

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

中报业绩前瞻：2Q 整体温和复苏，盈利改善趋势已现

行业观点更新：

- 中报业绩前瞻：**家居板块方面，在外部经营环境改善的情况下，2Q 整体环比呈现温和复苏改善，但考虑订单交付节奏及海外去库存情况，收入端同比来看，预计内销优于外销增长，利润端预计在原材料、海运费等成本压力缓解的情况下，多数企业利润同比呈现改善。造纸板块方面，2Q 企业报表端用浆成本前高后低逐步消化高价浆库存，行业需求端相对疲软且季节性由旺转淡、下游去库驱动下，纸价亦进入下行周期，整体吨盈利预计环比呈现温和修复。宠物方面，2Q 宠物整体出口订单受下游客户去库结束、需求韧性等，带动收入端边际修复明显，但受高基数影响同比表现预计较为温和，整体盈利端受汇率影响预计表现较为亮眼。
- 家居：**本周国务院常务会议审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，会议明确指出促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造等政策衔接配合、协同发力。我们认为这或将有助于降低家居行业与新房销售、竣工的关联度，有望抬升板块估值中枢。虽然本次政策的落地效果仍有待进一步观察，但目前地产竣工已体现改善，随着终端交房量逐步释放叠加相关政策刺激，下半年家居需求释放值得期待。维持前期观点，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。
- 新型烟草：**雾化电子烟板块，国内市场方面，随着新国标产品迭代优化叠加监管机构对非法产品的打击力度加大，根据终端渠道反馈，Q2 逐月销售环比提升，产业链各环节经营情况 Q2 起也正逐步改善，后续有望呈现逐季提速态势。海外市场方面，思摩尔一次性烟合作品牌持续增多，一次性烟同比有望快速增长，随着下游对 Feelm Max 的认可度提升，其下半年一次性烟有望环比加速发力。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。
- 宠物：**乖宝取得上市注册批文，宠物板块出口订单拐点+汇率贬值提升业绩修复斜率。618 顺利收官，根据星图数据，宠物食品全网销售额超 50 亿元，国产品牌凭借品类优化组合升级、更积极的价格策略取得靓丽成长，且前十名榜单显示已基本实现经济+大众价格带的全面国产替代。2) 外销：下游去库存基本结束，5 月宠物食品出口延续环比修复，同比修复节奏偏温和。
- 造纸：**外盘浆连续 2 月报价小幅上涨预示浆价企稳，CCER 重启预期提升，关注林业碳汇相关标的。Arauco/Suzano 7 月报价上涨 30 美元/吨，但整体交投清淡，需求疲弱预期+现货集中到港，预计 2H 现货浆价延续低位运行，行业盈利底+库存底已出现，重点关注补库+需求转暖预期催化，关注竞争格局更优的特种纸盈利弹性兑现，左侧布局大宗纸。此外，6 月底，生态环境部表示力争年内启动全国温室气体自愿减排交易市场，《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》即将发布征求意见稿。从准备进度来看，组织建设了全国统一的自愿减排注册登记系统和交易系统，目前两系统已完成初步验收，具备上线运行条件，林业碳汇作为 CCER 一部分，重视相关标的价值重估。

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（外销订单超预期转暖，国内高管到位提升渠道、产品运营效率，盈利模型优化可期）。

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、中报业绩前瞻：2Q 整体温和复苏，盈利改善趋势已现	3
二、本周重点行业及公司基本面更新	3
2.1 家居板块	3
2.2 新型烟草板块	4
2.3 造纸板块	5
2.4 宠物板块&轻工消费	5
三、行业重点数据及热点跟踪	7
3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾	7
3.2 家居板块行业高频数据跟踪	7
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
六、风险提示	17

图表目录

图表 1：轻工行业 2023 年中报业绩前瞻	3
图表 2：2023 年 618 宠物品牌战报	6
图表 3：全球电子烟行业一周热点回顾	7
图表 4：中国地产数据走势	9
图表 5：美国地产数据走势	10
图表 6：家具出口及国内零售金额走势	11
图表 7：家居原材料价格走势	12
图表 8：本周纸品及原材料价格变动一览	13
图表 9：本周上期所针叶浆期货收盘价 5184 元/吨，环比上周+26 元/吨	13
图表 10：其他材料价格变动	15
图表 11：轻工子板块及重点公司行情表现	16
图表 12：重点公司标的估值及盈利预测	16

一、中报业绩前瞻：2Q 整体温和复苏，盈利改善趋势已现

家居：收入端，2Q 内销方面受益于 315 活动中终端较为理想的接单，预计整体 2Q 出货交付同比有所改善，报表端业绩改善开始兑现，而外销方面，随着海外库存去化，多数企业订单 2Q 起环比、同比均有企稳改善，但预计出货交付方面，多数企业同比仍有一定压力，外销业务报表端业绩或于 3Q 有望正式显现改善。利润端，考虑原材料价格同比有所下行，并且对于外销企业，其海运费压力也已显著缓解，在人民币贬值的背景下，汇兑收益有望体现，整体来看，多数家居企业 2Q 盈利能力有望显现同比改善。展望 2H，随着终端交房量逐步释放叠加相关政策刺激，下半年国内家居需求有望加速释放，并且海外库存正加速去化，海外出口有望稳步改善。整体来看，在低基数的背景下，多数家居企业内外销业绩增长均有望逐季提速。

造纸：2Q 上游浆成本下行进入快速下行周期、需求整体偏弱背景下，企业报表端用浆成本前高后低逐步消化高价浆库存，行业需求端相对疲软且季节性由旺转淡、下游去库驱动下，纸价亦进入下行周期，整体吨盈利预计环比呈现温和修复。展望 2H，行业盈利底+库存底已出现，重点关注补库+需求转暖预期的催化，竞争格局更优的特种纸有望表现出更大的盈利弹性。

宠物：2Q 宠物整体出口订单受下游客户去库结束、需求韧性等，带动收入端边际修复明显，但受高基数影响同比表现预计较为温和，整体盈利端受汇率影响预计表现较为亮眼。3Q 伴随基数下行、环比/同比有望延续修复趋势。以宠物食品为代表的国产宠物自有品牌预计延续靓丽成长，且在成本压力偏弱、产品结构优化升级趋势下盈利能力有望持续提升。

