

分析师：龙羽洁
登记编码：S0730523120001
longyj@ccnew.com 0371-65585753

政策提振信心，景气触底回升

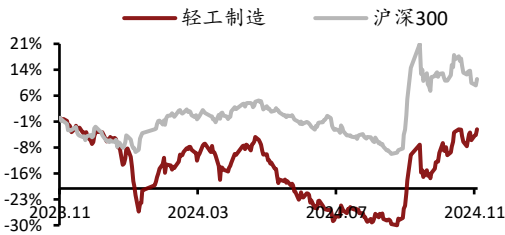
——轻工制造行业年度策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市(维持)

轻工制造相对沪深300指数表现

发布日期：2024年11月28日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《轻工制造行业月报：包装纸价小幅上涨，家居内销边际改善》 2024-11-12

《轻工制造行业专题研究：轻工制造行业2024年三季报总结：业绩整体承压，出口相对较好，需求预期改善》 2024-11-06

《轻工制造行业点评报告：河南省内出台地产及以旧换新相关政策，家居板块有望受益》 2024-10-14

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

- **二级市场：**截至2024年11月27日收盘，中信轻工制造行业指数上涨0.31%，分别跑输同期上证指数、沪深300指数、创业板指数10.95pct、13.56pct、16.47pct，行业走势弱于大盘。各细分子行业表现分化，表现最好的为其他轻工、金属包装，其次为文娱轻工、造纸和其他包装，而其他家居、纸包装和家具小幅下跌，印刷跌幅较大。行业估值开启修复，仍有进一步上升空间，其中家居、其他轻工的估值仍处于历史偏低水平。

行业基本面：2024年前三季度营业收入稳中有增，利润较去年同期有所改善；从24Q3单季度来看，营业收入略有下滑，利润出现明显下滑；从子板块看，前三季度各二级子行业收入均实现不同程度增长，造纸及其他轻工利润实现增长；从24Q3单季度来看，仅其他轻工和包装印刷收入增长，利润方面仅其他轻工实现增长。

- **造纸：**2024年以来，废黄板纸价格整体下行，四季度开始底部回升，木浆价格上半年受供应端偏紧影响强势运行，6月浆价开始回落，针叶浆新增产能有限价格较为坚挺，而阔叶浆新增产能投产导致价格快速下行，展望未来预计阔叶浆价格经产能充分释放后将迎来底部回升，与针叶浆价差逐渐缩小。2024年国内需求相对低迷，包装纸价格整体低位徘徊，预计2025年新增产能降速，供需格局有望持续改善，下游需求亦有望随经济好转而回暖，包装纸价或将底部向上。文化纸2024年价格整体下行，4月上旬涨到年内高点后，由于需求偏弱叠加上游浆价回落，价格进入下行通道，预计2025年需求仍将承压，纸价或将持续底部徘徊，盈利方面随纸浆新增产能投产或将有所改善。纸种方面建议优先选择营收及利润增速较快的卫生护理用纸和特种纸，其次选择受益于消费复苏的包装纸，然后是需求相对刚性的文化纸。上市公司层面建议优先选择具备林浆纸一体化优势的头部企业，同时关注特种纸行业及其中细分行业的龙头企业。
- **家居：**2024年以来地产行业持续调整，中央加码发布多项地产优化政策，促进房地产市场止跌回稳，地方陆续跟进因城施策，地产政策效果逐渐显现，销售量价边际改善，家居行业属于地产后周期行业，地产市场的稳定有助于提振消费者信心，促进对家居产品的消费需求。2024年国家出台消费品以旧换新政策，随后家居以旧换新补贴政策逐步细化并全国推广，政企同时发力，真金白银持续激发内需市场潜力，效果逐步释放，预计对内销家居企业24Q4订单起到积极作用，头部家居企业有望借助自身优势进一步提高市场

占有率。2024年以来家具及其零件出口整体保持增长，进入8月后出口增速开始回落，但仍保持正增长，美联储开启降息周期，有望带动美国地产销售，中国家居出口企业订单有望提升，降息有助于美国家具去库存，增加对中国家居产品补库需求，美国加征关税预期下，拥有海外生产基地，具备海外产能的家居企业能够规避部分关税风险，保持海外竞争力。家居板块前期受制于地产和消费双重影响，估值偏低，四季度以来开启修复，目前仍处历史偏低水平，向上修复可期。建议关注家居板块相关龙头企业以及受益于外需提升的相关出口企业。

- **行业评级及投资建议：**维持行业“同步大市”投资评级。造纸板块建议优先选择具备林浆纸一体化优势的头部企业，以及特种纸行业及其中细分行业的龙头企业。家居板块建议关注相关龙头企业，以及受益于外需提升的出口企业。建议关注：太阳纸业、仙鹤股份、华旺科技、百亚股份、欧派家居、索菲亚、公牛集团、致欧科技、乐歌股份。

风险提示：宏观经济增长不及预期的风险；地缘政治及贸易摩擦的风险；行业竞争加剧的风险；需求不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；汇率及海运费大幅波动的风险。

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 轻工制造行业 2024 年行情回顾 | 6 |
| 1.1. 行业二级市场走势弱于大盘 | 6 |
| 1.2. 行业估值开启修复，家居和其他轻工修复空间大 | 7 |
| 1.3. 超四成个股上涨 | 8 |
| 1.4. 行业基本面：行业收入稳定，24Q3 业绩压力加大 | 9 |
| 2. 造纸：供需改善及需求回暖下，纸价有望底部向上 | 12 |
| 2.1. 原材料：废纸有望底部回升，浆纸供需或将改善 | 12 |
| 2.1.1. 废纸：价格底部回升，有望持续修复 | 12 |
| 2.1.2. 纸浆：阔叶浆价格进入下行通道，预计未来供需改善针阔叶浆价差缩小 | 13 |
| 2.2. 包装纸供需格局改善，需求有望回暖 | 15 |
| 2.3. 文化纸需求仍待好转，盈利有望改善 | 16 |
| 2.4. 卫生护理及特种纸公司表现相对较好，关注刚需消费及稳健龙头 | 19 |
| 2.5. 投资建议 | 20 |
| 3. 家居：政策频发提振估值预期，行业趋势助力头部企业扩张 | 20 |
| 3.1. 政策助力地产止跌回稳 | 21 |
| 3.2. 以旧换新激发家居消费潜力 | 25 |
| 3.3. 美联储降息促进家居出口，优选具备海外产能企业 | 28 |
| 3.4. 家居估值向上可期，龙头企业经营韧性强 | 31 |
| 3.5. 投资建议 | 33 |
| 4. 投资评级及建议 | 34 |
| 4.1. 投资评级 | 34 |
| 4.2. 投资建议及重点标的 | 34 |
| 5. 风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1：2024 年以来中信轻工制造行业指数走势 | 6 |
| 图 2：2024 年以来中信一级行业涨跌幅排名 | 6 |
| 图 3：2024 年以来轻工制造三级子行业涨跌幅 | 7 |
| 图 4：中信轻工制造 PE-TTM Bands | 7 |
| 图 5：中信轻工制造 PB Bands | 8 |
| 图 6：轻工制造二级子行业市盈率及分位数 | 8 |
| 图 7：2019-2024 年前三季度轻工制造营业收入及增速 | 9 |
| 图 8：2019-2024 年前三季度轻工制造利润及增速 | 9 |
| 图 9：2019Q3-2024Q3 轻工制造营业收入及增速 | 10 |
| 图 10：2019Q3-2024Q3 轻工制造利润及增速 | 10 |
| 图 11：轻工制造行业毛利率、净利率 | 10 |
| 图 12：轻工制造行业净资产收益率 | 10 |
| 图 13：轻工制造行业期间费用率 | 11 |
| 图 14：轻工制造行业期间费用率分拆 | 11 |
| 图 15：中国废黄板纸价格 | 12 |
| 图 16：中国废黄板纸消费量 | 12 |
| 图 17：中国废黄板纸库存天数 | 12 |
| 图 18：中国纸浆价格 | 13 |
| 图 19：纸浆外盘价格 | 13 |

| | |
|---|----|
| 图 20: 欧洲木浆消费量同比 | 14 |
| 图 21: 欧洲木浆库存量天数 | 14 |
| 图 22: 中国木浆消费量及增速 | 14 |
| 图 23: 中国木浆进口量同比 | 14 |
| 图 24: 中国纸浆港口库存 | 14 |
| 图 25: 箱板纸瓦楞纸均价 | 15 |
| 图 26: 箱板纸瓦楞纸企业库存 | 15 |
| 图 27: 箱板瓦楞纸毛利率 | 16 |
| 图 28: 箱板瓦楞纸税后毛利 | 16 |
| 图 29: 双胶纸双铜纸均价 | 17 |
| 图 30: 双胶纸双铜纸企业库存 | 17 |
| 图 31: 双胶纸双铜纸毛利率 | 18 |
| 图 32: 双胶纸双铜纸税后毛利 | 18 |
| 图 33: 造纸行业上市公司单季度营业收入增速 (%) | 19 |
| 图 34: 造纸行业上市公司单季度归母净利润增速 (%) | 20 |
| 图 35: 住宅累计开发投资金额及同比增速 | 22 |
| 图 36: 住宅累计新开工面积及同比增速 | 22 |
| 图 37: 新建住宅累计销售面积及同比增速 | 22 |
| 图 38: 新建住宅累计销售额及同比增速 | 22 |
| 图 39: 住宅累计竣工面积及同比增速 | 23 |
| 图 40: 住宅累计施工面积及同比增速 | 23 |
| 图 41: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同环比 | 23 |
| 图 42: 70 个大中城市二手住宅价格指数同环比 | 23 |
| 图 43: 一二三线城市新建商品住宅价格指数同环比 (%) | 24 |
| 图 44: 一二三线城市二手住宅价格指数同环比 (%) | 24 |
| 图 45: 家具制造业营业收入及利润总额同比增速 | 26 |
| 图 46: 建材家居卖场销售额累计值及同比增速 | 26 |
| 图 47: 全国建材家居景气指数 BHI | 26 |
| 图 48: 社会消费品及家具类零售额累计同比增速 | 26 |
| 图 49: 家具及其零件出口额累计值及当月值同比增速 | 29 |
| 图 50: 2023Q4 以来各类家具用品出口金额同比增速 (%) | 29 |
| 图 51: 美国成屋销售套数及同比增速 | 30 |
| 图 52: 美国家居批发商库存增速及库存销售比 | 30 |
| 图 53: 2023 年以来海运费走势 | 31 |
| 图 54: 家居板块估值 | 32 |
| 图 55: 部分家居板块上市公司估值 | 32 |
| 图 56: 行业部分重点上市公司单季度营业收入增速 (%) | 32 |
| 图 57: 行业部分重点上市公司单季度归母净利润增速 (%) | 33 |
| | |
| 表 1: 2024 年以来轻工制造行业个股涨跌幅 | 9 |
| 表 2: 轻工制造各子行业 2024 年前三季度收入与利润增速排名 | 11 |
| 表 3: 轻工制造各子行业 2024Q3 收入与利润增速排名 | 11 |
| 表 4: 箱板纸供需情况 (单位: 万吨) | 15 |
| 表 5: 瓦楞纸供需情况 (单位: 万吨) | 16 |
| 表 6: 双胶纸产能投放进度 | 17 |
| 表 7: 双胶纸供需情况 (单位: 万吨) | 18 |

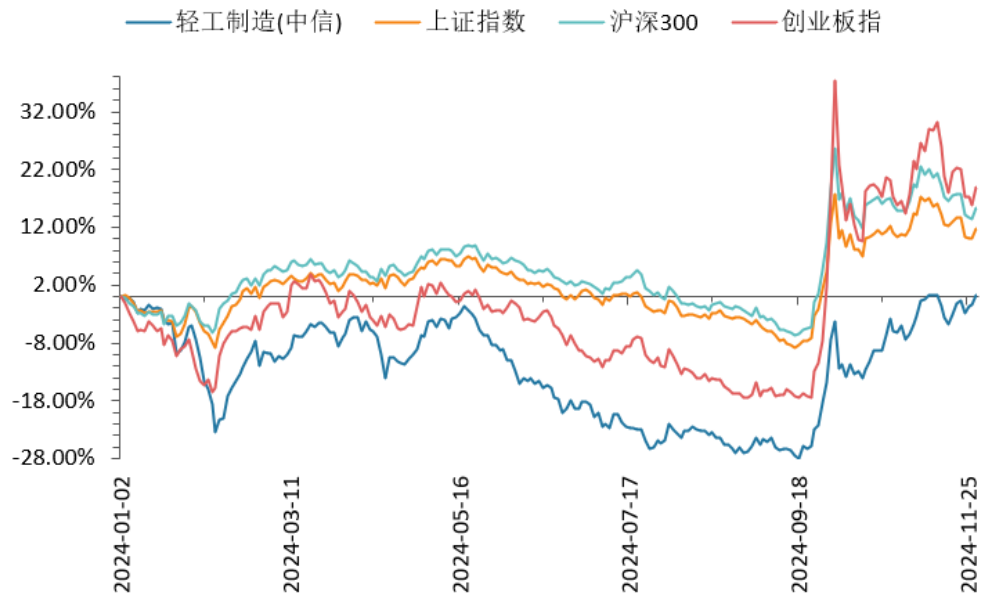
| | |
|---------------------------------|----|
| 表 8: 双铜纸供需情况 (单位: 万吨) | 18 |
| 表 9: 2024 年以来国家层面部分房地产重要政策..... | 21 |
| 表 10: 部分省市家居以旧换新补贴细则 | 27 |
| 表 11: 头部家居企业补贴细则 | 27 |
| 表 12: 细分行业重点公司估值及投资评级 | 34 |

1. 轻工制造行业 2024 年行情回顾

1.1. 行业二级市场走势弱于大盘

截至 2024 年 11 月 27 日收盘, 2024 年中信轻工制造行业指数涨跌幅为 0.31%, 上证指数、沪深 300 指数、创业板指数涨跌幅分别为 +11.26%、+13.87%、16.78%, 分别跑输同期上证指数、沪深 300 指数、创业板指数 10.95pct、13.56pct、16.47pct, 轻工制造行业走势弱于大盘。

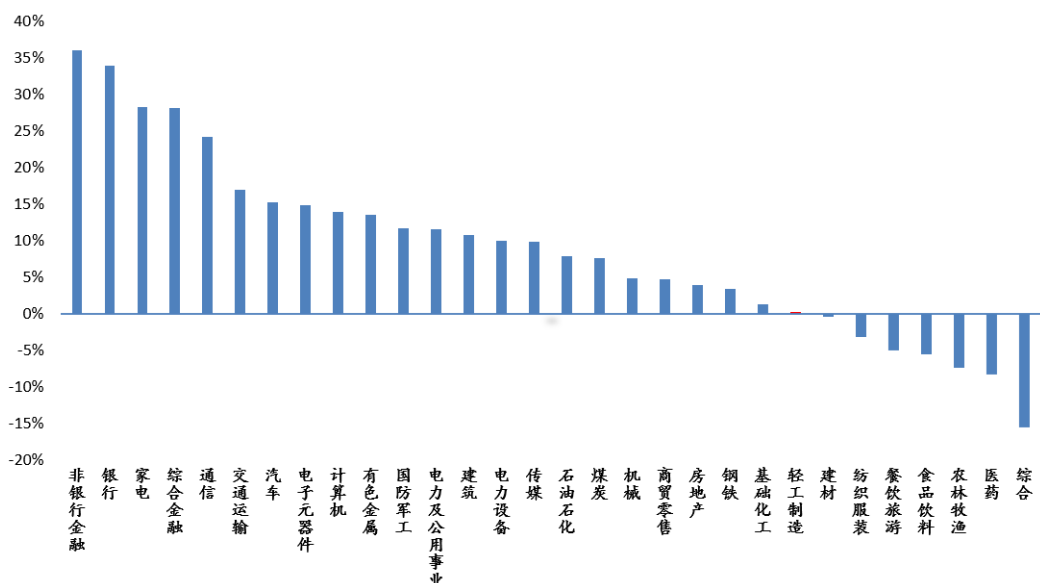
图 1: 2024 年以来中信轻工制造行业指数走势



资料来源: Wind, 中原证券研究所 (截至 2024 年 11 月 27 日收盘)

中信轻工制造行业指数涨幅在中信 30 个一级行业中排名第 23 名, 排名相对靠后。

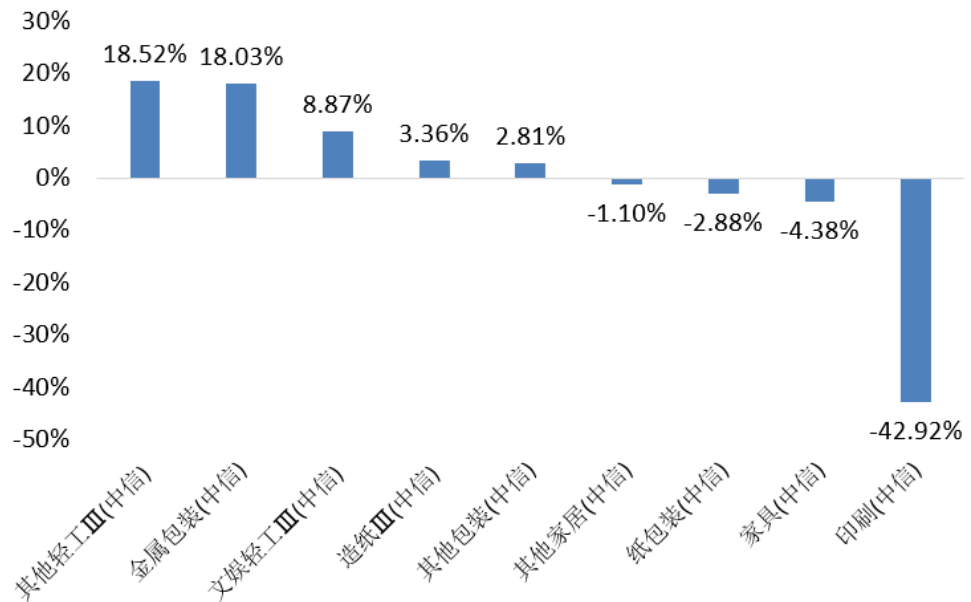
图 2: 2024 年以来中信一级行业涨跌幅排名



资料来源: Wind, 中原证券研究所 (截至 2024 年 11 月 27 日收盘)

