

内销静待需求修复，出口业务持续成长

—— 轻工行业 24H1 业绩综述

2024年9月6日

核心观点

- 家居：地产下行致需求受损，看好龙头企业长期价值。**24H1 地产下行压力增加，2024 年前 7 月商品房销售面积累计值同比-18.6%，销售面积累计值同比-24.3%，地产下行致家居需求承压。**定制家居板块：**24H1 在地产下行情况下，零售业务（包括直营和经销渠道）受负面影响较大，短期下滑。大宗业务体量和占比相对较小，平稳增长。在制造出海背景下，各公司积极布局海外市场，未来有望贡献收入新增量。**软体家居板块：**在国内零售业务需求承压的背景下，各公司积极在渠道、品类上多向拓展，创造增量，收入端整体呈韧性。

展望 24H2，一方面，伴随各地家居以旧换新政策切实落地，需求端有望修复；另一方面，我们看好在龙头企业在组织结构改革、渠道和品类拓展下所构建的长期企业价值，**建议关注：【公牛集团】、【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】。**

- 造纸：24H1 业绩同比改善，关注后续旺季表现。**

24H1，造纸板块营收个位数增长，浆纸系及特种纸利润端受益于 23 年浆价下行而同比改善，但 24 年前期浆价上行导致 24Q2 盈利环比下滑，预计影响将延续至 24Q3，5 月中下旬后的浆价下行预计将体现于 24Q4 报表端；废纸系则受下游需求影响，包装纸价格下行快于原材料价格，利润端表现不佳，上半年基本维持盈亏平衡。

分纸种来看，文化纸价格表现疲软，双胶纸需求平稳、产能增加，双铜纸需求下降、产能稳定；白卡纸需求边际弱化，产能持续扩张，供过于求压制价格表现；瓦楞箱板纸价格低位企稳，进口冲击逐渐消退。展望后续，市场逐渐进入旺季背景，预计终端需求将得到一定改善，进而支撑价格表现。8 月末，华泰纸业、太阳纸业等龙头纸企均发布 200 元/吨文化纸涨价函。

建议关注：浆纸系龙头【太阳纸业】，特种纸龙头【华旺科技】、【仙鹤股份】。

- 包装：需求端长期驱动力稳健，头部企业马太效应凸显。**2024 年前 7 月我国社会消费品零售额累计同比+3.5%，其中限额以上企业零售额饮料类/烟酒类/化妆品类/日用品类累计值同比分别 3.5%/8.7%/5.6%/2.3%/0.3%。下游消费品需求平稳修复，驱动行业订单数量回暖，收入端表现较好。**软体包装：**24H1 各公司业绩分化，在纸代塑已成行业必然趋势背景下，纸包装、环保包装相关业务稳健增长，塑料包装业务增速下滑。**金属包装：**下游啤酒饮料行业罐化率提高拉动行业需求稳健增长。

包装行业格局持续优化，龙头公司通过产能扩张+资源整合，盈利能力稳步提高。**建议关注：【裕同科技】、【上海艾录】、【奥瑞金】。**

- 轻工出口：营收持续成长，海运影响短期利润。**

伴随海外去库结束，轻工出口企业营收端自 23Q2、Q3 以来普遍保持双位数成长，24Q2 同样表现亮眼，部分企业因节奏差异仍受益于订单修复，而部分企

轻工行业

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎：010-8092-6000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

刘立思

☎：010-8092-7655

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

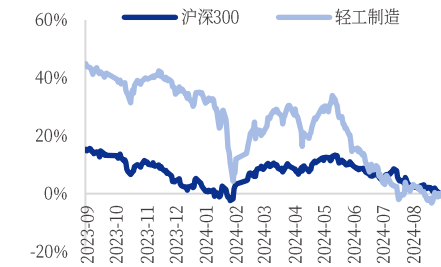
研究助理：韩勉

☎：010-8092-7653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-9-6



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河轻工】行业深度_轻工行业_23A&24Q1 业绩综述：龙头抗压稳健成长，出口表现持续亮眼

业则受益于业务的有效拓展。海运问题导致货运成本提升&货运周期延长，多数企业短期利润受损，24Q2 利润表现明显弱于收入。

美国即将开启降息，而美国成屋市场同利率水平高度相关，预计未来美国房地产市场有望复苏，带动海外家居需求释放。同时，全球 B2C 跨境电商市场规模快速成长，产品性价比、丰富度深受消费者青睐，轻工出口企业积极布局跨境电商产业，业务实现高速发展。

建议关注：【致欧科技】、【匠心家居】、【嘉益股份】、【乐歌股份】、【恒林股份】、【永艺股份】、【家联科技】。

- **风险提示：**地产下行致需求修复不及预期的风险；原材料成本上行的风险；行业竞争加剧的风险；贸易政策及地缘关系不确定的风险。

目录

Catalog

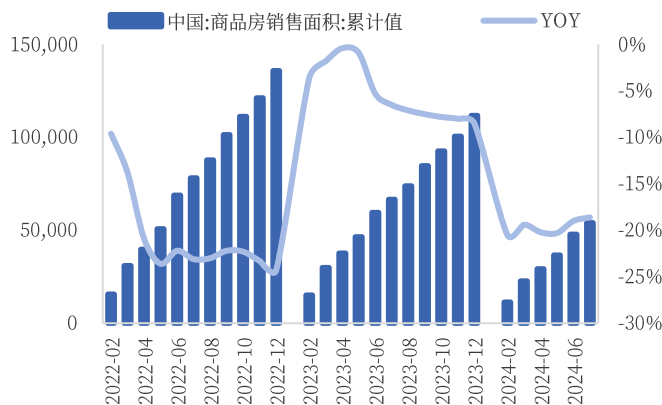
一、家居：地产下行致需求受损，看好龙头企业长期价值	4
(一) 定制家居：零售收入短期承压，海外业务增速亮眼	4
(二) 软体家居：渠道、品类积极拓展，收入表现呈现韧性	6
(三) 投资建议	8
二、造纸：24H1 业绩同比改善，关注后续旺季表现	9
(一) 营收实现个位数增长，Q2 利润环比略有下滑	9
(二) 整体需求表现偏弱，产能扩张压制价格表现	14
(三) 投资建议	18
三、包装：需求端长期驱动力稳健，头部企业马太效应凸显	20
(一) 软体包装：纸代塑进程稳步推进，企业业绩表现分化	20
(二) 金属包装：下游行业罐化率提升，持续贡献增量市场	21
(三) 投资建议	23
四、轻工出口：营收持续成长，海运影响短期利润	24
五、风险提示	27

一、家居：地产下行致需求受损，看好龙头企业长期价值

(一) 定制家居：零售收入短期承压，海外业务增速亮眼

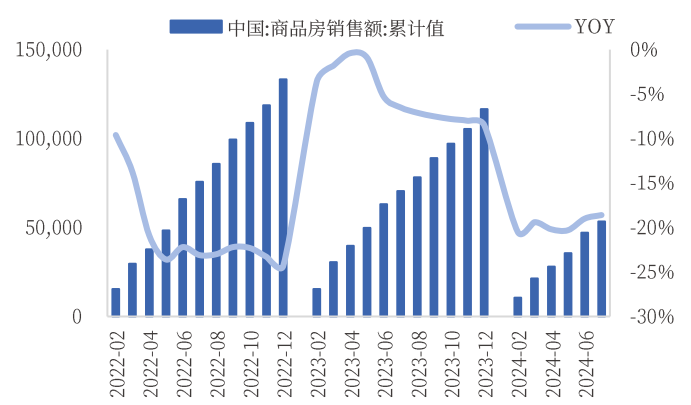
24H1 地产下行压力增加。2024 年房地产市场持续走弱，前 7 月商品房销售面积累计值同比-18.6%，销售额累计值同比-24.3%，相比 2023 年同期，跌幅进一步扩大。地产下行压力下，家居类零售额受到一定不利扰动。从社零数据来看，我国限额以上企业家具类商品零售额 7 月同比-1.1%，2024 年前七月累计额同比+2%，上半年增速整体呈放缓趋势。

图1：中国商品房累计销售面积及同比变动（万平方米）



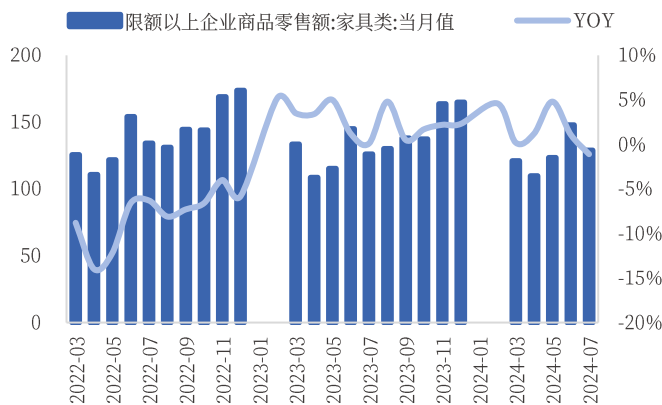
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2：中国商品房累计销售额及同比变动（亿元）



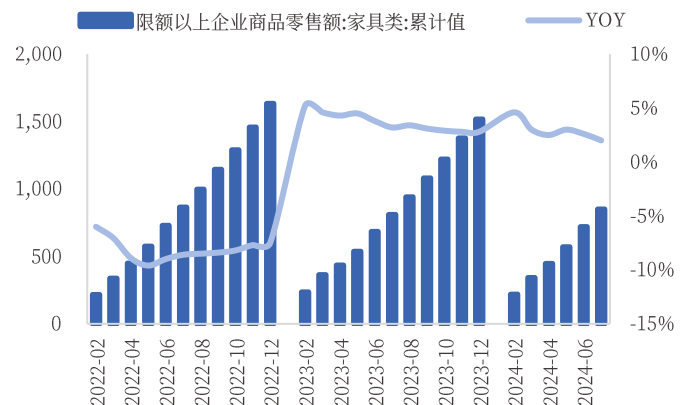
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3：我国家具类零售额当月值及同比变动（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

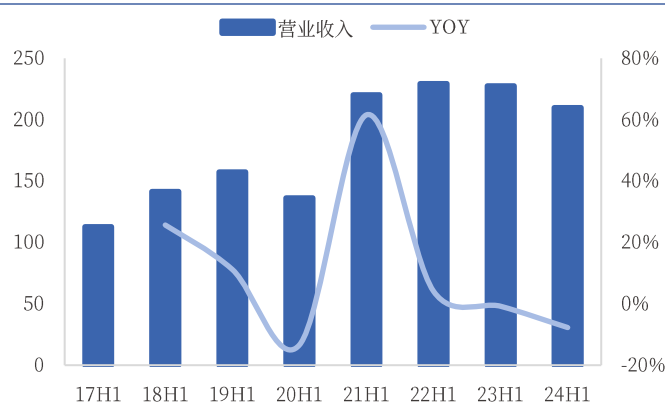
图4：我国家具类零售额累计值及同比变动（亿元）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

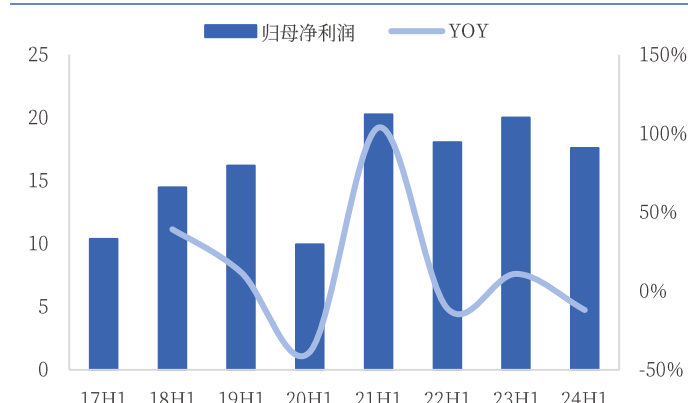
需求不振致业绩短期承压。Q2 家具板块零售市场需求走弱明显，上市公司业绩普遍出现下滑。选取【欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、尚品宅配、好莱客、皮阿诺、我乐家居】八家企业作为代表对板块业绩表现进行分析，24H1 八家上市公司营收总额达 209.9 亿元，同比-8%；归母净利润总额达 17.6 亿元，同比-12%。主要因地地产下行压力下市场需求不振，导致业绩短期承压。

图5: 定制家居板块营收总额及同比变动 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 定制家居板块归母净利润总额及同比变动 (亿元)

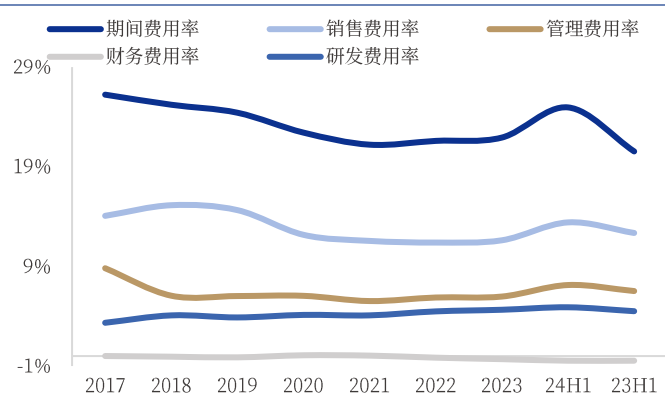


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

24H1 八家上市公司平均期间费用率为 25.0%，同比+4.4pct，其中平均销售费用率/管理费用率分别为 12.4%/6.5%，同比分别+1.1/0.6pct，其中销售费用率增加较为明显，主要反映在各家公司的广告宣传费用投入和市场建设费用投入上。需求承压背景下，各上市公司在存量竞争下短期增加宣传投入，防止市场份额下滑。财务费用率同比持平，研发费用率同比+0.4pct。

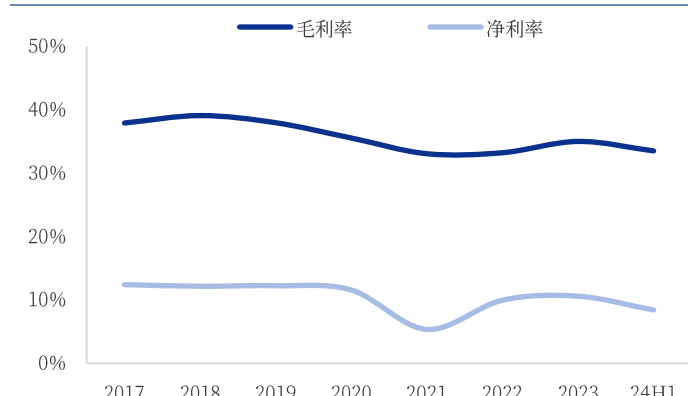
24H1 八家上市公司平均销售毛利率 33.5%，同比+0.2pct，净利率 9.4%，与去年同期基本持平。虽然消费需求不振致短期承压，但上市公司盈利能力依然保持较好水平。

