	-0.76%	-0.72%	-0.62%	-0.70%	-0.73%	-0.63%
经营性现金流	14.39	15.40	10.41	8.07	15.19	8.42	6.54
同比增减	10.06	8.29	2.05	(2.70)	0.80	(6.98)	(3.87)
应收账款	2.19	1.61	1.71	2.65	3.32	2.67	3.03
同比增减	(0.38)	(0.88)	(0.35)	0.38	1.13	1.06	1.32
存货	9.71	10.59	10.99	14.21	12.83	13.58	13.21
同比增减	(2.63)	(3.68)	(2.47)	1.36	3.12	2.99	2.21
ROE	5.76%	8.53%	7.72%	7.60%	6.22%	8.98%	7.17%

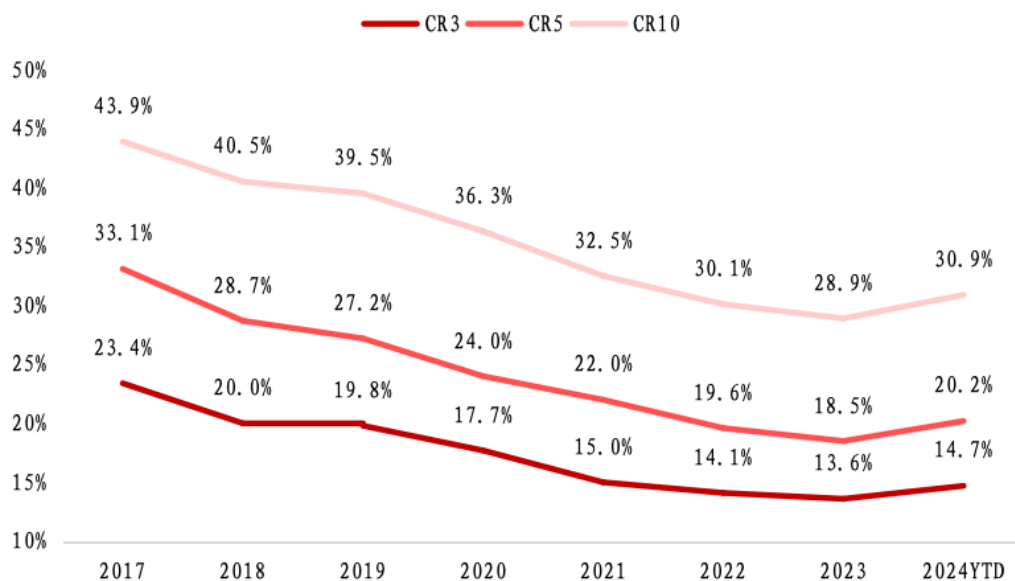
明月镜片	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	1.72	1.94	1.97	1.86	1.92	1.93	1.98
YoY	26%	29%	6%	17%	12%	-1%	1%
归母净利润	0.35	0.45	0.42	0.35	0.42	0.47	0.48
YoY	59%	50%	21%	-28%	20%	4%	14%
毛利率	56.13%	57.17%	60.20%	56.60%	58.07%	60.72%	59.10%
YoY	2.04%	4.29%	4.76%	3.20%	1.94%	3.56%	-1.10%
净利率	22.09%	25.22%	23.53%	21.28%	23.14%	25.70%	25.66%
YoY	4.24%	2.92%	1.02%	-9.82%	1.05%	0.48%	2.13%
销售费用率	19.27%	17.56%	23.00%	18.80%	18.68%	19.54%	18.58%
管理+研发费用率	13.23%	12.18%	13.41%	18.32%	15.91%	14.90%	14.30%
财务费用率	-1.92%	-1.55%	-1.43%	4.70%	0.12%	-0.06%	0.04%
经营性现金流	0.31	0.63	0.49	0.66	0.22	0.49	0.67
同比增减	0.22	0.12	0.20	0.09	(0.10)	(0.14)	0.18
应收账款	1.48	1.60	1.64	1.24	1.79	1.68	1.55
同比增减	0.22	0.32	0.33	0.11	0.31	0.08	(0.09)
存货	0.81	0.75	0.80	0.76	0.76	0.88	0.86
同比增减	(0.27)	(0.36)	(0.30)	(0.14)	(0.05)	0.13	0.06
ROE	2.36%	2.99%	2.76%	2.26%	2.68%	2.94%	2.99%

晨光股份	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	48.82	50.79	58.99	74.92	54.85	55.66	60.63
YoY	15%	21%	11%	20%	12%	10%	3%
归母净利润	3.34	2.71	4.90	4.33	3.80	2.53	3.89
YoY	21%	7%	20%	25%	14%	-7%	-21%
毛利率	19.68%	19.36%	21.86%	15.63%	20.17%	18.66%	20.46%
YoY	-2.03%	0.08%	0.97%	-0.91%	0.49%	-0.70%	-1.40%
净利率	7.49%	5.72%	8.67%	6.35%	7.36%	4.76%	6.58%
YoY	0.73%	-0.50%	0.54%	0.34%	-0.13%	-0.96%	-2.09%
销售费用率	6.98%	7.33%	6.99%	5.67%	7.41%	7.28%	7.90%
管理+研发费用率	4.92%	5.19%	4.96%	2.65%	4.82%	5.45%	4.89%
财务费用率	-0.11%	-0.49%	-0.19%	-0.17%	-0.26%	-0.19%	-0.03%
经营性现金流	1.35	5.41	6.71	12.69	0.68	6.66	6.87
同比增减	1.31	3.08	(0.27)	8.53	(0.67)	1.25	0.16
应收账款	30.49	35.90	37.27	35.87	36.37	42.60	40.95
同比增减	9.05	8.97	8.29	6.31	5.89	6.70	3.69
存货	14.32	13.88	13.10	15.78	14.71	15.33	13.97
同比增减	(1.29)	(1.86)	(1.69)	(0.47)	0.39	1.45	0.86
ROE	4.77%	3.84%	6.79%	5.66%	4.74%	3.08%	4.62%

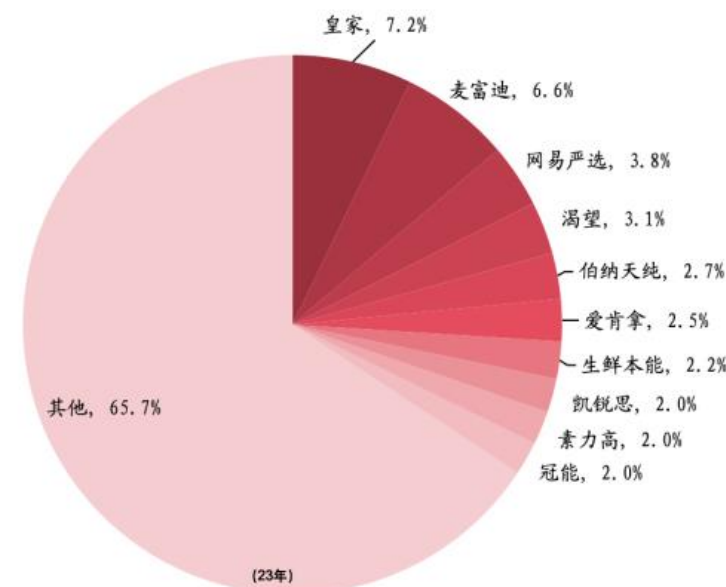
豪悦护理	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	6.32	7.25	7.18	6.82	6.40	6.73	7.28
YoY	23%	-5%	1%	-17%	1%	-7%	1%
归母净利润	0.79	1.20	1.10	1.28	0.86	1.08	1.00
YoY	45%	13%	9%	-20%	8%	-10%	-9%
毛利率	23.06%	28.08%	27.21%	29.04%	27.71%	30.30%	27.01%
YoY	0.89%	5.21%	4.89%	4.29%	4.65%	2.23%	-0.20%
净利率	12.56%	16.60%	15.39%	18.83%	13.40%	16.08%	13.79%
YoY	1.90%	2.68%	1.07%	-0.81%	0.84%	-0.52%	-1.59%
销售费用率	4.19%	4.55%	4.06%	7.10%	7.47%	6.92%	6.22%
管理+研发费用率	6.89%	6.31%	6.49%	5.02%	6.30%	7.05%	6.58%
财务费用率	-2.07%	-2.18%	-1.74%	-1.66%	-2.17%	-1.20%	-0.80%
经营性现金流	0.09	3.06	1.44	3.26	-0.94	2.09	1.35
同比增减	(0.48)	1.94	0.10	0.37	(1.03)	(0.97)	(0.09)
应收账款	2.11	1.82	2.70	0.70	2.20	1.49	1.99
同比增减	0.19	(1.36)	(0.05)	(1.70)	0.09	(0.33)	(0.71)
存货	3.35	2.53	2.41	2.77	2.63	2.91	2.94
同比增减	0.47	(0.39)	(0.82)	(0.28)	(0.72)	0.38	0.53
ROE	2.60%	3.88%	3.57%	4.08%	2.63%	3.29%	3.10%