从三级子行业来看，截至 2024 年 11 月 27 日，2024 年轻工制造各细分子行业表现分化，表现最好的为其他轻工、金属包装，涨幅超过 18%；其次为文娱轻工、造纸和其他包装，涨幅在 2%-10%之间；其他家居、纸包装和家具小幅下跌，而印刷跌幅较大。

图 3：2024 年以来轻工制造三级子行业涨跌幅

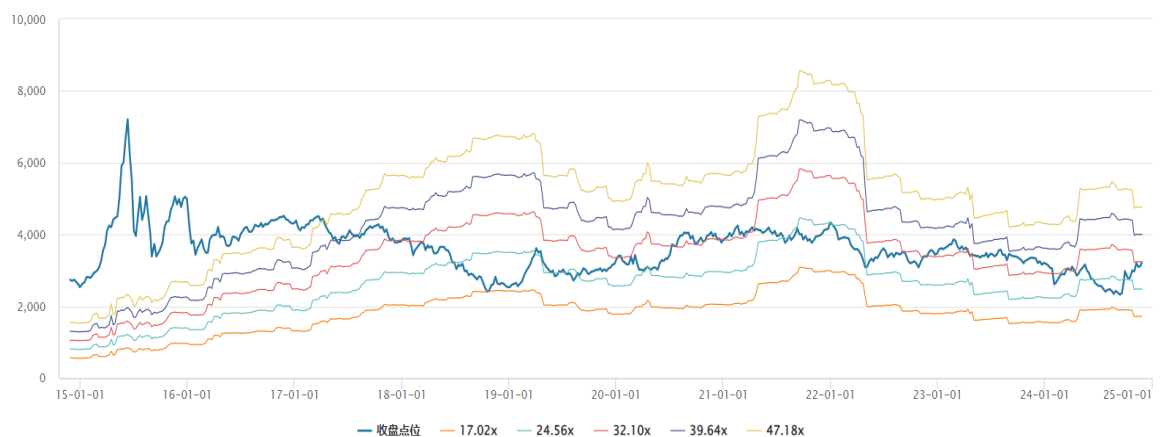


资料来源：Wind，中原证券研究所（截至 2024 年 11 月 27 日收盘）

1.2. 行业估值开启修复，家居和其他轻工修复空间大

从近 10 年中信轻工制造行业的 PE-TTM Bands 来看，行业目前估值水平处于历史居中位置。

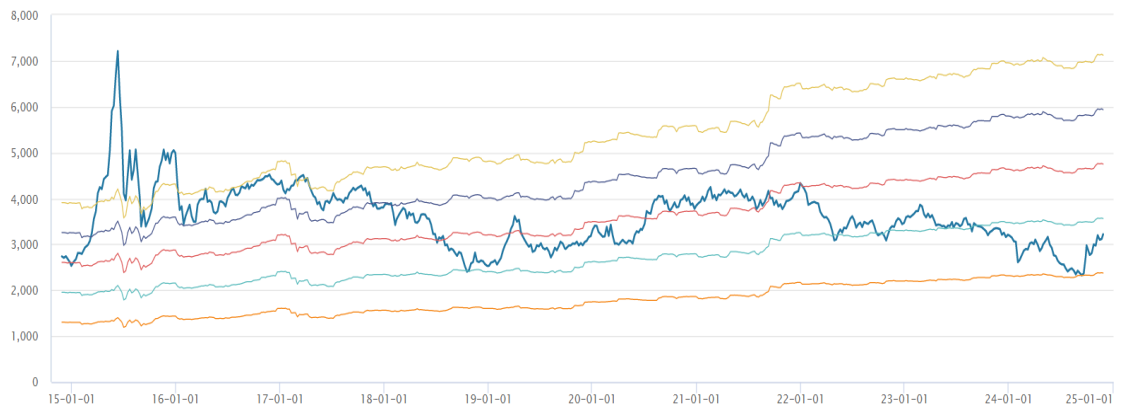
图 4：中信轻工制造 PE-TTM Bands



资料来源：Wind，中原证券研究所

从近 10 年中信轻工制造行业的 PB Bands 来看，行业目前估值水平处于历史偏低位置。

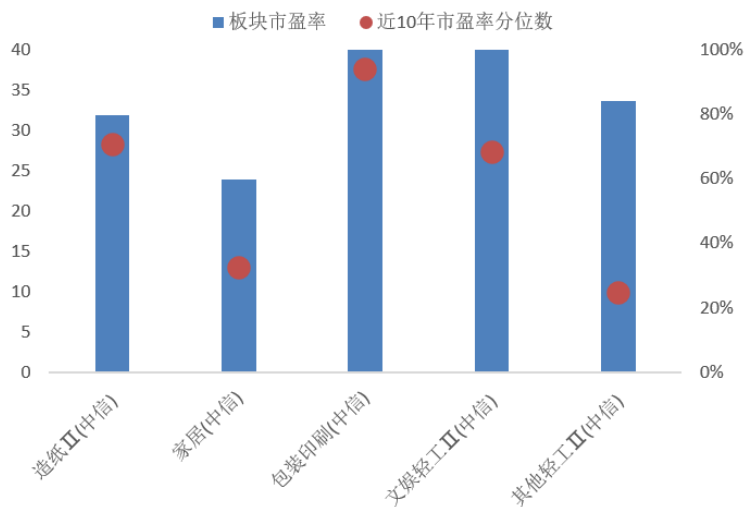
图 5: 中信轻工制造 PB Bands



资料来源: Wind, 中原证券研究所

截至 2024 年 11 月 27 日, 板块的 PE (TTM) 为 31.94 倍, 处于近十年 48.83%分位; PB (LF) 为 1.84 倍, 处于近十年 8.64%分位; 估值仍有进一步上升空间。细分二级子板块中, 造纸、家居、包装印刷、文娱轻工、其他轻工的 PE(TTM) 分别为 31.87/23.89/42.36/53.15/33.66 倍, 分别处于历史 70.66%、32.26%、93.96%、68.32%、24.73%分位, 其中: 家居、其他轻工的估值仍处于历史偏低水平。

图 6: 轻工制造二级子行业市盈率及分位数



资料来源: Wind, 中原证券研究所

1.3. 超四成个股上涨

截至 2024 年 11 月 27 日收盘, 中信轻工制造板块共有 171 只个股, 2024 年以来上涨的个股有 78 个, 下跌的个股有 93 个, 个股的上涨比例为 45.61%, 涨跌幅中位数为-1.87%。

涨幅前 10 名分别是粤桂股份、翔港科技、柏星龙、沪江材料、嘉益股份、方大新材、实丰文化、美之高、佳合科技、百亚股份。

跌幅前 10 名分别是强邦新材、曲美家居、鸿博股份、美新科技、晨鸣 B、梦百合、三柏硕、江山欧派、菲林格尔、美克家居。

表 1：2024 年以来轻工制造行业个股涨跌幅

| 股票代码 | 名称 | 区间涨跌幅 (%) | 所属三级行业 | 股票代码 | 名称 | 区间涨跌幅 (%) | 所属三级行业 |
|-----------|------|-----------|----------|-----------|------|-----------|----------|
| 000833.SZ | 粤桂股份 | 231.06 | 其他轻工 III | 600337.SH | 美克家居 | -28.10 | 家具 |
| 603499.SH | 翔港科技 | 218.67 | 纸包装 | 603226.SH | 菲林格尔 | -28.30 | 其他家居 |
| 833075.BJ | 柏星龙 | 212.52 | 纸包装 | 603208.SH | 江山欧派 | -30.10 | 其他家居 |
| 870204.BJ | 沪江材料 | 143.57 | 其他包装 | 001300.SZ | 三柏硕 | -31.35 | 文娱轻工 III |
| 301004.SZ | 嘉益股份 | 128.49 | 其他家居 | 603313.SH | 梦百合 | -32.31 | 家具 |
| 838163.BJ | 方大新材 | 120.17 | 其他包装 | 200488.SZ | 晨鸣 B | -33.54 | 造纸 III |
| 002862.SZ | 实丰文化 | 85.29 | 文娱轻工 III | 301588.SZ | 美新科技 | -40.97 | 其他家居 |
| 834765.BJ | 美之高 | 84.32 | 家具 | 002229.SZ | 鸿博股份 | -41.80 | 印刷 |
| 872392.BJ | 佳合科技 | 79.92 | 纸包装 | 603818.SH | 曲美家居 | -42.04 | 家具 |
| 003006.SZ | 百亚股份 | 78.15 | 造纸 III | 001279.SZ | 强邦新材 | -72.29 | 印刷 |

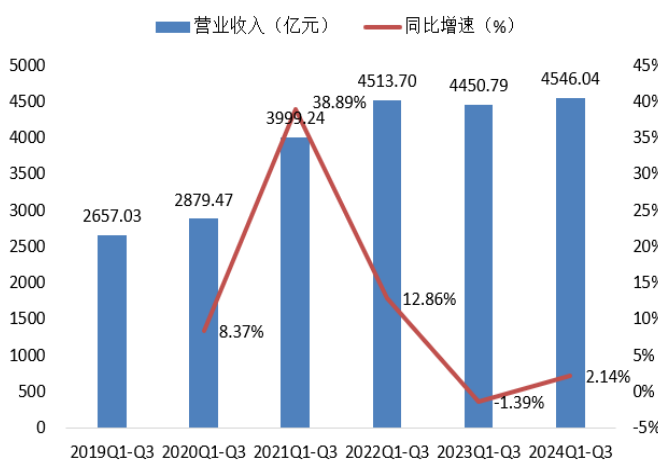
资料来源：Wind，中原证券研究所（截至 2024 年 11 月 27 日收盘）

1.4. 行业基本面：行业收入稳定，24Q3 业绩压力加大

中信轻工制造行业 2024 年前三季度营业收入稳中有增，利润较去年同期有所改善；从 24Q3 单季度来看，营业收入略有下滑，利润出现明显下滑。

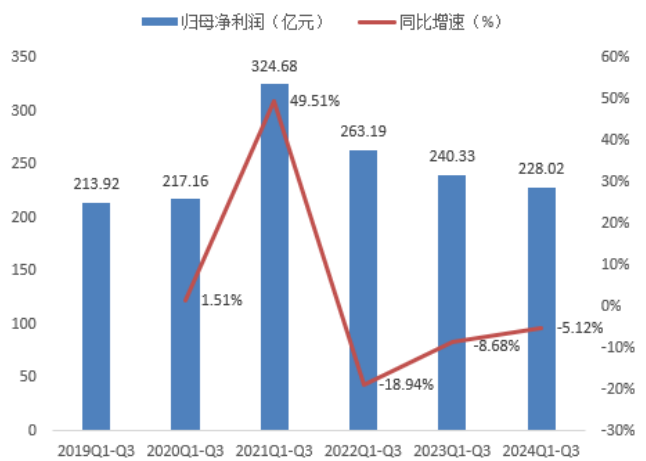
2024 年前三季度，中信轻工制造行业合计实现营业收入 4546.04 亿元，同比+2.14%，营收增速相比去年同期的-1.39%由负转正并提升了 3.53 个百分点，行业整体收入略有增长；2024 年前三季度，中信轻工制造行业合计实现归母净利润 228.02 亿元，同比-5.12%，归母净利润增速相比去年同期的-8.68%的降幅收窄了 3.56 个百分点，行业整体利润情况也有所改善。

图 7：2019-2024 年前三季度轻工制造营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

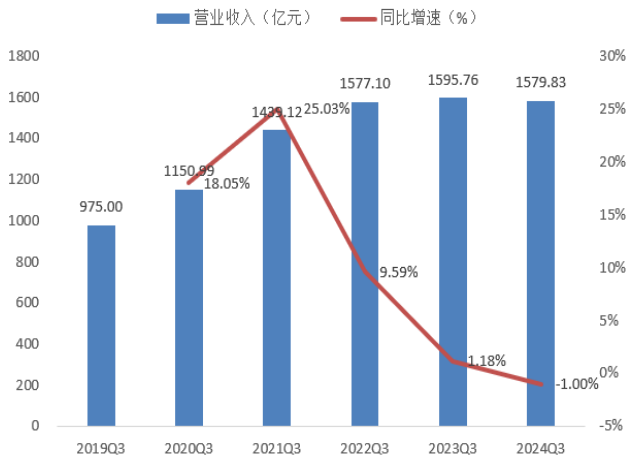
图 8：2019-2024 年前三季度轻工制造利润及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

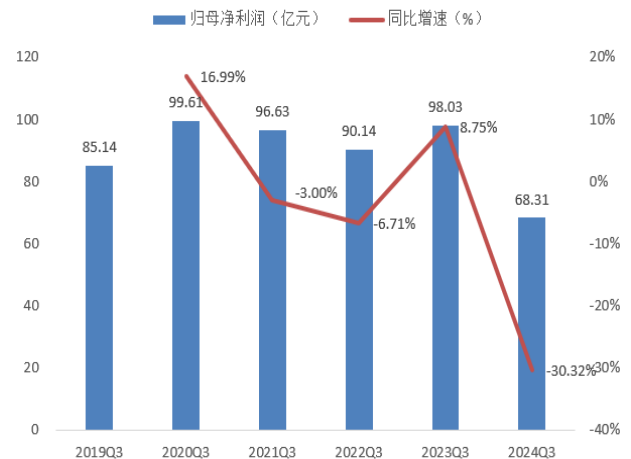
24Q3 中信轻工制造行业合计实现营业收入 1579.83 亿元，同比-1.00%，营收增速相比去年同期 23Q3 的 1.18%由正转负，减少了 2.18 个百分点，行业整体收入略有下降；24Q3 中信轻工制造行业合计实现归母净利润 68.31 亿元，同比-30.32%，归母净利润增速相比去年同期 23Q3 的 8.75%大幅下降，减少了 39.07 个百分点，出现了明显下滑。

图 9：2019Q3-2024Q3 轻工制造营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 10：2019Q3-2024Q3 轻工制造利润及增速

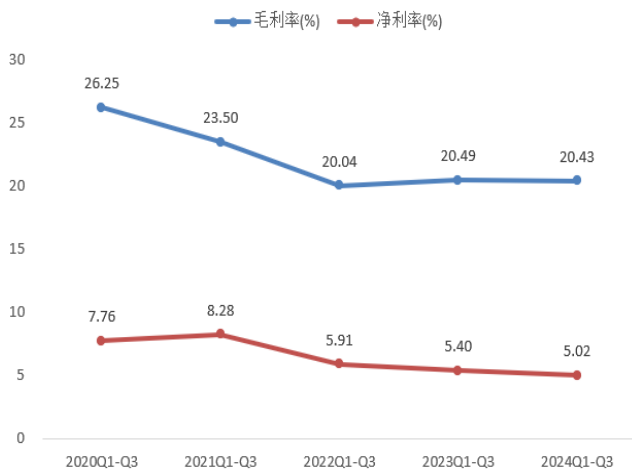


资料来源：Wind，中原证券研究所

前三季度行业整体毛利率、净利率均出现小幅下滑，24Q3 下滑幅度加大，但前三季度行业 ROE (TTM) 有小幅增长；费用方面，期间费用整体有所上升，其中销售费用率和财务费用率同比增加。

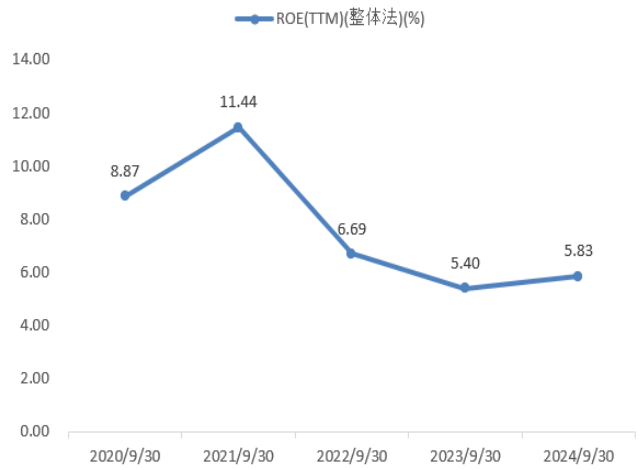
2024 年前三季度，中信轻工制造行业整体毛利率为 20.43%，较 2023 年前三季度下滑了 0.05 个百分点，单 24Q3 毛利率为 19.68%，同比-1.74pct，环比-1.07pct；前三季度行业净利率为 5.02%，较 2023 前三季度下滑了 0.39 个百分点，单 24Q3 净利率为 4.26%，同比-1.91pct，环比-1.20pct；三季度末，行业净资产收益率 ROE (TTM) (整体法) 为 5.83%，同比+0.44pct，单 24Q3 净资产收益率 ROE-摊薄(整体法)为 1.44%，同比-0.68pct，环比-0.35pct。

