

轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

轻工组

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

把握家居细分个股布局机会，宠物双 11 国货整体表现优异

行业观点更新：

- **家居：**根据国家统计局数据显示，10 月住宅销售面积同比降低 21%，地产销售仍有承压，但 10 月住宅竣工面积同比增长 14%，延续较优增长。虽然目前行业整体需求相对承压，但考虑前期积压的新房逐步交付叠加老房翻新等需求支撑，在居民消费信心有望逐步恢复的背景下，我们认为对后续家居需求释放无需过度悲观，细分个股布局机会逐步凸显。目前继续推荐关注三个方向：1）建议重点布局客单价提升逻辑更为顺畅的企业，尤其多品类融合顺畅、整装渠道加速布局的定制与软体龙头企业；2）建议布局仍具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业；3）建议关注受益海外家具库存去化，需求逐步改善的出口家居企业。
- **新型烟草：**国外市场方面，近期海外烟草巨头三季报均已落地，可明显看出新型烟草业务已成为各烟草巨头的重要增长驱动力，23Q1-3 菲莫国际新型烟草收入同比增长 30.5%至 91.1 亿美元，新型烟草业务在其总营收中的占比已提升至 34.9%。此外，FDA 于 11 月 14 日宣布提高对违反联邦法律的尼古丁公司和零售商的罚款额度，加强对非法产品的监管力度将成为趋势，非法产品逐步出清后，合规产品市场份额有望进一步提升。国内市场方面，近期雾芯科技发布三季报，Q3 实现收入 4.3 亿元，环比增长 13.2%，国内市场逐季改善趋势逐步兑现。后续随着雾化电子烟新国标产品持续迭代优化叠加监管机构对非法产品的打击力度加大，终端销售环比有望进一步提升，国内产业链各环节经营情况稳步恢复可期。
- **宠物：**双 11 国货崛起逻辑加速演绎，新品类/新原料实现差异化竞争。根据星图数据，双 11 期间全网宠物 Gmv48 亿元，yoy+29%。1）品牌格局：国货崛起的逻辑加速演绎，平台角度，天猫或抖音渠道头部品牌中国货品牌排名整体上升趋势更显著。国货突围路径更多聚焦新工艺（主食冻干、烘焙粮等）和差异化新原料，以及更强的价格优势，加速中高端消费人群的品牌力渗透。2）渠道角度：包括抖快在内的兴趣电商高增进一步引领成长。3）上市公司表现：乖宝全网销售额 3.6 亿元，同比+28%+；中宠旗下 TopTrees 全网销售额突破 3000 万+，同比+130%+，我们预计公司全品牌合计增长 30%+。
- **轻工消费：**关注优质国货品牌产品策略升级，关注供应链&品牌出海中期成长空间。百亚股份旗下自由点依托益生菌、敏感肌等爆款大健康高端新品，双十一期间自由点在抖快平台排名第一名，yoy+100%+；天猫平台排名第四名，天猫旗舰店 yoy+80%+。关注国货品牌晨光优化产品策略+线下修复，精品文创业务借助爆品策略优化产品结构推动 3Q 毛利率/净利率修复优异，公司扶持赋能下，传统渠道备货积极性提升进入上行周期，小学讯订贷开启，边际恢复可期。
- **造纸：**纸浆价格进入震荡期，需求由旺转淡箱瓦纸价格略回落，文化纸提涨。欧洲库存呈现去库走势，国内主要港口库存呈现中位偏低水平，供应端近期支撑浆价走势，但需求端经过纸厂前期集中补库后进入消化期。近期 Suzano 宣布新浆厂 Cerrado260 万吨阔叶浆产能预计 24 年 6 月投放。近期文化纸发布涨价函，幅度 200 元/吨，渠道反馈需求预期偏弱下落实较一般，箱板纸则率先开启小幅降价 30-50 元/吨。

投资建议

- **家居板块：**推荐顾家家居（软体+定制品类融合销售加速，外销拖累已消除）、森鹰窗业（零售渠道加速扩张叠加新品类快速起量，正迎加速发展期）。
- **宠物板块：**推荐中宠股份（国内自主品牌梳理调整尾期 24 年有望加速，外销优质海外工厂产能订单结构优化高盈利能力有望保持，供应链改革优化效果显著助推效率提升），佩蒂股份（外销订单转暖趋势明确，产能爬坡提振利润率，海外干粮代工产能预计 24 年投放，国内自主品牌保持高速增长，爵宴今年以来保持三位数成长）
- **轻工消费：**推荐晨光股份（3Q 传统业务恢复较优，精创“爆款策略推动毛利率提升，海外自主品牌拓展加快，科力普中期成长保持较优预期）

风险因素

- 国内消费恢复不及预期；地产竣工恢复速度低于预期；原材料价格大幅上涨；新品推广不及预期；汇率大幅波动。

内容目录

一、本周重点行业及公司基本面更新.....	3
1.1 家居板块.....	3
1.2 新型烟草板块.....	4
1.3 造纸板块.....	4
1.4 宠物板块.....	5
1.5 轻工消费.....	6
二、行业重点数据及热点跟踪.....	7
2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	7
2.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	7
2.3 造纸板块行业高频数据跟踪.....	12
三、本周行情回顾.....	13
四、重点公司估值及盈利预测.....	14
五、风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 全球电子烟行业一周热点回顾.....	7
图表 2： 中国地产数据走势.....	8
图表 3： 美国地产数据走势.....	9
图表 4： 家具出口及国内零售金额走势.....	10
图表 5： 家居原材料价格走势.....	11
图表 6： 本周纸品及原材料价格变动一览.....	12
图表 7： 其他材料价格变动.....	13
图表 8： 轻工子板块及重点公司行情表现.....	14
图表 9： 重点公司标的估值及盈利预测.....	14

一、本周重点行业及公司基本面更新

1.1 家居板块

根据国家统计局数据显示，10月住宅销售面积同比降低21%，地产销售仍有承压，但10月住宅竣工面积同比增长14%，延续较优增长。虽然目前行业整体需求相对承压，但考虑前期积压的新房逐步交付叠加老房翻新等需求支撑，在居民消费信心有望逐步恢复的背景下，我们认为对后续家居需求释放无需过度悲观，细分个股布局机会逐步凸显。目前继续推荐关注三个方向：1) 建议重点布局客单价提升逻辑更为顺畅的企业，尤其多品类融合顺畅、整装渠道加速布局的定制与软体龙头企业；2) 建议布局仍具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业；3) 建议关注受益海外家具库存去化，需求逐步改善的出口家居企业。

- **欧派家居：**公司目前在渠道布局、品类融合、品牌口碑等方面均已明显领先行业，在CAXA软件越发成熟的情况下，公司前后端的效率均在提升，零售优势进一步扩大。在地产商资金链紧张叠加精装渗透速度放缓的情况下，大宗渠道增长贡献下降不可避免，但公司目前已针对性调整组织架构、渠道策略等，后续有望凭借强大的零售能力，多品类扩张越发顺利，持续提升自身在零售市场份额，支撑公司继续稳健增长，长期配置价值凸显。

动态：2023年11月10日，欧派家居召开第四届董事会第十一次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份方案的议案》，同意公司以总额不低于人民币5,000万元（含）且不超过人民币10,000万元（含）的自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不超过人民币100元/股（含），用于员工持股计划、股权激励。回购股份实施期限自董事会审议通过之日起12个月内。

- **索菲亚：**公司战略方向已明确，整装&拎包入住等新渠道建设稳步推进，产品升级以及渠道赋能变革也进入实质性阶段，经销商配合度明显提升，公司战略&战术均显现积极信号。目前23年PE仅12x，在业绩逐步兑现下，公司估值具备较大修复空间。

动态：10月30日，索菲亚发布2023年三季报，23Q3实现营业总收入141.36亿元，同比+2.72%；归母净利润4.53亿元，同比+15.63%；扣非归母净利润4.38亿元，同比+14.35%。

- **志邦家居：**公司在传统零售渠道方面仍有较大空白市场亟待布局，并且整装渠道方面，除了总部与全国性大型装企形成战略联盟外，公司也正通过树立标杆以及专项支持来推动加盟商与地区性装企进行合作，整体渠道布局正逐步完善。公司品类也逐步完善，多品类协同效果将进一步显现，公司中长期成长路径清晰。