图表1：轻工行业 2023 年中报业绩前瞻

行业	公司	23年2Q营收yoy			23年2Q归母净利润yoy			23H1营收yoy			23H1归母净利润yoy			23H1归母净利绝对值(亿元)		
		23Q2	22Q2	23Q1	23Q2	22Q2	23Q1	23H1	22H1	23H1	22H1	23H1	22H1	23H1	22H1	
家居	欧派家居	8%	~	13%	10%	~	15%	-1%	~	2%	-2%	~	1%	9.94	~	10.32
	索菲亚	9%	~	13%	10%	~	15%	1%	~	4%	162%	~	172%	10.80	~	11.20
	志邦家居	15%	~	20%	18%	~	23%	12%	~	15%	12%	~	16%	1.77	~	1.83
	顾家家居	9%	~	14%	15%	~	20%	-2%	~	0%	3%	~	5%	9.15	~	9.37
	慕思股份	2%	~	7%	20%	~	25%	-9%	~	-7%	4%	~	7%	3.21	~	3.30
	公牛集团	8%	~	15%	13%	~	21%	8%	~	12%	14%	~	18%	17.15	~	17.84
	森鹰窗业	12%	~	17%	45%	~	55%	2%	~	5%	73%	~	86%	0.41	~	0.45
梦百合	-5%	~	0%	-22%	~	-15%	-13%	~	-11%	-31%	~	-26%	0.58	~	0.62	
造纸包装	中顺洁柔	8%	~	14%	25%	~	45%	9%	~	12%	-9%	~	-1%	2.07	~	2.26
	仙鹤股份	15%	~	20%	-45%	~	-30%	12%	~	15%	-33%	~	-24%	2.37	~	2.68
	太阳纸业	0%	~	10%	-30%	~	-15%	1%	~	6%	-24%	~	-15%	12.55	~	14.02
	山鹰国际	-18%	~	-12%	/	~	/	-19%	~	-16%	-428%	~	-397%	-4.20	~	-3.80
	华旺科技	8%	~	15%	10%	~	20%	14%	~	18%	3%	~	8%	2.34	~	2.45
消费轻工&宠物	中宠股份	13%	~	18%	5%	~	12%	1%	~	4%	-8%	~	-3%	0.63	~	0.66
	百亚股份	37%	~	45%	90%	~	140%	28%	~	31%	58%	~	73%	1.24	~	1.35
	豪悦护理	5%	~	13%	8%	~	20%	12%	~	17%	20%	~	28%	1.94	~	2.07
	依依股份	-10%	~	-5%	0%	~	10%	-15%	~	-12%	-32%	~	-24%	0.45	~	0.49

来源：wind，国金证券研究所；注：中报业绩前瞻存在预测偏差，仅供参考，不构成投资建议，以各公司实际业绩公告为准

二、本周重点行业及公司基本面更新

2.1 家居板块

本周国务院常务会议审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，会议明确指出促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造等政策衔接配合、协同发力。我们认为若后续政策倾向刺激旧房翻新需求，这或将有助于降低家居行业与新房销售、竣工的关联度，对板块估值中枢回升具备催化作用。虽然本次政策的具体举措落地情况和相应效果仍有待进一步观察，但目前地产竣工短期仍在改善，随着终端交房量逐步释放叠加相关政策刺激，下半年家居需求释放值得期待。家居板块现已进入个股行情显著分化阶段，核心仍需优选 Q2 业绩领先行业及后续增长逻辑顺畅的个股。维持前期观点，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，尤其关注多品类融合推进较快、整装渠道布局领先的企业，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。

■ **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：公司组织架构调整在 5 月第二周已经基本完成，营销端中高层定编、定岗、定员完成。从 5 月第二周开始，在调整后的组织架构下，区域管理最末端的领导班子已经逐步下沉到市场，将总部已经制定的相关业务节奏在市场进行宣导和磨合。

- **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 12x，在业绩逐步兑现下，公司估值具备较大修复空间。

动态：1) 6 月 26 日，索菲亚举行 2023 华鹤整家定制品牌战略发布会，华鹤将木门、墙板、衣柜、橱柜、家具深度融合，满足中高端消费者对一站式整体解决方案的需求。

2) 根据调研反馈，公司将加大对 AI 重视程度，已成立对应项目组。

- **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：公司年中大促时间为 6.15-7.16 (25 周年庆)，据渠道调研反馈，截至 6.26 第一阶段在高目标制定的情况下完成率较好，整体前端接单优于 5 月及 6 月上旬。

- **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：公司 618 活动期间零售录单总额达 27.58 亿元，同比增长 27%，一体化整家业务占比已达 29%。

- **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-58/-267/-400 元/吨。

2) 根据公司调研反馈，内销方面，公司今年目标新开 600-1000 家梦百合门店及 100 家里境门店。外销方面，Q2 欧洲出口订单已开始显现好转，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。

- **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。

- **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：公司 618 大促活动销售较旺，截至 6 月 18 日 23 点 59 分，芝华仕全网成交额突破 9.6 亿元，一举揽下天猫、京东、抖音、快手、唯品会等多个电商平台行业类目 TOP1。

2.2 新型烟草板块

雾化电子烟板块，国内市场方面，随着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，根据终端渠道反馈，Q2 起逐月销售环比提升，国内产业链各环节经营情

况 Q2 起也正逐步改善，后续有望呈现逐季提速态势。海外市场方面，思摩尔一次性烟合作品牌持续增多，一次性烟同比有望快速增长，随着下游对 Feelm Max 的认可度提升，其下半年一次性烟有望环比加速发力。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) 亿纬锂能全资孙公司 EBIL 持有思摩尔国际股票 19.02 亿股，约占思摩尔国际已发行股份总数的 31.27%。该公司拟通过大宗交易方式择机减持 EBIL 持有的不超过思摩尔国际股票的 3.5%。

2) 6 月 29 日，日烟宣布将停售 HNB 设备 Ploom Tech，并计划在夏季推出新品牌 WITH。

2.3 造纸板块

造纸：外盘浆连续 2 月报价小幅上涨预示浆价企稳，CCER 重启预期提升，关注林业碳汇相关标的。Arauco/Suzano 7 月报价上涨 30 美元/吨，但整体交投清淡，需求疲弱预期+现货集中到港，预计 2H 现货浆价延续低位运行，行业盈利底+库存底已出现，重点关注补库+需求转暖预期催化，关注竞争格局更优的特种纸盈利弹性兑现，左侧布局大宗纸。6 月底，生态环境部在新闻发布会上表示，力争年内启动全国温室气体自愿减排交易市场，《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》即将发布征求意见稿。从准备进度来看，基本搭建完成了启动自愿减排交易所需的基础设施。组织建设了全国统一的自愿减排注册登记系统和交易系统，目前两系统已完成初步验收，具备上线运行的基本条件，林业碳汇作为 CCER 一部分，重视相关标的价值重估。

■ **太阳纸业：**3 月起的浆价快速下行对纸价压力测试或已充分体现，太阳逐渐度过不确定利空期，底部扎实；后续重点关注的催化点：①淡季过后，低库存下小旺季招标催化文化纸涨价（23 年 8 月中旬）；②海外浆价后企稳向上，重启低价国浆+低价自供浆相对优势（或于 24Q2 后）；③大宗纸产业链低库存下，内需修复。

动态：本周 70g 双胶纸企业含税均价为 5437.1 元/吨，环比降幅 1.7%，出版需求支撑下，大型工厂生产情况基本稳定，同时库存压力略有缓解。观望气氛偏浓郁。157g 铜版纸企业含税均价为 5507.1 元/吨，环比降幅 1.7%。目前部分纸企延续出版供货，社会面需求表现延续不振，木浆价格低位盘整同时相邻纸种走弱。

2.4 宠物板块&轻工消费

宠物：乖宝取得上市注册批文，宠物板块出口订单拐点+汇率贬值提升业绩修复斜率。618 顺利收官，根据星图数据，宠物食品全网销额超 50 亿元，国产品牌凭借品类优化组合升级、更积极的价格策略取得靓丽成长，且前十名榜单显示已基本实现经济+大众价格带的全面国产替代。2) 外销：下游去库存基本结束，5 月宠物食品出口延续环比修复，同比修复节奏偏温和。推荐重点标的【乖宝】、【中宠】、【佩蒂】、【依依】。

