

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

周专题：它博会参会总结-产品迭代延续，直播渠道重要性越发显著

行业观点更新：

- **它博会参会总结：产品迭代延续，抖音直播新渠道成流量争夺强发力点。**产品趋势角度，主粮产品升级迭代加快，鲜肉含量更高的烘焙粮（终端零售价格带 70 元/kg 以上）、主食冻干（终端零售价格带 400 元/kg 以上）成为今年国产品牌进行产品结构升级的重要支撑。渠道角度：抖音成为新晋重点渠道，达播/店播多种形式夺取流量再分配机会。以中宠、乖宝为代表的上市公司本身产品矩阵齐全、产品配方创新布局前瞻，且逐步形成大众品、高端品牌矩阵，品牌势能逐步提升，成长速度高于行业大盘，且当前处于产品结构升级带动盈利模型优化的关键期，看好其中长期成长投资机会。
- **家居：**近期家居板块行情整体走弱的情况下，或主因地产销售催化减弱叠加五一期间由于出行旅游热潮使得终端家居门店客流、接单环比 315 活动有一定回落。我们认为目前仍不可武断地认为后续家居需求改善无望，在地产销售、竣工改善趋势仍较为确定的情况下，家居需求改善趋势依然确定，但改善节奏与速度需重点把握，并且内部分化也需重点关注。目前板块内部行情分化已如期开始，各企业基本面改善幅度的分化也将进一步驱动板块内行情分化。后续更需精选个股，一方面建议重点布局客单价提升逻辑更为顺畅的定制家居板块，重点关注 315 期间及五一活动期间前端接单较为理想的企业，另一方面建议布局具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业，如森鹰窗业等。
- **新型烟草：**雾化电子烟板块，思摩尔将于 5 月 13 日（当地时间）在英国伯明翰发布 FEELM Max 升级技术，此次升级将为一次性电子雾化产品提供合规标准下更多口数、更好口味表现。展望后续，思摩尔在欧洲市场一次性烟产品延续快速增长的同时，换弹式产品在美国市场销售有望依托 FDA 对不合规产品执法趋严而迎来逐季改善。国内市场方面，考虑铺货与动销节奏，国内口味禁令对代工带来的最大影响节点或已在 Q1 体现，随着后续相关动销、补库节奏正常化叠加口味持续优化，产业链各环节经营情况有望于 Q2 起逐季改善。此外，思摩尔在高研发投入驱动下，HNB、医疗雾化业务有望对公司业绩逐步作出实质性贡献。整体来看，思摩尔在长期成长空间依然明显的情况下，长期布局价值凸显。
- **造纸：**本周发布华旺科技深度报告，公司作为中高端装饰原纸领军者，23 年有望凭借 35 万吨成为高端装饰纸产能第一名。定位中高端&精细化成本控制，ROIC 表现行业领先，下游补库+阶段性竣工好转保障需求端，供需格局稳定下，浆价下行带来的盈利弹性有望逐步兑现。中期成长驱动来自海外扩张、食品、医疗、工业领域细分赛道品类拓展。浆价下行，优先关注供需格局较优的细分特种纸/生活纸赛道投资机会。

投资建议

- **家居板块：**推荐志邦家居（估值较低&零售能力持续验证）、索菲亚（客单价提升逻辑顺畅，估值修复空间较大）、森鹰窗业（铝包木窗渗透率提升叠加新品类开拓，正迎快速发展期）
- **造纸板块：**推荐华旺科技（下游需求修复&成本压力缓解，看好盈利修复弹性，外销拓客户&拓品类支撑中期成长）。
- **宠物板块：**推荐中宠股份（外销订单预期转暖，国内高管到位看好高端化战略转型推进，盈利模型有望优化）。

风险因素

- 国内消费恢复不及预期；地产销售进入较长时间大幅萎缩的状态；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动的风险。

内容目录

一、它博会参会总结：产品迭代延续，直播渠道重要性越发显著.....	3
二、本周重点行业及公司基本面更新.....	4
2.1 家居板块.....	4
2.2 新型烟草板块.....	6
2.3 造纸板块.....	6
2.4 宠物板块&轻工消费.....	7
三、行业重点数据及热点跟踪.....	8
3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	8
3.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	8
3.3 造纸板块行业高频数据跟踪.....	13
四、本周行情回顾.....	15
五、重点公司估值及盈利预测.....	16
风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 它博会重点上市公司参展产品及品牌.....	3
图表 2： 2023Q1 抖音行业企业号数量同比+105%.....	4
图表 3： 2023Q1 抖音行业企业号数量同比+171%.....	4
图表 4： 宠物行业用户典型购物路径分布.....	4
图表 5： 宠物行业抖音直播关注、粉丝团人数等增长迅速.....	4
图表 6： 全球电子烟行业一周热点回顾.....	8
图表 7： 中国地产数据走势.....	9
图表 8： 美国地产数据走势.....	10
图表 9： 家具出口及国内零售金额走势.....	11
图表 10： 家居原材料价格走势.....	12
图表 11： 本周纸品及原材料价格变动一览.....	13
图表 12： 本周上期所针叶浆期货收盘价 5164 元/吨，环比上周+106 元/吨.....	13
图表 13： 其他材料价格变动.....	15
图表 14： 轻工子板块及重点公司行情表现.....	16
图表 15： 重点公司标的估值及盈利预测.....	16

一、它博会参会总结：产品迭代延续，直播渠道重要性越发显著

它博会 5 月 5-7 日于上海召开，行业内约 800 家参展商与 4000+ 参展品牌亮相现场，重点公司中宠、佩蒂、乖宝等均以较大的展位重点亮相，同时配备新品发售和场馆直播等，品牌分层逐渐凸显，重点代工厂福贝、汉欧等均有参展。

图表1：它博会重点上市公司参展产品及品牌



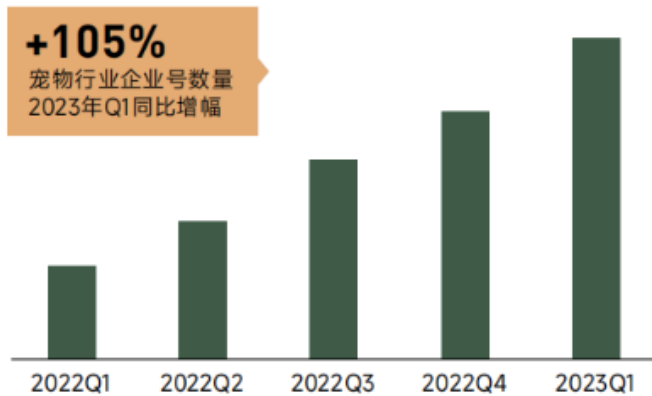
来源：国金证券研究所

产品趋势：产品升级迭代较快，主食冻干、烘焙粮等成为今年国产品牌高端化发力重要支撑。宠物食品产品创新较快，膨化粮品类中“高鲜肉”仍是主流价格带升级的重要发力点，但受制于营养工艺限制，鲜肉含量更高的烘焙粮（终端零售价格带 70 元/kg 以上）、主食冻干（终端零售价格带 400 元/kg 以上）成为今年品牌进行产品结构升级的重要支撑。同时，海外进口食材优势仍是超高端品牌差异化产品竞争力，如渴望、ziwi、K9 Natural 等，食材来源以新西兰、美国、北欧为主。

渠道角度：抖音成为新晋重点渠道，达播/店播多种形式夺取流量再分配机会。本次观展可以看到，中型以上的宠物品牌基本均已建立起淘系、京东、抖快多平台渠道和营销体系进行线上流量获取，且明显加强对直播渠道的发力，基本每个品牌展厅内部都会配备至少 1 个直播间，以麦富迪为代表的品牌更是配备多个直播间进行多渠道同步售卖。