行业增速放缓&一级市场融资难度加大背景下，集中度开始提升。宠物食品行业线上品牌集中度经过逐年下降后仍处于低位，2023年线上龙头品牌仅7%左右，品牌CR10为34.3%，品牌CR20不到50%，竞争十分激烈。但排名前列的国产品牌数量和份额均在上升，2023年前十名的国产品牌占据4席，市占率和为15.2%；前二十名的国产品牌占据13席，市占率和为28.8%。从24年看，随着近年融资难度加大，行业新增品牌显著减少，行业竞争压力减弱，格局开始展现集中趋势。根据《2012-2022中国宠物创业投资数据分析报告》，2019-2021年中国新经济宠食行业创业活跃度显著收缩，新成立创业公司数量大幅减少。

图：天猫宠物食品品牌竞争格局变化（2017年-2024年）



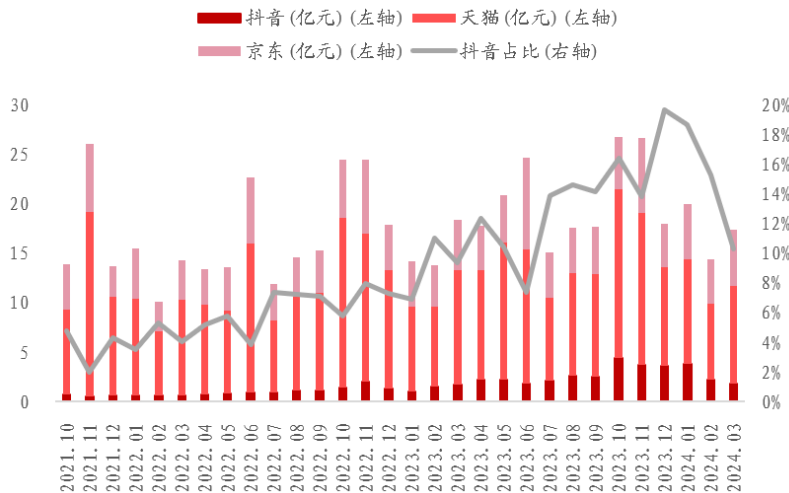
图：2023年宠食天猫线上品牌TOP10



内容电商兴起。由于平台前期带来了巨大的流量，商家可以采用在短视频中穿插产品推广以及直播带货的模式，区别于传统天猫、京东这类需要消费者主动搜索商品、咨询卖家，抖音可以做到更快、更全面、更清晰地将产品“主动”地介绍到消费者手中。随着消费者购物习惯的变化和技术的发展，抖音等社交媒体平台可能会成为电商的主要战场，网购结构将向内容电商倾斜。

强内容产出能力企业在抖音形成显著优势，进一步拉开与中长尾品牌距离，推动行业份额提升。宠物食品行业仍是成长性突出的行业，新养宠人群的获取与用户心智培育极为重要，根据抖音流量分发机制，乖宝亦在抖音持续输出海量内容帮助公司实现人群扩张与用户心智培育，麦富迪24年上半年推出了3.9万个视频，曝光量超7.04亿，远超行业第二喵梵思等品牌。保证基础内容后，公司强品牌力支撑了用户转化，从而实现平台利润率稳定。视频产出方面，公司组织架构包括强营销中台为高效内容产出赋能，24H1公司3.9万个视频中，种草视频占比高且种草视频中70%以上为公司自己制作的视频，减少与达人的合作维持稳定利润率水平，对比看蓝氏高曝光量、互动量但关联视频较少，主要为与头部达人合作的视频。

图：宠物食品线上销售数据

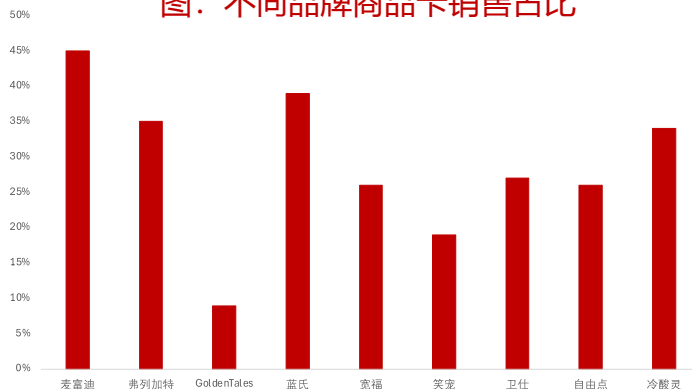


资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：7月抖音宠物TOP10品牌

	销售额 (万元)	销量 (万)	带货商品	带货视频	带货直播	带货达人
麦富迪	4503.6	100.8	1239	6206	1.2万	2657
GoldenTales	2137	14.4	34	17	118	7
普安特	1561.4	41.6	151	520	3334	373
派迪诺	1499.7	39.6	137	3862	2978	1299
弗列加特	1355.5	33.7	296	873	3305	633
蓝氏	1275.6	33.2	130	671	2798	420
比亿奇	1239.8	57.5	29	1773	4164	1215
宽福	1199.9	19.3	403	912	2045	680
笑宠	1118.4	35.9	88	224	1696	253
卫仕	1101.2	9.9	356	646	2115	345

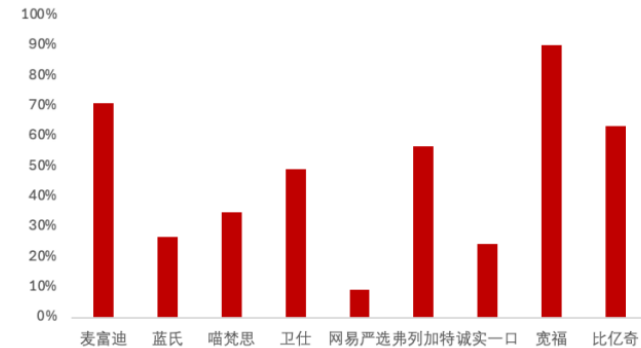
图：不同品牌商品卡销售占比



图：24H1抖音头部品牌的曝光率视频投入情况

	曝光量	互动量	关联视频	平均搜索指数
麦富迪	7.04亿	1651.4万	3.9万	5912
喵梵思	5211.8万	353.2万	633	2257
卫仕	2.83亿	808万	4625	1689
蓝氏	9.16亿	4672.1万	3534	5510
网易严选	1.56亿	276.5万	7971	294
弗列加特	3.19亿	1448万	4791	2011
诚实一口	3.5亿	1987万	7675	2943
宽福	1.55亿	511.2万	5873	0
比亿奇	2.14亿	345.9万	9586	694

图：24H1不同品牌自营种草视频占比



图：宠物品牌线上销售

内销赛道景气延续，龙头品牌侧均维持25%+增长。我们跟踪看Q3乖宝、中宠、佩蒂旗下主要品牌增速均维持25%+增长，其中顽皮由于线下渠道占比高拖累线上数据表现，但在品牌调整结束后顽皮品牌开始迎来边际修复。

双十一增长预期提速，全年目标均将完成。从双十一表现看，我们跟踪抖音渠道截至10.28日，乖宝两大品牌GMV 9265万元，而23年双十一7482万元，同比增速24%；中宠顽皮+领先GMV1596万元，23年为979万元，同比增速63%；佩蒂爵宴+好适嘉GMV254万元，23年为252万元，同比略增。考虑双十一仍有10天左右销售期，预计龙头企业均将完成24年股权激励与预设目标。

