



“双 11”+国补再加码，家居需求拐点或至

2024 年 11 月 8 日

核心观点

● 月专题：Q4 是否为家居行业需求拐点？

1、地区层面：补贴品类持续扩充，参与商户存在纳税门槛限制。当前我国有近 30 个省级政府针对家居以旧换新出台具体补贴落实方案，从各省市政策上来看，补贴金额上较为一致，一般为销售价格的 15%-20%，在**补贴品类和消费者/商家参与资质**上存在一定差异：**1)**当前看，广东、海南、浙江、湖南、湖北等地区涵盖品类相对齐全，出成品及定制家具、智能家居及适老化改造产品，广东、浙江等区域额外包含家装品类。**2)**大多数区域补贴仅限本地消费者使用，广东地区家具补贴、湖北区域厨卫产品补贴可以全国范围内使用。**3)**大多数地区对企业设置税收门槛，需为年销售额超过 500 万元的纳税统一企业，目前仅四川地区对商家税收不设门槛，并出台政策帮助中小微企业获得参与活动的资格。

当前家具品类国补资金大约为整体以旧换新补贴资金的 3%-5%，实际拉动消费的杠杆系数在 4-6 倍，**以 1500 亿元以旧换新补贴资金测算，全国用于家居行业以旧换新的补贴资金在 45-75 亿元，以杠杆系数 5 测算，预计将拉动家居消费 225-375 亿元，占 2023 年家具社会零售额的 15%-25%。**

2、公司层面：Q4 需求有望好转，行业出清或加速。大多家居上市公司于 9-10 月配合政府以旧换新政策出台额外补贴政策，双十一期间叠加政府 15% 左右国补和电商平台优惠，整体折扣率在 30% 左右。预计国补活动将对上市公司 Q4 业绩起到良好的催化作用。同时，国补对商家资质的限制或加速行业出清，对经销商和渠道掌控能力较强、全国化布局占优的公司或具备显著优势。

3、复盘：从“家电下乡”历史看，本轮政策对家居行业影响几何？我们梳理了 2007-2012 年家电下乡政策的演变经过及其对家电行业收入和估值的显著催化作用。预计此轮“以旧换新”政策将对 Q4 家居需求起到显著催化作用，需求拐点或将至。

- **Q3 机构持仓数据：行业持仓位于低位，存在加仓空间。**24Q3 全部机构持轻工行业股票市值占比为 0.69%，环比 Q2 下降 0.04pct，在 31 个子行业中排名 25。其中公募基金持股比例 0.55%，环比 Q2 下降 0.25pct。24Q3 造纸、包装、家居用品、文娱用品全部机构持股占比分别为 0.1%、0.1%、0.4%、0.1%，同比均略有下滑。
- **投资建议：家居板块，看好各地“以旧换新”政策对公司 Q4 业绩的催化作用，**建议关注定制家居欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）、志邦家居（603801.SH）、金牌家居（603180.SH）、尚品宅配（300616.SZ）；软体家居顾家家居（603816.SH）、慕思股份（001323.SZ）、喜临门（603008.SH）；民用电工龙头公牛集团（603195.SH）；**包装行业**资源整合加速，建议关注裕同科技（002831.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）、上海艾录（301062.SZ）。
- **风险提示：**房地产市场景气度不及预期的风险；居民消费力恢复不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；行业竞争加剧的风险。

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

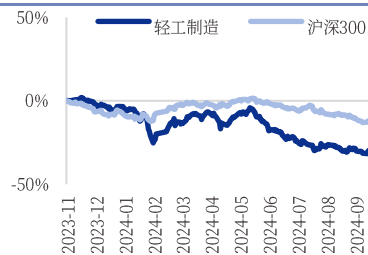
研究助理：韩勉

☎：010-8092-7653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-11-07



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目录

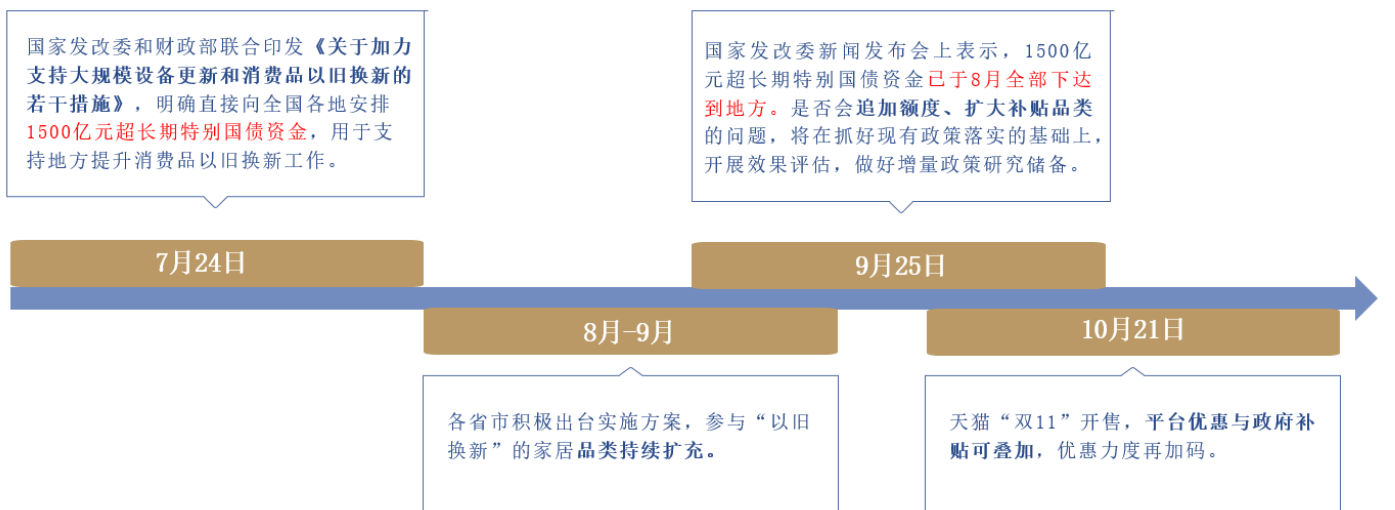
Catalog

一、 月专题：Q4 是否为家居行业需求拐点？	3
(一) 地区层面：补贴品类持续扩充，参与商户存在纳税门槛限制.....	3
(二) 公司层面：Q4 需求有望好转，行业出清或加速	6
(三) 复盘：从“家电下乡”历史看，本轮政策对家居行业影响几何？	8
二、 行业重点数据跟踪	11
(一) 家居：零售景气度有所上升，建议关注“以旧换新”催化作用	11
(二) 包装：下游需求增长稳定，原料价格整体平稳	15
三、 轻工行业在资本市场中的表现情况	18
(一) Q3 机构持仓表现	18
(二) 行业收益率表现	19
(三) 行业估值	20
四、 投资建议	21
五、 风险提示	22

一、月专题：Q4 是否为家居行业需求拐点？

8-9月，全国近30个省市针对发改委消费品以旧换新相关政策陆续出台相应的指导方案。当前节点来看，伴随1500亿元用于以旧换新的资金全部下达至地方，各地家居以旧换新政策稳步推进。

图1：家居以旧换新政策历程图



资料来源：国家发改委，各地人民政府，中国银河证券研究院

（一）地区层面：补贴品类持续扩充，参与商户存在纳税门槛限制

当前我国有近30个省级政府针对家居以旧换新出台相关补贴政策。从各省政策来看，

1) 补贴金额上：各地区比较一致，基本均为补贴销售额的15%-20%，单笔补贴金额不超过2000-3000元；

2) 补贴品类上：大多数地区包含成品及定制家具、智能家居及适老化改造产品，广东、浙江等区域额外包含家装品类。当前看，广东、海南、浙江、湖南、湖北等地区涵盖品类相对齐全。从消费品以旧换新品类自家电向家居陆续扩充的边际变化来看，我们认为未来参与补贴的品类将继续扩充。目前尚未开通国补的区域也有望在Q4陆续纳入补贴范围内。

3) 在消费者参与资质上，大多数区域补贴仅限本地消费者使用，广东地区家具补贴、湖北区域厨卫产品补贴可以全国范围内使用。**在参与流程上，**大多为消费者自行在当地消费平台上自行申领，获得补贴资格后通过云闪付支付完成相应优惠抵减，补贴资金由企业垫付，后续统一由政府核实报销。

4) 在商家参与资质上，一方面，大多数地区对企业设置税收门槛，需为年销售额超过500万元的纳税统一企业，同时在运营能力、企业经营合规性上设有一定限制。目前仅四川地区对商家税收不设门槛，并出台政策帮助中小微企业获得参与活动的资格。

从资金使用情况来看，目前各地区反馈来看，消费者参与热情较高，额度使用进展较快（以浙江为例，当前补贴使用额度已近80%），补贴资金或将在12月31日活动计划结束前提前用完，政府可能会提前结束补贴活动，但亦存在追加补贴资金、或自其他领域调配资金的可能性。