图7: 定制家居板块期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 定制家居板块毛利率及净利率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

渠道变化: 零售渠道普遍下滑, 出口业务表现亮眼。从四家代表性公司看, 24H1 在地产下行情况下, 零售业务 (包括直营和经销渠道) 受负面影响较大, 各企业均出现较大的负增长。大宗业务体量和占比相对较小, 呈现韧性。欧派、志邦、金牌等公司出口业务增速较高, 在制造出海背景下, 各公司积极布局海外市场, 有望未来贡献收入新增量。

表1: 代表性公司收入分渠道情况 (亿元)

	欧派家居			索菲亚		
	24H1 收入	YOY	占比	24H1 收入	YOY	占比
零售	67.3	-16%	78%	30.718	-23%	62%
大宗	14.99	1%	17%	7.33	15%	15%
海外	1.7294	27%	2%	0.25	1%	1%
其他	1.8106		2%	10.992		22%

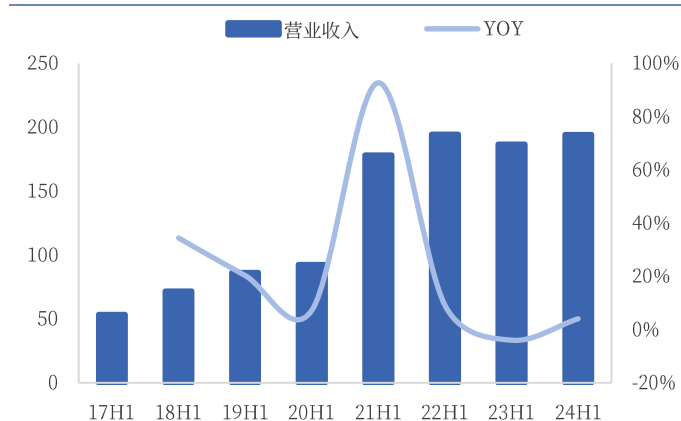
	志邦家居			金牌家居		
	24H1 收入	YOY	占比	24H1 收入	YOY	占比
零售	13.4	-11%	61%	6.918	18%	46%
大宗	6.06	8%	27%	6	15%	39%
海外	0.86	43%	4%	1.66	34%	11%
其他	1.8		8%	0.622		4%

资料来源：欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居公司公告，中国银河证券研究院

(二) 软体家居：渠道、品类积极拓展，收入表现呈现韧性

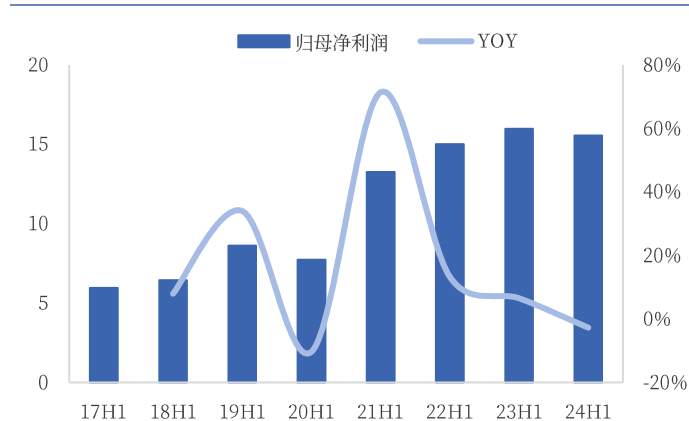
地产下行致国内零售需求受损。选取【顾家家居、慕思股份、喜临门、梦百合】四家代表性上市公司进行分析，四家上市公司 2024H1 合计实现营业收入 194.4 亿元，同比+4.1%；实现归母净利润 15.6 亿元，同比-2.7%。

图9：软体家居板块营业收入及同比变动（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：软体家居板块归母净利润及同比变动（亿元）

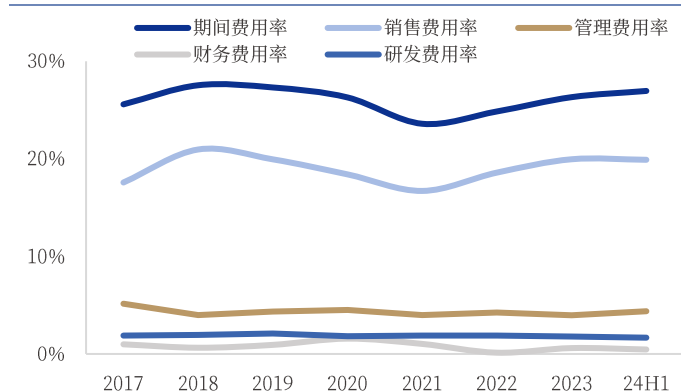


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

24H1 四家上市公司平均期间费用率 27.0%，同比-0.9pct。其中销售费用率/管理费用率分别为 19.9%/4.4%，同比分别+1.1/-0.03pct。管理费用率整体持平，销售费用率有所增加。财务费用率与去年同期持平，研发费用率 2.3%，同比-0.6pct。

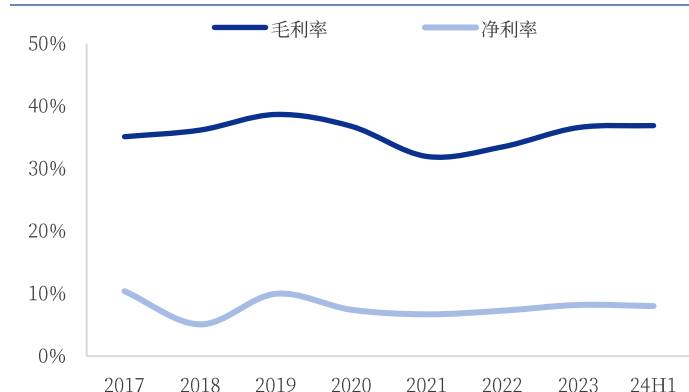
24H1 四家上市公司销售毛利率 36.9%，同比+1.3pct，主要因原料成本下降，带来更高的利润弹性。净利率 8.0%，同比-0.01pct。

图11：软体家居板块期间费用率变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：软体家居板块毛利率及净利率变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

渠道、品类积极拓展，构建新增量。在国内零售业务需求承压的背景下，各公司积极在渠道、品类上进行多向拓展，创造增量。**1) 顾家家居**积极拓展境外业务，境外收入的快速增长抵消了部分境内需求不振的负面影响，沙发、定制家具等品类实现双位数快速增长。**2) 慕思股份**通过主品牌精简 SKU，更聚焦发力核心品类，有效提升品牌客单价和经销商转化率；同时公司积极开拓 V6 整装大家居战略，积极提供一站式的家居配套空间解决方案。**3) 喜临门**通过多渠道战略应对行业压力，一方面积极拓展海外市场，拉美、欧洲等潜力市场增长强劲；一方面积极拓展拼多多、抖音等新兴线上渠道，加强品牌宣传和消费者培育。**4) 梦百合**积极拓展境外业务，北美洲、欧洲等市场增速表现较好。

家居以旧换新政策落地，下游需求有望修复。24H2 各地以旧换新政策接连落地，相比于此前，此轮各省市出台政策更为切实，

1) 金额方面做出具体规定，补贴比例一般限定在销售价格的 15% 左右，单件产品补贴价格不超过 2000-3000 元。

2) 明确活动具体时间，以旧换新活动一般自 9 月开始，延续至 2024 年末。

3) 补贴范围、可参与补贴活动的商品品类更明确，一般采用一次性补贴，“即付立减”，进一步拉动消费者的参与积极性。

4) 进一步突出了对智能家居品类的支持和消费引导。

我们认为伴随政策对需求的刺激作用稳步传导，预计下半年零售端需求有望修复，国内存量市场有望回暖。

表2：部分地区家居“以旧换新”最新政策概览

省份	出台日期	政策名称	政策内容
北京	8月28日	《北京市加力支持设备更新和消费品以旧换新实施方案》	消费品以旧换新将研究扩大补贴支持范围，积极研究推动居家适老化改造、电动自行车以旧换新等领域支持政策。
上海	9月2日	《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案》	对个人消费者购买符合要求的家电、家装、家居和适老化产品， 按照销售价格的15%予以补贴 ，消费者可通过银联云闪付、支付宝、微信支付三种移动支付方式各补贴1次， 每次补贴不超过2000元。补贴自2024年9月7日起实施，其他产品品类补贴将于9月15日之前实施，至2024年12月31日结束。
海南	8月21日	《海南省加力推动消费品以旧换新实施方案》	对个人消费者购买木地板、瓷砖、洁具、定制整体橱柜等16大类家装家居产品， 按销售价格的15%给予补贴，每类补贴不超过3000元。此次家装家居产品补贴活动将持续至12月31日，采取“即付立减”、一次性补贴方式开展。
浙江	8月22日	《浙江省进一步推动消费品以旧换新行动方案》	智能家居产品按照剔除所有折扣优惠后成交价格的 15%予以立减优惠 ，每位消费者每类产品可补贴1件， 每件补贴不超过2000元 。消费者购买用于旧房装修、厨卫局部改造所需的饰面砖、地板、墙板、集成吊顶、套装门、整体柜、淋浴房、洁具等物品和材料，按照上述品类购置价的20%给予补贴，每人每套房补贴金额最高不超过2万元。
云南	8月29日	《关于用好超长期特别国债资金加力支持消费品以旧换新的实施方案》	加力支持旧房装修和厨卫、居家适老化改造，对消费者购买旧房装修和厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料给予补贴，促进智能家居消费。具体品类和标准按照国家有关部委的工作指引执行。

黑龙江	8月16日	《关于做好选定2024年黑龙江省家装厨卫“焕新”补贴政策参与市场主体工作的通知》	以“政策+活动”双轮驱动，多措并举推动消费品以旧换新，截至9月2日累计带动家装商品销售2.1亿元。
四川	9月4日	《关于加力支持和有效衔接家电以旧换新政策的通知》	明确了新政策的补贴范围、补贴比例和补贴标准，并对以旧换新和无旧购新两类消费群体适用同一套补贴标准。

资料来源：各地人民政府、中国银河证券研究院

（三）投资建议

24H1 地产下行压力下，家居企业零售需求端普遍承压。当前行业估值已处低位，伴随地产利好政策密集发布、各地“家居产品以旧换新”政策逐步落地，下半年需求压力有望缓解。我们看好在龙头企业在组织结构改革、渠道和品类拓展下构建的长期价值和自身成长性，建议关注：**公牛集团**（民用电工龙头，业绩稳健增长）、**欧派家居**（企业积极推进组织结构变革，改革红利已逐步显现）、**索菲亚**（全品类协同下客单价稳步提升）、**志邦家居**（海外渠道拓展进展顺利）、**顾家家居**（境外业务增速强劲）、**慕思股份**（V6 整装大家居战略稳步推进）、**喜临门**（境外+线上渠道拓展加速）。

二、造纸：24H1 业绩同比改善，关注后续旺季表现

浆纸系板块选取【太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、岳阳林纸、华泰股份】作为代表，废纸系板块选取【山鹰国际、景兴纸业、森林包装】作为代表，特种纸板块选取【仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸、齐峰新材、冠豪高新、凯恩股份、安妮股份、青山纸业、民丰特纸、恒丰纸业、宜宾纸业、恒达新材】作为代表，各板块汇总所选标的的数据作为整体数据进行分析。

（一）营收实现个位数增长，Q2 利润环比略有下滑

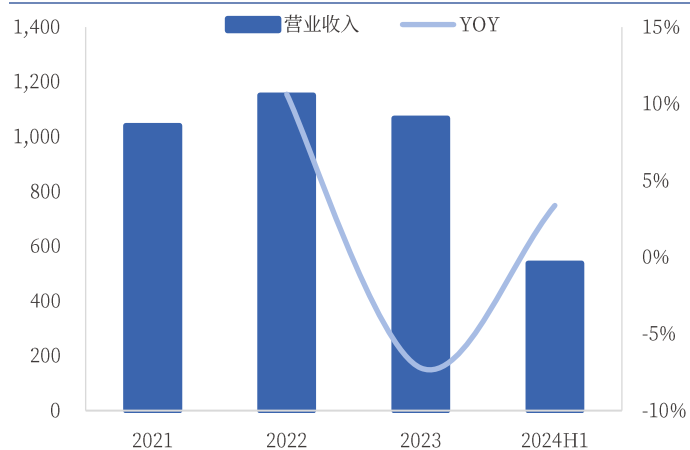
1. 浆纸系

上半年营收个位数增长，利润实现明显修复。

营收方面，浆纸系板块 24H1 销售 537.75 亿元，同比增长 3.37%，Q1/Q2 分别销售 267.39/270.36 亿元，同比分别增长 2.15%/4.61%。

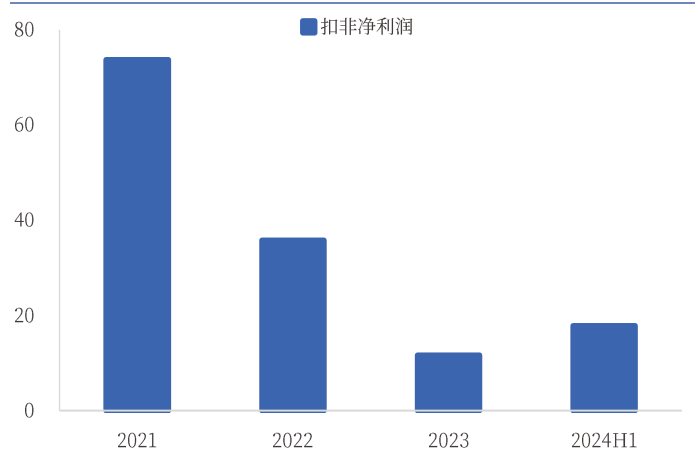
利润方面，受益于前期浆价下跌，板块原材料成本下降实现盈利修复。浆纸系板块 24H1 实现扣非净利润 17.86 亿元，同比增长 1,152.81%，Q1/Q2 分别实现 8.95/8.91 亿元，同比分别扭亏/增长 193.65%。