外销非美区域占比偏高，海外工厂储备丰富，盈利能力维持稳健。从出口业务看，宠物外销中欧市场贡献亦较明显，对应Q3汇兑影响整体相对有限，此外代工龙头企业中宠、佩蒂、乖宝海外工厂布局充分，将有效应对关税风险。

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
销售额YoY								
麦富迪 Myfoodie	天猫+京东+抖音	34.7%	38.8%	30.3%	8.1%	15.7%	8.1%	27.9%
	天猫	5.5%	17.2%	0.7%	-11.1%	1.7%	9.6%	26.7%
	京东	38.0%	40.6%	34.6%	5.9%	10.7%	-5.1%	36.4%
	抖音	199.2%	99.5%	92.1%	70.4%	53.5%	24.4%	20.4%
弗列加特 Fregate	天猫+京东+抖音	276.9%	251.7%	179.3%	144.9%	185.6%	140.7%	118.0%
	天猫	201.8%	191.5%	159.6%	132.5%	162.3%	203.8%	196.9%
	京东	437.6%	271.0%	160.3%	102.0%	208.2%	68.5%	69.3%
	抖音	348.5%	330.6%	202.8%	187.7%	203.8%	113.8%	76.6%
爵宴 Meatyway	天猫+京东+抖音	338.4%	154.3%	176.9%	28.0%	43.3%	23.1%	23.5%
	天猫	581.8%	105.3%	152.8%	1.9%	7.1%	29.6%	17.4%
	京东	238.0%	323.1%	194.8%	129.2%	107.5%	61.7%	125.9%
	抖音	24.5%	418.2%	222.2%	293.5%	190.7%	-57.8%	-69.5%
顽皮 Wanpy	天猫+京东+抖音	23.9%	-0.8%	-17.7%	-36.8%	-25.3%	-0.8%	19.3%
	天猫	13.5%	-10.5%	-29.1%	-46.3%	-30.1%	0.8%	13.9%
	京东	26.6%	4.4%	-3.4%	-28.7%	-29.8%	-17.8%	28.8%
	抖音	178.8%	104.4%	22.0%	12.9%	24.8%	48.5%	20.4%
皇家 Royal Canin	天猫+京东+抖音	7.5%	38.7%	17.2%	1.3%	20.6%	13.8%	40.2%
	天猫	2.1%	17.8%	4.3%	-8.6%	15.0%	24.9%	23.7%
	京东	10.3%	58.5%	29.3%	10.8%	22.8%	-0.9%	49.7%
	抖音	12101%	6905.8%	237.2%	152.0%	150.2%	294.7%	206.3%
爱肯拿 Acana	天猫+京东+抖音	-19.3%	39.6%	20.5%	-21.2%	-24.7%	0.6%	26.5%
	天猫	-11.4%	37.1%	3.8%	-25.7%	-37.8%	-1.5%	32.9%
	京东	-40.0%	19.9%	31.7%	-20.7%	-4.7%	-2.1%	8.7%
	抖音	484.0%	474.7%	97.6%	36.2%	10.3%	26.4%	82.9%
比乐 Bile	天猫+京东+抖音	-3.2%	15.9%	20.5%	17.1%	25.4%	-10.1%	10.0%
	天猫	-10.2%	0.4%	-1.0%	-4.6%	-5.4%	-33.4%	-6.7%
	京东	9.0%	26.0%	3.8%	-2.7%	24.7%	17.6%	44.6%
	抖音	1046.4%	2623.8%	1275.7%	1306.0%	651.3%	104.4%	35.9%
鲜朗	天猫+京东+抖音	167.0%	185.3%	78.9%	28.9%	94.8%	110.6%	136.3%
	天猫	142.0%	157.8%	41.8%	-3.2%	44.5%	59.8%	66.9%
	京东	306.0%	314.2%	320.4%	187.7%	217.1%	176.2%	184.5%
	抖音	1303.4%	13637%	4675.2%	1173.6%	953.9%	1304.5%	994.4%

乖宝宠物：内销规模效应显现，盈利能力持续向上。公司产品力品牌力突出，推动自有品牌与代工业务稳健增长，且随着自主品牌占比提升，盈利能力持续优化，拆分看：1) 内销：产品结构化升级持续推进，预计实现20%-30%增长，根据久谦数据，弗列加特Q3天猫增长195%，麦富迪增长32%，持续超越大盘，推动份额提升。此外内销代工我们预计24年增量贡献亦较明显。2) 外销：随着海外去库存完成与基数提升，我们预计增速相比Q2有所放缓，预计在10%左右，利润率表现较稳健。

中宠股份：外销客户拓展超预期，自主品牌修复。1) 内销：依托强大的自有产能和精准的市场营销策略，公司旗下三大核心自主品牌wanpy 顽皮、新西兰 ZEAL 真致、Toptrees 领先三季度持续稳健增长。其中顽皮品牌调整落地，增长有望持续提速，Zeal 0号罐、风干粮产品表现良好，Toptrees与甄嬛传联名进一步扩大了品牌影响力。整体看，品牌侧延续了强增长动能。2) 出口：随着出行条件改善，公司持续加大市场拓展力度，24年逐步进入释放期，我们预计Q3出口业务实现约20%增长。3) 海外子公司：伴随美国工厂技改完成，加拿大工厂产能利用率持续提升，公司海外子公司持续贡献业绩增量，当前公司计划在美国建设第二工厂，目前该项目正常推进中，项目建成达产后将实现12000吨的产能，随着产能扩建完毕海外子公司有望推动公司境外业务进一步增长。

表：宠物企业24Q3业绩

乖宝宠物	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	中宠股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	佩蒂股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	12.15	10.97	13.29	12.45	营业总收入	10.35	8.78	10.78	12.32	营业总收入	4.95	3.84	4.61	4.77
YoY	34%	21%	14%	19%	YoY	28%	24%	8%	19%	YoY	31%	142%	38%	13%
归母净利润	1.14	1.48	1.60	1.62	归母净利润	0.56	0.56	0.86	1.40	归母净利润	0.18	0.42	0.56	0.57
YoY	129%	74%	33%	33%	YoY	-749%	259%	7%	147%	YoY	-159%	-210%	-1316%	320%
毛利率	39.59%	41.14%	42.80%	42.80%	毛利率	27.40%	27.85%	28.08%	26.89%	毛利率	24.00%	24.36%	28.02%	30.95%
YoY	4.58%	6.94%	8.59%	8.59%	YoY	6.37%	3.49%	0.78%	-0.52%	YoY	10.87%	10.32%	11.90%	12.54%
天元宠物	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	依依股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	源飞宠物	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	5.08	5.04	7.49	7.82	营业总收入	3.51	3.84	4.29	5.03	营业总收入	2.60	2.46	2.99	3.87
YoY	35%	18%	30%	49%	YoY	-6%	35%	20%	43%	YoY	53%	31%	23%	29%
归母净利润	0.25	0.14	0.17	0.23	归母净利润	0.16	0.42	0.53	0.56	归母净利润	0.22	0.37	0.37	1.37
YoY	-27%	3%	1%	8%	YoY	-33%	-1975%	25%	251%	YoY	8%	73%	-16%	257%
毛利率	18.23%	16.74%	15.91%	17.63%	毛利率	18.64%	18.22%	19.47%	20.67%	毛利率	21.42%	22.47%	22.41%	22.73%
YoY	-9.48%	-0.07%	-0.42%	-2.05%	YoY	3.26%	11.22%	-2.39%	2.03%	YoY	-2.74%	-1.26%	1.52%	-0.04%

复盘出口链Q3：出口龙头强者恒强，如**匠心家居、嘉益股份、永艺股份、欧圣电气**等龙头企业通过制造、品牌、供应链等优势延续收入高增，利润端由于Q3人民币普遍升值，出口出海整体业绩压力明显，但龙头企业通过产品结构升级、规模效应、向C端提价等等充分应对压力，利润端维持稳健增长。整体看，Q3业绩龙头优势明显，强者恒强，展望Q4及25年，持续推荐制造出海与消费出海两大链条中的龙头企业。