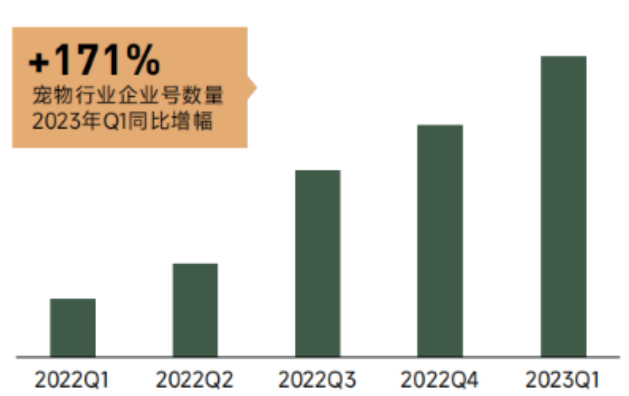
根据欧睿数据，宠物行业线上渠道渗透率已达 52%。品牌与用户之间的距离正通过数字渠道快速缩短，直播正成为品牌与用户强化联结、完成沉淀的主要场景，抖音快手等作为具备互动优势的平台也成为线上生意经营的主阵地。根据巨量算数最新发布的《2023 巨量引擎宠物行业白皮书》，2023Q1 抖音行业企业号数量同比+105%，抖音行业企业号数量同比+171%。从需求端来看，46%的宠主当下的购物模式为“一站式购物”，即线上“种草”并选择在线上渠道购买宠物产品。相比之下，线下一站式购物(7%)、线上种草转线下购买(4%)以及线下种草转线上购买(4%)的购物模式占比都仅为个位数。此外，46%在 18-30 岁的年轻宠主会选择“线上一站式购物”，该比例高于其他年龄段人群。67%用户在调研中表示，较过去而言在抖音平台“种草”越来越多。

图表2: 2023Q1 抖音行业企业号数量同比+105%



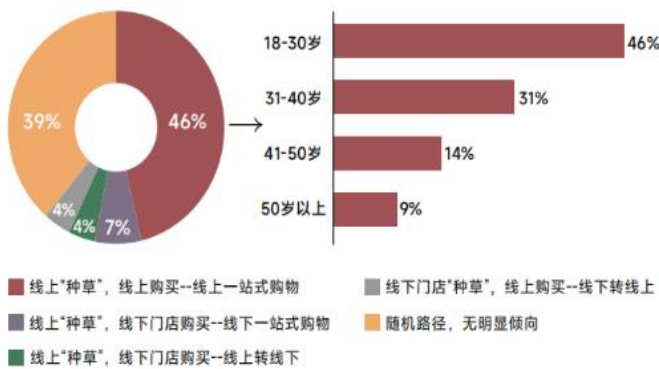
来源:《2023 巨量引擎宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

图表3: 2023Q1 抖音行业企业号数量同比+171%



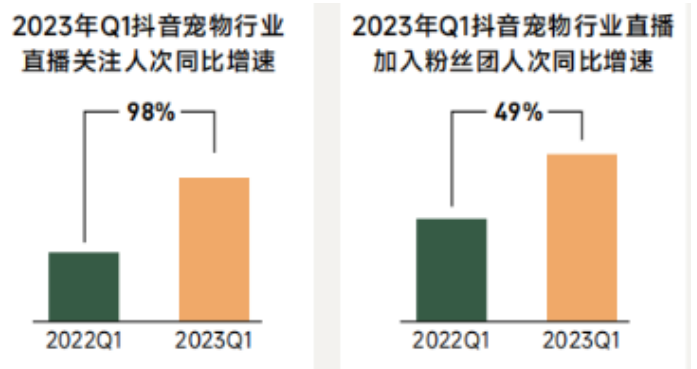
来源:《2023 巨量引擎宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

图表4: 宠物行业用户典型购物路径分布



来源:《2023 巨量引擎宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

图表5: 宠物行业抖音直播关注、粉丝团人数等增长迅速



来源:《2023 巨量引擎宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

基于产品趋势、渠道演变特征跟踪, 我们认为以中宠、乖宝为代表的上市公司本身产品矩阵齐全、产品配方创新布局前瞻, 且逐步形成大众品、高端品牌矩阵, 品牌势能逐步提升, 成长速度高于行业大盘, 且当前处于产品结构升级带动盈利模型优化的关键期, 看好其中长期成长投资机会。

根据久谦数据, 3月宠物大盘重回靓丽成长, 上市公司旗下自主品牌矩阵形成且增速靓丽。宠食大盘3月天猫/京东同比+22%/+28%, 恢复双位数正增再次验证成长性, 猫犬持续分化, 天猫猫粮/犬粮成交额增速+23%/+8%; 京东/抖音接力成长, 零食借力创新新品推出成长性优于大盘。品牌格局角度, 上市公司旗下中高端副牌成长靓丽, 外资品牌显疲态。乖宝旗下(麦富迪/弗列加特)借助抖音店铺矩阵, 店播成果显著领跑。

二、本周重点行业及公司基本面更新

2.1 家居板块

近期家居板块行情整体走弱的情况下, 或主因地产销售催化减弱叠加五一期间由于出行旅游热潮使得终端家居门店客流、接单环比315活动有一定回落。我们认为目前仍不可武断地认为后续家居需求改善无望, 在地产销售、竣工改善趋势仍较为确定的情况下, 家居需求改善趋势依然确定, 但改善节奏与速度需重点把握, 并且内部分化也需重点关注。目前板块内部行情分化已如期开始, 各企业基本面改善幅度的分化也将进一步驱动板块内行情分化。后续更需精选个股, 一方面建议重点布局客单价提升逻辑更为顺畅的定制家居板块, 重点关注315期间及五一活动期间前端接单较为理想的企业, 另一方面建议布局具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业, 如森鹰窗业等。

■ **索菲亚:** 公司战略方向已明确, 整装&拎包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。2023年在行业需求逐步改善的情况下, 公司零售渠道增长有望显著提速。目前

23年PE仅14x，在预期改善下，公司估值具备较大修复空间。

动态：根据渠道调研反馈，预计索菲亚4月工厂接单同比增长约35%。

- **梦百合：**短期来看，公司外销收入受海外需求放缓影响而承压，但原材料、海运、海外工厂效率等几大变量均处于向好趋势，利润将处修复通道。后续随着美国工厂产能释放及需求复苏，未来公司盈利弹性仍可期。

动态：1) 本周国内软泡聚醚/MDI/TDI 环比上周分别+350/+100/+216.7元/吨。

2) 根据公司调研反馈，内销方面，公司今年目标新开1000家梦百合门店及100家境内门店。外销方面，欧洲出口订单已开始显现好转，美国订单目前仍有一定压力，公司23年将加大跨境电商拓展，以此弥补代工出口业务的影响。

- **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，足以支撑公司继续稳健增长，具备自身α，长期配置价值凸显。

动态：1) 4月下旬公司开始了组织架构调整，现已将衣柜、橱柜、整装事业部合并。

2) 5月4日，公司发布关于以集中竞价交易方式回购公司股份的进展公告。截至2023年4月30日，欧派家居通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份101.72万股，占公司目前总股本6.09亿股的0.1670%，成交总金额为1.24亿元。

3) 根据渠道调研反馈，预计公司4月工厂接单同比增长超10%。

- **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叠加外销利润弹性显现，业绩增长路径清晰。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家居时代进攻赋能，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：5月4日，公司发布关于以集中竞价交易方式回购公司股份(二期)的进展公告。截至2023年4月30日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份125.8万股，占公司总股本的比例为0.15%，最高成交价为47.78元/股，最低成交价为29.91元/股，成交总金额为4998.85万元(不含交易费用)。

- **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。

- **慕思股份：**公司引入杨鑫总后，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，将共同支撑公司收入取得理想增长，此外公司产品SKU显著精简，生产效率有望提升，利润率改善可期。