图 11：轻工制造行业毛利率、净利率



资料来源：Wind，中原证券研究所

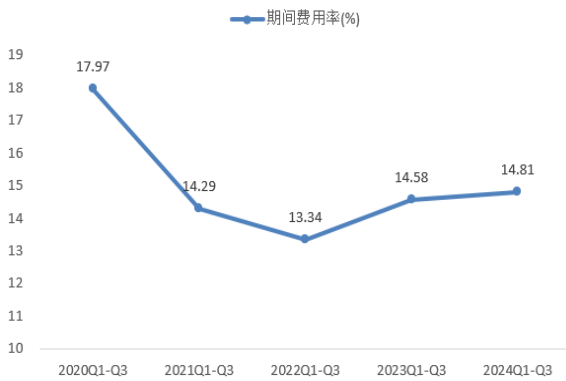
图 12：轻工制造行业净资产收益率



资料来源：Wind，中原证券研究所

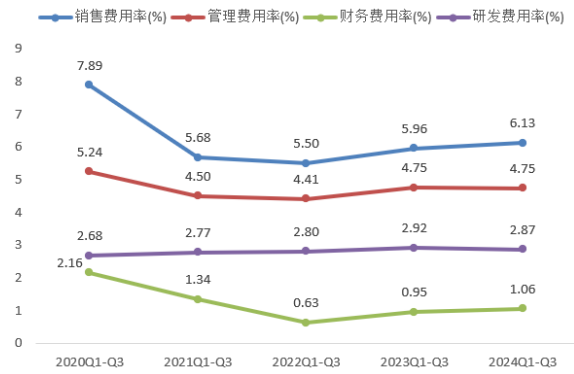
2024 年前三季度，中信轻工制造行业期间费用率为 14.81%，较 2023 年前三季度提升了 0.23 个百分点，其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 6.13%/4.75%/1.06%/2.87%，同比分别+0.17pct/-0.005pct/+0.11pct/-0.05pct，销售费用率和财务费用率有所提升，而管理费用率和研发费用率有所下降。

图 13: 轻工制造行业期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 14: 轻工制造行业期间费用率分拆



资料来源: Wind, 中原证券研究所

前三季度各二级子行业收入均实现不同程度增长,造纸及其他轻工利润实现增长;从 24Q3 单季度来看,仅其他轻工和包装印刷收入增长,利润方面仅其他轻工实现增长。

从二级子行业来看,2024 年前三季度,轻工制造的 5 个二级子行业收入均实现同比增长,增速由高到低排序依次为:其他轻工(20.61%)、包装印刷(3.67%)、文娱轻工(2.21%)、造纸(0.54%)、家居(0.06%);净利润方面,两个二级子行业实现同比增长,分别为造纸(29.10%)以及其他轻工(6.24%),而另外三个子行业的归母净利润均出现下滑,分别为包装印刷(-8.74%)、家居(-12.80%)、文娱轻工(-20.45%)。

表 2: 轻工制造各子行业 2024 年前三季度收入与利润增速排名

| 排名 | 二级子行业 | 2024 年前三季度营业收入(亿元) | 同比(%) | 排名 | 二级子行业 | 2024 年前三季度归母净利润(亿元) | 同比(%) |
|----|-------|--------------------|--------|----|-------|---------------------|---------|
| 1 | 其他轻工 | 221.86 | 20.61% | 1 | 造纸 | 45.10 | 29.10% |
| 2 | 包装印刷 | 1168.72 | 3.67% | 2 | 其他轻工 | 16.81 | 6.24% |
| 3 | 文娱轻工 | 339.68 | 2.21% | 3 | 包装印刷 | 55.04 | -8.74% |
| 4 | 造纸 | 1447.68 | 0.54% | 4 | 家居 | 93.93 | -12.80% |
| 5 | 家居 | 1368.09 | 0.06% | 5 | 文娱轻工 | 17.14 | -20.45% |

资料来源: Wind, 中原证券研究所

单看 24Q3,收入方面,有两个二级子行业收入实现同比增长,分别为其他轻工(27.78%)、包装印刷(3.70%),而另外三个子行业的收入出现下滑,分别为文娱轻工(-0.72%)、造纸(-4.28%)、家居(-5.01%);净利润方面,只有其他轻工子行业实现同比增长,增速为 6.62%,其余四个子行业的归母净利润均出现下滑,分别为包装印刷(-11.33%)、文娱轻工(-23.03%)、家居(-23.54%)、造纸(-76.51%)。

表 3: 轻工制造各子行业 2024Q3 收入与利润增速排名

| 排名 | 二级子行业 | 2024Q3 营业收入(亿元) | 同比(%) | 排名 | 二级子行业 | 2024Q3 归母净利润(亿元) | 同比(%) |
|----|-------|-----------------|--------|----|-------|------------------|---------|
| 1 | 其他轻工 | 79.18 | 27.78% | 1 | 其他轻工 | 4.77 | 6.62% |
| 2 | 包装印刷 | 413.38 | 3.70% | 2 | 包装印刷 | 19.50 | -11.33% |
| 3 | 文娱轻工 | 124.09 | -0.72% | 3 | 文娱轻工 | 6.00 | -23.03% |
| 4 | 造纸 | 478.89 | -4.28% | 4 | 家居 | 33.27 | -23.54% |

| | | | | | | | |
|---|----|--------|--------|---|----|------|---------|
| 5 | 家居 | 484.29 | -5.01% | 5 | 造纸 | 4.76 | -76.51% |
|---|----|--------|--------|---|----|------|---------|

资料来源: Wind, 中原证券研究所

2. 造纸: 供需改善及需求回暖下, 纸价有望底部向上

2.1. 原材料: 废纸有望底部回升, 浆纸供需或将改善

2.1.1. 废纸: 价格底部回升, 有望持续修复

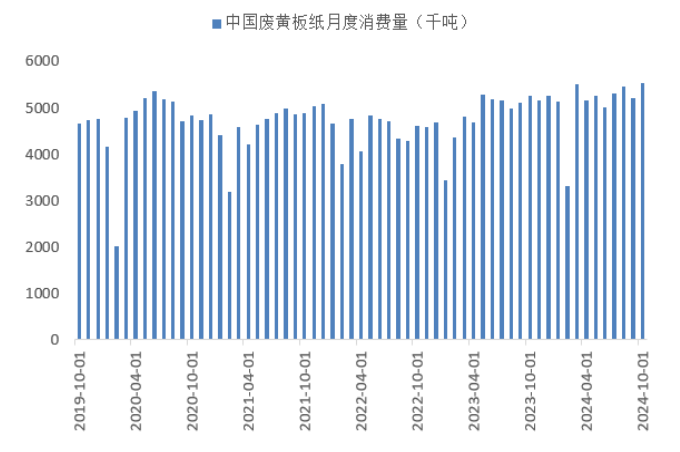
2024 年度黄板纸价格整体下行, 一季度呈现快速下跌, 而后底部徘徊, 四季度开始呈现底部回升; 消费量持续增长, 2024 年 10 月达到近年来月度消费高点; 库存处在历史中等偏低水平。2024 年 11 月 15 日, 中国废黄板纸均价为 1503 元/吨, 较 2023 年末-6.00%, 上半年价格呈现波动下滑趋势, 下半年价格开始底部回升, 10 月下旬以来价格出现明显抬升迹象; 2024 年 10 月中国废黄板纸消费量 553 万吨, 为 2024 年最高水平, 也是 2019 年 10 月以来月度消费量的最高水平, 显示市场对废黄板纸需求量持续增长; 2024 年度黄板纸月度库存天数呈下降走势, 1 月份为全年最高点 13 天, 8 月份降至最低, 而后略有升高, 截至 10 月库存天数 8 天, 环比增加 0.5 天, 处在历史中等偏低水平。

图 15: 中国废黄板纸价格



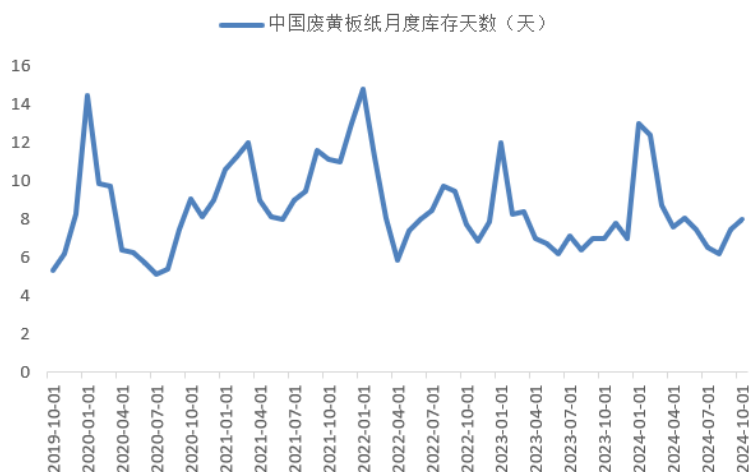
资料来源: 卓创资讯, 中原证券研究所

图 16: 中国废黄板纸消费量



资料来源: 卓创资讯, 中原证券研究所

图 17: 中国废黄板纸库存天数



资料来源: 卓创资讯, 中原证券研究所

展望：国内经济的恢复情况将影响废黄板纸的需求，预计 2025 年在政策面对消费的持续促进下，消费将保持温和复苏，进而增加对包装材料的需求，推动废黄板纸价格底部温和上涨。

2.1.2. 纸浆：阔叶浆价格进入下行通道，预计未来供需改善针阔叶浆价差缩小

2024 年以来，针叶浆和阔叶浆的价格呈现先同时上升，而后分化的走势，针叶浆整体稳中向上，而阔叶浆从年中开始明显回落。2024 年上半年，受芬兰罢工/爆炸等事件影响，导致部分浆厂停产，供应端偏紧，木浆价格偏强势运行，6 月浆价开始回落，由于针叶浆新增产能有限因此价格较为坚挺，而阔叶浆新增产能投产（包括巴西 Suzano 新增 255 万吨阔叶浆产能、国内联盛、华泰纸业分别 120、70 万吨阔叶浆产能等）导致阔叶浆价格快速下行。

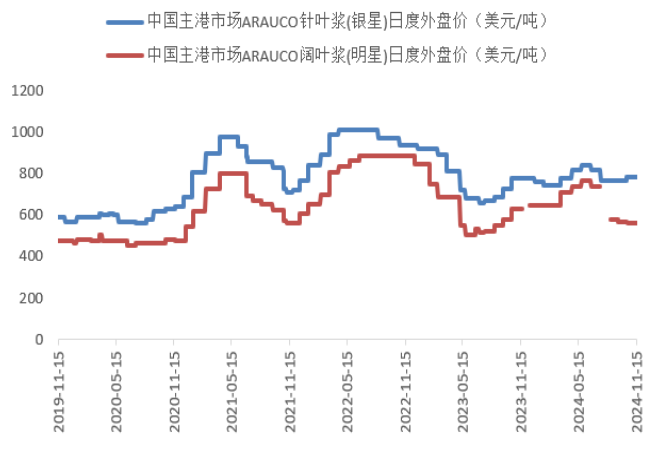
2024 年 11 月 15 日，中国进口针叶浆、阔叶浆价格分别为 6278、4527 元/吨，较 2023 年末分别+7.84%、-8.58%；2024 年 11 月 15 日，针叶浆（银星）、阔叶浆（明星）外盘报价分别为 785、560 美元/吨，较 2023 年末分别+3.29%、-13.85%。

图 18：中国纸浆价格



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

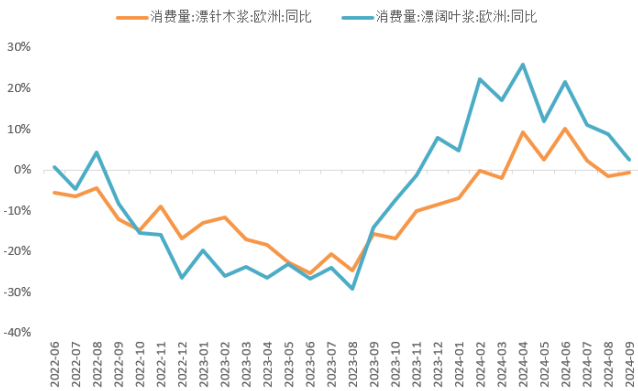
图 19：纸浆外盘价格



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

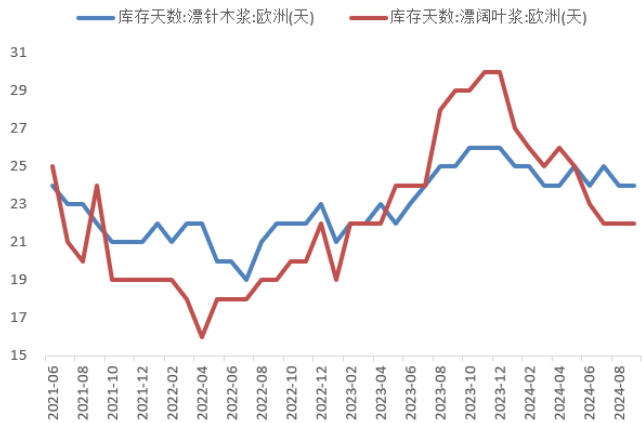
从需求端来看，欧洲需求整体改善，国内需求一般。外需方面，2024 年欧洲需求整体改善，消费量同比增速持续提升，而后小幅回落，需求改善背景下，针叶浆库存稳中有降，阔叶浆库存天数持续下降，欧洲漂针木浆/漂阔叶浆库存天数较 2023 年 12 月分别-2/-8 天。内需方面，2024 年前 9 个月中国木浆月度表观消费量增速多为负增长，中国针叶浆、阔叶浆进口量增速最近连续 5 个月呈现负增长，国内纸浆消费需求较为低迷；2024 年 10 月，中国纸浆月度港口库存 164.16 万吨，较年初减少 4.6 万吨，处于历史近十年 47%分位。

图 20：欧洲木浆消费量同比



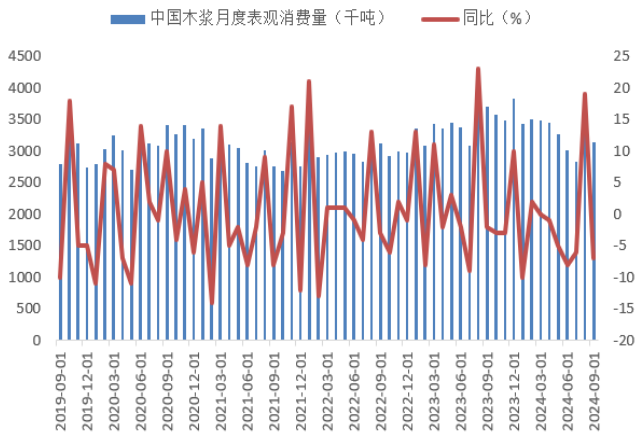
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 21：欧洲木浆库存量天数



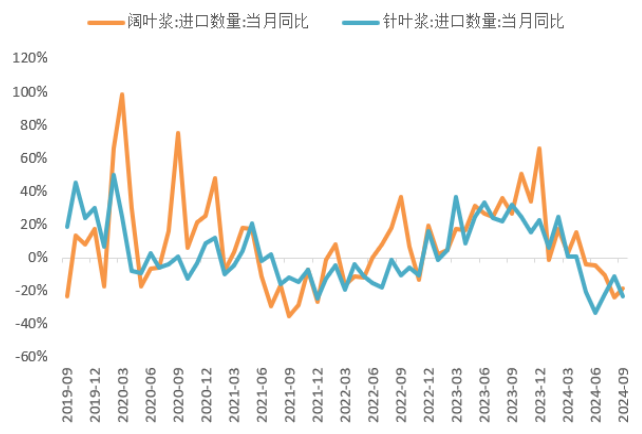
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 22：中国木浆消费量及增速



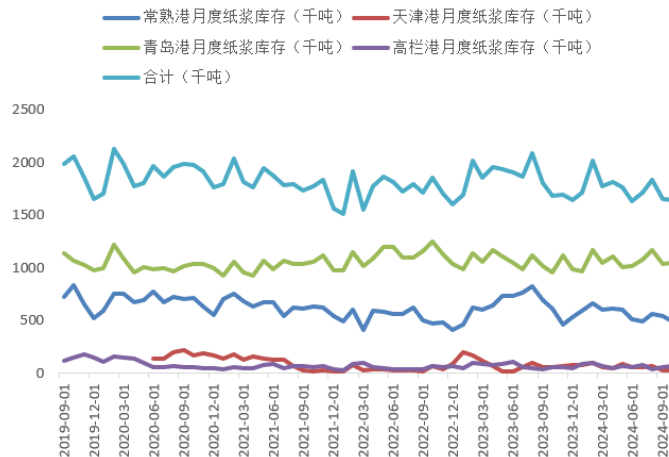
资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