海象新材	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	匠心家居	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	永艺股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	乐歌股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	3.43	3.01	3.86	3.40	营业总收入	4.67	5.59	6.48	6.42	营业总收入	10.38	8.57	11.95	13.38	营业总收入	12.16	11.22	13.06	15.48
YoY	-26%	-30%	-21%	2%	YoY	32%	31%	25%	26%	YoY	20%	23%	42%	39%	YoY	36%	41%	48%	54%
归母净利润	-0.93	0.11	-0.06	-0.04	归母净利润	0.85	1.21	1.64	1.46	归母净利润	0.87	0.43	0.84	0.98	归母净利润	1.17	0.80	0.80	1.05
YoY	-217%	-84%	-105%	-91%	YoY	10%	58%	32%	20%	YoY	72%	-17%	-7%	42%	YoY	94%	-80%	74%	43%
毛利率	4.43%	23.28%	28.26%	31.07%	毛利率	39.94%	33.32%	33.13%	34.65%	毛利率	22.41%	22.11%	23.38%	22.42%	毛利率	36.55%	31.29%	31.39%	27.48%
YoY	-25.43%	-6.84%	-4.81%	6.13%	YoY	1.32%	3.30%	0.46%	1.57%	YoY	1.08%	-0.33%	-0.30%	-0.57%	YoY	13.71%	-5.87%	-3.07%	-10.34%
梦百合	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	麒盛科技	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	共创草坪	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	玉马遮阳	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	22.60	18.19	21.28	21.79	营业总收入	7.17	7.56	7.02	7.64	营业总收入	5.45	6.88	8.21	7.50	营业总收入	1.86	1.59	2.02	1.90
YoY	16%	7%	12%	3%	YoY	30%	8%	-15%	-12%	YoY	5%	23%	15%	16%	YoY	28%	22%	16%	10%
归母净利润	-0.06	0.20	0.33	-2.06	归母净利润	0.19	0.45	0.40	0.66	归母净利润	0.79	1.21	1.62	1.10	归母净利润	0.45	0.37	0.50	0.42
YoY	-89%	18%	-59%	-1442%	YoY	-113%	88%	-59%	2%	YoY	-15%	29%	22%	-12%	YoY	20%	36%	8%	-11%
毛利率	42.99%	38.52%	37.78%	35.61%	毛利率	41.96%	32.86%	32.96%	34.83%	毛利率	30.73%	30.48%	31.30%	28.62%	毛利率	39.61%	39.41%	41.05%	41.15%
YoY	7.60%	2.52%	1.69%	-1.72%	YoY	9.09%	-2.88%	1.47%	-3.17%	YoY	-3.39%	-1.83%	0.84%	-4.28%	YoY	-2.41%	0.21%	0.89%	-1.82%
盈趣科技	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	恒林股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	久祺股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	浙江自然	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	9.00	7.64	8.11	9.64	营业总收入	24.19	23.54	24.51	30.07	营业总收入	4.53	5.29	5.48	7.12	营业总收入	1.52	2.73	3.27	1.90
YoY	-8%	-12%	-17%	-14%	YoY	28%	39%	26%	41%	YoY	-10%	9%	0%	38%	YoY	7%	14%	13%	35%
归母净利润	1.17	0.56	0.80	0.36	归母净利润	-1.03	1.03	1.17	0.46	归母净利润	0.11	0.21	0.35	0.27	归母净利润	-0.03	0.39	0.62	0.62
YoY	-26%	-31%	-35%	-72%	YoY	-277%	31%	-36%	-56%	YoY	-23%	55%	-12%	-38%	YoY	-122%	-42%	16%	372%
毛利率	33.46%	27.58%	29.22%	26.63%	毛利率	23.11%	24.80%	17.66%	14.32%	毛利率	15.74%	12.84%	14.88%	13.26%	毛利率	30.81%	38.37%	36.22%	29.30%
YoY	-1.24%	-2.30%	-1.90%	-2.11%	YoY	3.15%	-0.09%	-5.02%	-10.35%	YoY	1.64%	0.08%	0.27%	-3.72%	YoY	-8.51%	0.46%	2.42%	-0.93%
致欧科技	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	浩洋股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	建霖家居	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	松霖科技	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	19.38	18.42	18.79	20.07	营业总收入	2.94	3.15	3.54	2.77	营业总收入	12.44	11.53	12.89	13.34	营业总收入	7.90	6.81	7.66	7.44
YoY	45%	45%	37%	34%	YoY	0%	-5%	-7%	-8%	YoY	47%	43%	20%	10%	YoY	14%	13%	-3%	-7%
归母净利润	1.26	1.01	0.71	1.06	归母净利润	0.56	1.01	1.02	0.55	归母净利润	1.35	1.23	1.36	1.38	归母净利润	0.48	1.11	1.10	0.99
YoY	61%	15%	-28%	5%	YoY	3%	1%	-17%	-36%	YoY	34%	170%	20%	5%	YoY	50%	155%	43%	-46%
毛利率	35.17%	36.00%	33.86%	35.44%	毛利率	46.64%	52.66%	51.13%	51.48%	毛利率	27.67%	27.05%	25.84%	26.06%	毛利率	34.89%	35.54%	35.16%	35.51%
YoY	2.21%	-0.78%	-2.16%	-2.26%	YoY	-0.53%	1.01%	1.38%	-0.12%	YoY	2.41%	3.88%	1.18%	-1.21%	YoY	1.42%	2.00%	0.24%	-0.88%
英派斯	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	曲美家居	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	浙江永强	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	西大门	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	2.37	2.38	3.33	3.24	营业总收入	10.96	8.87	9.16	8.34	营业总收入	17.36	22.74	7.07	3.17	营业总收入	1.86	1.65	2.01	2.24
YoY	-8%	20%	70%	23%	YoY	-1%	-8%	-7%	-15%	YoY	-35%	-7%	51%	63%	YoY	40%	38%	28%	28%
归母净利润	0.16	0.14	0.37	0.36	归母净利润	-0.98	-0.79	-0.45	-0.21	归母净利润	-0.31	2.57	2.51	-0.21	归母净利润	0.15	0.23	0.32	0.32
YoY	-57%	314%	11%	2%	YoY	-20%	-17%	-25%	-58%	YoY	-143%	-37%	-336%	-90%	YoY	-8%	40%	0%	16%
毛利率	32.65%	28.13%	31.95%	34.06%	毛利率	32.89%	30.97%	32.39%	36.81%	毛利率	21.80%	24.50%	16.43%	15.09%	毛利率	38.82%	39.95%	42.72%	43.96%
YoY	0.81%	5.02%	-8.69%	2.87%	YoY	7.28%	0.79%	1.13%	3.93%	YoY	-3.80%	-4.49%	-2.66%	32.01%	YoY	0.52%	3.44%	3.30%	4.44%

人民币Q3显著升值，拖累毛利率与净利率。在美联储降息等信息催化下，截至9月30日美元兑离岸人民币7.01，而6月底为7.3。人民币大幅贬值在产生汇兑损失同时，对以美元报价为主的出口企业毛利率端产生了较大影响。

降息预期升温背景下，关注地产链改善节奏与汇率端Q4表现。10月美国非农就业新增人数1.2万人，远低于9月修正后的22.3万人，也大幅低于过去一年的月均水平，就业市场压力推高降息预期，根据Fedwatch，11/12月议息会议，市场预期分别降息25bp，建议关注降息下美国地产链改善节奏，此外持续降息下汇率对Q4利润率或依然产生影响。

图：美元兑离岸人民币



哈尔斯	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	家联科技	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	德艺文创	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	7.01	5.75	8.18	9.75	营业总收入	4.91	4.99	5.68	6.56	营业总收入	1.72	1.91	2.23	2.51
YoY	32%	59%	42%	27%	YoY	24%	52%	23%	33%	YoY	0%	7%	24%	32%
归母净利润	0.97	0.31	0.97	0.96	归母净利润	-0.18	0.43	0.18	0.05	归母净利润	0.04	0.02	0.00	0.09
YoY	276%	782%	131%	-10%	YoY	-151%	136%	2%	-131%	YoY	-38%	-77%	-208%	-41%
毛利率	29.45%	27.42%	31.38%	30.28%	毛利率	20.35%	19.33%	18.78%	18.12%	毛利率	19.35%	16.18%	16.59%	17.60%
YoY	-6%	1%	1%	-5%	YoY	-3%	0%	-1%	-2%	YoY	1%	-2%	-2%	-3%