图13：浆纸系板块历年营业收入（亿元）



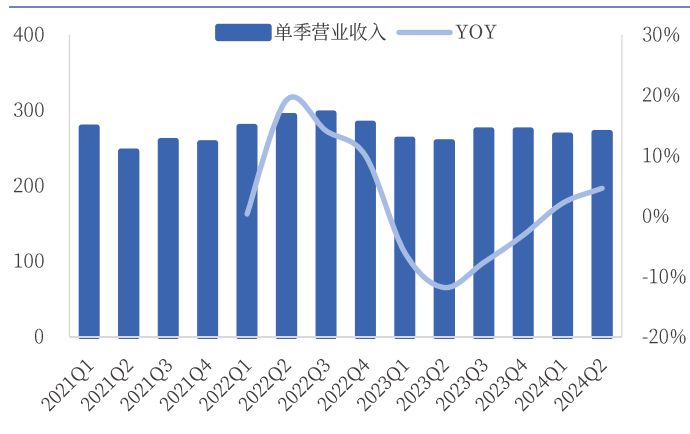
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：浆纸系板块历年扣非净利润（亿元）



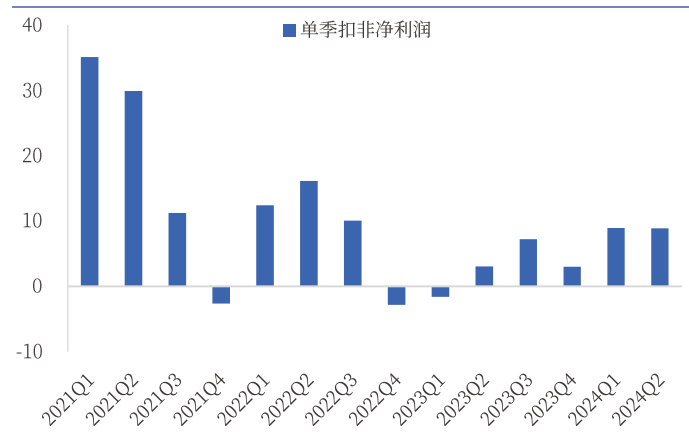
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15: 浆纸系板块各季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

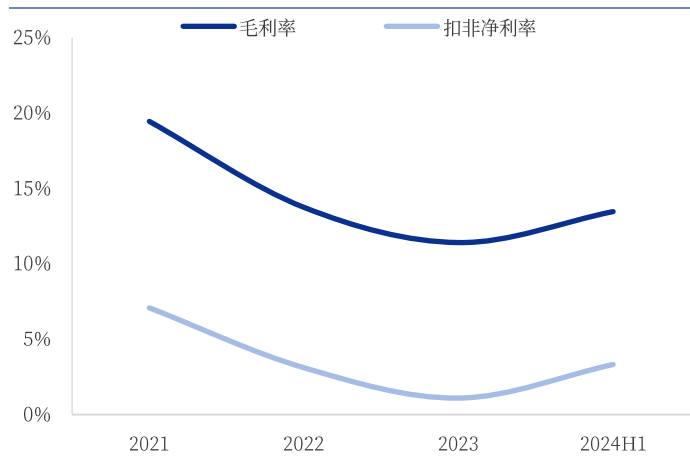
图16: 浆纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

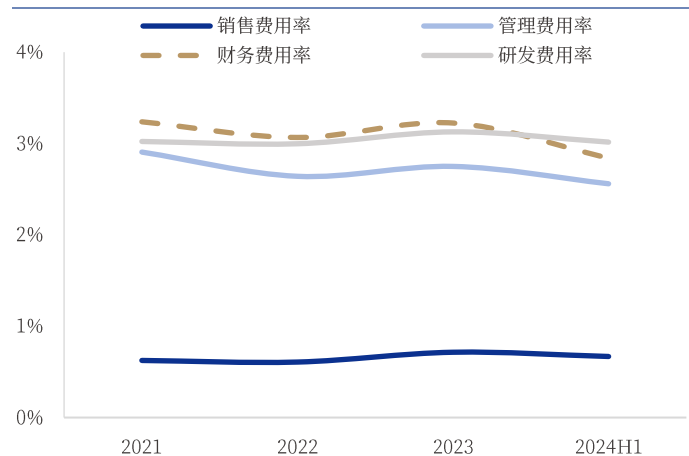
盈利能力同比改善, 24Q2 环比有所下滑。2024 年上半年, 浆纸系板块毛利率为 13.47%, 同比提升 2.75 pct; 费用率为 9.08%, 同比下降 1.01 pct; 扣非净利率为 3.32%, 同比提升 3.05 pct。24Q2, 毛利率/费用率/净利率分别为 12.99%/8.76%/3.29%, 同比分别变动+1.08 pct/-1.37 pct/+2.12 pct, 环比分别变动-0.97 pct/-0.65 pct/-0.05 pct。整体来看, 前期浆价下跌带动原材料库存成本下降, 利润率同比改善, 而 24 年以来浆价有所波动, 导致 Q2 毛利率环比下滑。

图17: 浆纸系板块历年毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 浆纸系板块历年各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 浆纸系板块各季度毛利率、扣非净利率

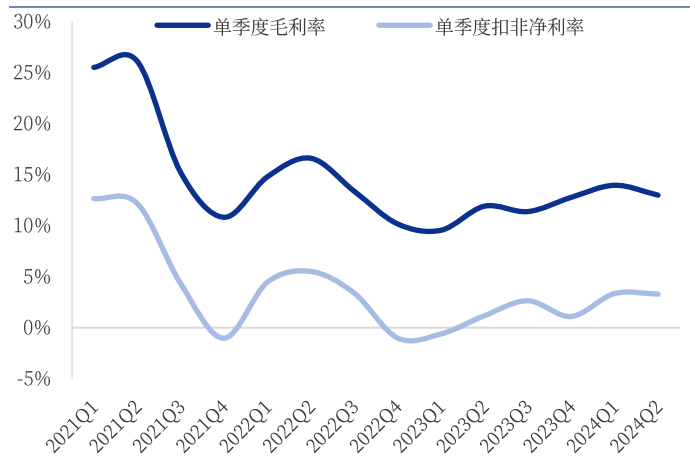
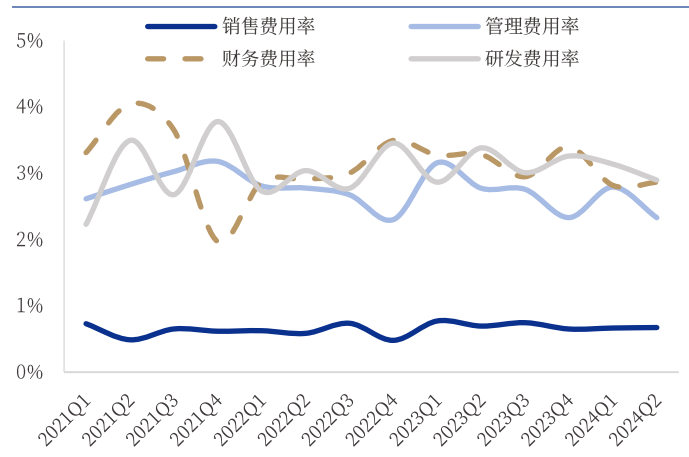


图20: 浆纸系板块各季度各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

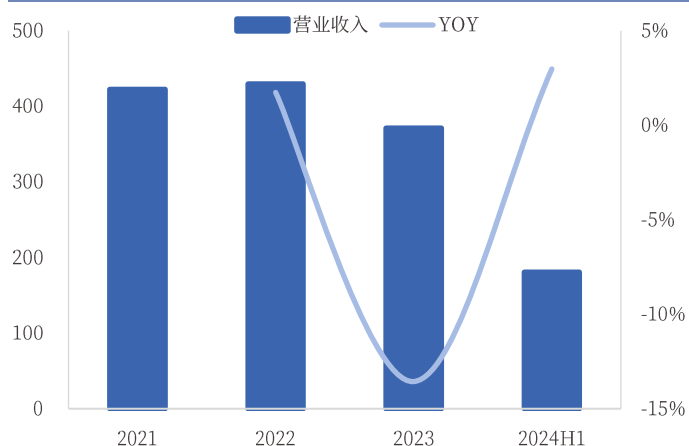
2. 废纸系

上半年营收小幅成长, 利润端基本盈亏平衡。

营收方面, 山鹰国际产能逐步落地带动产销量增长, 而包装纸价格持续向下延伸, 导致销售额增长幅度低于量增。废纸系板块 24H1 销售 180.46 亿元, 同比增长 2.97%, Q1/Q2 分别销售 84.22/96.24 亿元, 同比分别增长 4.26%/1.87%。

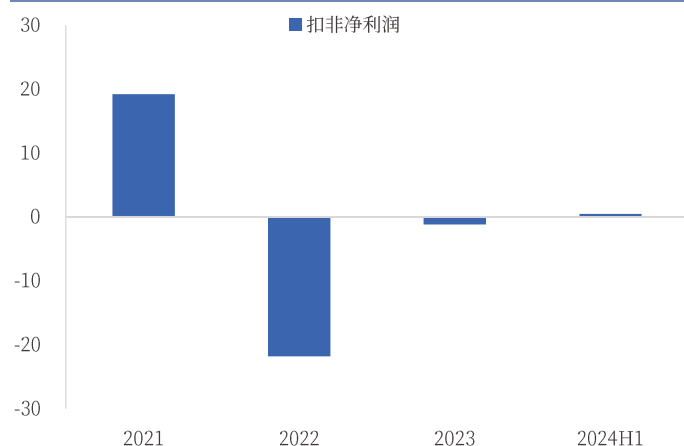
利润方面, 终端需求表现疲软, 包装纸价格下行快于原材料价格, 瓦楞箱板纸装置利润自 24 年 3 月下旬以来持续下滑。废纸系板块 24H1 实现扣非净利润 0.09 亿元, 同比扭亏为盈, Q1/Q2 分别实现 0.39/-0.31 亿元。

图21: 废纸系板块历年营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 废纸系板块历年扣非净利润 (亿元)



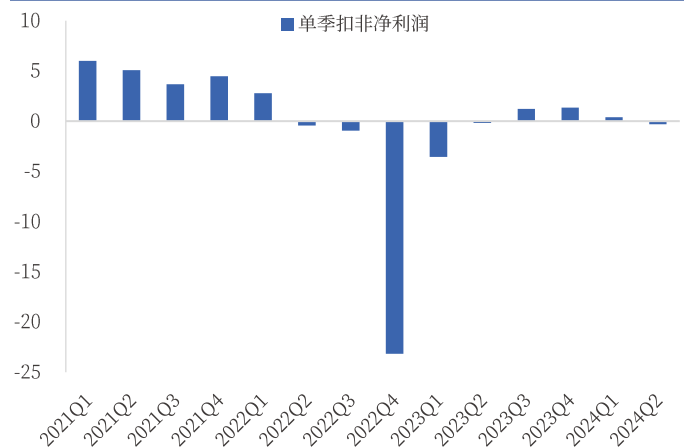
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 废纸系板块各季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

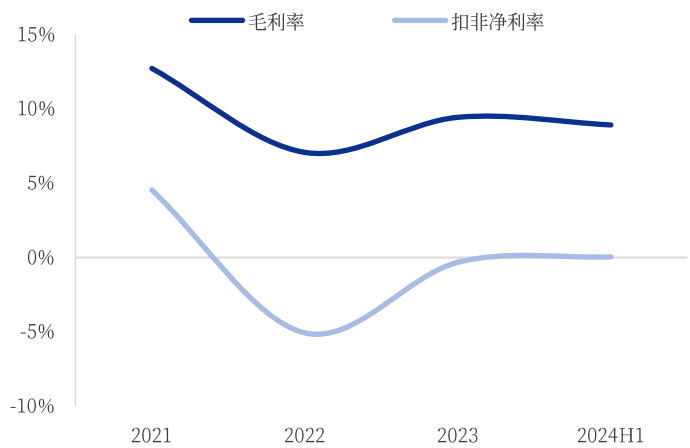
图24: 废纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

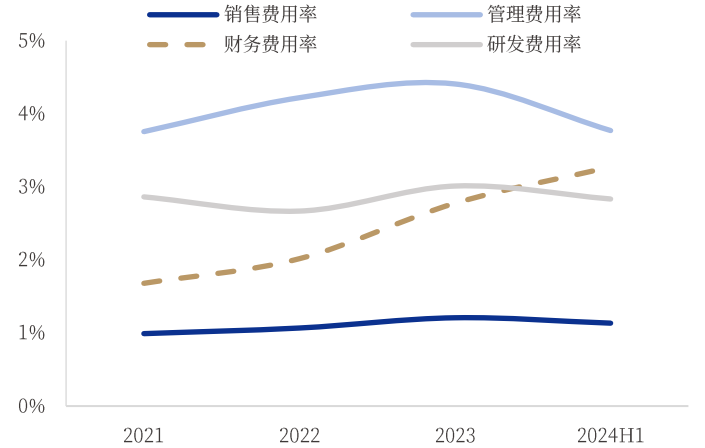
24Q2 盈利能力环比下行。2024 年上半年, 废纸系板块毛利率为 8.93%, 同比提升 0.8 pct; 费用率为 11.01%, 同比下降 1.17 pct; 扣非净利率为 0.05%, 同比提升 2.19 pct。24Q2, 毛利率/费用率/净利率分别为 8.1%/10.59%/-0.32%, 同比分别变动-0.73 pct/-0.68 pct/-0.14 pct, 环比分别变动-1.79 pct/-0.91 pct/-0.79 pct。

图25: 废纸系板块历年毛利率、扣非净利率



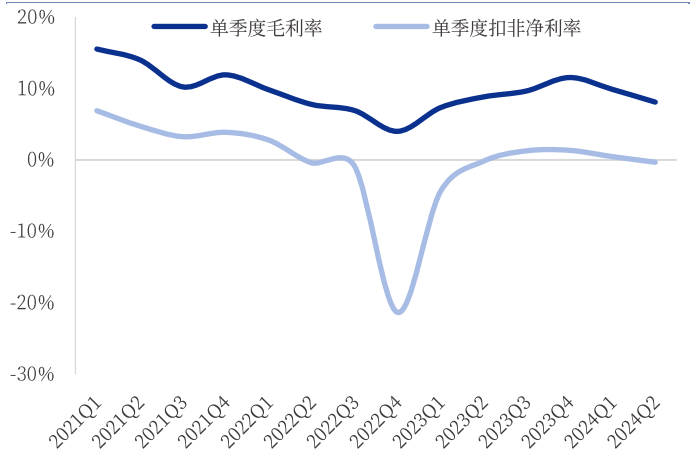
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 废纸系板块历年各项费用率