618 重点宠物品牌表现：

品牌表现：国产品牌快速发展，麦富迪稳居头部。618 期间，麦富迪（乖宝）全网销售 2.73 亿元，稳居国产品牌头部，弗列加特（乖宝）低基数下实现 211%同比增长。中宠旗下 ZEAL、顽皮、领先抖音平台 GMV 增长显著。MEATYWAY（佩蒂）零食产品表现优异。

品类发展：冻干/高鲜肉引领品类迭代，市场细分思路渐显。

乖宝：麦富迪 barf、羊奶肉系列表现良好，大众市场占有率高；弗列加特以冻干类产品引领，专注中高端市场。

中宠：ZEAL 以零食品类为主，三位数增长表现良好；领先以低温烘焙粮优化产品结构，销量同比增长超 500%。

佩蒂：MEATYWAY 深耕犬类零食市场，细分市场表现亮眼。

图表2: 2023年618宠物品牌战报

23年618宠物品牌战报汇总【国金轻工】		
公司	品牌	618战报
乖宝宠物	麦富迪	<p>天猫/抖音/拼多多品牌排名均TOP1, 京东TOP2。全网销售2.73亿元, 同增37%; 累计发货200+万件, 同增70%。品牌猫零食和狗食品在天猫/京东排名均TOP1。</p> <p>天猫: 双拼粮/barf/羊奶肉销售1300/1000 (+157%)/800 (+213%) 万, 老年犬牛肉双拼粮/冻干羊奶棒/成犬训狗牛肉干在不同榜单TOP1。</p> <p>京东: 肉粒冻干双拼猫粮/无谷牛肉双拼粮/薄切肉脯位居细分榜单TOP1。</p>
	弗列加特	<p>全网成交额突破2800万, 同比增长211%。</p> <p>天猫: 天猫官旗成交额突破1500万, 同比增长超200%; 猫全价冻干粮、猫全价湿粮/主食罐品牌排名第四位。</p> <p>抖音: 抖音官旗成交额突破870万, 同比增长超600%;</p> <p>京东: 京东官旗成交额突破356万, 同比增长194%。</p> <p>产品维度: 弗列加特高肉粮销售额突破1000万; 弗列加特全价主食冻干销售额突破1000万。</p>
中宠股份	ZEAL	<p>天猫: 进口犬零食第一, 旗舰店排位上升13位; 0号罐全价主食罐/犬猫配方宠物牛奶分别销售8万罐/10万瓶。</p> <p>京东: 会员数同增142%。抖音(顽皮&zeal) GMV同增349%。</p>
	顽皮	<p>天猫: 犬零食第四, 双鲜粮/62%鲜肉粮/鲜封包/猫条, 销售150/100/100万/115万支; 四拼粮/鲜食力GMV同增125%/124%。</p> <p>京东: 猫零食第五; 双鲜粮GMV同增314%。全品牌在京东/拼多多/抖音(顽皮&zeal), GMV同增59%/94%/349%。</p>
	领先	<p>天猫: 猫主食罐第一, 全品牌GMV同增209%。</p> <p>京东: GMV同增149%。</p> <p>抖音: GMV同增277%。烘焙猫粮/猫主食罐, 全网销售4万袋/110万罐。</p>
佩蒂股份	爵宴	<p>全网销售额超1500万元。</p> <p>天猫: 狗零食单品榜(鸭肉干) TOP1, 狗零食品牌榜TOP2, 狗零食品类热销店铺TOP2;</p> <p>京东: 狗零食热销单品TOP2, 京东狗零食品牌热销榜TOP3。</p> <p>狗罐头(新品): 天猫狗罐头TOP8, 抖音回购榜TOP4。</p>

来源: 各公司官方公众号, 国金证券研究所

- 洪九果品:** 公司是全国领先的多品牌鲜果集团, 以榴莲为首的六大核心单品, 聚焦高端进口水果, 上游锁定优质果品+稀缺性果园资源构筑核心壁垒形成产业链溢价, 看好单品市占率提升, 积极拓展菲律宾、智利等海外产区布局, 中期角度看好品类拓展带动强成长。

动态: 近期泰国榴莲业务进展, 公司于昨日(6月8日)夜间从中老铁路起点万象南站发出一整列(28个货柜)的400吨洪九泰好吃榴莲, 预计6月12日到达重庆、6月13日到达成都。此次榴莲专列再次开创行业先河, 在此过程中洪九得到了上下游及境内各地政府和国企机构的鼎力支持, 验证了在行业内的话语权, 具有韧性的业务前景以及强大的资源整合能力。

- 名创优品:** 线下性价比品牌连锁零售龙头, 受益于疫情复苏、品牌升级、海外扩张, 调高23年开店节奏预期(从250~350家提升至350~450家), 持续看好后续国内单店修复和展店节奏超预期, 中期海外市场在直营市场优化趋势下有望进一步打开成长空间。

动态: 公司发布FY2023Q3(截至20230331)业绩, 单季度营收29.5亿元, 同比+26%; 归母净利润4.66亿元, 同比+382.1%; 经调整净利润4.83亿元, 同比+366.3%。经调整净利润超出前期业绩预告。至季度末, MINISO总门店数达5,514家, 环比+74家; 国内/海外分别+58/+16家。业绩超预期主要来自于毛利率的改善。FY2023Q3公司毛利率39.3%, 同比+9.1pct/环比-0.6pct, ①产品结构升级助力毛利率持续提升; ②毛利率较高的海外业务增速突出, 占比有所提升。4月份国内线下GMV增加了约80%, 单店GMV增加了约50%, 其中50%的单店GMV增长来自客单价以及订单数量的高增长。

- 中宠股份:** 短期外销订单修复优于预期。国内新高管上任优化运营思路, 有望开启高质量成长。与梯媒龙头分众合作强化顽皮品牌露出, 今年主推中高端价格带(>

45 元/kg) 高鲜肉粮大单品, 看好干粮毛利率稳步提升; ZEAL 重要品类提价强化高端品牌形象, 主推 0 号湿粮罐, 大单品运营思路清晰; 领先保持线上新品高举高打策略, 预计保持三位数成长。产品运营思路升级趋势下看好公司内销资源投放效率提升, 盈利模型优化效果可期。

动态: 根据渠道调研反馈, 4 月出口业务 (不含美国工厂) 出货额转正, 恢复节奏快于预期, 美国工厂保持双位数增长, 净利率预计达 20% 以上创新高; 基于下游客户结构分散度、美国产能韧性, 预计从节奏上, 公司在宠物板块各品类/公司中外销订单修复领跑。我们预计 4 月份整体海外业务或恢复至高单个位数/低双位数增长, 5 月延续好转趋势, 2Q 预期有望调高至中单高个位数增长。外销好转原因: ①客户库存清理完毕、且下游客户结构较优, 根据海关出口数据, 3 月出口量 2.19 万吨, 同比-15.2%, 北美出口降幅延续收窄, 欧洲首次转正, 日韩连续两月正增; ②美国展会有新客户斩获, 4 月份部分工厂订单来自展会。

内销: 新到高管开启 BU 制改革, 大单品趋势渐显, 高质成长有望于 2Q 起兑现。①顽皮保持 30%+ 成长, 加速发力高毛利高端主粮, 与分众传媒合作强化品牌形象曝光, 后续品牌势能提升效果值得期待; ②Zeal 高端形象稀缺性凸显, 0 号主食罐在零食罐 1Q 去库存结束、进入山姆渠道, 进入快速推广期; ③领先 Topress 主打大单品策略, 99 主食罐、新品烘焙粮等差异化竞争, 保持三位数快速增长趋势。