动态：11月6日，志邦家居在泰国曼谷召开2024年全球新品发布会暨全球战略发布会，全面开启志邦家居品牌进军全球化市场的新征程。

- **顾家家居：**短期来看，公司近年来持续深化“1+N+X”渠道布局，大家居店态持续升级，并且区域零售中心布局效果逐步体现，这一系列渠道变革将显著推动定制+功能+床垫三大高潜品类增长，随着定制家具业务的逐步增长，其为软体引流效果也将逐步显现，公司全品类融合销售优势正越发明显。中长期来看，在迈向大家居时代中，尤其将考验各公司组织力，而公司经过多次组织变革，组织架构与组织活力将充分为公司在大居时代进攻赋能，份额提升将越发顺畅，业绩持续增长可期，估值有望迎来实质性抬升。

动态：11月9日公司发布关于控股股东、实际控制人签署《战略合作暨股份转让协议》暨控制权变更的提示性公告，公司实际控制人顾江生先生、顾玉华先生和王火仙女士通过协议转让方式向宁波盈峰睿和投资管理有限公司转让约2.4亿股顾家家居股份，占顾家家居总股本的29.42%，转让价格为42.58元/股，转让总价款为人民币102.99亿元。本次交易完成后，顾家集团及TB Home Limited股权占比减少至约18.02%（含可交债已质押股份），顾江生先生及其一致行动人股权占比减少至约11.87%，公司控股股东将由顾家集团变更为盈峰睿和投资，公司的实际控制人也将由顾江生先生、顾玉华先生、王火仙女士变更为何剑锋先生（美的集团创始人之子）。

- **森鹰窗业：**公司零售渠道今年以来重视程度显著提升，目前除传统经销门店扩张外，加大设计师圈层、物业社区集采团购及异业联盟等渠道开拓，店外渠道运营效果逐步显现，共同奠定零售渠道后续持续增长基础。品类方面来看，公司在核心品类铝包木窗持续提升性价比推动渗透率提升的同时，铝合金、铝包木窗目前已推出中低端价位段产品，快速放量可期。此外，24年将针对大宗渠道的节能建筑，推出兼具高保温性能和价格优势的塑钢窗产品。整体来看，公司渠道与品类扩张持续推进，后续延续优

异增长可期。

- **梦百合：**今年以来，在原材料成本、海运费等压力显著缓解的同时，3Q 海外去库进入尾声，需求逐步好转，欧洲市场的代工业务同比已迎来转正，美国市场的代工业务也已迎来改善，后续第三轮反倾销落地后，有望进一步助推美国工厂产能利用率稳步提升。此外公司跨境电商发展越发顺畅，今年迎来快速增长，国内自主品牌也已迎来加速增长。整体来看，原材料、海运、海外工厂产能利用率等几大变量均处于向好趋势，公司盈利拐点正显现，后续盈利弹性可期。

动态：本周国内软泡聚醚/MDI/TDI 环比上周分别-110/+40/-80 元/吨。

- **慕思股份：**公司慕思经典事业部渠道管理逐步优化，整装、分销等新渠道开拓已开始，并且公司 V6 大家居快速开拓，将共同支撑公司股份稳步提升，此外公司产品 SKU 显著精简，生产效率有望提升叠加营销精准投放，利润率改善可期。

动态：11 月 2 日，慕思发布公告宣布，首次通过回购专用证券账户，以集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份数量为 815,180 股，占目前总股本的 0.20%，最高成交价为 33.99 元/股，最低成交价为 32.43 元/股，成交总金额为 2717.09 万元（不含交易费用）。本次回购股份资金来源为公司自有资金，回购价格未超过回购方案中拟定的价格上限 40 元/股。

- **敏华控股：**虽然内销方面目前公司品类渗透红利释放的逻辑已在兑现，但整体空间依然巨大，并且公司新零售布局持续深化，前端推出升级版门店 CRM 系统进一步赋能经销商，生产端依托大数据精准推出热销产品叠加数字化提升生产效率，前后端持续优化，渗透率边际提升速度依然可期。公司目前估值较低，随着后续渠道调整逐步到位叠加行业需求恢复，估值修复可期，建议积极关注。

动态：11 月 15 日公司发布 2024 上半财年业绩公告，公司 2024 上半财年总收入同比-4.0%至 91.5 亿港元（人民币口径同比+1.3%），归母净利润同比+4.0%至 11.4 亿港元（人民币口径同比+9.8%），扣非归母净利润同比+9.7 至 12.9 亿港元（人民币口径同比+15.8%）。此外，公司 2024 上半财年整体每股派息 0.15 港元。

1.2 新型烟草板块

国外市场方面，近期海外烟草巨头三季报均已落地，可明显看出新型烟草业务已成为各烟草巨头的重要增长驱动力，23Q1-3 菲莫国际新型烟草收入同比增长 30.5%至 91.1 亿美元，新型烟草业务在其总营收中的占比已提升至 34.9%。此外，FDA 于 11 月 14 日宣布提高对违反联邦法律的尼古丁公司和零售商的罚款额度，加强对非法产品的监管力度将成为趋势，非法产品逐步出清后，合规产品市场份额有望进一步提升。国内市场方面，近期雾芯科技发布三季报，Q3 实现收入 4.3 亿元，环比增长 13.2%，国内市场逐季改善趋势逐步兑现。后续随着雾化电子烟新国标产品持续迭代优化叠加监管机构对非法产品的打击力度加大，终端销售环比有望进一步提升，国内产业链各环节经营情况稳步恢复可期。

- **思摩尔：**从目前跟踪情况来看，海外市场公司大客户换弹式电子烟产品销售相对稳健，而一次性烟快速增长。整体来看，公司海外业务仍有望实现稳健增长，虽然短期来看国内确将受到口味禁令的影响，但目前公司估值已较为充分反应对公司国内业务的悲观预期。在国内业务长期增长空间依然可期的情况下，公司长期布局价值已凸显。

动态：雾芯科技 2023 年第三季度净营收为人民币 4.3 亿元（5,867 万美元），环比增长 13.2%，同比减少 59.0%。非美国通用会计准则下，第三季度经调整净利润为人民币 2.0 亿元（2,707 万美元），环比增加 129.0%，同比减少 39.9%。

1.3 造纸板块

造纸：纸浆价格进入震荡期，需求由旺转淡箱瓦纸价格略回落，文化纸提涨。欧洲库存呈现去库走势，国内主要港口库存呈现中位偏低水平，供应端近期支撑浆价走势，但需求端经过纸厂前期集中补库后进入消化期。近期 Suzano 宣布新浆厂 Cerrado260 万吨阔叶浆产能预计 24 年 6 月投放。近期文化纸发布涨价函，幅度 200 元/吨，渠道反馈需求预期偏弱下落实较一般，箱板纸则率先开启小幅降价 30-50 元/吨。

- **仙鹤股份：**3Q 业绩现拐点，原料备库+提价看好盈利弹性释放

动态：10 月 30 日公司发布三季报，23Q1-3 实现营收 62.13 亿元，同比+12.75%；实现归母净利润 3.82 亿元，同比-32.65%；其中 3Q23 实现营收 24.46 亿元，同比+27.94%；实现归母净利润 2.01 亿元，同比-5.45%，扣非归母净利润同比+7.6%。24 年初湖北、广西纸、浆产能陆续投放，中长期角度，公司将逐渐转型为林/草、浆、纸一体化企业，竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

1) 产能爬坡稳步释放, 单季度出货量创新高: 伴随 PM29、30 产线以及 30 万吨食品卡纸投产、哲丰 PM4 & 仙鹤 PM27 技改完成 8 万吨产能恢复, 预计 1Q/2Q/3Q 销量 (剔除夏王) 18/21/29.9 万吨 (-3.6%/+2.4%/+53.2%), 白卡产能爬坡+旺季薄纸出货较优; 1Q/2Q/3Q 均价 10000/9330/8190 元/吨 (环比+140/-700/-1150 元), 夏王预计销量 9.3 万吨 (+5.7%)。

2) 夏王装饰纸贡献增量利润, 净利率环比提升+5.2pct: 23Q3 毛利率 9.1% (同/环比 -2.5/+1.1pct), 主因单吨成本下降较多, 我们预计 1Q/2Q/3Q 吨净利 (剔除夏王) 预计 +455/+81/+394 元/吨 (环比-19/-374/+313 元)。夏王 1Q/2Q/3Q 吨净利预计 1165/978/1963 吨, 装饰纸挺价较优, 盈利成本弹性更显著。