表1: 各地区以旧换新最新政策汇总

品类	消费者参与资质及方式	商家参与资质及方式	补贴资金使用情况及额度规划
华南			
广东 (9.30-12.31)			
4月《消费品以旧换新行动方案》主要针对汽车、家电品类。			
8月《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》扩大范围至旧房装修和厨卫、居家适老化改造等家居品类。			
9.29《广州家装厨卫以旧换新细则》			
首批家装家具(含成品、定制、建材)20类、智能家居17类、适老化6类;10月新增10个智能家居品类,目前活动补贴品类达53种	消费支付立减(商家垫付),家具30+品类全国可用	具备与全国核验系统和各活动平台进行端口对接和协调的能力,能够在规定时间内完成技术对接和联调测试。	当前额度使用较快,不排除未来政府可能会追加补贴额度或从其他领域调配未使额度。
海南 (8.31-12.31)			
8.30《2024年海南省加力支持家电以旧换新实施细则》			
全屋智能产品、成品及定制家具等16类家装家居及适老化产品	支付时实现抵扣补贴(商家垫付)	1、注册地在海南 2、2023年销售额达到500万元(或者2024年上半年销售额达到250万元) 3、已向市场监管部门备案为放心消费承诺品牌(门店)超过50家。	10月1日至6日,共有2759人享受家居家装补贴,补贴金额701万元,直接拉动家居家装消费4882万元,日均销售额813.67万元,比9月日均增长210%。
华东			
浙江			
1、9.19-10.30: 9.12《杭州市旧房装修、厨卫改造所用物品材料购置补贴实施细则》			
2、8.31-12.31 以旧换新补贴			
家装家具(含定制、建材、卫浴)、智能家居、适老化	消费者申请补贴(消费者垫付),限浙江收货地址		旧房装修、厨卫改造所用物品材料购置补贴资金已超过预定资金额度。 截至10月5日,浙江全省累计使用消费品以旧换新领域资金达到41.07亿元,专项资金的使用进度为49.7%。截至10月29日,累计使用国债专项资金64.26亿元,补贴政策直接带动消费超660亿元。
上海 (9.2-12.31)			
9.2《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作实施方案			
上海自选52类家电家居,包含家装家具(含成品6类、卫浴建材16类)、适老化15类	收货地址限制上海,限定云闪付支付,即可享受补贴(商家垫付)	可通过家居卖场统一参与	促消费补贴专项资金达40亿元
西南			
四川 (9.26-12.31)			
蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券活动			
旧房装修/厨卫改造品类、智能家居、适老化改造品类	消费券(商家垫付),仅限四川IP使用	对参与企业没有设置税收和进入门槛,全省前后三批共遴选销售企业5637家,涵盖线上线下、城区乡镇。支持京东、苏宁易购、淘天、唯品会等线上平台参与。	四川省将投入3亿元用于发放“蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券,截至10月29日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。

西北			
陕西 (9.10-12.31)			
9.10 《陕西省加力支持消费品以旧换新实施方案》			
智能家居产品4类,家具、卫浴,旧房装修和居家适老化改造产品5类,厨卫局部改造产品5类,共16类	领券立减,收货地址应在陕西省境内(商家垫付)	销售企业负责在支付宝平台提交家电补贴申请信息,经第三方机构对消费者订单、支开发票、收货地等相关信息审核后,向销售企业账户拨付补贴资金。	截至10月末已核销消费品补贴资金12.33亿元,带动消费119.7亿元
华中			
河南 (9.10-12.31)			
9.10 《加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》			
智能家居品类,旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造等品类	云闪付(商家垫付)		其中绿色家电、智能厨卫家居以旧换新活动动共统筹安排资金2亿元,当资金使用完毕时,活动将提前结束。
湖北 (6.9-12.31)			
4.19 《湖北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》主要针对厨卫家装品类。			
6.3 《湖北省绿色智能家电家居以旧换新实施细则》增加智能家居品类。			
10.23 品类进一步扩充			
10月23日,厨卫“焕新”补贴产品范围扩大至51类,家装产品增加23类,家装产品补贴上限提升至20000元。	厨卫产品全国可用	企业自行向政府申报	2024年6月8日至12月31日,全省安排3.5亿元补贴,其中家电以旧换新补贴3亿元,回收废旧家电补贴0.5亿元
华北			
北京 (7.9-12.31)			
7.9 《积极推进家装以旧换新工作方案》			
适老化产品和家装品类	京通领取资格,支付前核实可享受立减(商家垫付)	在京注册且年主营业务收入500万元以上的纳统企业。	以旧换新资金30亿元

资料来源:国家发改委,各地人民政府,中国银河证券研究院

从目前各地区披露数据来看,政府针对家居品类以旧换新投入补贴金额大约占消费品补贴总额的3%-5%。根据15%-20%的补贴力度,理论上补贴对拉动消费的杠杆系数应在5-7倍,根据测算,家居行业实际杠杆系数在4-6倍,应略低于家电和汽车板块,主要因家居消费单笔客单值更高,使用周期更长,消费意愿受下行周期影响更大,因此拉动作用略弱。

以1500亿元以旧换新补贴资金测算,全国用于家居行业以旧换新的补贴资金在45-75亿元,以杠杆系数5测算,预计将拉动家居消费225-375亿元,占2023年家具社会零售额的15%-25%。

表2：各地家居补贴资金占比及以旧换新对消费的拉动作用测算

海南 (10.1-10.6)						
	参与人数 (万人)	补贴金额 (万元)	拉动消费 (万元)	杠杆系数	人均补贴 (元/人)	人均消费 (元/人)
家居	0.3	701	4882	6.96	2541	17695
家电	1.4	1559	8165	5.24	1114	5832
汽车		26660				
家居补贴金额占比: 2.4%						
四川 (截至 10.29)						
	销售件数 (万件)	补贴金额 (亿元)	拉动消费 (亿元)	杠杆系数		
家居		2.4	10.52	4.38		
家电	195.0	15	80	5.33		
汽车		47	226.6	4.86		
家居补贴金额占比: 3.7%						
陕西 (截至 10.29)						
	补贴金额 (亿元)	拉动消费 (亿元)	杠杆系数			
家电	3.16					
汽车	8.56					
家居	0.61					
整体	12.33	119.7	9.71			
家居补贴金额占比: 4.9%						
全国 (截至 10.15)						
	销售件数 (万件)	补贴金额 (亿元)	拉动消费 (亿元)	杠杆系数		
家电	1462.4	131.7	690.9	5.2		

资料来源：国家发改委，各地人民政府，中国银河证券研究院

（二）公司层面：Q4 需求有望好转，行业出清或加速

从公司层面看，大多数家居行业上市公司于 9-10 月配合政府以旧换新政策出台额外补贴政策，以优惠套餐和直接折扣两种方式进行，以拉动需求增长。从双十一活动来看，叠加政府 15%左右国补和电商平台优惠，公司产品整体折扣率在 30%左右。

从上市公司参与补贴效果来看：

- 1、接单量显著提高，接单质量上升。**国补政策落地以来，需求端拉动作用明显，主要体现在：1) 接单量较 Q3 明显改善，2) 接单质量提高，享受国补订单一般为全款单，转化率显著提高。
- 2、线上渠道：**大多数公司通过天猫、京东平台统一参与国补，补贴操作流程相对简单。由于线上门店根据主体注册地享受当地补贴政策，各公司积极利用补贴政策落实较好地区的分公司注册直营店，享受补贴。
- 3、经销渠道：**由于国补对参与主体有销售额和纳税限制，以及部分地区尚未开通国补，部分经销商无法参与活动。解决方案有两种：1) 依托当地家居卖场统一参与；2) 上市公司从总部层面获取补贴，尽可能帮助经销商落实。

表3: 各公司双十一及国补参与情况

公司	开始时间	补贴政策	双十一综合折扣率(天猫旗舰店)	经销商参与情况
定制				
欧派家居	9月20日	优惠套餐: 消费者+99元可以享受健康升级补贴, 包括欧派799惠民系列衣柜、899德系高颜系列衣柜与39800王牌臻选套餐产品。 折扣: 购买欧派橱衣木卫定制类产品, 享合同金额20%的企业+国家补贴金, 最高1万元/户; 在欧派购买全球大牌家具家电产品, 促销价之上再享20%补贴优惠。	立减15%, 政企双补贴。全屋定制产品综合折扣率 28% 左右。	
索菲亚	9月20日	集团加码补贴20%。	定制产品综合折扣率 35% 左右。	50%以上经销商参与国补
志邦家居	9月27日	企业至高再补贴30%, 政策累加有机会享受高达50%的双重补贴。	定制产品综合折扣率 29% 左右。	
金牌家居	9-10月	政企双重补贴, 总补贴金额最高可达70%。具体“三重补贴”政策, 为消费者提供了899元/m ² 的高颜值系列、50%专项新品补贴以及额外的1000元焕新消费券。	天猫旗舰店补贴政策依据客户所在地线下补贴政策, 线上付定下单, 线下消费。	
尚品宅配	9-10月	38800元的女王臻选焕新精装套餐提供了包括22m ² 定制柜、12件家具、6m ² 背景墙等全屋配套的产品选择, 让消费者以更优惠的价格焕新全屋。	定制产品综合折扣率 29% 左右。	部分经销商销售额没有达到500万元销售额或没有合规纳税流程, 公司从总部层面获取补贴, 帮助经销商落实。
好莱客	10月	政府补贴基础上公司直补20%, 全国门店商场加码补贴20%, 消费者在好莱客天猫店下单, 最高可获得政企商合计补贴55%。最高可减5599元。好莱客推出的29800元的净醛竹板全屋普惠套餐, 提供了包括家装焕新、环保升级等多重优惠/999元衣柜半价全包活动等		
软体				
顾家家居	9月9日	在各地政府补贴的基础上(如部分地方补贴额度达15%, 各地政策不同), 再增加最高2000元的企业补贴, 并提供免费上门回收废旧家具服务。	国补产品综合折扣率 33% 左右	
慕思股份	双十一	购买慕思新床垫, 享“政府+慕思”的双重补贴, 立减千元, 慕思补贴(即减免金额)最高不超过1500元。为消费者提供慕思产品+金管家服务的闭环除螨解决方案	综合折扣率 32% 左右	要求所有经销商参与国补活动, 核心城市持续推动。
喜临门	双十一	部分产品公司给予15-20%补贴, 单款补贴上限2000元。喜临门会员商城、抖音旗舰店领取补贴券。		目前可以参与国补的经销商覆盖率在20%左右, 未来预计可以迅速覆盖到60%-70%。
晾晒				
好太太	双十一	部分产品公司给予5-10%补贴, 综合补贴比例20%-25%。	综合折扣率 32% 左右	公司尝试打通内部的链条, 让线下渠道小商享受公司所在地广州的以旧换新补贴。