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3: 全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
6.25	美国疾控中心: 过去三年电子烟销售额增长近 50% 一次性份额从 24.7% 上升至 51.8%	美国疾病控制与预防中心 (CDC) 市场分析的首席作家法特玛·罗梅 (Fatma Romeh) 表示: “2020 年至 2022 年电子烟总销售额的激增主要是由于非烟草味道的电子烟销售增长, 如薄荷味在预装烟弹市场的主导地位, 以及水果和糖果味在一次性电子烟市场的领先地位。” 数据显示, 尽管 2020 年 1 月一次性电子烟约占总销量的不到四分之一, 但 2022 年 3 月一次性电子烟销量超过了换弹式电子烟销量。数据显示, 美国市场的电子烟品牌数量正在呈现不断增加的状况。在 CDC 研究期间, 美国市场的电子烟品牌总数增加了 46.2%, 从 184 个增加到 269 个。
6.27	帝国烟草 6500 万英镑收购尼古丁袋业务 将于 2024 年进军美国口含烟市场	帝国烟草 (ITG) 在官网发布公告称, 其以 6500 万英镑的价格收购了加拿大 TJP 实验室的尼古丁袋业务, 以进军美国口含烟市场。收购完成后, ITG 决定在 2024 年以全新品牌在美国重新推出该系列产品, 共计 14 种。TJP 则将继续按合同为 ITG 生产尼古丁袋。”
6.29	IQOS ILUMA 获 “2023 年韩国消费者选择奖” 加热不燃烧类最佳品牌奖	菲莫国际韩国公司宣布旗下产品 IQOS ILUMA 在 “2023 年韩国消费者选择奖” 加热不燃烧类别获得最佳品牌奖。本次消费者大奖由东亚日报主办和监督, 韩国研究院和韩国消费者评价委员会负责消费者研究和评价。

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 (6.26-6.30) 30 大中城市成交面积同比下降 31.0%, 累计同比增长 2.3%。

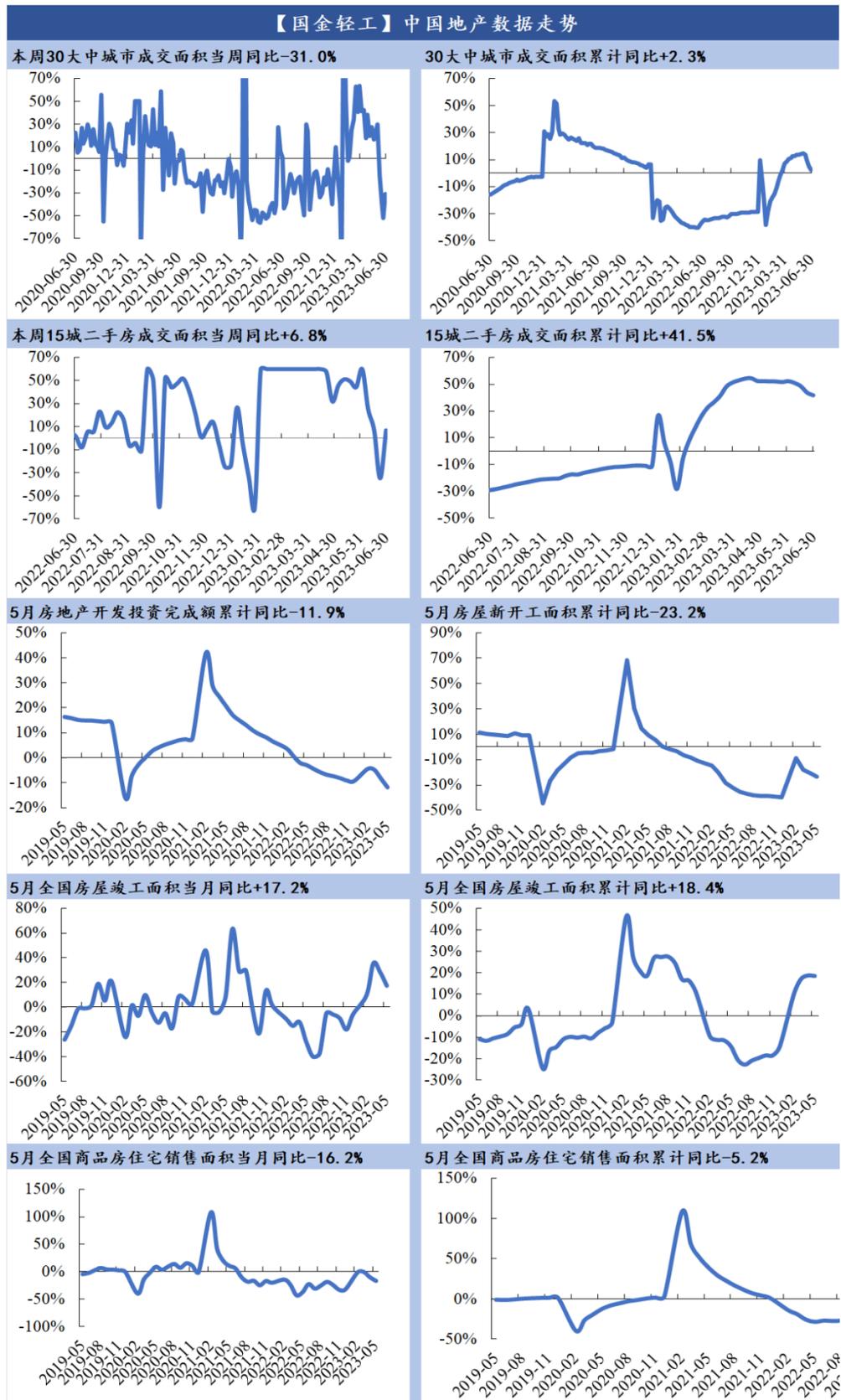
周度二手房成交面积: 本周 (6.26-6.30) 15 城二手房成交面积同比增长 6.8%, 累计同比增长 41.5%。