■ 中顺洁柔: 3Q 盈利环比修复, 品牌&产品优化升级值得期待

动态: 10 月 25 日公司披露三季报, 23Q1-3 实现营收 68.23 亿元, 同比+11.60%, 归母净利润 1.65 亿元, 同比-39.74%。其中 23Q3 实现营收 21.38 亿元, 同比+22.44%, 归母净利润 0.81 亿元, 同比+72.69%。产品高端化升级、拓品类持续推进, 中期看好纸巾龙头蜕变成长。

1) 需求修复+低基数下收入表现提速, 产品结构持续优化: Q1/Q2/Q3 营收 20.6/26.2/21.4 亿元, 同比+9.4%/+5.7%/+22.4%, 公司持续优化品类结构、渠道结构调整, 加大油画系列、王者荣耀联名款、无极乌龙手帕纸等中高端升级系列推广。

2) 低价浆计入报表成本压力减弱, 毛销差环比修复: 上半年原材料木浆价格高位下行幅度超 30%, 公司成本压力减弱, 3Q 毛利率 30.57% (同/环比+2.6/+4.8pct), 3Q 净利率 3.8% (同/环比+1.1/+4pct)。6 月起浆价底部反弹但整体格局仍供大于求, 行业中小产能成本稳步上行, 行业价格战竞争预计趋缓, 看好短期盈利能力修复。

1.4 宠物板块

宠物: 双 11 国货崛起逻辑加速演绎, 新品类/新原料实现差异化竞争。根据星图数据, 双 11 期间全网宠物 Gmv48 亿元, yoy+29%。1) 品牌格局: 国货崛起的逻辑加速演绎, 平台角度, 天猫或抖音渠道头部品牌中国货品牌排名整体上升趋势更显著。国货突围路径更多聚焦新工艺 (主食冻干、烘焙粮等) 和差异化新原料, 以及更强的价格优势, 加速中高端消费人群的品牌力渗透。2) 渠道角度: 包括抖快在内的兴趣电商高增进一步引领成长。3) 上市公司表现: 乖宝全网销售额 3.6 亿元, 同比+28%+; 中宠旗下 Toptrees 全网销售额突破 3000 万+, 同比+130%+, 我们预计公司全品牌合计增长 30%+。

■ **双 11 国货崛起逻辑加速演绎, 新品类/新原料实现差异化竞争。**根据星图数据, 双 11 期间全网宠物 Gmv48 亿元, yoy+29%。1) 品牌格局: 国货崛起的逻辑加速演绎, 平台角度, 天猫或抖音渠道头部品牌中国货品牌排名整体上升趋势更显著。国货突围路径更多聚焦新工艺 (主食冻干、烘焙粮等) 和差异化新原料, 以及更强的价格优势, 加速中高端消费人群的品牌力渗透。

2) 渠道角度: 包括抖快在内的兴趣电商高增进一步引领成长, 受低基数效应影响, 根据飞瓜数据, 双 11 期间抖音宠物赛道整体销售热度同比+160%, 麦富迪、喵梵思、网易严选位列榜单前三。

■ **中宠股份: 3Q 业绩靓丽, 供应链优化带动盈利能力提升, 自主品牌稳健成长**

动态: 官方微信公众号披露 23 年“双十一”战报, 领先 Toptrees 全网销售额突破 3000 万+, 同比+130%+。天猫平台销售额突破 1500 万, 同比+95%+, 烘焙猫粮/主食猫罐行业排名 No. 4/No. 3; 抖音平台预售期行业排名 No. 6, 销售同比+250%+, 京东平台销售同比+100%+。

■ **乖宝宠物: 3Q 业绩靓丽, 中高端系列开拓带动品牌势能持续提升**

动态: 官方微信公众号披露 23 年“双十一”战报, 全网销售额 3.6 亿元, 同比+28%+。“麦富迪”各平台均表现优异, 连续两年天猫平台销售额破亿, 天猫旗舰店销售额 6566 万元, 整体销售额位居天猫/抖音/拼多多宠物品牌第一, 京东品牌第二, 狗零食/猫零食销售额位列天猫、京东、抖音第一。主要系列 Barf 系列全网销售额突破 3000 万+, 同比+91%; 双拼粮系列/羊奶肉系列/肉干零食系列, 全网销售额突破 3300 万+/1500 万+/1500 万+, 均实现优异增长。

“弗列加特”全网销售额突破 6400 万, 同比+200%+, 天猫平台销售额 3666 万, 同比+193%+, 品牌排名较 22 年双十一提升 38 名位列宠物品牌第 19 名, 猫全价冻干粮/全价主猫粮/猫全价湿粮主食罐/猫全价风干烘焙粮位列天猫各品类排名 No. 1/ No. 10/ No. 4/ No. 3; 抖音/京东平台销售额 1956 万/539 万, 同比增长 300%+/170%+。主要系

列全价冻干粮/高肉天然粮/鲜肉烘焙粮全网销售额 2000 万+/1100 万+/1000 万+。

■ 佩蒂股份：外销订单转暖趋势明确，国内自主品牌保持高速增长

动态：官方微信公众号披露 23 年“双十一”战报，“爵宴”品牌全网销售额 2500 万+，较今年 618+65%，同比去年双十一+67%。天猫狗零食热销店铺/抖音宠物零食榜/京东狗零食热销榜分别位列 TOP2/TOP1/TOP2，鸭肉干位列天猫狗零食单品 TOP1，新星组合纯脆鸡肉干+鸭肉甘薯卷全网超千万，狗罐头抖音/天猫销量位列 TOP1/TOP3。“好适嘉”罐头全网销量 100 万+，同比+60%，全网曝光量 1 亿+。

1.5 轻工消费

轻工消费：关注优质国货品牌产品策略升级，关注供应链&品牌出海中期成长空间。百亚股份旗下自由点依托益生菌、敏感肌等爆款大健康高端新品，双十一期间自由点在抖快平台排名第一名，yoy+100%+；天猫平台排名第四名，天猫旗舰店 yoy+80%+。关注国货品牌晨光优化产品策略+线下修复，精品文创业务借助爆品策略优化产品结构推动 3Q 毛利率/净利率修复优异，公司扶持赋能下，传统渠道备货积极性提升进入上行周期，小学讯订货开启，边际恢复可期。

■ 晨光股份：3Q 业绩超预期，传统业务盈利能力向上+零售大店表现优异

动态：10 月 27 日公司披露三季报，23Q1-3 实现营收 158.60 亿元，同比+15.52%，归母净利润 10.94 亿元，同比+16.99%。其中 23Q3 实现营收 58.99 亿元，同比+11.38%，归母净利润 4.90 亿元，同比+20.42%。公司积极推动品类开拓，通过线上渠道增强 C 端对体育品类认知，推动直销、线上模式提升渠道效率并实现市占率提升。九木加速开店有望继续落实晨光品牌和产品升级的桥头堡作用；科力普继续保持高质成长，中长期公司基本面进入改善通道。

1) 传统核心：学讯补库带动 3Q 书写工具现增速拐点，精创占比提升提振毛利率。传统核心业务（剔除科力普、零售大店、晨光科技）修复节奏较稳健，3Q 营收 24 亿元（+5.2%），书写/学生/办公文具营收 8.6/13/7 亿元，（同比+12.1%/+12.7%/-1.3%）。

2) 科力普增速边际放缓，零售大店展店加速&单店收入创历史新高。

①科力普：23Q3 营收 28.3 亿元（同比+11.6%），毛利率 7.2%（同比-3.4pct），受经济环境影响业务短期开拓放缓，属地供应商模式占比提升影响毛利率同比波动，预计净利率保持平稳；

②零售大店：展店速度&单店客流修复、产品优化带动高速增长，3Q 营收 3.88 亿元（同比+47.9%），其中九木/生活馆营收 3.56（+53.3%）/0.32 亿元（+6.2%），截至 23 年 9 月底，零售大店共计 613 家，环比+40 家，其中九木 572 家（同比+88 家，直营 387+加盟 185），23 年保持 100 家新增门店计划不变。

③晨光科技：公司积极推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务，继续挖潜扩大线上优质单品，Q3 营收 2.87 亿元（+29.9%）。