图 23：中国木浆进口量同比



资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 24：中国纸浆港口库存



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

展望：2025 年全球针叶浆暂无新增计划产能，而阔叶浆市场将有 Paracel 在巴拉圭的 150 万吨新增产能，以及 Suzano 在巴西的 255 万吨产能的进一步释放，欧洲库存方面存在补库空

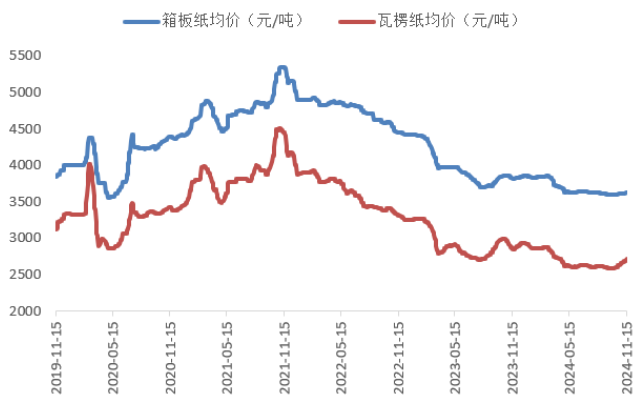
间，随着美联储进入降息周期，海外市场需求有望回暖，国内需求温和复苏，对浆价形成支撑，预计阔叶浆价格经过产能充分释放后，将迎来底部回升，与针叶浆的价差逐渐缩小，若排除供给端特殊事件的扰动，木浆价格将温和震荡。

2.2. 包装纸供需格局改善，需求有望回暖

箱板瓦楞纸消费属性较强，终端需求与宏观经济发展情况高度相关，2024年国内需求相对低迷，导致箱板瓦楞纸全年价格整体在低位徘徊，2024年1-5月呈现下跌走势，而后在低位震荡，10月下旬开始触底回升，瓦楞纸回升快于箱板纸，主要由于龙头纸企多轮上调出厂价，中小纸企跟随调涨，供需关系缓解，涨价落地情况良好：2024年11月15日，中国箱板纸、瓦楞纸价格分别为3628、2711元/吨，较2023年末分别-5.83%、-7.33%。

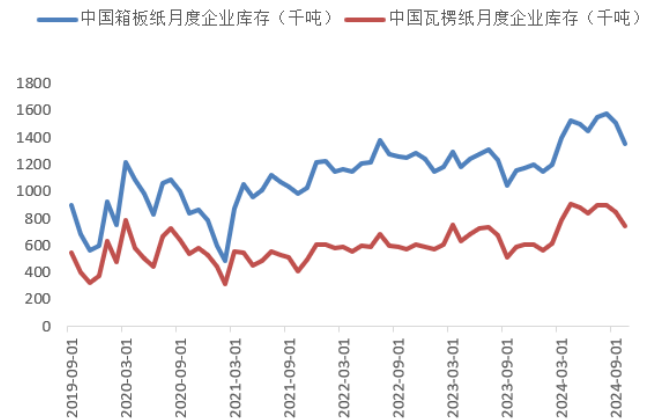
库存自2024年初以来持续增加，到2024年7-8月达到历史较高水平，10月回落较明显，需求端相对低迷导致库存整体高于去年同期。2024年10月，箱板纸和瓦楞纸月度企业库存分别为135.8、74.3万吨，较年初分别增长13.26%、23.01%。

图 25：箱板纸瓦楞纸均价



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

图 26：箱板纸瓦楞纸企业库存



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

箱板纸和瓦楞纸的供需缺口在2020年至2022年逐年升高，2023年开始下降，2024年9月箱板纸供需缺口略有扩大，瓦楞纸供需缺口持平，根据卓创资讯预计，2024年12月，箱板纸和瓦楞纸的供需缺口有望分别达到321万吨、181万吨，供大于求情况有望继续好转。伴随2023年太阳、玖龙、山鹰箱板纸产能的陆续投放，2024年起大厂产能投放进度趋缓，多数年底陆续投产，2025年供需关系将继续改善。

表 4：箱板纸供需情况（单位：万吨）

| | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年9月 |
|------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 期初库存 | 169 | 250 | 331 | 324 | 331 |
| 产量 | 2695 | 2769 | 2692 | 2806 | 248 |
| 进口量 | 407 | 394 | 359 | 532 | 41 |
| 总供应量 | 3271 | 3413 | 3382 | 3662 | 620 |
| 消费量 | 3095 | 3155 | 3041 | 3330 | 292 |
| 出口量 | 7 | 8 | 11 | 10 | 1 |

| | | | | | |
|------|------|------|------|------|-----|
| 总需求量 | 3102 | 3163 | 3052 | 3340 | 293 |
| 供需差 | 169 | 250 | 330 | 322 | 327 |

资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

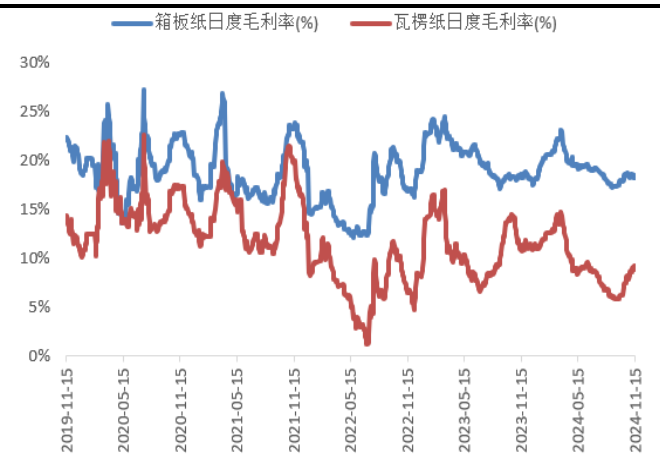
表 5：瓦楞纸供需情况（单位：万吨）

| | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 9 月 |
|------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 期初库存 | 105 | 159 | 189 | 185 | 189 |
| 产量 | 2152 | 2187 | 2087 | 2162 | 190 |
| 进口量 | 397 | 303 | 243 | 359 | 17 |
| 总供应量 | 2654 | 2649 | 2519 | 2706 | 396 |
| 消费量 | 2544 | 2485 | 2327 | 2516 | 210 |
| 出口量 | 6 | 5 | 4 | 5 | 1 |
| 总需求量 | 2550 | 2490 | 2331 | 2521 | 211 |
| 供需差 | 104 | 159 | 188 | 185 | 185 |

资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

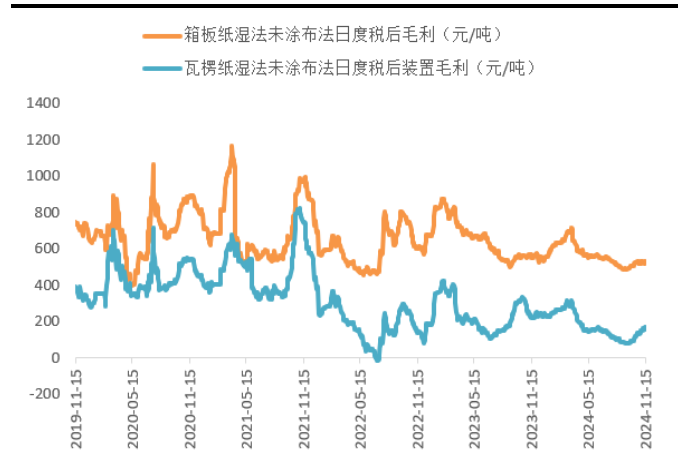
盈利情况来看，毛利率自 2024 年初开始呈现上升走势，直至 3 月下旬升至高点，而后开始回落，9 月整体由跌企稳，10 月包装纸传统旺季盈利情况有所好转。2024 年 11 月 15 日，中国箱板纸、瓦楞纸毛利率分别为 18.29%、9.07%，较 2023 年末分别+0.14pct、-2.07pct。2024 年 11 月 15 日，箱板纸湿法未涂布法税后毛利、瓦楞纸湿法未涂布法税后装置毛利分别为 523、166 元/吨，较 2023 年末单吨毛利分别-31、-71 元/吨，瓦楞纸下滑明显，瓦楞纸门槛相较于箱板纸更低，价格回落幅度更大。

图 27：箱板瓦楞纸毛利率



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

图 28：箱板瓦楞纸税后毛利



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

展望：包装纸盈利偏低下，2025 年包装纸大厂新增产能将降速，供需格局有望继续改善，包装纸消费属性较强，国内预计未来更多财政及货币政策刺激下，经济有望持续好转，下游需求回暖及供需格局改善有望带动包装纸价底部上行，盈利情况也有望得到改善。

2.3. 文化纸需求仍待好转，盈利有望改善

2024 年双胶纸双铜纸价格在 3 月进入传统教辅教材招标季，3 月下旬到 4 月上旬涨到年内高点后，社会面订单表现一般，而后价格开始回落，进入下行通道，另外上游浆价高位运行

后开始回落，对浆纸系纸品价格支撑不足，需求较弱叠加成本端偏空，双胶双铜纸价 2024 年价格整体下行。2024 年 11 月 15 日，中国双胶纸、双铜纸价格分别为 5113、5340 元/吨，较 2023 年末分别-12.79%、-9.95%。

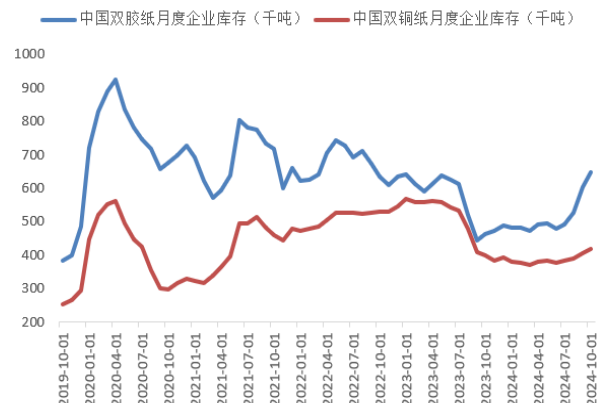
库存在 2024 年前 7 个月相对稳定，进入 8 月后，库存开始上升，特别是双胶纸库存上升明显，由于出版订单尚未全面提货，且社会面订单释放不足，经销商以及下游印刷厂心态均偏谨慎，总体采购热情不高，制约纸厂出货节奏。2024 年 10 月，双胶纸和双铜纸月度企业库存分别为 64.8、41.8 万吨，较年初分别+32.25%、+6.63%。

图 29：双胶纸双铜纸均价



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

图 30：双胶纸双铜纸企业库存



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

供应端来看，近几年双胶纸产能不断增加，但增速持续放缓，根据卓创资讯，2023 年产能增长率达 9.09%，预计 2024 年、2025 年产能增长率分别达 7.44%、7.20%，呈现逐年放缓趋势，新增产能供应压力有限，新产能的释放主要集中在头部企业，其中带有配套浆线的产能占多数，头部企业通过推进浆纸一体化项目，不断扩大产线，提高自身市场占有率，行业竞争格局不断优化。

表 6：双胶纸产能投放进度

| 日期 | 新增产能 (万吨) | 淘汰产能 (万吨) | 在产产能 (万吨) |
|------------|-----------|-----------|-----------|
| 2020 年 | 75 | 0 | 1369 |
| 2021 年 | 81 | 0 | 1450 |
| 2022 年 | 90 | 0 | 1540 |
| 2023 年 | 140 | 0 | 1680 |
| 2024 年 1 月 | 55 | 0 | 1735 |
| 202412E | 70 | 0 | 1805 |
| 2025E | 130 | 0 | 1935 |

资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

双胶纸供需差在 2021 年达到高点后逐步下降，得益于进口量下降及出口量上升的情况，供需基本达到平衡；双铜纸在出口量大幅上升的情况下，供需也基本达到平衡状态，2024 年 9 月供需缺口较年初缩小。由于文化纸的需求相对刚性，产能多数由大厂投放，且文化纸对品质要求严格，以出版社招投标模式为主，因此行业竞争格局相对更优，头部企业在林浆纸一体化配套下具备明显优势，产能投放趋缓，行业格局逐步优化。

表 7：双胶纸供需情况（单位：万吨）

| | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 9 月 |
|------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 期初库存 | 48 | 73 | 66 | 64 | 53 |
| 产量 | 849 | 825 | 862 | 1003 | 79 |
| 进口量 | 92 | 107 | 29 | 18 | 2 |
| 总供应量 | 989 | 1005 | 957 | 1085 | 134 |
| 消费量 | 883 | 878 | 803 | 911 | 70 |
| 出口量 | 59 | 53 | 88 | 110 | 7 |
| 总需求量 | 942 | 931 | 891 | 1021 | 77 |
| 供需差 | 47 | 74 | 66 | 64 | 57 |

资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

表 8：双铜纸供需情况（单位：万吨）

| | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 9 月 |
|------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 期初库存 | 29 | 33 | 48 | 55 | 39 |
| 产量 | 511 | 431 | 458 | 488 | 35 |
| 进口量 | 29 | 37 | 22 | 20 | 2 |
| 总供应量 | 569 | 501 | 528 | 563 | 76 |
| 消费量 | 435 | 373 | 311 | 346 | 17 |
| 出口量 | 105 | 95 | 168 | 163 | 16 |
| 总需求量 | 540 | 468 | 479 | 509 | 33 |
| 供需差 | 29 | 33 | 50 | 54 | 43 |

资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

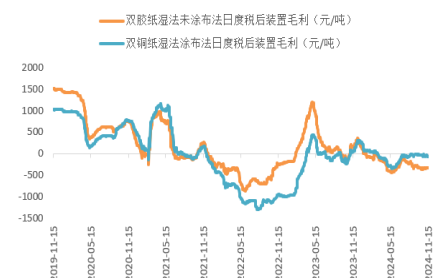
盈利情况来看，毛利率自 2024 年初开始呈现下降走势，主要由于上游浆价持续攀升，使盈利空间逐渐收缩，毛利率和税后吨毛利在 6 月初由跌企稳，而后双铜纸毛利率震荡，而双胶纸毛利率再度下行。实际生产中企业木浆原材料成本价格滞后 3 个月左右，且头部企业具备自制浆线，可供自身部分自制浆，因而整体成本低于木浆报价，预计企业用浆成本在 24Q4 将逐步回落，企业盈利情况有望得到改善。2024 年 11 月 15 日，中国双胶纸、双铜纸毛利率分别为-3.70%、2.52%，较 2023 年末分别-9.04pct、-5.52pct。2024 年 11 月 15 日，双胶纸湿法未涂布法税后装置毛利、双铜纸湿法涂布法税后装置毛利分别为-340、-74 元/吨，较 2023 年末单吨毛利分别-444、-303 元/吨。

图 31：双胶纸双铜纸毛利率



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

图 32：双胶纸双铜纸税后毛利



资料来源：卓创资讯，中原证券研究所

展望：预计 2025 年出版类订单需求仍将承压，若无更多增量需求释放，纸价或将持续在底部徘徊，盈利方面随着阔叶浆新增产能持续投产或将有所改善。

2.4. 卫生护理及特种纸公司表现相对较好，关注刚需消费及稳健龙头

截至 2024 年三季度末，中信二级造纸行业共 27 家上市公司，按照 24Q3 单季度营业收入增速从高到低进行排序，可以看到，行业内有 9 家上市公司增速为正，占比为 33%，增速排名靠前的公司主营产品类型多分布在卫生护理用纸和特种纸领域，而以包装用纸和文化纸为主营产品类型的公司的营收增速排名相对靠后。其中，营收增速排名第一的是百亚股份，主营产品为卫生巾、成人失禁用品和婴儿纸尿裤等，收入增速近 7 个季度均维持在双位数水平，保持较高增长；营收增速排名第二的民士达，主营产品为芳纶纸及其衍生产品的特种纸，也是近 7 个季度营收保持正增长；另外，24Q3 收入增速为正增长的公司中，可靠股份、豪悦护理也是主营护理类清洁用品，仙鹤股份是生产特种纸的大型企业，太阳纸业是经营多种纸品的林浆纸一体化发展的龙头企业。