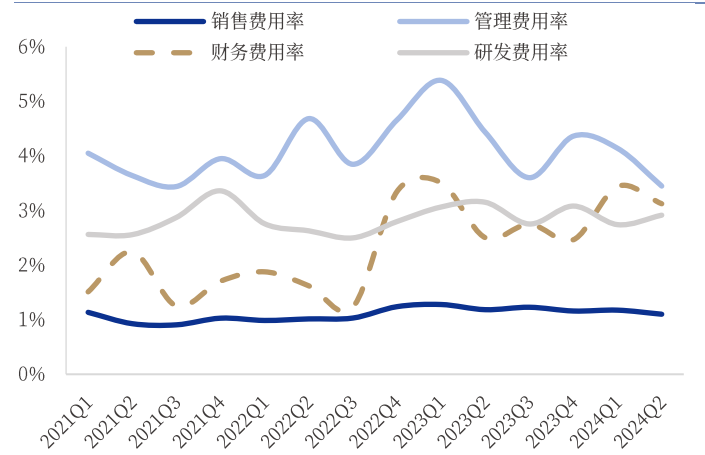
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 废纸系板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 废纸系板块各季度各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

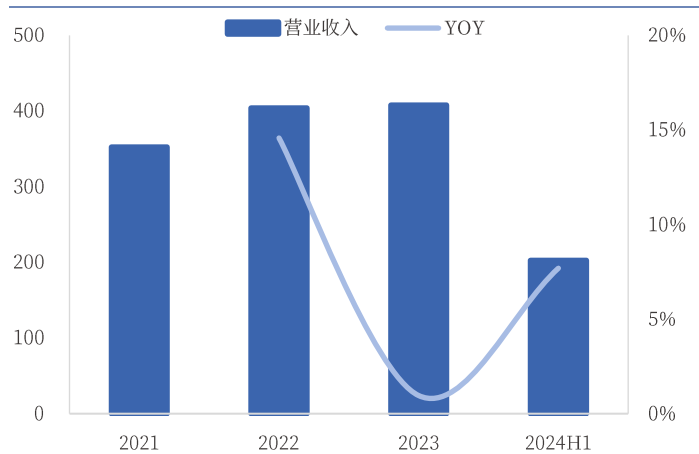
3.特种纸

营收表现稳健，利润同比大幅改善。

营收方面，特种纸龙头产能落地带动规模扩张，仙鹤股份、五洲特纸 24H1 营收增速均超 20%。特种纸板块 24H1 销售 202.84 亿元，同比增长 7.69%，Q1/Q2 分别销售 98.34/104.5 亿元，同比分别增长 6.72%/8.62%。

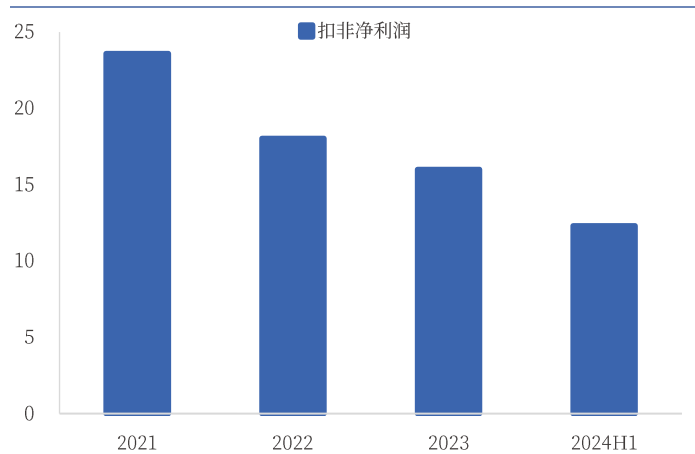
利润方面，前期纸浆下跌带动原材料库存成本下降，进而实现盈利同比改善。特种纸板块 24H1 实现扣非净利润 12.31 亿元，同比增长 180.77%，Q1/Q2 分别实现 6.59/5.72 亿元，同比分别增长 150.52%/226.18%。

图29: 特种纸板块历年营业收入 (亿元)



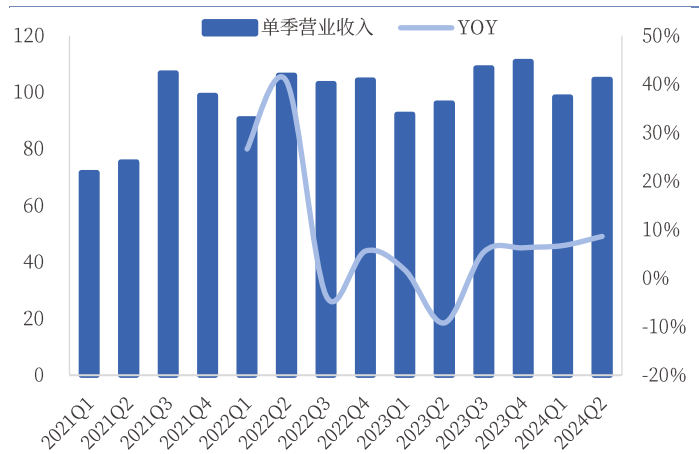
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 特种纸板块历年扣非净利润 (亿元)



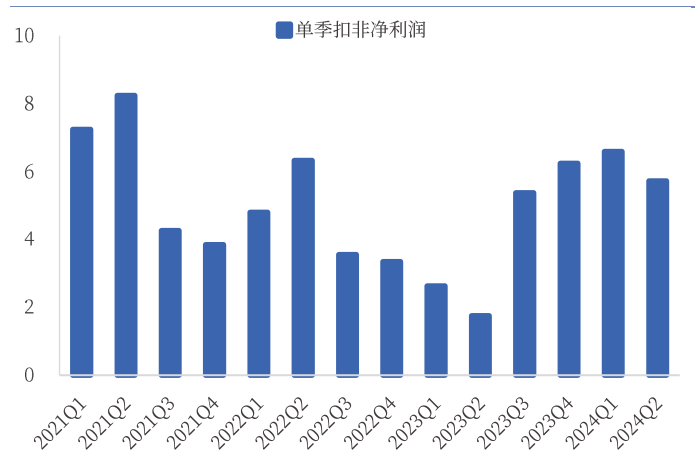
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 特种纸板块各季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

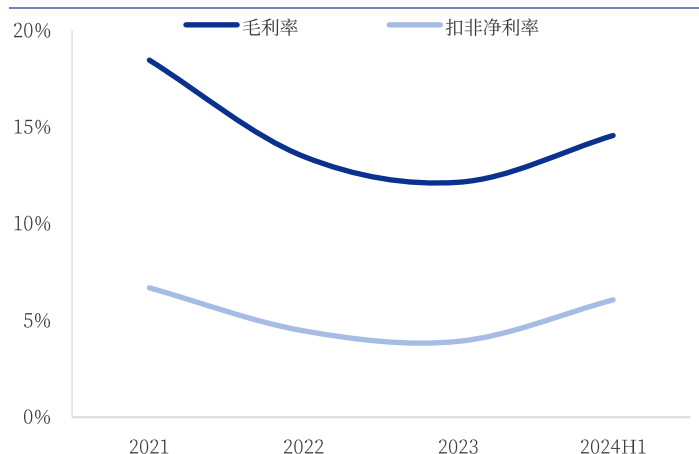
图32: 特种纸板块各季度扣非净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

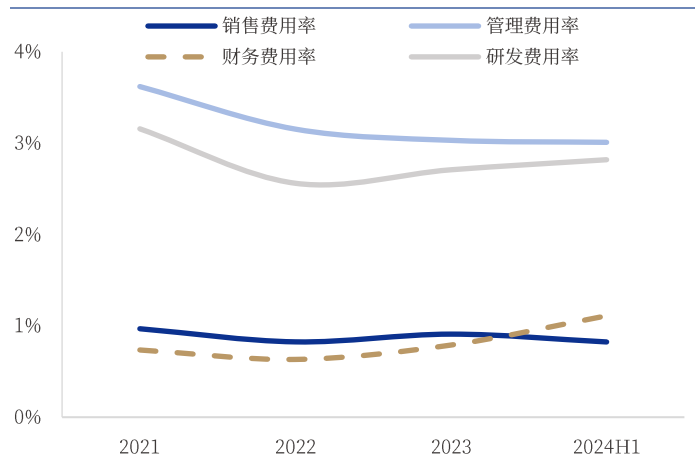
盈利能力同比改善, 24Q2 环比下滑, 波动大于浆纸系板块。2024年上半年, 特种纸板块毛利率为14.57%, 同比提升4.24 pct; 费用率为7.76%, 同比提升0.02 pct; 扣非净利率为6.07%, 同比提升3.74 pct。24Q2, 毛利率/费用率/净利率分别为13.88%/7.77%/5.47%, 同比分别变动+4.05 pct/-0.47 pct/+3.65 pct, 环比分别变动-1.42 pct/+0.02 pct/-1.23 pct

图33: 特种纸板块历年毛利率、扣非净利率



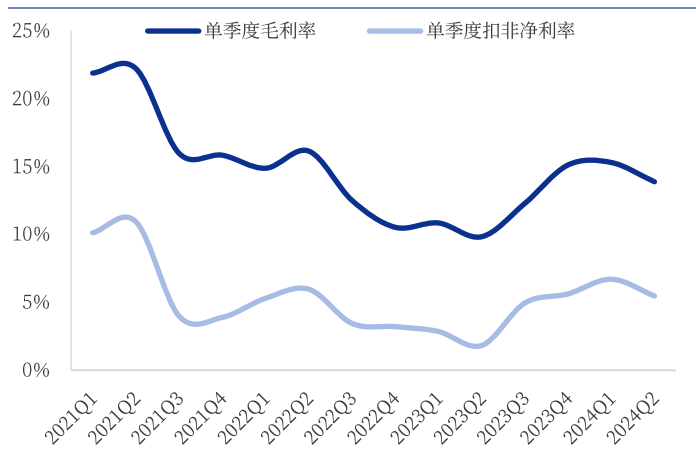
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 特种纸板块历年各项费用率



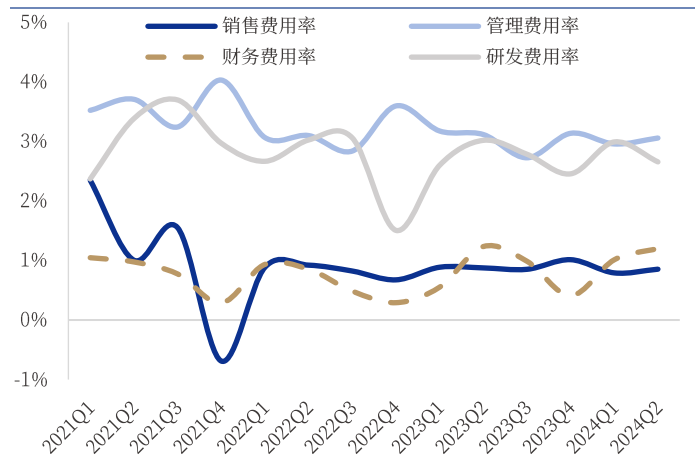
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图35: 特种纸板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: 特种纸板块各季度各项费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

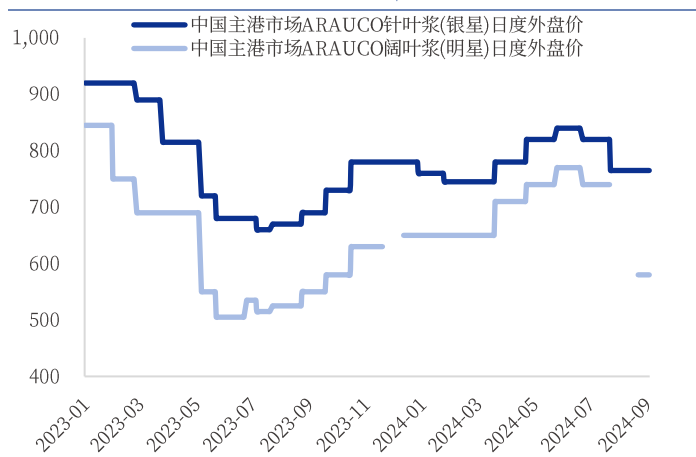
(二) 整体需求表现偏弱, 产能扩张压制价格表现

浆价复盘: 24 年以来, 欧洲需求旺盛&供应端扰动驱动前期浆价上行, 中国需求减少&产能投放带动浆价下降。

1 月初~5 月中下旬, 中国主港市场 ARAUCO 针叶浆(银星)、ARAUCO 阔叶浆(明星)日度外盘价最高分别上涨 10.53%、18.46%, 中国针叶浆、阔叶浆日度均价最高分别上涨 9.98%、16.6%。需求方面, 中国木浆需求保持平稳, 1~5 月中国木浆表观消费量同比增长 2.76%, 5 月单月增速转负为-5.42%; 欧洲木浆需求旺盛, 1~5 月化学浆消费量同比增长 10.72%, 2 月、4 月单月增速高达 14.25%、19.31%。同时, 供应端方面亦有芬兰罢工、巴西强降雨天气等因素影响。

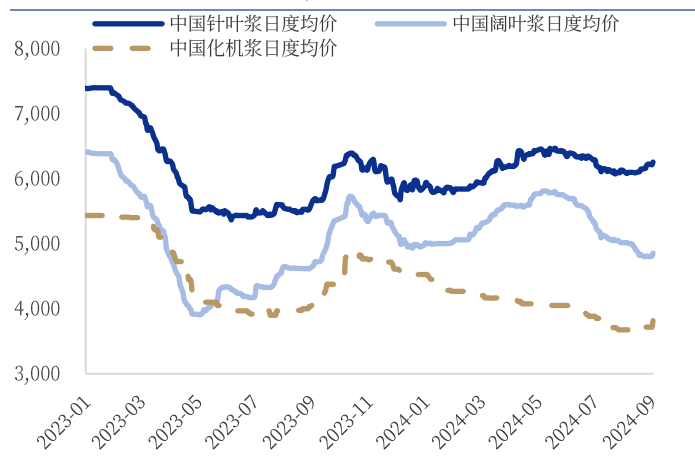
5 月中下旬~8 月底, 截至 9 月 4 日, 中国主港市场 ARAUCO 针叶浆(银星)、ARAUCO 阔叶浆(明星)日度外盘价分别较此前高点下跌 8.93%、24.68%, 中国针叶浆、阔叶浆日度均价分别较此前高点下跌 3.24%、16.45%。需求方面, 5 月中国木浆表观消费量增速转负, 5~7 月合计同比下降 8.12%; 欧洲需求保持良好, 但 7 月增速有所放缓, 5~7 月化学浆消费量同比增长 10.64%。供应方面, 7 月巴西 Suzano 塞拉多 255 万吨、联盛浆纸 166 万吨阔叶浆新产能正式投产。

图37: 中国主港市场纸浆外盘价(美元/吨)