■ 乐歌股份：3Q 业绩表现靓丽，跨境电商+海外仓双轮驱动成长

动态：10 月 24 日公司披露三季报，23Q1-3 实现营收 26.85 亿元，同比+16.14%，归母净利润 5.17 亿元，同比+226.40%。其中 23Q3 实现营收 10.07 亿元，同比+31.90%，归母净利润 0.74 亿元，同比+163.9%，扣非后归母净利 0.70 亿元，同比+23.95%。公司升降桌业务有望持续受益行业渗透率提升红利保持稳健成长，海外仓成长进入成长发力期，自建仓替换+规模化效应盈利弹性有望超预期。内销仍处于渠道开拓、品类认知提升阶段，品类红利优势下后续成长、盈利值得期待。

1) 跨境电商 B2C：拓品类+拓市场显著，汇率影响下同比增速修复显著。我们预计 Q3 跨境电商业务同比+20%左右，伴随 Q4 海外旺季大促、公司中高端产品的推出，看好份额持续提升。

2) 海外 ODM：去库结束收入增速拐点兑现，预计 Q3ODM 业务同比/环比+30%/+14%，伴随下游大客户去库结束订单修复，同比、环比均呈改善趋势。

3) 海外仓：延续高成长，规模效应下盈利能力扩张显著。预计 Q3 海外仓营收同比/环比+89%/+8%，伴随库容率提升带动管理等固定费用的摊薄、尾程物流商议价能力提升等，海外仓业务盈利能力仍保持扩张进程。

二、行业重点数据及热点跟踪

2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾

图表1：全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
11.13	雾芯科技 Q3 财报：净利环比上涨 129%达 2 亿元 同比减少 39.9%	雾芯科技 2023 年第三季度净营收为人民币 4.3 亿元 (5,867 万美元)，环比增长 13.2%，同比减少 59.0%。非美国通用会计准则下，第三季度经调整净利润为人民币 2.0 亿元 (2,707 万美元)，环比增加 129.0%，同比减少 39.9%。
11.14	澳大利亚烟防控进一步升级：将逐步禁止一次性电子烟进口	据 kidsnews 报道，为了抑制青少年吸烟，澳大利亚从明年起将陆续实施电子烟法规的重大变化，新规定将禁止所有一次性电子烟的进口，该类产品是青少年最常用并通过零售商出售的。只有经医生处方，并作为帮助人们戒烟的医疗产品才能被合法允许进入该国。电子烟产品的进口商需要获得治疗用品管理局 (TGA) 的许可证。药用电子烟需要以普通包装出售，不含香料或色素，并对成分进行严格的监管。
11.16	美国密歇根州 67%选民希望禁止调味电子烟产品	根据美国电视台 WLNS-TV 消息，美国密歇根州新一轮民意调查显示，81%的选民表示他们希望提高所有烟草产品的税收，以遏制更多人的使用。这项民意调查面向全州选民，67%的选民希望减少烟草使用并禁止调味电子烟产品。正式的投票可能会在 2024 年举行。
11.16	美国 FDA 宣布提高尼古丁公司和零售商罚款额以符合通胀调整要求	据 Vaporvoice 消息，美国食品药品监督管理局(FDA)宣布提高对尼古丁公司和零售商的罚款，如果他们违反了关于尼古丁产品的各种联邦法律。此类民事罚款适用于被发现违反 FDA 关于电子烟和其他烟草产品规定的电子烟和其他烟草公司或零售商。包括电子烟公司未使用适当的警告标签，或者零售商在销售任何尼古丁产品时未检查买家的身份证件。

来源：国金证券研究所整理

2.2 家居板块行业高频数据跟踪

2.2.1 中美地产数据

周度商品房成交面积：本周（11.11-11.17）30 大中城市成交面积同比下降 16.8%，累计同比下降 6.6%。

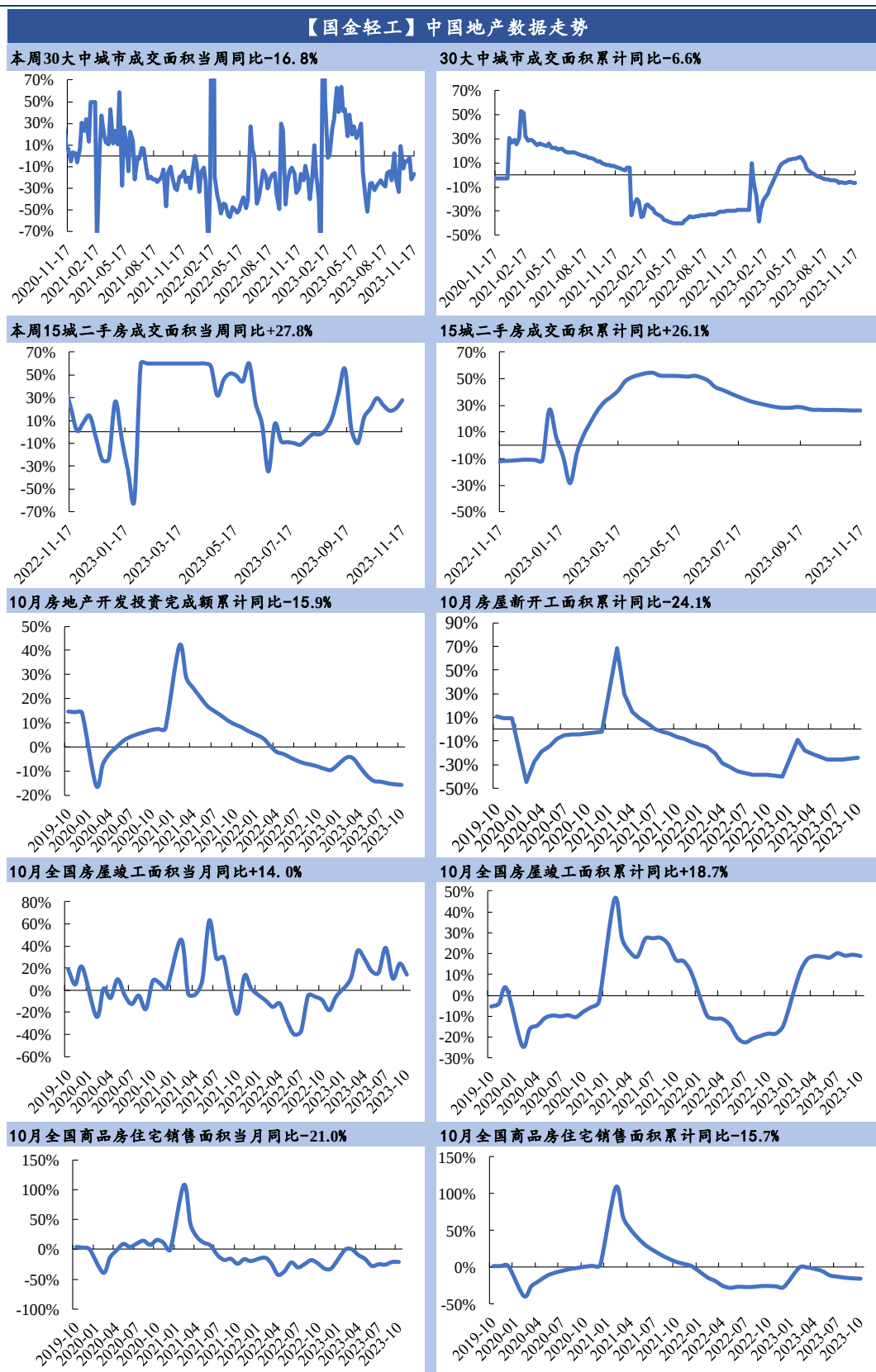
周度二手房成交面积：本周（11.11-11.17）15 城二手房成交面积同比上升 27.8%，累计同比增长 26.1%。