图 33：造纸行业上市公司单季度营业收入增速（%）

| 上市公司 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 主营产品类型 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|-----------------------------------|
| 百亚股份 | 21 | 39 | 35 | 38 | 46 | 80 | 51 | 纸品 |
| 民士达 | 38 | 28 | 11 | 10 | 5 | 9 | 14 | 特种纸 |
| 可靠股份 | -1 | -4 | -11 | -19 | -11 | -2 | 10 | 清洁用品、医用耗材、纸品 |
| 松场资源 | -46 | -31 | -30 | -4 | 19 | 16 | 10 | 造纸机械 |
| 仙鹤股份 | 10 | 0 | 28 | 5 | 20 | 24 | 9 | 书写用纸、特种纸、印刷用纸、纸浆 |
| 恒丰纸业 | 16 | -5 | 14 | 7 | -16 | 25 | 8 | 生活用纸、特种纸 |
| 太阳纸业 | 1 | -6 | 1 | 2 | 4 | 8 | 6 | 水电、特种纸、印刷用纸、纸板 |
| 青山纸业 | -10 | -20 | -20 | 21 | -5 | 18 | 3 | 纸包装制品、纸浆 |
| 豪悦护理 | 23 | -5 | 1 | -17 | 1 | -7 | 1 | 妇女卫生用品、清洁用品 |
| 景兴纸业 | -13 | -9 | -12 | -15 | -1 | -2 | 0 | 箱板纸、纸板 |
| 荣晟环保 | -11 | -15 | -13 | -3 | 1 | -2 | -3 | 纸包装制品 |
| 冠豪高新 | -5 | -13 | -7 | -8 | 4 | -3 | -3 | 工业用纸、特种纸、涂料与油漆、纸品、专业咨询服务、专用设备与零部件 |
| 山鹰国际 | -20 | -15 | -14 | -6 | 5 | 3 | -3 | 书写用纸、箱板纸、新闻用纸、纸包装制品 |
| 民丰特种纸 | -1 | 11 | -14 | -6 | -1 | 0 | -5 | 生活用纸、特种纸、纸包装制品 |
| 博汇纸业 | 1 | -5 | 1 | 11 | 6 | 8 | -6 | 书写用纸、特种纸、箱板纸、印刷用纸、纸板 |
| 华泰股份 | -9 | -20 | -6 | -14 | -3 | -4 | -10 | 无机化工原料、新闻用纸、印刷用纸 |
| 中顺洁柔 | 9 | 6 | 22 | 21 | -10 | -17 | -10 | 生活用纸 |
| 安妮股份 | -43 | -11 | 25 | 128 | -7 | -6 | -12 | 互联网服务、书写用纸、特种纸、印刷品及印刷器材、纸品、专业咨询服务 |
| 宜宾纸业 | -12 | -40 | -37 | -18 | -30 | 9 | -14 | 生活用纸、新闻用纸 |
| 凯恩股份 | -9 | -51 | -46 | -52 | -51 | -35 | -14 | 低压电器类、特种纸 |
| 晨鸣纸业 | -28 | -21 | -18 | 4 | 10 | 11 | -17 | 生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品 |
| 晨鸣B | -28 | -21 | -18 | 4 | 10 | 11 | -17 | 生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品 |
| 岳阳林纸 | 51 | -1 | -25 | -40 | -22 | -26 | -18 | 工业用纸、新闻用纸、印刷用纸、纸包装制品 |
| 华旺科技 | 21 | 11 | 27 | 5 | 4 | 5 | -19 | 装饰材料 |
| 齐峰新材 | -5 | 14 | 23 | 43 | 8 | -3 | -21 | 特种纸、有机化工原料 |
| 洁雅股份 | -29 | -15 | 1 | 24 | 1 | 2 | -27 | 美容产品、清洁用品 |
| 美利云 | -18 | -3 | 31 | -12 | 13 | 11 | -27 | 书写用纸、箱板纸、印刷用纸、纸板 |

资料来源：Wind，中原证券研究所

按照 24Q3 单季度归母净利润增速从高到低进行排序，可以看到，行业内有 11 家上市公司增速为正，占比为 41%，其中与 24Q3 单季度营业收入增速为正的 9 家公司对比，重合的公司有 6 家，增速排名靠前的公司主营产品类型仍然多分布在卫生护理用纸和特种纸领域。

图 34：造纸行业上市公司单季度归母净利润增速（%）

| 上市公司 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 主营产品类型 |
|------|-------|------|------|------|------|------|------|-----------------------------------|
| 安纸股份 | 43 | -24 | -11 | -109 | -37 | 205 | 170 | 互联网服务、书写用纸、特种纸、印刷品及印刷器材、纸品、专业咨询服务 |
| 青山纸业 | -7 | -73 | -71 | -2 | -64 | 87 | 137 | 纸包装制品、纸浆 |
| 恒丰纸业 | 11 | 16 | -28 | 40 | -12 | 15 | 61 | 生活用纸、特种纸 |
| 松炆资源 | -1342 | 13 | -40 | 58 | 14 | 24 | 54 | 造纸机械 |
| 美利云 | -398 | 111 | 53 | 99 | 200 | -517 | 46 | 书写用纸、箱板纸、印刷用纸、纸浆 |
| 仙鹤股份 | -16 | -72 | -5 | 97 | 120 | 381 | 32 | 书写用纸、特种纸、印刷用纸、纸浆 |
| 冠豪高新 | -79 | -152 | -119 | -83 | 482 | 172 | 17 | 工业用纸、特种纸、涂料与油漆、纸品、专业咨询服务、专用设备与零部件 |
| 百亚股份 | 45 | 125 | 6 | -9 | 28 | 49 | 16 | 纸品 |
| 荣晟环保 | 2 | 180 | 131 | 47 | 12 | 11 | 13 | 纸包装制品 |
| 民士达 | 27 | 71 | 30 | -3 | 21 | 3 | 11 | 特种纸 |
| 民丰特纸 | -79 | 186 | 403 | 2537 | 861 | 31 | 7 | 生活用纸、特种纸、纸包装制品 |
| 凯恩股份 | 249 | -63 | -75 | -63 | -88 | -33 | -4 | 低压电器类、特种纸 |
| 豪悦护理 | 45 | 13 | 9 | -20 | 8 | -10 | -9 | 妇女卫生用品、清洁用品 |
| 太阳纸业 | -16 | -30 | 45 | 76 | 69 | 17 | -21 | 水电、特种纸、印刷用纸、纸浆 |
| 华旺科技 | -4 | 12 | 55 | 24 | 37 | 21 | -34 | 装饰材料 |
| 洁雅股份 | -21 | -33 | -28 | 80 | -63 | -54 | -72 | 美容产品、清洁用品 |
| 景兴纸业 | -86 | -43 | 694 | 5956 | 104 | 18 | -87 | 箱板纸、纸浆 |
| 宜宾纸业 | 51 | -538 | -290 | -919 | -400 | -53 | -89 | 生活用纸、新闻用纸 |
| 博汇纸业 | -375 | -40 | 41 | 171 | 120 | -80 | -93 | 书写用纸、特种纸、箱板纸、印刷用纸、纸浆 |
| 齐峰新材 | -109 | 1158 | 1002 | 1565 | 2893 | 16 | -102 | 特种纸、有机化工原料 |
| 可靠股份 | 467 | 869 | -63 | 88 | 65 | -55 | -122 | 清洁用品、医用耗材、纸品 |
| 华泰股份 | -44 | -55 | -45 | 606 | 6 | 15 | -128 | 无机化工原料、新闻用纸、印刷用纸 |
| 山鹰国际 | -271 | 198 | 311 | 112 | 111 | 6 | -129 | 书写用纸、箱板纸、新闻用纸、纸包装制品 |
| 中顺洁柔 | -33 | -105 | 73 | 122 | 7 | -59 | -142 | 生活用纸 |
| 岳阳林纸 | -30 | -91 | -92 | -350 | -8 | -939 | -452 | 工业用纸、新闻用纸、印刷用纸、纸包装制品 |
| 晨鸣纸业 | -342 | -455 | -869 | -900 | 121 | 93 | -821 | 生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品 |
| 晨鸣B | -342 | -455 | -869 | -900 | 121 | 93 | -821 | 生活用纸、书写用纸、特种纸、箱板纸、新闻用纸、印刷用纸、纸浆、纸品 |

资料来源：Wind，中原证券研究所

2.5. 投资建议

从不同纸种的投资顺序进行排序，建议优先选择营收及利润增速较快的卫生护理用纸和特种纸，其次选择受益于消费复苏的包装纸，然后是需求相对刚性的文化纸。从上市公司层面来看，建议优先选择具备林浆纸一体化优势的头部企业，具备自制浆线产能的企业掌握一定的原料优势，盈利相对更加稳定，且头部企业本身具备成本优势，另外关注特种纸行业及其中细分行业的龙头企业。建议关注太阳纸业、仙鹤股份、华旺科技、百亚股份。

太阳纸业是造纸行业龙头企业，经营稳健，产品品类丰富，涵盖包装纸、文化纸、生活用纸、特种纸等各个品类，山东、广西、老挝“三大基地”持续推进林浆纸一体化战略，在建项目稳步推进持续提升公司产能，行业龙头地位进一步夯实。

仙鹤股份是特种纸行业龙头企业，拥有特种纸及纸制品的年生产能力超 160 万吨，公司“林浆纸用一体化”的全产业链布局逐步落地，在广西和湖北投资两大百亿项目按计划稳步推进，以弥补上游制浆短板，建成投产后公司市场占有率将显著增长，规模效应也将大幅提升。

华旺科技是国内装饰原纸行业龙头企业之一，已成功跻身全球高端装饰原纸行业前列，拥有杭州和马鞍山两大生产基地，各类装饰原纸品种 500 余个，在中高端市场具有强大的消费引导力，未来马鞍山华旺公司年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目二期建成投产后，公司市占率将进一步提升。

百亚股份是国内一次性卫生用品领域领先品牌，产品市场占有率居前，线上线下渠道拓展情况良好，同时布局新兴渠道发展，后续还将进一步优化和丰富产品线、拓展营销网络、提高研发创新能力，扩大经营规模，提高公司产品品牌力和市场份额产品市场占有率。

3. 家居：政策频发提振估值预期，行业趋势助力头部企业扩张

3.1. 政策助力地产止跌回稳

2024年以来地产行业处在持续调整过程中，住宅开发投资、新开工、销售、竣工数据均呈现负增长，中央持续加码发布多项地产重磅优化政策，地方陆续跟进因城施策，政策从融资支持、税收优惠、限购限售等政策放宽、利率调整、城中村改造等等方面发力，明确要促进房地产市场平稳健康发展，促进房地产市场止跌回稳。

10月17日，住建部、财政部、自然资源部、央行、金融监管总局等中央五部门联合召开新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况，明确促进房地产市场止跌回稳的“组合拳”，具体包括：1) 四个取消，取消或调减限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；2) 四个降低，降低住房公积金贷款利率，降低住房贷款的首付比例，统一首套、二套房贷最低首付比例到15%，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担；3) 两个增加，一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造，二是2024年年底以前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元。

表 9：2024 年以来国家层面部分房地产重要政策

| 时间 | 部门 | 政策及重点内容 |
|---------|-------------------|--|
| 2024.11 | 财政部、税务总局、住房和城乡建设部 | 发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确多项支持房地产市场发展的税收优惠政策，包括 1) 契税：将现行享受 1% 低税率优惠的面积标准由 90 平提高到 140 平，并明确一线城市可以与其他地区统一适用二套住房契税优惠。2) 增值税：一线城市普宅与非普宅标准取消，将与全国其他地区统一，仅按照年限区分。3) 土增税：主要是降低土增税预征率的下限，以缓解房企现金流压力；未涉及税率或计税标准的变化，仅针对后续可能取消普宅和非普宅标准的城市，维持原有的普宅优惠政策。 |
| 2024.9 | 中央政治局 | 会议提出：“要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。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，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”。 |
| 2024.9 | 国新办 | 央行宣布拟降准降息；官宣五项房地产政策：引导存量房贷利率下降；将全国层面的二套房最低首付比例由 25% 下调到 15%；延长两项房地产金融政策期限；3000 亿元保障性住房再贷款，央行资金支持比例将由 60% 提升至 100%；支持收购房企存量的土地。 |
| 2024.5 | 中央人民银行 | 中国人民银行拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款 5000 亿元。 |
| 2024.5 | 中国人民银行、金融监管总局 | 《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》：对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。 |
| 2024.5 | 中国人民银行、金融监管总局 | 《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》：中国人民银行决定，自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。 |
| 2024.1 | 住房和城乡建设部、 | 《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》：要求各地级以上城市建立城市 |

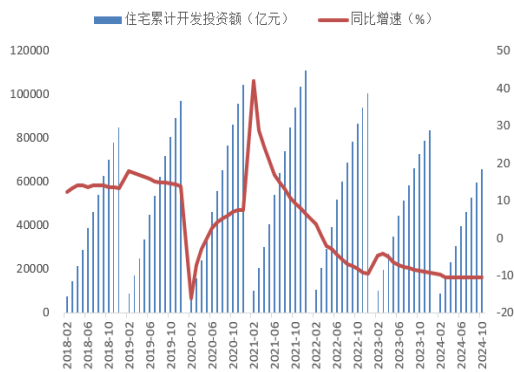
金融监管总局 房地产融资协调机制：搭建政银企沟通平台；向本行政区域内金融机构推送可以给
予融资支持的房地产项目名单，金融机构评估后积极满足合理融资需求；对符合条
件的房地产项目尽快办理“四证”，做好抵押支持，指导企业改善自身现金流。

资料来源：各政府部门官网，中原证券研究所

地产政策效果逐渐显现，地产销售量价出现边际改善，根据国家统计局发布的2024年1-10月份全国房地产住宅市场的基本情况来看，房地产基本面仍在筑底中，其中销售边际改善明显，累计销售面积和累计销售金额的降幅均为连续第六个月收窄，且较9月有明显收窄：开发投资金额、竣工面积同比降幅均收窄，而新开工、施工面积略有扩大；房价10月份已开始呈现止跌回稳态势，一二三线城市新房均呈现不同程度止跌，特别是一线城市二手房价格指数在连续下跌12个月后将跌转涨，未来地产止跌回稳并健康发展还需要政策持续发力并落地。

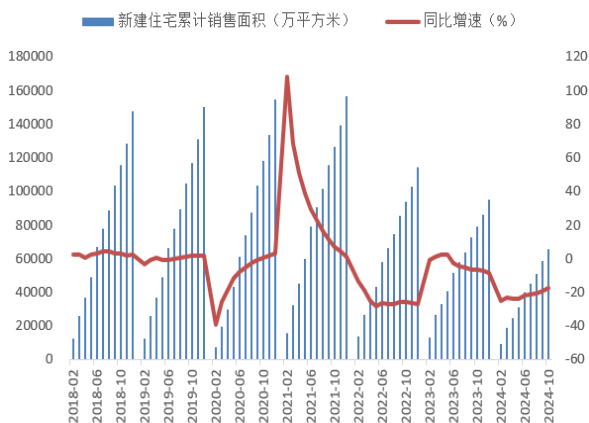
2024年1-10月全国住宅累计开发投资金额6.6万亿元，同比下降10.4%，降幅环比收窄；1-10月全国住宅累计新开工面积4.5亿平方米，同比下降22.7%，降幅略有扩大；1-10月全国新建住宅累计销售面积6.5亿平方米，同比下降17.7%，降幅连续第六个月收窄，较9月收窄1.5pct；1-10月全国新建住宅累计销售额6.7万亿元，同比下降22%，降幅连续第六个月收窄，较9月收窄2pct；1-10月全国住宅累计竣工面积3.1亿平方米，同比下降23.4%，降幅环比收窄；1-10月全国住宅累计施工面积50.4亿平方米，同比下降12.9%，降幅环比略有扩大。

图 35：住宅累计开发投资金额及同比增速



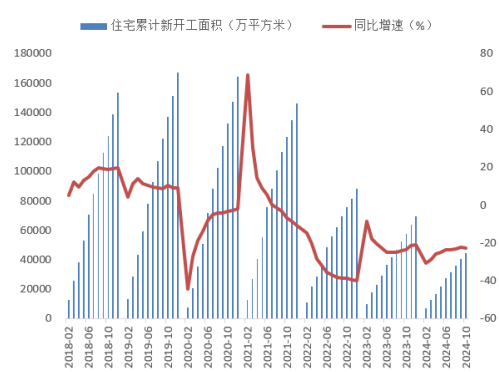
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 37：新建住宅累计销售面积及同比增速



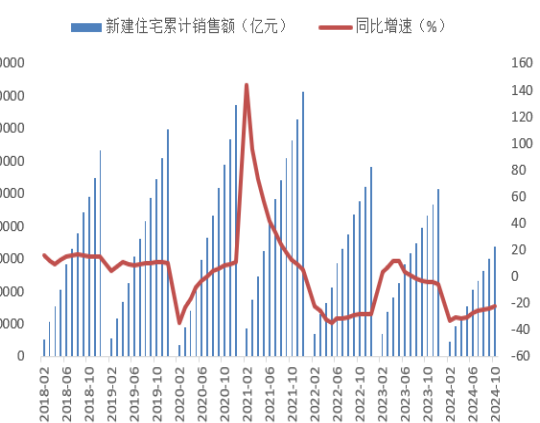
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 36：住宅累计新开工面积及同比增速



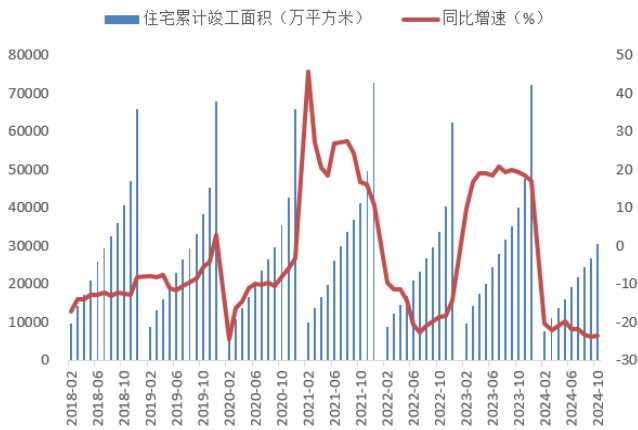
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 38：新建住宅累计销售额及同比增速