创源股份	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	欧圣电气	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
营业总收入	3.57	3.25	5.07	5.53	营业总收入	3.80	3.26	4.13	5.67
YoY	30%	30%	23%	63%	YoY	51%	34%	78%	57%
归母净利润	0.10	0.06	0.31	0.22	归母净利润	0.50	0.43	0.54	0.87
YoY	-171%	-167%	-40%	-9%	YoY	87%	127%	15%	49%
毛利率	37.95%	34.92%	30.17%	28.41%	毛利率	38.07%	39.57%	33.34%	33.02%
YoY	8%	5%	0%	-5%	YoY	-14%	5%	5%	-5%

轻工出海早期主要为制造出海，不同细分赛道龙头企业依托制造和供应链优势，18年后增加海外产能布局，实现细分赛道份额提升。当前看，部分细分龙头优势显著，通过绑定优质大客户（如嘉益股份）、拓展新客户（如永艺股份）等持续扩大市场份额，制造出海核心关注全球产业链布局。

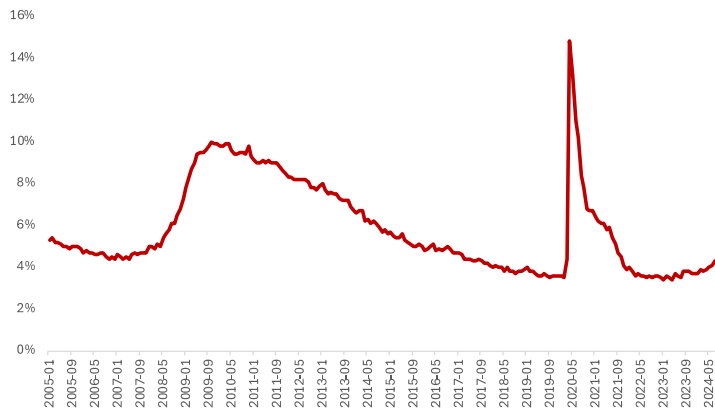
失业率：截至24年10月美国失业率4.1%，环比持平，基本维持稳定。

工资：截至24Q2美国/欧盟27国工资收入仍维持了4%以上稳定增长率，收入水平稳定提升，但增幅持续收窄。

消费支出：截至24Q2美国/欧盟27国GDP中最终消费支出分别同比+5.55%/+4.55%，整体依然维持较好的增速，其中美国环比Q1消费支出增长有所提速。

整体看，海外消费需求韧性凸显，伴随降息落地，制造出海需求端或维持稳健。

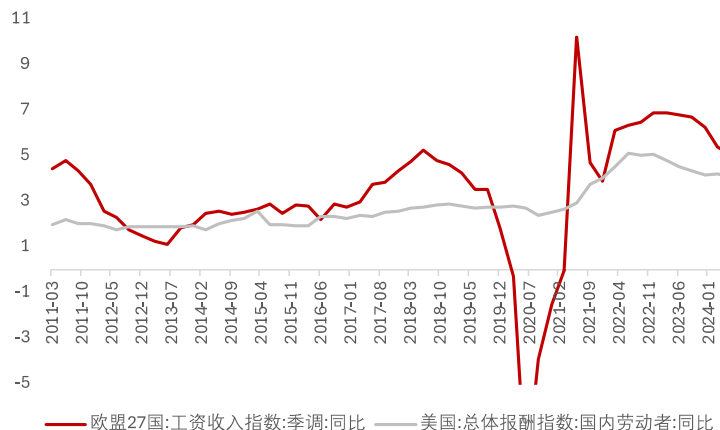
图：失业率历史底部



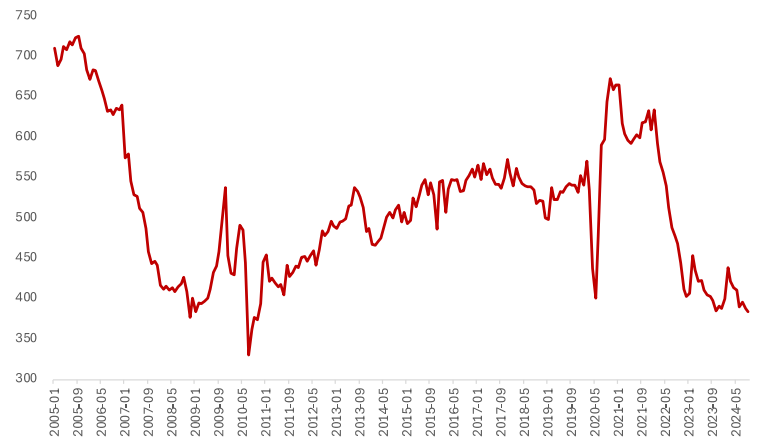
图：美国/欧洲GDP最终消费支出增速处于历史中值



图：欧美工资收入水平同比



图：美国二手房销售筑底中



整体库存：截至8月美国零售商库销比与批发商库销比分别为1.33/1.35，零售商库存整体实际仍处于较低位置，但批发商库存回归中值。

耐用品/非耐用品：从出口核心下游客户批发商看，耐用品非耐用品分化，截至8月耐用品库存销售比1.78，仍处于历史相对偏高位置，非耐用品0.95，处于历史合理位置，非耐用品去库较快，较早去库后恢复常态。

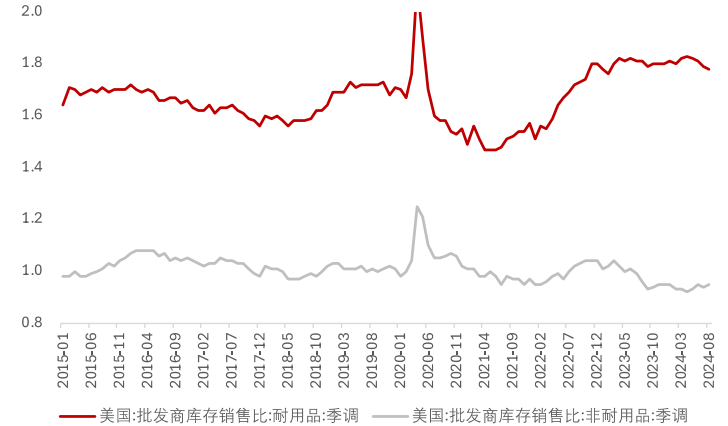
家居品类：8月家居品类批发商库存销售比1.9，仍处于历史相对偏高位置，零售商库存销售比1.56，处于历史中值。

批发商相对高位与零售商历史合理水平的状态反映零售商对于需求展望相对谨慎，对应出口制造企业订单将回归平稳，优选内生增长力突出的龙头企业。

图：库存整体处于合理位置



图：耐用品/非耐用品分化



图：家居品类库存情况



Trump预期持续升温，关注海外产能布局充足的龙头企业。我们测算悲观假设国内原有加征25%关税的品类加征至60%，越南等原没有关税的地区加征关税10%，且新增关税由企业完全承担，以23年业绩基础与历史美国/北美占营收比例计算，对业绩影响明显，其中低利润率的企业利润波动将更为明显，对应关税或由企业与客户共同分摊，此外跨境电商企业目前供应链主要在国内，利润率压力亦较大。

公司名称	23年外销占比	美国/北美占营收比例	数据口径	海外产能对美敞口	悲观关税预期下对利润影响
梦百合	79%	—	—	无	—
玉马遮阳	67%	15%	2020年北美	100%	-16%
匠心家居	99%	85%	2022年美国	无	-34%
共创草坪	88%	28%	2019年美洲	无	-15%
致欧科技	100%	36%	2023北美	80%	-53%
永艺股份	74%	—	—	无	—
恒林股份	81%	24%	2017H1美洲	无	—
麒盛科技	89%	89%	2018北美	无	—
乐歌股份	92%	33%	2016北美	海外仓业务受影响	—
顾家家居	39%	—	—	无	—
松霖科技	65%	—	—	—	—
建霖家居	77%	76%	2019美国	60%	-166%
嘉益股份	95%	56%	2020美国	约75%	-46%