房地产开发投资完成额：23 年 1-10 月累计同比下 24.1%，房屋新开工面积累计同比下降 15.9%。

月度竣工面积：23 年 1-10 月全国房屋竣工面积同比增长 18.7%，单 10 月同比增长 14.0%。

月度销售面积：23 年 1-10 月全国商品房住宅销售面积同比下降 15.7%，单 10 月同比下降 21.0%。

图表2：中国地产数据走势



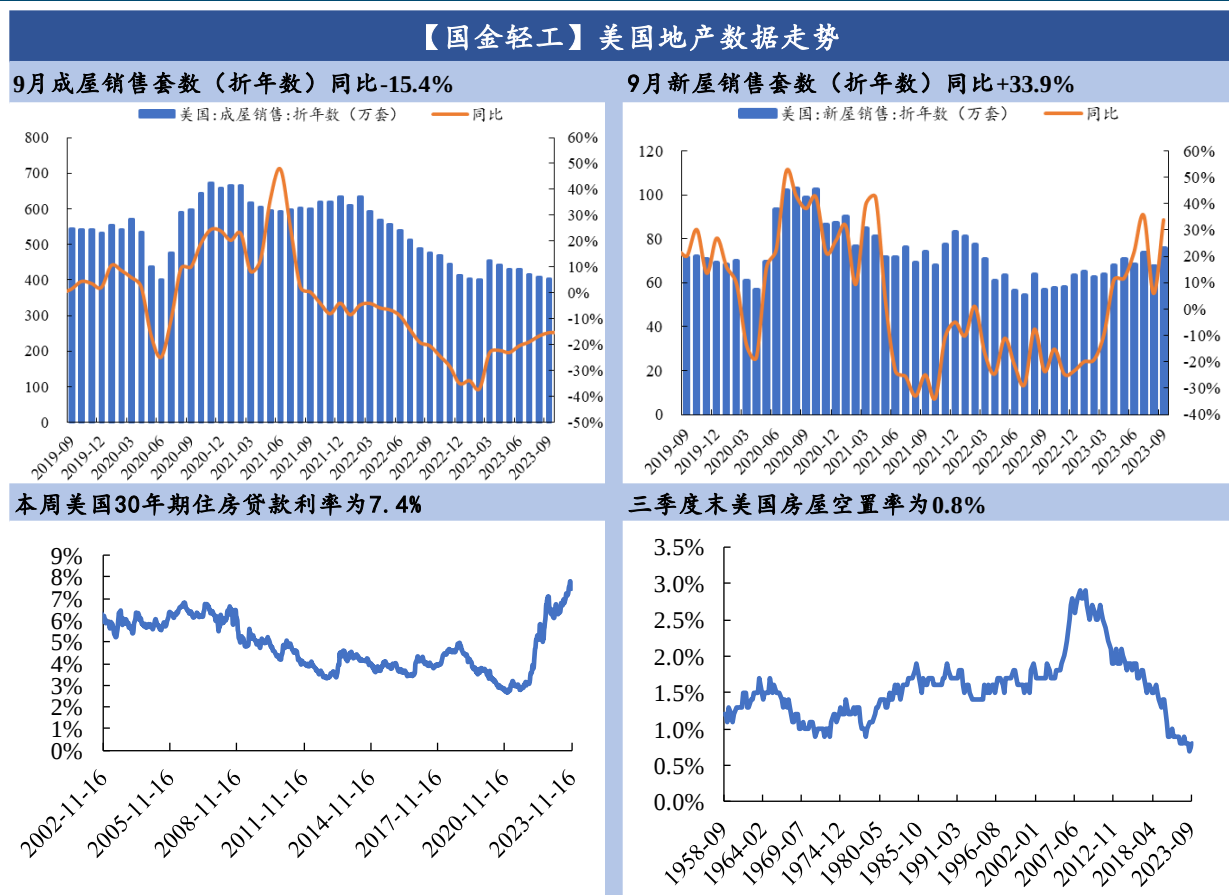
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2023年9月成屋销售套数（折年数）同比下降15.4%，2023年9月新屋销售套数（折年数）同比增长33.9%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为7.4%，环比-0.1pct。

美国房屋空置率：2023年三季度末为0.8%，环比增长0.1pct。

图表3：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

2.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额 2023 年 10 月当月同比下降 9.1%，累计同比下降 10.8%。越南家具出口金额 2023 年 10 月美元计价同比增长 13.0%，1-10 月美元计价累计同比下降 13.6%。

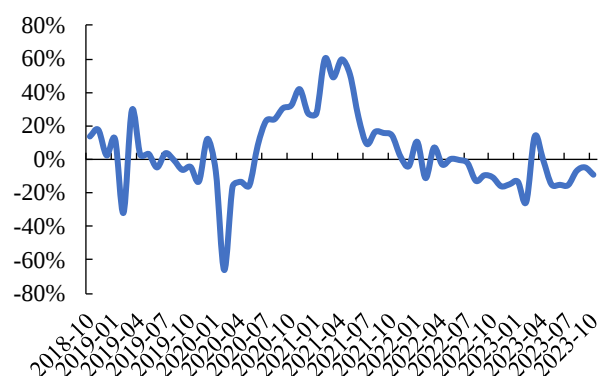
美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存 2023 年 9 月当月同比下降 16.3%，库存销售比同比降低 0.3pct。