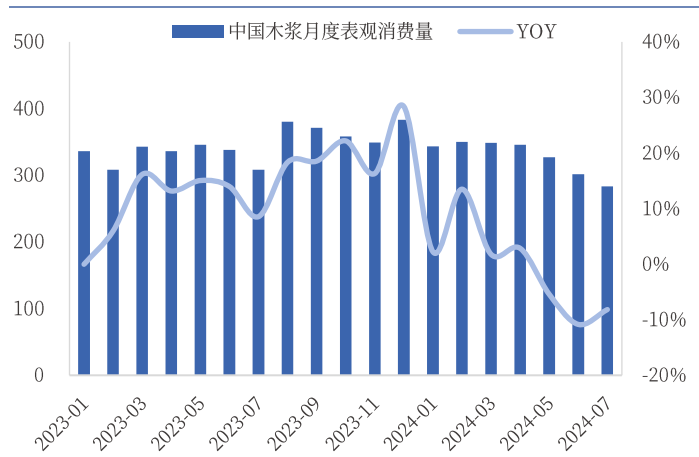
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图38: 中国纸浆日度均价(元/吨)



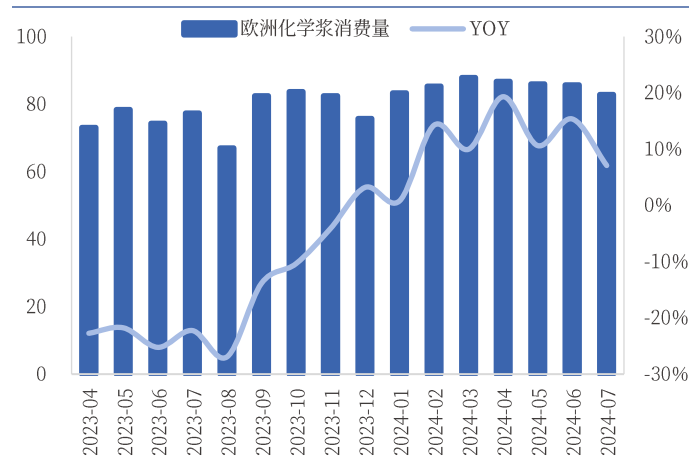
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图39: 中国木浆月度表观消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图40: 欧洲化学浆月度消费量 (万吨)



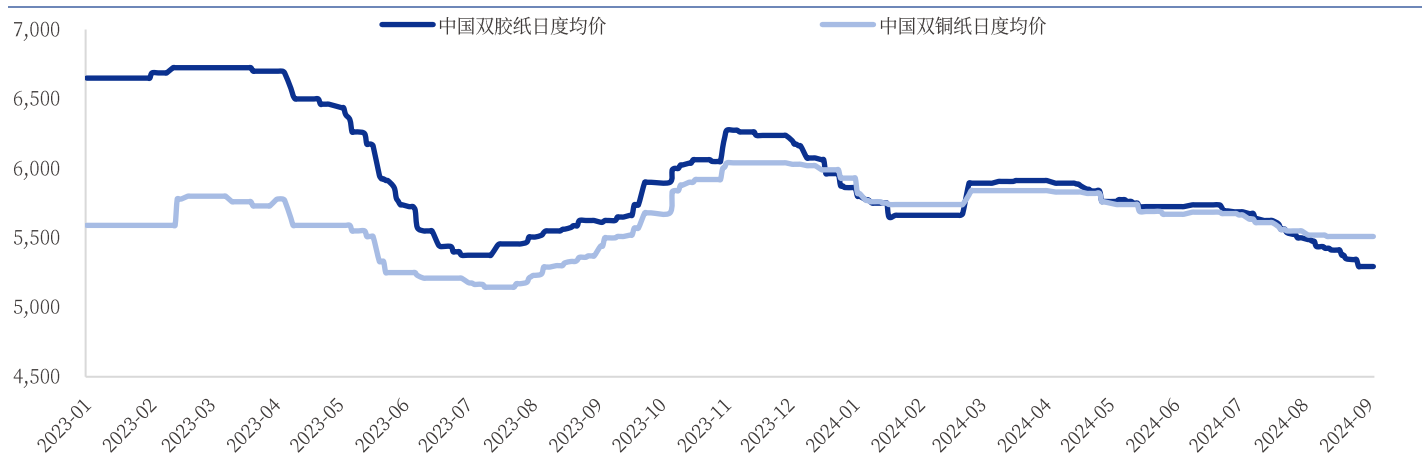
资料来源: UTIPULP, 卓创资讯, 中国银河证券研究院

文化纸价格表现疲软，双胶纸需求平稳、产能增加，双铜纸需求下降、产能稳定。文化纸在2月下旬~4月初在纸浆原材料成本上行支撑下有所涨价，随后价格持续向下延伸，截至9月5日，双胶纸、双铜纸价格分别较24年高点下降10.47%、5.65%。

双胶纸方面，整体需求维持稳定，1~7月表观消费量合计同比增长2.04%，部分单月虽有下滑，但降幅控制在个位数水平；产能持续扩张，2019~2024年复合增速达6.88%，2024年1月北海玖龙投产55万吨，预计Q4岳阳林纸、五洲特纸分别投产45、25万吨。

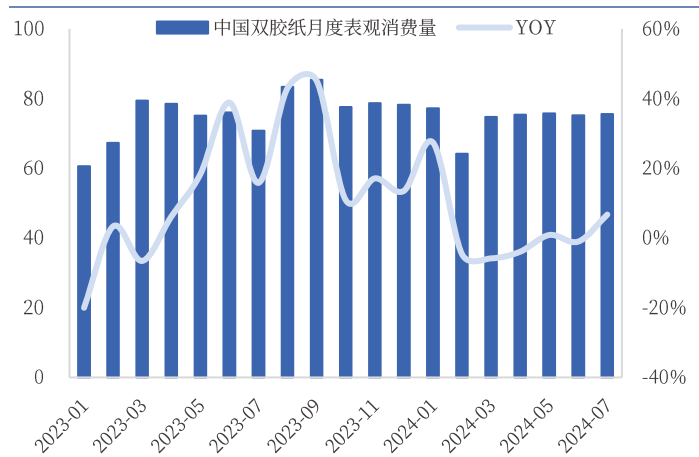
双铜纸方面，24年需求明显下滑，1~7月表观消费量合计同比下降18.98%；产能维持稳定，2015年以来均无新增产能，在产产能维持在745万吨水平。

图41: 中国文化纸日度均价 (元/吨)



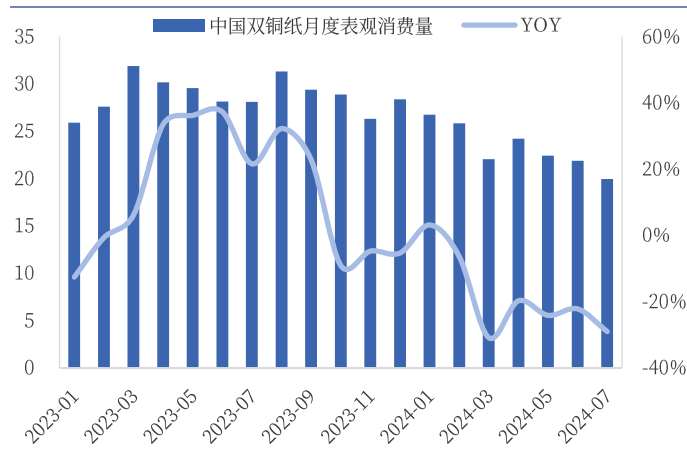
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图42: 中国双胶纸月度表观消费量 (万吨)



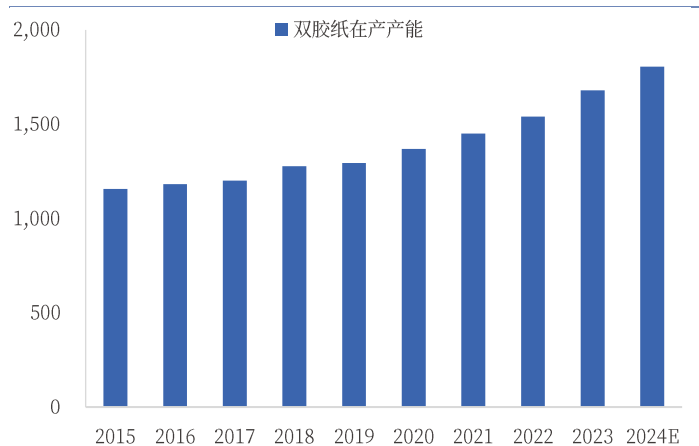
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图43: 中国双铜纸月度表观消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图44: 中国双胶纸产能情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

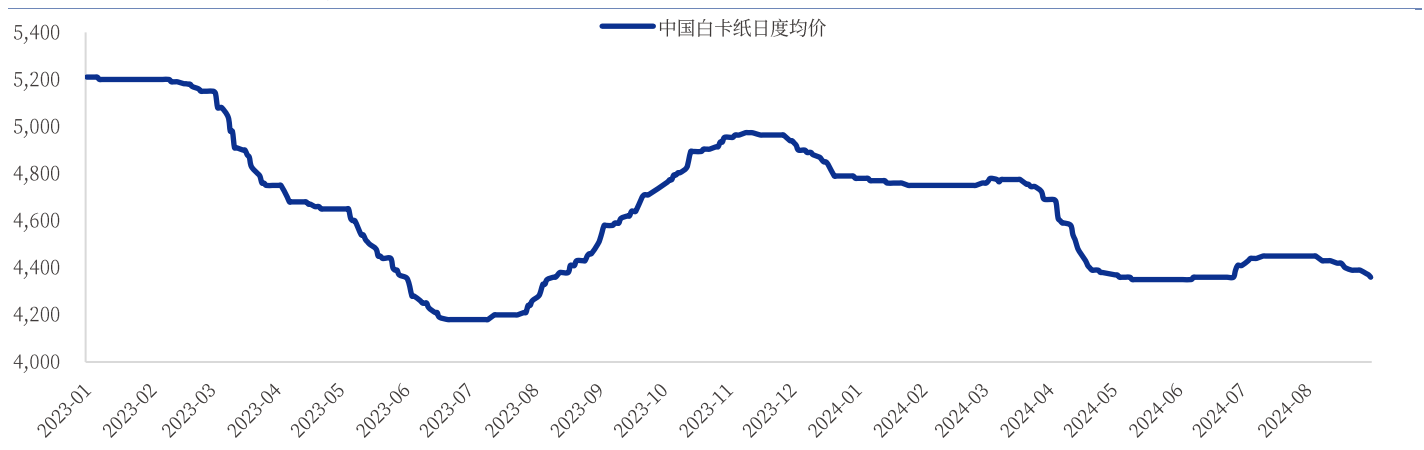
图45: 中国双铜纸产能情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

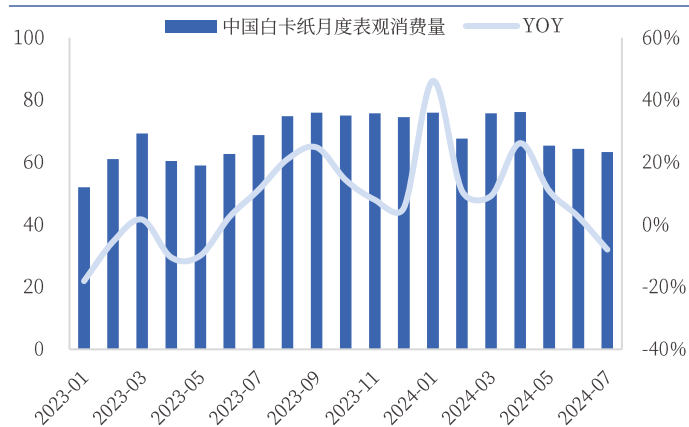
白卡纸需求边际弱化，产能持续扩张，供过于求压制价格表现。2024年以来，白卡纸价格持续下跌，截至9月5日已较年初下跌8.98%。需求来看，1~7月白卡纸表观消费量合计仍维持12.77%的增长，但4月以来边际弱化，7月单月增速下降至-7.99%。供给来看，白卡纸产能持续扩张，预计2024年、2025年、2026年分别增加210、372、178万吨，共计760万吨；其中北海玖龙120万吨预计将于24Q3投产，仙鹤股份60万吨预计将于24Q4投产。

图46: 中国白卡纸日度均价 (元/吨)



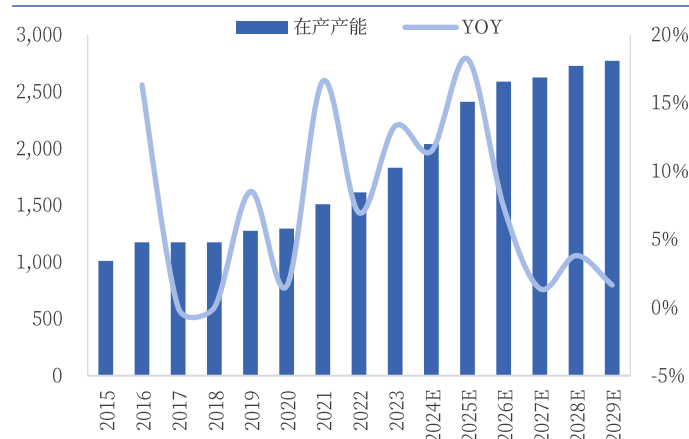
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图47：中国白卡纸月度表观消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

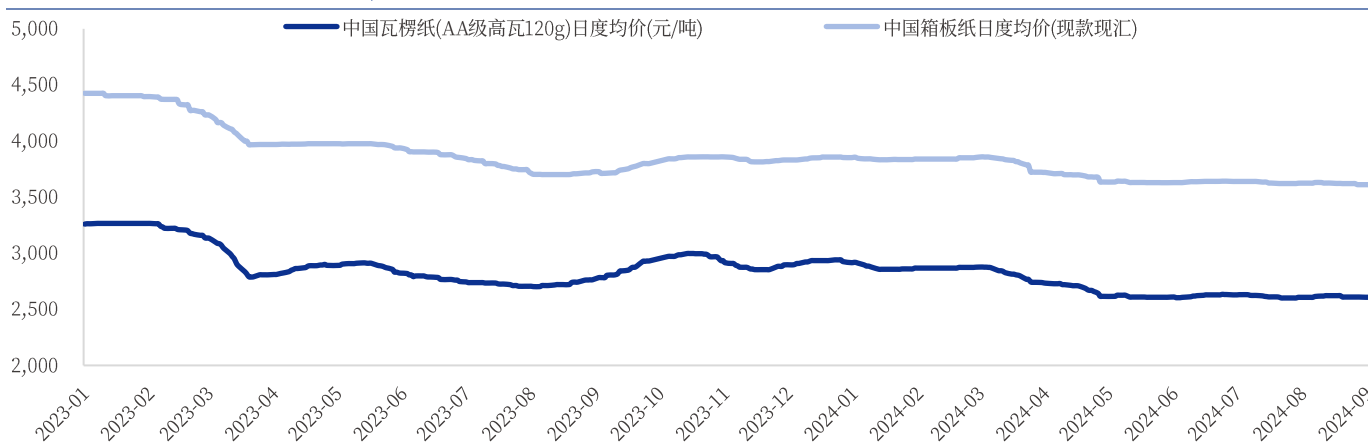
图48：中国白卡纸产能情况（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