动态：公司此前在经销商大会上明确提出：1. 进入整装渠道，23年将大力开拓整装店，产品与零售产品有严格区隔；2. 推广分销模式；3. 产品端，推出相应城市套餐，拉升客单价。

- **志邦家居：**公司的衣柜业务在全国仍有较大空白市场亟待布局，此外整装渠道方面，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，公司渠道布局正逐步完善。此外，公司厨衣木品类外的软体配套成品也已丰富，在渠道布局逐步完善的情况下，多品类协同效果将进一步显现，公司中长期成长依然可期，目前估值仍较低，在疫情影响逐步消除，公司业绩逐步改善叠加地产压力逐步释放的情况下，估值仍具较大修复空间。

动态：1) 4月27日公司推出2023年股票激励计划，此计划拟以15.53元/股授予公司中高层管理人员90人312.0万股，占总股本的1%，业绩考核目标为以2022年业绩为基数2023年、2024年收入/扣非净利润分别增长12%/12%、24%/24%。

2) 根据渠道调研反馈，公司4月工厂接单同比增长20%+。

2.2 新型烟草板块

雾化电子烟板块，思摩尔将于5月13日（当地时间）在英国伯明翰发布 FEELM Max 升级技术，此次升级将为一次性电子烟产品提供合规标准下更多口数、更好口味表现。展望后续，思摩尔在欧洲市场一次性烟产品延续快速增长的同时，换弹式产品在美国市场销售有望依托 FDA 对不合规产品执法趋严而迎来逐季改善。国内市场方面，考虑铺货与动销节奏，国内口味禁令对代工商带来的最大影响节点或已在 Q1 体现，随着后续相关动销、补库节奏正常化叠加口味持续优化，产业链各环节经营情况有望于 Q2 起逐季改善。此外，思摩尔在高研发投入驱动下，HNB、医疗雾化业务有望对公司业绩逐步作出实质性贡献。整体来看，思摩尔在长期成长空间依然明显的情况下，长期布局价值凸显。

■ **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：1) 近日，FDA 更新 PMTA 审核时间表，2023 年 6 月 30 日审核完 53% 的产品，9 月 30 日审核完 55%，12 月 31 日审核完 100%。

2) 思摩尔即将于 5 月 13 日（当地时间）在英国伯明翰发布 FEELM Max 升级技术。

2.3 造纸板块

造纸：回顾 22&1Q23 板块业绩，22A 受外部因素影响需求表现疲软，高木浆成本价格贯穿全年，造纸板块整体盈利承压；进入 23Q1，由于造纸下游需求较为分散，整体景气度与整体社零消费相关性较强，在需求弱复苏节奏下，行业景气度修复节奏偏缓。分纸种角度，文化纸受需求韧性、格局较优影响整体价格温和提涨，白卡纸在出口&内销需求边际下滑叠加新增产能投放预期下价格下行，箱板纸价年初以来快速下跌并于 3 月止跌。成本来看，23Q1 大部分纸企仍在消化前期高价木浆库存，盈利能力仍在底部徘徊。建议关注格局较好、2Q 有望受益浆价下行的特种纸标的；后续需求修复预期下，进口纸压力预计趋缓，国内中小产能出清后格局优化，2Q 起吨盈利弹性逐步释放的废系龙头。

本周发布华旺科技深度报告，公司作为中高端装饰原纸领军者，23 年有望凭借 35 万吨成为高端装饰纸产能第一名。定位中高端&精细化成本控制，ROIC 表现行业领先，下游补库+阶段性竣工好转保障需求端，供需格局稳定下，浆价下行带来的盈利弹性有望逐步兑现。中期成长驱动来自海外扩张、食品、医疗、工业领域细分赛道品类拓展。

■ **仙鹤股份：**

动态：23Q1 实现营收 18.37 亿元，同比+9.51%；归母净利润 1.22 亿元，同比-16.35%，扣非归母净利 1.15 亿元，同比-13.11%，业绩符合预期。

发货量略受影响，需求韧性下挺价表现优秀。量价拆分角度，1Q23 销量 18 万吨（-3.6%），主因发货节奏受疫情影响；均价 10040 元/吨（同/环比+1210/+140 元）；夏王预计销量 8 万吨（+21%）。

受益低价浆计入成本，毛利率环比已呈修复。1Q23 毛利率 10%（同/环比-1.5/+1.1pct），净利率 6.7%（同/环比-2.1/+0.2pct），受益于公司长期木浆库存战略，综合用浆成本比行业下降更早，且价格端保持稳定，验证良好需求韧性。剔除夏王投资收益&非经常性损益，预计 1Q 吨净利 416 元/吨，环/同比+160/-138 元；夏王预计 1Q 吨净利 1120 元/吨，同/环比+140/+450 元。销售/管理&研发/财务费用同比-0.01/+0.37/+0.19pct 至 0.3%/3%/1%。

积极进行低价浆原料备库，预计 2Q 起盈利弹性逐步体现。伴随 Arauco、UPM 产能陆续投放，浆价 3 月起进入快速下行周期，阔叶浆目前采购价格已回落至 550 美元以内，较高点下滑超过 35%，公司积极进行低价战略备库，1Q 账面存货环比+5.98 亿元（幅度+29%），4Q22/1Q23 经营现金流-4.6/-6.8 亿元，主因进行低价木浆原料战略备库。考虑到木浆采购到库通常需要 3-4 个月，预计公司 Q2 起盈利水平或逐渐改善，看好盈利弹性逐步释放。

23 年迎产能释放大年，中长期成长路径清晰，林浆纸一体化有望逐步落地。公司 30 万吨食品卡纸产能已于 23 年 4 月份投产，预计本部新增 10 万吨技改线产能，23 年底湖北、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。

■ **维达国际：**

动态：23Q1 公司实现营收 49.69 亿港元，同比+8.8%（按固定汇率+15.5%）；净利润 0.4 亿港元，同比-88.4%。

电商延续高双位数成长，经销渠道稳健修复，高端化延续。1) 分品类：纸巾/个护营收 40.7/9 亿元，同比+11.5%/-1.7%；高端化产品策略持续推进，高端产品占比已从 22Q1 的 37-38% 提升至 43%。2) 分渠道角度，1Q 经销商/商销/KA/电商营收增速分别为 -2.8%/-1.1%/-0.2%/+26.5%，营收占比 25%/10%/22%/43%，其中大陆营收增速分别为 +8.5%/-9.3%/-7.2%/+33.6%，电商延续靓丽表现。3) 分区域，大陆/其他地区营收 +13.4%/-5.6%。

1Q 毛利率环比+3pct，盈利能力已形成改善趋势。受高价浆原料库存影响，1Q 毛利率 25.2%，同/环比-7.9%/+3pct，公司通过提价积极应对，净利率 0.8%（同/环比-6.7%/+0.4pct）。海外 Auroco/UPM 木浆产能投放&外需疲软，浆价进入下行通道，截至 23 年 4 月 27 日，针叶浆/阔叶浆外盘报价分别为 911/690 美元/吨，较年初已分别-40/-160 美元/吨，Q2 起成本端压力有望逐季缓解，盈利能力预计进入逐季修复通道。

国内产品高端化、个护发力构建中期成长主线。公司先后推出水洗厨房纸、羊绒棉韧奢柔纸巾等，产品高端化逻辑持续兑现；高端卫生巾品牌 Libresse 借助抖音等电商渠道高速成长，稳居国内高端市场第四名，积极通过明星代言、IP 联名合作提升品牌势能；马来西亚东南亚总部、先进制造&创新中心已完成，进一步强化东南亚供应链建设。

2.4 宠物板块&轻工消费

宠物：3 月宠物出口数据跟踪：北美出口降幅延续收窄，欧洲首次转正，日韩连续两月正增。伴随海外下游大客户去库尾声稳步开启补库，订单环比修复，看好 2Q 低双位数下滑环比修复，3Q 起同比转正。重点标的中宠、佩蒂、乖宝、依依。