资料来源: 各公司公告及天猫旗舰店, 中国银河证券研究院

预计国补活动将对上市公司 Q4 业绩起到良好的催化作用。同时, 由于商家资质层面的限制一定程度上限制了小微企业、以及上市公司规模体量较小的经销商参与此次活动。一方面, 我们认为

这将进一步加速行业出清，推动市场份额向头部龙头公司集中；另一方面，各上市公司亦在公司层面积极帮助经销商获取补贴。对经销商和渠道掌控能力较强、全国化布局占优的公司将具备显著优势。

(三) 复盘：从“家电下乡”历史看，本轮政策对家居行业影响几何？

1、历程回顾

家电下乡自 2007 年末开展，至 2013 年年初结束，累计投入补贴金额约 765 亿元，拉动家电消费 6579.6 亿元，杠杆系数约为 8.6。具体来看，此轮补贴主要经历三个过程：

1) 2007 年 12 月-2008 年 12 月：三省试点。在此阶段涵盖的家电品类较少，价格上限较低。消费者需要在购买家电后自行申领补贴。试点对试点省份家电销售的拉动作用显著，以河南为例，在试点的一年内河南省实现家电销售 140 万台，补贴 17.29 万台，补贴金额超 1.1 亿元，带动消费金额约 20 亿元，杠杆系数达 18。

2) 2008 年 12 月-2009 年 2 月：试点区域扩展至 14 个省市。在此阶段产品品类和可参与活动的企业范围都有一定扩充，同时补贴上限有所提高。

3) 2009 年 2 月以来，家电下乡开始在全国范围内开展。产品品类进一步扩充，补贴产品价格上限大幅提高，对投标企业的限制亦进一步放宽。同时，部分地区开始采取购买立减的政策，由销售单位垫付补贴，再定期向政府申领，补贴资金开始由消费者垫付转为企业垫付。

表4：家电下乡历程回顾

补贴产品	补贴力度	企业资质要求	补贴兑付方式	资金投入
2007 年 12 月：山东、河南、四川三省试点				
彩电、冰箱（含冰柜）、手机三大类产品	销售价格的 13%，最高补贴上限为彩电 1500 元、冰箱 2000 元、移动电话 1000 元。每户每类不超过 1 台。	15 家生产企业的 197 个型号的产品和 21 家流通企业； 企业年家电产品销售额在本省位居前列，一般应在 5 亿元以上。	申领后 15 个工作日内领取到补贴资金（消费者垫付）。	一年内，三省家电销售量增长了 40%，试点产品销售 350 万台（部），销售额达 50 亿元。其中河南省销售了 140+万台（部），国家和省级财政补贴 1.1 亿+元。
2008 年 12 月：扩大至内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西共 14 个省区市				
品类扩展为彩电、冰箱、洗衣机、手机等四类产品	彩电与冰箱补贴上限提高：彩电 2000 元，冰箱 2500 元，手机 1000 元，洗衣机 2000 元。	163 家生产企业的 2851 个型号的产品中标。	部分区域可通过销售网点申领补贴，缩短申领周期（消费者垫付）。	中央财政拨付 14 个省市补贴资金 11.12 亿元。
2009 年 2 月：全国开展				
补贴产品增加了摩托车、电脑、热水器、空调四类	将原来每户每类家电下乡补贴产品限购 1 台调增到 2 台。补贴上限进一步提高，如彩电上限提至 3500 元。	1、取消了招标产品必须为国家免检产品的条件； 2、投标时取消了对生产企业生产规模的限制，降低了对流通企业销售额的要求。	部分地区改为直补，销售网点直接垫付补贴款，再由财政部门按期划拨（商户垫付）。	2009 年家电下乡产品销售 3450 万件，销售金额 647 亿元，累计发放补贴资金 75.4 亿元。
2010-2011 年				
洗衣机、彩电、电冰箱等共 12 大类	最高限价进一步提高 25%-75%，用最高补贴陆续替代最高限价。			截至 2011 年末，全国累计销售家电下乡产品 2.18 亿台，实现销售额 5059 亿元，发放补贴 592.2 亿元。
2012 年 1 月部分地区结束				

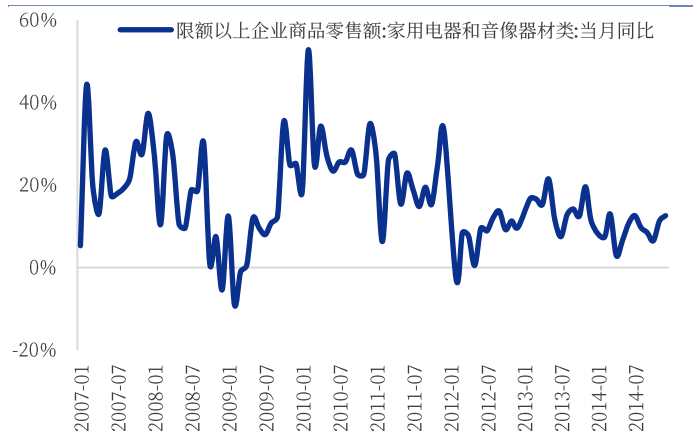
2013年1月全国结束

资料来源：财政部，各地人民政府，中国银河证券研究院

2、家电下乡对消费需求的拉动作用

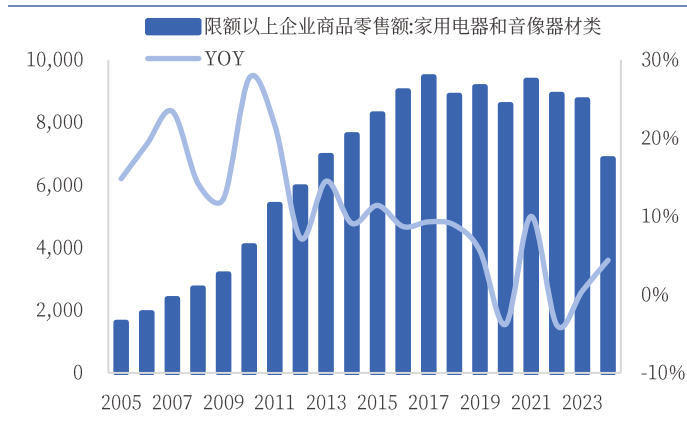
家电下乡有力拉动了家电产品的销售，2008-2012年，我国限额以上企业家电零售额分别同比+14.2%/12.3%/27.7%/21.6%/7.2%。从月度数据来看，家电零售额月同比增速在2009年2月（当月家电下乡开始全国推行）开始回调，并在2010年2月达到最高值52%。反映了家电下乡政策对消费刺激的传导时间较短，刺激效果显著。

图2：家电零售额月度同比变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：家电零售额及年度变化（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

以13%的补贴比例计算，补贴对消费的拉动杠杆系数理论值为7.7，实际杠杆系数为8.6，说明家电下乡不仅带动了消费者对参补产品的购买需求，也创造了部分对不参与补贴活动商品品类的新增需求。

3、行业估值与行业格局演变

从行业估值的角度来看，2008年11月和2009年9月以来，家电板块经历了2轮估值抬升，估值反映略早于社会零售额变动（对应两轮抬升分别在2009年2月和2010年1月）。

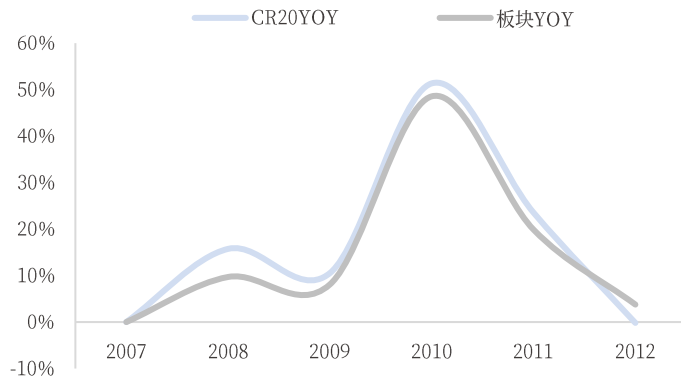
图4：家电行业PE（TTM）变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

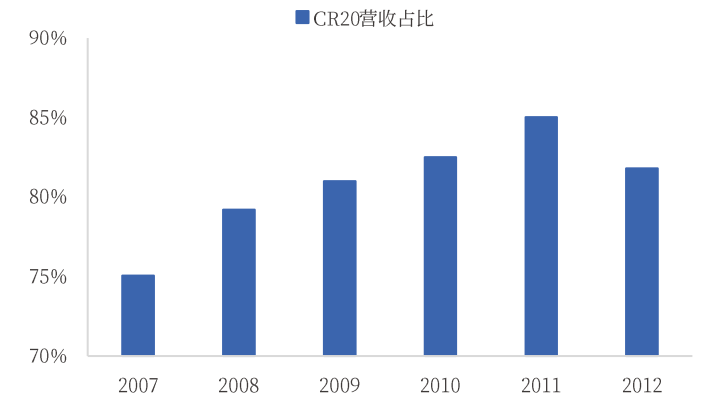
从板块业绩表现来看,选取家电板块市值前 20 名股票构建龙头板块,用其营收增速与板块整体营收增速进行对比,发现在家电下乡期间,特别是 2009-2010 年,二者都有显著增长,且 CR20 收入增速高于板块整体。从营收占比角度来看,2017-2011 年,板块前 20 名公司营收占比自 75% 提升至 85%,行业集中度显著上升。**反映了由于家电下乡对参与企业具有销售能力和经营能力等方面资质限制,同时头部公司对政策变化的反映能力更强,因此在互动时间内,龙头公司更易受益。**

图5: 家电板块收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 家电板块 CR20 营收占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4、对家居行业的启示

此轮消费品(含家电、家居、汽车等品类)“以旧换新”活动于 2007-2012 年的家电下乡相比:

- 1) 资金杠杆系数或有差异,但补贴力度较大。**由于家居行业与家电行业消费具有一定差异,其产品使用周期更长、订单客单值更高,因此在经济下行周期内消费需求减弱或更明显,因此家居行业以旧换新政策的杠杆效应或略低于家电行业。
但此次家居以旧换新补贴折扣率在 15%-20% (显著高于家电下乡 13% 的折扣里,线上平台叠加双十一优惠和公司补贴,平均折扣率可达近 30%。较大的活动力度或加速需求转化。
- 2) 补贴获取方式更便捷。**本轮补贴大多采用即付立减的形式,消费者获取补贴的申领周期更短,预计对消费的刺激作用将更直接。
- 3) 涵盖品类更多。**预计将对家居行业各品类销售起到全面的拉动作用,定制、成品、软体等各个品类公司均有望收益。
- 4) 活动时间或较短。**目前大多地区补贴政策明确结束时间为 12 月 31 日,双十一折扣周期则更短。在短期较大的补贴力度下,预计该政策转化为实际消费所用时间会更短,因此我们预计 Q4 家居行业销售情况将显著好转,或为需求拐点。

从家电下乡发展历程和此轮以旧换新政策演变历程来看,政策的完善程度将随着时间推移持续上升,包括商品品类扩充、商家参与门槛降低、资金周转流程缩短等,持续看好政策对家具行业需求的催化作用,和对行业景气度提升的带动效果。

另一方面,从行业格局的角度来看,家电下乡和此轮以旧换新补贴都显著有利于龙头公司,预计将推动行业集中度进一步提升,龙头公司马太效应进一步凸显。

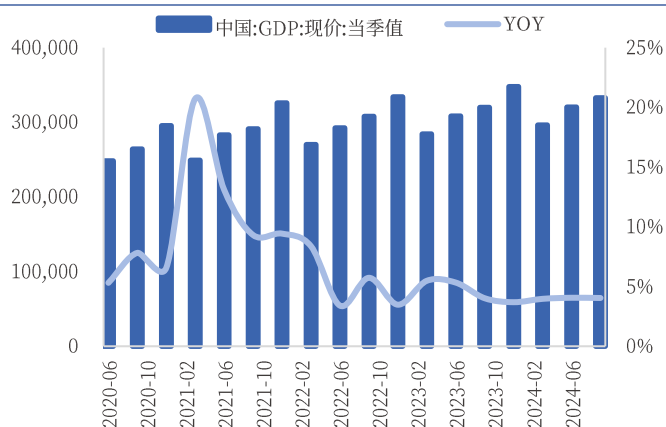
二、行业重点数据跟踪

(一) 家居：零售景气度有所上升，建议关注“以旧换新”催化作用

1、宏观经济景气度

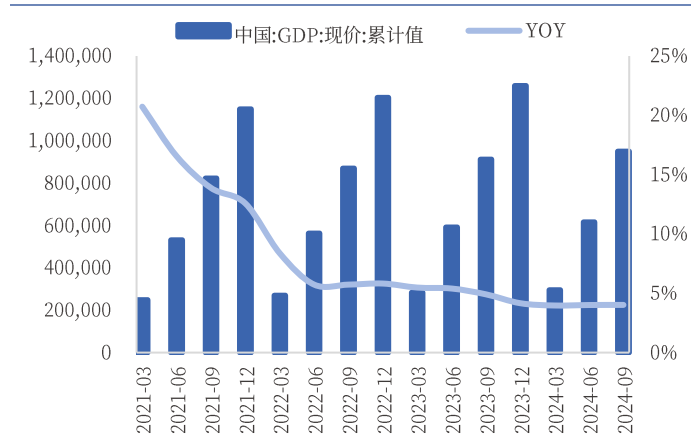
2024年9月，我国GDP当季值/累计值分别为33.29/94.97万亿元，同比分别+4.0%/4.0%。

图7: GDP 现价: 当季值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: GDP 现价: 累计值 (亿元)

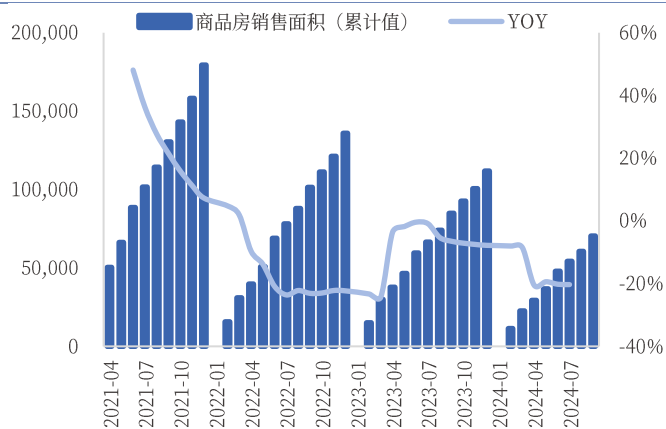


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、地产数据

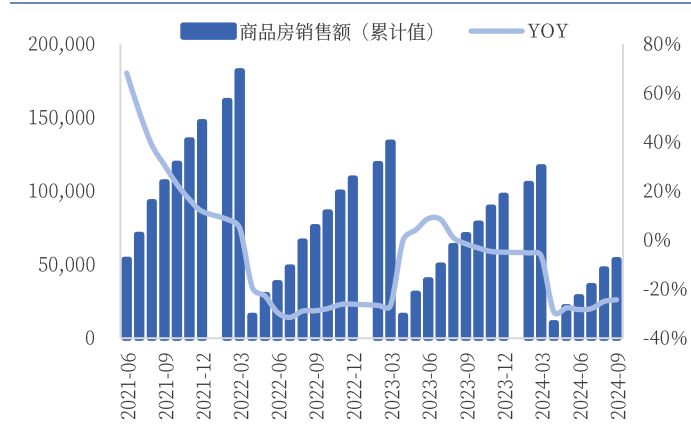
新房方面：2024年1-9月，我国商品房累计销售面积达70284.03万平方米，同比-17%；累计销售额达68880.06亿元，同比-22.7%。房屋新开工面积累计值达56050.8万平方米，同比-22.20%；房屋竣工面积累计值达36815.6万平方米，同比-24.4%。

图9: 我国商品房销售面积累计值及同比变动 (万平方米)



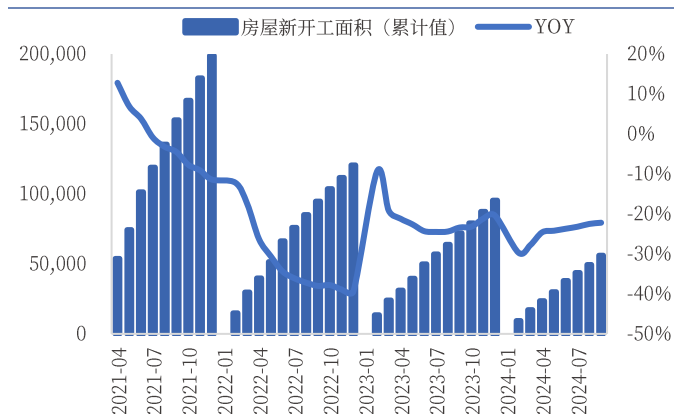
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 我国商品房销售额累计值及同比变动 (亿元)



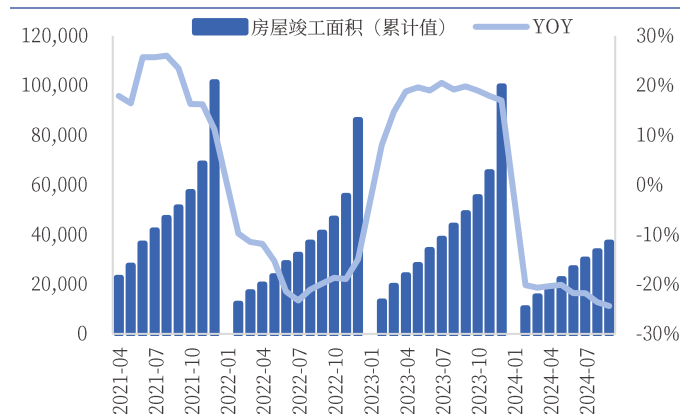
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 我国房屋新开工面积累计值及同比变动 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

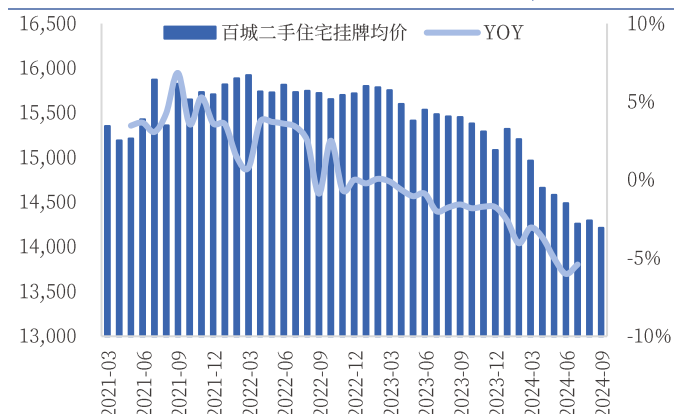
图12: 我国房屋竣工面积累计值及同比变动 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