房地产开发投资完成额：23 年 1-5 月累计同比下降 11.9%，房屋新开工面积累计同比下降 23.2%。

月度竣工面积：23 年 1-5 月全国房屋竣工面积同比增长 18.4%，单 5 月同比增长 17.2%。

月度销售面积：23 年 1-5 月全国商品房住宅销售面积同比下降 5.2%，单 5 月同比下降 16.2%。

图表4：中国地产数据走势



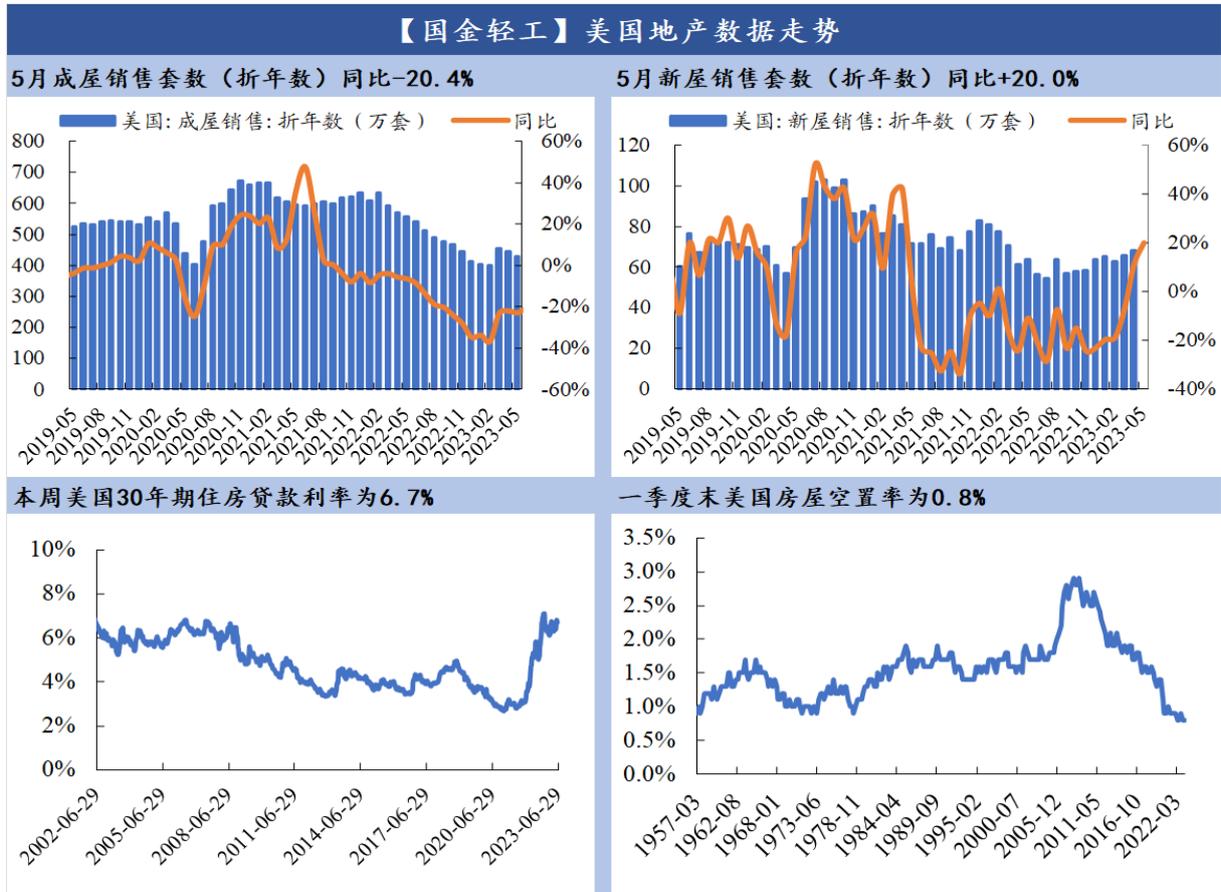
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2023年5月成屋销售套数（折年数）同比下降20.4%，2023年5月新屋销售套数（折年数）同比增长20.0%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.7%，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5：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

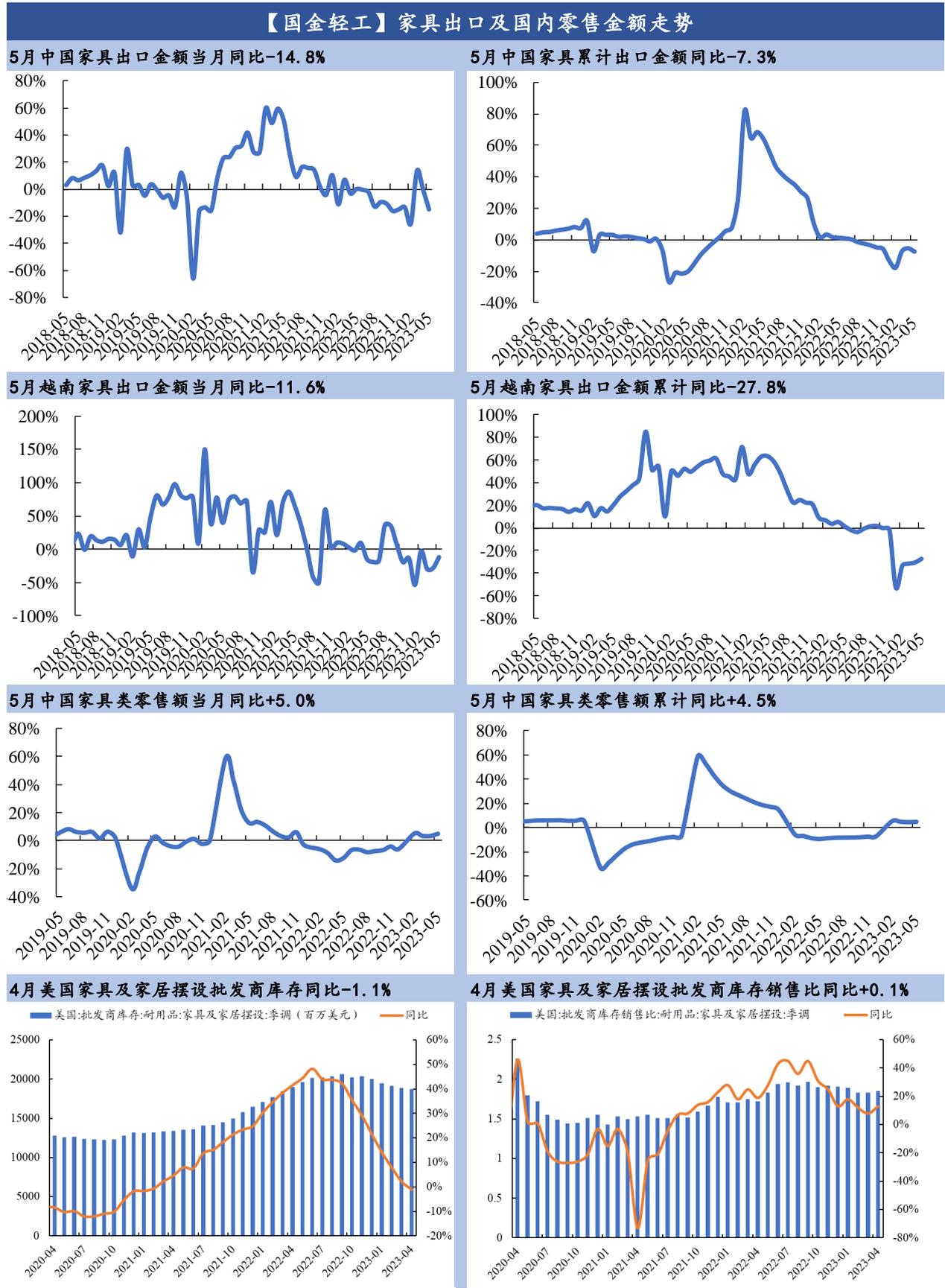
3.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额 2023 年 5 月当月同比下降 14.8%，累计同比下降 7.3%。
越南家具出口金额 2023 年 5 月美元计价同比下降 11.6%，1-5 月美元计价累计同比下降 27.8%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存 2023 年 4 月当月同比下降 1.1%，库存销售比同比增长 0.1pct。