宠物食品：①出口：3 月出口量 2.19 万吨，同比-15.2%，出口金额为 7.26 亿元，同比-2.8%；1-3 月累计出口量 5.54 万吨，同比-22.5%，出口金额为 17.80 亿元，同比-13.5%。②进口：3 月进口量 0.94 万吨，同比+17.8%，进口金额为 4.11 亿元，同比+45.1%；1-3 月累计进口量 2.35 万吨，同比-5.36%，进口金额为 11.18 亿元，同比+26.3%，进口均价 47.5 元/kg，同比+33.4%。

分地区来看，①北美降幅收窄：1/2/3 月出口量同比-56.5%/-60.5%/-55.1%，出口金额同比-52.1%/-56.3%/-51.5%；1-3 月出口量同比-56.9%，出口金额同比-52.9%；②欧洲：1/2/3 月出口量同比-24.0%/-9.3%/+11.2%，出口金额同比-18.1%/-1.5%/+16.4%；1-3 月出口量同比-7.9%，出口金额同比-1.7%。

■ 晨光股份：

动态：23Q1 公司实现营收 48.8 亿元，同比 +15.4%；归母净利 3.34 亿元，同比+21%，收入符合预期，业绩略超市场预期。

1) 传统核心：延迟开学部分延后修复节奏，办公文具修复较优，品类矩阵拓展贡献新成长点。23Q1 部分地区延迟开学，部分抑制学讯放量，传统核心业务（剔除科力普、零售大店）修复节奏稳健，营收 19.41 亿元（同比+6.75%），书写/学生/办公文具营收 4.9/ 7.3/ 8.5 亿元，（同比 -2.3%/ +1.5%/ +15.8%），受体育用品放量影响，办公文具引领修复节奏，安硕 1Q 单位数增长，亏损幅度收窄，贝克曼较为稳定。毛利率角度，书写工具/学生文具/办公文具/其他产品毛利率为 40.5%/ 33.7%/ 28.1%/ 47.3%，同比变动 +0.1/ +0.26/ -1.1/ +0.7pct。

2) 科力普延续靓丽表现，零售大店重启展店、扭亏为盈。1) 科力普：23Q1 营收 26.4 亿元（同比+23.1%），毛利率 7.2%（同比-2.1pct），主要受本地服务商模式占比提升影响，公司着力拓展营销礼品及 MRO 供应链开发优化品类，中后台数字化运营&规模化推动效率提升、费用优化。2) 零售大店：展店速度&单店客流稳步修复，1Q 营收 3 亿元（同比+13.3%），其中九木/生活馆营收 2.79 (+14.6%)/0.22 亿元 (-0.9%)，利润端已扭亏为盈。截至 23 年 3 月底，零售大店共计 547 家，环比+7 家，其中九木 504 家（同比+15 家，直营 337+加盟 152），23 年保持 100 家新增门店计划。3) 晨光科技：公司积极推动线上发展，除了淘系，对抖音、拼多多、快手等新兴渠道积极推进，Q1 营收 1.87 亿元（+58%），利润方面保持正向贡献。

3) 消费复苏+同期低基数，看好核心业务&零售大店 2Q 重启快速修复，中长期基本面进入改善通道。公司积极推动品类开拓、产品升级，预计 2Q 起传统业务重回双位数增长，积极探索直销、线上模式提升渠道效率。九木重启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，向 25 年 200 亿目标迈进，中

长期公司基本面进入改善通道。

三、行业重点数据及热点跟踪

3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾

图表6: 全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
4.27	奥驰亚 Q1 财报详解：口含烟产品出货 1.9 亿盒，计划今年实现无烟产品增长 35%	美东时间 4 月 27 日奥驰亚公布了其 2023 年第一季度业绩。其按美国通用会计准则（GAAP）审计的 2023 年第一季度净营业收入为 57.19 亿美元，同比下降 2.9%；扣除消费税后的营收为 47.63 亿美元，同比下降 1.2%。2023 年第一季度，口含烟总出货量 1.9 亿盒，其中 on! 出货量达到 2520 万盒，同比上升 37.7%，其市场份额也在逐季上涨，达 6.5%。
5.1	澳大利亚将禁止一次性电子烟并限制电子烟口味	5 月 1 日，据《卫报》报道，澳大利亚卫生部部长马克·巴特勒（Mark Butler）表示，政府将禁止进口非处方电子烟产品。还将建立最低质量标准，包括限制电子烟口味、（外包装）颜色和其他成分；采取类似药品的包装，尼古丁浓度和容量将被减少。并明确禁止一次性电子烟。
5.3	日本烟草 Q1 营收 48.6 亿美元，计划 5 月中旬在葡萄牙推出 Ploom X	5 月 3 日，日本烟草（JTI）发布了 2023 年第一季度业绩报告。报告披露，日本烟草 2023 年第一季度收入为 6653 亿日元（48.6 亿美元），同比增长 14.4%；营业利润为 2064 亿日元（15 亿美元），增长 15.7%；利润 1,447 亿日元（10.6 亿美元），增长 16.6%。据此前报道，4 月 15 日，日本烟草表示，将在未来三年内投资 3000 亿日元（约合 22.5 亿美元），推广其加热不燃烧产品 Ploom X，其中 2000 亿日元（约合 15 亿美元）将用于在日本以外的市场。其计划今年在 10 多个国家推出 PloomX，到 2024 年底至少覆盖 20 个国家。

来源：国金证券研究所整理

3.2 家居板块行业高频数据跟踪

3.2.1 中美地产数据

周度商品房成交面积：本周（4.29-5.5）30 大中城市成交面积同比增长 19.5%，累计同比增长 12.8%。

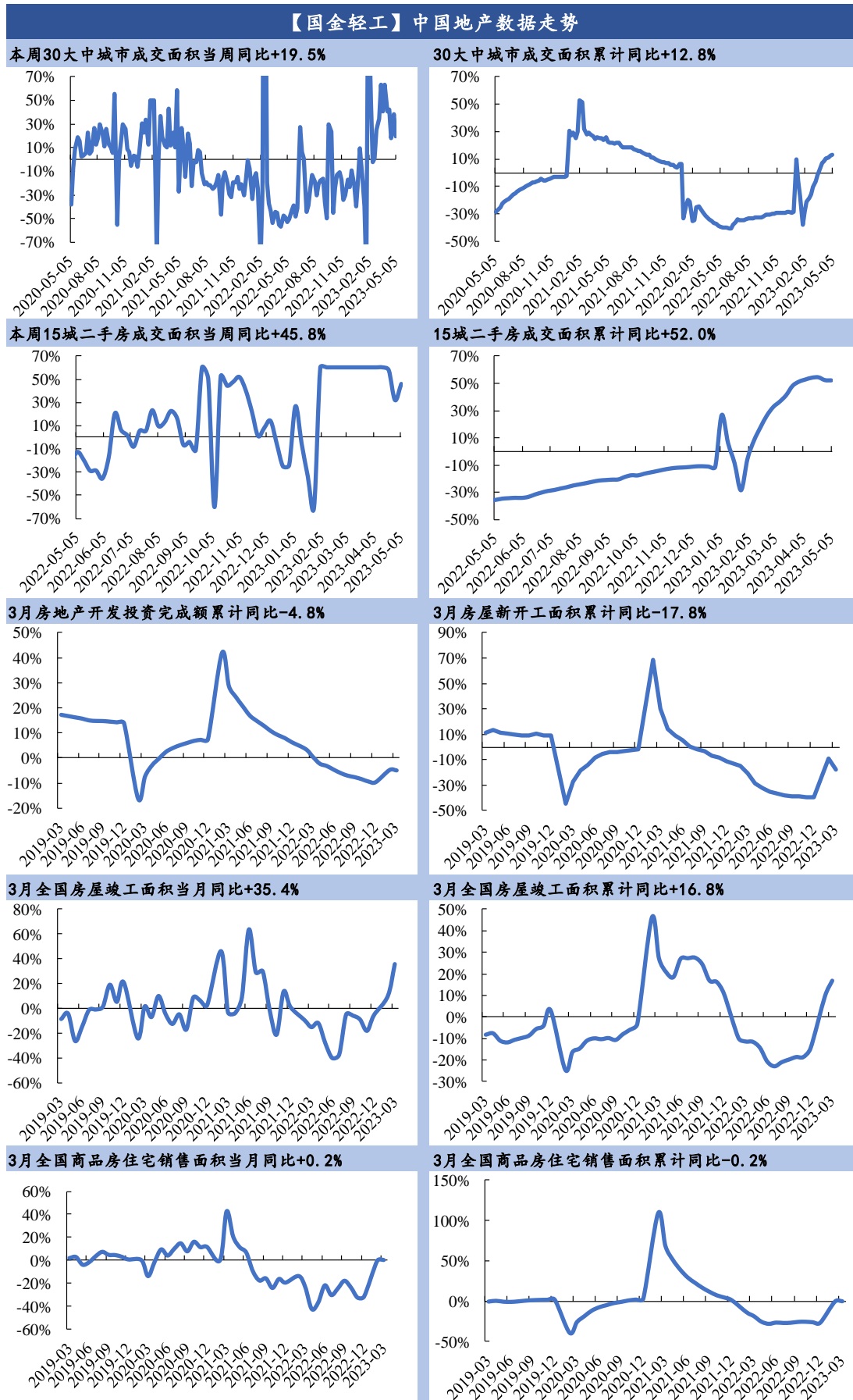
周度 15 城二手房成交面积：本周（4.29-5.5）同比增长 45.8%，累计同比增长 52.0%。