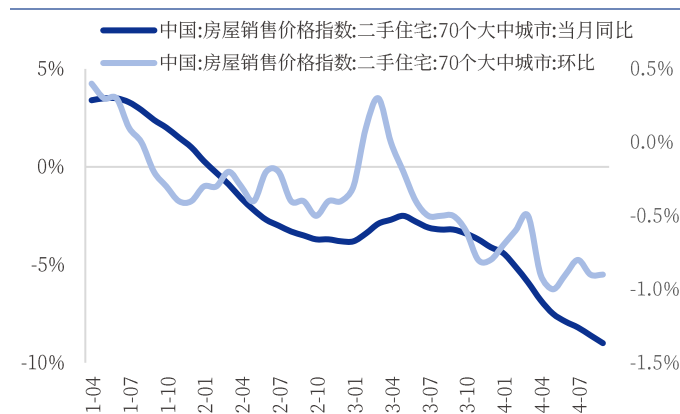
二手房方面: 2024年9月, 我国百城二手住宅挂牌均价1.4万元/平方米, 同比-8.0%, 环比8月-0.6%。二手住宅房屋销售价格指数同比-9.0%, 环比-0.9%。

图13: 我国百城二手房住宅挂牌均价及同比变动 (元/平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 二手住宅销售价格指数同比及环比变动

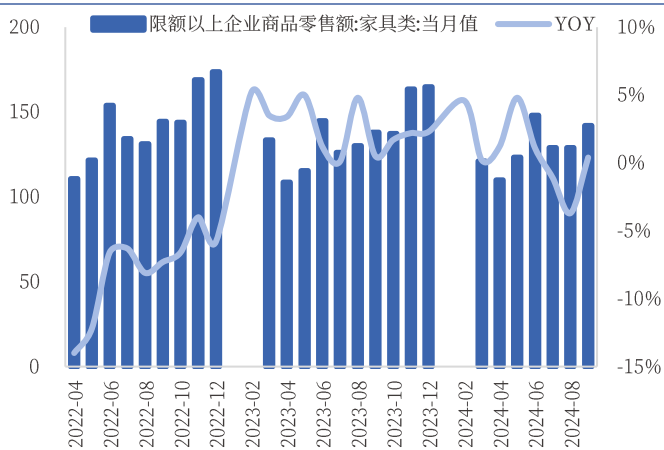


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、家居零售景气度:

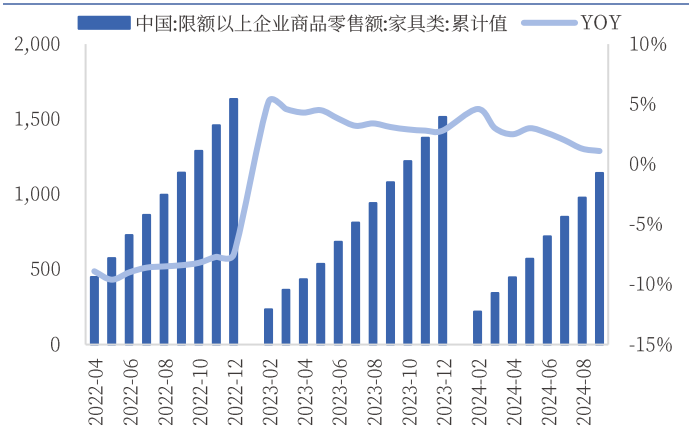
2024年9月, 我国限额以上家具类企业商品零售额142.0亿元, 同比+0.4%; 1-9月限额以上家具类企业累计商品零售额1143.0亿元, 同比+1.1%。2024年1-9月, 规模以上家具制造企业累计实现营业收入/利润总额4769.5/240.6亿元, 同比+2.5%/+11.0%。截至2024年9月, 我国规模以上家具制造企业共有7378个, 其中亏损企业2082个, 亏损企业占比28.2%。

图15: 限额以上企业商品零售额:家具类:当月值 (亿元)



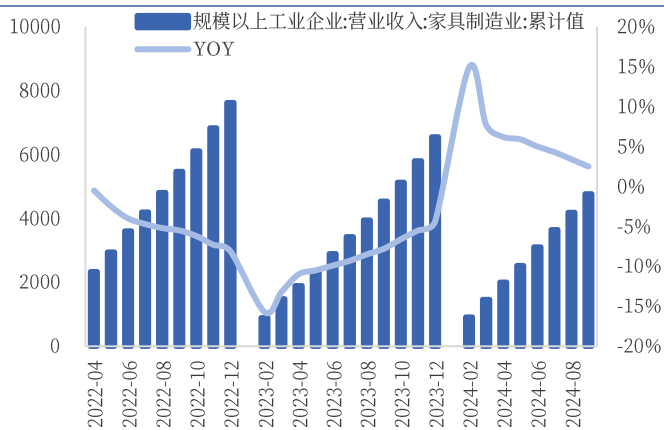
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 限额以上企业商品零售额:家具类:累计值 (亿元)



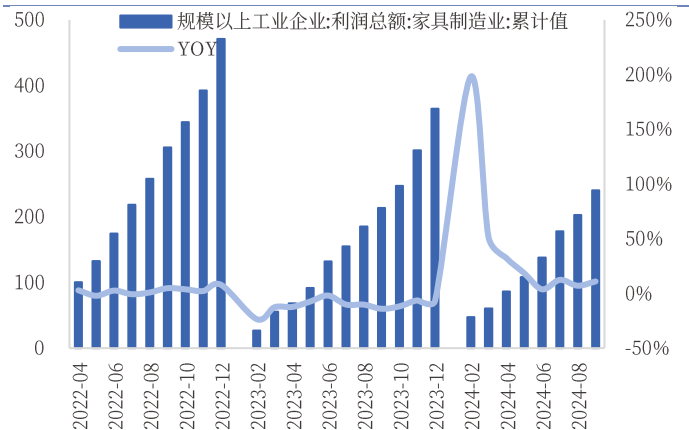
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 规模以上工业企业:营业收入:家具制造业:累计值 (亿元)



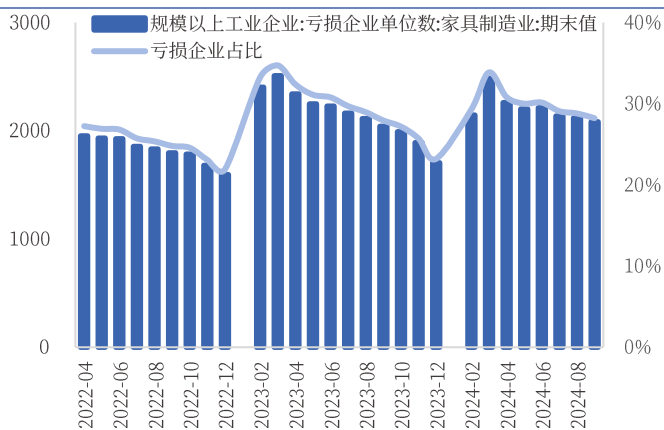
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图18: 规模以上工业企业:利润总额:家具制造业:累计值 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

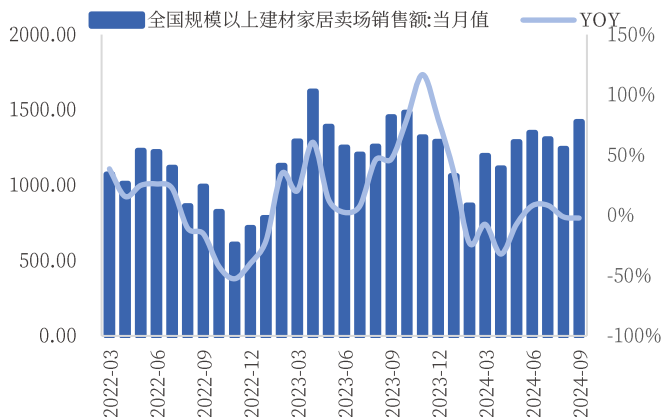
图19: 亏损企业数量及占比 (个)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

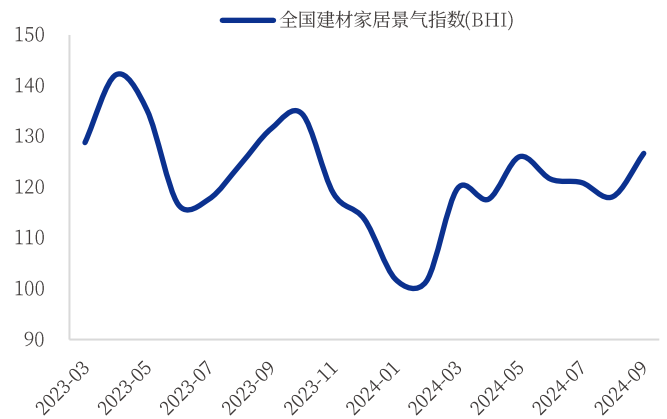
从家居卖场景气度上来看，2024年9月我国规模以上建材家居卖场销售额达1422.48亿元，同比-2.2%；建材家居景气指数同比-3.7%，环比-7.2%。

图20: 全国规模以上建材家居卖场销售额:当月值 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图21: 全国建材家居景气指数(BHI) (2010年3月=100)

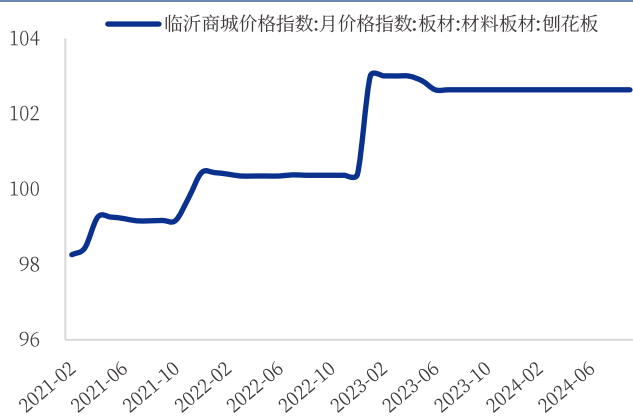


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

4、成本

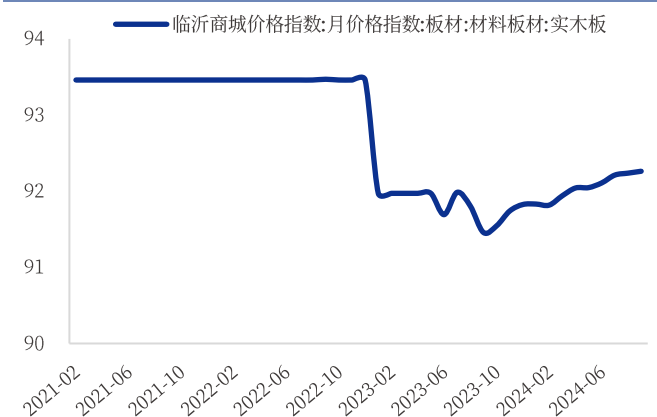
- 1) 木制品: 2024年9月刨花板/实木板价格指数分别为102.6/92.3, 刨花板价格环比持平, 实木板价格略有上行。
- 2) 软体: 2024年11月TDI价格有所下降, MD螺纹钢价格略有下降。五金价格指数107.2, 环比-1.9%, 同比-9.6%。

图22: 刨花板价格指数



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图23: 实木板价格指数



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图24: TDI 价格 (元/吨)



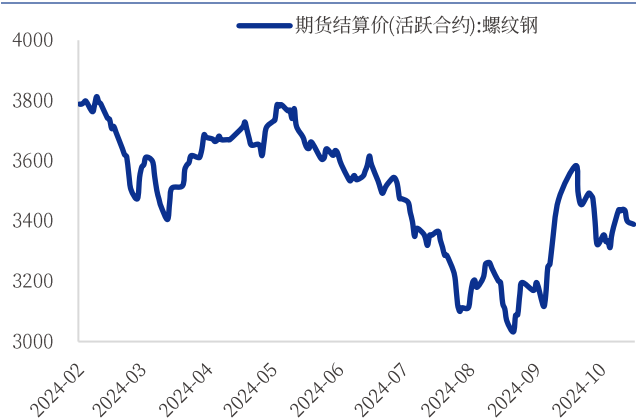
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: MDI 价格 (元/吨)



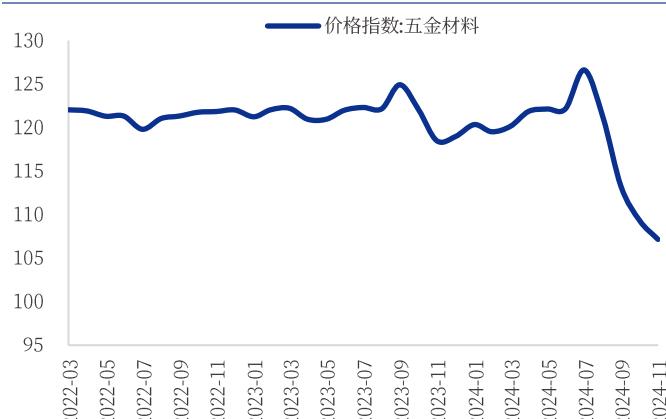
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 五金价格指数



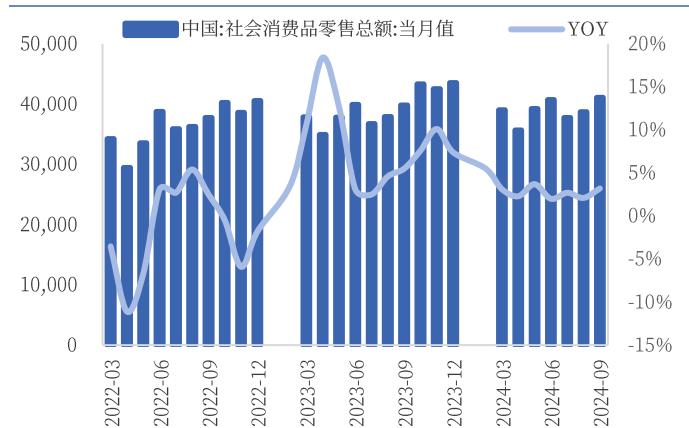
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 包装: 下游需求增长稳定, 原料价格整体平稳

1、下游需求

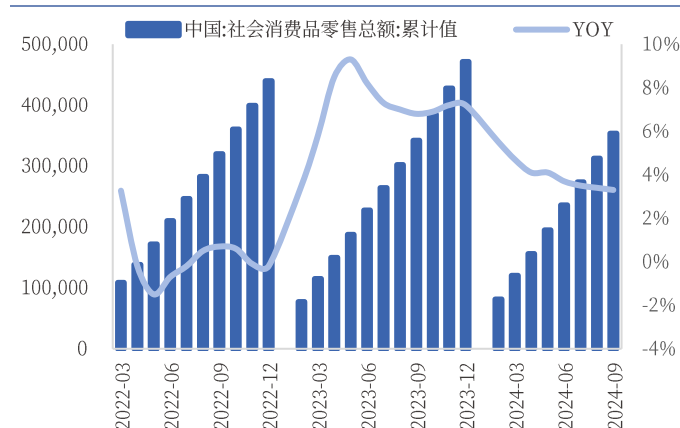
2024年9月, 我国社会消费品零售总额 41112.0 亿元, 同比+3.2%; 2024年 1-9 月, 社会消费品零售总额累计值 353564.0 亿元, 同比+3.3%。

图28: 中国:社会消费品零售总额:当月值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

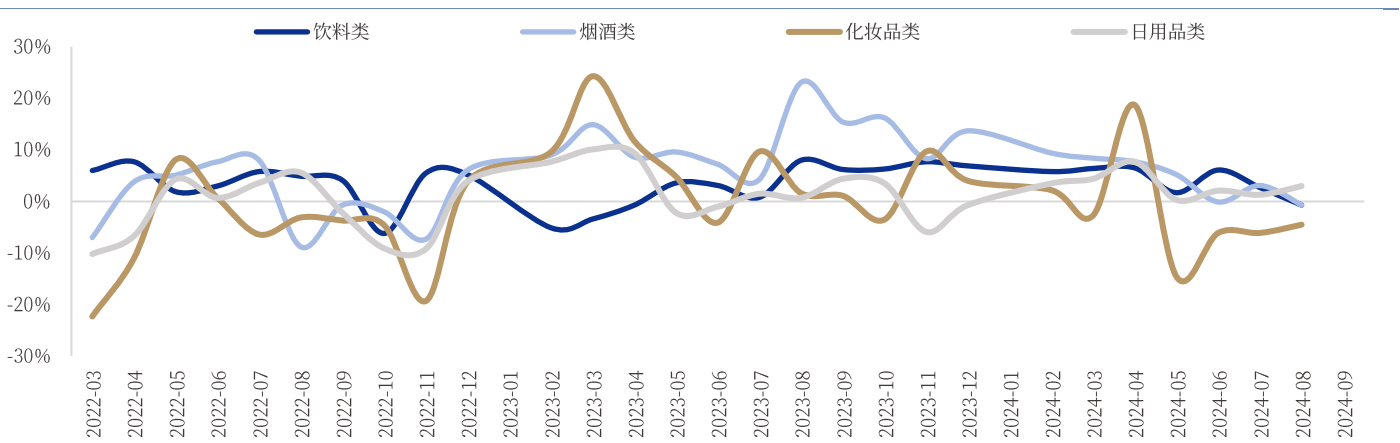
图29: 中国:社会消费品零售总额:累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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 24年9月同比分别-0.7%/-0.7%/-4.5%/+3.0%。

图30: 我国限额以上企业商品零售额当月同比变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2、成本

截至2024年10月30日, 镀锡板价格为6140元/吨, 较上月环比上涨2.85%; 铝结算价为2623元/吨, 较上月环比上涨0.46%。

截至2024年10月31日, 布伦特原油期货结算价分别为72.55美元/桶, 较上月环比变动+1.1%。截至2024年10月31日, 中国现货聚乙烯(通用)/低密度聚乙烯(LLDPE)期货结算价分别为9675元/吨, 较上月环比下跌2.51%; 聚丙烯(拉丝)结算价为7450元/吨, 较上月环比下跌0.67%。

图31: 镀锡板卷价格 (元/吨)



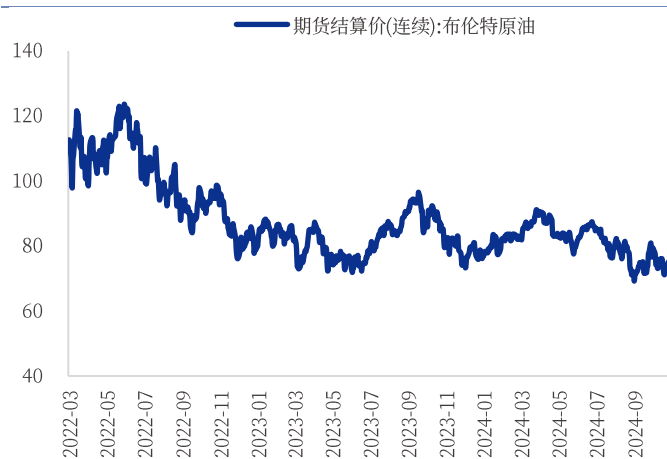
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 铝价 (元/吨)



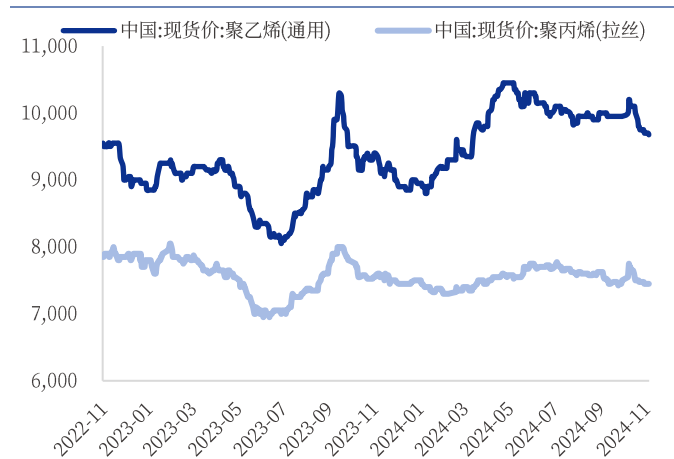
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图33: 国际原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 聚乙烯/聚丙烯价格 (元/吨)



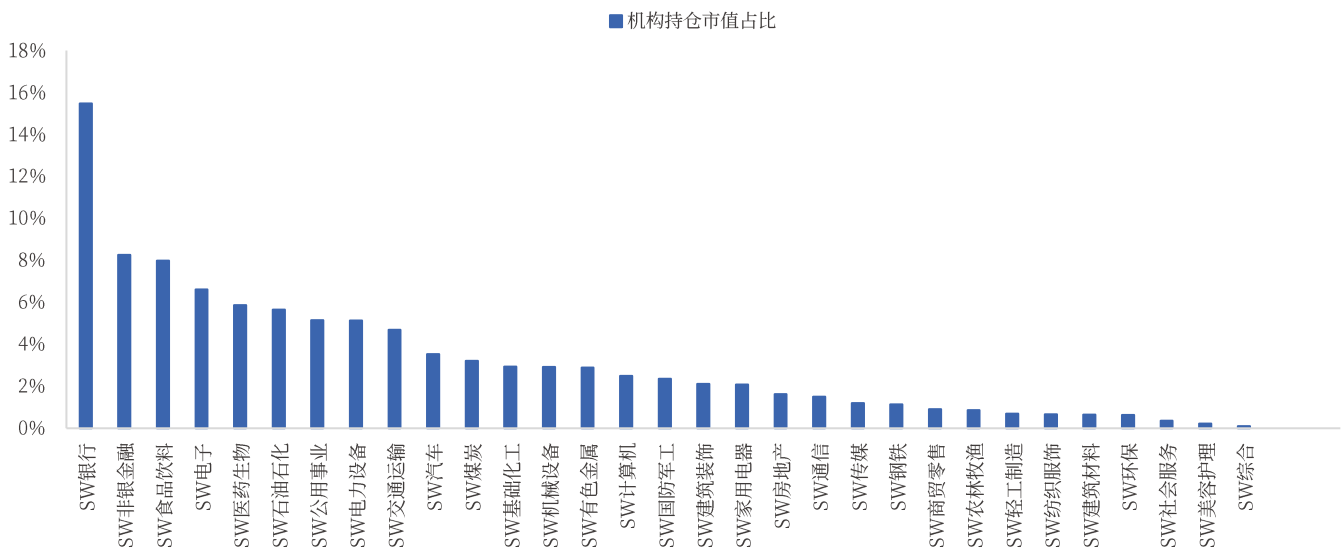
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、轻工行业在资本市场中的表现情况

(一) Q3 机构持仓表现

24Q3 全部机构持轻工行业股票市值占比为 0.69%，环比 Q2 下降 0.04pct。在 31 个子行业中排名 25。

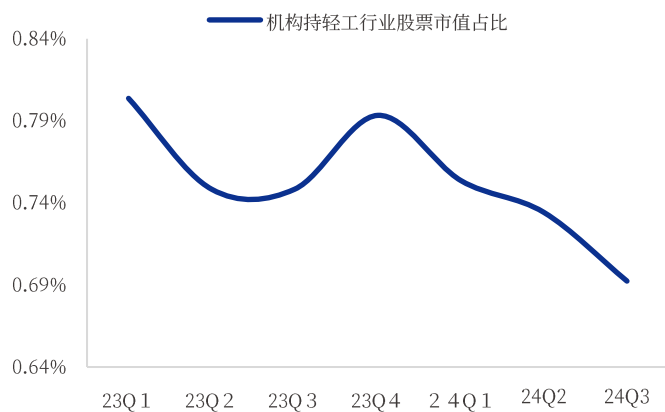
图35: SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

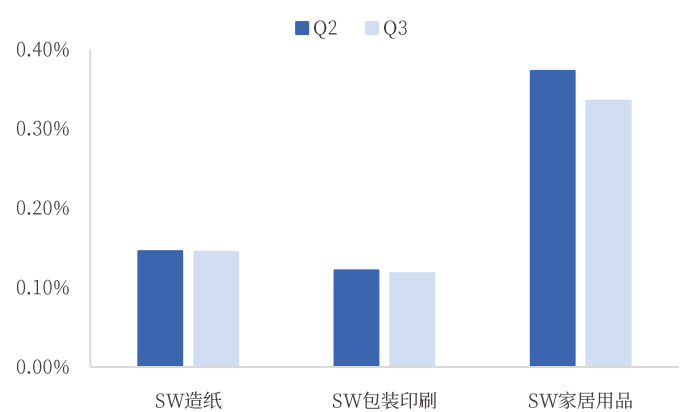
其中公募基金持股比例 0.55%，环比 Q2 下降 0.25pct。24Q3 造纸、包装、家居用品、文娱用品全部机构持股占比分别为 0.1%、0.1%、0.4%、0.1%，同比分别-0.001、-0.004、-0.038、-0.00014pct。

图36: 全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

24Q3 轻工行业中机构持股占比前 10 名的公司分别为公牛集团、太阳纸业、晨光股份、顾家家居、仙鹤股份、嘉益股份、奥瑞金、珠江钢琴、东鹏控股、宝钢包装，其中奥瑞金、珠江钢琴、宝钢包装持股市值占比环比 Q2 略有上升，其他公司持股市值占比均有不同程度下降。

表5: 轻工行业机构持股占比前 10 名上市公司

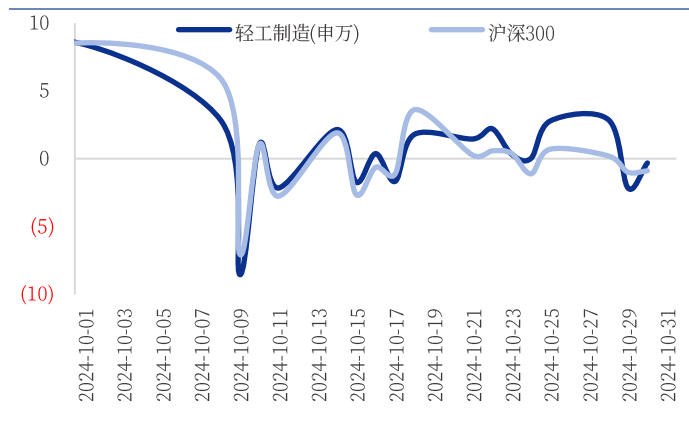
公司	Q3 持股比例	Q2 持股比例	环比变动 (PCT)
公牛集团	0.14%	0.15%	-0.007
太阳纸业	0.06%	0.07%	-0.006
晨光股份	0.05%	0.06%	-0.002
顾家家居	0.04%	0.05%	-0.015
仙鹤股份	0.02%	0.02%	0.000
嘉益股份	0.02%	0.02%	-0.001
奥瑞金	0.01%	0.01%	0.001
珠江钢琴	0.01%	0.01%	0.001
东鹏控股	0.01%	0.01%	-0.001

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业收益率表现

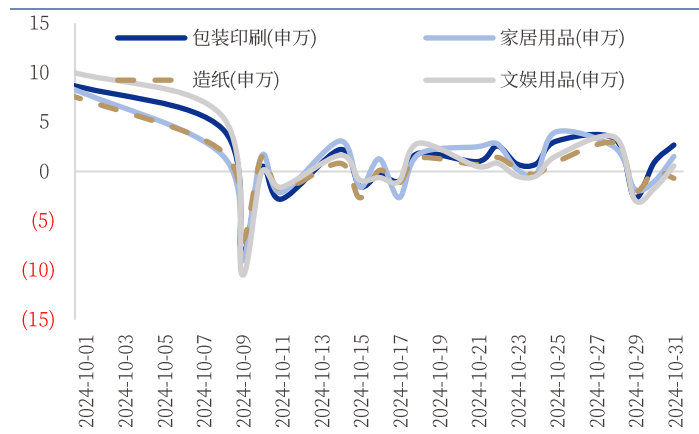
2024 年 10 月, 沪深 300 指数下跌 0.9%, 其中轻工制造板块下跌-0.3%, 在 31 个子行业中的涨跌幅排名为第 16 名。包装印刷、家居用品、造纸、文娱用品板块分别上涨 2.7%、1.5%、-0.7%、0.6%。