推荐赛道景气凸显的**嘉益股份**，客户拓展提速、海外产能充足的**永艺股份**，核心品市占提升、新产品新市场放量的**欧圣电气**。

嘉益股份：赛道景气凸显，美国保温杯行业潮品化高景气，我们跟踪Stanley 9月亚马逊合计增速维持80%+，其中美国站74%，英国232%，德国1500%，核心市场延续快速增长同时，非美区域拓展顺利。公司有望持续跟随核心客户稳健成长。

永艺股份：在新团队客户拓展驱动下，公司24Q3收入实现39%增长，未来新客户的非美区域、其他品类供货与其他新客户拓展值得期待。

欧圣电气：小型空压机和干湿吸尘器龙头，在家得宝、劳氏等头部北美零售商市占率持续提升，今年是新品新市场放量元年，期待气动工具相关、铲雪机、洗地机及护理机器人等新品放量，期待非美市场开拓落地。

单位：亿元	营收（亿元）			净利润（亿元）			PE		市值（亿元）
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	(2024E)	(2025E)	
盈趣科技	38.60	48.89	58.11	4.51	6.27	7.62	15.75	12.96	99
yoy	-11%	27%	19%	-27.44%	39.18%	21.53%			
梦百合	79.76	98.11	112.24	1.07	4.35	5.39	8.09	6.53	35
yoy	-1%	23%	14%	157.74%	308.07%	23.91%			
玉马遮阳	6.63	8.24	10.08	1.65	2.02	2.48	14.96	12.19	30
yoy	21%	24%	22%	5.36%	22.39%	22.77%			
嘉益股份	17.75	27.10	34.01	4.72	7.07	8.75	17.04	13.77	120
yoy	41%	53%	25%	73.60%	49.78%	23.76%			
共创草坪	24.61	29.71	35.51	4.31	5.27	6.27	14.79	12.43	78
yoy	0%	21%	20%	-3.54%	22.21%	18.98%			
哈尔斯	24.07	31.82	37.44	2.50	3.14	3.62	13.74	11.92	43
yoy	-1%	32%	18%	21.31%	25.71%	15.29%			
永艺股份	35.38	47.11	56.43	2.98	3.28	4.04	12.53	10.17	41
yoy	-13%	33%	20%	-11.14%	10.11%	23.17%			
恒林股份	81.95	105.36	127.00	2.63	5.43	6.64	8.09	6.62	44
yoy	26%	29%	21%	-25.44%	106.39%	22.28%			
家联科技	17.21	22.45	27.62	0.45	1.53	1.81	19.09	16.13	29
yoy	-13%	30%	23%	-74.69%	237.34%	18.30%			
浩洋股份	13.05	14.50	17.37	3.66	4.18	5.05	11.26	9.32	47
yoy	7%	11%	20%	2.81%	14.15%	20.81%			
建霖家居	43.34	51.43	58.38	4.25	5.37	6.24	10.93	9.40	59
yoy	4%	19%	14%	-7.25%	26.40%	16.20%			
松霖科技	29.83	32.10	37.32	3.52	4.49	5.44	18.26	15.07	82
yoy	-6%	8%	16%	34.98%	27.38%	21.16%			
欧圣电气	12.16	17.91	22.97	1.75	2.46	3.16	18.71	14.56	46
yoy	-5%	47%	28%	8.43%	40.68%	28.46%			

注：截至2024年11月1日

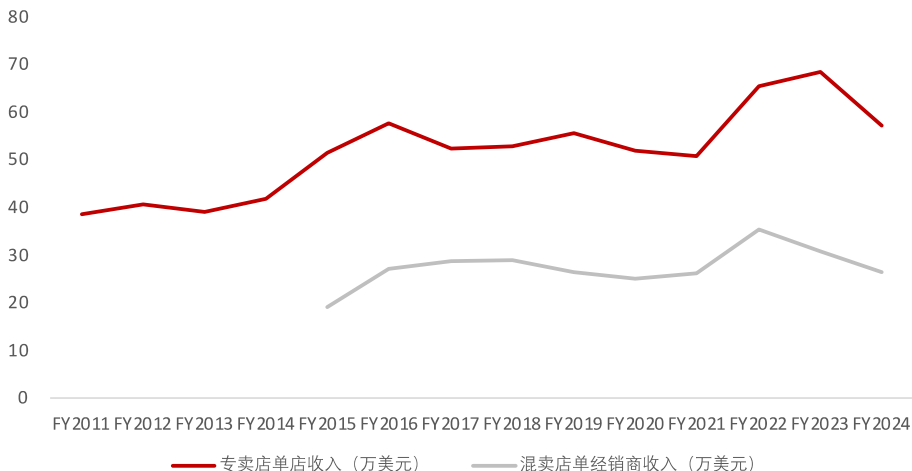
资料来源：Wind，浙商证券研究所

消费出海：星辰大海，仍处早期。不同于制造出海已经充分演绎多年，我们认为轻工板块的消费出海仍处于发展早期，依托产品力和渠道切入点构建品牌力的潜在品牌龙头长期空间广阔。

1) 线下：海外的线下零售渠道较为同质，份额提升的核心在于产品力是否有足够的差异化定位，从而进入品牌建设阶段。如**匠心家居**，通过优质产品力实现对美国本土LAZYBOY的加速替代，品牌建设即将开启。此外以**泡泡玛特**、**名创优品**为代表的潮玩品牌龙头，国内抓住精神消费趋势，走出独立成长逻辑，全球化跑通，产品全球影响力提升，成长空间广阔。

匠心家居：产品力突出，加速线下店中店建设。公司产品力突出，设计角度公司在影音沙发，沙发中添加水杯架、阅读灯等多模块功能上充分验证设计能力。此外，公司产品性价比突出，同产品价格约为Lazboy1/2-2/3，实现了手动的价格提供电动的产品，且从产品尺寸和重量看，MotoMotion“用料”更为扎实。对应公司自23年开始推进店中店建设，复盘Lazboy混卖店向店中店升级过程带来了较明显单店收入的提升，这提升的背后源于单店品牌展示面积扩大，产品集中&品牌露出后客流量转化率扩大，我们认为这在匠心的渠道模式升级中可以复制。匠心依托自身产品创新、性价比优势在混卖店模式下单经销表现已经优于Lazboy。

图：Lazboy专卖店店效显著高于混卖店



品牌	MotoMotion	Lazboy	
产品			
价格 (美元)	\$740	\$1,017	\$819
驱动方式	电动	电动	手动
可调整位置	头靠、腰撑、脚托	头靠、腰撑、脚托	靠背、腿托
材质	皮革	皮革	皮革
尺寸 (英尺)	34*43*42	39.5*43*32.5	38*42*41.5
重量	145磅	100磅	91磅
额外功能	USB-A充电	USB充电	/

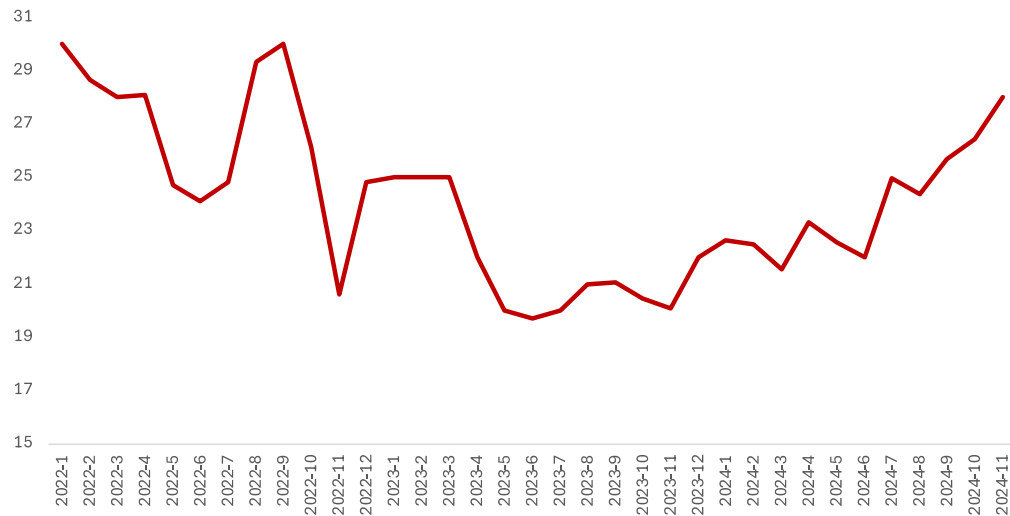
轻工消费出海在线上渠道主要为中大件跨境电商：中大件的跨境电商基于对于基础建设的需求较中小件更为初期，核心看目前的规模卡位。伴随海外仓储尾程基础设施建设与线上渗透率提升（TEMU、TK、Shein等新兴跨境平台加速崛起），如豪雅、傲基、致欧等企业依托国内制造业成本优势，加速自有品牌出海。