房地产开发投资完成额：23 年 1-3 月累计同比下降 4.8%，房屋新开工面积累计同比下降 17.8%。

月度竣工面积：23 年 1-3 月全国房屋竣工面积同比增长 16.8%，单 3 月同比增长 35.4%。

月度销售面积：23 年 1-3 月全国商品房住宅销售面积同比下降 0.2%，单 3 月同比增长 0.2%。

图表7：中国地产数据走势



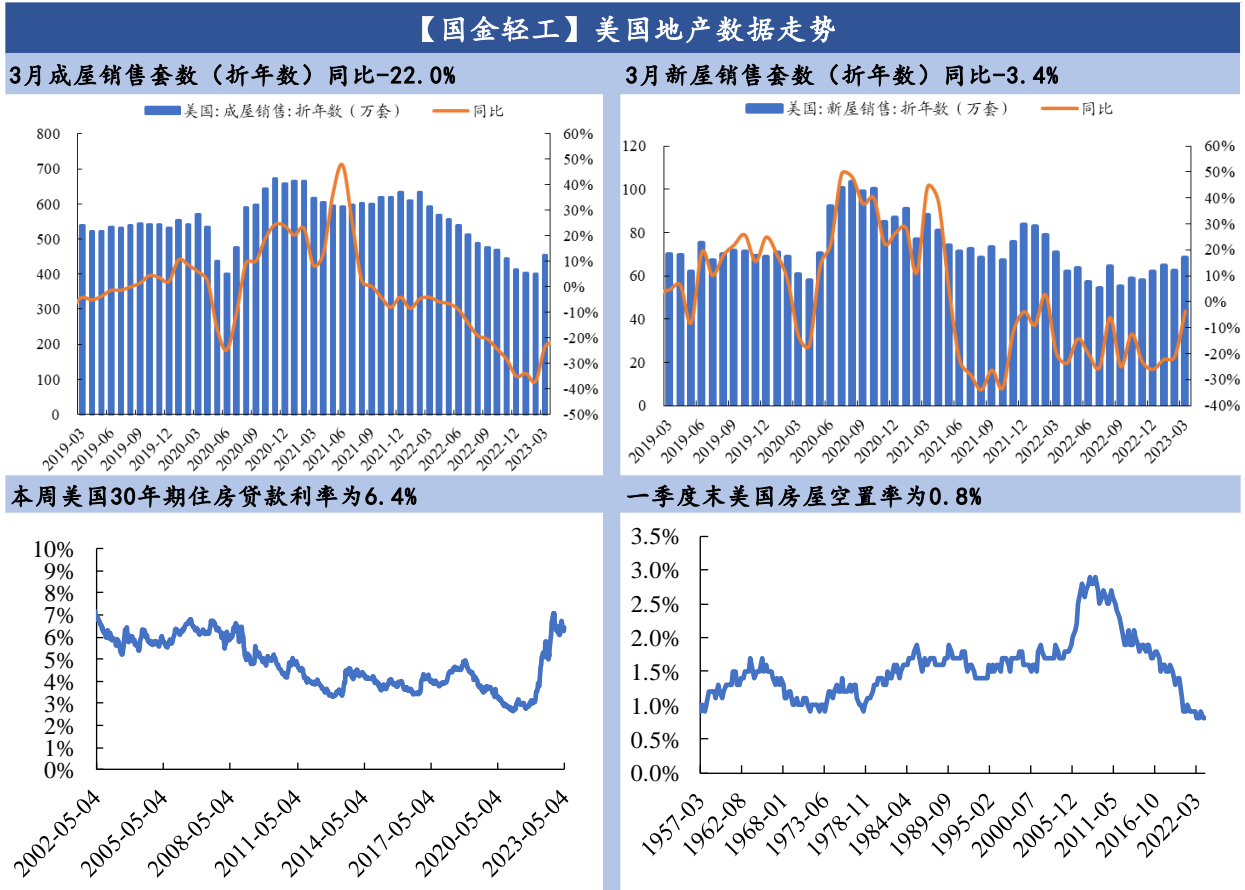
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2023年3月成屋销售套数（折年数）同比下降22.0%，2023年3月新屋销售套数（折年数）同比下降3.4%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.4%，环比持平。