国内家具零售额：2023 年 5 月中国家具类零售额同比增长 5.0%，1-5 月累计同比增长 4.5%。

图表6: 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

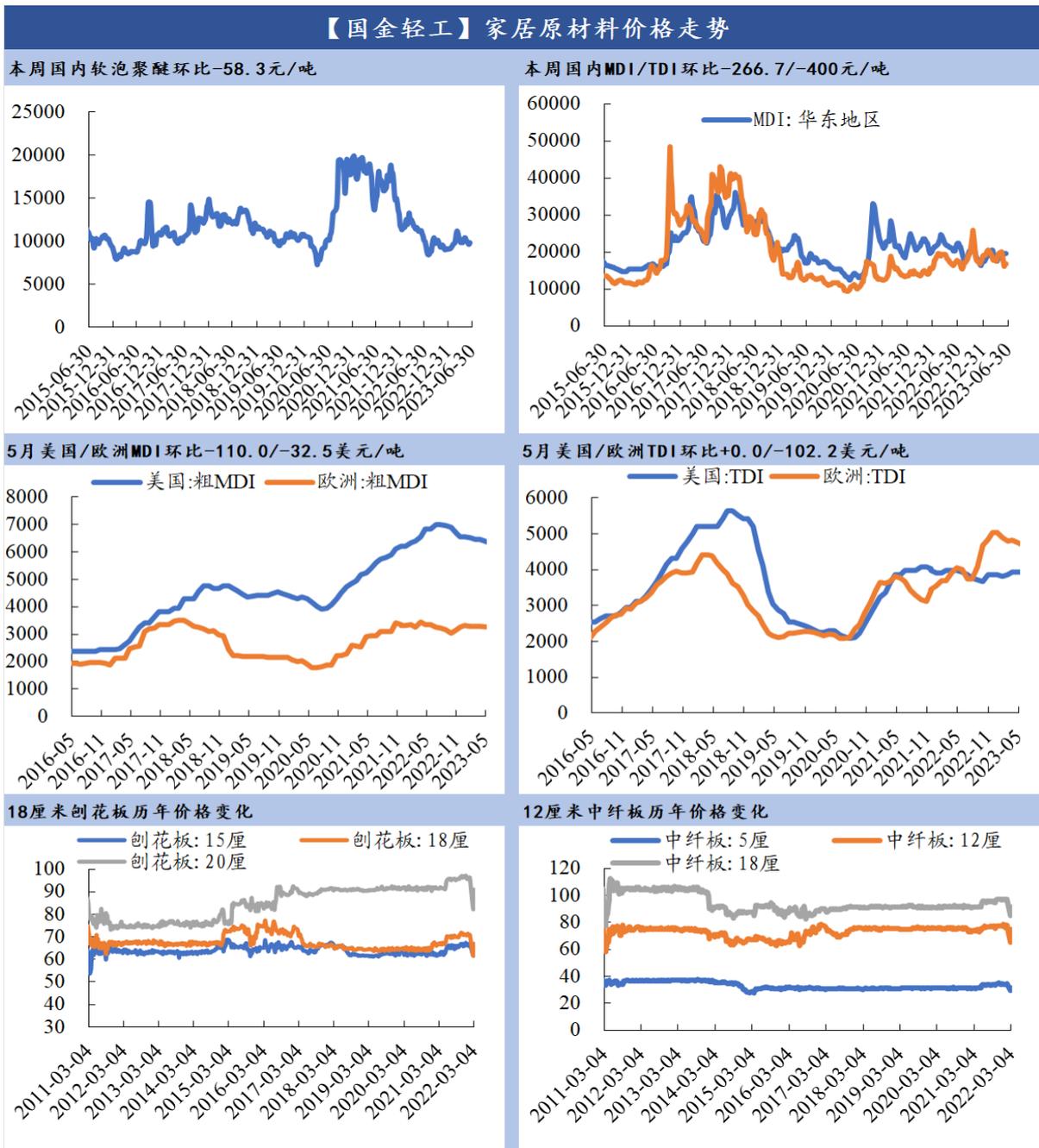
本周国内软泡聚醚均价为 9658.3 元/吨，环比上周下降 58.3 元/吨，今年以来截止 6.16 均价为 9936.7 元/吨，较 2022 年均价下降 5.7%。

本周国内 MDI 均价为 19033.3 元/吨，环比上周下滑 266.7 元/吨，今年以来截止 6.16 均价为 18922.0 元/吨，较 2022 年均价下降 8.1%。

本周国内 TDI 均价为 17066.7 元/吨，环比上周下 400 元/吨，今年以来截止 6.16 均价为 18568.5 元/吨，较 2022 年均价上升 1.4%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 5 月环比下降 110.3 美元/吨，TDI 价格环比持平；欧洲地区 MDI 价格 5 月环比下降 32.5 美元/吨，TDI 价格环比下降 102.2 美元/吨。

图表7：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8：本周纸品及原材料价格变动一览

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	23年4月	23年5月	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	5885	5511	5415	-18
	阔叶浆	6395	827	6674	279	6662	-12	5940	-721	4298	4073	4176	-39
	化机浆	5517	619	5408	-109	5402	-7	5365	-36	4653	4090	3940	-27
废纸系	国废黄板纸	2343	34	2119	-224	1969	-150	1678	-291	1570	1609	1560	-2
纸品													
木浆系	双胶纸	6155	293	6245	90	6658	413	6691	33	6535	6126	5408	-61
	铜版纸	5593	125	5491	-102	5657	166	5682	25	5630	5447	5210	0
	白卡纸	6374	268	5642	-732	5301	-341	5117	-185	4687	4531	4180	-30
废纸系	箱板纸	4844	-44	4705	-139	4484	-220	4277	-207	3974	3969	3868	-25
	瓦楞纸	3725	-138	3464	-261	3325	-138	3140	-185	2865	2893	2763	-17

来源：卓创资讯，国金证券研究所；注：周度核算时间为 2023 年 06 月 25 日至 2023 年 06 月 29 日

3.3.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料：

本周进口木浆现货市场价格偏弱运行，浆市交投氛围转淡。影响价格走势的因素主要有以下几方面：第一，下游原纸市场重心稳中下移，抑制业者原料采买积极性，浆市交投转淡；第二，进口木浆新一轮外盘公开报价呈现稳中上扬态势，同时近日温哥华码头及仓库工会发出 72 小时罢工预警，消息面利好于提振浆市信心，但对现货市场实际影响需进一步跟进；第三，上海期货交易所纸浆期货主力合约价格在区间内运行，而现货市场中业者考量自身情况出货，期现联动性减弱，浆价偏弱运行。

卓创资讯监测数据显示，截至 6 月 29 日，本周进口针叶浆周均价 5415 元/吨，较上周下跌 0.33%，由涨转跌；进口阔叶浆周均价 4176 元/吨，较上周回落 0.93%，跌幅收窄 0.15 个百分点；进口本色浆周均价 5133 元/吨，较上周回落 0.10%，跌幅收窄 0.46 个百分点；进口化机浆周均价 3940 元/吨，较上周回落 0.68%，跌幅放大 0.35 个百分点。

图表9：本周上期所针叶浆期货收盘价 5184 元/吨，环比上周+26 元/吨



来源：卓创资讯，国金证券研究所

2) 成品纸：

本周铜版纸市场价格横盘整理。据卓创资讯数据显示，本周 157g 铜版纸市场均价为 5210 元/吨，较上周持平，趋势由跌转稳。影响价格走势的主要因素有：第一，本周纸厂延续稳盘状态，少量继续交付订单；第二，经销商出货平平，个别存有让利意向，但收效一般；第三，社会面新单不足，部分业者心态仍偏悲观。