国内家具零售额：2023 年 10 月中国家具类零售额同比增长 1.7%，1-10 月累计同比增长 2.9%。

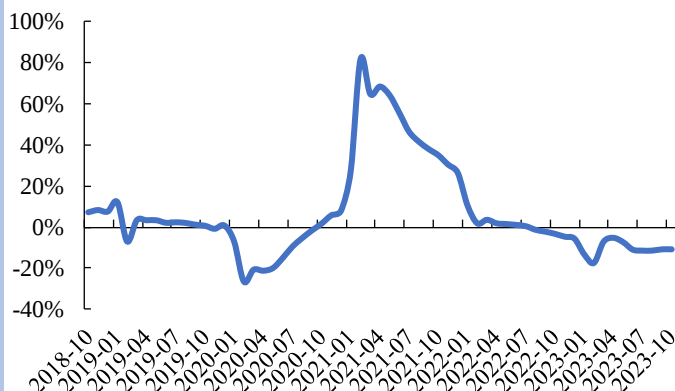
图表4：家具出口及国内零售金额走势

【国金轻工】家具出口及国内零售金额走势

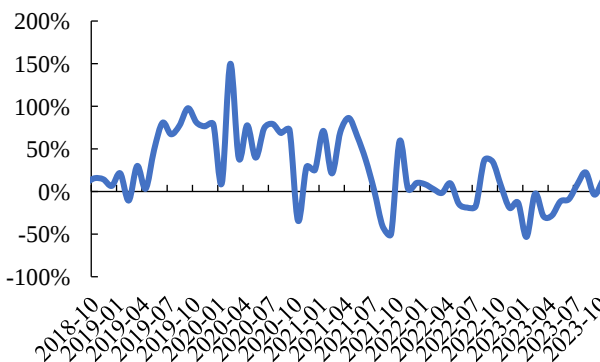
10月中国家具出口金额当月同比-9.1%



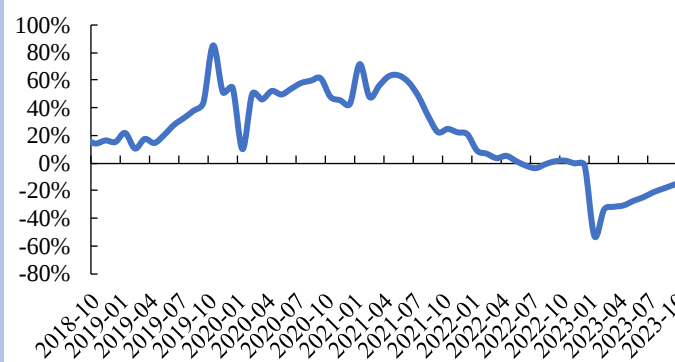
10月中国家具累计出口金额同比-10.8%



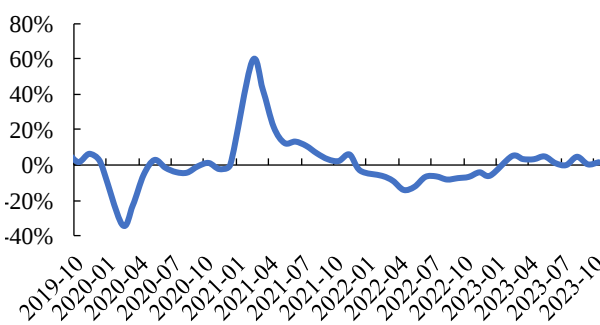
10月越南家具出口金额当月同比+13.0%



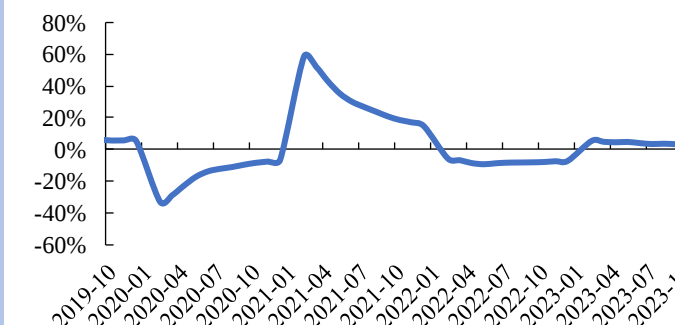
10月越南家具出口金额累计同比-13.6%



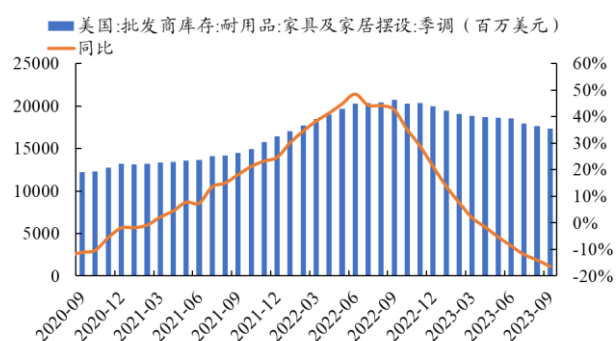
10月中国家具类零售额当月同比+1.7%



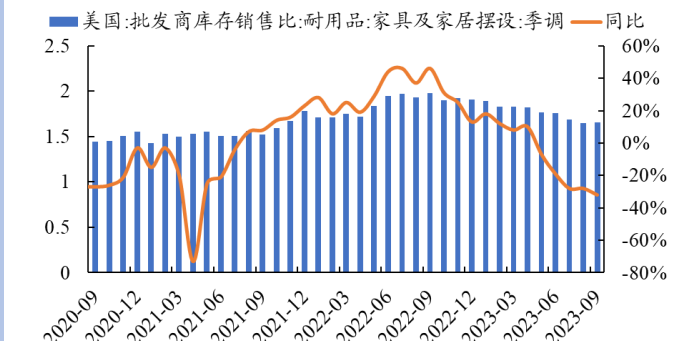
10月中国家具类零售额累计同比+2.9%



9月美国家具及家居摆设批发商库存同比-16.3%



9月美国家具及家居摆设批发商库存销售比同比-0.3%



来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

2.2.3 家具原材料价格数据

本周国内软泡聚醚均价为 9390 元/吨，环比上周下降 110 元/吨，今年以来截止 11.17 均

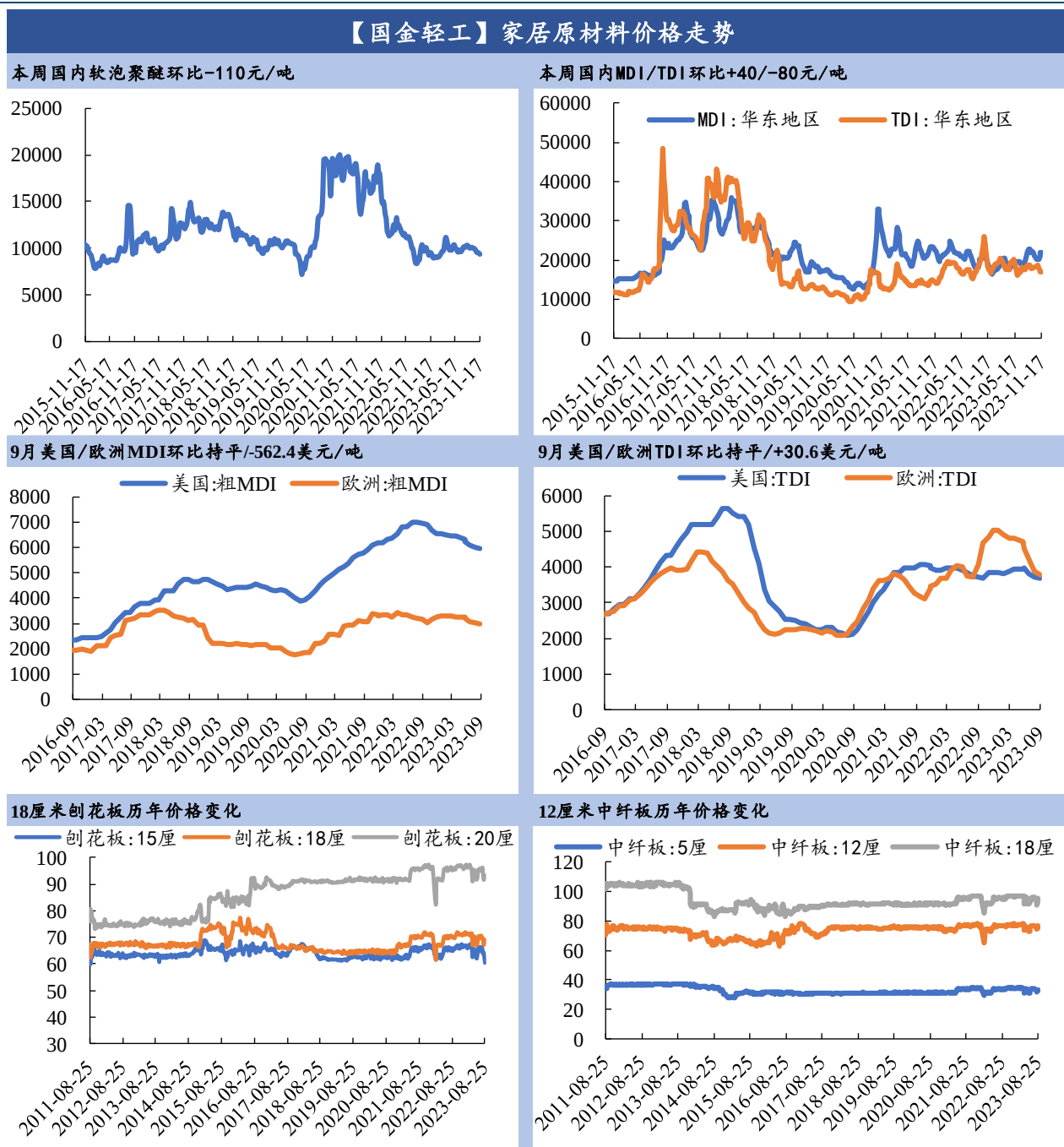
价为 9944.65 元/吨，较 2022 年均价下降 5.6%。

本周国内 MDI 均价为 22000 元/吨，环比上周增加 40 元/吨，今年以来截止 11.17 均价为 19861 元/吨，较 2022 年均价下降 3.6%。

本周国内 TDI 均价为 16860 元/吨，环比上周下降 80 元/吨，今年以来截止 11.17 均价为 18320.4 元/吨，与 2022 年均价持平。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI、TDI 价格 9 月环比持平；欧洲地区 MDI 价格 9 月环比下降 562.4 美元/吨，TDI 价格环比增加 30.6 美元/吨。

图表5：家居原材料价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 造纸板块行业高频数据跟踪

图表6：本周纸品及原材料价格变动一览

【国金轻工】造纸产业链价格跟踪													
产品名称		4Q22均价	环比3Q	1Q23	环比4Q	2Q23	环比1Q	3Q23	环比2Q	23年9月	23年10月	本周均价 (元/吨)	环比上周
原材料													
木浆系	针叶浆	7470	1650	7073	-398	5388	-1684	5821	432	5786	6255	6079	-143
	阔叶浆	6662	1602	5940	-721	4288	-1652	5059	771	4957	5532	5500	43
	化机浆	5402	1206	5365	-36	4206	-1160	4196	-9	4100	4536	4700	0
废纸系	国废黄板纸	1969	409	1678	-291	1614	-64	1560	-53	1555	1593	1589	-14
纸品													
木浆系	双胶纸	6658	982	6691	33	5936	-755	5676	-260	5674	5892	6100	0
	铜版纸	5657	-182	5682	25	5786	103	5840	54	5844	6094	6300	0
	白卡纸	5301	438	5117	-185	4888	-229	4863	-24	4810	4970	5110	0
废纸系	箱板纸	4484	835	4277	-207	3827	-450	3650	-177	3534	3773	3755	-23
	瓦楞纸	3325	128	3140	-185	2980	-160	3197	217	3679	3084	3005	-56

来源：隆众资讯，国金证券研究所；注：周度核算时间为 2023 年 11 月 10 日至 2023 年 11 月 16 日

2.3.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料：

据隆众资讯监测数据显示，本周期主流品牌针叶浆现货含税均价 6078.6 元/吨，环比上期下降 2.3%；阔叶浆现货含税均价 5500.0 元/吨，环比上期上涨 0.8%；本色浆现货含税均价 6150.0 元/吨，环比上期下降 1.3%；化机浆现货含税均价 4700.0 元/吨，环比上期持平。本周期纸浆价格涨跌互现。隆众资讯分析本周期纸浆价格波动的主要原因：一、本周期纸浆期货主力合约整体呈现震荡偏弱走势，叠加现货市场货源相对充裕，业者延续基差报盘，浆价相应下调。二、本周现货阔叶浆市场流通货源仍显紧张，业者报盘相对坚挺，但采购方多数持谨慎观望心态，市场交投略显清淡。三、本周期下游原纸厂家需求延续疲软局面，部分原纸厂家产能利用率走低，原纸库存略有累库，对原料纸浆采购积极性清淡，有限支撑纸浆价格走势。

2) 成品纸：

本周期国内双胶纸市场淡稳为主，局部交投略显清淡。70g 双胶纸企业含税均价为 6100.0 元/吨，环比持平。目前工厂库存暂无压力，成本面因素支撑偏稳，且行业盈利水平不高，纸企多挺价促进出货为主，近日有纸企发布纸价上调通知，幅度 200 元/吨。基于对于后市预期减弱，用户现多以单定采为主，屯库积极性减弱，难对市场有效支撑。经销商观望心态占主流，促进出货降库存为主，局部市场走货不畅，品牌双胶纸主流市场本白卷筒报价维持在 5800-6200 元/吨，实单可谈。

本周期国内铜版纸市场弱稳整理，局部市场交投清淡。157g 铜版纸企业含税均价为 6300.0 元/吨，环比持平。目前工厂排单情况尚可，且行业盈利水平不高，纸企挺价意愿较强，周内有铜版纸工厂发布纸价上调通知，幅度 200 元/吨。本周江苏有铜版纸纸机计划内检修，市场供应稍有减量，整体终端需求未见提升，用户补库意愿不强，基本以按需采购为主，供需端运行稍显僵持，难对市场有效支撑。经销商多观望心态，挺价传导终端不畅，局部成交可谈，主流品牌平张铜版纸价格区间在 5800-6200 元/吨。部分企业出口订单尚可，一定程度缓解市场供需矛盾。

2.3.2、废纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料：

本周期废旧黄板纸均价 1588.7 元/吨，环比-0.8%，同比-21.8%。本周废旧黄板纸市场延续走弱趋势，局部窄幅下调，但整体跌势有所收窄。本周下游纸企成品纸方面仍显弱势，龙头纸企再次调整报价，周边纸企多暗降，主因终端订单需求减量，打包站供应方面在恐跌心理下出货多随进随出，纸企到货小幅增量，业者心态多观望看空为主。隆众预计，下周废旧黄板纸市场局部震荡偏弱运行。

本周期国内废旧书本纸均价 1741.0 元/吨，环比-0.3%，同比-18.8%。本周废旧书本纸市场稳中偏弱整理。山东浙江地区小幅下调，市场交易氛围偏淡。规模纸企原纸挺价跟进，周边纸企部分跟涨；然原纸出货速度减慢，库存呈增加趋势，纸企生产兴致下降，下游需求对废旧书本纸价格支撑力不足，故部分纸企按需小幅下调采购价格。然市场供应维持低位，打包站出货情绪一般。隆众预计下周废旧书本纸市场区间整理。

本周期废旧报纸均价 2803.1 元/吨，环比-0.1%，同比-6.6%。本周废旧报纸市场个别下调，总体稳定。场内纸企整体到货量尚可，个别纸企废旧报纸采购价格按需小幅调整。供应端

回收量保持偏低水平，回收价格平稳，保持随行就市为主。隆众预计下周废旧报纸市场持稳。

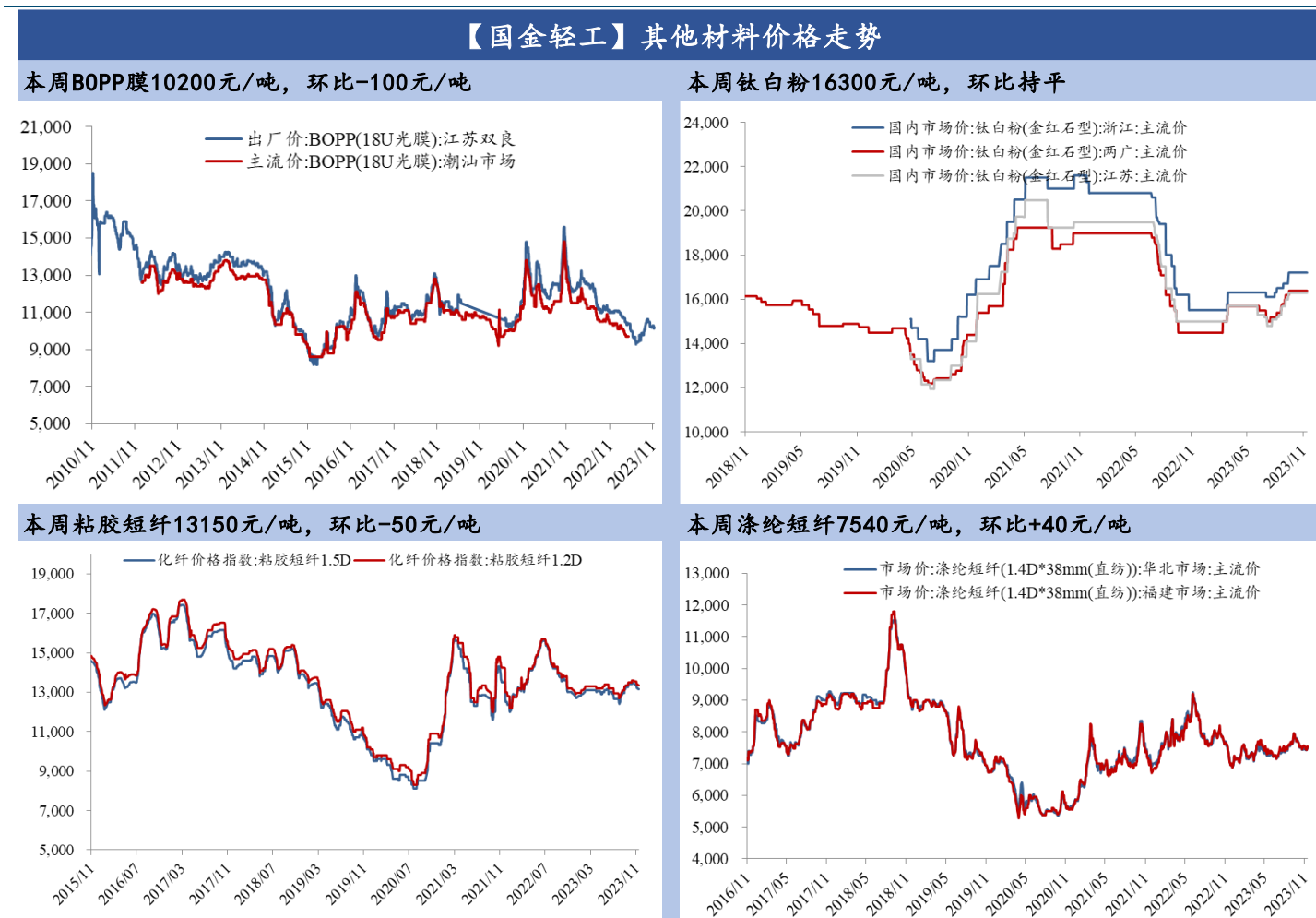
2) 成品纸:

本周瓦楞纸含税均价 3005.4 元/吨，环比上周-1.8%，同比-12.9%。主要原因分析：一、周内瓦楞纸均价延续下行趋势，玖龙多基地天津、沈阳、太仓纸业下调瓦楞纸 30-50 元/吨，另有其他规模纸企暗降瓦楞纸价格，场内悲观情绪蔓延，带动周边小厂相继跟跌；二、终端需求不振，受“买涨不买跌”心理影响，下游二级厂原纸采购意愿平平，纸企库存持续增加，纸企为争取订单多执行优惠让利政策；三、原料废旧黄板纸价格呈现下行趋势，成本面支撑不足，利空瓦楞纸价格。

本周箱板纸含税均价 3755.2 元/吨，环比-0.6%，同比-11.7%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场价格跌势不止，规模纸企多个基地进行月内第三次降价，周内天津基地、河北基地、沈阳基地、太仓基地下调部分品种价格，降幅达到 30-50 元/吨，纸价下调幅度略有放缓但降价落实仍为迅速，场内降价氛围浓郁；二、需求面难寻利好支撑，终端订单跟进不足，受前期新增产能释放影响，供应端增量明显，市场供需差距持续博弈，叠加近期二级厂补库动作放缓，纸企持续累库阶段，多以降价或优惠返利政策促进出货；三、原料废旧黄板纸市场震荡偏弱运行，成本面支撑作用一般。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表7：其他材料价格变动

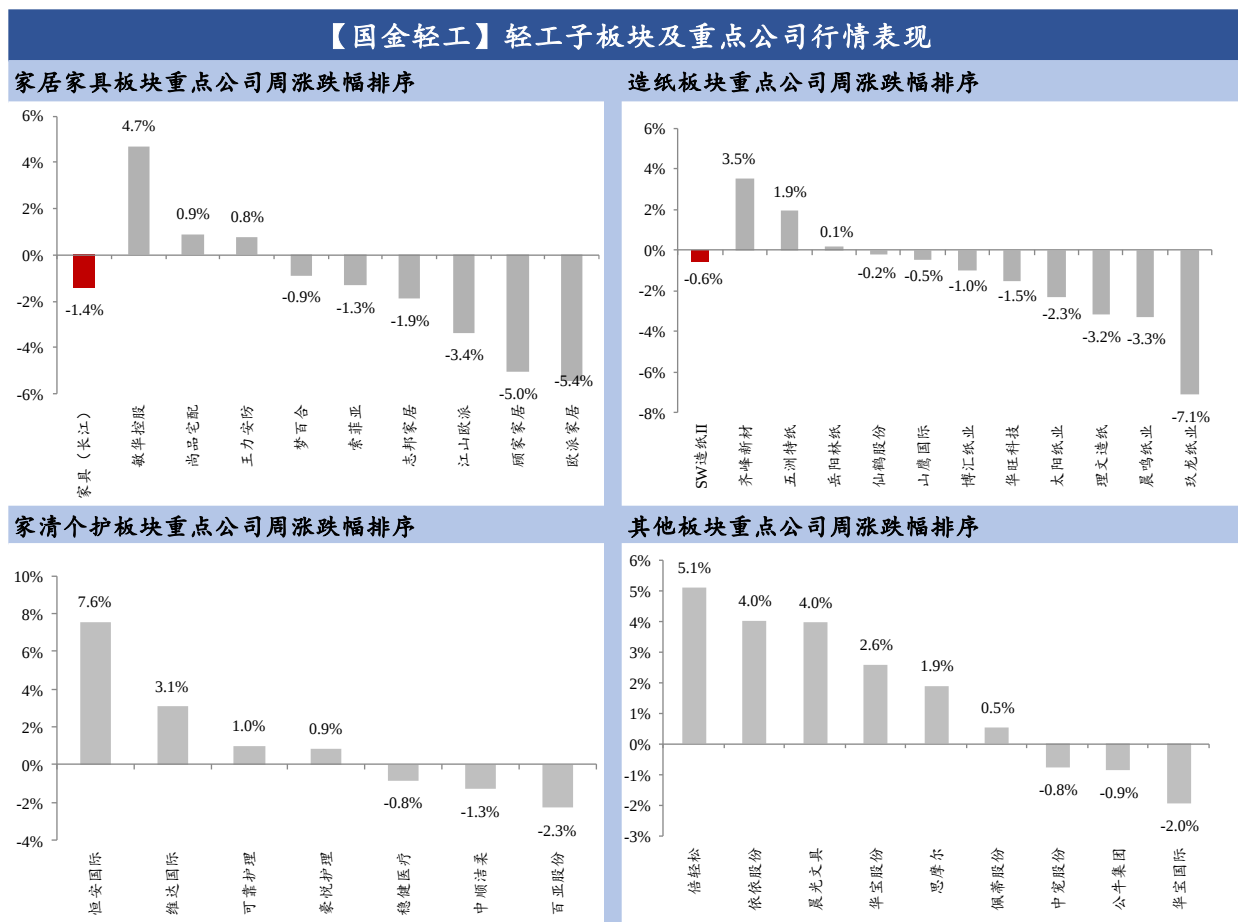


来源：wind，国金证券研究所

三、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表8：轻工子板块及重点公司行情表现



来源：wind，国金证券研究所；注：数据截至日期为 2023.11.17

四、重点公司估值及盈利预测

图表9：重点公司标的估值及盈利预测

【国金轻工】重点公司估值															
板块分类	代码	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今 涨跌幅	归母净利润 (亿元)				PE				评级	PB
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
生活用纸	002511.SZ	中顺洁柔	142	-1.3%	-22.0%	3.5	3.6	6.5	7.3	40.6	39.4	21.8	19.5	买入	2.7
	3331.HK	维达国际	233	3.1%	-14.1%	7.1	13.2	16.0	18.5	33.0	17.6	14.6	12.6	买入	2.1
造纸	002078.SZ	太阳纸业	330	-2.3%	4.4%	28.1	30.5	36.7	40.4	11.7	10.8	9.0	8.2	买入	1.3
	600567.SH	山鹰国际	95	-0.5%	-14.5%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-4.2	9.9	6.8	5.5	买入	0.7
	605377.SH	华旺科技	67	-1.5%	-16.2%	4.7	5.8	6.6	8.3	14.3	11.5	10.1	8.0	买入	1.7
	603733.SH	仙鹤股份	131	-0.2%	-38.3%	7.1	6.4	11.0	14.3	18.4	20.5	11.9	9.1	买入	1.9
定制	002572.SZ	索菲亚	155	-1.3%	-2.7%	10.6	13.3	15.0	16.9	14.6	11.7	10.3	9.2	买入	2.5
	300616.SZ	尚品宅配	37	0.9%	-4.2%	0.5	2.5	3.0	3.6	79.9	14.7	12.3	10.3	买入	1.0
	603833.SH	欧派家居	502	-5.4%	-30.9%	26.9	31.5	36.7	42.6	18.7	16.0	13.7	11.8	买入	2.9
	603801.SH	志邦家居	84	-1.9%	2.1%	5.4	6.1	7.1	8.2	15.6	13.7	11.8	10.2	买入	2.8
软体	603816.SH	顾家家居	305	-5.0%	-10.9%	18.1	21.0	24.2	27.8	16.8	14.5	12.6	11.0	买入	3.3
	1999.HK	敏华控股	209	4.7%	-29.8%	25.2	28.5	32.9	-	8.3	7.3	6.4	-	买入	1.8
	603313.SH	梦百合	58	-0.9%	-4.1%	0.4	2.7	5.2	7.5	140.3	21.3	11.2	7.8	买入	1.9
其他消费 轻工	605009.SH	豪悦护理	64	0.9%	-16.7%	4.2	5.3	6.3	7.4	15.1	12.0	10.1	8.7	增持	2.1
	6969.HK	思摩尔	329	1.9%	-45.7%	25.1	25.3	31.2	37.9	13.1	13.0	10.6	8.7	买入	1.8
	002891.SZ	中宠股份	69	-0.8%	6.0%	1.1	1.4	2.3	2.8	65.5	49.9	30.2	24.9	增持	3.2
	001206.SZ	依依股份	31	4.0%	-2.7%	1.5	1.9	2.2	2.5	20.3	16.5	14.2	12.1	买入	1.7
	603899.SH	晨光股份	372	4.0%	-26.2%	12.8	16.5	20.0	23.9	29.0	22.5	18.6	15.6	买入	5.0

来源：wind，国金证券研究所预测；注：公司市值截至日期为 2023.11.17

五、风险提示

国内消费增长放缓的幅度和时间超预期：今年国内消费表现疲软，如果国内需求持续放缓，且持续的时间超预期，对消费行业的基本面将带来不利影响。

地产竣工及销售恢复速度低于预期：若国内房地产销售未有相应改善，并且地产竣工改善低于预期，将直接影响家居行业的终端需求。

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。

新品推广不及预期的风险：家清及个护企业积极应对行业竞争，推出新品以迎合下游消费需求，若新品推广销售不及预期，则会影响公司的业绩表现。

汇率大幅波动：汇率大幅波动可能会使得出口企业产生汇兑损失。

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。

公司投资评级的说明：

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：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806