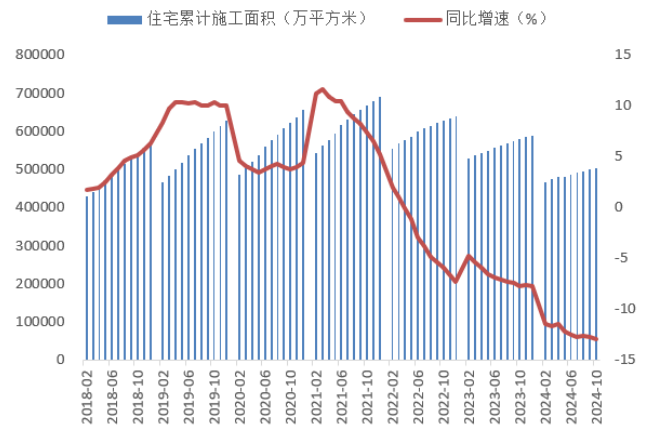
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 39：住宅累计竣工面积及同比增速



资料来源：iFinD，中原证券研究所

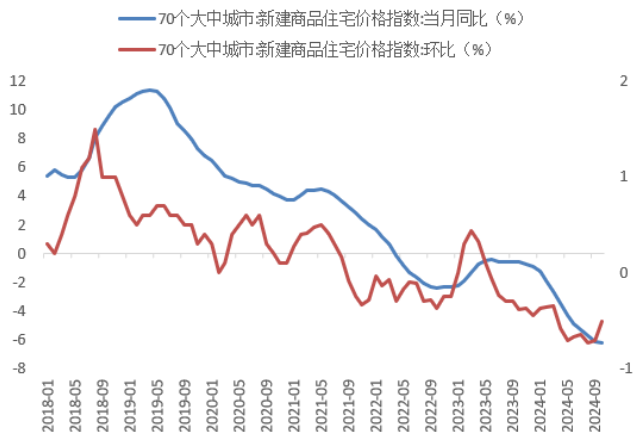
图 40：住宅累计施工面积及同比增速



资料来源：iFinD，中原证券研究所

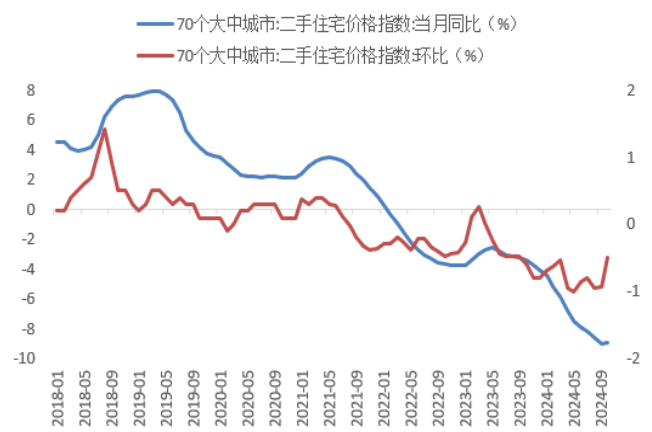
价格方面，70个大中城市10月新房价格指数同比下降6.22%，环比下降0.51%，环比降幅较9月收窄0.2pct，二手房价格指数同比下降8.94%，环比下降0.48%，环比降幅较9月收窄0.45pct；10月一线、二线、三线城市新房价格指数分别同比下降4.6%、6%、6.6%，分别环比下降0.2%、0.5%、0.5%，较9月降幅分别收窄0.3、0.2、0.2pct，均呈现不同程度止跌，一线城市新房止跌更为明显；10月一线、二线、三线城市二手房价格指数分别同比下降9.6%、8.8%、9%，分别环比上涨0.4%、下跌0.4%、下跌0.6%，较9月降幅分别收窄1.6、0.5、0.3pct，一线城市二手房价格指数在连续下跌12个月后又由跌转涨，二三线城市二手房也呈现不同程度止跌。

图 41：70个大中城市新建商品住宅价格指数同环比



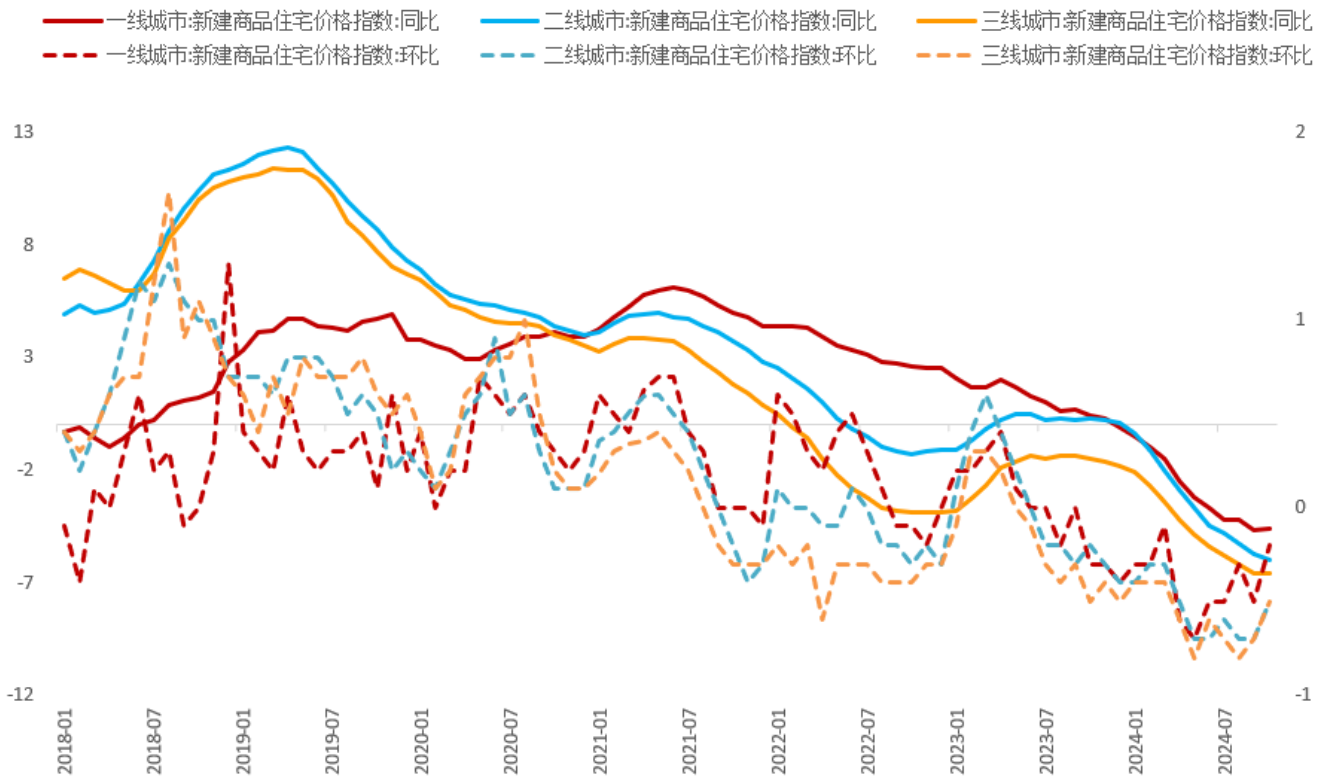
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 42：70个大中城市二手住宅价格指数同环比



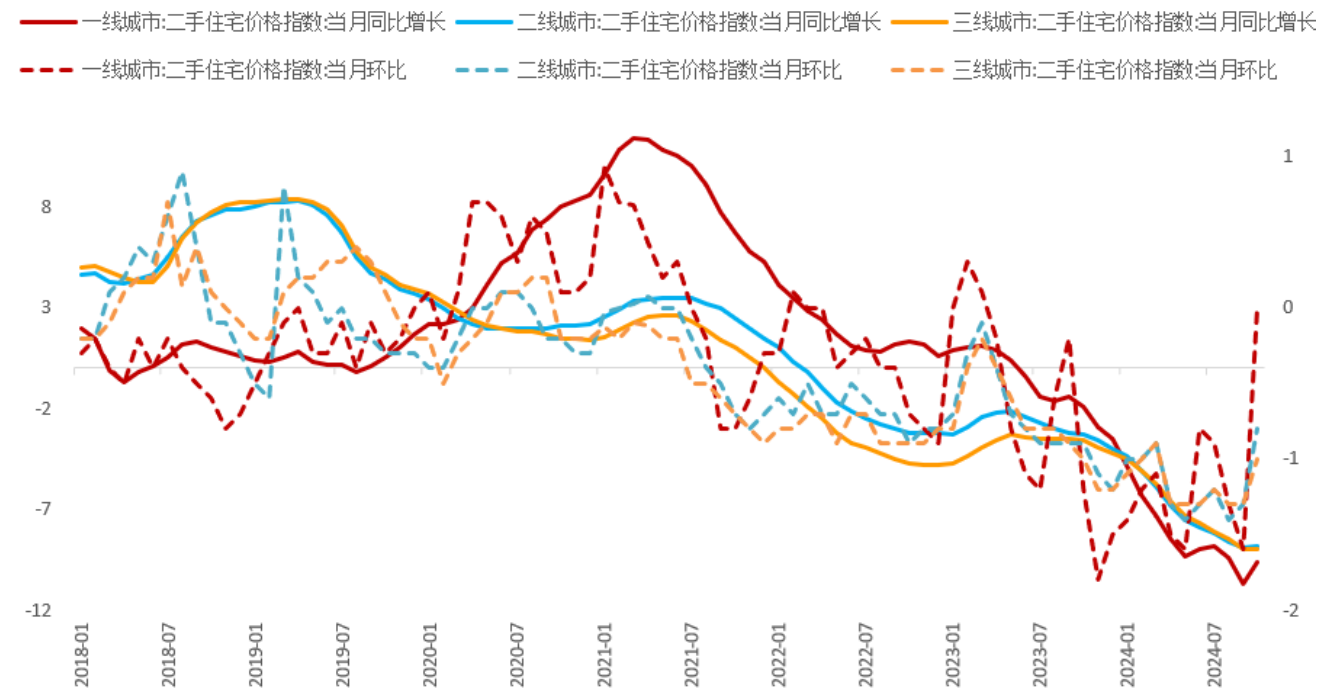
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 43：一二三线城市新建商品住宅价格指数同环比 (%)



资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 44：一二三线城市二手住宅价格指数同环比 (%)



资料来源：iFinD，中原证券研究所

家居行业属于地产后周期行业，过去主要受到新房销售和交付的影响，当前随着二手房成交、存量房翻新和局部改造需求的逐渐提升，家居消费的传导来源更为广泛，对家居企业的流量把控也提出了越来越高的要求，家居企业需要提升流量获取能力，精耕渠道，迎合市场趋势来全方位捕捉市场流量，头部企业在品牌宣传、渠道铺设、精细化运营能力、产品和服务等方面

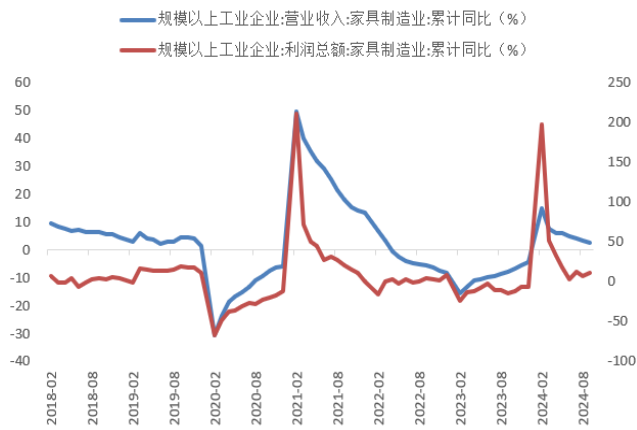
面具备优势。二手房方面，根据住建部数据，2023年1到11月，全国二手房交易量占全部房屋交易量的比重达到了37.1%，创造历史新高，全国已经有7个省和直辖市二手住宅的交易量超过了新建商品住宅交易量；根据国家统计局数据，2023年新建商品房住宅销售面积9.48亿平，2023年全国二手房网签面积达7.09亿平，据此测算，二手房交易占全国一二手销售面积42.79%。存量房方面，我国存量房平均楼龄持续提升，根据第七次人口普查数据，截止2020年，居住在10年以内/11-20年/21-30年/31-40年/41-50年/50年以上的房龄房屋的家庭户分别占36.7%/32.03%/19.65%/8.63%/1.91%/1.08%，一般来说超过10年以上的房龄的翻新需求较高，因此我国有约三分之二的房屋存在翻新需求；另外根据住建部，截至2022年年底，我国城镇既有房屋中建成年份超过30年的接近20%，进入设计使用年限的中后期，这些房屋普遍存在墙体结构安全隐患、屋面渗漏、外墙脱落、设施设备老化等问题，住建部提及未来的试点重点是把公共账户建立起来，公共账户的资金来源或为按一定比例计提土地出让金、维修资金的增值收益、政府财政补贴等。

展望：政府加码发布政策支持地产止跌回稳，一线城市房价已显现止跌回稳迹象，核心城市及核心区域地产销售有望率先回暖，家居行业属于地产后周期行业，地产市场的稳定有助于提振消费者信心，促进对家居产品的消费需求，也有助于家居企业改善财务状况，降低因房地产市场波动带来的风险，提高盈利能力。

3.2. 以旧换新激发家居消费潜力

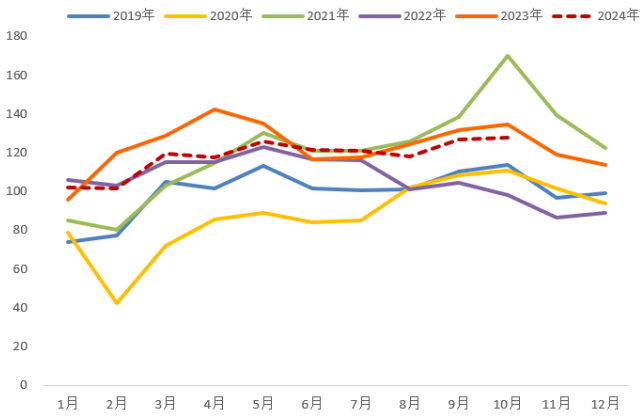
2024年以来，家具制造业营业收入、利润总额保持增长态势，增速逐渐放缓；建材家居卖场销售额较去年同期下降，进入下半年后降幅逐渐收窄；全国建材家居景气指数BHI保持在2019年以来的较高水平，呈现温和震荡走高趋势，9月随着传统旺季到来以及家装“以旧换新”政策的实施和假期消费的推动，消费者的购买意愿提升，激发了建材家居存量市场的消费活力；家具类零售额自2023年起保持温和增长态势，增速低于社会消费品零售总额，进入2024年二者差额进一步缩小，从过往几年二者增速来看呈现高度相关性，但家具零售额弹性好于社会消费品零售额，未来随着政策持续发力激发消费潜力，预计家具类商品零售额增速有望超过社会消费品零售总额增速。2024年1-9月，我国家具制造业累计实现营业收入4769.5亿元，同比增长2.5%，利润总额240.6亿元，同比增长11%；1-10月建材家居卖场累计销售额为1.2万亿元，同比下降4.62%，降幅连续第六个月收窄；2024年9月全国建材家居景气指数(BHI)为127.65点，同比-6.77点，环比+0.97点；2024年9月家具类消费品零售额142亿元，同比增长0.40%，增速由负转正；1-10月家具类消费品零售总额1303亿元，同比增长1.9%。

图 45：家具制造业营业收入及利润总额同比增速



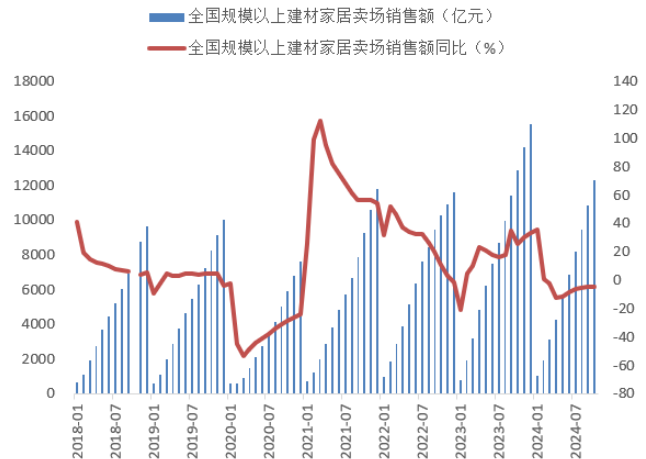
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 47：全国建材家居景气指数 BHI



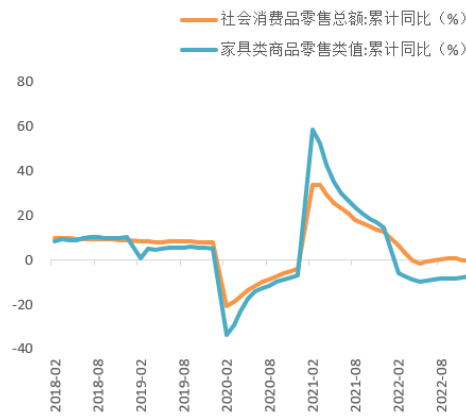
资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 46：建材家居卖场销售额累计值及同比增速