美国房屋空置率：2023年一季度末为0.8%，环比2022年四季度持平。

图表8：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

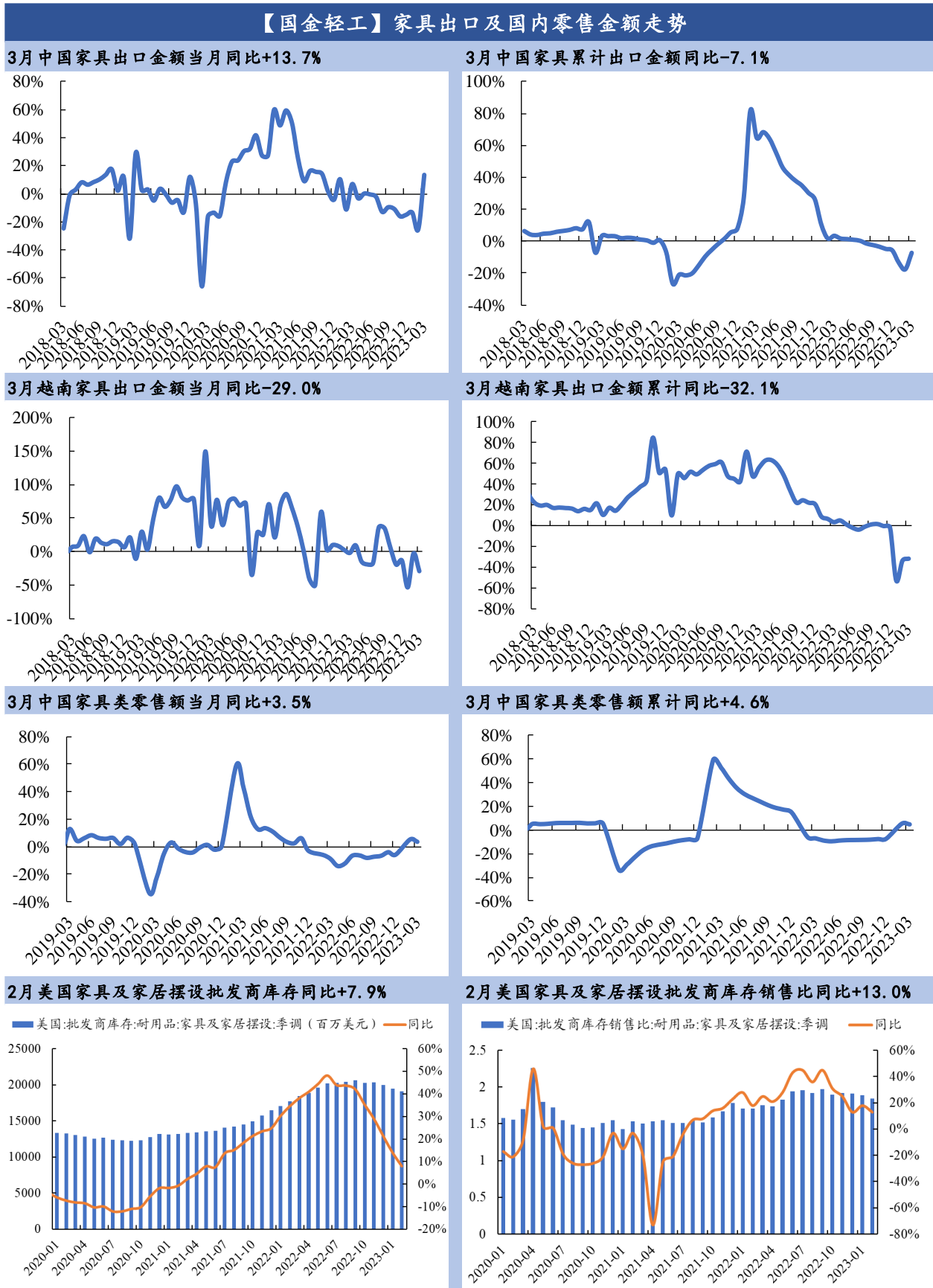
3.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：越南家具出口金额2023年3月当月同比下降29.0%，累计同比下降32.1%。中国家具出口金额2023年3月美元计价同比增长13.7%，1-3月美元计价累计同比下降7.1%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2023年2月当月同比增长7.9%，库存销售比同比增长13.0pct。

国内家具零售额：2023年3月中国家具类零售额同比增长3.5%，1-3月累计同比增长4.6%。

图表9：家具出口及国内零售金额走势



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

3.2.3 家具原材料价格数据

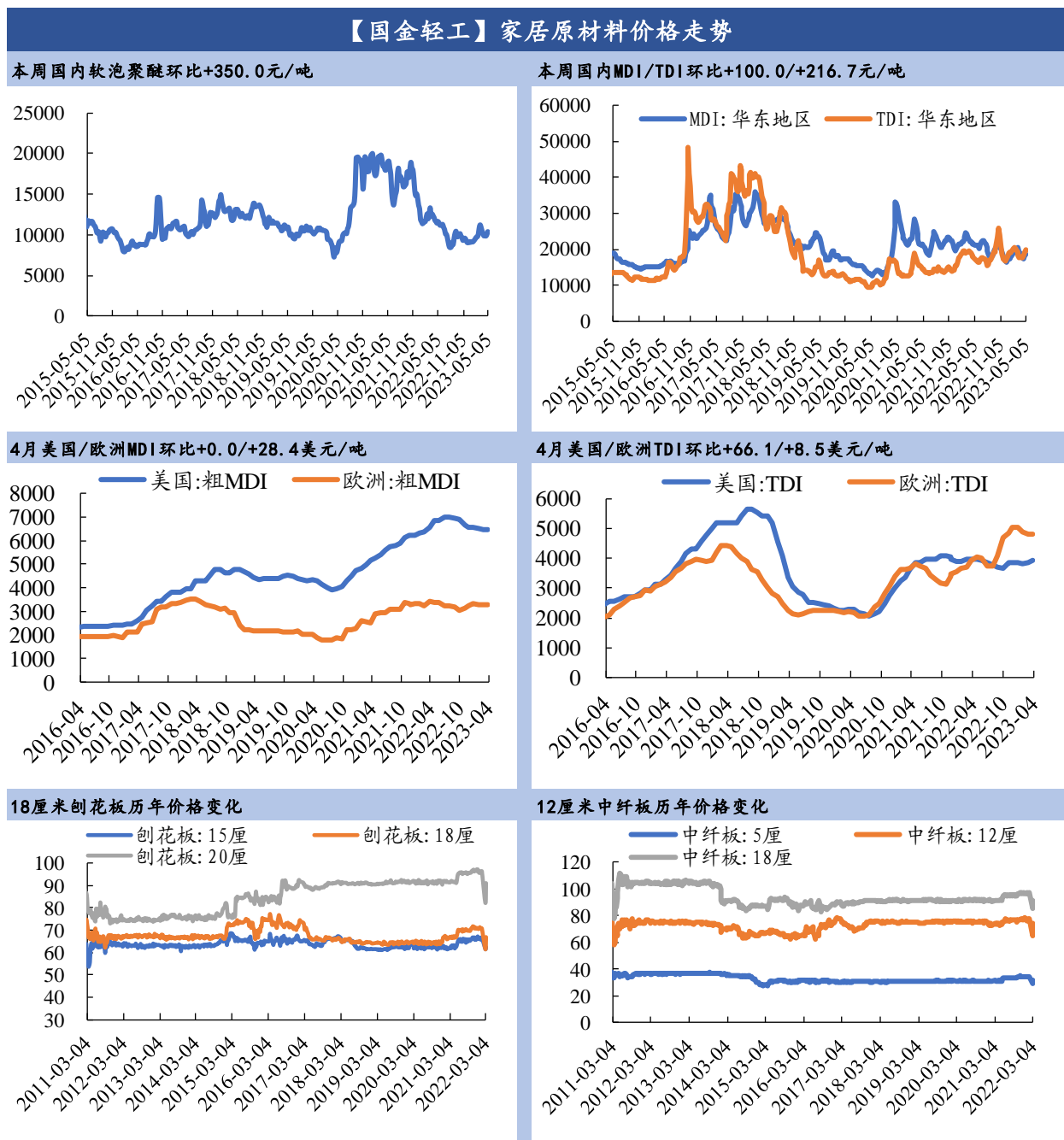
本周国内软泡聚醚均价为 10350.0 元/吨，环比上周上升 350.0 元/吨，今年以来截止 5.5 均价为 9967.4 元/吨，较 2022 年均价下降 5.4%。

本周国内 MDI 均价为 18650.0 元/吨，环比上周上升 100.0 元/吨，今年以来截止 5.5 均价为 18714.3 元/吨，较 2022 年均价下降 9.1%。

本周国内 TDI 均价为 19020.4 元/吨，环比上周上升 216.7 元/吨，今年以来截止 5.5 均价为 19020.4 元/吨，较 2022 年均价上升 3.8%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 4 月环比持平，TDI 价格环比上涨 66.1 美元/吨；欧洲地区 MDI 价格 4 月环比上升 28.4 美元/吨，TDI 价格环比上升 8.5 美元/吨。

图表10：家居原材料价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

3.3 造纸板块行业高频数据跟踪

图表11: 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	2Q22均价 (元/吨)	环比1Q	3Q22均价 (元/吨)	环比2Q	4Q22均价	环比3Q	1Q23	环比4Q	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料											
木浆系	针叶浆	7253	706	7293	40	7470	177	7073	-398	5649	-231
	阔叶浆	6395	827	6674	279	6662	-12	5940	-721	4008	-191
	化机浆	5517	619	5408	-109	5402	-7	5365	-36	4450	-283
废纸系	国废黄板纸	2343	34	2119	-224	1969	-150	1678	-291	1587	23
纸品											
木浆系	双胶纸	6155	293	6245	90	6658	413	6691	33	6475	-25
	铜版纸	5593	125	5491	-102	5657	166	5682	25	5590	0
	白卡纸	6374	268	5642	-732	5301	-341	5117	-185	4658	-20
废纸系	箱板纸	4844	-44	4705	-139	4484	-220	4277	-207	3976	2
	瓦楞纸	3725	-138	3464	-261	3325	-138	3140	-185	2893	17