赛道景气，竞争加剧。随着海外中大件基础设施完善，赛道景气度提升，细分赛道竞争加剧，以美亚家具品类集中度看，23年1月TOP100产品中TOP9品牌占比38%，而24年10月占比已下降至24%

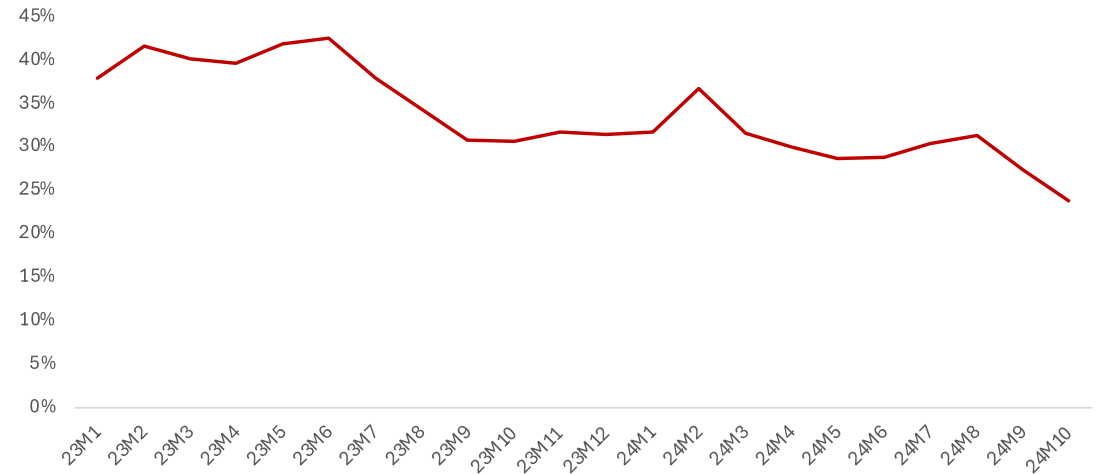
海运压力犹存，龙头提价应对，期待25年盈利下行龙头业绩兑现。由于库存周期Q2-Q3高海运价格在Q3-Q4将持续影响毛利率，致欧等龙头企业凭借品牌力逐步开始对C端涨提价，展望25年随着海运价格下行，龙头企业盈利能力有望充分释放。

图：致欧科技核心爆款价格趋势

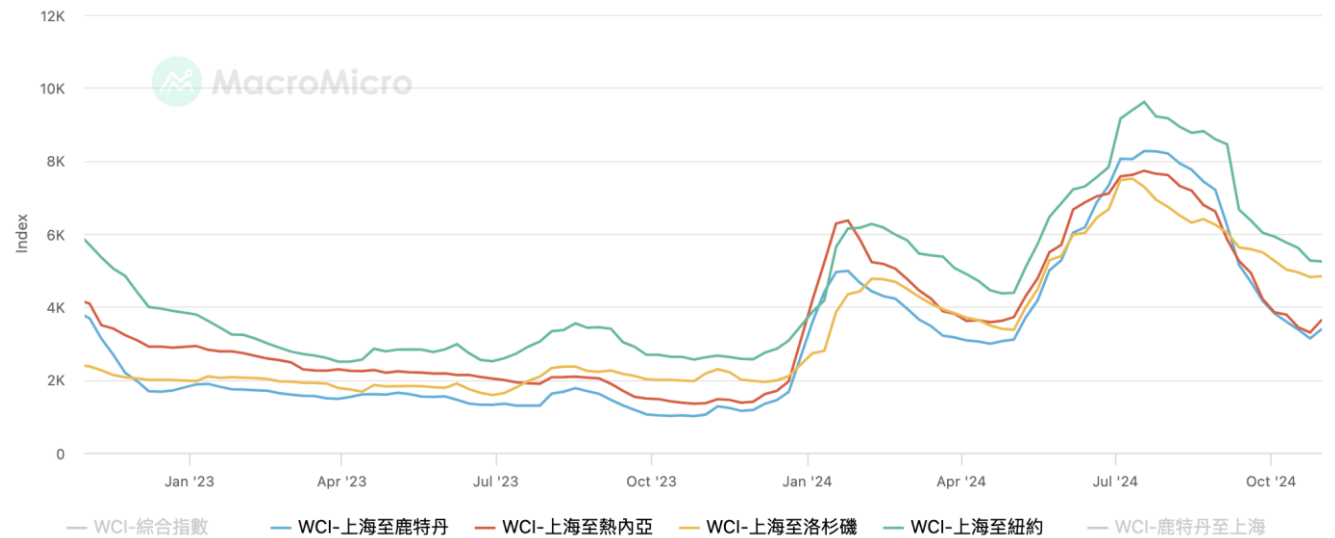
平均新品价格(\$)



图：美亚家具品类CR9



图：海运价格走势



线下：推荐匠心家居、泡泡玛特。
线上：短期考虑关税预期、海运压力，我们预计中大件跨境电商仍有压力，中长期推荐品牌力凸显，估值已充分回落，25年业绩弹性突出的致欧科技，关注乐歌股份。

表：消费出海估值表

单位：亿元	营收（亿元）			净利润（亿元）			PE		市值 （亿元）
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	(2024E)	(2025E)	
匠心家居	19.21	24.12	31.75	4.07	5.22	6.43	19.46	15.80	102
yoy	31%	26%	32%	21.93%	28.13%	23.18%			
致欧科技	60.74	79.14	98.78	4.13	4.28	5.81	17.28	12.73	74
yoy	11%	30%	25%	65.08%	3.66%	35.75%			
恒林股份	81.95	105.36	127.00	2.63	5.43	6.64	8.09	6.62	44
yoy	26%	29%	21%	-25.44%	106.39%	22.28%			
乐歌股份	39.02	51.04	62.06	6.34	4.46	4.97	11.89	10.67	53
yoy	22%	31%	22%	189.72%	-29.62%	11.43%			
泡泡玛特	63.45	120.03	166.85	11.91	28.97	40.74	39.39	16.19	469
yoy	36%	89%	39%	150.28%	143.34%	40.63%			