本周双胶纸市场价格仍有下行表现。据卓创资讯数据显示，本周 70g 木浆双胶纸市场均价

为 5555 元/吨，环比下调 168 元/吨，跌幅为 2.94%，本周跌幅较上周扩大 1.39 个百分点。影响价格走势的主要因素有：第一，规模纸厂本周接单情况稍见转好迹象，中小厂家表现一般，执行稍偏灵活；第二，经销商方面订单平平，社会需求缺乏有效利好，部分经销商出货价仍有松动；第三，华南地区个别大产能投产，供应端潜在压力增加。

本周双胶纸市场价格延续偏弱走势。据卓创资讯数据显示，本周 70g 木浆双胶纸市场均价为 5408 元/吨，较上周下调 61 元/吨，跌幅为 1.12%，跌幅较上周收窄 0.43 个百分点。影响价格走势的主要因素有：第一，部分规模纸厂继续交付出版订单，中小纸厂灵活排产，个别混浆纸少量走单；第二，印厂采买维持刚需策略，建库积极性不高，需求支撑有限；第三，上游纸浆价格松动，成本面缺乏利好。

本周其他文化用纸市场个别微降。卓创资讯数据显示，新闻纸均价为 5900 元/吨，较上周下滑 60 元/吨，跌幅为 1.01%，本周趋势由稳转跌；静电复印纸均价为 5200 元/吨，较上周持平，本周继续稳定运行；轻型纸均价为 5800 元/吨，较上周延续稳定，本周趋势仍显平稳。

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基本稳定。据卓创资讯数据显示，本周（6月25日至6月29日）废黄板纸市场周均价为 1560 元/吨，环比下跌 0.13%，与上周相比跌幅收窄 0.13 个百分点。影响价格运行的原因有以下几个方面：第一，龙头纸企废黄板纸采购价格多数稳定；第二，因降雨天气范围扩大，局部废黄板纸供应略微减少；第三，多数纸厂对废黄板纸采购价格持稳。

本周废书页纸市场价格小幅下跌。据卓创资讯数据显示，本周（6月25日至6月29日）废书页纸周均价为 1826 元/吨，环比下跌 0.33%，较上周跌幅收窄 1.18 个百分点。价格下跌原因有以下几个方面：第一，国内成品纸需求较弱，纸企采购意愿不强；第二，随着暑期到来，市场对废书本还有一定上量预期。但随着废书页纸价格持续下跌，且多地的阴雨天气，打包站回收积极性偏弱，市场交投放缓，废书页纸价格跌幅收窄。

本周废纯报纸市场价格继续走高。据卓创资讯数据显示，本周（6月25日至6月29日）废纯报纸周均价为 2870 元/吨，环比上涨 0.77%，与上周相比涨幅扩大 1.33 个百分点。废报纸市场价格再度上涨的主要原因，国内废报纸货源供应相对偏紧，部分纸企有一定的备库意向。

2) 成品纸:

本周瓦楞纸市场弱势整理，局部成交下调 50 元/吨。据卓创资讯监测数据显示，本周（6月25日至6月29日）中国 AA 级瓦楞纸 120g 市场周均价 2763 元/吨，较上期均价下调 17 元/吨，环比跌幅 0.61%，较上周均价跌幅扩大 0.11 个百分点，同比跌幅 23.80%。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面：首先，规模纸厂天津、太仓基地限期让利政策继续执行，东莞基地下调 50 元/吨，加重市场看跌气氛，区域内成交重心下移；其次，主要原料废纸价格基本稳定，受上下游产品相互传导效应，对纸价指引性不强；最后，下游包装厂订单跟进欠佳，开机率偏低，对瓦楞纸消耗量一般，采购意愿不强。

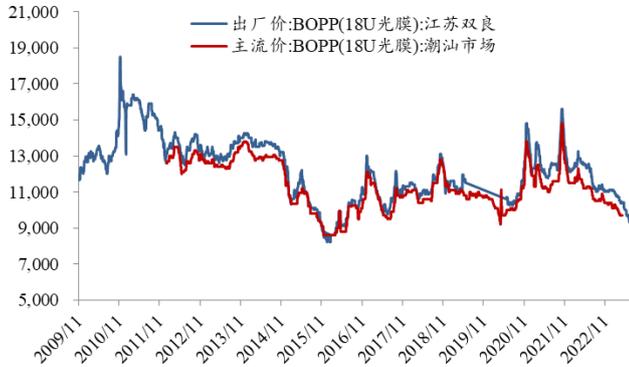
本周箱板纸市场稳中下滑，调整幅度 50-150 元/吨。据卓创资讯监测数据显示，本周（6月25日至6月29日）中国箱板纸市场周均价 3868 元/吨，较上期均价下调 25 元/吨，环比跌幅 0.64%，较上周跌幅扩大 0.41 个百分点，同比跌幅 19.84%。当前影响市场的主要因素有：首先，规模纸厂天津、太仓基地继续执行优惠政策，东莞基地价格下滑 50 元/吨，市场看空气氛较为浓厚，中小纸厂跟随，局部地区市场成交重心下移，整体交投偏淡；其次，下游包装厂新单不足，开工率较低，原纸采购谨慎为主；最后，上游主要原料废纸价格基本稳定，成本支撑有限。