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2023 年 04 月 21 日至 2023 年 04 月 27 日

3.3.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

进口木浆现货市场刚需交投, 浆价承压运行。影响价格走势的因素主要有: 第一, 下游原纸市场价格偏弱运行, 反向影响进口木浆现货价格稳定; 第二, 进口木浆低价外盘传闻不断, 市场偏空情绪加重; 第三, 3 月欧洲港口库存继续累库, 叠加中国港口库存高位运行, 浆价继续承压。卓创资讯分析, 短期市场利空因素较多, 制约浆价走势, 预计价格或持续承压运行。

卓创资讯监测数据显示, 截至 4 月 27 日, 本周进口针叶浆周均价 5649 元/吨, 较上周下滑 3.93%, 跌幅较上期放 1.23 个百分点; 进口阔叶浆周均价 4008 元/吨, 较上周下滑 4.55%, 跌幅较上期收窄 3.16 个百分点; 进口本色浆周均价 5269 元/吨, 较上周下滑 3.11%, 跌幅较上期放大 0.37 个百分点; 进口化机浆周均价 4450 元/吨, 较上周下滑 5.98%, 跌幅较上期放大 5.05 个百分点。

图表12: 本周上期所针叶浆期货收盘价 5164 元/吨, 环比上周+106 元/吨



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2) 成品纸:

本周铜版纸市场稳定运行。据卓创资讯数据显示，本周157g铜版纸市场均价为5590元/吨，环比持稳，走势由跌转稳。影响价格走势的主要因素有：第一，周内部分纸厂公布涨价函，意向于下月初提涨100元/吨，略支撑业者心态；第二，出版订单放量平缓，社会面订单暂无明显起色，需求提振乏力；第三，上游纸浆价格继续弱势，成本面掣肘纸价的压力仍有增大。

本周双胶纸市场局部窄幅偏弱。据卓创资讯数据显示，本周70g木浆双胶纸市场均价为6475元/吨，环比下调25元/吨，跌幅为0.38%，跌幅较上周收窄0.50个百分点。影响价格走势的主要因素有：第一，部分纸厂交付出版订单为主，暂无明显调价动向；第二，上游纸浆价格弱势，成本面利空氛围渐浓；第三，社会面订单缺乏明显增量，需求支撑稍显乏力，部分贸易商主动窄幅降价促单。

本周其他文化用纸市场重心略有下移。卓创资讯数据显示，新闻纸均价为5960元/吨，环比稳定，本周市场继续平稳运行；静电复印纸均价为5800元/吨，环比下调0.34%，降幅较上周收窄1.02个百分点。个别厂家出厂价格上周下调后本周趋稳；轻型纸均价为7000元/吨，环比持稳，本周市场继续平稳。

3.3.2、废纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

本周废黄板纸市场价格上涨。据卓创资讯监测数据显示，本周(4月21日至4月27日)废黄板纸市场周均价为1587元/吨，环比上涨1.47%，与上周趋势相反。影响价格运行的原因有以下几个方面：1.因打包站情绪惜售，本周废黄板纸供应偏少，多数纸厂废黄板纸采购价格上调；2.龙头纸企采购价格适当上调，多数纸厂选择跟涨；3.下游纸厂废纸消费略微增加，利于废黄板纸市场价格运行。

本周废书页纸市场价格有所下调。卓创资讯数据监测显示，本周(4月21日至4月27日)废书页纸周均价为2049元/吨，环比下跌0.34%，与上周相比跌幅持平。价格下跌原因有以下几个方面：1.国内白板纸需求较弱，价格一再下跌，且开工率偏低，纸企对废书页采购谨慎；2.由于需求预期偏弱，打包站也多采取低库存操作，回收价格相对稳定。但废书页纸价格低位波动，市场供应偏紧，限制了其价格跌幅。

本周废纯报纸市场价格走势稳定。卓创资讯数据监测显示，本周(4月21日至4月27日)废纯报纸周均价为2705元/吨，环比持平，与上周相比涨幅持平。本周国内废报纸供应偏紧，但成品纸需求较弱，纸企备货意向不强，市场观望心态较重。

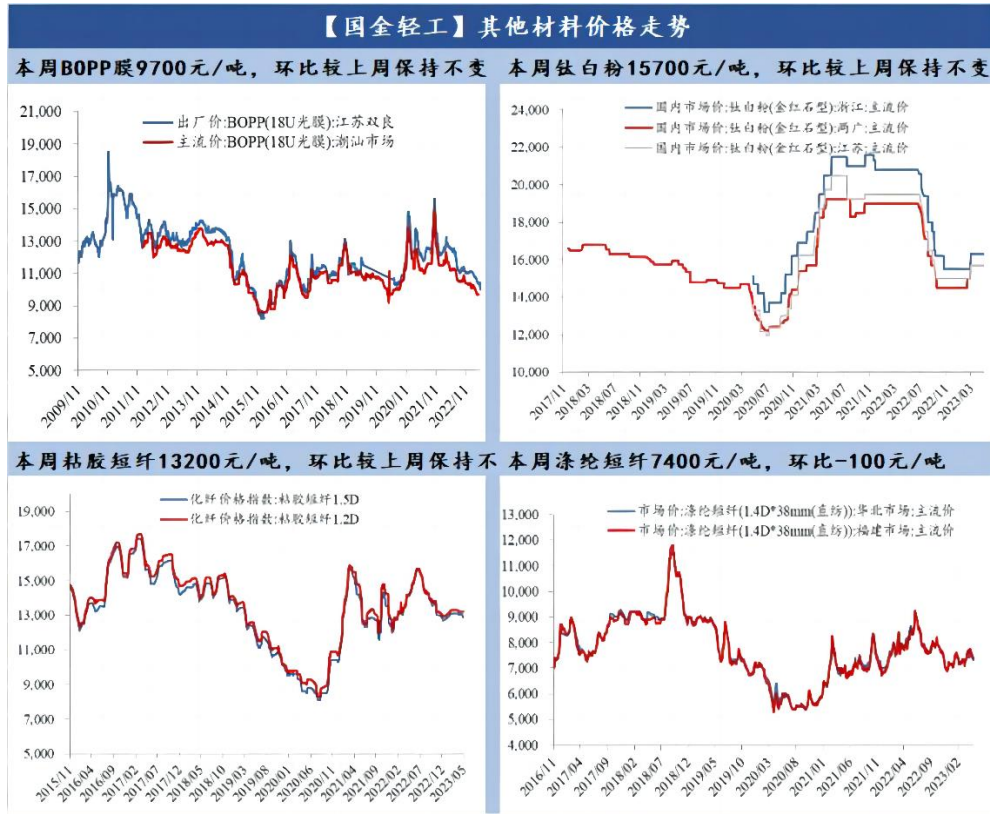
2) 成品纸:

本周瓦楞纸市场涨势放缓，局部上调50元/吨。据卓创资讯监测数据显示，本周中国AA级瓦楞纸120g市场周均价2893元/吨，较上期均价上调17元/吨，环比涨幅0.59%，较上期均价涨幅收窄0.50个百分点，同比跌幅24.01%。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面：首先，周初规模纸厂重庆基地上调出厂价50元/吨，其他区域个别上调，整体交投气氛转弱；其次，主要原料废纸价格上调，受上下游产品相互传导效应，成本对纸价仍有支撑；最后，下游包装厂订单跟进一般，消耗前期库存为主。