资料来源：iFinD，中原证券研究所

图 48：社会消费品及家具类零售额累计同比增速



资料来源：iFinD，中原证券研究所

2024 年，国家层面出台消费品以旧换新政策，政策不断扩围加力，真金白银持续激发内需市场潜力，各地方跟进出台以旧换新实施细则，并不断优化实施方案，对消费端特别是存量需求产生明显刺激，预计四季度将带动家居消费市场回暖。2024 年 3 月 7 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其中提到，实施消费品以旧换新行动，开展家电产品以旧换新，推动家装消费品换新，通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费。2024 年 3 月 27 日，商务部等 14 部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，针对开展汽车、家电以旧换新和家装厨卫“焕新”提出了行动方案。2024 年 7 月 24 日，国家发改委、财政部印发《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》通知，提出各地区应重点支持旧房装修、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，同时直接向地方安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金主要用于支持地方提升消费品以旧换新能力，真金白银支持以旧换新。

随后 8-9 月多省出台消费品以旧换新工作方案或家装厨卫“焕新”实施细则，各地补贴政策对具体品类存在一定差异，但多数地区对定制家具、成品家具和卫浴产品均有补贴，共同特点

有：1) 多数地区按照单品按补贴比例 15%-20%、单件商品最高不超过 2000 元的标准执行，多品类叠加后单户补贴上限通常可达到 1-2 万元；2) 全屋装修按金额的 20% 补贴，补贴上限至 2-3 万元。

表 10：部分省市家居以旧换新补贴细则

| 省/市 | 补贴细则 |
|-----|--|
| 上海市 | 对个人消费者购买符合要求的沙发、床垫、柜、浴缸、坐便器等家装、家居和适老化产品，按照销售价格的 15% 予以补贴，每次补贴不超过 2000 元(即最多单人可补贴 6000 元)。符合条件的老年人家庭，在“焕新”活动期间享受相应“焕新”补贴，补贴比例为“焕新”合同约定的改造总金额的 30%，每户最多补贴 3000 元（不含配套服务费）。 |
| 广州市 | 对旧房装修和厨卫改造类：成品门窗、涂料、瓷砖、石材、木质地板、板材、家具（含床架、床垫、沙发、茶几、桌子、椅子、柜类）、吊顶（含龙骨）、灯具、卫浴洁具、净水机、洗手槽、升降晾衣架，以及居家适老化改造类：沐浴椅、坐式淋浴器、暖风机、呼救器、护理床、监控摄像头，按照产品销售价格的 15% 进行核减，购买 1 级及以上能效或者水效标准的物品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴核减，每人每个地址总补贴金额不超过 2 万元。 |
| 深圳市 | 加力支持家装等产品改造换新，对于采取全屋整体装修的，按照合同总价款的 20% 给予补贴，最高不超过 3 万元；对于局部装修改造的，按照家装物品和材料总价款的 20% 给予补贴，单个消费者累计补贴不超过 2 万元。支持居家适老化改造。对年满 60 周岁及以上纳入分散供养的特困老年人家庭每户补贴不超过 2 万元，其他资助对象每户补贴最高不超过 1.2 万元。 |
| 浙江省 | 促进智能家居消费，购买智能门锁、智能晾衣架、智能马桶、智能床、智能沙发等，可享受 15% 立减优惠，每类产品可补贴 1 件、单件不超过 2000 元。鼓励旧房装修和厨卫改造，可享受 20% 补贴，每套房补贴金额不超过 2 万元。支持家庭适老化改造，围绕“如厕洗澡安全、室内行走便利”等方面，给予 50% 的补贴，80 周岁以上上浮 10%，补贴金额最高不超过 2 万元。 |
| 湖北省 | 购买床架、床垫、沙发、桌子、椅子、衣柜、书柜、厨柜、水槽、龙头花洒（含淋浴柱）、坐便器、台（立）盆（柜）、镜面柜、浴缸、防盗门、涂料、瓷砖、地板、木（移）门、成品窗、淋浴房、吊顶、灯具、智能开关、水管理系统等产品按照金额进行分档补贴，最高单笔补贴 2 万元。 |
| 四川省 | “蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券方案：消费券涵盖 12 类旧房装修、厨卫等局部改造产品，9 类智能家居产品，6 类适老化改造产品。每大类均有五种面额：满 2000 元减 600 元，满 3000 元减 900 元，满 5000 元减 1500 元，满 10000 元减 2000 元，满 20000 元减 4000 元。 |
| 郑州市 | 支持家装改造消费，对旧房进行装修、厨卫等局部改造所需的材料和物品给予补贴。补贴范围包括地板、墙面、饰面砖、门窗、吊顶、窗帘、整体柜、卫具、洁具、淋浴房、管线等 11 类物品材料品类，提交装修款发票的，按照可补贴物品材料购置总价的 20% 计算补贴金额，提交采购发票的，按照发票记载的可补贴物品材料价格的 20% 计算补贴金额，每套房最高不超过 2 万元，活动全流程采取线上模式。 |

资料来源：各省政府官网，中原证券研究所

在政府补贴政策的同时，一些头部家居企业也推出了各自的补贴方案，以抢占家居以旧换新市场。头部家居企业凭借较高的品牌知名度和消费者信任度、相对强大的资金实力和企业补贴力度、快速的市场响应能力以及强大的供应链体系等，能够使其在补贴后仍保留一定的利润率水平，更好的利用政策优势抢占市场份额。

表 11：头部家居企业补贴细则

| 公司 | 补贴细则 |
|------|--|
| 欧派家居 | 在政府补贴的基础上，额外加码 20% 的企业补贴，消费者最多可以享受 1 万元的补贴。此外，欧派还提供了购买全球大牌家具家电产品的额外优惠，在促销价基础上再享 20% 的补贴。 |
| 顾家家居 | 在线下各大门店，持续推进“以旧换新”惠民焕新工程优惠活动，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。

| | |
|------|--|
| 索菲亚 | 通过“浙里普惠千万家”活动响应以旧换新政策，推出了每满 10000 元补贴 10%，最高可达 2000 元的补贴计划。针对旧房改造项目，索菲亚进一步将其定制家居产品的价格下调。深度参与并全力支持广州市“以旧换新”活动，推出了一系列企业叠加让利政策：除市政府补贴最高 15% 福利以外，索菲亚加码补贴，全线全品类产品再享 8 折优惠。 |
| 志邦家居 | 在政府补贴最高 20% 的基础上加码企业补贴，最高可再补贴 30%，总补贴金额最高可达 50%。 |
| 金牌家居 | 推出了政企双重补贴，总补贴金额最高可达 70%。通过“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。 |
| 尚品宅配 | 补贴政策包括政府补贴 15%，最高可立减 2 万元。推出了臻选焕新全案套餐和局改焕新套餐还发起了“总部直补总裁免单”直播活动。配合金融惠民措施，如 12 期免息分期付款。 |
| 好莱客 | 在政府补贴基础上再补 20%，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，同时还推出了消费者可以在线领取的焕新券。 |
| 顶固集创 | 推出了政企双重补贴政策，消费者可享受高达 20% 的政企双向补贴。 |

资料来源：搜狐焦点家居，中原证券研究所

家居以旧换新补贴政策逐步细化并全国推广，政企同时发力，线上线下补贴逐步打通，给市场带来积极的影响，一定程度上促进了消费需求，带动家居消费市场回暖。据商务部，截至 10 月 24 日，各地家装厨卫“焕新”补贴产品达到约 630 万件，累计带动销售额 190 亿元。国家统计局发布数据显示，10 月份，社会消费品零售总额 45396 亿元，同比增长 4.8%，增速比上月加快 1.6 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 40944 亿元，增长 4.9%。按消费类型分，家具类零售总额 152 亿元，同比增长 7.4%。国家税务总局公布的增值税发票数据显示，国庆假期，家具、装饰材料、涂料等与家居装修相关的商品销售同比分别增长 35.7%、12.9% 和 26.2%。

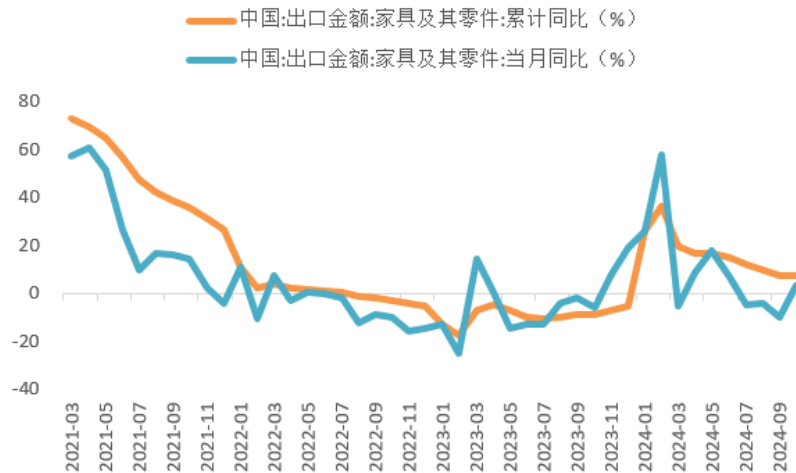
以旧换新政策给市场带来的积极影响在各大城市也得到显现。广东省商务厅统计数据显示，国庆假期，广东省家电“以旧换新”销售总额超过 22.75 亿元，家电销售量超过 50.8 万台，家装厨卫“焕新”约 2.55 万套，销售额约 2.92 亿元；上海市商务委员会发布的数据显示，国庆假期，家电家居以旧换新政策拉动效果明显，国家八大品类家电补贴日均销售 5407 万元，环比节前增长 140.0%，家居、家装、适老产品补贴日均销售 2314 万元，环比节前增长 228.7%；天津市商务局统计数据显示，国庆假期，天津市累计超过 17 万消费者购买 3.6 万辆汽车和 18.9 万件家电家居商品，补贴资金总量已超 8 亿元；截至 10 月 7 日，河南省支持“两新”资金使用量约 22.6 亿元，其中，汽车报废更新审核通过量 7.7 万辆，使用资金 14.2 亿元，家电以旧换新申请数量超 96.3 万台，使用资金 8.4 亿元，国庆假期期间，家居厨卫、电动自行车以旧换新相关工作已正式启动，申请数量超 6000 人（次），使用资金约 300 万元，河南省重点监测的零售企业家用电器、汽车、通信器材等商品累计销售额分别同比增长 33.5%、14.2%、12.7%。

展望：以旧换新政策效果逐步释放，预计对于内销家居企业 24Q4 订单起到积极作用，企业销售预期好转，头部家居企业有望借助自身优势通过政企双补进一步提高市场占有率，行业集中度有望进一步提升。

3.3. 美联储降息促进家居出口，优选具备海外产能企业

2024 年以来，家具及其零件出口整体保持增长，出口金额（美元计价）累计增速由负转正，并在上半年保持双位数增长，进入 8 月后，出口增速开始回落，但仍保持正增长，出口景气度有一定下滑，仍好于去年同期水平。2024 年 10 月家具及零件出口金额 53.88 亿美元，1-10 月家具及零件出口金额累计 549.32 亿美元，同比增长 7.2%，增速继续收敛。

图 49：家具及其零件出口额累计值及当月值同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

分品类来看，多数家具品类 24Q1 出口增速同比均呈现大幅改善，24Q2 增速有所下滑，床垫和部分沙发品类仍然保持双位数增长态势，进入 24Q3 后，增速延续下滑，床垫仍保持着相对较好的增速。

图 50：2023Q4 以来各类家具用品出口金额同比增速（%）

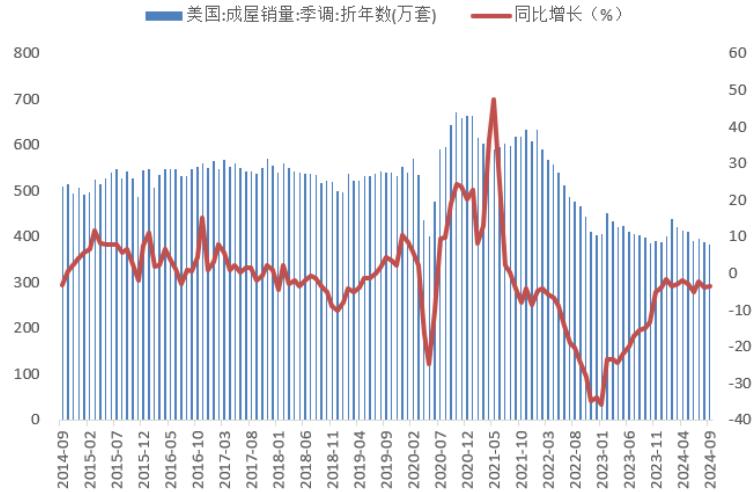
| 家具产品 | | 2024-09 | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 |
|----------------------------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 沙发 | 带软垫的木框架坐具: 累计同比 | 5.94 | 8.53 | 10.84 | 13.12 | 15.57 | 18.59 | 24.12 | 45.88 | 36.11 | -2.82 | -5.48 | -8.29 |
| | 带软垫的木框架坐具: 当月同比 | -12.03 | -5.77 | -2.14 | 2.24 | 6.73 | 5.76 | -6.28 | 65.84 | 36.11 | 28.79 | 24.61 | 18.20 |
| | 其他带软垫的木框架坐具: 累计同比 | 9.78 | 12.72 | 15.29 | 18.13 | 20.87 | 24.18 | 30.82 | 53.28 | 41.47 | 1.47 | -1.33 | -4.38 |
| | 其他带软垫的木框架坐具: 当月同比 | -10.22 | -2.90 | -0.52 | 6.15 | 11.51 | 9.10 | -0.62 | 78.26 | 41.47 | 33.49 | 31.05 | 26.52 |
| | 皮革或再生皮革面的带软垫的木框架坐具: 累计同比 | -8.07 | -6.58 | -5.02 | -4.47 | -2.80 | -0.44 | 1.95 | 21.28 | 17.41 | -16.36 | -18.42 | -20.38 |
| | 皮革或再生皮革面的带软垫的木框架坐具: 当月同比 | -19.20 | -16.88 | -8.46 | -12.26 | -10.86 | -6.40 | -24.92 | 28.36 | 17.41 | 11.51 | 3.53 | -8.13 |
| | 带软垫的金属框架坐具: 累计同比 | 9.23 | 12.01 | 14.92 | 19.49 | 21.36 | 21.65 | 21.56 | 35.75 | 24.84 | -15.51 | -18.00 | -19.24 |
| | 带软垫的金属框架坐具: 当月同比 | -15.68 | -11.67 | -15.45 | 8.90 | 25.44 | 21.89 | -1.19 | 60.61 | 24.84 | 9.47 | -6.09 | -20.96 |
| | 其他带软垫的金属框架坐具: 累计同比 | 11.47 | 14.44 | 17.71 | 22.59 | 24.68 | 24.87 | 24.61 | 38.14 | 27.72 | -15.41 | -18.13 | -19.48 |
| 其他带软垫的金属框架坐具: 当月同比 | -15.12 | -11.90 | -14.68 | 10.71 | 29.28 | 25.62 | 2.56 | 61.49 | 27.72 | 12.32 | -5.12 | -19.29 | |
| 床垫 | 弹簧床垫: 累计同比 | 30.01 | 32.53 | 36.32 | 38.67 | 42.23 | 42.95 | 47.01 | 66.02 | 71.04 | 11.63 | 8.93 | 7.07 |
| | 弹簧床垫: 当月同比 | 14.26 | 11.19 | 23.67 | 24.56 | 43.81 | 33.19 | 20.85 | 57.45 | 71.04 | 40.03 | 25.55 | 18.34 |
| | 海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫, 不论是否包面: 累计同比 | 13.23 | 14.87 | 13.94 | 12.84 | 12.51 | 12.11 | 15.51 | 23.30 | 18.44 | 7.88 | 6.60 | 5.92 |
| 海绵橡胶或泡沫塑料制褥垫, 不论是否包面: 当月同比 | 1.94 | 21.23 | 20.43 | 14.36 | 14.98 | 3.67 | 4.36 | 30.67 | 18.44 | 20.94 | 12.93 | 3.67 | |
| 地板 | 氯乙烯聚合物制铺地制品: 累计同比 | -0.12 | 2.27 | 3.28 | 3.91 | 4.69 | 7.78 | 12.38 | 30.21 | 17.97 | -17.29 | -19.34 | -21.46 |
| | 氯乙烯聚合物制铺地制品: 当月同比 | -17.52 | -4.42 | -0.49 | 0.45 | -5.32 | -3.37 | -13.42 | 55.20 | 17.97 | 8.59 | 7.50 | 1.11 |

资料来源：Wind，中原证券研究所

美联储当地时间 2024 年 9 月 18 日宣布将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点，是美联储自 2020 年 3 月以来的首次降息，也标志着美国由货币政策紧缩周期向宽松周期的转向，当地时间 11 月 7 日，宣布第二次降息，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点。美国成屋销售已至底部区间，美联储降息有望带动美国地产销售，进而带动地产链后周期包括家居板块的需求回升；美国家居仍待去库，美联储降息有望促进家居去库存，进而开启补库周期，家居用品需求或持续回升，我国家具及家居用品出口链相关企业有望受益。

美联储降息有望带动美国地产销售，进而带动家居需求回升。美国成屋销售同比增速在2023年1月降至-35.80%，而后开始持续收窄，2024年成屋销售降幅明显收窄，每月公布的成屋销量（年化）的同比增速收敛至负的低个位数水平，2024年9月美国成屋销量（年化）为384万套，同比增速为-3.52%。2024年9月的美国成屋销量已降至近十年来0.9%的分位数水平，处于历史底部区间，美联储降息有望带动美国房屋销售底部回升。

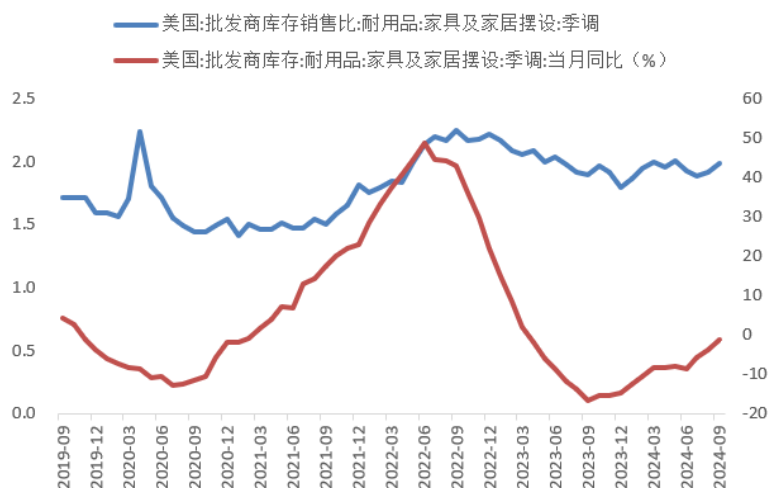
图 51：美国成屋销售套数及同比增速



资料来源：Wind，中原证券研究所

美联储降息将促进美国家居去库存，补库周期有望开启。从美国家具及家居摆设批发商库存增速来看，增速在2023年4月开始由正转负，并于2023年9月跌至-16.73%，而后降幅逐步收窄，截至2024年9月，当月增速已收敛至1.01%，显示美国家具及家居用品去库周期已经接近尾声，随着美联储降息到来，家居用品需求提升下，补库周期有望开启，叠加美国地产销售底部回升，中国家居出口企业订单有望提升。从美国家具零售商、批发商的库存销售比来看，2024年9月库销比分别为1.65、1.99，分别处于近10年来68%、85%分位，库存销售比均处于历史中高位区间，仍待进一步去库，在美联储开启降息后，库销比有望进一步改善，进而迎来补库周期。

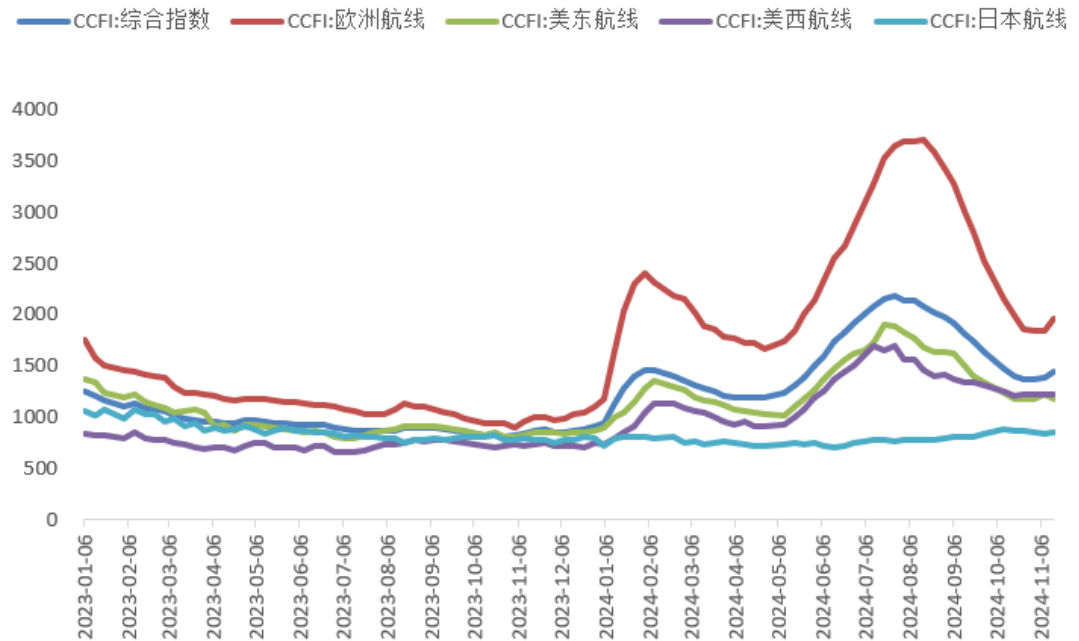
图 52：美国家居批发商库存增速及库存销售比



资料来源：iFinD，中原证券研究所

2024 年受到红海事件影响，海运费价格较去年同期有所上涨，预计 2025 年随运力增加，海运费将回落，出口企业盈利有望修复。根据同花顺数据，中国出口集装箱运价指数（CCFI）2024 年前三季度呈现波动上升走势，平均值为 1584.76，较去年同期+64.44%。2024 年初 CCFI 为 936.83，7 月下旬涨至年内高点 2180.69，涨幅达 132.77%，而后开始回落，截至 2024 年 10 月 25 日，CCFI 回落至 1366.40。展望 2025 年，随着运力增加，供需关系改善，预计海运费将回落，出口企业的成本方面将有所改善，从而带动出口企业毛利率修复。

图 53：2023 年以来海运费走势



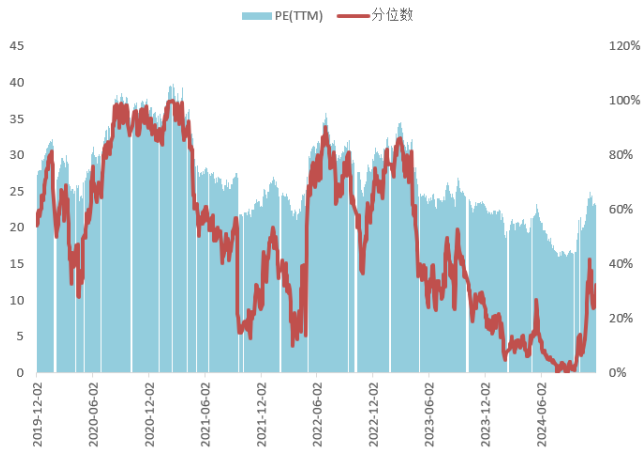
资料来源：iFinD，中原证券研究所

展望：美联储开启降息周期，有望带动美国地产销售，进而带动家居需求回升，随着美国地产销售的回暖，中国家居出口企业订单有望提升，降息将改善美国家具零售商和批发商的库存销售比，促进库存周转，增加对中国家居产品的补库需求；在美国加征关税预期下，拥有海外生产基地，具备海外产能的家居企业能够通过产能转移来规避部分关税风险，保持海外竞争力，另外具备全球化供应链的企业也能够快速适应市场变化，通过调整供应链策略应对关税风险。

3.4. 家居估值向上可期，龙头企业经营韧性强

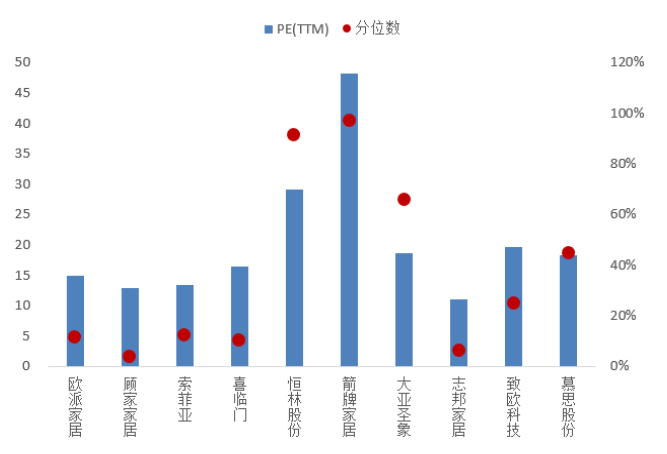
2024 年以来，家居（中信）板块的 PE 分位数一直处于近 10 年 25% 以下的分位水平，四季度以来估值开启修复，但估值仍处于历史偏低水平，向下空间有限，向上有较大的修复空间；头部企业估值处于底部区间。截至 2024 年 11 月 27 日收盘，家居（中信）板块的 PE(TTM) 为 23.89 倍，位于近 10 年 32.26% 分位。板块中 2023 年营业收入在 50 亿元以上的公司共 11 家，除去估值为负的梦百合以外，其他龙头公司的 PE 大多位于 10-20 倍之间，营业收入超过 100 亿元的前 3 家龙头公司的 PE 分位数均在 20% 以下，处于近 10 年估值底部区间。

图 54: 家居板块估值



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 55: 部分家居板块上市公司估值



资料来源: Wind, 中原证券研究所

受到地产调整、消费疲弱及出口放缓等多重因素影响，企业 2024 年经营压力逐渐加大，24Q3 利润承压明显；软体家居收入及业绩情况均优于定制家居，体现了软体家居受地产销售及竣工影响相对较弱，并且更容易受益于以旧换新、局部改造的特点。行业龙头企业的利润下滑速度相较于行业整体来说较慢，体现了龙头企业的经营和成本控制能力，行业下行周期具备更强的经营韧性。观察行业内 9 家定制家居及 4 家软体家居上市公司的经营情况，家居企业普遍自 24Q2 开始收入呈现负增长，24Q3 收入延续下滑趋势，24Q3 仅梦百合的收入保持正增长，软体家居下滑速度较定制家居更慢；利润端来看，定制家居自 2023 年起的连续 7 个季度利润普遍持续负增长，而软体家居 2023 年利润仍能保持较好增速，自 24Q2 开始利润增速由正转负。

图 56: 行业部分重点上市公司单季度营业收入增速 (%)

| | 公司名称 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 定制家居 | 志邦家居 | 6 | 17 | 10 | 17 | 2 | -7 | -10 |
| | 金牌家居 | 1 | 8 | -2 | 3 | 11 | -6 | -14 |
| | 好莱客 | -43 | -20 | -10 | -9 | 16 | -17 | -20 |
| | 索菲亚 | -10 | 6 | 10 | 5 | 17 | -4 | -21 |
| | 欧派家居 | -14 | 13 | 2 | 0 | 1 | -21 | -21 |
| | 我乐家居 | -17 | 20 | 9 | -4 | 6 | -20 | -25 |
| | 江山欧派 | 39 | 18 | 17 | 4 | -8 | -11 | -26 |
| | 尚品宅配 | -26 | 3 | -1 | -11 | -4 | -26 | -29 |
| | 皮阿诺 | -24 | 16 | -12 | -18 | -3 | -29 | -39 |
| 软体家居 | 公司名称 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
| | 梦百合 | -21 | -2 | 7 | 16 | 7 | 12 | 3 |
| | 顾家家居 | -13 | 10 | 11 | 19 | 10 | -7 | -7 |
| | 喜临门 | 4 | 6 | 6 | 24 | 20 | -6 | -11 |
| 慕思股份 | -23 | -4 | 0 | 7 | 25 | -1 | -11 | |

资料来源: Wind, 中原证券研究所

按照 24Q3 单季度归母净利润增速从高到低进行排序，可以看到，家居行业利润普遍承压，但软体家居和定制家居仍表现出差异，软体家居 2023 年利润仍能保持较好增速，自 24Q2 开始利润增速由正转负，下滑速度慢于定制家居；三家行业龙头企业欧派家居、顾家家居和索菲亚的利润下滑速度相对较慢。

图 57：行业部分重点上市公司单季度归母净利润增速（%）

| | 公司名称 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 定制家居 | 欧派家居 | -40 | 28 | 21 | 4 | 43 | -21 | -12 |
| | 索菲亚 | -9 | 33 | 16 | 18 | 59 | 1 | -21 |
| | 志邦家居 | 0 | 20 | 8 | 11 | -8 | -21 | -31 |
| | 金牌家居 | 8 | -30 | 25 | 12 | 11 | -24 | -44 |
| | 好莱客 | -71 | -14 | -63 | -22 | 5 | -56 | -51 |
| | 江山欧派 | 6 | 36 | 275 | 130 | -51 | -9 | -61 |
| | 我乐家居 | -51 | 98 | 76 | -94 | 186 | -50 | -63 |
| | 皮阿诺 | -121 | -11 | -44 | -42 | -112 | -65 | -87 |
| | 尚品宅配 | 5 | 6599 | -6 | -20 | 9 | -160 | -112 |
| 软体家居 | 公司名称 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
| | 慕思股份 | -18 | 38 | 37 | 1 | 39 | -9 | -8 |
| | 喜临门 | 14 | -3 | -1 | 125 | 20 | -1 | -16 |
| | 顾家家居 | -10 | 17 | 13 | 23 | 5 | -9 | -20 |
| | 梦百合 | -46 | 53 | 2 | 89 | 18 | -59 | -1442 |

资料来源：Wind，中原证券研究所

3.5. 投资建议

2024 年地产各项数据承压，消费端复苏不及预期，家居行业前三季度收入及利润均承压；2024 年 9 月，国家加码发布地产政策修复市场信心，推动地产销售企稳，核心城市及区域销售出现好转，地产有望止跌回稳；国家加力支持消费品以旧换新政策带动下，家居消费有望增长；随着美联储降息开启，出口景气度有望维持，海运费自 7 月末开始回落，预计未来运力增加，供需关系改善，海运费将回落，出口企业成本将有所改善。家居板块前期受制于地产与消费的双重影响，估值一直处在历史低位，当前估值已开始修复，未来仍具备修复空间，建议关注家居板块相关龙头企业欧派家居、索菲亚、公牛集团，以及受益于外需提升的相关出口企业致欧科技、乐歌股份。

欧派家居作为定制家居行业龙头，在设计研发、品牌、服务、渠道等方面具有较强的优势，坚定推行大家居的战略部署，未来有望受益行业发展趋势。

索菲亚是定制家居优质龙头企业，在设计、供应链、规模化柔性制造能力等方面领先行业，市占率有望进一步提升。

公牛集团是民用电工行业龙头企业，逐步拓展形成了电连接、智能电工照明、新能源三大业务板块，围绕“智能生态”、“新能源”、“国际化”战略，不断推动三大业务的创新与发展，持续向用电科技、用电时尚方向转型升级。

致欧科技深耕欧美线上家居零售市场十余年，在跨境电商领域具备先发优势，持续加大新品投放力度，巩固现有优势渠道的基础上积极拓展新兴平台和线下市场，加强费用管控改善成本及利润率，稳步推进海外本土履约能力及东南亚供应链的迁移，公司备货充足，有望在海外销售旺季中实现进一步增长。

乐歌股份是人体工学行业龙头企业，自主品牌和渠道持续发展，公共海外仓业务持续扩张，

规模效益和仓库利用率进一步提升，未来有望借助海外仓旺盛的需求实现业务持续发展。

4. 投资评级及建议

4.1. 投资评级

维持行业“同步大市”投资评级。

4.2. 投资建议及重点标的

造纸：建议优先选择具备林浆纸一体化优势的头部企业，以及特种纸行业及其中细分行业的龙头企业。

家居：建议关注家居板块相关龙头企业，以及受益于外需提升的相关出口企业。

建议关注：太阳纸业、仙鹤股份、华旺科技、百亚股份、欧派家居、索菲亚、公牛集团、致欧科技、乐歌股份。

表 12：细分行业重点公司估值及投资评级

| 子行业 | 证券简称 | 总市值（亿元） | EPS | EPS | EPS | PE | PE | PE | 投资评级 |
|-------------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 造纸 | 太阳纸业 | 414 | 1.10 | 1.16 | 1.33 | 14.81 | 13.46 | 12.74 | 买入 |
| | 仙鹤股份 | 141 | 0.94 | 1.53 | 1.92 | 19.91 | 21.18 | 13.05 | 买入 |
| | 华旺科技 | 59 | 1.72 | 1.30 | 1.52 | 12.63 | 7.34 | 9.70 | 买入 |
| | 百亚股份 | 110 | 0.56 | 0.76 | 0.99 | 25.61 | 45.73 | 33.82 | 增持 |
| 家居 | 欧派家居 | 436 | 4.98 | 4.44 | 4.70 | 71.59 | 14.38 | 16.12 | 买入 |
| | 顾家家居 | 230 | 2.44 | 2.35 | 2.57 | 28.03 | 11.49 | 11.94 | 未评级 |
| | 索菲亚 | 176 | 1.38 | 1.34 | 1.49 | 18.24 | 13.22 | 13.60 | 买入 |
| | 致欧科技 | 83 | 1.08 | 1.00 | 1.37 | 20.64 | 19.11 | 20.59 | 买入 |
| 包装印刷 | 裕同科技 | 233 | 1.57 | 1.77 | 2.04 | 25.00 | 15.92 | 14.11 | 未评级 |
| | 奥瑞金 | 138 | 0.30 | 0.35 | 0.40 | 5.41 | 18.03 | 15.40 | 未评级 |
| 文娱及其他 轻工 | 乐歌股份 | 61 | 2.03 | 1.29 | 1.47 | 17.87 | 8.80 | 13.86 | 买入 |
| | 公牛集团 | 930 | 4.36 | 3.39 | 3.76 | 71.98 | 16.51 | 21.23 | 买入 |

资料来源：Wind，中原证券研究所（盈利预测采用 Wind 一致预期平均值，估值采用 2024 年 11 月 27 日收盘数据）

5. 风险提示

- 1) 宏观经济增长不及预期的风险；
- 2) 地缘政治及贸易摩擦的风险；
- 3) 行业竞争加剧的风险；
- 4) 需求不及预期的风险；
- 5) 原材料价格大幅上涨的风险；
- 6) 汇率及海运费大幅波动的风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。