注：截至2024年11月1日
资料来源：Wind，浙商证券研究所

【浙商轻工】潮玩行业电商月度销售额更新									
单位：百万元	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8	24M9
潮玩动漫行业销售额	1142.4	956.3	794.5	1012.8	1170.1	1241.2	996.5	1200.3	1118.6
yoy	36%	32%	-4%	11%	53%	61%	51%	-14%	1%
天猫yoy	-7%	6%	-8%	33%	61%	43%	18%	5%	6%
抖音yoy	198%	103%	32%	-5%	48%	149%	134%	-31%	5%
京东yoy	-42%	-17%	-43%	4%	37%	4%	4%	24%	-42%
泡泡玛特销售额	51.5	52.5	64.3	69.7	86.0	152.8	116.4	154.0	124.3
yoy	10%	7%	5%	50%	25%	140%	128%	129%	102%
天猫yoy	-9%	-18%	-13%	17%	-4%	111%	82%	57%	108%
抖音yoy	90%	52%	70%	122%	71%	233%	167%	240%	126%
京东yoy	-46%	-19%	-38%	-12%	-8%	-37%	40%	71%	-46%
名创优品销售额	27.5	32.9	32.7	50.7	62.9	69.6	58.5	75.1	93.3
yoy	19%	1%	-5%	61%	94%	104%	98%	98%	152%
天猫yoy	-16%	-31%	-26%	36%	52%	103%	106%	90%	172%
抖音yoy	53%	132%	11%	333%	220%	176%	53%	224%	247%
京东yoy	141%	82%	73%	55%	209%	75%	119%	71%	35%
卡游销售额	16.3	21.5	31.7	74.8	104.4	125.3	125.9	101.0	80.0
yoy	-33%	95%	107%	418%	814%	665%	874%	724%	681%
天猫yoy	-37%	98%	98%	340%	585%	425%	447%	401%	365%
抖音yoy	475%	925%	1361%	1395%	5673%	11108%	8798%	8684%	11108%
京东yoy	-43%	13%	1%	129%	332%	84%	163%	131%	30%
乐高销售额	188.7	178.4	86.4	90.3	268.8	202.5	111.7	166.7	117.6
yoy	-37%	14%	-34%	-20%	27%	-31%	-23%	11%	-15%
天猫yoy	-44%	-30%	-44%	-52%	-43%	-54%	-36%	-32%	-23%
抖音yoy	148%	22%	42%	72%	117%	71%	85%	279%	86%
京东yoy	-44%	55%	-35%	-12%	106%	-23%	-29%	17%	-27%
万代销售额	19.8	24.4	28.0	26.9	43.3	44.0	23.9	34.4	12.1
yoy	-58%	-22%	-28%	-11%	18%	23%	43%	3%	-18%
天猫yoy	-60%	-9%	2%	-3%	21%	36%	120%	-2%	40%
抖音yoy	39%	-10%	144%	-51%	193%	4608%	1003%	1719%	2727%
京东yoy	-54%	-41%	-67%	-27%	3%	-18%	-24%	7%	-73%
布鲁可销售额	17.3	12.9	7.4	9.1	24.8	18.6	9.6	10.4	9.0
yoy	4%	102%	-17%	24%	124%	69%	26%	18%	13%
天猫yoy	-23%	128%	5%	65%	162%	85%	23%	-13%	13%
抖音yoy	937%	62%	-86%	-40%	13%	-13%	63%	24%	324%
京东yoy	-25%	81%	-20%	-6%	122%	65%	22%	70%	-19%

表：海外潮玩公司业绩

单位：亿美元		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	近5年CAGR
迪士尼	营业收入	525	556	551	594	696	654	674	827	889	8.4%
	yoy		6.0%	-0.9%	7.8%	17.1%	-6.0%	3.1%	22.7%	7.5%	
	净利润	83.8	93.9	89.8	126.0	110.5	-28.6	20.0	31.5	23.5	
	yoy		12.0%	-4.4%	40.3%	-12.3%	-125.9%	-169.7%	57.6%	-25.2%	
	净利率	16.0%	16.9%	16.3%	21.2%	15.9%	-4.4%	3.0%	3.8%	2.6%	
万代	营业收入	51.70	47.98	57.36	61.22	66.06	66.60	69.89	79.20	73.24	3.6%
	yoy		-7.2%	19.6%	6.7%	7.9%	0.8%	4.9%	13.3%	-7.5%	
	净利润	3.4	2.9	4.1	4.9	5.7	5.3	4.6	8.3	6.7	
	yoy		-16.1%	41.7%	19.6%	17.1%	-7.2%	-13.1%	79.1%	-19.1%	
	净利率	6.6%	6.0%	7.1%	8.0%	8.7%	8.0%	6.6%	10.4%	9.1%	
孩之宝	营业收入	44.48	50.20	52.10	45.80	47.20	54.65	64.20	58.57	50.03	1.8%
	yoy		12.9%	3.8%	-12.1%	3.1%	15.8%	17.5%	-8.8%	-14.6%	
	净利润	4.5	5.5	4.0	2.2	5.2	2.2	4.3	2.0	-14.9	
	yoy		22.0%	-28.1%	-44.4%	136.1%	-57.3%	92.7%	-52.5%	-831.8%	
	净利率	10.2%	11.0%	7.6%	4.8%	11.0%	4.1%	6.7%	3.5%	-29.8%	
美泰	营业收入	57.03	54.53	48.81	45.15	45.05	45.88	54.58	54.35	54.41	3.8%
	yoy		-4.4%	-10.5%	-7.5%	-0.2%	1.9%	18.9%	-0.4%	0.1%	
	净利润	3.69	3.13	-10.55	-5.33	-2.14	1.24	9.03	3.94	2.14	
	yoy		-15.3%	-437.0%	-49.4%	-60.0%	-157.9%	630.7%	-56.4%	-45.6%	
	净利率	6.5%	5.7%	-21.6%	-11.8%	-4.7%	2.7%	16.5%	7.2%	3.9%	

注意：采用财年口径，迪士尼截至当年9月30日，万代截至3月31日，孩之宝和美泰截至12月30日

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

❑ 24Q3大超预期，收入同增120-125%，环比上半年大幅提速，大超预期。

❑ 内地业务：全渠道环比提速，新品火爆超预期

内地收入同增55-60%（24H1同增31.5%），零售店同增30-35%，预计Q3平均年化店效达历史最值，机器人商店同增20-25%，线上增长快于线下，抽盒机同增55-60%，天猫同增155-160%。我们认为，公司经多年积累已形成长效IP推新和运营机制，此为根本壁垒，今年内地全线超预期根源来自：1) IP热度处于上升期：从第一梯队MOLLY、LABUBU到第二梯队的新锐IP CRYBABY/老牌IP PUCKY，且DC/海绵宝宝等第三方IP共创加密；2) IP运营能力外溢：多品类突破包括毛绒/积木/卡牌/福赏/饰品等，多业态突破包括自研手游/乐园二期储备/甜品等。长期看，可以打开内地天花板，支撑店效稳健增长。

❑ 境外业务：环比大幅提速，电商贡献增量，全球影响力提升

境外收入同增440-445%（24H1同增260%），开店符合预期，店效超预期，电商增量明显。我们认为境外持续加速，大幅超预期，主要源于：1) 海外运营成熟，进入多渠道快速扩张阶段；2) IP全球影响力提升，自有IP LABUBU爆火东南亚，本土化IP运营模式跑通，如CRYBABY及叛桃等热销，支撑店效持续超预期。长期看，公司海外运营模式已经成熟，有望迎来下一阶段开店加速和传导电商爆发，且IP全球热度处于上升期，短期业绩高增和长期稳健运营确定性较高。

❑ 核心观点：

我们看好公司短期业绩弹性，预计境内外高增趋势维持，中长期看好公司IP运营能力强化，新品类新业态突破打开天花板，全球IP影响力提升成长空间广阔，且直营模式下预计利润弹性更大。我们预计24/25年收入120/167亿元，同增90%/39%，归母净利润29/40.7亿元，同增168%/41%，调整后净利润31.1/43.7亿元。

表：泡泡玛特盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4617.3	6301.0	12002.6	16684.6	21887.0
yoy	3%	36%	90%	39%	31%
内地销售收入	4163.4	5234.9	7334.2	8271.2	9141.6
yoy	-3%	26%	40%	13%	11%
境外销售收入	453.9	1066.1	4668.4	8413.4	12745.4
yoy	147%	135%	338%	80%	51%
毛利润	2654.5	3864.1	7812.8	10860.4	14246.7
毛利率	57.5%	61.3%	65.1%	65.1%	65.1%
归母净利润	475.7	1082.3	2897.0	4074.4	5424.9
净利率	10.3%	17.2%	24.1%	24.4%	24.8%
调整后净利润	573.5	1190.5	3106.2	4365.5	5807.3
调整后净利率	12.4%	18.9%	25.9%	26.2%	26.5%

图：泡泡玛特积木



图：泡泡玛特甜品



图：泡泡玛特卡牌



图：泡泡玛特时尚服饰



图：泡泡玛特游戏



- 1、**国内消费修复不及预期：**消费者信心恢复不及预期，从而影响消费修复；
- 2、**海外需求不及预期：**海外消费持续下行，终端动销不及预期，库存去化不及预期，影响出口制造企业订单；
- 3、**地产行业修复不及预期：**地产行业可能虽有政策托底，但在经济承压大环境下，地产销售和竣工数据不达预期；
- 4、**新兴消费行业竞争加剧：**行业竞争加剧可能影响新消费公司盈利情况；
- 5、**原材料价格波动：**制造型企业受原材料价格波动影响较大，若上游原材料价格上行，可能影响企业盈利情况。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>