本周箱板纸市场价格主流平稳，市场成交偏刚需。据卓创资讯监测数据显示，本周中国箱板纸市场周均价3976元/吨，较上期均价上调2元/吨，环比涨幅0.05%，较上周均价涨幅一致，同比跌幅18.25%。当前影响市场的主要因素有：首先，周内规模纸厂价格波动较小，中小纸厂价格横盘整理，刚需成交为主；其次，下游包装厂订单跟进有限，原纸采购积极性有所降低，消耗库存为主；最后，上游主要原料废纸价格有所上调，成本面支撑略有增强

3.3.3、其他材料价格变动一览

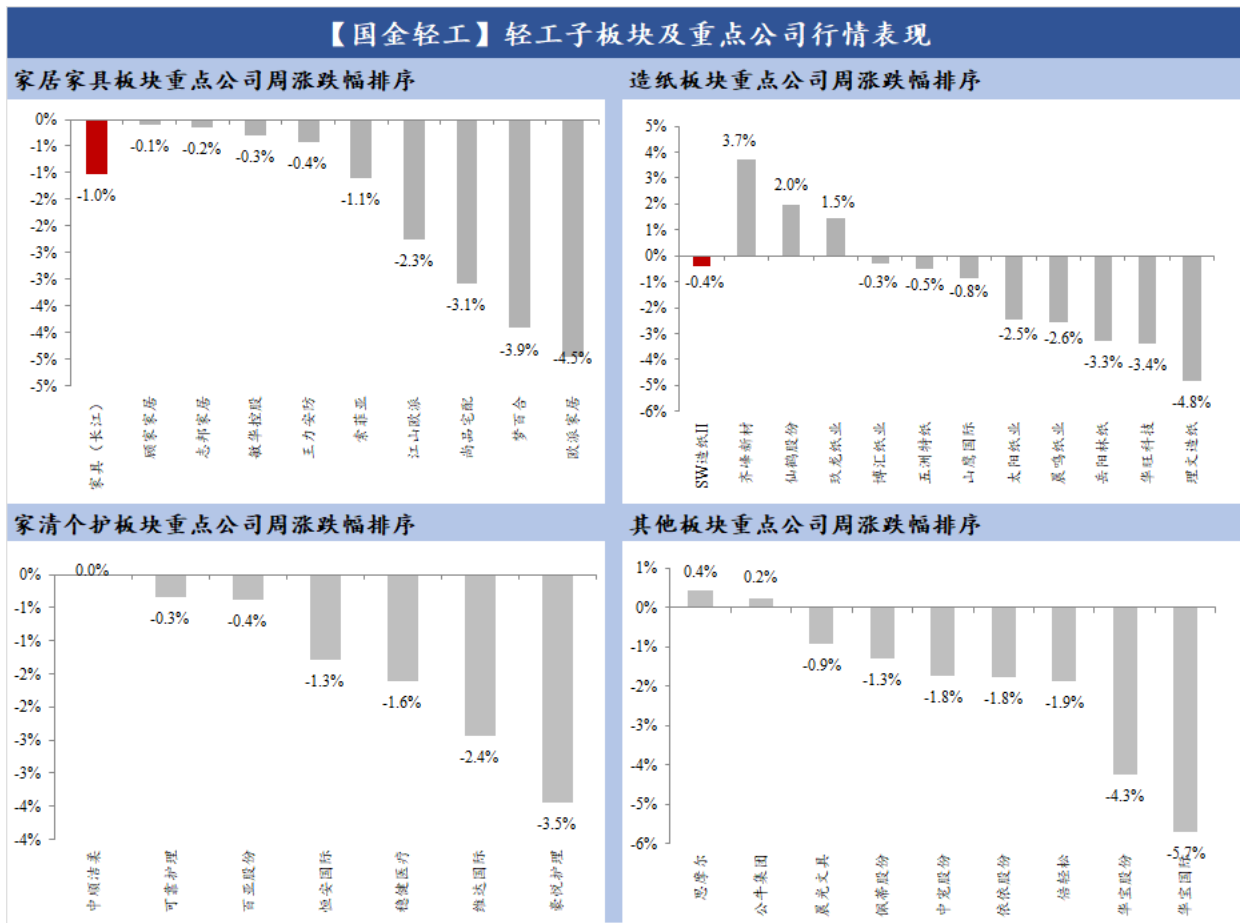
图表13: 其他材料价格变动



四、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表14: 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 2023.05.05

五、重点公司估值及盈利预测

图表15: 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	157	0.0%	-14.3%	3.5	8.0	9.3	10.7	45.0	19.7	16.9	14.8	买入	3.0
	3331.HK	维达国际	241	-2.4%	-13.0%	7.1	13.2	16.0	18.5	34.1	18.2	15.0	13.0	买入	2.0
造纸	002078.SZ	太阳纸业	310	-2.5%	-3.5%	28.1	31.0	36.0	40.7	11.1	10.0	8.6	7.6	买入	1.3
	600567.SH	山鹰国际	108	-0.8%	-5.2%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-4.8	11.3	7.7	6.3	买入	0.9
	605377.SH	华旺科技	65	-3.4%	-20.4%	4.7	5.7	6.6	8.4	13.9	11.4	9.8	7.7	买入	1.7
	603733.SH	仙鹤股份	175	2.0%	-18.9%	7.1	11.8	15.1	18.5	24.6	14.8	11.5	9.4	买入	2.6
定制	002572.SZ	索菲亚	171	-1.1%	3.0%	10.6	12.7	15.2	17.8	16.0	13.4	11.3	9.6	买入	2.9
	300616.SZ	尚品宅配	41	-3.1%	5.9%	0.5	2.5	3.0	3.6	89.2	16.5	13.8	11.5	买入	1.2
	603833.SH	欧派家居	670	-4.5%	-19.5%	26.9	31.5	36.7	42.6	24.9	21.3	18.3	15.7	买入	4.2
	603801.SH	志邦家居	102	-0.2%	21.6%	5.4	6.5	7.7	9.1	19.0	15.7	13.3	11.2	买入	3.5
软体	603816.SH	顾家家居	304	-0.1%	-13.3%	18.1	21.0	24.7	28.8	16.8	14.5	12.3	10.6	买入	3.3
	1999.HK	敏华控股	257	-0.3%	-15.6%	25.2	28.5	32.9	-	10.2	9.0	7.8	-	买入	2.4
	603313.SH	梦百合	48	-3.9%	-7.5%	0.4	3.2	4.7	6.5	115.0	14.9	10.1	7.3	买入	1.6
其他消费轻工	605009.SH	豪悦护理	82	-3.5%	2.3%	4.2	5.3	6.3	7.4	19.3	15.3	12.9	11.1	增持	2.6
	6969.HK	思摩尔	460	0.4%	-24.4%	25.1	24.5	29.9	36.3	18.3	18.8	15.4	12.7	买入	2.4
	002891.SZ	中宠股份	63	-1.8%	-4.5%	1.1	1.4	2.3	2.8	59.1	45.0	27.2	22.4	增持	3.0
	001206.SZ	依依股份	28	-1.8%	-11.6%	1.5	1.9	2.2	2.5	18.4	15.0	12.9	11.0	买入	1.5
	603899.SH	晨光股份	426	-0.9%	-16.5%	12.8	17.8	21.4	25.0	33.2	23.9	19.9	17.1	买入	6.0

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2023.05.05

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。

地产销售进入较长时间大幅萎缩的状态:若受共同富裕、房住不炒的政策作用,国内房地产交易进入长时间大幅萎缩的状态,将对家居板块的基本面带来不利影响。

化工原料价格上涨幅度和时间超预期:若化工原料价格受双碳政策影响,在目前价格已经大幅上涨的基础之上,继续大幅上涨,且上涨时间超出预期,将对下游软体家居产业的基本面带来不利影响。

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402