3.3.3、其他材料价格变动一览

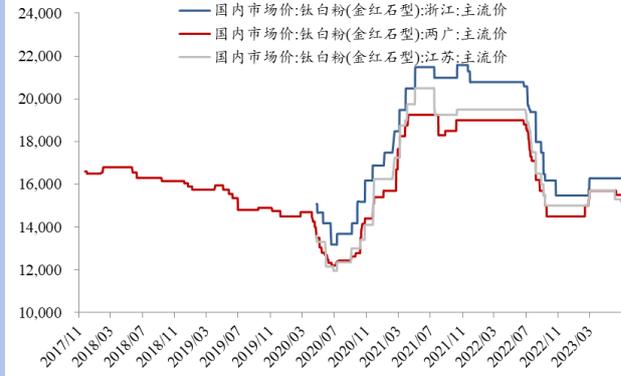
图表10: 其他材料价格变动

【国金轻工】其他材料价格走势

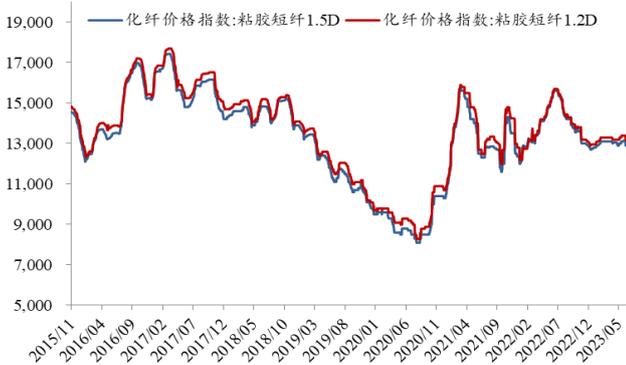
本周BOPP膜9400元/吨，环比较上周保持不变



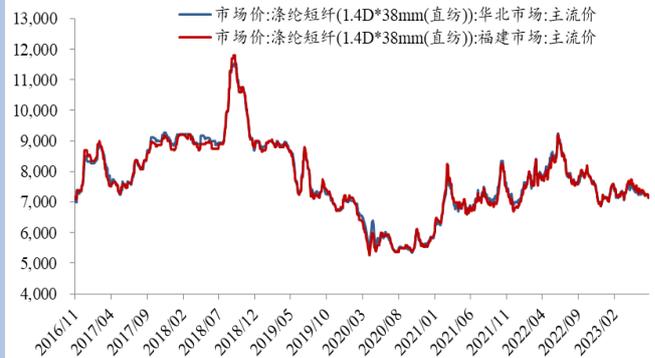
本周钛白粉15200元/吨，环比-100元/吨



本周粘胶短纤13200元/吨，环比较上周保持不变



本周涤纶短纤7200元/吨，环比-60元/吨

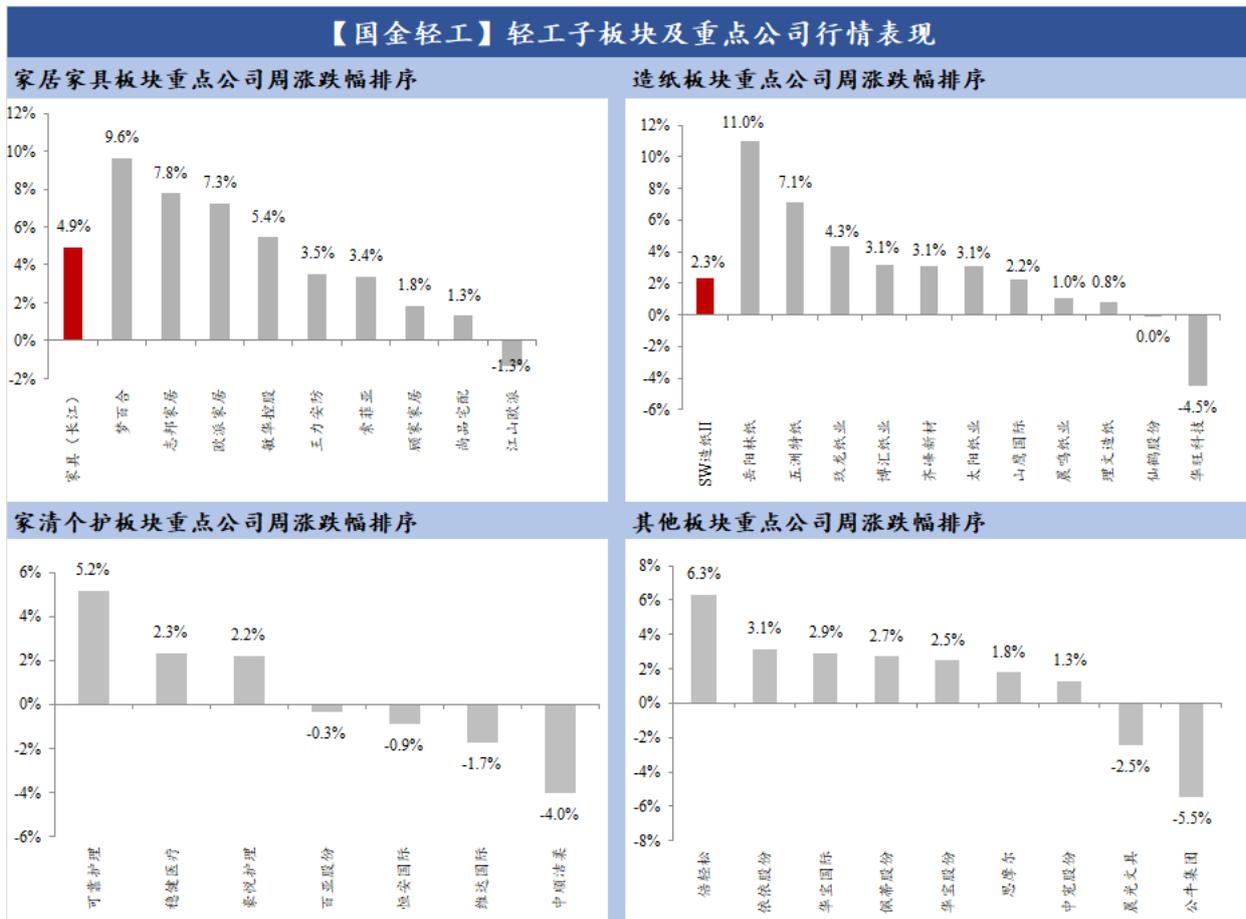


来源: wind, 国金证券研究所

四、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表11: 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 2023.06.30

五、重点公司估值及盈利预测

图表12: 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	149	-4.0%	-18.4%	3.5	8.0	9.3	10.7	42.5	18.6	15.9	14.0	买入	2.8
	3331.HK	维达国际	235	-1.7%	-14.0%	7.1	13.2	16.0	18.5	33.2	17.8	14.7	12.7	买入	2.0
造纸	002078.SZ	太阳纸业	299	3.1%	-7.2%	28.1	31.0	36.0	40.7	10.6	9.6	8.3	7.3	买入	1.3
	600567.SH	山鹰国际	102	2.2%	-7.7%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-4.5	10.7	7.3	5.9	买入	0.8
	605377.SH	华旺科技	60	-4.5%	-24.5%	4.7	5.7	6.6	8.4	12.8	10.5	9.1	7.1	买入	1.6
	603733.SH	仙鹤股份	147	0.0%	-30.6%	7.1	11.8	15.1	18.5	20.7	12.5	9.7	7.9	买入	2.2
定制	002572.SZ	索菲亚	159	3.4%	-0.2%	10.6	12.7	15.2	17.8	14.9	12.5	10.5	8.9	买入	2.7
	300616.SZ	尚品宅配	40	1.3%	4.0%	0.5	2.5	3.0	3.6	87.0	16.1	13.4	11.2	买入	1.2
	603833.SH	欧派家居	584	7.3%	-21.2%	26.9	31.5	36.7	42.6	21.7	18.6	15.9	13.7	买入	3.6
	603801.SH	志邦家居	103	7.8%	22.8%	5.4	6.5	7.7	9.1	19.2	15.8	13.4	11.3	买入	3.5
软体	603816.SH	顾家家居	314	1.8%	-10.7%	18.1	21.0	24.7	28.8	17.3	14.9	12.7	10.9	买入	3.4
	1999.HK	敏华控股	204	5.4%	-32.7%	25.2	28.5	32.9	-	8.1	7.2	6.2	-	买入	1.8
	603313.SH	梦百合	49	9.6%	-5.4%	0.4	3.2	4.7	6.5	117.7	15.3	10.3	7.5	买入	1.6
其他消费轻工	605009.SH	豪悦护理	75	2.2%	-5.2%	4.2	5.3	6.3	7.4	17.6	14.0	11.8	10.1	增持	2.4
	6969.HK	思摩尔	400	1.8%	-33.7%	25.1	24.5	29.9	36.3	15.9	16.3	13.4	11.0	买入	2.2
	002891.SZ	中龙股份	71	1.3%	8.4%	1.1	1.4	2.3	2.8	67.0	51.1	30.9	25.4	增持	3.4
	001206.SZ	依依股份	27	3.1%	-12.8%	1.5	1.9	2.2	2.5	18.2	14.8	12.7	10.9	买入	1.5
	603899.SH	晨光股份	414	-2.5%	-17.9%	12.8	17.8	21.4	25.0	32.3	23.2	19.3	16.6	买入	5.8

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2023.06.30

六、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：021-60753903	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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806