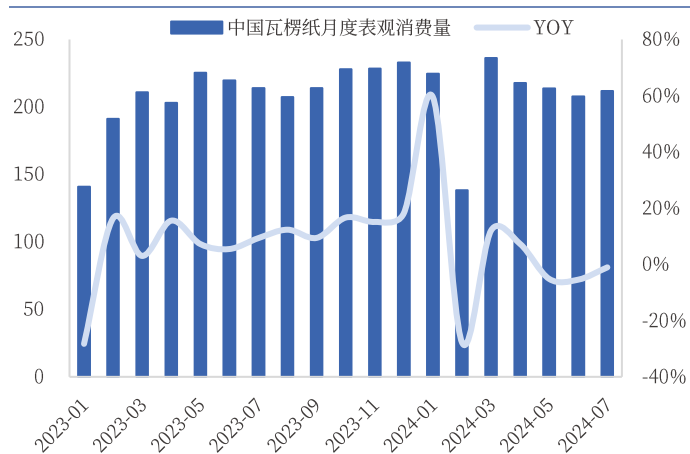
瓦楞箱板纸价格低位企稳，进口冲击逐渐消退。2024年以来，瓦楞箱板纸价格整体下行，均于5月企稳，瓦楞纸价格维持在2,600元/吨以上，箱板纸价格缓慢下滑但维持在3,600元/吨以上。需求方面，瓦楞箱板纸表观消费量24H1逐渐趋弱，6月增速分别为-5.43%、-8.87%，7月增速回升至-1.05%、-0.04%。供给方面，产能维持扩张态势，瓦楞纸、箱板纸2024年全年预计增产4.29%、6.97%，其中Q4预计将分别增加85、180万吨；同时，受海运影响，瓦楞箱板纸进口冲击有所减弱，5~7月合计进口量分别同比下降32.18%、0.51%。

图49：中国瓦楞箱板纸日度均价（元/吨）



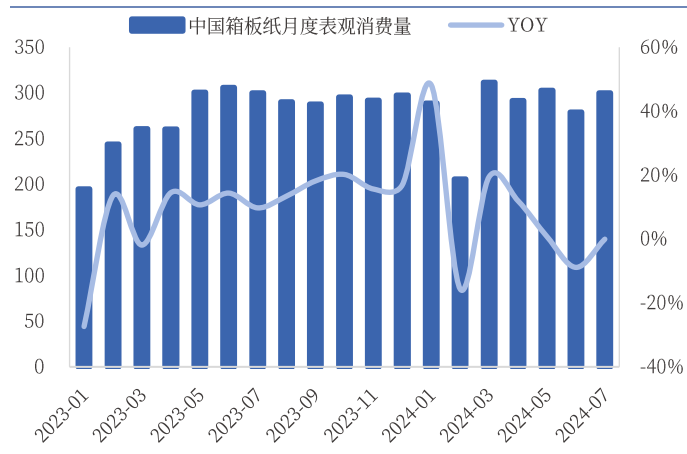
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图50: 中国瓦楞纸月度表观消费量 (万吨)



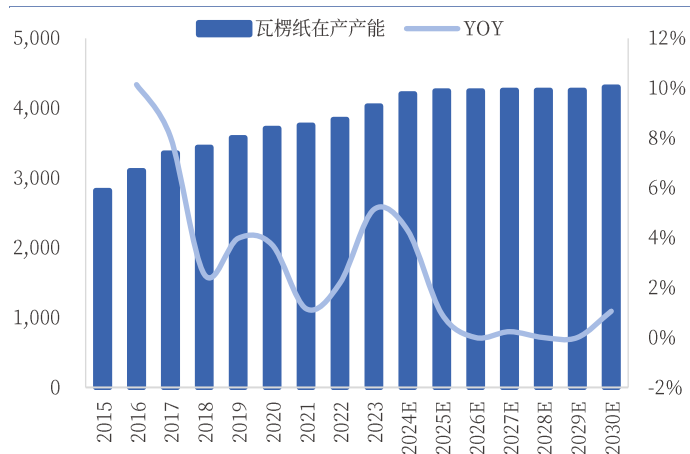
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图51: 中国箱板纸月度表观消费量 (万吨)



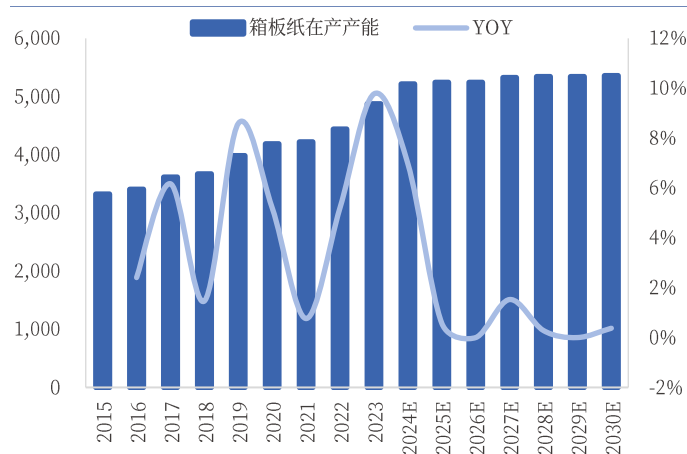
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图52: 中国瓦楞纸产能情况 (万吨)



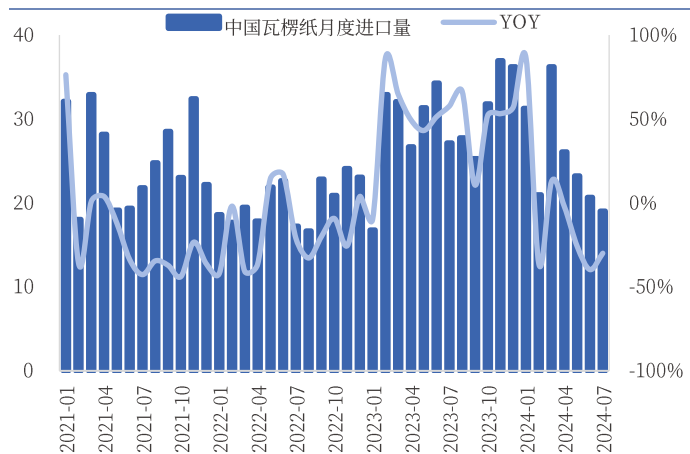
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图53: 中国箱板纸产能情况 (万吨)



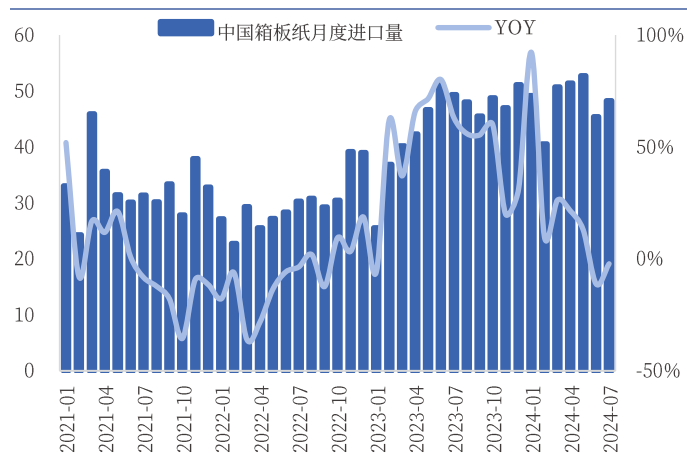
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图54: 中国瓦楞纸进口情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图55: 中国箱板纸进口情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

(三) 投资建议

关注旺季需求表现, 看好 Q4 浆纸系成本端改善。整体来看, 部分纸种需求保持稳健, 而大部

分纸种均不同程度上受到需求疲软影响，进而导致价格、利润表现较弱。市场逐渐进入旺季背景，预计终端需求将得到一定改善，进而支撑价格表现。8月末，华泰纸业、太阳纸业等龙头纸企均发布200元/吨文化纸涨价函。同时，受2月以来浆价持续上行影响，浆纸系企业Q2成本压力逐渐显现，预计将延续至Q3，而5月中下旬以来浆价下行，预计将带动Q4成本实现改善。

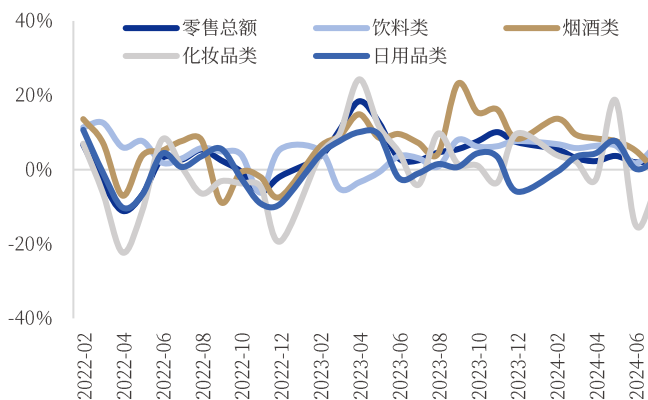
建议关注：浆纸系龙头**太阳纸业**（林浆纸一体化龙头，产能布局驱动规模效应及成本优势不断扩大），特种纸龙头**华旺科技**（深耕装饰原纸领域，产能布局扩张，外销持续发力）、**仙鹤股份**（多元化产品布局，林浆纸一体化带动盈利中枢提升，大规模产能不断落地）。

三、包装：需求端长期驱动力稳健，头部企业马太效应凸显

下游消费需求平稳修复，驱动行业稳健增长。2024 年前 7 月我国社会消费品零售额累计同比 +3.5%，其中限额以上企业零售额饮料类/烟酒类/化妆品类/日用品类累计同比分别 3.5%/8.7%/5.6%/2.3%/0.3%。下游消费品需求平稳修复，驱动行业订单数量回暖，整体实现稳健增长。

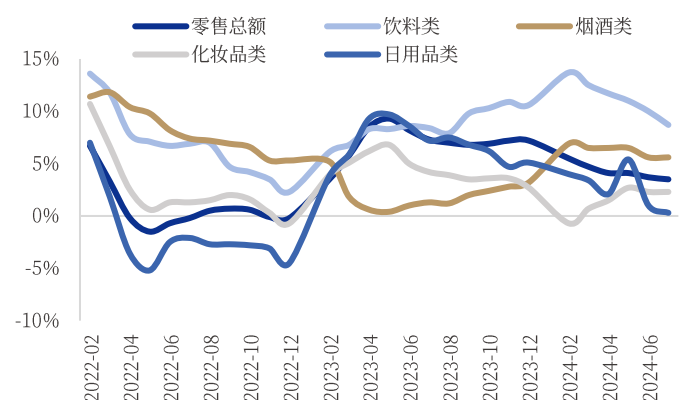
另一方面，下游行业处于环保、提高产品附加值等考量对产品包装材料进行转换，也对上游包装企业存在一定利好，如纸质包装对塑料包装的替代直接利好纸包装龙头企业，而啤酒、软饮料罐化率的提高对上游金属包装企业需求也有一定拉动作用。

图56：社会零售总额及限额以上企业商品零售额同比变动情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图57：社会零售总额及限额以上企业商品零售额累计变动情况



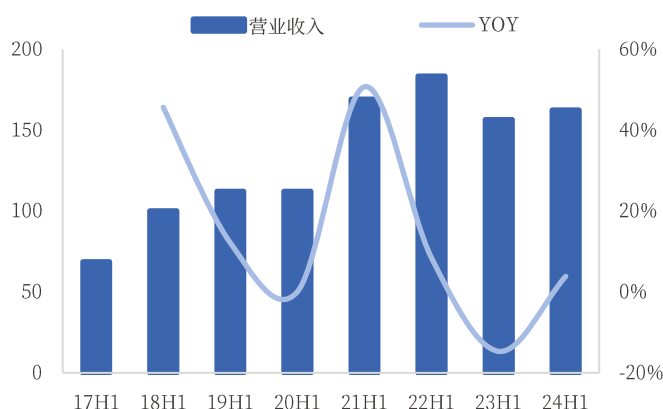
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

(一) 软体包装：纸代塑进程稳步推进，企业业绩表现分化

选取【裕同科技、大胜达、合兴包装、永新股份、上海艾录】五家上市公司对行业业绩表现进行分析，24H1 五家上市公司共实现营业收入 162.4 亿元，同比+4%；实现归母净利润 8.7 亿元，同比+13%。整体看收入端同比改善，盈利端略有下滑。各家公司业绩呈现分化。

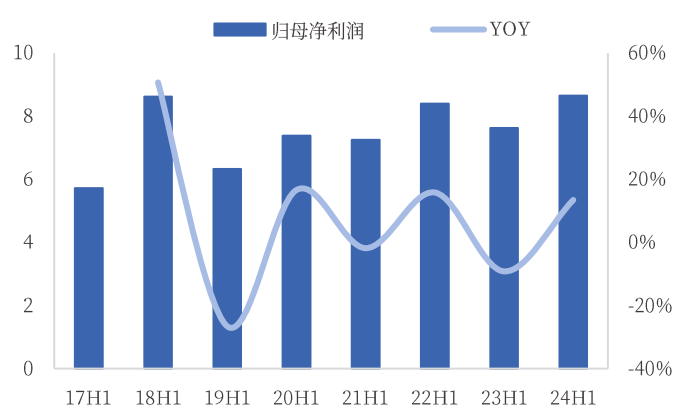
纸代塑为行业必然趋势。裕同科技和上海艾录收入端表现较优秀，分别同比+16%/16%，主要受益于纸代塑必然趋势下，公司纸包装和环保包装业务的稳健增长。24H1 裕同科技纸质精品包装/环保纸塑产品包装业务分别同比+15.2%/24.2%；上海艾录工业用纸/复合塑料包装业务分别同比 22.8%/-11.1%。

图58: 软体包装板块营业收入及同比变动 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图59: 软体包装板块归母净利润及同比变动 (亿元)