图38: 2024 年 10 月以来轻工制造板块行情走势 (截至 10.31)



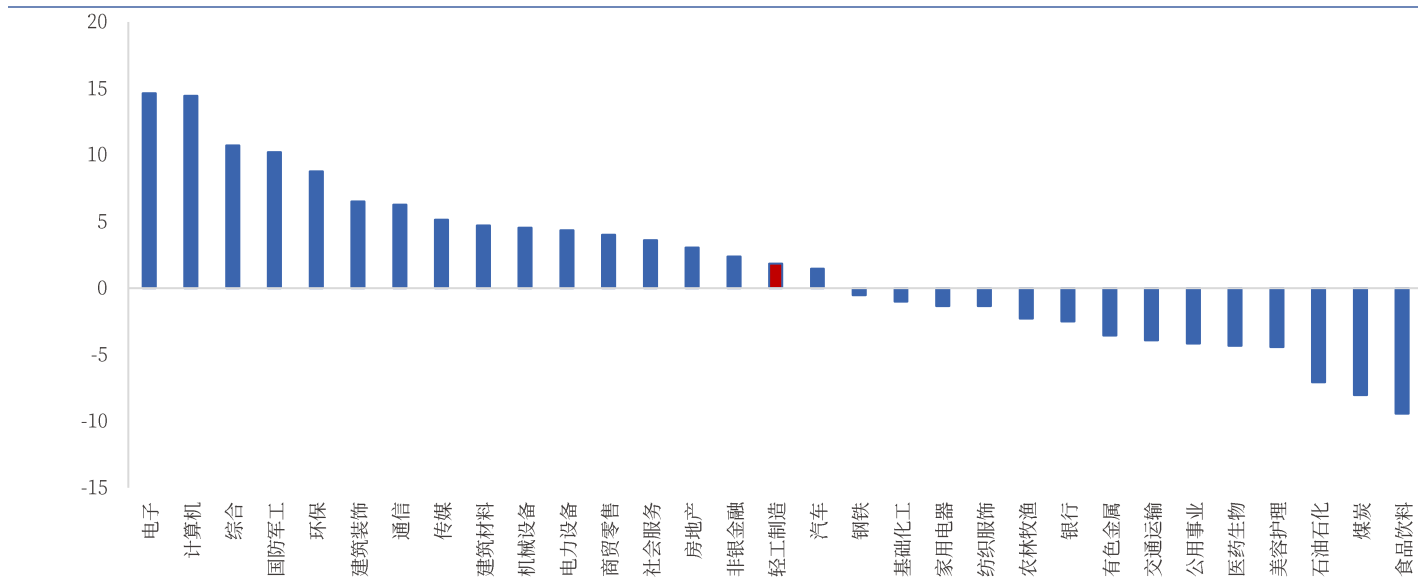
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图39: 2024 年 10 月以来轻工子板块行情走势 (截至 10.31)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图40: 2024年10月以来SW一级子行业涨跌幅排名(截至10.31)

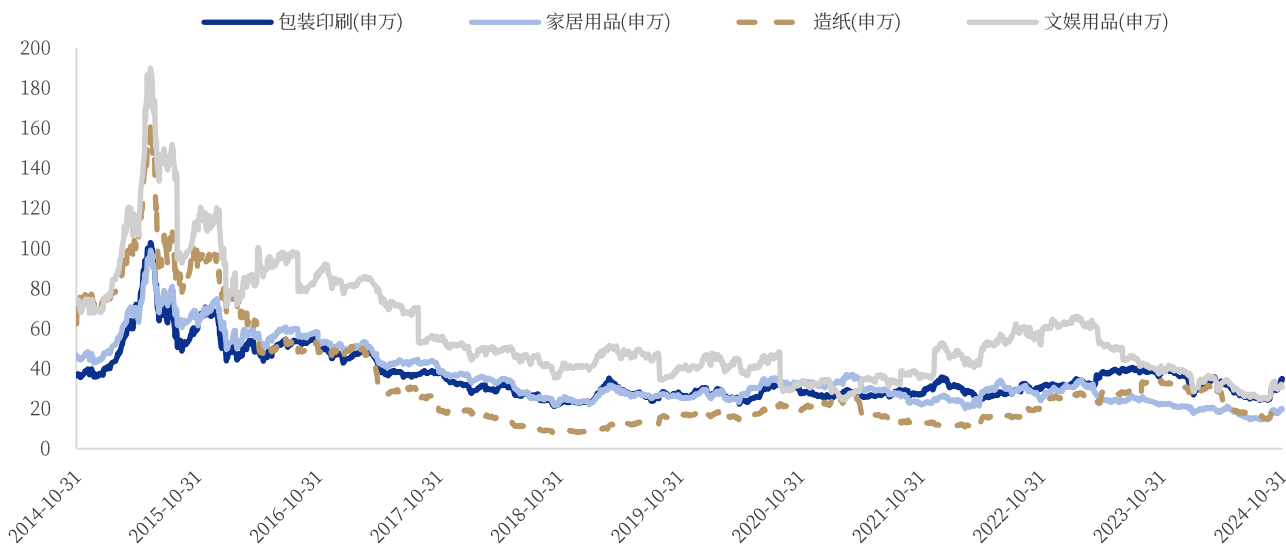


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 行业估值

板块估值有所反弹, 估值具备上涨空间。截至2024年10月31日, 包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品 PE-TTM 分别为 35.1 / 19.9 / 18.3 / 30.8。

图41: 轻工子行业市盈率



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

四、投资建议

家居板块，看好各地“以旧换新”政策对公司 Q4 业绩的催化作用，建议关注定制家居欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）、志邦家居（603801.SH）、金牌家居（603180.SH）、尚品宅配（300616.SZ）；软体家居顾家家居（603816.SH）、慕思股份（001323.SZ）、喜临门（603008.SH）；民用电工龙头公牛集团（603195.SH）；

包装行业资源整合加速，建议关注裕同科技（002831.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）、上海艾录（301062.SZ）。

五、风险提示

房地产市场景气度不及预期的风险。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。

居民消费力恢复不及预期的风险。疫后居民消费力展现出明显的下降特征，若未来消费力恢复较弱，则家居消费作为大宗消费将受到较大抑制。

原材料价格大幅上涨的风险。家居企业以板材、MDI、TDI等作为生产主要原材料，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价格下行，从而影响业务体量及盈利能力。

图表目录

图 1: 家居以旧换新政策历程图	3
图 2: 家电零售额月度同比变动	9
图 3: 家电零售额及年度变化 (亿元)	9
图 4: 家电行业 PE (TTM) 变动.....	9
图 5: 家电板块收入增速.....	10
图 6: 家电板块 CR20 营收占比情况	10
图 7: GDP 现值: 当季值 (亿元)	11
图 8: GDP 现值: 累计值 (亿元)	11
图 9: 我国商品房销售面积累计值及同比变动 (万平方米)	11
图 10: 我国商品房销售额累计值及同比变动 (亿元)	11
图 11: 我国房屋新开工面积累计值及同比变动 (万平方米)	12
图 12: 我国房屋竣工面积累计值及同比变动 (万平方米)	12
图 13: 我国百城二手房住宅挂牌均价及同比变动 (元/平方米)	12
图 14: 二手住宅销售价格指数同比及环比变动	12
图 15: 限额以上企业商品零售额:家具类:当月值 (亿元)	13
图 16: 限额以上企业商品零售额:家具类:累计值 (亿元)	13
图 17: 规模以上工业企业:营业收入:家具制造业:累计值 (亿元)	13
图 18: 规模以上工业企业:利润总额:家具制造业:累计值 (亿元)	13
图 19: 亏损企业数量及占比 (个)	13
图 20: 全国规模以上建材家居卖场销售额:当月值 (亿元)	14
图 21: 全国建材家居景气指数(BHI) (2010 年 3 月=100)	14
图 22: 刨花板价格指数.....	14
图 23: 实木板价格指数.....	14
图 24: TDI 价格 (元/吨)	15
图 25: MDI 价格 (元/吨)	15
图 26: 螺纹钢价格 (元/吨)	15
图 27: 五金价格指数	15
图 28: 中国:社会消费品零售总额:当月值 (亿元)	16
图 29: 中国:社会消费品零售总额:累计值 (亿元)	16
图 30: 我国限额以上企业商品零售额当月同比变动	16
图 31: 镀锡板卷价格 (元/吨)	17
图 32: 铝价 (元/吨)	17
图 33: 国际原油价格走势 (美元/桶)	17
图 34: 聚乙烯/聚丙烯价格 (元/吨)	17

图 35: SW 一级子行业全部机构持股市值占比情况	18
图 36: 全部机构持轻工行业股票市值占比变动情况	18
图 37: 轻工二级行业全部机构持股市值占比变动情况	18
图 38: 2024 年 10 月以来轻工制造板块行情走势 (截至 10.31)	19
图 39: 2024 年 10 月以来轻工子板块行情走势 (截至 10.31)	19
图 40: 2024 年 10 月以来 SW 一级子行业涨跌幅排名 (截至 10.31)	20
图 41: 轻工子行业市盈率	20
表 1: 各地区以旧换新最新政策汇总	4
表 2: 各地家居补贴资金占比及以旧换新对消费的拉动作用测算	6
表 3: 各公司双十一及国补参与情况	7
表 4: 家电下乡历程回顾	8
表 5: 轻工行业机构持股占比前 10 名上市公司	19

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。

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

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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

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

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

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

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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn