

轻工造纸行业研究

买入（维持评
级）

行业年度报告
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）
zhaozhongping@gjzq.com.cn zhangyanghuan@gjzq.com.cn yinxinyue@gjzq.com.cn

轻工造纸行业 2025 年度策略：把握政策受益方向，顺应行业发展趋势

投资建议：

- **行业策略：**考虑目前国内外经济形势复杂多变，2025 年依托相关政策信号，优选预期政策受益方向，并结合行业发展成熟度的相关指标（发展阶段、渗透率、集中度等），综合筛选出 2025 年细分行业布局机遇，推荐新型烟草>两轮车=内销家居，关注新兴国货、出口&出海、造纸板块。

投资逻辑：

- **新型烟草板块：**海外监管趋严趋势正显现，欧美合规电子烟市场有望扩容。考虑特朗普此前宣称他将“拯救”调味电子烟，若后续口味限制有所放松叠加非法产品监管执行力度加强，基于一定假设下，根据测算，预计美国合法换弹式电子烟的中期市场规模有望较 2023 年增长 63%-299%。整体来看，新型烟草政策逆风期正全面结束，并且行业仍处于发展初期，后续仍具产品渗透率提升红利，相应催化有望贯穿 2025 全年。建议重点关注思摩尔国际，其深度绑定海外烟草龙头，有望显著受益于海外合规市场扩容，并且其新业务贡献值得期待。
- **两轮车板块：**受益于补贴政策+新国标落地，2025 年行业存在三大增长驱动力：1) 换标后渠道补库有望于 25H1 集中兑现；2) 龙头渠道加速扩张、新国标产品快速推新力驱动行业集中；3) 以旧换新政策有望进一步拉动 25H1 需求。整体来看，板块 25H1 业绩修复确定性较高，把握传统龙头与新势力黑马企业布局机遇。
- **内销家居板块：**短期来看，24Q3 以来消费补贴政策效果确有显现，24Q4 起部分企业业绩有望企稳，在此基础上，优质家居企业仍具备低估值+高股息的特性，性价比凸显。并且中长期来看，在行业流量增长承压的背景下，对于企业品类扩张+渠道延伸能力的要求将显著提升，与此同时补贴政策也进一步抬升竞争门槛，行业有望迎来份额加速集中，优质企业的估值中枢有望提升。布局节奏方面，考虑补贴政策或延续叠加后续装修量测算及基数因素，基本面或于 25Q2 后有望迎来逐季改善，把握相关基本面改善机遇。此外关注 24Q4 消费补贴订单集中反应于 25Q1 企业报表端而带动板块短期估值修复行情。整体来看，建议重点关注 C 端收入占比较高、零售能力持续兑现的优质内销家居头部企业：顾家家居、索菲亚、志邦家居、敏华控股、公牛集团等。
- **新兴国货板块（个护、宠物等）：**2024 年新兴国货在产品 and 渠道方面共同发力，品牌势能、份额持续提升。展望后续，宠物、个护等赛道新兴国货仍具备品类创新成长机遇，全年角度关注业绩兑现节奏超预期带来的结构性投资机会，建议重点关注乖宝宠物、中宠股份、百亚股份、名创优品等。
- **出口&出海板块：**展望 2025 年，板块的风险与机遇并存。一方面，目前美国降息对地产销售带动效果正逐步显现，后续中国家具出口有望受益于美国地产销售回升，另一方面，关税风险仍未落地并且根据我们多维度判断海外补库周期基本结束。在此背景下，优选具备 α 的出口企业，技工贸一体化程度（或海外产能布局能力）与品牌化程度将成筛选出口投资标的的重要维度，建议重点关注致欧科技、匠心家居、恒林股份、乐歌股份等。
- **造纸板块：**板块景气度与整体社零消费相关性较强，后续盈利修复弹性关键在于内需消费支撑、各细分纸种供给变化。当前纸种仍处于投产期，在需求环比改善预期下，整体预计 25 年板块盈利稳健修复。后续细分赛道格局差异决定吨盈利中枢及后续价格弹性，成本控制能力强、具备前瞻性木浆储备能力、在薄型特种纸等细分赛道（如装饰原纸、格拉辛纸、热转印纸等）布局领先的特种纸企业有望具备更强的盈利能力。此外部分头部企业资金压力偏大，关注后续文化/白卡纸格局改善机会。建议重点关注华旺科技、太阳纸业、仙鹤股份等。

风险提示

政策落地效果低预期，原材料价格大幅上涨，汇率大幅波动，代工商大客户流失，贸易摩擦加大，相关测算偏差较大。

内容目录

1. 多维度筛选 2025 年细分赛道布局机遇.....	6
1.1 板块回顾：2024 年红利主线领涨，多数板块估值已处历史底部.....	6
1.2 筛选框架：优选预期政策受益方向，顺应行业发展大势.....	6
1.3 布局节奏：关注基本面改善&事件催化时点，把握细分板块布局节奏.....	7
2. 新型烟草：渗透率仍处提升红利期，政策逆风期正全面结束.....	8
2.1 雾化电子烟：欧美有望进入政策红利期，中国政策风险出清.....	8
2.2 HNB（加热不燃烧）：渗透率正处提升期，美国市场将正式开启.....	12
2.3 投资建议：思摩尔国际有望受益于海外合规市场扩容，新业务将打开成长新空间.....	14
3. 两轮车：三重驱动催化成长，龙头份额加速提升.....	15
3.1 终端审查+换标，车企推新节奏放缓，行业去库至低位.....	15
3.2 渠道补库+格局优化+换购刺激，龙头量价齐升.....	17
3.3 投资建议：份额提升主旋律，优选传统龙头、新势力黑马.....	19
4. 内销家居：政策有望赋予需求&集中度提升机遇.....	20
4.1 以旧换新政策拉动短期需求，地产政策平稳中期需求.....	20
4.2 行业集中度仍较低，以旧换新政策有望加速集中.....	23
4.3 投资建议：优选零售能力优异的大家居企业.....	24
5. 新兴国货：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升.....	26
6. 出口&出海：风险与机遇并存.....	33
6.1 补库或将结束，出口企业业绩分化已初显.....	33
6.2 关税风险确存，前瞻布局优势将显现，期待美国进一步降息催化.....	35
6.3 投资建议：多维度优选 α 型企业布局.....	36
7. 造纸：关注格局优化，优选细分赛道.....	37
7.1 回顾：被动补库阶段，需求偏弱，成本上行，盈利逐季收窄.....	37
7.2 展望：价格企稳，盈利有望回暖，关注格局潜在优化机会.....	38
7.3 投资建议：格局为先，基于细分赛道优选个股 α.....	40
风险提示.....	40

图表目录

图表 1：轻工各子行业年初至今涨跌幅情况.....	6
图表 2：轻工各子行业估值分位情况.....	6
图表 3：2025 年轻工行业布局筛选框架.....	7

图表 4: 轻工各子行业发展成熟度及预期政策利好程度.....	7
图表 5: 各板块 2025 年建议布局节奏.....	8
图表 6: 近年来美国非法雾化电子烟市占率不断上升.....	8
图表 7: 2023 年底以来美国加大对非法电子烟的打击力度.....	9
图表 8: FDA 意图简化电子烟申请流程.....	9
图表 9: 美国雾化换弹式电子烟市场规模测算.....	10
图表 10: 2024 年英国一次性烟市占率下滑至 30%.....	10
图表 11: 2024 年英国青少年中一次性烟市占率大幅下降.....	10
图表 12: 欧洲各国全面收紧对一次性电子烟的监管.....	11
图表 13: 2023 年以来思摩尔中国内地营收降幅收窄.....	11
图表 14: 2023H2 以来雾芯科技中国内地营收有所改善.....	11
图表 15: 2027 年全球 HNB 市场规模有望达 566 亿美元.....	12
图表 16: 全球主要 HNB 消费市场规模增长较快.....	12
图表 17: 菲莫国际的加热烟草出货量保持较快增长.....	12
图表 18: 各烟草公司积极布局以进入美国市场.....	13
图表 19: 英美烟草在日本 HNB 市场中份额仍较低.....	13
图表 20: 近年来英美烟草 HNB 业务的营收增速放缓.....	13
图表 21: 英美烟草计划 2024Q4 推出加热不燃烧新品 Hilo.....	14
图表 22: Hilo 受到各国消费者一直好评.....	14
图表 23: 2024H1 思摩尔营收同比增长 6.06%.....	14
图表 24: 思摩尔各地区营收占比变动情况.....	14
图表 25: 思摩尔各产品营收占比变动情况.....	15
图表 26: 思摩尔毛利率与净利率变动情况.....	15
图表 27: 24 年以来电动两轮车出台的政策法规梳理.....	16
图表 28: 重点两轮车企业收入及归母净利变化趋势.....	16
图表 29: 两轮电动车重点公司股价跟踪复盘.....	17
图表 30: 电动自行车安全技术规范（征求意见稿）.....	17
图表 31: 电动自行车用锂电池具体安全要求.....	17
图表 32: 2016-2023 年电动两轮车行业集中度不断提升.....	18
图表 33: 年更新量比例测算法下，电动车以旧换新需求占内销占比.....	18
图表 34: 24 年以来电动两轮车出台的政策法规梳理.....	18
图表 35: 湖北省 9 批共 3632 家参与补贴门店品牌专卖统计（家）.....	19
图表 36: 中央及各省市家具以旧换新政策梳理.....	20
图表 37: 各地以旧换新补贴政策不断细化.....	21
图表 38: 2024 年以来家电与家具类当月社零总额增速比较.....	21

图表 39:	10 月家居卖场月度客流量指数环比回升.....	21
图表 40:	近期地产调控政策密集出台.....	22
图表 41:	全国 30 城商品房周度成交面积降幅持续收窄.....	23
图表 42:	全国 15 城二手房周度成交面积降幅持续收窄.....	23
图表 43:	2024-2026 年中国理论装修需求套数测算.....	23
图表 44:	各地品牌商或者经销商申请补贴的要求梳理.....	24
图表 45:	龙头企业营收增速跑赢家具社零增速.....	24
图表 46:	衣柜行业集中度.....	24
图表 47:	定制、软体及门窗企业历年 C 端收入占比梳理.....	25
图表 48:	定制家居企业近年来零售渠道市场份额趋势（占 8 家上市企业份额）.....	25
图表 49:	软体家居企业历年内销收入、门店数和单店收入变动情况.....	26
图表 50:	抖音巨量 5A 人群资产理论.....	27
图表 51:	女性卫生巾品牌格局变化.....	27
图表 52:	眼镜行业通过多场景、细分功能化带动产品升级.....	28
图表 53:	名创优品七大店态类型.....	28
图表 54:	19-24 年大促天猫宠食品牌排名榜单.....	29
图表 55:	乖宝宠物股价复盘.....	29
图表 56:	百亚股份产品系列升级图谱.....	30
图表 57:	自由点抖音平台热门视频内容合作类型多样.....	30
图表 58:	线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升.....	30
图表 59:	公司线上、外围省份加速开拓.....	30
图表 60:	名创优品全球 IP 合作版图.....	31
图表 61:	名创优品 24 年国内&海外加速展店（净增加）.....	31
图表 62:	名创优品毛利率不断提升.....	31
图表 63:	乖宝自主品牌保持高速增长.....	32
图表 64:	线上直营加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升带动毛利率稳步提升.....	32
图表 65:	受益于主粮占比提升、精简 SKU 策略，毛利率改善明显.....	32
图表 66:	中宠内外销收入及增速表现.....	33
图表 67:	中宠主粮占比持续提升.....	33
图表 68:	轻工出口企业 24 年 Q3 业绩已开始分化.....	34
图表 69:	美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速（百万美元，%）.....	34
图表 70:	美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速（百万美元，%）.....	35
图表 71:	出口企业海外收入及海外产能布局梳理.....	35
图表 72:	美国家具和家用装饰店零售额同比增速与抵押贷款利率（百万美元，%）.....	36
图表 73:	筛选出海投资标的四象限.....	36

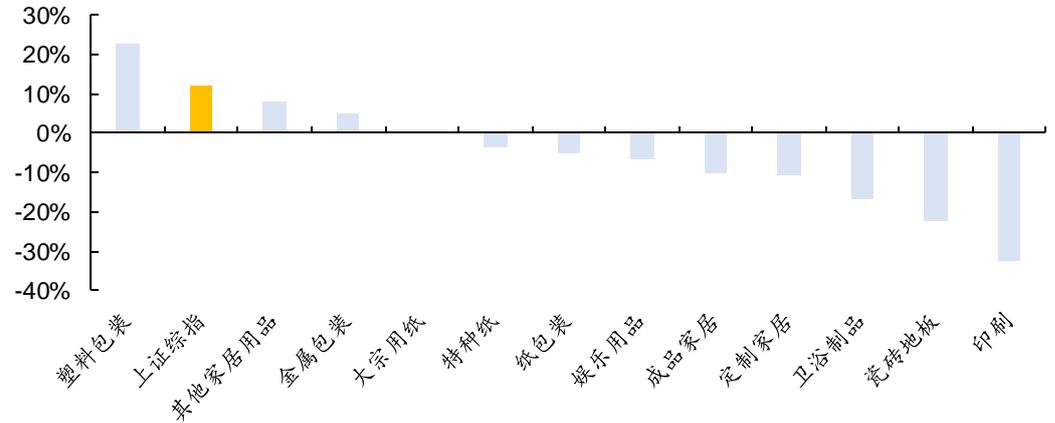
图表 74: 四象限公司营收同比增速与估值.....	37
图表 75: 当前造纸及纸制品处于被动补库阶段.....	37
图表 76: 造纸和纸制品 PPI 同比.....	37
图表 77: 24 年造纸企业盈利能力逐季环比回落.....	38
图表 78: 造纸和纸制品投资完成额累计增速仍在阶段性高点.....	38
图表 79: 欧洲港口木浆库存进入被动补库周期.....	39
图表 80: 全球阔叶浆产能投放计划.....	39
图表 81: 阔叶浆和浆系大宗纸价格仍在回落周期.....	39
图表 82: 双胶纸产能投放进度.....	39
图表 83: 白卡纸产能投放进度.....	39
图表 84: 废纸系纸价及废纸成本价格复盘.....	40
图表 85: 部分重点纸企资本开支情况 (亿元)	40

1. 多维度筛选 2025 年细分赛道布局机遇

1.1 板块回顾：2024 年红利主线领涨，多数板块估值已处历史底部

涨跌幅回顾：年初以来，塑料包装板块表现优于上证综指，主因其红利属性较强，其余子行业表现均相对较弱。其中其他家居用品、金属包装、大宗用纸板块实现正收益。

图表1：轻工各子行业年初至今涨跌幅情况



来源：Wind，国金证券研究所

估值分位：目前多数轻工子板块估值分位处于历史底部，以三级行业来看，其中成品家居、定制家居、其他家居用品、特种纸、宠物食品等行业 PE 分位处于 30% 以下。

图表2：轻工各子行业估值分位情况

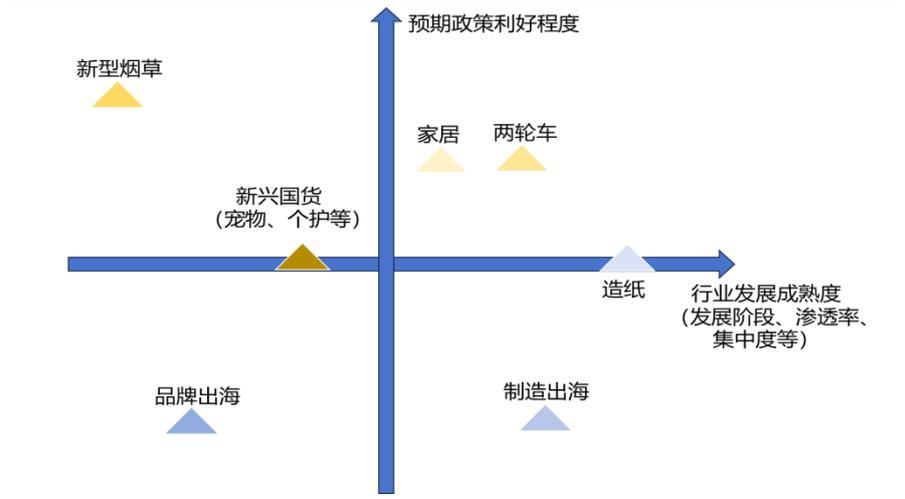
一级行业	二级行业	机构整体 持仓占比	机构大消费 持仓占比	PE TTM	PE历史分 位	PE区间 峰值	PE区间 低谷	PB	PB历史分 位	PB区间 峰值	PB区间 低谷	三级行业	机构持仓 占比	机构大消费 持仓占比	PE TTM	PE历史分 位	PE区间 峰值	PE区间 低谷	PB	PB历史分 位	PB区间 峰值	PB区间 低谷	
轻工制造	家居用品	0.2%	1.2%	20.7	13%	37.1	14.4	1.9	17%	3.8	1.5	卫浴制品	0.0%	0.0%	26.3	87%	37.3	13.6	1.4	22%	2.9	1.1	
												瓷砖地板	0.0%	0.0%	30.9	76%	52.1	12.2	1.1	12%	2.6	0.8	
												成品家居	0.1%	0.3%	17.5	15%	32.5	13.4	1.8	26%	4.3	1.4	
												其他家居用品	0.1%	0.5%	28.9	23%	74.3	21.1	3.3	60%	6.0	1.8	
	造纸	0.2%	0.8%	21.3	66%	34.1	8.1	1.2	16%	2.0	0.9	大宗用纸	0.2%	0.8%	20.3	68%	33.9	5.4	1.0	27%	1.9	0.8	
												特种纸	0.0%	0.0%	24.0	16%	44.6	17.8	1.5	32%	2.2	1.2	
												娱乐用品	0.1%	0.3%	65.4	62%	143.2	9.7	2.8	17%	5.0	1.8	
												两轮车	0.2%	0.8%	26.3	27%	243.3	17.6	3.6	38%	7.1	2.4	
	宠物食品	0.0%	0.1%	32.8	16%	119.8	26.4	3.8	57%	6.5	2.2	宠物食品	0.0%	0.1%	32.8	16%	119.8	26.4	3.8	57%	6.5	2.2	
												包装印刷	0.0%	0.2%	36.1	87%	40.6	22.3	2.0	21%	3.0	1.3	
													纸包装	0.0%	0.2%	38.9	100%	39.7	17.0	1.7	17%	4.0	1.2
													塑料包装	0.0%	0.0%	24.3	86%	32.1	11.9	2.4	64%	4.2	1.6
													印刷	0.0%	0.0%	175.4	87%	268.0	13.5	4.5	88%	6.6	2.1
													金属包装	0.0%	0.0%	25.8	36%	61.5	16.0	1.8	31%	3.0	1.3

来源：Wind，国金证券研究所

1.2 筛选框架：优选预期政策受益方向，顺应行业发展大势

多维度筛选布局赛道：考虑目前国内外经济形势复杂多变，依托相关政策信号，优选预期政策受益方向，并结合行业发展成熟度的相关指标（发展阶段、渗透率、集中度等），在多维度筛选框架下综合筛选出 2025 年细分行业布局机遇，推荐排序为新型烟草>两轮车=内销家居，此外新兴国货、关注出口&出海、造纸板块的结构性的机会。

图表3: 2025 年轻工行业布局筛选框架



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 轻工各子行业发展成熟度及预期政策利好程度

	中国渗透率	海外渗透率	行业集中度	政策利好程度 (具体情况)
新型烟草	1%	全球 8%，美国 11%，英国 16%	较高	高 (政策风险出清，并且欧美加快打击非法产品)
两轮车	30 辆/百人	越/马/老/缅摩托车保有量在 30-74 辆/百人	较高 CR5 为 68%	较高 (新国标落地+以旧换新补贴)
家居	-	-	较低 衣柜 CR4 为 26%	较高 (地产宽松政策频出+家具以旧换新补贴)
智能马桶	4%	日本 82%，韩国 60%	中	较高 (地产宽松政策频出+家具以旧换新补贴)
功能沙发	8%	美国 49%	较高	较高 (地产宽松政策频出+家具以旧换新补贴)
新兴国货-宠物食品	20%	美国 70%，欧洲 46%	中	较低 (刺激内需消费政策)
新兴国货-益生菌卫生巾	较低	较低	较高	较低 (刺激内需消费政策)
品牌出海	-	-	较低	负面影响居多 (利空: 存在美国加征高额关税风险; 利好: 美国若进一步降息或带动地产链需求回暖)
制造出海	-	-	较低	负面影响居多 (利空: 存在美国加征高额关税风险; 利好: 美国若进一步降息或带动地产链需求回暖)

来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 布局节奏: 关注基本面改善&事件催化时点, 把握细分板块布局节奏

新型烟草: 海外监管趋严趋势正显现, 合规市场扩容逻辑+思摩尔新业务发展逻辑及相应催化有望贯穿全年。

两轮车: 以旧换新+多维政策优化格局+龙头加速渠道扩张, 把握龙头 H1 收入&业绩修复趋势, 25Q1 起关注补库节奏, 此外关注 H2 东南亚出海新进展催化。

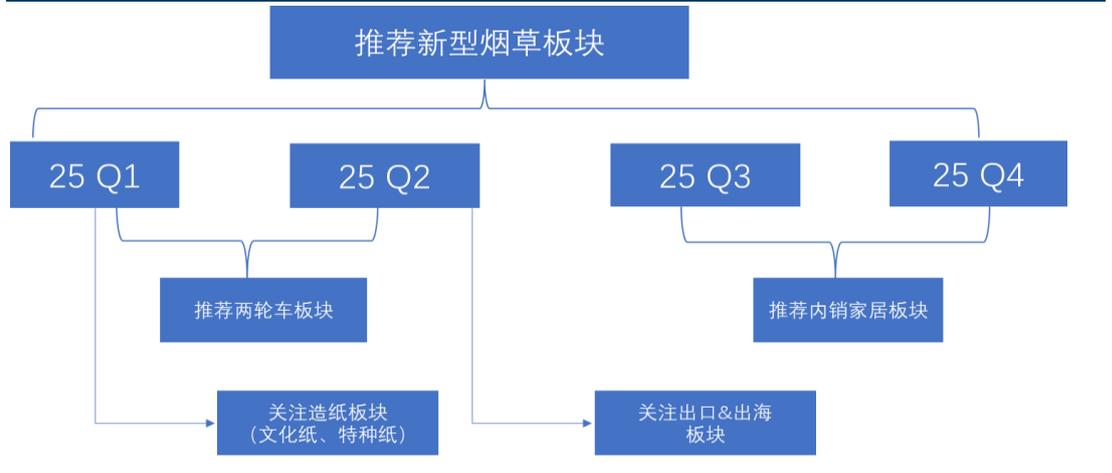
内销家居: 考虑以旧换新消费补贴政策拉动有望延续叠加后续装修量测算及基数因素, 基本面自 25Q2 后有望逐季改善。此外关注 25Q1 板块业绩或由于 24Q4 补贴而脉冲式释放催化板块短期估值修复。

新兴国货：宠物、个护等赛道新兴国货仍具备品类创新成长机遇，全年角度关注业绩兑现节奏超预期带来的结构性投资机会。

出口&出海：特朗普正式就任后将明确相关关税政策，关税风险落地叠加美国降息与否的信号进一步明确，25Q2起相关具备 α 的出口&出海企业显现结构性机会。

造纸：后续需求修复预期或成短期稳价关键要素，核心关注内需改善节奏，细分赛道格局差异决定吨盈利中枢及后续价格弹性，优选个股。

图表5：各板块2025年建议布局节奏



来源：国金证券研究所

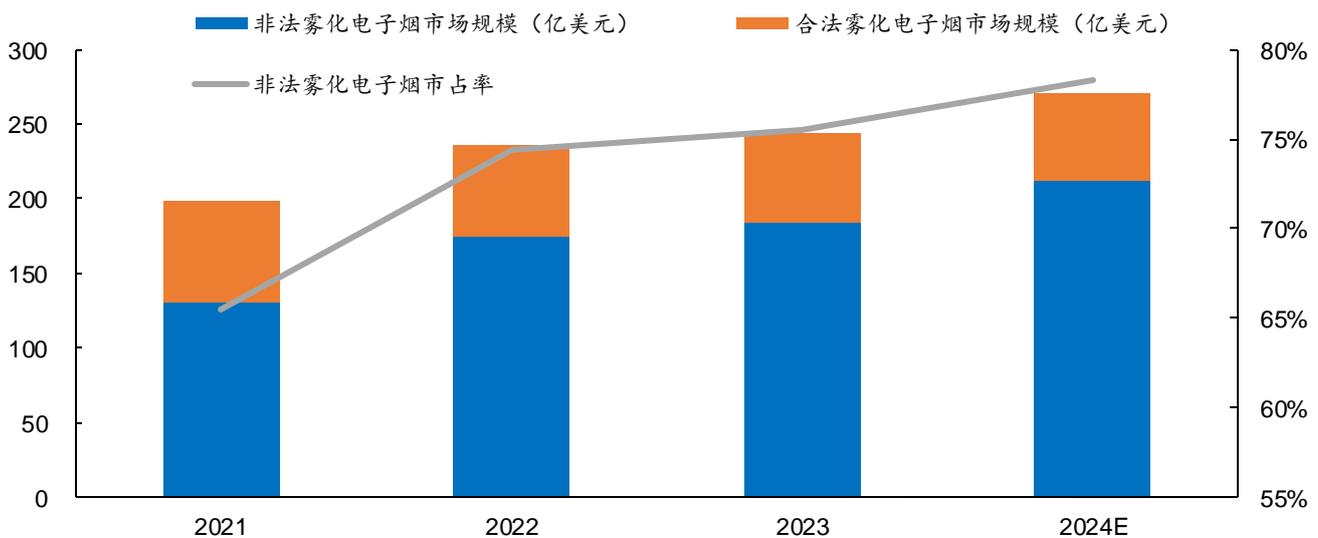
2. 新型烟草：渗透率仍处提升红利期，政策逆风期正全面结束

2.1 雾化电子烟：欧美有望进入政策红利期，中国政策风险出清

2.1.1 美国非法市场监管正加强，合规市场需求有望回升

非法电子烟市占率不断上升：2023年底，美国非法雾化电子烟市场规模为184亿美元，市占率为75.53%，较2021年上升10.01pct。

图表6：近年来美国非法雾化电子烟市占率不断上升



来源：欧睿，两个至上，FDA，国金证券研究所

非法市场监管力度加强：自2023年末以来，监管部门持续加大对非法电子烟的打击力度。1) 2024年5月，FDA更新进口警报，授权海关在必要时扣押可能存在问题的电子烟；2) 2024年6月，FDA与美国司法部等部门成立联合小组，跨部门打击电子烟的非法分销和销

售。3) 2024 年 8 月, FDA 与财政部提出议案: 所有进口电子烟均需提交 FDA 签发的 STN 编号。任何未提交 PMTA 申请、未获得 STN 编号的电子烟, 都可能被禁入美国。该议案后续若落地, 或可从源头管控非法产品。

图表7: 2023 年底以来美国加大对非法电子烟的打击力度

时间	事件	进展
2023 年 12 月	查获非法电子烟	FDA 与海关和边境保护局 (CBP) 查获约 140 万件非法电子烟产品, 估计零售价值超过 1800 万美元。
2024 年 1 月	美国 FDA 再次拒绝 Bidi Vapor LLC 电子烟进入市场	美国 FDA 拒绝 Bidi Vapor LLC 的电子烟产品进入市场, 因为 Bidi Vapor LLC 公司未能证明其产品对成年烟民提供降低风险的替代方案, 该公司被禁止在美国销售此产品
2024 年 5 月	美国多个学校严厉打击青少年吸电子烟	GDC 第十年报告显示, 中学和高中生中, 电子烟是最常用的烟草产品。在密歇根州西部的学区, 青少年在校园内使用电子烟是首要的问题, 一些电子烟设备甚至含有尼古丁, 甚至是大麻
2024 年 5 月	FDA 更新进口警报	FDA 加强管控非法电子烟进口, 公布的“红色名单”清单将授权美国海关和边境保护局在“无需进行物理检查”情况下扣押可能存在的电子烟产品
2024 年 6 月	FDA 等部门成立打击非法电子烟小组	FDA 宣布将与司法部等部门联合成立工作小组, 利用所有可用的刑事和民事手段打击电子烟非法分销和销售, 以重点解决美国青少年电子烟成瘾的问题
2024 年 7 月	新一轮 337 调查	7 月 17 日, ITC 投票决定对特定电子烟产品启动 337 调查,
2024 年 7 月	两院要求打击非法电子烟	两院拨款委员会命令 FDA 打击非法电子烟, 可能的措施包括增加 FDA 执法资金、限制口味和尼古丁含量等
2024 年 8 月	FDA 与财政部意图从源头管控非法产品	所有进口电子烟均需提交 FDA 签发的 STN 编号。未提交 PMTA 申请、未获得编号的电子烟, 都可能被禁入

来源: 欧睿, 两个至上, FDA, 国金证券研究所

口味限制有放松趋势, 合规市场有望扩容: FDA 首次批准薄荷醇口味, 口味限制或逐步放松。 1) 2024 年 6 月, FDA 正式批准 NJOY 提交的四款薄荷醇调味电子烟, 系首次被允许在美国境内合法销售。这说明单纯的限制口味并非 FDA 本意, 只要有充足可靠的信息表明产品不会对未成年人产生诱导, 即使非烟草味电子烟仍可能通过审批。2) 2024 年 5 月, 奥驰亚旗下 NJOY 提交水果味新产品的 PMTA 申请, 且 24Q3 英美烟草也提交了新的调味产品进行审核。后续若 FDA 放宽口味限制, 合规市场有望大幅承接非法市场需求, 行业扩容可期。

FDA 意图简化申请流程, 审批速度有望加快: 2024 年 6 月以来, FDA 连续发布通知称, 将建立合规检查结果数据库, 并计划于 2025 年推出新一代门户网站, 意在整合通过审批的产品信息、简化电子烟厂商的申请流程。

图表8: FDA 意图简化电子烟申请流程

发布时间	政策内容
6 月 28 日	FDA 推出“烟草合规性检查结果数据库”, 囊括所有烟草零售检查结果, 更易检索零售商的合规性和执法行动结果
7 月 15 日	FDA 重新发布与 Swedish Match 的 General Snus 产品现有修改风险烟草产品 (MRTP) 订单续期相关的申请文件, 延长申请文件的公众评论期。
7 月 15 日	FDA 称计划于明年推出新一代 CTP 门户网站, 用于提交某些新烟草制品的申请, 可将提交的文件整合在一个系统中, 使申请流程更简洁高效, 并确保提交数据的准确性和完整性

来源: 两个至上, FDA, 国金证券研究所

在上述政策变动背景下, 我们基于以下假设, 若美国放松口味限制, 预计美国合法换弹式产品的中期市场规模有望较 2023 年增长 63%-299%之间。

假设:

- 1) 保守估计, 假设合法与非法产品总计的雾化电子烟市场总量将保持 2023 年水平不变。
- 2) 参照欧睿统计, 2023 年美国非法/合法雾化市场规模分别为 184.10/59.64 亿美元, 非

法产品市占率约为 75.5%；假设未来封闭式/开放式产品的占比保持在 82%/12%不变，开放式占比忽略不计。

3) 假设后续口味限制有所放开及非法产品监管执行力度加强，保守假设美国非法电子烟市占率最终下降至 30%/45%/60%。

4) 考虑后续一次性烟产品或参照欧洲进行监管叠加对于青少年抽吸监管趋严，合法的换弹式电子烟产品份额有望回升，其占合法市场的份额预计将变化至介于 2020 年-2023 年之间水平，分别假设变化至 43%/50%/60%。

图表9：美国换弹式雾化电子烟中期市场规模较 2023 年合法市场规模增长率测算

非法产品市占率 封闭式市场中换弹式占比	60%	45%	30%
43%	63%	125%	186%
50%	90%	161%	233%
60%	128%	214%	299%

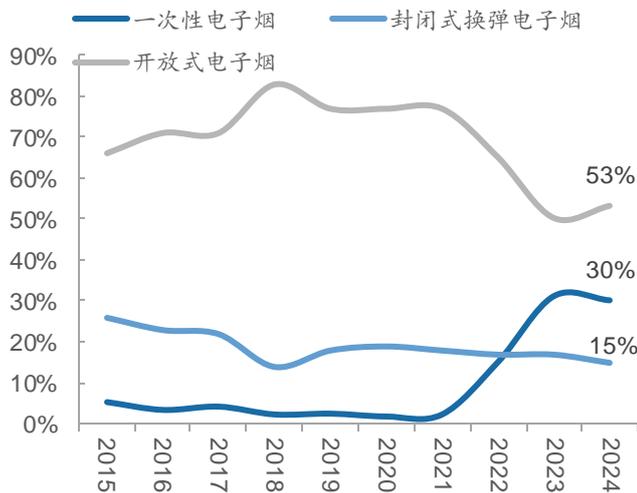
来源：欧睿，国金证券研究所；注：测算结果仅供参考，不构成投资建议

2.1.2 欧洲已开启限制一次性烟进程，换弹及开放式产品份额有望回升

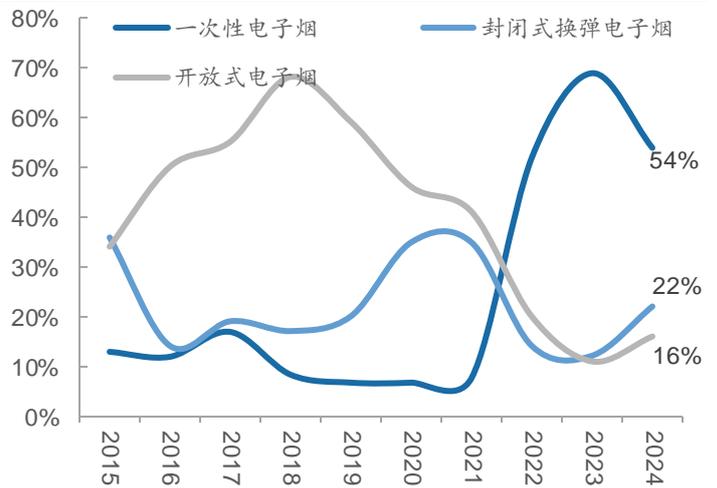
英国为主要消费市场，政策风向标意义显著。英国为全球第二大、欧洲第一大雾化电子烟消费市场，一次性烟导致的系列问题较突出，政策转向有较大的借鉴价值。2024 年 1 月，英国政府宣布将全面禁止销售一次性电子烟，同时要求制造商采用更朴素、视觉吸引力更低的产品包装，以解决青少年滥用电子烟问题。2024 年 10 月英国政府称英格兰和威尔士地区将于 2025 年 6 月起全面禁售一次性电子烟。

监管政策趋严，英国一次性电子烟市占率已开始边际下滑。据英国吸烟与健康行动组织（ASH）统计，近年来英国一次性电子烟广受消费者欢迎，市场占比迅速上升。受监管政策影响 2024 年初市占率有所回落，整体一次性电子烟市占率由 2023 年的 31% 下降至 30%，11-17 岁青少年的市占率由 69% 大幅下降至 54%。

图表10：2024 年英国一次性烟市占率下滑至 30%



图表11：2024 年英国青少年中一次性烟市占率大幅下降



来源：ASH，国金证券研究所。注：2024 年数据截止至 2024 年 3 月。

来源：ASH，国金证券研究所。注：2024 年数据截止至 2024 年 3 月。

欧洲多国均收紧对一次性电子烟的监管，担忧青少年身心健康和保护环境是主要原因。2024 年 3 月，欧洲废物处理和资源利用协会（FEAD）等七大协会联合呼吁至迟 2024 年底欧洲应当全面禁止一次性电子烟的使用。目前多国均已陆续提案，欧洲多数国家全面禁售一次性电子烟已在日程之中。

禁止一次性电子烟趋势下，预计换弹式和开放式电子烟迎来新增长空间。从 2024 年以来欧洲各国的监管风向来看，出于一次性电子烟导致的青少年滥用成瘾问题，且一次性电子烟油、电池等回收困难导致的污染环境等问题，各国全面限制一次性电子烟的销售、或征收较高额外税负将是大势所趋。监管政策趋严，在一次性电子烟产品限制及销售渠道收窄的趋势下，原有消费者或将转向换弹式及开放式电子烟，相关品类市场规模有望迎来扩容。

图表12: 欧洲各国全面收紧对一次性电子烟的监管

国家/地区	最新提案时间	目前进展	预计落地时间
英国	2024年10月	英国政府宣布将全面禁止销售一次性电子烟，限制开放式电子烟口味、产品包装应更加朴素。10月，英国政府称英格兰和威尔士地区将于2025年6月起全面禁售一次性烟。	2025年6月
其中：苏格兰	2024年2月	苏格兰拟禁售一次性电子烟，英国便利店协会敦促其评估后续影响。	拟定于2025年
爱尔兰	2024年5月	爱尔兰努力禁止一次性烟销售，环境部长计划制定法律阻止销售，担心青少年成瘾和环境污染。	拟定于2024年底
德国	2024年5月	德国联邦环境部与消费者保护部发布了《电气和电子设备法》修订草案，规定自2026年中起，所有销售点都必须接受一次性电子烟的回收，或完全禁止一次性电子烟。	2026年中
	2024年7月	德国废物管理协会等社会组织联合致信环境部，要求迅速在全国范围内禁止一次性电子烟。	/
比利时	2024年3月	比利时宣布，自2025年1月1日起，比利时将禁止销售一次性电子烟，以实现“无烟一代”的目标。	拟定于2025年1月1日
瑞士	2024年6月	瑞士议会法案要求修改联邦烟草和电子烟法案禁止一次性产品的销售，但不影响可充电的电子烟。	/
波兰	2024年7月	波兰财政部提议对一次性和可重复使用的电子烟设备收取40兹罗提（10.08美元）的费用	/

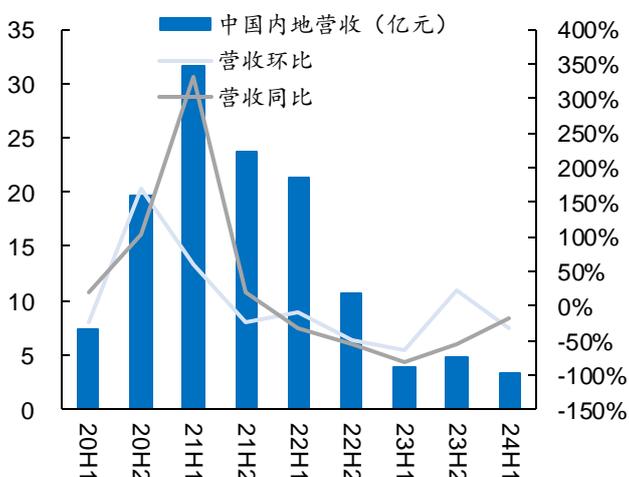
来源：两个至上，国金证券研究所

2.1.3 中国监管政策已趋明朗，市场需求有望逐渐改善

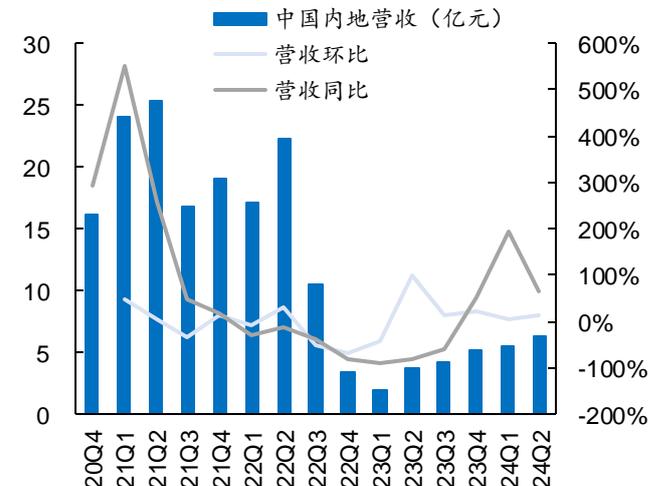
中国电子烟政策风险已出清，监管框架逐渐完善。2021年11月，《烟草专卖法实施条例》首次将电子烟正式纳入法律监管范畴。2022年3月与4月，《电子烟管理办法》和《电子烟国家标准》相继出台，监管框架基本确立。2022年10月，电子烟消费税正式开征，进一步规范电子烟产业链布局，行业发展不确定性大幅降低，监管政策风险已基本出清。

监管政策风险的逐步出清，中国合规电子烟需求有望迎来进一步改善。2023H1以来思摩尔在国内营收虽然仍持续下降，但降幅已有所收窄。24H1思摩尔在国内营收同比-16.79%，降幅收窄明显。与此同时，2023H2以来雾芯科技（悦刻）的营收同比与环比均有所改善，一定程度上说明国内电子烟市场需求正逐步企稳。

图表13: 2023年以来思摩尔中国内地营收降幅收窄



图表14: 2023H2以来雾芯科技中国内地营收有所改善



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

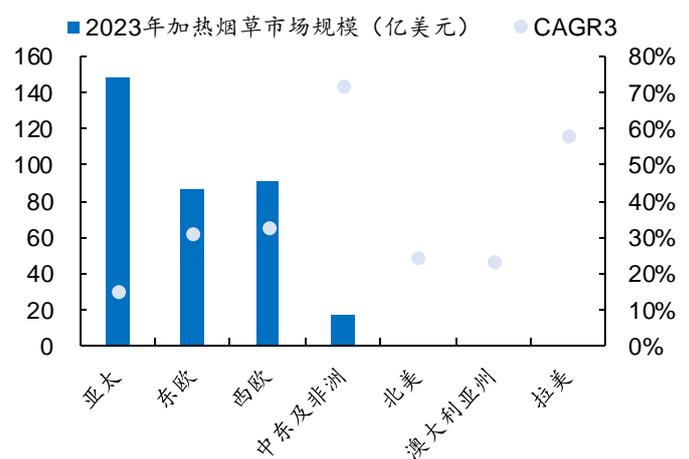
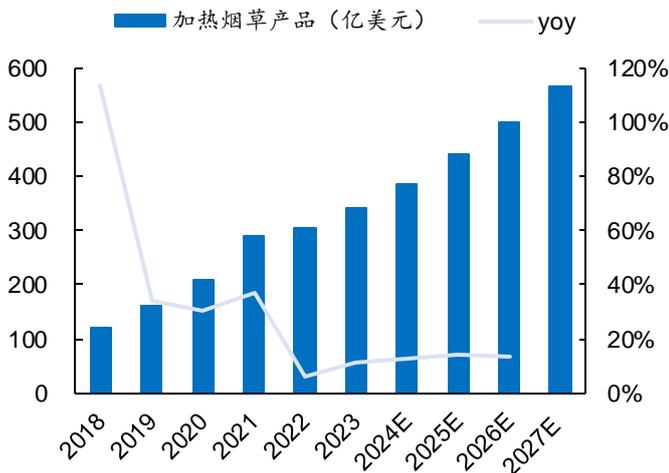
2. HNB（加热不燃烧）：渗透率正处提升期，美国市场将正式开启

2.2.1 全球 HNB 渗透率正处提升期

HNB 对传统卷烟有较好的替代作用，减害特征明显，监管体系已较明确。目前多国机构均表明，HNB 对传统卷烟有着良好的替代作用，由于其减害性，各国监管机构对 HNB 大多持较开放态度。包括英、日、韩等国在内的各主要 HNB 消费国均建立起了完备的监管体系，政策不确定性已较小。

图表 15：2027 年全球 HNB 市场规模有望达 566 亿美元

图表 16：全球主要 HNB 消费市场规模增长较快

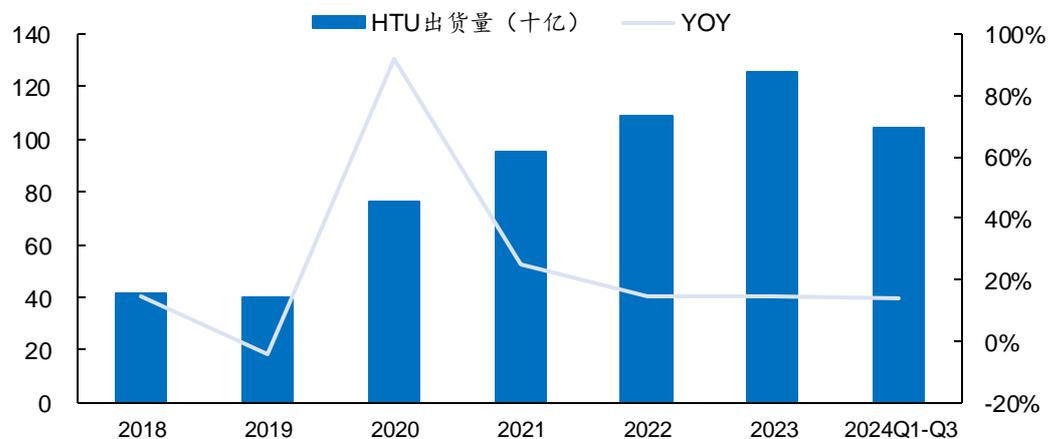


来源：欧睿，菲莫国际年报，国金证券研究所

来源：欧睿，菲莫国际年报，国金证券研究所

HNB 全球市场规模广阔，亚太欧洲等主要消费市场持续扩容。1) 据欧睿，近年来全球 HNB 市场规模快速扩张，2023 年 HNB 市场规模达 341 亿美元，2018-2023 年 CAGR 达 23%；预计至 2027 年有望达 566 亿美元，2023-2027 年 CAGR 达 14%。2) 亚太及欧洲地区为 HNB 主要消费市场，2023 年亚太地区 HNB 市场规模为 148 亿美元，占全球比重为 43%。其中日本以 115 亿美元的规模居世界首位，市场占比达 34%。2023 年亚太及东欧、西欧市场 HNB 市场规模三年 CAGR 分别为 15.0%/31.1%/32.7%，保持了较快的扩容速度。3) HNB 行业龙头菲莫国际 2017-2023 年 HTU 出货量复合增长率为 23.0%，显示龙头企业深耕 HNB 业务的决心依旧坚韧。

图表 17：菲莫国际的加热烟草出货量保持较快增长



来源：菲莫国际年报，国金证券研究所

2.2.2：专利纠纷解决，美国市场将正式开启

达成专利和解协议，集中拓展美国市场。2024 年 2 月，英美烟草与菲莫国际宣布，双方已达成在雾化电子烟和加热烟草领域的专利和解协议。该协议解决了双方在全球范围内正在进行的所有专利纠纷，包括所有相关的销售禁令和排除令，该协议禁止双方对当前加热

烟草和雾化电子烟的进一步索赔，同时允许进行技术创新并推出现有产品的改进版本。该协议有助于双方解决现有纠纷，集中资源拓展加热不燃烧业务的整体市场规模，目前双方正加紧向美国市场扩张加热不燃烧业务。

英美烟草：2024.10.16，英美烟草宣布，目前公司将美国市场视为最高优先级，已经为旗下的加热不燃烧 glo 产品提交了完整的 PMTA 申请材料。因申请审批需一定流程，因此 glo 正式进入美国市场的时间预计将滞后于其他市场。

菲莫国际：2024.10，菲莫国际已在美国得克萨斯州的首府奥斯丁推出加热烟草设备 IQOS 的试点计划，这标志着 IQOS 产品正式进入美国市场。

日本烟草：2022.10，与奥驰亚成立合资公司，希望在 2025 年之前通过 FDA 的 PMTA 申请，以期在美国市场合法销售。

图表18：各烟草公司积极布局以进入美国市场

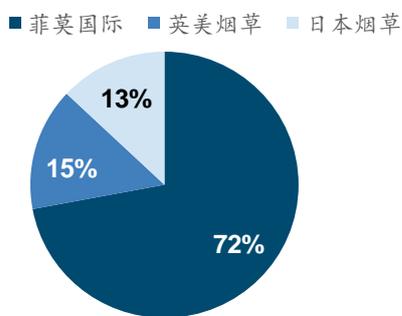
具体规划	
菲莫国际	2024.10，已在得克萨斯州的奥斯丁推出加热烟草设备（HTP）IQOS 试点计划，这标志着 IQOS 将正式进入美国市场。将在奥斯丁先进行研究和焦点小组调查，然后才会将 IQOS 向公众开放。
英美烟草	将美国市场视为最高优先级，已经为旗下的加热不燃烧 glo 产品提交了完整的 PMTA 申请材料。
日本烟草	2022.10，与奥驰亚成立合资公司，希望在 2025 年之前通过 FDA 的 PMTA 申请。计划投资 20 多亿美元，在 2024 年前在 20 个国家推广加热不燃烧产品 Ploom X，并预计将在 2028 年扭亏为盈。

来源：两个至上，国金证券研究所

2.2.3：英美烟草推出 HNB 新产品，行业份额有望提升

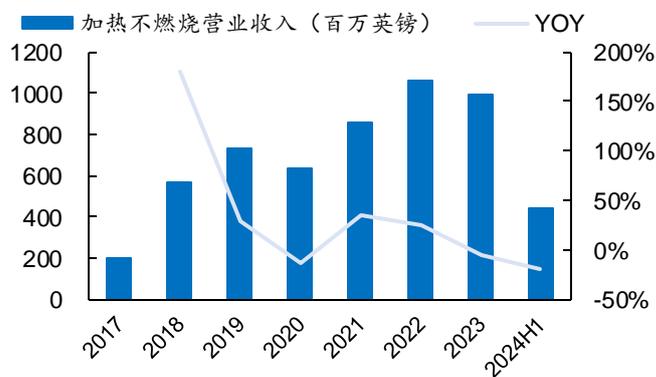
计划大幅提高新型烟草营收占比，研发投入不断向 HNB 领域倾斜。2024.09，英美烟草称，为推进无烟世界的目标，计划至 2030 年拥有 5000 万新型烟草产品用户，且新型烟草业务的营收占比由 2023 年的 16% 提升至 2035 年的 50%。为实现该远景规划，近年来英美烟草持续加大研发投入，2023 年研发开支同比增长约 26% 至 4.08 亿英镑，其中大部分投向减害产品。

图表19：英美烟草在日本 HNB 市场中份额仍较低



来源：欧睿，英美烟草官网，英美烟草财报，国金证券研究所

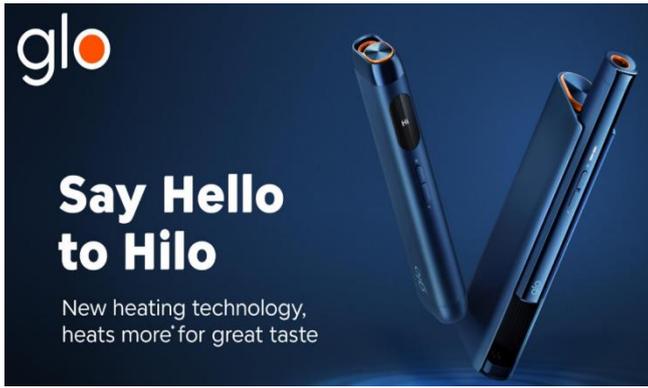
图表20：近年来英美烟草 HNB 业务的营收增速放缓



来源：欧睿，英美烟草官网，英美烟草财报，国金证券研究所

HNB 营收增速下滑，英美烟草已明确推广 Hilo 新品推广计划。英美烟草 HNB 产品的市占率远低于行业龙头菲莫国际，且近年来其 HNB 业务营收增速不断下滑。为扭转 HNB 业绩颓势，英美烟草已提出明确的 HNB 新品推广计划，Hilo 计划将于 2024 年四季度展开试销售，2025 年在核心市场中进一步推广。

图表21: 英美烟草计划 2024Q4 推出加热不燃烧新品 Hilo



图表22: Hilo 受到各国消费者一直好评



来源: 欧睿, 英美烟草官网, 英美烟草财报, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 英美烟草官网, 英美烟草财报, 国金证券研究所

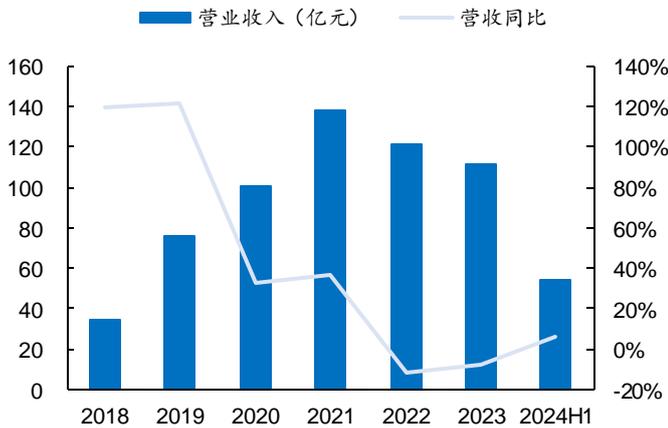
2.3 投资建议: 思摩尔国际有望受益于海外合规市场扩容, 新业务将打开成长新空间

收入端: 1) 美国严厉打击非法电子烟、逐步放宽换弹式口味限制, 欧洲各国全面限制一次性电子烟的销售, 预计海外合规市场将持续扩容, 利好公司雾化电子烟核心业务营收恢复。2) 新业务培育上, 英美烟草已提出明确的 HNB 业务拓展规划, 思摩尔作为英美烟草的核心供应商, 有望长期受益于英美烟草在 HNB 领域的快速成长。思摩尔自研的大麻雾化、医疗雾化和美容雾化已积累较多的在手专利, 正逐步向市场推广放量, 期待未来提供更多业绩空间。

利润端: 近年来一次性烟营收比重的快速上升, 致使公司毛利率和净利率水平不断下降。展望未来, 公司高毛利率的换弹式业务有望受益于欧美合规市场的快速扩容, 预计公司盈利水平将显著回升。

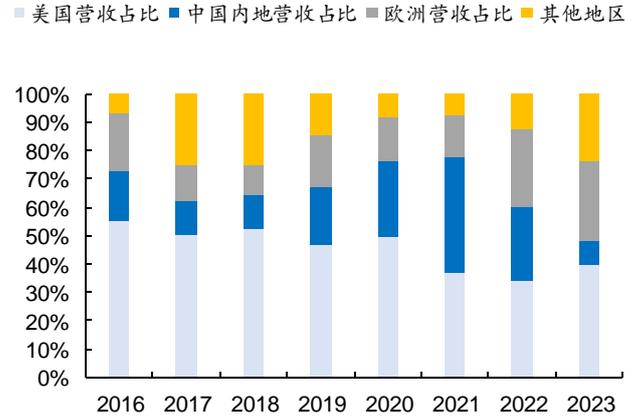
推荐思摩尔国际: 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.22/0.28/0.37 元, 当前(11月22日) 股价对应 PE 分别为 51/40/30 倍, 维持“买入”评级。

图表23: 2024H1 思摩尔营收同比增长 6.06%



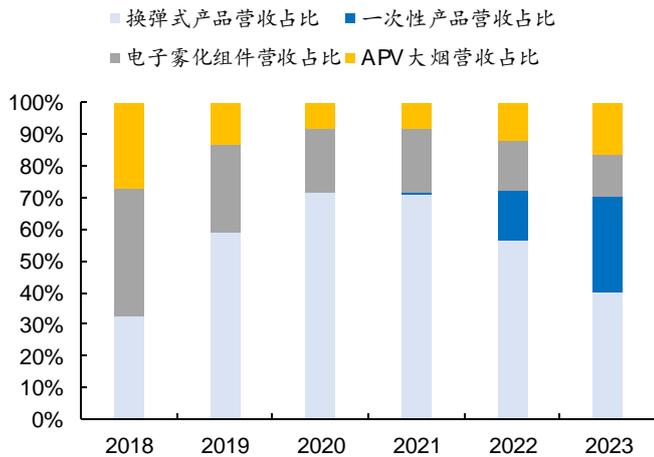
来源: 思摩尔财报, 国金证券研究所

图表24: 思摩尔各地区营收占比变动情况

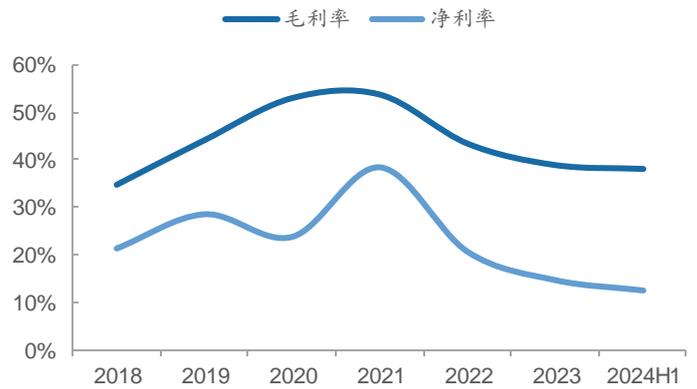


来源: 思摩尔财报, 国金证券研究所

图表25：思摩尔各产品营收占比变动情况



图表26：思摩尔毛利率与净利率变动情况



来源：思摩尔财报，国金证券研究所

来源：思摩尔财报，国金证券研究所

3. 两轮车：三重驱动催化成长，龙头份额加速提升

3.1 终端审查+换标，车企推新节奏放缓，行业去库至低位

24年作为两轮车新国标过渡期，经销商经历去库存，国抽影响头部企业门店客流、厂商推新意愿，导致24年业绩受到阶段性波动。1) **传统龙头**：整体呈现终端去库、拓店节奏放缓，收入逐季承压，但积极调结构带动单车净利回暖。雅迪H1收入/归母净利同比减少15.42%/12.95%，爱玛Q1-3收入/归母净利同比+0.05%/-0.25%。2) **新锐表现亮眼**：九号为代表的高端产品型公司凭借高端差异化定位智能化创新引领，开拓新客群&高客单，产品&渠道势能持续向上。

图表 27: 24 年以来电动两轮车出台的政策法规梳理

时间	部门	政策	内容
2024. 4. 13	商务部等14部门	《推动消费品以旧换新行动方案》	政策参考与迁移, 参照汽车、家电推动电动自行车以旧换新工作
2024. 4. 25	工业和信息化部起草, 市场监管总局(国家标准委)发布	《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》(GB 43854—2024) 强制性国家标准	2024. 11. 1起实施, 规定6项单体电池的测试项目和22项电池组的测试项目; 要求标注“安全使用年限”与耐高温永久标识; 要求电池组与充电装置有互认协同功能等。
2024. 4. 25	工业和信息化部	组织完成对《电动自行车用充电器安全技术要求》(GB 42296—2022) 强制性国家标准第1号修改单(征求意见稿)的编制工作	加强编码可溯源性, 编码采用13位代码结构, 由生产企业、生产年份及型号规格代码组成; 耐高温永久性标识, 在(950±10)°C的加热炉中保持0.5小时后, 信息仍完整、清晰。
2024. 4. 29	工业和信息化部、国家市场监督管理总局、国家消防救援局三部门	《电动自行车行业规范条件》和《电动自行车行业规范公告管理办法》	提出“白名单”准入要求, 严控供给端。焊接自动化率达到70%以上; 电动或气动装配工具达到流水线上产品工艺设计总工位的70%; 必备检验检测设备原值不少于100万元; 每年自主开发车型不少于10款; 研发投入不少于上一年主营业务收入的2%等。
2024. 5. 30	工业和信息化部	组织对强制性国家标准《电动自行车电气安全要求》(GB 42295—2022) 第1号修改单(征求意见稿)的修订工作	与技术规范适配, 细化主回路的界定和布线要求, 高电压部分(驱动电路)和低电压部分(控制电路)分离; 加强电池短路保护要求, 加严接触电阻限值; 优化测试方案便于抽查。
2024. 6. 25	市场监管总局	《关于对电动自行车用锂离子蓄电池、电动自行车用充电器实施强制性产品认证管理的公告》	2025. 11. 1起实施, 电动自行车用锂离子蓄电池、电动自行车用充电器应当经过CCC认证并标注CCC认证标志, 方可出厂、销售、进口或者在其他经营活动中使用。
2024. 7. 30	工业和信息化部	《拟公告符合电动自行车行业规范条件企业名单(第一批)的公示》	第一批白名单企业公示, 雅迪、爱玛、台铃、绿源共计4个品牌入选
2024. 9. 19	工业和信息化部	《电动自行车安全技术规范(征求意见稿)》主要修订内容说明与公开意见征集	规定整车标志、整车安全、机械安全、电气安全、防火阻燃、塑料件占比、北斗定位功能、通信功能、防篡改、使用说明、企业质量保证能力和产品一致性等技术要求和试验方法。整体划定行业准入门槛。

来源: 中国政府网、工业和信息化部、国家市场监督管理总局, 国金证券研究所

图表 28: 重点两轮车企业收入及归母净利变化趋势

指标	2022A	2023H1		2023H2		2024H1		24Q3
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	
收入yoy:								
雅迪控股	15.2%	21.3%		4.2%		-15.4%		-
爱玛科技	35.1%	18.6%	-1.6%	-7.1%	0.2%	-9.0%	18.1%	-5.1%
九号公司	10.7%	-13.3%	-6.4%	11.9%	8.2%	54.2%	51.0%	34.7%
新日股份	14.5%	15.9%	-37.3%	-25.0%	-1.4%	-34.5%	10.1%	-13.4%
绿源集团控股	39.9%	22.9%		-5.6%		3.2%		-
归母净利yoy:								
雅迪控股	57.8%	32.1%		15.1%		-12.9%		-
爱玛科技	182.1%	50.5%	12.0%	-3.5%	-34.9%	1.2%	12.1%	-9.0%
九号公司	9.7%	-54.5%	-5.6%	13.3%	279.9%	675.3%	124.5%	139.1%
新日股份	1326.2%	94.2%	-88.4%	-34.9%	-236.3%	-39.7%	389.8%	-41.1%
绿源集团控股	99.2%	16.2%		29.0%		9.6%		-

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表29：两轮电动车重点公司股价跟踪复盘



来源：wind，各公司公告，公司官网，国金证券研究所

3.2 渠道补库+格局优化+换购刺激，龙头量价齐升

成长驱动一：换标后渠道补库，有望H1集中兑现。2H24 终端渠道受换标影响库存不断去化至历史低位，25H1 伴随行业由淡转旺，终端开启补库模式，带动企业出货环比加速修复。

成长驱动二：龙头渠道加速扩张、新国标产品快速推新力强于小企业

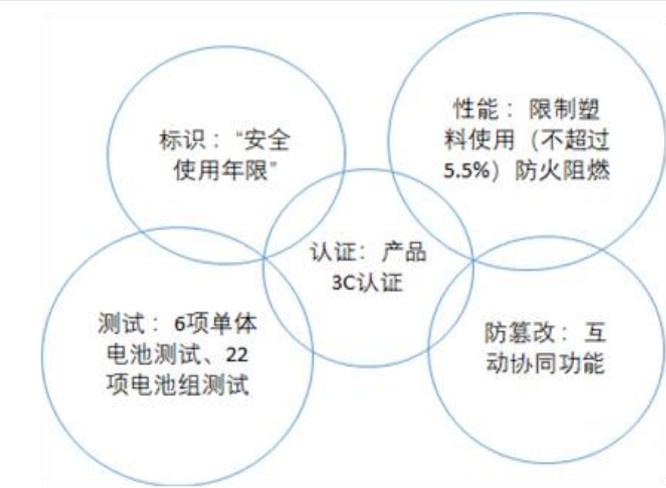
① 小企业被动出清路径：锂电新规+新国标修订版/白名单等提升行业准入门槛，小企业合规成本提升，加速中尾部出清；

② 龙头企业渠道&产品双维发力，龙头有望重启渠道扩张周期，此外基于强产品反应力，加速推出新国标下“合规+爆款”车型抢夺市场，新国标中对北斗等的要求刚性提升制造成本，带动行业 ASP 提升。

图表30：电动自行车安全技术规范（征求意见稿）

图表31：电动自行车用锂电池具体安全要求

项目	2018	2024	依据
整车质量	限值55kg	铅酸电池车限值63 kg	1) 2018: 装配完整的电动自行车的整车质量小于或等于55 kg; 2) 2024: 装配完整的电动自行车的整车质量小于或等于55 kg, 使用铅酸电池的装配完整的电动自行车整车质量小于或等于63 kg。
脚踏骑行功能	要求所有车配置	仅要求使用电动模式的车配置	1) 2018: 电动自行车应具有脚踏骑行功能; 2) 2024: 可以使用电动模式行驶的电动自行车应具有脚踏骑行功能
速度	电驱动模式限速25km/h	所有限速25km/h	2024: 增加6.3.3电动机, 要求电动机转速达到额定转速(脚踏25km/h运行时对应的转速) 要求电动机转速达到额定转速(脚踏)功率应小于或等于400W。
塑料使用	无限制	不应超过整车质量的5.5%	2024: 增加6.5塑料件占比, 电动自行车在非必要条件下不应使用塑料件, 使用塑料材质的部件总质量不应超过整车质量的5.5%
北斗定位和动态安全检测	无	必备	2024: 增加6.6北斗定位功能和6.7通信功能, 要求1) 电动自行车应内置具备定位信息的采集、存储和发送功能的北斗定位模块; 2) 具备采用TLS加密的4G或5G公网通信模块或类似功能的本地通信模块。
防篡改	无	蓄电池、控制器、限速器等关键部件防篡改	1) 2018: 蓄电池防篡改, 与电池盒合理匹配, 电动自行车不得预留扩展接口或外设托架; 2) 2024: ① 电池组防篡改, 不得预留接口或线路或外设托架, 应具有充电电压识别功能; ② 控制器防篡改, 不修改不兼容, 应识别电池组电压且通过锁定, 限流装置不留后门; ③ 限速器防篡改。
产能一致性	无	必备	2024: 增加7企业质量保证能力和产品一致性, ① 企业生产能力: 配备相应原材料切割弯曲、气体保护焊接、零部件电泳工艺设备以及工件自动化传送带或吊挂输送系统; ② 企业检测能力: 能够满足例行检验和确认检验项目; ③ 企业质量控制能力: 建立从关键件采购、生产过程控制至出厂检验的质量保证能力, 以确保持续生产的产品持续符合标准的要求。



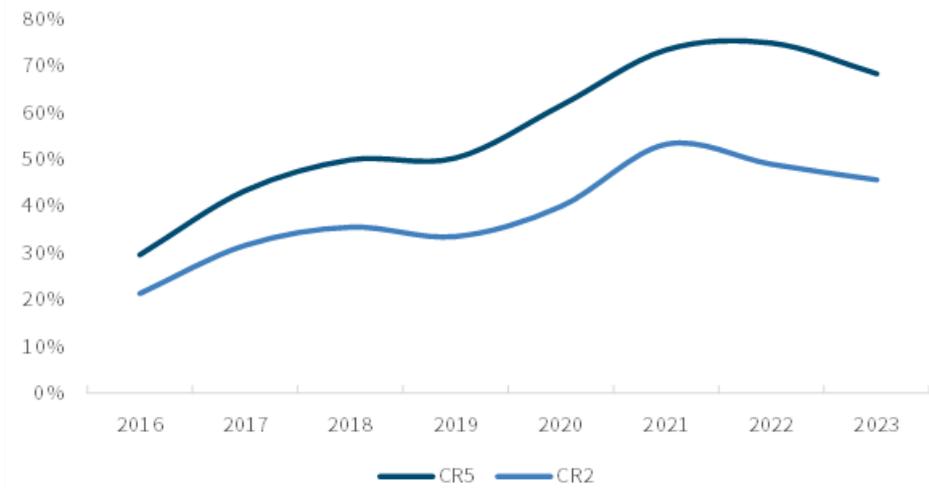
来源：《电动自行车安全技术规范》（征求意见稿），国金证券研究所

来源：《工信部：强化电动自行车用锂离子电池安全要求》，国金证券研究所

成长驱动三：以旧换新政策催化，预计兑现的时间节点集中在25H1。

在行业两轮车更新周期为 6 年的中性假设下，我们测算本次以旧换新拉动年更新量的 10%/20%带来的需求量分别为 583、1167 万台，占 23 年内销比例的 10.6%/21.2%。

图表32：2016-2023年电动两轮车行业集中度不断提升



来源：艾瑞咨询、前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表33：年更新量比例测算法下，电动车以旧换新需求占内销占比

	假设更新周期			
	5	6	7	8
2023电动自行车保有量(万台)	35000	35000	35000	35000
2023国内销量(万台)	5500	5500	5500	5500
拉动年更新量的10%带来的需求(万台)	700	583	500	438
换新需求占23年内销比例	12.7%	10.6%	9.1%	8.0%
拉动年更新量的20%带来的需求(万台)	1400	1167	1000	875
换新需求占23年内销比例	25.5%	21.2%	18.2%	15.9%

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所测算

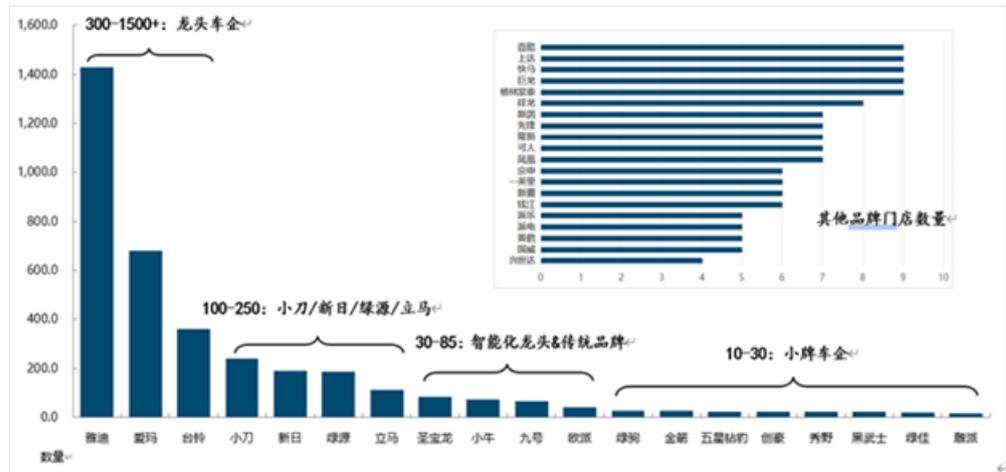
图表34：24年以来电动两轮车出台的政策法规梳理

	时间区间	补贴额度	换购产品要求
湖北	2024年8月22日-2024年12月31日	分档定额立减补贴(补贴券): 单个消费者消费1200元(含)至2000元,一次性立减补贴300元;2000元(含)至3000元,一次性立减补贴400元;3000元及以上,一次性立减补贴500元。	符合《电动自行车行业规范条件》企业生产
上海	2024年9月底-2025年6月30日	一次性500元购车立减补贴	获得国家强制性产品认证证书
海南	2024年7月25日-2024年12月31日	车价20%补贴,最高500元	符合国家标准
重庆	2024年8月20日-2024年12月31日	500元定额资金补贴	符合《电动自行车安全技术规范》
江苏	2024年9月中旬-2024年12月31日	按新车价格分三档补贴: 新车价2000元(不含)以下补贴300元 新车价2000(含)-3000元补贴400元 新车价3000元(含)以上补贴500元	符合国家标准及强制性产品认证
云南	2024年9月1日-2024年12月31日	500元/辆,最多申请四次补贴	符合符合《电动自行车安全技术规范》
四川	2024年8月26日-2024年12月31日	新车车价15%补贴,最高500元	符合有关规定
广西		按新车价格分三档补贴: 新车价2500元以下补贴300元 新车价2500-3000元补贴400元 新车价3000元以上补贴500元 300元/辆	符合有关规定
辽宁		无	无
广东	2024年9月1日-2024年12月31日	售价1500元以上,补贴500元	符合强制性产品认证要求,满足质检总局重点工业产品质量追溯“一车一池一充一码”要求
湖南	2024年9月6日-2024年12月31日	500元定额资金补贴	符合有关规定
浙江		新车价10%,最高为500元	无
安徽	2024年4月24日-2024年12月31日	售价15%购置立减补贴,最高补贴500元,最多可享2次补贴	无
河北	2024年9月20日-2024年12月31日	售价10%购置立减补贴,最高补贴300元	无
江西	2024年9月19日-2024年12月31日	500/辆,最多两次补贴	符合国家标准

来源：各地政府官网，国金证券研究所

政策参与主体结构进一步强化集中度提升的格局指向。我们选取以湖北为样本观察参与门店类型结构：截至2024年10月，湖北省9批共有3632家门店参与以旧换新补贴，雅迪/爱玛/台铃品牌门店分别为1427/678/359家，占比39.3%/18.7%/9.9%，前三大品牌门店数量占比67.9%，高于行业品牌销量份额。

图表35：湖北省9批共3632家参与补贴门店品牌专卖统计（家）



来源：湖北省商务厅，国金证券研究所

3.3 投资建议：份额提升主旋律，优选传统龙头、新势力黑马

1) 雅迪控股：内销产品结构优化市占率持续提升，出海&后装成长空间可期

内销：龙头地位夯实，产品力/渠道/供应链综合竞争优势领先，新国标催化份额加速提升。三电技术储备领先，加快布局中高端价格带（3000元以上）车型强化市场地位。

出海：海外布局前瞻，产品力打磨、渠道加速铺设，中长期第二成长曲线。定位中高端，短期聚焦轻度两轮车使用，在越南/印尼买地设厂配套产能建设。

后装：聚焦差异化产品，短期加速拓渠道，中期小型动力解决方案赋能产品力。先后收购华宇、凌博夯实上游供应链布局、赋能产品研发，石墨烯电池链后续渠道发力有望形成增量。

分红：2022/2023年，公司股利支付率分别为52%/50.8%。

2) 爱玛科技：国内两轮车行业领军品牌，新国标+产品升级趋势下，ASP有望提升，渠道开拓仍具备空间

国内产能+渠道下沉成长仍有发展空间。积极募资建设台州、丽水、重庆生产基地有望陆续投产；截至2023年末，公司终端门店数量突破3万家，当前重点采取渠道下沉策略，加强城市社区和乡镇的网点建设。

产品输出+供应链组织效率持续提升、降本增效：①升级优化IPD集成产品开发流程，洞察消费趋势输出精确契合市场需求的战略大单品；②打造共享模块，提升零部件通用化率和模块化率，强化成本精益/效率提升，构建关键零部件的自研自产能力。

中远期出海构建第二成长曲线：印尼基地投产，仍在初期阶段，23/24H1国际业务收入2.23/1.2亿元，同比+2.21%/+40.7%。

3) 九号公司：优质创新产品开发型公司，新产品线逐步进入收获期，关注中长期盈利弹性释放

两轮车：产品智能化创新引领带动新客群&高客单，伴随产品&渠道端规模效应释放、看好后续盈利能力超预期兑现。1) 两轮【真智能】创新型产品竞争优势领先，开拓年轻新客群&新价格带，产品矩阵不断丰富，24Q1-3电动两轮车中国区销量/销售收入分别为213.47万辆/59.08亿元，同比+86.08%/+87.45%。2) 渠道开拓仍具备成长空间：截至10月底门店达到7200家，覆盖1100余个县市，伴随3000-4000元价格带车型的下沉，与传统车企横向对比渠道下沉仍具备空间。

多元高成长品类：新品/新市场/渠道复用，奠定持续高成长动力，进入盈利收获期。①割草机：欧美渗透率提升带动行业景气度上行、智能化产品推出加快推进；②全地形车：产品力领先行业，产品结构持续优化，Segway高端机型持续推出，截至2024H1，欧洲&美国经销网点数量同比增长30%。③E-Bike：25年有产品出货计划。

4. 内销家居：政策有望赋予需求&集中度提升机遇

4.1 以旧换新政策拉动短期需求，地产政策平稳中期需求

4.1.1 短期家具补贴范围扩大仍为主旋律

本轮家具家居补贴政策资金来源、标准与期限更明确、更落地。7月，国务院发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》、《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出重点支持旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。本轮刺激政策：1) 以设备更新和消费品以旧换新为大前提，涵盖多个细分领域，政策实施力度更大；2) 以1500亿元的超长期特别国债资金投向消费品领域，明确补贴资金来源；3) 各地持续落实补贴细则，明确补贴标准与期限。

各省均已出台消费品以旧换新工作方案或家装厨卫“焕新”实施细则：1) 从推出时间看，各地推出补贴方案多集中在八月底与九月初，略慢于家电补贴政策。2) 虽然各省对补贴具体品类的规定存在一定差异，但多数地区对定制家具、成体家具和卫浴产品均有补贴；3) 多数地区按补贴比例15%、单件商品最高不超过2000元的标准执行补贴。

图表36：中央及各省市家具以旧换新政策梳理

地区	家具补贴细则	各品类是否有补贴		
		定制家具	软体家具	卫浴
发改委、财政部	按售价的15%予以补贴，每次补贴不超过2000元。	无明确补贴商品类别		
浙江	总价格的20%，最高不超过2万元	有	有	有
广东	全屋装修可获合同总价的20%补贴，最高3万元	有	有	有
上海	按价格的15%予以补贴，每次补贴不超过2000元。	有	有	有
江苏	补贴标准为成交价格的15%左右，每人限领3000元	智能家居和绿色建材		
福建	按销售价格的20%予以补贴，单笔消费最高补贴2000元，每位消费者累计享受补贴不超过2万元	有	有	有
山东	按销售价格的15%予以补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元	无明确补贴商品类别		
天津	按销售价格的15%予以补贴，每件补贴不超过2000元	有	有	有
安徽	按售价的15%-20%予以补贴，每件补贴不超过2000元	无	有	有
陕西	按成交价的10%给予立减补贴，每人最高补贴3000元	无	有	有
广西	总价款的20%给予一次性补贴，最高不超过3万元	有	无	有

来源：政府部门官网，国金证券研究所

多地正扩大补贴范围、简化流程、取消区域限制，家具消费补贴终端推进越发顺畅。广州、上海、武汉、深圳等地陆续对此前补贴政策作出优化，整体体现出补贴范围扩大、流程简化的趋势，并且部分地区补贴政策依托电商渠道取消了消费区域限制。

广州市以旧换新补贴政策不断细化。8月29日，广东省发布消费品以旧换新的实施方案，随后广州市实施方案自9月1日起分批实行。9月29日，广州市正式发布家装厨卫“焕新”活动细则，进一步明确补贴以智能家居类、旧房装修和厨卫改造类、居家适老化改造类的43项子产品为主，同时规定本次补贴的资格认证流程、云闪付申请流程、补贴使用方式等具体细则。10月19日，补贴政策进一步升级，除新增十个补贴子产品外，补贴活动正式在京东和唯品会上线，开启线上补贴新模式，进一步扩大了消费者的产品选择范围，解除了线下门店的区域限制。

虽然广州自11.13起停止领取补贴资格，但全国范围内家居补贴规模及涉及品类范围扩大仍为主旋律，部分地区补贴政策迎来边际“加码”，相关细则进一步优化后，终端推进将越发顺畅，期待后续补贴刺激效果不断显现。

图表37: 各地以旧换新补贴政策不断细化

发布时间	发布内容	具体细则
10.22	上海家居补贴范围扩大	进一步扩大家装、家居的补贴范围，特别将沙发、桌椅、柜类、床架、床垫、按摩椅等6大类家具纳入补贴范畴。购买6大类家具最高可获得6000元的补贴。
10.30	南京进一步明确家具补贴品类	补贴范围包括家具(含床、床垫、沙发、橱柜、衣柜、桌椅、整体定制柜等)、门窗(含智能门锁等)、卫生陶瓷、室内板材、地瓷砖、涂料、暖通及太阳能利用系统等产品品类
11.08	实施更加给力的财政政策	财政部表示，将扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。
11.14	重庆实施家居专项以旧换新补贴	围绕厨卫改造、旧房翻新、智能家居、适老家居四个方面，将39小类家居产品纳入补贴范围，基本囊括家具全品类。补贴总金额1亿元。

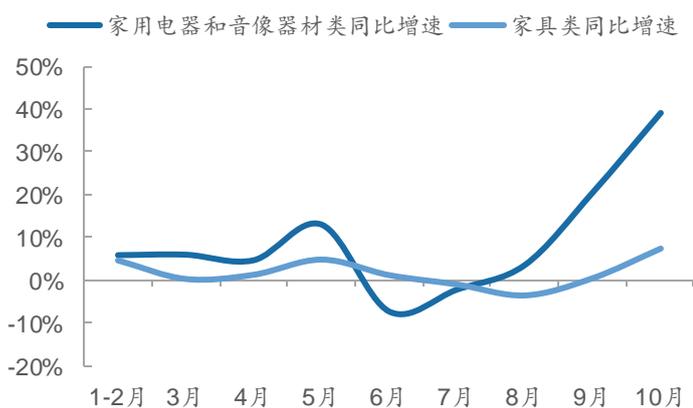
来源: 各地政府官网, 国金证券研究所

4.1.2 政策效果正显现, 24Q4 起报表端边际或迎改善

家具类产品补贴政策推出时间滞后于家电类, 家电补贴效果已显著显现, 后续家具补贴效果有望进一步显现。与家具类补贴相比, 各地针对家电类产品的补贴细则出台更早。家电类消费补贴落地相对较早, 相关效果已显现, 10月全国家用电器和音像器材类社零金额同比增长39.2%, 较上月提升18.7pct, 而家具类同比增速为7.4%, 较上月提升7.0pct。展望后续, 由于家具与家电各地补贴比例较为相似, 参照家电补贴效果, 随着各省市家具补贴细则持续优化, 家具补贴效果有望全面显现。

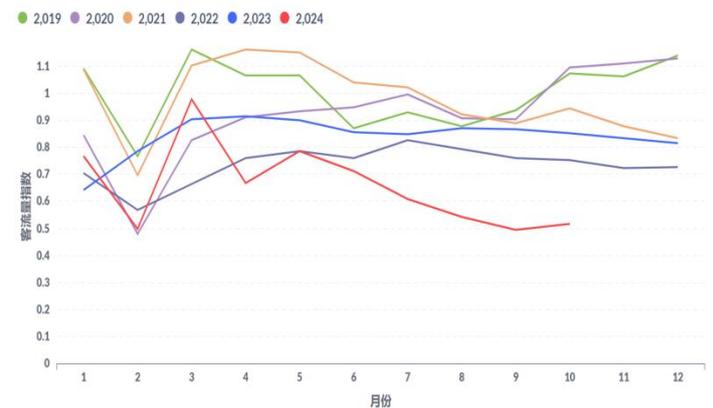
家居卖场客流环比回升, 期待Q4报表端实质性改善。据国金数字LAB统计, 10月家居卖场客流量整体指数环比已开始提升, 且三四线城市客流量指数环比提升更为明显。在地产政策持续发力逐步转变居民预期叠加消费补贴政策持续扩大补贴范围、简化补贴流程的带动下, 内销家居企业报表端Q4也有望迎来实质性改善。

图表38: 2024年以来家电与家具类当月社零总额增速比较



来源: wind, 国金证券研究所

图表39: 10月家居卖场月度客流量指数环比回升



来源: 国金数字LAB, 国金证券研究所

4.1.3 地产宽松政策频出, 中期需求无需过于悲观

地产调节力度不断加大, 利好刚性及改善型住房需求的释放。9月26日, 政治局会议强调要促进地产市场止跌企稳、推动构建房地产发展新模式。10月以来, 多部委密集出台地产宽松政策, 在降低贷款利率, 减轻还贷压力、下调首付比例, 降低购房门槛、扩大城中村和危旧房改造规模等方面持续发力。

四个取消、四个降低、两个增加：取消限购、限售、限价、普宅非普宅认定标准，降低公积金贷款利率、住房贷款首付比例、存量贷款利率、卖旧买新换购住房的税费，通过货币化安置方式新增实现 100 万套城中村和危旧房改造，年底前将白名单项目信贷规模增加到 4 万亿。

图表 40：近期地产调控政策密集出台

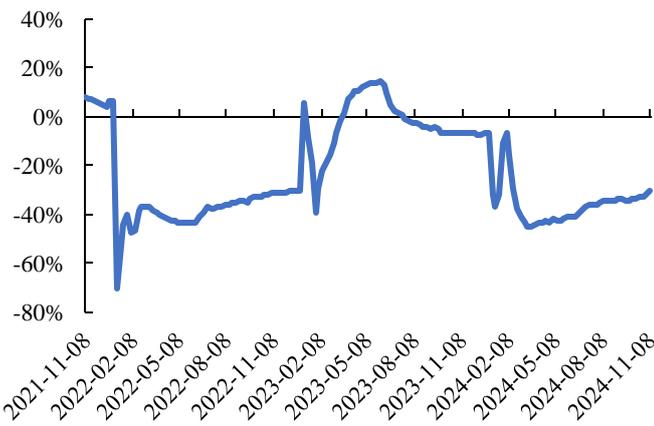
推出时间	推出部门	补贴内容
2024/9/26	政治局会议	促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/10/12	五大行	于 10 月 25 日起，对存量个人房贷利率进行批量调整。除贷款在北京、上海、深圳等地区且为二套房贷款的情形外，其他符合条件的房贷利率都将调整为 IPR-30BP
2024/10/12	财政部	1) 支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需求的地区也可用于新增土地储备项目，2) 用好专项债券来收购存量商品房用作保障性住房，3) 抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，并进一步研究加大支持力度。
2024/10/17	住建部、财政部等五部门	1) 四个取消：充分赋予城市政府调控自主权，取消限购、限售、限价、普宅非普宅认定标准，2) 四个降低：降低公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低卖旧买新换购住房的税费，3) 两个增加：通过货币化安置方式新增实现 100 万套城中村和危旧房改造，年底前将白名单项目信贷规模增加到 4 万亿。
2024/10/21	央行	1 年期 IPR、5 年期以上 IPR 均下调 25 个基点，由 3.35%、3.85% 调整为 3.10%、3.60%。
2024/11/8	全国人大	增加 6 万亿元地方债务限额置换存量隐性债务。从 2024 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，总量 4 万亿元。
2024/11/11	自然资源部	积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度，推动专项债券资金加快落地，以减少市场存量土地规模、改善土地供求关系。增强地方政府和企业资金流动性、促进房地产市场止跌回稳。

来源：中国政府网，国金证券研究所

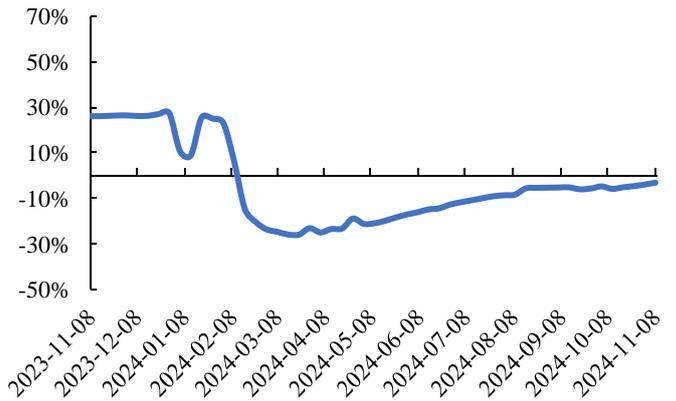
政策刺激效果明显，地产成交面积降幅持续收窄：2024 年 7 月/8 月/9 月，全国商品房销售面积降幅同比收窄 5.1/5.5/5.5pct。11 月第一周（截止 11.08），全国 30 大中城市商品房和 15 城二手房周度成交面积较 9 月最后一周（截止 9.27）降幅分别收窄 4.4/2.6pct。政策刺激的短期效果较为明显。

无需过多担忧后续装修需求不足问题：虽然近年来新房竣工、销售表现相对疲弱，但二手房装修需求逐步显现，后续家居装修需求具韧性，中长期来看，经过我们测算，15 年更新周期下，2024E-2027E 装修套数分别为 2040、1670、1840、1880 万套，二手房装修需求支撑下，2026 年装修套数有望扭转下滑趋势。

图表41：全国30城商品房周度成交面积降幅持续收窄



图表42：全国15城二手房周度成交面积降幅持续收窄



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表43：2024-2026年中国理论装修需求套数测算

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

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 行业集中度仍较低，以旧换新政策有望加速集中

近年来，虽然由于消费需求承压，外部经营难度加大，家居行业内中小企业逐步退出，头部品牌收入增长持续领先社零增速，行业稳步集中，但家居行业整体目前仍较为分散，根据我们测算，2023年衣柜行业CR4为26.07%，市场集中度仍有较大提升空间。

本轮补贴政策或将加速行业集中度提升。与中小品牌相比，头部企业在新一轮补贴政策下更能迅速做出反应、在部分省市对参与补贴的厂商设置门槛的条件下更能积极争取补贴指标，行业集中度有望进一步提高。

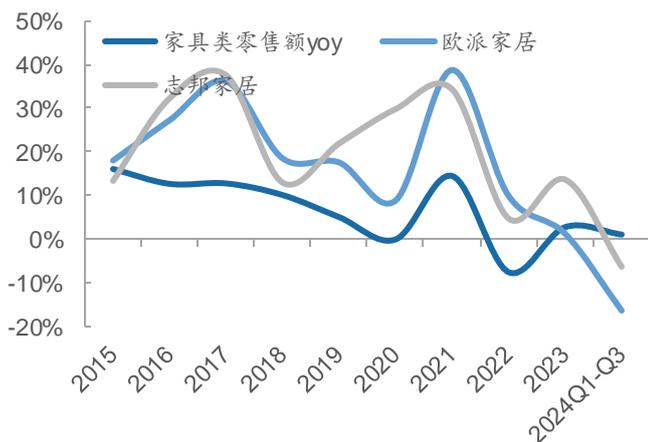
展望后续，在行业流量整体承压、流量碎片化、消费者一站式采购需求等背景下，我们认为头部家居品牌在整装渠道加速开拓、多品类加速融合的两大趋势推动下，市场份额有望迎来加速提升，进一步奠定业绩增长韧性。

图表44：各地品牌商或者经销商申请补贴的要求梳理

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

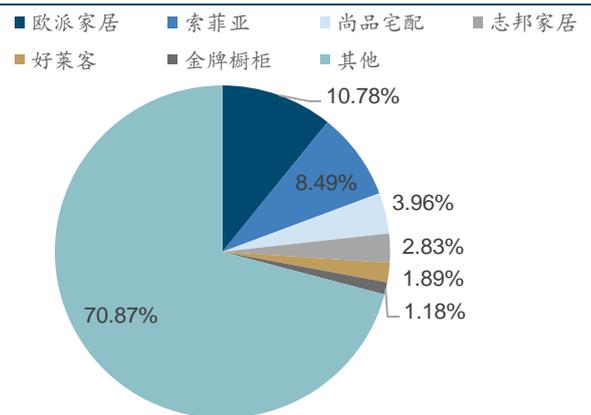
来源：Wind，国金证券研究所

图表45：龙头企业营收增速跑赢家具社零增速



来源：wind，国金证券研究所测算。

图表46：衣柜行业集中度



来源：Wind，华经产业研究院，国金证券研究所。注：假设欧派家居和索菲亚配套产品收入占衣柜及配套品的收入比例为20%

4.3 投资建议：优选零售能力优异的大家居企业

布局方向：短期来看，消费补贴政策效果正逐步体现，预期正显著转向，多数家居企业仍具备低估值+高股息的特性，性价比凸显。并且中长期来看，市场整体需求量依然较大。且目前头部家居企业份额仍较低，在行业流量增长承压的背景下，对于企业品类扩张+渠道延伸能力的要求将显著提升，与此同时补贴政策也进一步抬升竞争门槛，行业有望迎来份额加速集中，优质企业的估值中枢有望提升。在此背景下，建议重点布局，C端收入占比较高、零售能力持续兑现的优质内销大家居头部企业。

图表47: 定制、软体及门窗企业历年C端收入占比梳理

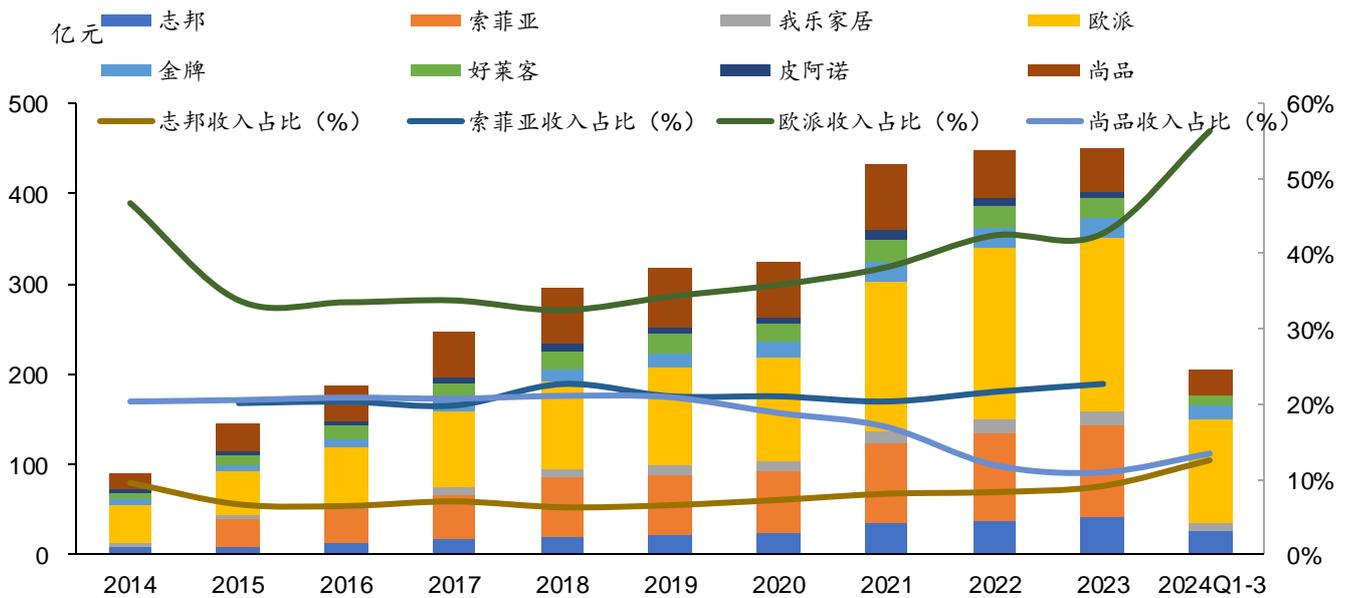
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
欧派家居	92%	92%	92%	90%	88%	84%	82%	82%	85%	84%
志邦家居	85%	87%	84%	82%	84%	78%	69%	68%	69%	67%
索菲亚	100%	97%	98%	96%	92%	88%	82%	85%	86%	88%
我乐家居	84%	87%	91%	96%	92%	82%	75%	81%	90%	87%
金牌橱柜	100%	94%	93%	91%	88%	76%	66%	66%	64%	65%
好莱客	99%	100%	99%	100%	100%	99%	94%	77%	85%	91%
皮阿诺	91%	92%	87%	82%	72%	56%	52%	52%	61%	55%
江山欧派					24%	11%	9%	24%	29%	32%
森鹰窗业				49%	45%	40%	35%	45%	43%	44%
软体家居										

软体企业的内销收入中较大比例为C端收入

来源: 各公司年报, 国金证券研究所

标的筛选: 零售能力的强弱主要体现在品类扩张能力、渠道赋能能力等方面。定制家居板块, 根据统计, 近5年来, 欧派、索菲亚、志邦三家在零售渠道的份额(占8家上市企业份额的比例)持续提升, 而尚品、好莱客、皮阿诺等均现份额下滑。软体家居方面, 各企业品类扩张速度及对于门店的精细化运营有所差异, 从而单店提货额显现出一定差异。整体来看, 关注零售能力优异的索菲亚、顾家家居、欧派家居、志邦家居、敏华控股、慕思股份等。

图表48: 定制家居企业近年来零售渠道市场份额趋势(占8家上市企业份额)



来源: 各公司年报, 国金证券研究所, 其中慕思股份门店数为估算数据

图表49：软体家居企业历年内销收入、门店数和单店收入变动情况

	内销收入 (亿元)				内销收入同比			
	顾家家居	梦百合	喜临门	慕思股份	顾家家居	梦百合	喜临门	慕思股份
2014	21	1	8					
2015	22	2	11		9%	79%	36%	
2016	29	3	16		30%	56%	40%	
2017	40	4	25		39%	55%	56%	
2018	52	5	31	31	29%	23%	26%	
2019	61	7	38	37	17%	37%	21%	21%
2020	76	8	48	43	25%	15%	26%	17%
2021	107	12	65	63	40%	46%	36%	46%
2022	103	10	66	57	-4%	-16%	2%	-10%
2023	109	14	69	55	6%	44%	5%	-4%
2024H1	47	7		26	-10%	19%		26%
	门店数 (家)				单店收入 (万元)			
	顾家家居	梦百合	喜临门	慕思股份	顾家家居	梦百合	喜临门	慕思股份
2015	3078				112			
2016	3000				150			
2017	3500		1807		179			
2018	4529	239	2387		192	42	61	
2019	4829	646	2620		222	58	70	
2020	5190	910	2843		244	35	85	
2021	5287	1421	4495		347	35	88	
2022	5600	1405	5273	5600	322	27	69	75
2023	5680	1193	5653	5600	338	44	65	77

来源：各公司年报，国金证券研究所，其中慕思股份门店数为估算数据

5. 新兴国货：产品&渠道双线发力，优质国货品牌势能&份额提升

差异化产品策略：在消费力缓慢恢复趋势下，部分优秀的快消品企业主动推出差异化&功能性创新品策略，借助低成本的新渠道积极拓圈，积极提升份额。

渠道角度：优质国货品牌加大对小红书、抖音等内容电商、社交电商资源的投入力度，一方面建立更精准的营销投放和销售转化，另一方面基于品类用户运营反向助力产品需求、助力高效研发。

图表50: 抖音巨量5A人群资产理论



来源: 罗兰贝格, 国金证券研究所

1) 卫生巾: 国产品牌现分化, 二线国货品牌弯道超车。①市场规模稳中有进, 根据欧睿, 23 年终端零售规模 1021 亿元, 同比增长 3.06%, 18-23 年复合增速 2.68%。②品牌格局: 以自由点 (百亚) 为代表的区域国产/线上品牌 (洁婷、自由点、她研社、淘淘氧棉) 产品力与外资品牌缩小差距, 渠道层借助抖音精细化运营提升品牌力、快速发力。根据欧睿, 百亚股份旗下自由点市场份额从 2018 年 1.0% 提升至 2023 年 2.1%。

图表51: 女性卫生巾品牌格局变化

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	七度空间 (恒安) 11.1%	苏菲 (尤妮佳) 11.6%	苏菲 (尤妮佳) 12.4%	苏菲 (尤妮佳) 12.0%	苏菲 (尤妮佳) 10.5%	苏菲 (尤妮佳) 9.8%
2	苏菲 (尤妮佳) 10.5%	七度空间 (恒安) 10.7%	七度空间 (恒安) 10.2%	七度空间 (恒安) 9.1%	七度空间 (恒安) 9.0%	七度空间 (恒安) 8.9%
3	护舒宝 (宝洁) 5.2%	护舒宝 (宝洁) 5.7%	护舒宝 (宝洁) 5.7%	护舒宝 (宝洁) 5.6%	护舒宝 (宝洁) 5.2%	护舒宝 (宝洁) 4.9%
4	ABC (慕兴) 3.1%	高洁丝 (金佰利) 3.4%	高洁丝 (金佰利) 3.6%	高洁丝 (金佰利) 3.7%	高洁丝 (金佰利) 3.9%	高洁丝 (金佰利) 4.0%
5	高洁丝 (金佰利) 3.0%	ABC (慕兴) 3.3%	ABC (慕兴) 3.2%	ABC (慕兴) 3.3%	ABC (慕兴) 3.1%	ABC (慕兴) 2.8%
6	乐而雅 (花王) 2.1%	乐而雅 (花王) 2.3%	乐而雅 (花王) 2.3%	乐而雅 (花王) 2.3%	乐而雅 (花王) 2.1%	自由点 (百亚) 2.1%
7	洁婷 (恒安) 1.2%	自由点 (百亚) 1.2%	自由点 (百亚) 1.3%	自由点 (百亚) 1.5%	自由点 (百亚) 1.7%	乐而雅 (花王) 2.0%
8	自由点 (百亚) 1.0%	洁婷 (恒安) 1.2%	洁婷 (恒安) 1.2%	洁婷 (恒安) 1.3%	洁婷 (恒安) 1.3%	洁婷 (恒安) 1.3%
9	洁伶 (桂林洁伶) 0.8%	洁伶 (桂林洁伶) 0.9%	洁伶 (桂林洁伶) 0.9%	洁伶 (桂林洁伶) 0.9%	洁伶 (桂林洁伶) 0.8%	洁伶 (桂林洁伶) 0.7%
10	好好爽 (恒利) 0.8%	好好爽 (恒利) 0.7%	好好爽 (恒利) 0.6%	好好爽 (恒利) 0.6%	奈丝公主 (稳健医疗) 0.6%	薇尔 (爱生雅) 0.7%

来源: 欧睿, 国金证券研究所; 国产品牌有底色标注

2) 眼镜: 功能化带动产品升级, 离焦镜凭借高性价比、周边&多点离焦技术升级带动防控效果优化、低门槛佩带要求等, 驱动细分赛道渗透率提升, 国产品牌借助供应链优势战略追随外资品牌。优质品牌基于国内消费者洞察进行针对性产品优化 (鼻侧区设计等)、更快的交付速度、提高价格覆盖段扩大细分人群等加速成长, 品牌力逐步建立, 看好后续基于渠道扩张、产品升级、品牌溢价带动的量利齐升成长空间。

图表52：眼镜行业通过多场景、细分功能化带动产品升级



来源：明月镜片公告，国金证券研究所

3) 文娱：IP 化率提升构建产品结构升级新支点，渠道业态更新强化品牌力，中期出海贡献新成长。①情绪消费背景下，日用品/文具等与 IP 有效连接，有效构建产品差异化、提升客单值。②渠道端：线下大店&主题店店态升级提升品牌力，线上运营更精细化，例如名创推出七大店态类型；③出海：渠道/产品/组织管理由粗到细，各企业出海阶段有差异。

图表53：名创优品七大店态类型



来源：欧睿，名创优品官网，国金证券研究所

4) 宠物：成长景气稀缺，国产品牌强消费者洞察下的产品迭代能力优于外资、OEM 凭借海外优质产能布局份额抗风险能力强。乖宝等宠食头部公司在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，逐步进入到基础研究赋能研发，看好中长期国产品牌成长空间。

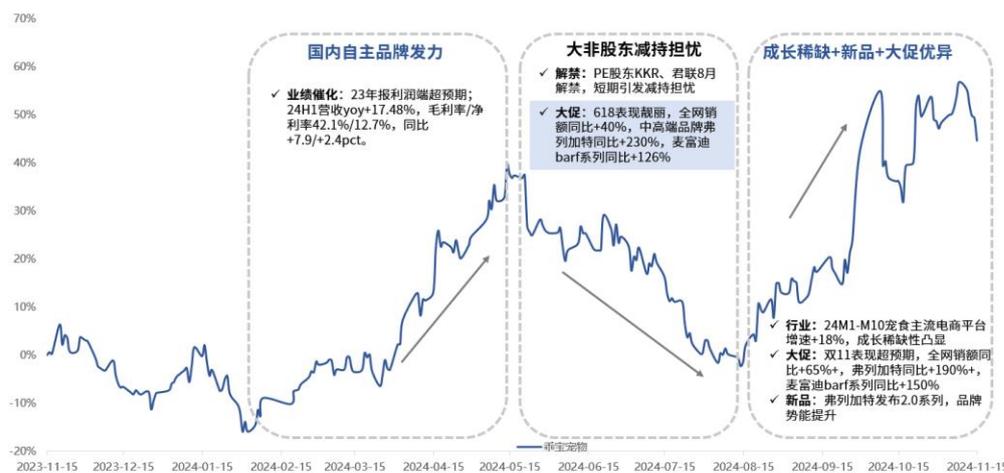
图表54: 19-24年大促天猫宠食品牌排名榜单

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

来源: 天猫, 国金证券研究所

乖宝24年股价复盘: 1) 年初: 受业绩预期催化影响, 估值显著提振; 高端化策略下自主品牌盈利能力进入提升期, 24H1 营收 yoy+17.48%, 毛利率/净利率 42.1%/12.7%, 同比+7.9%/+2.4pct。2) 24年5月-8月, PE 股东 KKR、君联 8月解禁, 短期引发市场减持担忧, 618表现靓丽, 全网销额同比+40%, 弗列加特首次进入天猫榜单前十, 品牌塑造能力验证。3) 8月起, 行业稀缺成长性、季度盈利能力提升进一步验证、大促优异表现等强化市场认知。弗列加特发布 2.0 升级系列, 品牌势能提升, 双 11 期间全网销额同比+65%+, 验证龙头实力。

图表55: 乖宝宠物股价复盘



来源: wind, 公司官网, 国金证券研究所

重点标的梳理——百亚股份：品牌势能向上，线上+外围加速扩张，优质国产品牌扬帆航

电商+线下外围共同发力彰显稀缺成长。新品益生菌 PRO 提升高线人群覆盖度，优质国货品牌势能持续向上，成长动能充沛。

产品升级: 益生菌从爆品有望走向长效大单品, 消费者洞察驱动下的产品持续微创新迭代。凭借领先的差异化成分添加抓住消费者潜在痛点需求+包材焕新升级树立年轻&轻奢品牌形象, 支撑单价加速成长, 毛利率积极提升。后续细分系列产品若能实现有序迭代形成消费者粘性&高复购, 后续营销效率有望提升, 推动毛销差的走阔。

渠道端: 电商以抖音为支点进行外溢, 优质运营力是关键; 外围开拓以点带面重点突击, 24年重点发力广东、湖南、湖北、江苏四省, 力求突破性的发展。24Q1-3 线下/电商营收 11.79/10.39 亿元, 同比+24.1%/+140.1%, 占比 51%/45%, 线下核心区域外省份营收+73.8%。

图表56: 百亚股份产品系列升级图谱



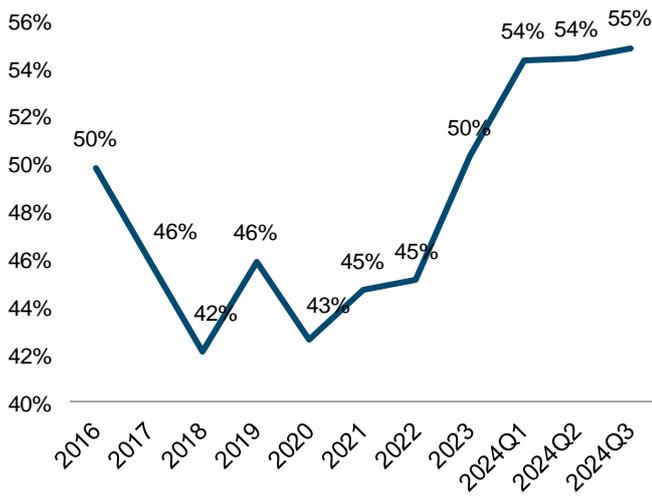
来源: 自由点官网, 国金证券研究所

图表57: 自由点抖音平台热门视频内容合作类型多样



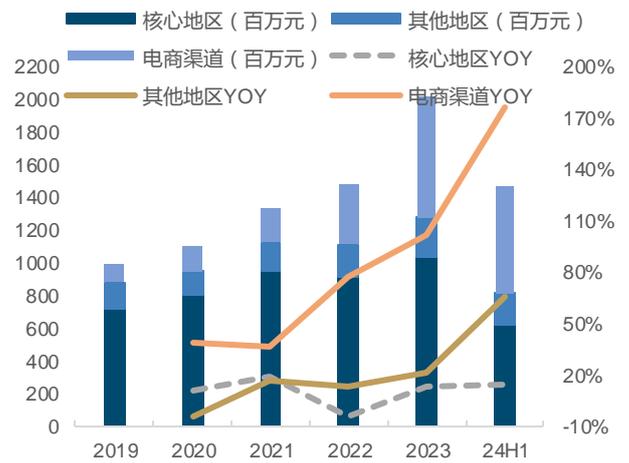
来源: 抖音, 国金证券研究所

图表58: 线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表59: 公司线上、外围省份加速开拓



来源: 公司公告, 国金证券研究所

➤ 重点标的梳理——名创优品：国内多模式探索提升店效，IP 战略、海外&Toptoy 加速开店推动成长

全球扩张：多店态创新模式开启国内高质成长，海外高速展店、直营盈利能力爬坡兑现值得期待。1) 海外：24Q1/Q2 海外新增净开店 109/157 家，保持高速开店节奏。2) 国内：ChiiKawa、哈利波特提升客流基础，再次证明高效产品供应链体系对于零售同店提升的潜力。

近期公司发布 2024 全球品牌战略升级成果发布会, 1) 渠道层面: 提出构建七层店态矩阵, 以满足消费者多样化场景需求。通过 Miniso Land、主题店、Miniso go 等创新店态探索提升渠道品牌势能、强化消费者触达效率。2) 产品方面: 通过构建以中国为中心, 韩国、日本、美国三大海外设计中心为支撑的全球设计网络, 持续推动 IP 战略的发展, 公司现已与超过 150 个全球知名 IP 合作。

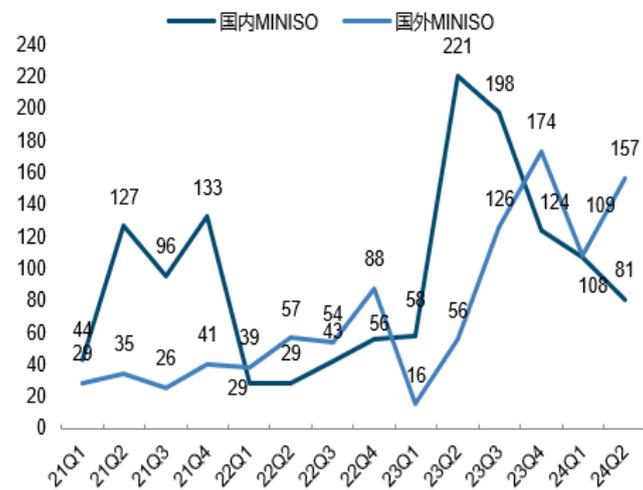
图表60: 名创优品全球 IP 合作版图



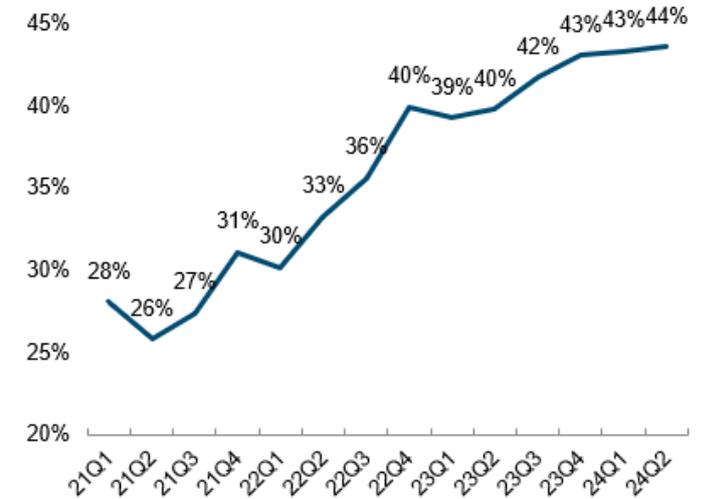
来源: 公司公告, 国金证券研究所

新五年战略指引清晰: 公司计划 24-26 年全球净增门店 900-1100 家, 国内伴随名创主题 & 大店战略推进、Toptoy 店态优化看好后续展店空间, 以北美为代表的海外直营业务处于加速开拓期, 新五年战略目标指导下成长可期。

图表61: 名创优品 24 年国内&海外加速展店 (净增加)



图表62: 名创优品毛利率不断提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

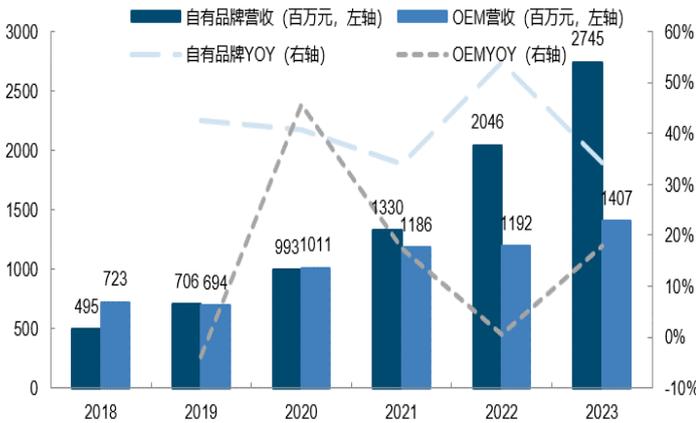
重点标的梳理——乖宝宠物: 国内宠食品牌领跑者, 品牌布局完善, 成长路径清晰

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

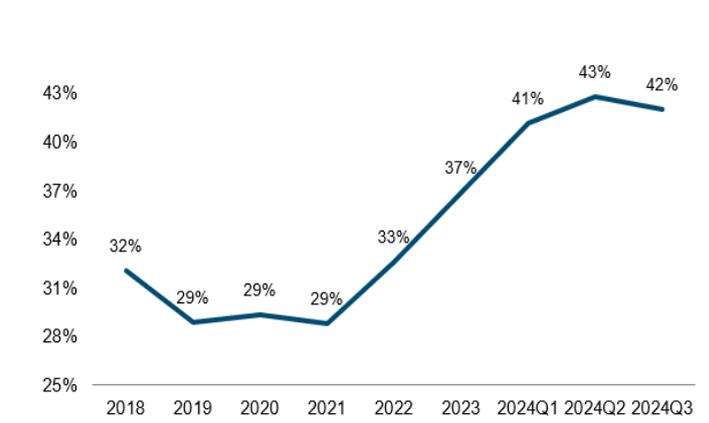
自主品牌直营渠道高速增长, 主粮为主要成长驱动, OEM 稳健恢复。1) 分业务: 23/24Q1-3 收入 43.3/36.7 亿元, 同比+27.4%/+18%; 23 年 OEM/自主品牌占比 32.5%/63.4%。以主品牌麦富迪为基础, 推出麦富迪 BARF 系列等新品类, 弗列加特定位高端猫品牌快速成长、势能持续提升; 2) 分渠道: 直营+经销双线运行, 敏锐捕捉直播电商风口, 强势入驻抖音等平台, 凭借精准营销与内容驱动, 人群资产得以有效扩容。

图表63：乖宝自主品牌保持高速增长

图表64：线上直营加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升带动毛利率稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

品牌升级角度，三大升级策略指引后续高质成长：1) 主品牌麦富迪借助 barf、羊奶系列价格带升级，强需求洞察强化产品升级；2) 高端副牌弗列加特以大单品为突破口，主打品质差异化，2.0 系列发布品牌势能进一步向上，再一次印证品牌打造能力。

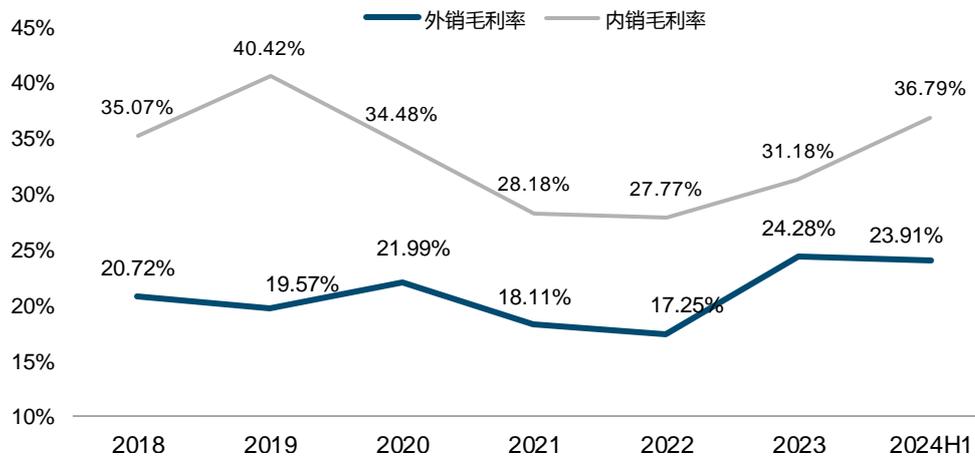
➤ **重点标的梳理——中宠股份：国内三大品牌理顺加速发力，海外优质产能领先优势突出**

公司全面进入内外销双轮驱动加速期。24 年重大转变是内销三大品牌定位更清晰，渠道、品类端打法思路理顺，主品牌 SKU 调整结束重推新品主粮放量在即、股权激励保障组织积极性，

外销：重视海外中高端零食产能布局的稀缺性，公司前瞻进行加拿大/美国工厂布局，凭借中高端产能供给稀缺性带来的议价力+优质管理等，盈利能力远优于国内，零食工艺壁垒深厚 24 年以来欧洲市场拓客户进展优异。24H1 海外业务收入+16%。

内销自主品牌：增速环比加快，主品牌顽皮预计增速回暖，sku 调整后成效显著、9 月底起主推【小金盾】系列打法更聚焦，领先 Toptrees 选中烘焙粮工艺爆发趋势进行大单品系列运营，线上运营思路灵活（甄嫫联名活动等）预计高速增长。

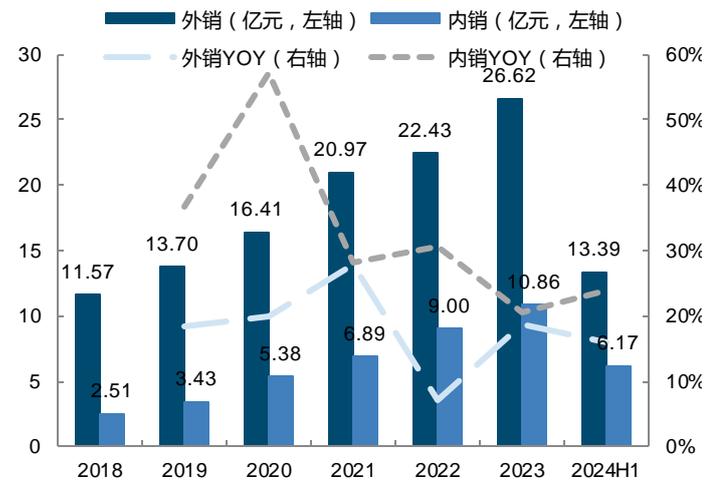
图表65：受益于主粮占比提升、精简 SKU 策略，毛利率改善明显



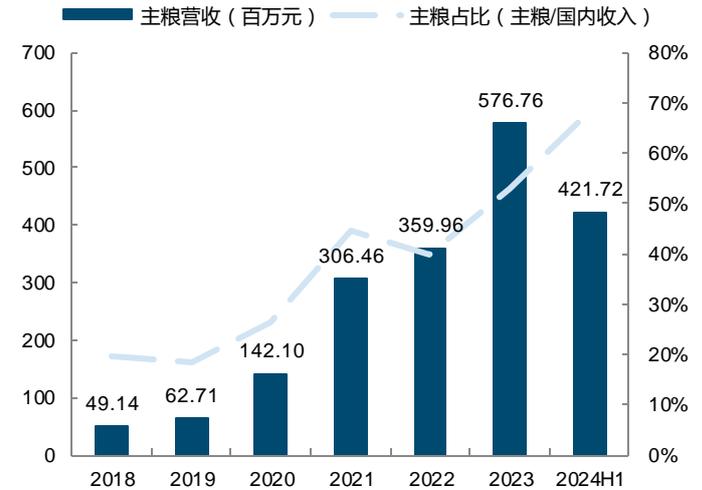
来源：公司公告，国金证券研究所

公司 8 月推出股权激励，有望焕发国内品牌成长活力。境内业务考核目标 24/25/26 年营收以 23 年为基础分别增长 30%/62.45%/103.57%，同比分别+30%/+25%/+25.3%，外销收入考核目标值 24/25/26 年同比分别+8%/10%/12.6%。

图表66：中宠内外销收入及增速表现



图表67：中宠主粮占比持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

► 明月镜片：产品结构不断优化，零售医疗布局进一步提升

产品结构升级，“轻松控”系列产品销量快速增长：公司通过优化产品结构和 SKU 扩展，提升了盈利能力和销售额。2024 年 4 月，公司推出了浅底色防蓝光镜片，扩展了防蓝光产品系列，涵盖专业级、日常通用和浅底色三大类型，以满足更多用户需求。同时，公司与德国徕卡公司达成独家合作协议，共同开拓中国高端镜片市场。此外，公司丰富了近视管理镜片的品类，确保零售和医疗渠道各有 12 个 SKU 在售。24H1，三大明星产品的收入占常规镜片收入的比重为 56%，其中 PMC 超亮收入同比+59%，1.71 系列同比+24%。截至 2024 年 6 月，公司近视管理镜片品类共有 24 个 SKU 在售，其中零售渠道和医疗渠道各有 12 个 SKU。24H1，“轻松控”系列产品的销售额达到 7610.16 万元，同比+39%。

零售渠道优化，加强医疗布局：公司在零售和医疗渠道方面持续优化布局，提升整体运营效率。2023 年，公司成立了客户成功中心，为客户提供战略规划、视光升级、经营管理、品牌赋能和销售技巧等方面的支持，优化零售渠道。医疗渠道方面，公司积极与知名医疗机构合作，提升品牌的专业性和产品信任度。截至 2024 年 6 月末，公司直销客户 2,396 家（含医疗渠道）、“明月”品牌经销客户 28 家，客户结构持续优化。2024H1，公司在不同渠道的收入分别为直销 2.1 亿元（-5.08%）、经销 1.4 亿元（+23.69%）、直营电商 0.3 亿元（+11.7%）和样板体验店 331 万元（+36.4%）。截至 2023 年底，公司医院类客户达到 194 家，并已与爱尔眼科、温州医科大学附属第一医院、浙江大学第二医院等医疗机构展开合作。

6. 出口&出海：风险与机遇并存

6.1 补库或将结束，出口企业业绩分化已初显

三维度看补库周期或将结束：1) 三季度起中国家具出口增速已开始有所放缓，品类之间出现一定分化；2) Q3 轻工出口企业收入端表现已开始分化，部分企业同比开始出现下滑；3) 根据历史复盘来看，美国家居行业库存见底后迎来的补库周期持续性普遍为 6-12 个月，本轮拉动式补库从 23Q4 开始，行至目前或将结束。

图表68：轻工出口企业24年Q3业绩已开始分化

单位：亿元	24年Q1-Q3营收同比	24年Q1-Q3归母净利同比	24年Q3营收同比	24年Q3归母净利同比	24年Q3扣非归母净利同比
梦百合	7.2%	-235.5%	3.0%	-1442.3%	-781.4%
中源家居	50.5%	-91.8%	42.1%	-104.8%	-107.8%
麒盛科技	-6.9%	-19.0%	-11.5%	1.8%	-58.5%
浙江正特	10.7%	-6.5%	37.8%	69.1%	-1955.0%
匠心家居	27.1%	33.6%	26.1%	19.9%	24.3%
浙江自然	17.7%	21.8%	34.9%	372.4%	44.5%
恒林股份	35.2%	-27.3%	41.0%	-55.6%	-54.0%
永艺股份	35.6%	6.5%	38.8%	42.3%	36.9%
松霖科技	-0.1%	5.5%	-6.8%	-45.8%	-42.2%
建霖家居	22.2%	36.7%	10.4%	4.9%	4.2%
玉马遮阳	15.4%	7.0%	9.6%	-10.7%	-9.7%
西大门	30.6%	14.6%	27.6%	15.7%	16.6%
天振股份	93.6%	39.1%	839.4%	-41.1%	19.2%
海象新材	-18.2%	-98.8%	2.1%	-90.5%	98.6%
嘉益股份	61.6%	69.2%	42.8%	41.8%	34.2%
哈尔斯	38.8%	47.0%	26.7%	-10.4%	-13.4%
乐歌股份	48.0%	-8.6%	53.7%	-53.7%	-53.7%
致欧科技	38.5%	-3.1%	34.5%	5.4%	-1.5%

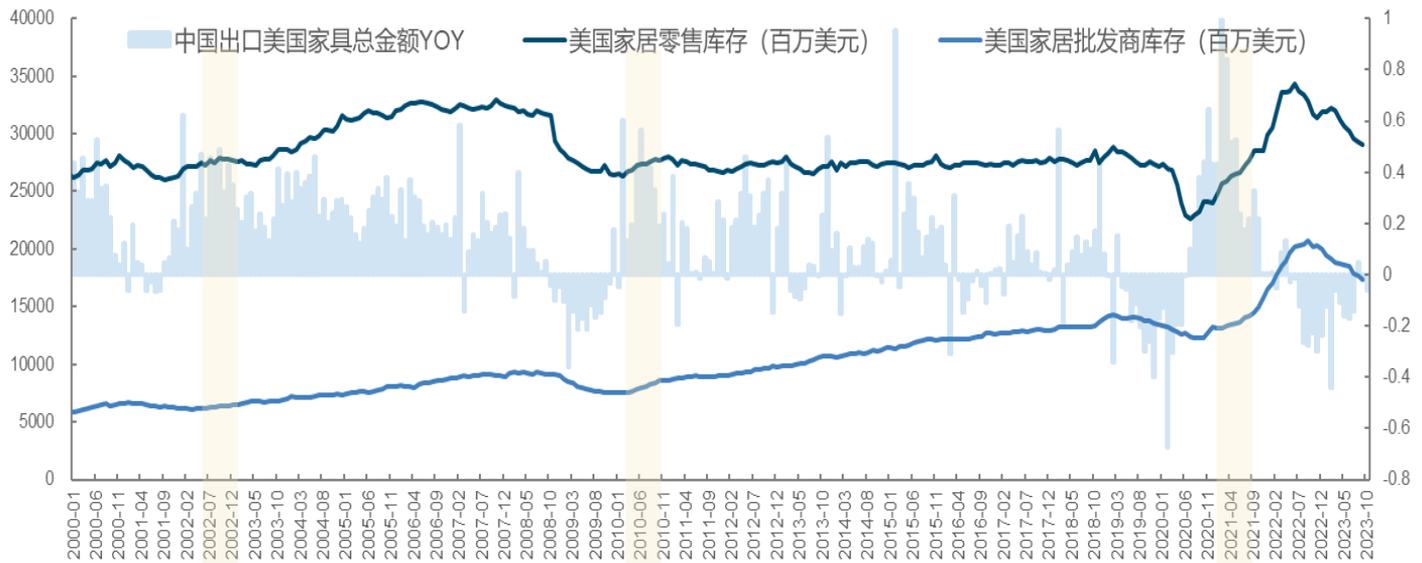
来源：wind，国金证券研究所

图表69：美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速（百万美元，%）

		2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月
家具产品																
办公椅	木制的可调节高度的转动坐具	14.38%	36.82%	29.58%	-1.81%	16.11%	23.56%	-11.04%	156.11%	93.90%	19.28%	14.41%	18.03%	3.94%	7.63%	-4.73%
	非木制可调节高度的转动坐具	-17.06%	-1.65%	-3.81%	10.46%	26.23%	14.55%	-8.38%	43.56%	42.98%	20.10%	14.92%	2.52%	14.39%	7.04%	0.71%
沙发	带软垫的木框架坐具	-12.03%	-5.77%	-2.14%	2.24%	6.73%	5.59%	-6.65%	65.54%	35.53%	28.79%	24.61%	18.20%	14.72%	10.97%	-11.97%
	带软垫的金属框架坐具	-15.68%	-11.67%	-15.45%	8.90%	25.44%	21.04%	-2.32%	59.02%	23.35%	9.47%	-6.09%	-20.96%	-18.85%	-16.31%	-13.21%
床垫	弹簧床垫	14.26%	11.19%	23.67%	24.56%	43.81%	32.52%	19.12%	55.67%	70.23%	40.03%	25.55%	18.34%	18.41%	25.69%	12.41%
	海绵橡胶或泡沫塑料制床垫，不论是否包面	1.94%	21.23%	20.43%	14.36%	14.98%	3.38%	4.04%	30.51%	18.29%	20.94%	12.93%	3.67%	12.05%	18.77%	13.93%
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品	-17.52%	-4.42%	-0.49%	0.45%	-5.32%	-3.46%	-13.52%	55.15%	17.83%	8.59%	7.50%	1.11%	0.36%	-9.65%	-30.90%
其他轻工产品																
保温瓶	保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外	-0.79%	22.55%	12.98%	32.46%	36.06%	1.14%	-15.75%	90.90%	26.31%	21.16%	21.42%	4.17%	22.76%	24.75%	-2.28%
塑料制餐具	塑料制餐具及厨房用具	-2.29%	-0.28%	-0.06%	12.11%	10.44%	-0.80%	-13.23%	44.65%	22.21%	5.98%	-7.79%	-18.56%	-17.64%	-6.67%	-18.70%
宠物牵引绳	各种材料制成的鞍具及挽具，适合各种动物用	-13.16%	-0.80%	-3.79%	-4.80%	-11.78%	-7.72%	-15.36%	29.36%	-9.77%	3.05%	-7.09%	-14.60%	-5.93%	-14.80%	-31.82%
宠物食品	零售包装的狗食或猫食饲料	11.04%	33.97%	20.76%	34.68%	21.45%	10.91%	2.91%	22.30%	35.55%	19.34%	28.15%	14.61%	29.35%	-3.93%	-5.38%
人造草坪																
人造草坪	其他化学纤维制簇绒人造草皮	-6.84%	-10.85%	-10.69%	-10.23%	2.66%	-5.55%	-10.78%	5.64%	9.19%	2.24%	15.66%	4.22%	-2.85%	19.36%	5.71%
	其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	12.32%	18.02%	2.19%	20.47%	11.69%	8.69%	-9.02%	17.04%	14.70%	13.35%	2.96%	-7.52%	-7.58%	-14.17%	-13.05%

来源：wind，国金证券研究所

图表70：美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速（百万美元，%）



来源：wind，国金证券研究所

6.2 关税风险确存，前瞻布局优势将显现，期待美国进一步降息催化

关税风险确存，具备海外产能前瞻布局的企业优势有望显现：后续存在美国对中国乃至东南亚加征关税可能性，若税率较高，或将对出口企业造成实质性影响。在此背景下，具备前瞻海外多地产能布局的企业优势将逐步显现。

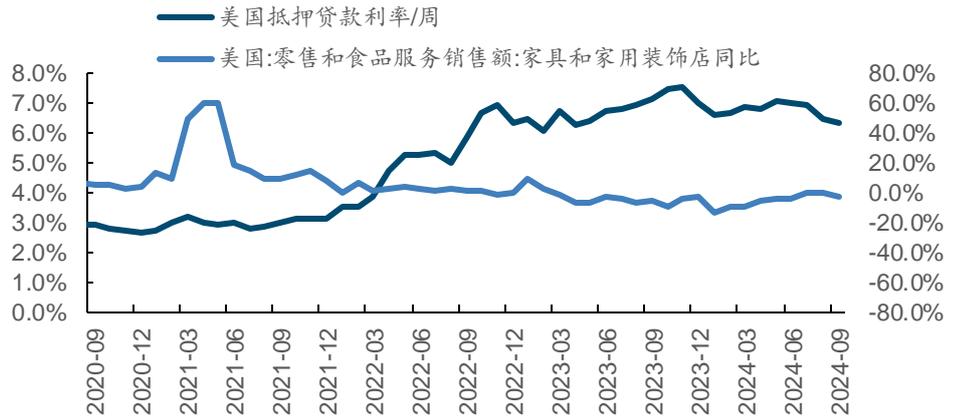
期待美国进一步降息拉动家具需求：目前，美国补库周期或已基本结束，后续期待美国进一步降息催化。历史上来看，美联储降息通常将推动美国成屋销售改善，进而拉动家具需求。根据 CME 跟踪，12 月议息会议降息 25BP 的概率为 62%。

图表71：出口企业海外收入及海外产能布局梳理

公司名称	最新市值 (亿元)	2023海外收入 (亿元)	2023总收入 (亿元)	海外收入占比	境外收入地区占比	是否有海外产能	海外产能合计占比 (%)
匠心家居	96.3	19.1	19.2	99%	美国约90%，中国1%，其余9%	是	越南基本100%覆盖对美出口
致欧科技	76.1	59.5	60.8	98%	欧洲61%、北美36%、日本0.80%	否	东南亚合作供应链，24年覆盖20%的对美出口，25年目标覆盖40-50%的对美出口
浙江永强	65.5	46.7	48.4	96%	欧洲35%、北美61%、南美0.6%、澳大利亚1.1%、亚洲其他地区0.1%	是	/
嘉益股份	118.6	16.9	17.7	95%	海外占95%	是	越南一期产能约1350万只杯子，投产后占比27%。
共创草坪	81.6	21.8	24.6	88%	欧洲30%+，美国30%+，亚太20%，中国12%	是	预计全面投产后越南占比64%，墨西哥11%。越南三期投产后基本可覆盖全部出口。
建霖家居	53.7	33.1	43.3	76%	北美65%、欧洲及其他12%、中国23%	是	泰国工厂产能对应产值12亿，墨西哥工厂（还未投产）产能3亿
松霖科技	95.8	19.4	29.8	65%	欧洲30-35%、北美20-25%、中国35%、其他地区10-15%	否	目前海外无已投产产能，越南工厂约2025年H2投产
恒林股份	44.9	66.4	82	81%	美国代工占20%+，美国跨境电商占40%+，欧洲占20%，中国占18%	是	目前越南产能占比约为30%。越南工厂产能35-40亿（可全部覆盖对美代工），目前跨境电商业务里20%多从越南出，后续也可转向越南
永艺股份	41.4	26.4	35.4	74%	美国50%+，欧洲20%+，中国25%+	是	越南工厂占出货量整体30%+，罗马尼亚工厂正在爬坡
天振股份	34.9	3.0	3.2	96%	北美95%+	是	全面投产后，预计泰国和越南占比66%，美国占比22%。总产能约9000万平米，美国目标2000万平米产能，目前一期产能约700-800万平米。
梦百合	36	63.3	79.8	80%	北美53%，欧洲24%，海外其他地区5%，中国18%	是	测算塞尔维亚占比约9%，美国18%，西班牙9%，泰国9%。海外产能可覆盖对美代工出口业务。

来源：Wind，国金证券研究所

图表 72: 美国家具和家用装饰店零售额同比增速与抵押贷款利率 (百万美元, %)

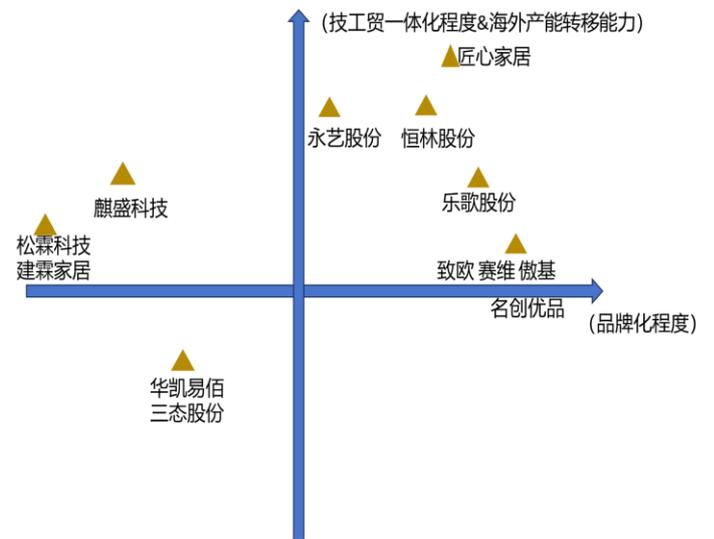


来源: Wind, 国金证券研究所

6.3 投资建议: 多维度优选 α 型企业布局

投资建议: 在关税风险叠加海外补库周期基本结束, 技工贸一体化程度 (或海外产能布局能力) 与品牌化程度是筛选海外投资标的重要维度, 其中第一象限维度中的匠心家居、兼具自主品牌布局与技工贸一体化程度较高, 在 23Q1-24Q3 营收季度同比增速亮眼。品牌力支撑产品高溢价及消费者粘性, 技工贸一体化降低企业成本, 海外产能布局平抑供应链及税风险, 基于此, 这类企业后续的成长稳定性更强, 成长上限更高。建议关注: 匠心家居、傲基股份、致欧科技、恒林股份、永艺股份、乐歌股份等。

图表 73: 筛选出海投资标的四象限



来源: Wind, 国金证券研究所

图表74：四象限公司营收同比增速与估值

	公司名称	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	25PE
第一象限	乐歌股份	16.14%	22%	41%	45%	48%	11.57
	恒林股份	24.74%	25.78%	38.98%	31.86%	35.24%	7.06
	匠心家居	55.83%	32.00%	30.66%	25.20%	26.12%	14.42
	永艺股份	-21.57%	-12.75%	22.96%	33.57%	35.58%	9.51
	致欧科技	0.42%	11.34%	45.30%	40.74%	38.49%	15.24
	赛维时代	30.27%	33.70%	44.66%	50.65%	55.50%	17.52
	傲基股份		22.29%	16.87%			7.05
第二象限	松霖科技	-11.76%	-6.20%	12.61%	3.77%	-0.09%	14.78
	建霖家居	-7.53%	3.52%	42.68%	29.80%	22.22%	9.61
	麒盛科技	12.98%	16.50%	8.48%	-4.25%	6.87%	15.32
	梦百合	-5.81%	-0.52%	7.08%	9.61%	7.18%	9.29
第三象限	华凯易佰	55.29%	47.56%	23.05%	17.60%	28.75%	12.45
	三态股份	5.94%	7.08%	-0.51%	-5.41%	-3.26%	-

来源：Wind，国金证券研究所

7. 造纸：关注格局优化，优选细分赛道

7.1 回顾：被动补库阶段，需求偏弱，成本上行，盈利逐季收窄

回顾 24Q1-3 造纸板块表现，由于下游需求修复趋势和节奏弱于预期，大部分纸种库存基于渠道较低的预期处于低位，纸浆价格自年初以来不断攀升至前期高点后，6 月起开始逐步下行，24 年 7 月以来受供给端产能投放/欧洲补库结束影响进入下行通道。受库存消化影响，Q3 企业用浆成本达到年内高点，而大部分浆系纸种在有限需求支撑下，价格伴随纸浆现价同步下行，大部分纸企 24Q3 盈利能力环比 Q2 显著收窄。

图表75：当前造纸及纸制品处于被动补库阶段



来源：： Wind，各公司公告，国金证券研究所

图表76：造纸和纸制品 PPI 同比



来源：： Wind，各公司公告，国金证券研究所

图表 77：24 年造纸企业盈利能力逐季环比回落

单季度毛利率	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	
浆纸系	太阳纸业	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%	16.13%	16.74%	17.12%	17.99%	17.16%	13.96%
	晨鸣纸业	16.20%	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%	6.57%	4.38%	11.34%	12.37%	12.11%	0.82%
	博汇纸业	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%	12.58%	15.81%	17.09%	13.30%	9.30%	9.79%
	岳阳林纸	7.18%	18.70%	17.20%	15.47%	12.55%	11.81%	8.64%	5.02%	7.64%	7.05%	8.63%	4.95%
	华泰股份	12.92%	11.91%	10.73%	9.39%	7.82%	11.92%	11.30%	7.63%	-2.12%	9.89%	9.16%	5.97%
废纸系	森林包装	15.81%	7.93%	8.91%	10.49%	10.03%	11.85%	9.84%	12.00%	14.76%	13.82%	14.05%	13.39%
	山鹰国际	11.42%	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%	9.49%	10.15%	11.66%	9.88%	7.82%	5.73%
	景兴纸业	12.57%	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%	4.95%	5.86%	9.32%	8.38%	6.91%	4.78%
特种纸系	仙鹤股份	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%	8.25%	9.32%	18.05%	18.01%	17.39%	14.58%
	齐峰新材	8.11%	9.55%	9.31%	4.99%	7.38%	6.01%	13.20%	19.68%	15.47%	13.51%	13.44%	6.43%
	五洲特纸	11.14%	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%	6.75%	10.72%	15.11%	12.96%	11.24%	10.68%
	华旺科技	14.79%	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%	18.80%	20.61%	22.11%	20.16%	17.19%	14.14%
	冠豪高新	23.21%	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%	2.66%	6.08%	7.04%	14.03%	9.33%	8.66%

来源：Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

图表 78：造纸和纸制品投资完成额累计增速仍在阶段性高点



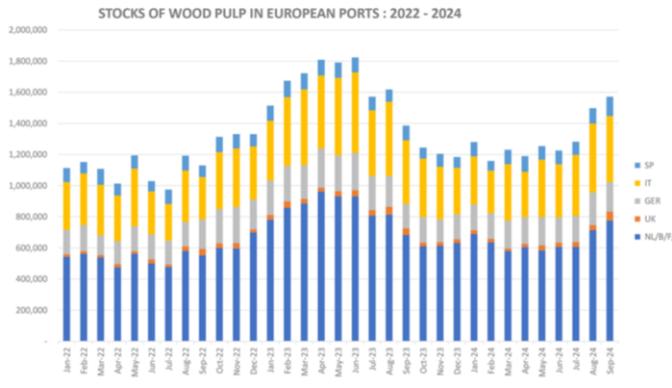
来源：Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

7.2 展望：价格企稳，盈利有望回暖，关注格局潜在优化机会

展望：造纸景气度与整体社零消费相关性较强，后续盈利修复弹性关键在价格，背后是内需消费支撑、各细分纸种供给变化，当前纸种仍处于投产期，在经营活动环比改善预期下，预计 25 年盈利稳健修复。

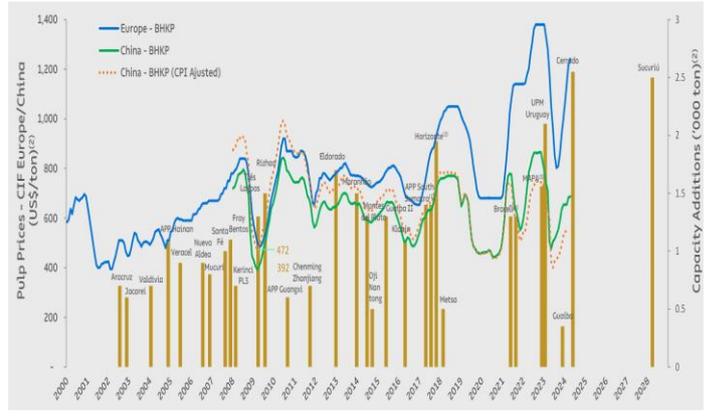
纸浆价格判断：新产能投放+欧洲港口木浆进入被动补库，纸浆价格预计短期仍在低位徘徊。欧洲港口进入被动补库，短期我们维持浆价下行调整判断。10 月南美漂阔浆订单报价为 550-560 美元/吨，较过去周期底部价格仍有一定下行空间。中期角度，由于 25-27 年全球没有新增商品阔叶浆产能投放，中期我们维持纸浆价格中长期向上的判断。

图表79：欧洲港口木浆库存进入被动补库周期



来源：Europulp, 国金证券研究所

图表80：全球阔叶浆产能投放计划



来源：Suzano 年报, 国金证券研究所

浆系大宗纸：盈利触底后逐季修复，浆纸一体化龙头再次彰显盈利韧性；部分企业资金压力大出现停机，关注格局潜在改善机会。1) **文化纸：**供给压力有限，短期价格偏弱盈利底部，关注旺季党建需求、招标等带动的盈利回暖；2) **白卡纸：**25-26年供给侧投产压力仍大，密切关注产业链部分企业停机情况带来的阶段性格局潜在优化，长期关注行业固定资产投资进入稳定期后盈利底部修复弹性。

图表81：阔叶浆和浆系大宗纸价格仍在回落周期



来源：Europulp, Suzano 年报, 国金证券研究所

图表82：双胶纸产能投放进度

年份	企业	产能 (万吨)	计划投产时间	省份
2024	山东奥海纸业有限	25	2024-12-31	山东省
	岳阳林纸股份有限	45	2024-12-31	湖南省
	福建省莆田市泰盛	30	2024-12-31	福建省
	2024年合计	100		
2025	玖龙纸业 (湖北)	50	2025-12-31	湖北省
	黄冈晨鸣浆纸有限	53	2025-12-31	湖北省
	2025年合计	103		

来源：钢联数据, 国金证券研究所

图表83：白卡纸产能投放进度

年份	企业	产能 (万吨)	计划投产时间	省份
2025	新乡新亚纸业	50	2025-12-31	河南省
	江苏博汇纸业	80	2025-12-30	江苏省
	玖龙纸业	120	2025-12-31	湖北省
	联盛纸业	120	2025-10-31	福建省
	2025年合计	370		
2026	亚太森博	100	2026-12-31	江苏省
	宁波亚洲浆纸业	100	2026-12-31	浙江省
	广西金桂浆纸业	90	2026-12-30	广西壮族自治区
	广西金桂浆纸业	100	2026-12-31	广西壮族自治区
	晨兴	100	2026-12-31	江苏省
	湛江中纸纸业	102	2026-12-31	广东省
	玖龙纸业	120	2026-12-31	广西壮族自治区
	2026年合计	712		

来源：钢联数据, 国金证券研究所

废纸系：资本开支放缓但存量供给影响显著，盈利底部徘徊。尽管当前大厂基本结束新增产能投放，但前期产能供给过剩仍需时间消化，仍对国内箱瓦纸的提价空间形成制约。

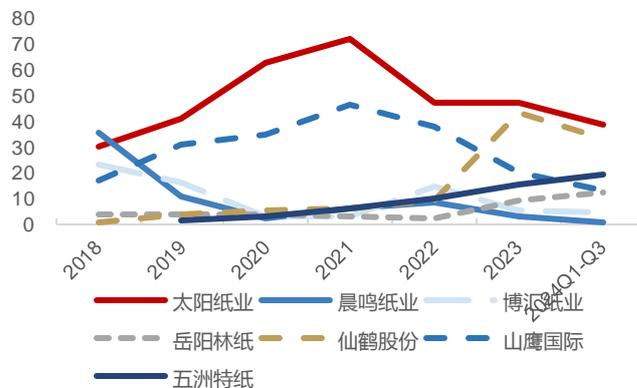
特种纸：龙头集中扩产期，关注细分高壁垒、具备出海空间的细分纸种投资机会。仙鹤、五洲、冠豪为代表的特纸头部企业先后 22 年期进入资本开支高峰期，预计 25 年仍在产能投放期，重点关注：

- ①具备出海优势、壁垒较高的装饰纸、医疗纸等纸种阶段性投资机会；
- ②仙鹤、五洲头部企业强化上游纸浆布局，中期有望进一步平抑成本波动，抬升盈利中枢。

图表84：废纸系纸价及废纸成本价格复盘



图表85：部分重点纸企资本开支情况（亿元）



来源：wind，隆众资讯，国金证券研究所

来源：wind，隆众资讯，国金证券研究所

7.3 投资建议：格局为先，基于细分赛道优选个股

后续需求修复预期或成短期稳价关键要素，细分赛道格局差异决定吨盈利中枢及后续价格弹性。行业整体仍处于供给过剩阶段，盈利整体承压，成本控制能力强、具备前瞻性木浆储备能力、在薄型特种纸等细分赛道（如装饰原纸、格拉辛纸、热转印纸等）布局领先的特种纸企业有望具备更强的盈利能力；部分头部企业资金压力偏大，关注后续格局潜在改善机会。华旺科技、太阳纸业为代表的企业后续资本开支进入稳健成熟期，关注后续加大分红力度，提高投资者回报。

太阳纸业：产品多元化布局+产业链纵向布局，平抑成本波动，管理效率领先深化成本优势

1) 浆纸系向废纸系、溶解浆等多品类布局：公司从文化纸起家，经过多年有序拓品类战略，当前以形成文化纸、箱板纸、生活用纸等为代表的多类纸品，化机浆、溶解浆为代表的浆产品布局，有效抵抗单一产品周期波动对整体业绩的影响。

2) 深入贯彻林浆纸一体化布局，老挝、广西深度成本挖潜。当前纸浆自供比率较高，公司正逐步扩大在老挝的林地建设面积，木片自给率有望稳步提升；充分利用广西码头、税收优惠布局南方市场，2023年末，公司纸、浆合计总产能已经超过1200万吨；根据24H1中报，南宁二期进入启动阶段；30万吨生活用纸项目（一期）进展顺利，4条生活用纸产线在2024Q3进入试产，山东3.7万吨特种纸项目、14万吨特种纸项目二期开工建设。

3) 短期文化纸价格承压，4Q伴随低价浆库存进入报表，盈利能力底部回暖；箱板纸中高端产品成本优势较强有力进行托底，后续需求回暖盈利弹性可期；溶解浆伴随老挝木片自供率提升，中期盈利中枢提升可期。

华旺科技：深耕中高端产品，受益国内场景渗透扩容，出海打开成长空间

1) 中高端装饰原纸行业领军者：技术优化&性价比驱动下，带动装饰纸应用场景延伸，行业中高端升级趋势显著，公司立足中高端，产品议价力充足。

2) 原料采购+精细化管理深化成本控制&提升效率：原料布局角度，公司主要原料为木浆、钛白粉，通过经营木浆贸易业务积累成本判断经验前瞻进行原料战略储备和布局，与中核钛白深入绑定共同研发专用原料；通过机器设备改造实现多规格纸种切换，达到效率最优。

3) 产品升级&出海打开成长天花板，品类扩张打造长期成长曲线。马鞍山18万吨特种纸项目（二期）投放后，公司有望巩固装饰原纸行业龙头地位，中期公司积极布局特种纸新赛道，包括高品质食品纸、医疗级用纸、工业用纸等细分差异化产品。

风险提示

政策落地效果低预期：若国内外相关利好政策出台后，传导效果不明显，将直接影响对应

行业及公司 2025 年经营业绩。

原材料价格大幅上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，则导致企业成本压力加大，无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱，造成业绩不及预期。

代工商大客户流失的风险：个护、家具、电子烟等代工商下游客户集中度较高，且下游客户市场竞争较为激烈，若出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。

汇率大幅波动的风险：若汇率发生大幅波动，代工出口及跨境电商企业又无法将全部汇兑风险向上下游传导或其他有效手段进行规避，汇率波动将可能对经营业绩产生不利影响。

贸易摩擦加大的风险：待特朗普上任后，若其加大对中国关税的征收比例，将显著影响中国相关出口企业经营。

测算偏差较大的风险：由于美国合法雾化换弹式电子烟中期市场规模测算基于较多假设，若部分变量假设与实际情况存在较大偏差，将使得整体规模测算结果与实际情况偏差较大。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806