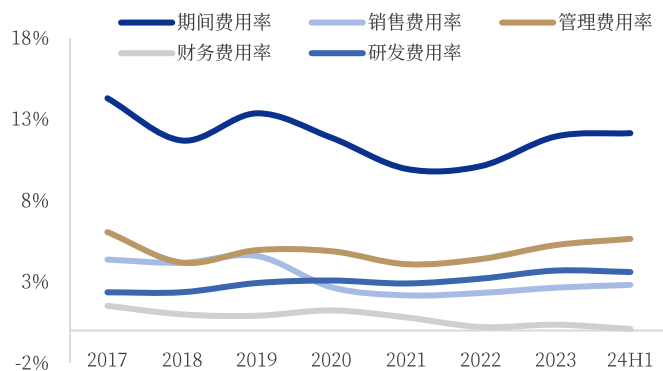


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

24H1 五家软体包装公司平均期间费用率为 12.2%，同比+0.8pct。其中销售费用率/管理费用率分别为 2.4%/6.0%，同比分别+0.1/0.2pct；财务费用率/研发费用率分别为 0.1%/3.6%，同比+0.3/0.1pct。

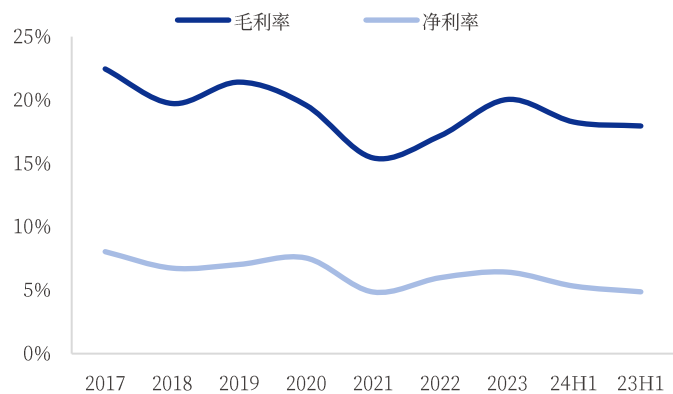
24H1 五家软体包装公司平均毛利率 18.3%，同比+0.3pct；平均归母净利率 5.1%，同比基本持平。其中上海艾录净利率提升较显著，24H1 同比+3.2pct 至 9.0%，主要因公司降本增效下提高议价能力和供应链建设，原料采购成本下降，导致毛利率同比+3.2%。

图60: 软体包装板块期间费用率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图61: 软体包装板块销售毛利率及同比变动



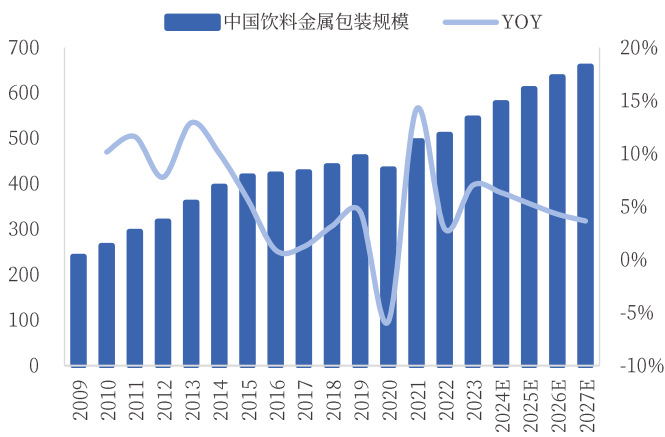
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

积极产能扩张，强化可持续发展能力。多家公司积极进行产能布局，力求快速对增量需求快速响应。裕同科技 24H1 海外首家智能工厂（越南工厂）投产，并同步启动 6 个智能工厂建设，进一步强化全球产能布局，为降本增效和市场拓展奠定基础。上海艾录“工业用纸包装生产项目”将于 24H2 陆续投产，全部投产后预计新增工业用纸包装袋产线 6 亿条，智能包装设备产线 46 套。

(二) 金属包装：下游行业罐化率提升，持续贡献增量市场

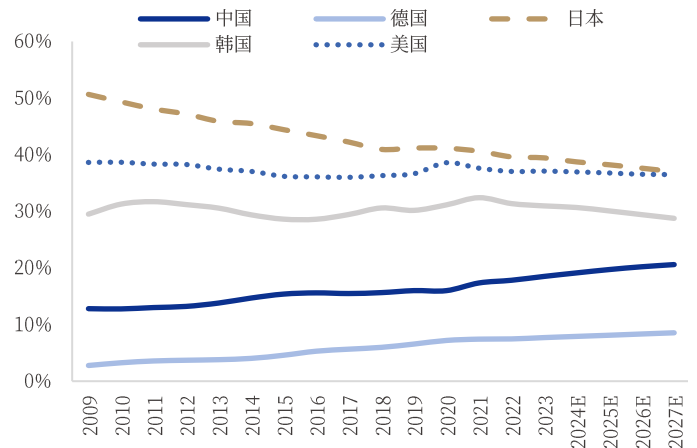
金属包装市场持续扩容。据 Euromonitor 统计数据，2023 年中国饮料金属包装市场规模为 544.44 亿元，同比增长 7.01%，预计未来将以 4.88% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 658.82 亿元。

图62: 中国饮料金属包装规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图63: 中国饮料包装中金属包装渗透率



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

细分行业看:

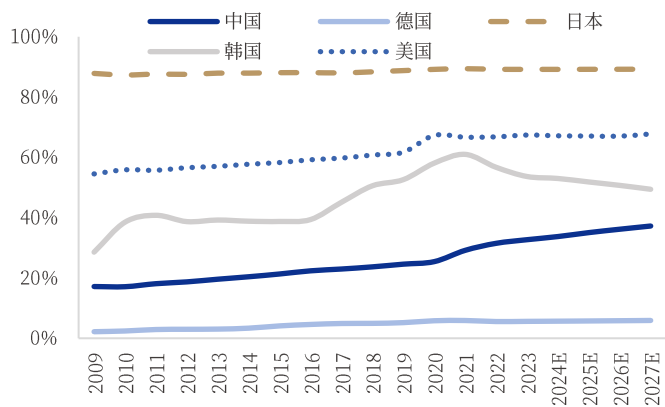
1) 啤酒行业: 拉罐产品相较于玻璃瓶产品, 具有更高的附加值, 有利于推动产品高端化, 故下游企业持续积极推动罐化率提升。2023年, 中国啤酒金属包装规模为296.12亿元, 同比增长10.77%, 预计未来将以6.02%的CAGR继续成长, 并于2027年达到374.18亿元。2023年中国啤酒罐化率为32.69%, 对标日本(89.18%)、韩国(53.65%)、美国(67.4%)仍有较大提升空间。

2) 即饮茶: 2023年, 中国即饮茶金属包装规模为101.16亿元, 同比下降0.51%, 预计未来将以1.95%的CAGR继续成长, 并于2027年达到109.26亿元。

3) 能量饮料: 2023年, 中国能量饮料金属包装规模为65.06亿元, 同比增长8.05%, 预计未来将以5.37%的CAGR继续成长, 并于2027年达到80.2亿元。

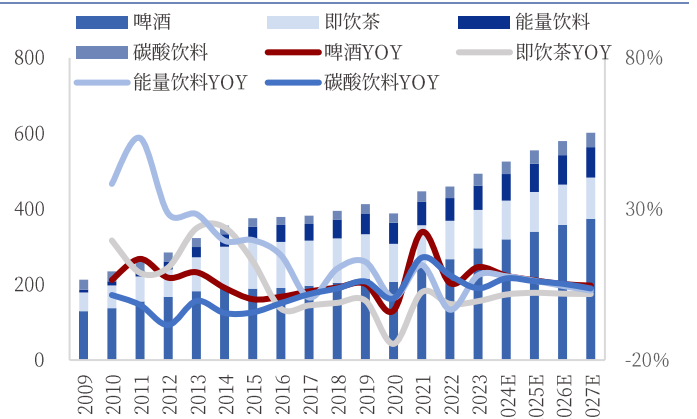
4) 碳酸饮料: 2023年, 中国碳酸饮料金属包装规模为31.05亿元, 同比增长3.77%, 预计未来将以5.52%的CAGR继续成长, 并于2027年达到38.49亿元。

图64: 各国啤酒罐化率



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图65: 我国各类饮料金属包装规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

中长期来看, 下游需求提升持续利好龙头金属包装公司。短期看, 行业内资源整合有助于推动竞争格局进一步优化, 提高龙头公司盈利能力。

重点公司业绩信息:

奥瑞金: 24H1 金属包装稳健发展, 灌装业务较小体量下快速增长, 分别实现收入 63.6 / 1 亿

元，同比分别+2.66% / +48.49%。受益于原材料成本下行，毛利率同比+1.9pct，管理费用率/销售费用率同比分别+0.7/0.2pct，归母净利率同比+1.1。公司通过优化供应链管理和重大资产购买项目等方式进行资源整合，实现高质量发展。

表3：代表性金属包装公司 24H1 业绩情况

	收入			归母净利润			归母净利率		
	23H1	24H1	YOY	23H1	24H1	YOY	23H1	24H1	YOY
奥瑞金	71.25	72.06	1.1%	4.63	5.48	18.4%	6.50%	7.60%	1.1
宝钢包装	37.89	40.01	5.6%	1.27	0.93	-26.6%	3.40%	2.30%	-1.0
昇兴股份	33.44	32.21	-3.7%	1.58	2.34	47.8%	4.70%	7.30%	2.5
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	23H1	24H1	YOY	23H1	24H1	YOY	23H1	24H1	YOY
奥瑞金	15.90%	17.80%	1.9	1.40%	1.60%	0.2	4.10%	4.80%	0.7
宝钢包装	9.20%	7.90%	-1.2	1.10%	1.20%	0.1	2.70%	2.50%	-0.2
昇兴股份	11.30%	14.70%	3.4	1.10%	0.50%	-0.6	3.40%	3.80%	0.5

资料来源：三家公司公告、中国银河证券研究院

（三）投资建议

在下游行业需求平稳修复背景下，行业资源整合加速，头部企业收入增长呈现韧性，盈利能力持续提升。1) **软体包装行业**，纸代塑已成为行业必然趋势，利好纸包装和环保包装企业，建议关注**裕同科技**（全球产能布局逐渐完善）、**上海艾录**（新增扩产项目即将投产）；2) **金属包装行业**，伴随下游啤酒饮料行业罐化率提升，行业需求稳步增长。产能和资源整合下，头部企业马太效应凸显，行业竞争格局将进一步集中。建议关注**奥瑞金**（优化供应链管理/重大资产购买项目，盈利能力稳步提升）。

四、轻工出口：营收持续成长，海运影响短期利润

24Q2 出口企业营收延续成长。整体来看，伴随海外客户去库结束，轻工出口企业自 23Q2、Q3 以来普遍保持双位数成长，24Q2 同样实现亮眼表现，部分企业因节奏差异仍受益于订单修复，而部分企业则受益于业务的有效拓展，驱动营收规模扩张。

海运问题影响利润表现。受地缘政治冲突影响，全球海运运力下降，一方面造成海运费大幅上涨，货运成本明显提升，另一方面造成海运周期延长，出口收入确认节奏变化。轻工出口企业 24Q2 利润表现明显弱于收入，部分企业代工业务海运成本由客户承担，利润增长同营收增长相匹配；而自主品牌业务由公司自己承担海运成本上涨，如致欧科技在 24Q2 营收增长 36.55%的情况下，扣非净利润同比下降 50.4%。

表4：轻工出口企业营收及扣非净利润各季度同比增速（%）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
301376.SZ	营收 YOY	-4.07	-19.29	-4.84	-3.91	-11.18	-0.38	13.92	44.98	45.30	36.55
致欧科技	扣非净利 YOY	-25.70	-6.31			82.34	116.46			13.61	-50.40
301061.SZ	营收 YOY	1.06	-39.01	-35.62	-18.77	-7.43	61.74	55.83	32.00	30.66	25.20
匠心家居	扣非净利 YOY	-25.30	45.42	-19.86	-2.57	0.34	14.02	58.18	21.45	82.93	28.90
301004.SZ	营收 YOY	131.21	97.14	116.24	120.35	32.46	49.75	51.82	29.21	78.20	78.13
嘉益股份	扣非净利 YOY	154.50	165.15	236.55	420.40	79.51	133.40	74.51	38.04	111.55	77.64
301193.SZ	营收 YOY	35.82	111.83	79.19	20.48	-20.82	-24.29	-21.07	24.20	52.03	29.20
家联科技	扣非净利 YOY	18.33	249.58	358.35	189.54	-47.43	-74.70	-70.74	-183.22	8.28	-23.57
605099.SH	营收 YOY	27.78	0.34	9.13	-6.23	-17.97	12.16	1.43	5.18	23.14	15.44
共创草坪	扣非净利 YOY	-14.82	17.15	41.81	50.17	2.21	11.59	-11.89	-10.68	40.38	19.86
603600.SH	营收 YOY	-5.46	-10.10	-7.06	-27.91	-30.90	-30.17	-1.38	19.70	22.96	42.37
永艺股份	扣非净利 YOY	2.96	43.10	86.87	1030.89	-19.36	13.75	0.45	-72.00	21.60	-5.81
603661.SH	营收 YOY	35.66	12.78	7.36	4.31	20.84	25.72	27.09	28.34	38.98	25.68
恒林股份	扣非净利 YOY	8.87	85.78	10.28	-112.01	12.63	10.33	-9.99		33.96	-29.23
300729.SZ	营收 YOY	15.83	6.38	8.63	16.20	4.29	12.34	31.90	35.73	40.83	48.08
乐歌股份	扣非净利 YOY	-109.66%	-66.04%	82.94%	198.39%		423.23%	23.95%	160.64%	100.09%	6.47%
603408.SH	营收 YOY	6.67	-1.08	-17.97	-30.29	-29.00	-11.57	22.11	47.27	42.68	20.11
建霖家居	扣非净利 YOY	-10.89	68.75	55.88	9.03	-68.67	-17.61	-10.31	99.61	324.71	7.97
603610.SH	营收 YOY	14.05	2.17	-20.24	-30.11	-6.37	19.89	27.18	29.99	8.48	-14.98
麒盛科技	扣非净利 YOY	-11.09	6.09	-26.04	-194.04	-84.07	44.34	36.62		495.84	-30.84
605155.SH	营收 YOY	23.48	-2.08	8.93	2.37	4.98	38.08	26.14	39.83	38.33	28.15
西大门	扣非净利 YOY	7.13	-21.51	17.47	-5.04	-8.05	56.04	17.95	-3.15	29.37	10.55
603992.SH	营收 YOY	49.30	36.99	-2.69	-29.09	-23.72	-13.99	3.14	13.71	12.61	-3.00
松霖科技	扣非净利 YOY	-3.21	96.10	33.04	-55.65	-38.24	-13.14	82.65	125.96	156.89	9.95
002615.SZ	营收 YOY	15.67	24.93	2.54	-27.23	-35.90	-21.35	27.67	32.36	58.58	42.44
哈尔斯	扣非净利 YOY	13.89	240.32	73.75	-43.96	-99.56	-41.92	79.05	137.83	1320.61	89.76
603313.SH	营收 YOY	13.46	-3.54	-10.21	-3.92	-20.74	-1.95	6.55	15.96	7.08	11.88
梦百合	扣非净利 YOY	48.13	154.48	214.26	72.66	-81.18	186.80	2.83	53.81	262.74	-58.36
001222.SZ	营收 YOY	40.36	-13.65	-33.75	-27.42	-46.23	22.30	27.51	53.05	30.67	23.05
源飞宠物	扣非净利 YOY	69.13	126.90			-64.01	2.56	27.23	21.52	59.66	-15.86

301335.SZ	营收 YOY	14.97	-2.59	25.68	-27.48	0.72	31.26	-18.74	34.60	17.90	29.76
天元宠物	扣非净利 YOY	8.32	32.38	56.17	28.11	-31.06	-41.61	-65.10	-37.31	-16.12	-24.64
605080.SH	营收 YOY	46.61	13.16	-1.19	-19.79	-27.23	-5.12	-15.80	6.70	13.83	12.64
浙江自然	扣非净利 YOY			2.67	-97.46	-31.02	-29.38	-53.96	465.84	4.41	11.33

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

美国即将开启降息, 看好海外家居需求表现。8月23日, 美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表讲话, 表示“货币政策调整的时刻已经到来”, 基本确立美联储降息拐点来临。根据银河宏观观点, 预计美联储将进行2~3次降息、累计50~78BP。美国成屋市场同利率水平高度相关, 我们预计未来伴随美联储降息落地, 美国房地产市场料将复苏, 进而带动海外家居需求释放。

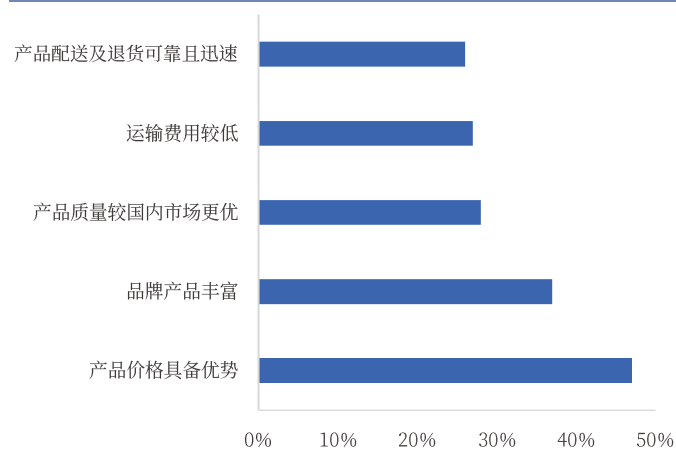
图66: 美国成屋销售及联邦基金利率 (万套)



资料来源: FinD, 中国银河证券研究院

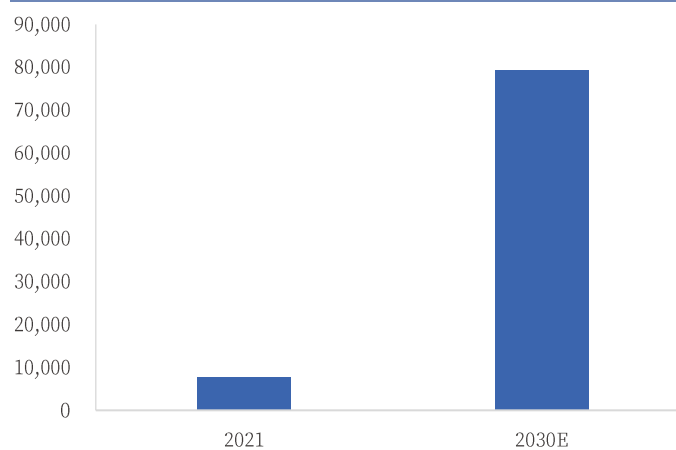
全球 B2C 跨境电商市场规模快速成长。根据 Global-e 统计数据, 分别有 47%、37% 的消费者表示产品性价比、产品丰富度是他们使用跨境电商购物的核心原因。此外, 他们同样关注产品质量 (28%)、运输费用 (27%)、运输及退货的可靠性和便捷性 (26%)。市场规模来看, 2021 年, 全球 B2C 跨境电商市场规模为 7,850 亿美元, 预计 2030 年将达到 79,380 亿美元, 9 年 CAGR 有望达到 29%。

图67: 线上买家跨境购物的主要原因 (2022 年)



资料来源: Global-e, Statista, 中国银河证券研究院

图68: 全球 B2C 跨境电商市场规模 (亿美元)



资料来源: GlobeNewswire, Statista, 中国银河证券研究院

代工龙头布局跨境电商, 乐歌股份海外仓业务优势突出。中国轻工出口企业多为全球细分领域代工龙头, 同海外头部企业建立深入合作。部分企业提前布局跨境电商市场, 在前期持续积累经营经验, 并在近几年市场快速扩张过程中实现亮眼表现。同时, 致欧科技在设立之初便坚持以自主品牌模式布局家居领域的跨境电商业务, 借助中国的供应链优势发展, 在多个海外国家排名前列。

此外，乐歌股份前瞻性布局海外仓业务，2022年至2023年提前以较低价格在美国核心港口区域储备5,000亩工业物流用地，稳步提高自建海外仓占比，实现成本优势。

表5: 轻工企业跨境电商布局梳理

公司名称	产品&服务	跨境电商经营情况
致欧科技	家居	2023年，跨境电商零售59.84亿元，+11.26%。截至2024Q1，亚马逊德国站点公司产品在细分品类中排名位于TOP20以内的ASIN有314个，法国站点有340个，美国站点有91个。公司亚马逊德国、法国、英国和意大利等站点在家居家具品类中排名第1。
乐歌股份	人体工学智能家居/海外仓	2023年，跨境电商销售17.73亿元，+12.59%，其中独立站6.71亿元，+16.72%；海外仓收入9.51亿元，+94.03%。“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛、乐天、雅虎等电商平台升降桌品类销量排名第一；乐歌海外仓累计服务超过600家出海企业，全年包裹发货数量近500万个，为Fedex全球Top100客户。
恒林股份	家居	2023年，电商业务实现营收16.21亿元，+60.5%。公司跨境电商以美国亚马逊平台为主，2023年已入驻tiktokshop、shein等平台。根据雨果跨境数据，公司2023年度在Tiktok平台实现家居类目第一的销量。
西大门	功能性遮阳材料	2023年，遮阳成品实现营收1.48亿元，+136.43%。公司成品外销以跨境电商渠道为主，目前主要为亚马逊平台。
梦百合	床垫	2023年，公司境外线上业务实现主营业务收入9.66亿元，+116.17%。公司基于工厂成本优势和产品供应链优势，通过亚马逊（北美、欧洲，日本站）、Walmart、Wayfair、Overstock等销售平台及自主搭建的部分跨境电商平台进行销售。
哈尔斯	保温杯	目前跨境电商业务区分2B和2C两个板块，主要平台包括阿里巴巴国际站、亚马逊、来赞达，现已覆盖9个主要亚马逊海外站，2023年业绩显著增长。
广博股份	家居家具、婴童产品等	2023年，公司跨境电商实现1.38亿元，-18.5%，先后对家居家具、婴童产品等类别进行升级。
康力源	健身器材	2022年跨境销售额达7,000万元，2023年突破2亿元。公司自2018年开始发展跨境电商业务，依托“WINNOW”等自有品牌在亚马逊平台开设店铺面向美国、欧洲等终端客户销售产品。
浙江正特	户外休闲家具及用品	公司大力发展跨境电商业务，自主品牌“ABBA PATIO”“SORARA”“GARDENSOL”“MIRADOR”的相关产品在美国、欧洲通过亚马逊、Wayfair等电子商务平台进行销售。
中源家居	功能/固定沙发	2023年，公司跨境电商实现5.81亿元，同比增长114.44%。2023年9月，公司在美国新租赁1.73万平方米的仓库，加大海外仓的投资，并聚焦三大平台运营。

资料来源：致欧科技、乐歌股份、恒林股份、西大门、梦百合、哈尔斯、广博股份、康力源、浙江正特、中源家居公司公告，中国银河证券研究院

全球轻工细分市场需求表现较优，中国企业制造优势明显，外销规模持续增长。美国成屋市场同利率水平高度相关，我们预计未来伴随美联储降息落地，美国房地产市场料将复苏，进而带动海外家居需求释放。同时，跨境电商市场蓬勃发展，轻工相关品类受欢迎程度排名前列，轻工企业品牌出海成效显著。

建议关注：致欧科技（家居跨境电商龙头，品类、渠道拓展空间广阔）、**匠心家居**（强产品力助力市场拓展，战略探索海外自主品牌建设）、**嘉益股份**（专注代工服务大客户，绑定Stanley实现快速成长）、**乐歌股份**（自主品牌深化渠道布局、拓展新品类，海外仓前瞻布局实现扩张）、**恒林股份**（制造代工稳健发展，跨境电商布局高速成长）、**永艺股份**（全球产能布局助力份额提升，内销自主品牌建设持续突破）。

五、风险提示

地产下行致需求修复不及预期的风险。家居等子板块需求与房地产市场表现高度相关，近期中央及地方频发地产支持政策，但若地产销售及竣工仍无法得到有效提振，将直接影响未来家居需求。

原材料成本上行的风险。各企业产品成本中原材料均占据一定比例，若原材料价格大幅上涨则将增加企业的成本压力，进而影响企业的经营利润。

行业竞争加剧的风险。市场竞争加剧可能导致企业销售费用投入增加，销售价格下行，从而影响业务体量及盈利能力。

贸易政策及地缘关系不确定的风险。国际地缘政治冲突将影响航运，航运价格上涨或周期延长均将对出口企业造成影响。

图表目录

图 1: 中国商品房累计销售面积及同比变动 (万平方米)	4
图 2: 中国商品房累计销售额及同比变动 (亿元)	4
图 3: 我国家具类零售额当月值及同比变动 (亿元)	4
图 4: 我国家具类零售额累计值及同比变动 (亿元)	4
图 5: 定制家居板块营收总额及同比变动 (亿元)	5
图 6: 定制家居板块归母净利润总额及同比变动 (亿元)	5
图 7: 定制家居板块期间费用率变化情况	5
图 8: 定制家居板块毛利率及净利率变动情况	5
图 9: 软体家居板块营业收入及同比变动 (亿元)	6
图 10: 软体家居板块归母净利润及同比变动 (亿元)	6
图 11: 软体家居板块期间费用率变动情况	6
图 12: 软体家居板块毛利率及净利率变动情况	6
图 13: 浆纸系板块历年营业收入 (亿元)	9
图 14: 浆纸系板块历年扣非净利润 (亿元)	9
图 15: 浆纸系板块各季度营业收入 (亿元)	10
图 16: 浆纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)	10
图 17: 浆纸系板块历年毛利率、扣非净利率	10
图 18: 浆纸系板块历年各项费用率	10
图 19: 浆纸系板块各季度毛利率、扣非净利率	10
图 20: 浆纸系板块各季度各项费用率	10
图 21: 废纸系板块历年营业收入 (亿元)	11
图 22: 废纸系板块历年扣非净利润 (亿元)	11
图 23: 废纸系板块各季度营业收入 (亿元)	11
图 24: 废纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)	11
图 25: 废纸系板块历年毛利率、扣非净利率	12
图 26: 废纸系板块历年各项费用率	12
图 27: 废纸系板块各季度毛利率、扣非净利率	12
图 28: 废纸系板块各季度各项费用率	12
图 29: 特种纸板块历年营业收入 (亿元)	13
图 30: 特种纸板块历年扣非净利润 (亿元)	13
图 31: 特种纸板块各季度营业收入 (亿元)	13
图 32: 特种纸板块各季度扣非净利润 (亿元)	13
图 33: 特种纸板块历年毛利率、扣非净利率	13
图 34: 特种纸板块历年各项费用率	13

图 35: 特种纸板块各季度毛利率、扣非净利率	14
图 36: 特种纸板块各季度各项费用率	14
图 37: 中国主港市场纸浆外盘价 (美元/吨)	14
图 38: 中国纸浆日度均价 (元/吨)	14
图 39: 中国木浆月度表观消费量 (万吨)	15
图 40: 欧洲化学浆月度消费量 (万吨)	15
图 41: 中国文化纸日度均价 (元/吨)	15
图 42: 中国双胶纸月度表观消费量 (万吨)	16
图 43: 中国双铜纸月度表观消费量 (万吨)	16
图 44: 中国双胶纸产能情况 (万吨)	16
图 45: 中国双铜纸产能情况 (万吨)	16
图 46: 中国白卡纸日度均价 (元/吨)	16
图 47: 中国白卡纸月度表观消费量 (万吨)	17
图 48: 中国白卡纸产能情况 (万吨)	17
图 49: 中国瓦楞箱板纸日度均价 (元/吨)	17
图 50: 中国瓦楞纸月度表观消费量 (万吨)	18
图 51: 中国箱板纸月度表观消费量 (万吨)	18
图 52: 中国瓦楞纸产能情况 (万吨)	18
图 53: 中国箱板纸产能情况 (万吨)	18
图 54: 中国瓦楞纸进口情况 (万吨)	18
图 55: 中国箱板纸进口情况 (万吨)	18
图 56: 社会零售总额及限额以上企业商品零售额同比变动情况	20
图 57: 社会零售总额及限额以上企业商品零售额累计变动情况	20
图 58: 软体包装板块营业收入及同比变动 (亿元)	21
图 59: 软体包装板块归母净利润及同比变动 (亿元)	21
图 60: 软体包装板块期间费用率变动情况	21
图 61: 软体包装板块销售毛利率及同比变动	21
图 62: 中国饮料金属包装规模 (亿元)	22
图 63: 中国饮料包装中金属包装渗透率	22
图 64: 各国啤酒罐化率	22
图 65: 我国各类饮料金属包装规模 (亿元)	22
图 66: 美国成屋销售及联邦基金利率 (万套)	25
图 67: 线上买家跨境购物的主要原因 (2022 年)	25
图 68: 全球 B2C 跨境电商市场规模 (亿美元)	25
表 1: 代表性公司收入分渠道情况 (亿元)	5

表 2: 部分地区家居“以旧换新”最新政策概览.....	7
表 3: 代表性金属包装公司 24H1 业绩情况.....	23
表 4: 轻工出口企业营收及扣非净利润各季度同比增速 (%)	24
表 5: 轻工企业跨境电商布局梳理	26

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14 年行业分析师经验、10 年轻工制造行业分析师经验。

刘立思，轻工行业分析师，中央财经大学本硕，2022 年 7 月加入中国银河证券研究院，主要从事轻工制造行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn