

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：好博窗控招股书梳理-家装门窗控制装置龙头，强客户粘性

行业观点更新：

- **好博窗控招股书梳理：**公司是系统门窗控制装置及整体方案提供商，处于门窗行业中上游，主要为家装门窗厂提供门窗配件或整体解决方案。2022年公司营收/归母净利润分别同比增长19.7%/61.2%至8.0/0.9亿元，其中直销/经销占比分别为37.5%/62.5%。公司目前覆盖超5000家门窗厂，众多知名品牌均为公司客户，并且公司2022年的前30大直销客户中有24家合作年限超过8年。公司客户覆盖广、质量高、粘性强，主要由于：1) 规模效应带来的单位成本优势；2) 持续研发投入推动产品迭代快速响应需求；3) 科学合理的销售模式带来扩张速度优势。
- **家居：**受益于相关政策出台预期增强的催化，本周家居板块估值显著修复。延续此前观点，无论政策落地速度与效果如何，23H1地产竣工交付确有改善，这将对于Q3起家居需求改善构成实质支撑，考虑22H2家居行业各公司基数节奏，23Q3至24Q1家居板块有望呈现逐季加速改善趋势。其中若后续相关旧改政策加速推进，根据测算，预计在旧改需求刺激下，衣柜、窗等品类需求规模提升或将更为明显。整体来看，一方面建议重点布局多品类融合顺畅、客单价提升逻辑较强的企业，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。
- **新型烟草：**国内市场方面，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，根据终端渠道反馈，逐月销售环比提升趋势延续，国内产业链各环节经营情况正逐步改善，后续有望呈现逐季提速态势。海外市场方面，一次性雾化烟需求依然较为火热，中国23年1-6月出口金额同比增长29.2%至54.8亿美元，其中6月出口同比增长10.4%至9.4亿美元，关注产业链中相关受益企业。
- **造纸：浆价企稳弱反弹，涨价函催化下板块情绪有所提振。**Arauco8月阔叶浆报价525美元/吨（环比上涨10美元/吨），纸浆价格企稳预期加强，近期伴随白卡文化纸发布涨价函板块情绪回暖，浆纸系价格企稳部分弱反弹，伴随后续涨价函发放、情绪催化下仍具备向上空间，结合板块在下游悲观预期下仍处于主动去库阶段，且实际库存水平处于低位，有望形成后续向上的催化剂。由于需求端恢复程度仍处于观望阶段，优先重点关注格局较优的纸种：文化纸、装饰原纸等。
- **宠物：6月海关出口数据温和修复，近期关注乖宝宠物创业板上市。**宠物食品出口整体恢复至21同期98%，北美恢复改善较快（5/6月恢复至21同期71%/83%），伴随下半年基数下降整体压力不大，宠物用品受去库/消费力影响恢复节奏仍偏慢。乖宝宠物有望8月16日于创业板上市，22/23Q1公司营收34/9.04亿元（同比+31.9%/+24.5%），归母净利润分别为2.67/0.85亿元（同比+90.3%/+93.7%），作为国产宠物食品品牌龙头，公司主品牌麦富迪品牌势能提升期，高端副牌弗列加特快速推新成长。伴随国产宠食品牌借助渠道优势（天猫、抖音）、产品力层面差异化表现，已在部分价格带实现对外资品牌阶段性的弯道超越，我们认为伴随品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。

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）、顾家家居（软体+定制品类融合销售加速，Q3起外销拖累消除）、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）。
- **造纸板块：**推荐太阳纸业（下游需求修复&成本压力缓解看好盈利修复，估值处于历史低位）。
- **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、好博窗控招股书梳理：家装门窗控制装置龙头，多维度确保客户强粘性.....	4
1.1 分品类及渠道经营情况梳理.....	4
1.2 为何公司客户覆盖广、质量高、粘性强？.....	7
二、本周重点行业及公司基本面更新.....	9
2.1 家居板块.....	9
2.2 新型烟草板块.....	11
2.3 造纸板块.....	11
2.4 宠物板块.....	11
2.5 出口链&轻工消费.....	12
三、行业重点数据及热点跟踪.....	13
3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	13
3.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	13
3.3 造纸板块行业高频数据跟踪.....	18
四、本周行情回顾.....	20
五、重点公司估值及盈利预测.....	20
六、风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 公司所处家装门窗行业产业链.....	4
图表 2： 好博窗控历年营收及 yoy（百万元，%）.....	4
图表 3： 好博窗控历年归母净利润及 yoy（百万元，%）.....	4
图表 4： 好博窗控主营产品类拆分.....	5
图表 5： 好博窗控门窗控制装置细分品类拆分.....	5
图表 6： 公司门窗控制装置主要产品介绍.....	6
图表 7： 好博窗控历年营收分销售渠道（百万元，%）.....	7
图表 8： 好博窗控 2022 年各销售渠道营收占比.....	7
图表 9： 好博窗控历年营收分地区（百万元，%）.....	7
图表 10： 好博窗控 2022 年各地区营收占比.....	7
图表 11： 直销模式前 30 大客户拆分.....	8
图表 12： 经销模式前 50 大客户拆分.....	8

图表 13: 2020-2022 公司三大产品销量 (万套)	8
图表 14: 2020-2022 公司三大产品单位成本 (元/套)	8
图表 15: 可比研发费用率	9
图表 16: 可比研发人员占比	9
图表 17: 年采购额在 10 万元以上的门窗厂数量 (家)	9
图表 18: 可比销售费用率	9
图表 19: 全球电子烟行业一周热点回顾	13
图表 20: 中国地产数据走势	14
图表 21: 美国地产数据走势	15
图表 22: 家具出口及国内零售金额走势	16
图表 23: 家居原材料价格走势	17
图表 24: 本周纸品及原材料价格变动一览	18
图表 25: 其他材料价格变动	19
图表 26: 轻工子板块及重点公司行情表现	20
图表 27: 重点公司标的估值及盈利预测	20

一、好博窗控招股书梳理：家装门窗控制装置龙头，多维度确保客户强粘性

1.1 分品类及渠道经营情况梳理

好博窗控是一家系统门窗控制装置及整体方案提供商，处于门窗行业中上游，主要为家装门窗厂提供门窗配件或整体解决方案。具体来看，公司主营的门窗控制装置是门窗产品的配件子系统，控制门窗“启闭停”，主要由铰链、合页、传动壳、执手等五金组件组成，是实现门窗承重、传动锁闭和操控功能的高频使用重要部件。截至目前公司已打造 wehag、HOPO、iHandle 等量产品品牌，客户包括墨瑟、新豪轩、派雅、富轩、轩尼斯等国内知名门窗厂。

图表1：公司所处家装门窗行业产业链

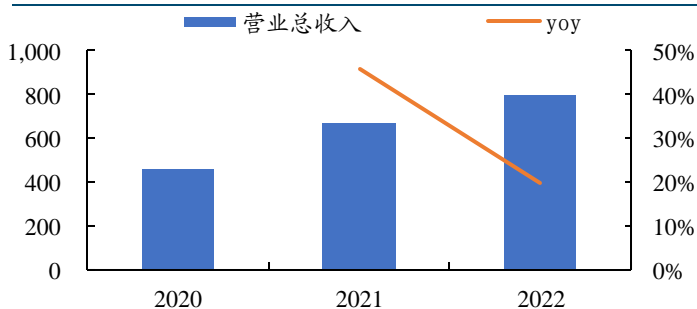


来源：公司招股书，国金证券研究所

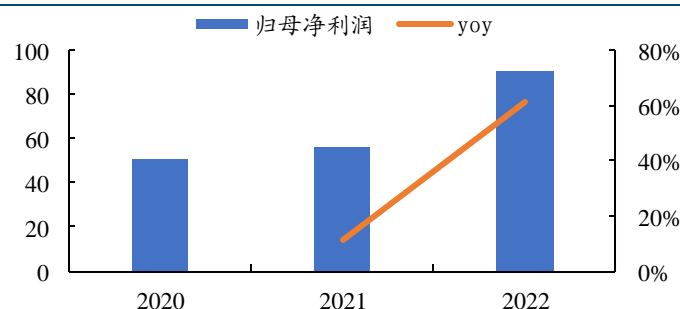
发展历程：公司起步于 2003 年，经营初期采用全制程模式，包括门窗五金产品以及基础五金加工。随着“HOPO”品牌于 2007 年问世，公司积极拓宽产品类型以推动国产替代进程，产品包括推拉门窗和平开门窗的五金组件。自 2012 年开始，公司明确了家装产品的战略方向，专注于产品研发和品牌打造。在销售渠道上公司自 2015 年启用了特许经营商和直营并行的销售模式，大大提高销售效率和市场覆盖率。此后，公司不断完善产品线，并且在 2016 年起明确了在智慧门窗产品和 STORO 系统门窗整体方案上的战略发展方向，目前已经形成了多品类、多品牌的稳定发展模式。

经营情况：经过多年的经营，公司在核心生产技术和销售渠道部署上都积累了一定的经验和优势，因此近年来公司经营状况良好。2020 年到 2022 年公司营业总收入分别为 4.6/6.7/8.0 亿元，21/22 年营收同比+45.6%/+19.7%。同时，公司盈利能力稳步提升，2020 年到 2022 年公司的归母净利润分别为 5034/5618/9053 万元，21/22 年归母净利润同比+12%/+60.7%。

图表2：好博窗控历年营收及 yoy (百万元, %)



图表3：好博窗控历年归母净利润及 yoy (百万元, %)



来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

营业收入按品类拆分：公司当前的主营业务分为门窗控制装置、智能化门窗控制产品、STORO 系统门窗解决方案等。其中门窗控制装置是公司的核心业务，在 2020-2022 年分别实现营业收入 4.3/6.1/7.3 亿元，其中 21/22 年同比+42.4%/+20.6%，在 2022 年占比为 91%。此外，智能化门窗控制产品和 STORO 系统门窗解决方案增长迅速，其中智能化门窗业务主要包括智能门窗控制终端和智能执手，可以通过传感器实现门窗自动控制，与智能家居联动，该业务在 2020-2022 年分别实现营业收入 684/1138/1722 万元，21/22 年同比+66.4%/+51.3%。

图表4: 好博窗控主营产品类拆分

单位: 百万元	2020	2021	2022
营业收入	458.87	668.16	800.07
yoy		45.6%	19.7%
毛利率	30.2%	30.6%	31.2%
其中:			
1) 门窗控制装置	425.24	605.4	728.06
yoy		42.4%	20.3%
占比	92.7%	90.6%	91.0%
毛利率	29.8%	30.8%	31.0%
2) STORO 系统门窗解决方案产品	26.27	50.23	53.80
yoy		91.2%	7.1%
占比	5.7%	7.5%	6.7%
毛利率	39.7%	33.8%	34.6%
3) 智能化门窗控制产品	6.84	11.38	17.22
yoy		66.3%	51.3%
占比	1.5%	1.7%	2.2%
毛利率	28.1%	29.3%	33.4%
4) 其他业务	0.52	1.15	0.98
yoy		121.2%	-14.8%
占比	0.1%	0.2%	0.1%
毛利率	-88.5%	-163.5%	-49.0%

来源: 公司招股书、国金证券研究所

门窗控制装置拆分: 公司主营的门窗控制装置可拆分为内开内倒、窗纱一体、悬挂外开、平开门、执手和其他业务。其中, 内开内倒是目前公司最为核心的产品类别, 2020-2022年公司内开内倒门窗控制装置营业收入分别为 1.0/1.9/2.7 亿元, 毛利率分别为 34.1%/37.2%/40.8%。由于该品类需求较大, 公司在传统内开内倒装置的基础上自主研发了快捷组装方案、隐藏式方案、180°开启隐藏式方案等符合门窗厂客户需求的多种五金方案, 21/22 年同比+83.3%/+39.6%, 在门窗控制装置中占比从 24.4%上升至 36.4%。



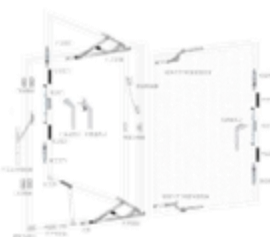



图表5: 好博窗控门窗控制装置细分品类拆分

单位: 百万元	2020	2021	2022
门窗控制装置	425.24	605.40	728.06
yoy		42.4%	20.3%
毛利率	29.8%	30.8%	31.0%
其中:			
1) 内开内倒	103.64	190.00	265.23
yoy		83.3%	39.6%
占比	24.4%	31.4%	36.4%
毛利率	34.1%	37.2%	40.8%
2) 窗纱一体	152.65	200.20	224.71
yoy		31.2%	12.2%
占比	35.9%	33.1%	30.9%
毛利率	21.8%	20.9%	17.2%
3) 执手	52.83	80.86	99.16
yoy		53.1%	22.6%
占比	12.4%	13.4%	13.6%
毛利率	29.8%	27.8%	28.6%

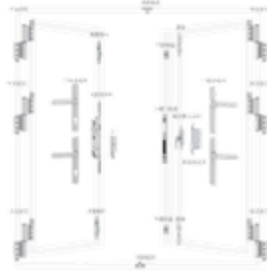
4) 悬挂外开	41.88	51.89	63.39
yoy		23.9%	22.2%
占比	9.9%	8.6%	8.7%
毛利率	38.6%	44.4%	43.4%
5) 平开门	30.59	42.12	45.58
yoy		37.7%	8.2%
占比	7.2%	7.0%	6.3%
毛利率	34.6%	33.3%	30.2%
6) 其他	43.63	40.33	29.98
yoy		-7.6%	-25.7%
占比	10.3%	6.7%	4.1%
毛利率	36.0%	35.4%	30.9%

来源：公司招股书、国金证券研究所

图表6：公司门窗控制装置主要产品介绍

产品类别	公司产品	应用场景图示	产品特点
内开内倒控制装置			<p>内开内倒窗更易于设计保温隔热结构，目前广泛应用于黄河以北地区。公司自主研发的五金方案。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 快捷组装方案，具有防误操作、操作手感好等特点，提升门窗厂客户生产组装效率； 2) 隐藏式方案，具有五金无外露更美观、不损坏胶条的密封结构等特点，提升美观性和节能效果； 3) 180°开启隐藏式方案，适合中国消费者大开启的使用习惯，该方案配备限位防撞功能，提升安全性。
窗纱一体控制装置			<p>窗纱一体广泛应用于长江以南地区，纱网扇可实现防蚊虫、防坠落、安全防盗等功能。窗纱一体控制装置外观件具有多种设计风格可选，可适应不同家装风格。</p> <p>窗纱一体控制装置创新设计平开安全限位器，实现外开窗限制性开启，可防止儿童误操作导致意外坠落。</p>
悬挂外开控制装置			<p>悬挂外开窗可控制门窗实现外平开和外悬开两种开启方式，抗风压、密封性强，适用于长江以南地区的别墅、洋房。</p> <p>公司设计的悬挂外开微调组装方案，具有安装精度高、防止误操作等特点，提升门窗厂客户生产调试效率。</p>

平开门控制装置

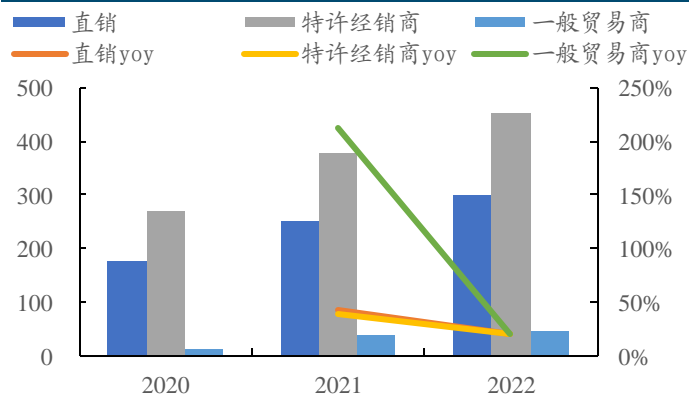


可解决平开门超宽洞口的问题，开启方式可划分为双扇开启和子母扇开启两种形式，适用于厨房、阳台等多种使用场景，兼顾气密性、便利性、安全性、美观性。公司创新研发高承重、可调节的合页装置，可防止门扇下垂、调节框扇间压紧量，提高密封性。

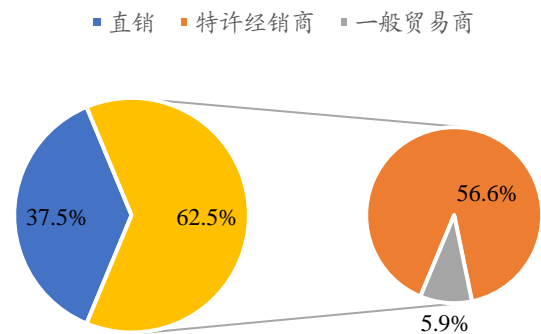
来源：公司招股书，国金证券研究所

营业收入按销售渠道拆分：公司客户主要为门窗厂，因此公司采用直销与经销相结合的模式，根据销售区域和不同产品、品牌的定位选择最恰当的销售方式，使得销售效率更高。2022年公司直销模式下的营业收入占总收入的37.47%，主要覆盖广东省和东北三省，而经销模式占62.53%。

图表7：好博窗控历年营收分销售渠道（百万元，%）



图表8：好博窗控2022年各销售渠道营收占比

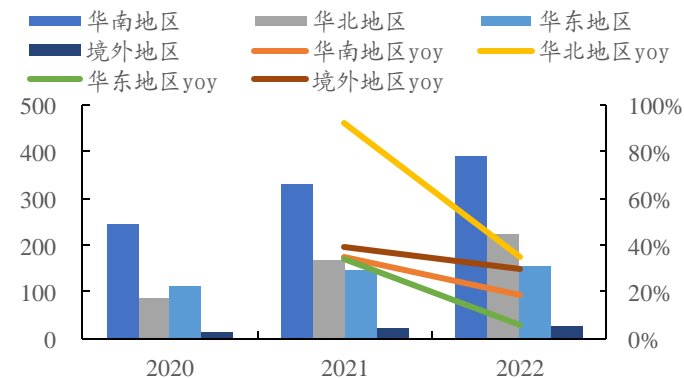


来源：公司招股书，国金证券研究所

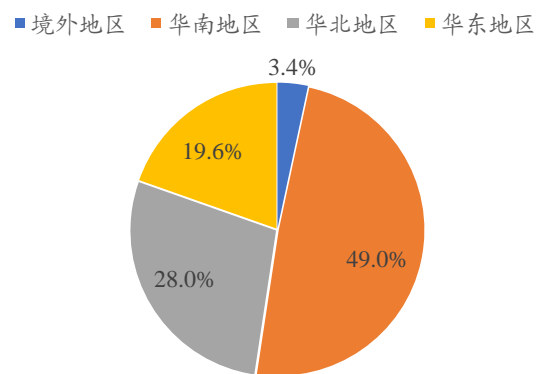
来源：公司招股书，国金证券研究所

营业收入按销售区域拆分：公司绝大部分营业收入来自于内销，2022年内销占比高达96.6%。公司境内销售中占比最大的区域为华南地区，主要由于广东佛山地区聚集了大量门窗厂，过去3年公司在华南地区的营业收入分别为2.5/3.3/3.9亿元，22年华南地区贡献收入占比49%。而华北地区为增长最快的区域，2020-2022年华北地区营收分别为0.9/1.7/2.2亿元，21/22年同比+92%/34.5%，华北地区在总营收中的占比从2020年的18.9%跃升为2022年的28%，成为第二大销售区域，主要由于公司为更好匹配相关地区的产品需求，2021年在东北三省区域建立了营销及研发中心，并在该区域以直销方式进行产品销售。

图表9：好博窗控历年营收分地区（百万元，%）



图表10：好博窗控2022年各地区营收占比



来源：公司招股书，国金证券研究所

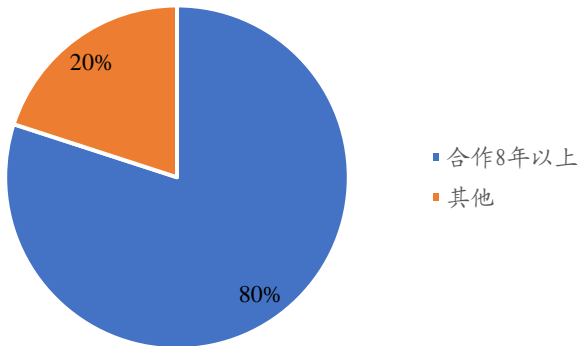
来源：公司招股书，国金证券研究所

1.2 为何公司客户覆盖广、质量高、粘性强？

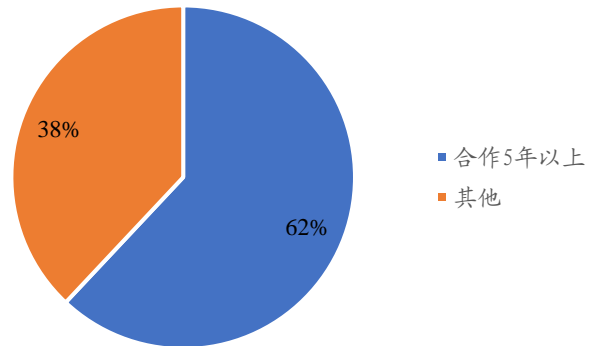
公司客户覆盖广、质量高、粘性强：公司目前客户数量已经超过5000家门窗厂，其中包括墨瑟、新豪轩、富轩、轩尼斯、亿合、皇派、米兰之窗等国内知名门窗厂，国际系统门窗网公布的《国内系统门窗品牌50强》中有48家公司为客户。并且作为研发驱动型企

业，公司多年来依托于产品更迭创新和质量控制保障，客户粘性极高。直销模式中，公司2022年的前30大直销门窗厂中有24家合作年限超过8年，此外公司经销模式于2014年开始发展，直至2022年公司经销模式下对接的前50大的门窗厂中有31家合作超过5年。

图表11：直销模式前30大客户拆分



图表12：经销模式前50大客户拆分



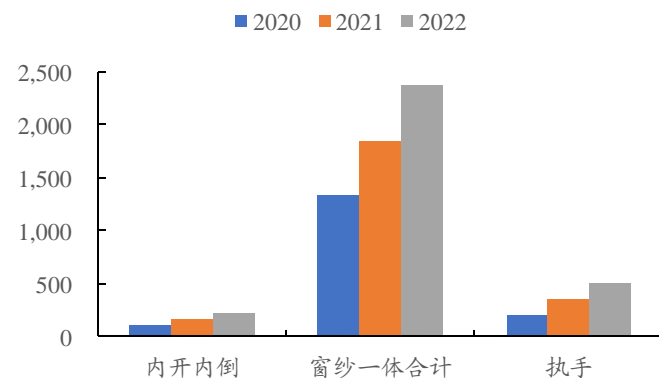
来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

我们认为之所以公司客户覆盖广、质量高、粘性强，主要由于：1) 规模效应带来的单位成本优势；2) 持续研发投入推动产品迭代快速响应需求；3) 科学合理的销售模式带来扩张速度优势。

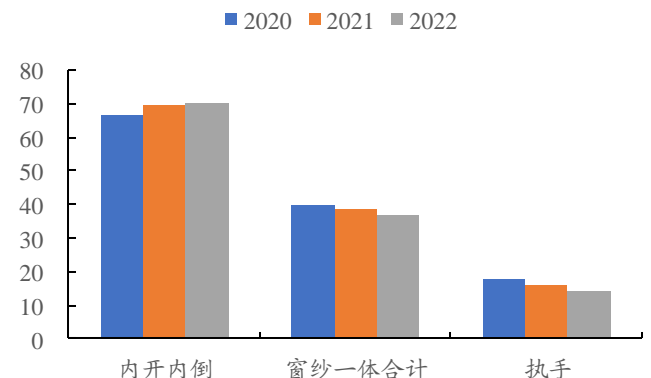
➤ **规模效应逐渐显现，单位成本降低造就价格竞争力。**公司过去三年成长性良好，主要品类的产量、销量、产销率都得到了相当可观的提升，其中窗纱一体产品提升最为明显，从2020年的合计1333.5万套增加到2022年的合计2380.8万套。随着规模效应的逐渐显现，公司三大核心品类的单位成本得到了有效控制，其中窗纱一体品类合计的单位成本从39.7元/套降低至36.9元/套，降幅为7%；执手的单位成本从18.1元/个降低至14.1元/个，降幅为22%。内开内倒产品单位成本微升主要由于品类高端化的升级，但与此同时内开内倒产品售价提升幅度更大，因此过去三年该品类单位毛利得到大幅提升，从34.1元/套增加至48.4元/套，增幅为41.9%。单位成本的降低助力公司具备价格优势，持续抢占市场份额。

图表13：2020-2022公司三大产品销量（万套）



来源：公司招股书，国金证券研究所

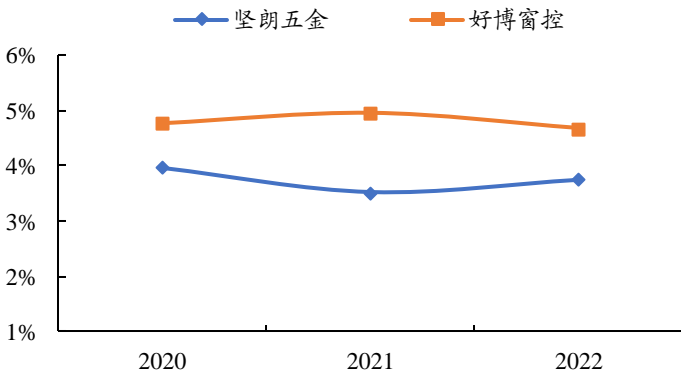
图表14：2020-2022公司三大产品单位成本（元/套）



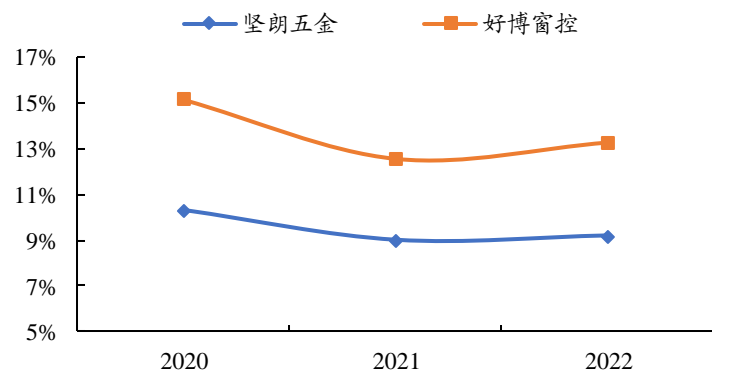
来源：公司招股书，国金证券研究所

➤ **公司持续研发投入，具备核心技术的同时快速响应需求变化。**公司在2020-2022年的研发费用率分别为4.77%/4.97%/4.68%，研发人员占比分别为15.12%/12.53%/13.25%。1) 公司依托持续的研发投入，多年来积累了一系列核心技术的专利，包括具有较高技术壁垒的产品，例如悬挂外开、C+槽180°开启内开内倒等，奠定产品销售基础。2) 针对需求趋势变化，公司持续迭代产品，在传统产品上持续增加人性化设计，例如具有安装精度高、防止误操作的微调组装方案，并且同步推出智能电动窗、智能执手、STORO系统门窗解决方案等新型产品。

图表15: 可比研发费用率



图表16: 可比研发人员占比



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

来源: 好博窗控招股书, 坚朗五金年报, 国金证券研究所

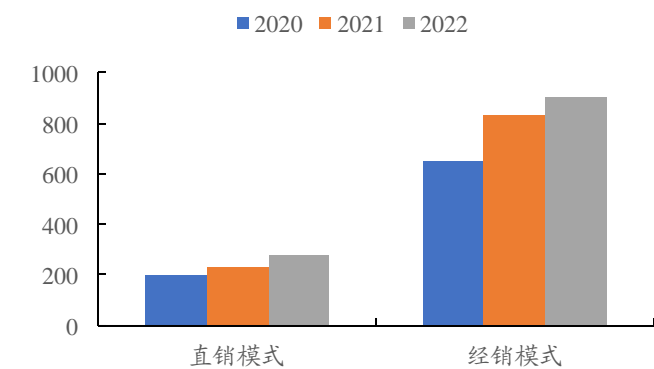
➤ **因地制宜确定销售模式, 显著提升响应速度, 加快客户覆盖。**公司客户主要为下游门窗厂, 公司采用直销与经销相结合的模式, 通过多元化的销售模式, 显著提升了公司产品的市场覆盖率。过去三年中, 公司直销模式下服务的年采购额 10 万元以上的门窗厂数量分别为 195/228/280 家, 经销模式下的数量为 651/832/904 家。公司一方面针对不同客户群体采用不同销售模式, 另一方面, 针对于重点攻坚区域, 及时设立营销中心, 进行重点突破 (如华北区域), 打法切实可行, 因地制宜, 显著加快客户覆盖速度。

直销模式: 公司的直销客户主要为门窗厂, 主要面向广东省、东北三省。一方面, 广东佛山是国内最大的家装门窗行业集群地, 公司在此建立营销中心可以更加高效地触及客户; 另一方面, 东北三省对产品的要求与华南差异较大且公司在该区域此前较为薄弱, 因此公司近年来及时在辽宁沈阳设立营销、研发中心以满足区域差异化需求。

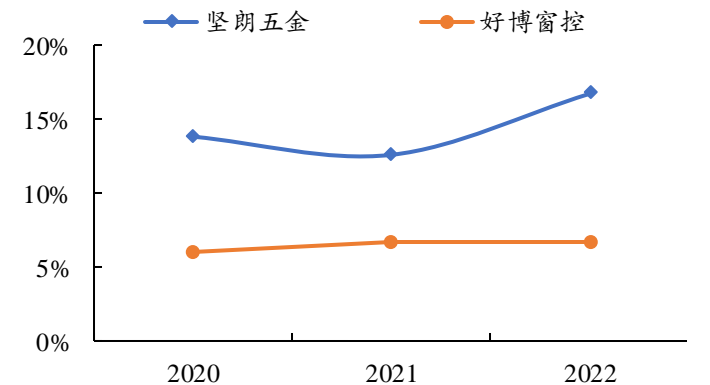
特许经销商模式: 公司在综合考察经销商实力和匹配度之后, 主动选择合适的特许经销商进行培育。在家装门窗厂数量众多、经营分散、采购频率高的省份, 借助特许经销商的本地化服务优势可以快速、高效地扩大公司产品的市场覆盖率。目前公司共与 14 家特许经销商签署合作协议, 销售区域覆盖全国 22 个省级行政区。

一般经销商模式: 主要适用于子品牌 HESE 合生的销售。

图表17: 年采购额在 10 万元以上的门窗厂数量 (家)



图表18: 可比销售费用率



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

二、本周重点行业及公司基本面更新

2.1 家居板块

本周政治局会议首提房地产市场供求关系发生重大变化, 会议强调适时优化地产政策, 并且近日住房和城乡建设部倪虹部长召开企业座谈会, 会上表示进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施, 家居板块迎多重利好催化。延续此前观点, 无论政策落地速度与效果如何, 23H1 地产竣工交付确有改善, 这将对于 Q3 起家居需求改善构成实质支撑, 考虑 22H2 家居行业各公司基数节奏, 23Q3 至 24Q1 家居板块有望呈现逐季加速改善趋势。其中若后续相关旧

改政策加速推进，考虑不同品类的需求量及客单价情况，根据测算，预计在旧改需求刺激下，衣柜、窗等品类需求规模提升或将更为明显。整体来看，一方面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、梦百合等。

- **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) 根据渠道调研反馈，预计公司6月整体接单大个位数增长。

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。

- **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向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：1) 公司第十季“816全民顾家日”活动已于7月22日开启，将于8月20日结束，根据渠道跟踪反馈，目前进展符合预期规划。

2) 7月11日-7月12日，公司在武汉圆满召开内贸系统营销年会，会上明晰了下阶段的竞争策略与打法，一体两翼战略确立。

- **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，Q2起海外去库进入尾声，需求逐步好转，Q2欧洲市场的代工业务预计同比已迎来转正，美国市场的代工业务虽然同比或仍有下滑，但环比也已迎来改善，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Q2预计也已迎来加速增长。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：1) 本周国内软泡聚醚/MDI/TDI环比上周分别-80/+600/+60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。

2.2 新型烟草板块

国内市场方面，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，根据终端渠道反馈，逐月销售环比提升趋势延续，国内产业链各环节经营情况正逐步改善，后续有望呈现逐季提速态势。海外市场方面，一次性雾化烟需求依然较为火热，中国 23 年 1-6 月出口金额同比增长 29.2%至 54.8 亿美元，其中 6 月出口同比增长 10.4%至 9.4 亿美元，关注产业链中相关受益企业。

■ **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：英美烟草（BAT）发布半年度业绩报告，2023 年上半年新型烟草业务实现收入 16.6 亿英镑（+29.1%），其中加热不燃烧实现收入 5.5 亿英镑（+10.7%），蒸汽式电子烟实现收入 8.7 亿英镑（+40.4%），现代口嚼烟实现收入 2.4 亿英镑（+42.0%）。

2.3 造纸板块

造纸：浆价企稳弱回弹，纸企涨价函板情绪有所提振。Arauco8 月阔叶浆报价 525 美元/吨（环比上涨 10 美元/吨），纸浆价格企稳预期加强，近期伴随白卡文化纸发布涨价函板情绪回暖，浆纸系价格企稳部分弱反弹，伴随后续涨价函发放、情绪催化下仍具备向上空间，结合板块在下游悲观预期下仍处于主动去库阶段，且实际库存水平处于低位，有望形成后续向上的催化剂。由于需求端恢复程度仍处于观望阶段，优先重点关注格局较优的纸种：文化纸、装饰原纸等，优先推荐【太阳纸业】、【华旺科技】，重点关注【博汇纸业】、【岳阳林纸】、【仙鹤股份】。

■ **太阳纸业**：1) 2Q 文化纸吨盈利已开始修复 200-300 元/吨，当前尽管淡季但接单较优验证需求韧性，3Q 旺季到来，成本底部到来“需求”敏感度提升，吨盈利有望稳步提升，理想合理水平 8-10%（吨盈利 450-550 元）。2) 箱板纸淡季吨盈利仍保持在 100-200 元/吨，处行业中上游水平，得益于较前瞻的丰富原料布局。3) 产能投放：新增 100 万吨南宁箱板产能，8 月底 9 月初投产，二期产能后续根据情况

动态：70g 双胶纸企业含税均价为 5190.0 元/吨，环比降幅 0.6%，6 月底部分厂家新一轮接单价格略有放宽，本周主流厂家价格以稳为主，故均价环比下降。

2.4 宠物板块

宠物：6 月海关出口数据温和修复，近期关注乖宝宠物创业板上市。宠物食品出口整体恢复至 21 同期 98%，北美恢复改善较快（5/6 月恢复至 21 同期 71%/83%），伴随下半年基数下降整体压力不大，宠物用品受去库/消费力影响恢复节奏仍偏慢。乖宝宠物有望 8 月 16 日于创业板上市，22/23Q1 公司营收 34/9.04 亿元（同比+31.9%/+24.5%），归母净利润分别为 2.67/0.85 亿元（同比+90.3%/+93.7%），作为国产宠物食品品牌龙头，公司主品牌麦富迪品牌势能提升期，高端副牌弗列加特快速推新成长。

伴随国产宠食品品牌借助渠道优势（天猫、抖音）、产品力层面差异化表现，已在部分价格带实现对外资品牌阶段性的弯道超越，头部国产品牌乖宝-麦富迪、中宠-顽皮/领先在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，且逐步进入到基础研究赋能研发，宠物品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。**重点推荐标的**：乖宝宠物（未上市）、中宠股份、佩蒂股份。

■ **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：公司发布 1H23 业绩预告，1H 实现归母净利 0.85-1.03 亿元，同比+24.4%-50.7%，其中 2Q 实现归母净利润 0.69-0.87 亿元，同比+54.3%+94.3%，2Q 业绩超预期。

外销：去库结束订单修复较优，汇率带动盈利显著提升。伴随下游客户去库结束，4 月起公司出口订单环比稳步转暖，预计 2Q 外销整体收入端恢复至双位数正增，受人民币贬值影响，美元兑人民币从 2Q22 的 6.5 提升至 2Q23 的 7.1，预计对 2Q 收入端

影响 5-7pct，由于成本端以人民币结算为主，毛利率同比/环比显著提振，且汇兑收益预计对归母净利润产生正面影响。

内销：干粮/湿粮大单品驱动自主品牌结构优化，快速成长的同时净亏损有望收窄。公司积极开拓销售渠道、创新品牌营销，持续优化内部管理，降本增效及价格管控效果显著。

盈利预测：我们预计公司 23-25 年归母净利为 1.87、2.39、2.84 亿元，同比 +76%/+28%/+19%，当前股价对应 PE 分别为 40、31、26X，上调至“买入”评级。

- **路斯股份：外销稳步修复，主粮放量贡献第二成长曲线。**主粮产线投放是当前最大看点，22 年底 1.2 万吨主粮产线投产，产能稳步爬坡，当前毛利率已爬坡至双位数，标志着公司自主品牌建设进入新阶段。自有品牌依靠“路斯”、“畅益舒”，伴随双拼主粮、烘焙粮等拓品类顺利，依靠前期线上、线下渠道基础，稳健成长可期。外销方面，公司以欧洲客户订单为主，于柬埔寨与锦恒投资合作设厂，积极恢复美国市场，发展前景值得期待。

2.5 出口链&轻工消费

出口链：去库结束+低基数关注出口拐点，推荐细分高景气代工、OBM 跨境电商企业。伴随欧美下游零售商去库进入尾声，重点关注自下而上订单修复超预期、产品结构优化、具备持续拓客户/拓渠道潜力的优质出口链标的，重视汇率、原料对 2Q 出口链板块业绩产生正面影响。重点关注【玉马遮阳】、【匠心家居】。

- **维达国际：2Q 业绩触底，高端产品及电商渠道增长靓丽。**

动态：近期公司发布 23H1 业绩，受高价木浆未消化完、市场竞争激烈的影响，2Q 净利率有所承压。公司 FY2023 H1 实现营业收入 100.7 亿港元，同比+4.0%，固定汇率口径同比+10.1%；其中 Q1/Q2 分别实现营业收入 4969 百万港元/5101 百万港元，固定汇率口径同比+15.5%/+5.5%，实现归母净利润 1.21 亿港元，同比-81.1%。建议重视公司产品升级逻辑，伴随高端化持续推进，1H 高端产品组合营收占比提升至 45%，高端品牌德宝同比增速超 30%，对公司中国营收贡献占比超 10%，湿巾占比超 5%。

- **玉马遮阳：**外销占比提升至 70%，欧洲 2Q 起下单逐渐修复，外销竞争力在于高质量&高性价比高，价格低至同品质产品的 1/2，专注高端面料，B 端客户较多。在建工程可释放 2000 万平方米产能，预计 24-25 年可投满产。内销借助新品梦幻帘、斑马先生商城推广，毛利率处于提升周期。

- **百亚股份：**品牌势能向上，全渠道成长动能充沛，看好优质国产品牌扬帆起航。近年来公司电商放量&盈利优化、外围积极开拓、围绕“大健康”持续进行产品升级，伴随短期线下消费复苏，渠道改革效果有望逐步凸显；公司先后发布有机纯棉、天然蚕丝“敏感肌”、“益生菌”系列推动中高端产品结构升级，优选代言人虞书欣提升品牌势能，看好中期份额持续提升空间。

动态：公司发布 23H1 业绩预告，业绩基本符合预期：2023H1 实现归母净利润 1.25-1.40 亿，同比+59.5%-78.7%；其中 Q2 归母净利润 0.45-0.60 亿，同比+95.6%-161.0%。自主品牌持续快速放量，由点卫生巾收入同比增长超 50%，根据公司官方战报，618 期间天猫旗舰店同比增长 40%+，抖快渠道同比增长 100%，2B 渠道整体同比增长 50%+。

渠道端：组织变革助力全国化扩张：23Q2 起对线下销售团队进行调整，例如将川渝云贵陕核心区域的部分销售总监、渠道经理调整到外围战区，看好全国化加速发力。

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19: 全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
7.19	JUUL 已向 FDA 提交新一代电子烟产品申请，将继续对 FDA 进行行政上诉	7月19日，JUUL 在官网宣布，其已向美国食品药品监督管理局（FDA）提交新一代电子烟的“预售烟草产品申请”（PMTA）。该公司的提交包括针对新设备和新烟草口味烟弹的综合科学和证据，该烟弹尼古丁浓度为 18mg/mL，并包括有关用于限制未成年人使用的创新数据驱动技术的信息。
7.25	美国国际贸易委员会：美国 1-5 月白关进口电子烟 1.75 亿支，同比下降 2.17%	根据美国国际贸易委员会公布的电子烟进口数据，今年 1-5 月美国进口电子烟共 1.75 亿支，相比去年 1-5 月的 1.79 亿支，下降 2.17%。5 月，美国进口电子烟 3965 万支，较上年 5 月同比增长 116.93%，较今年 4 月环比下降 7.80%。
7.27	英美烟草发布半年总结报告：新型烟草贡献利润 2.01 亿英镑，运营利润增长 61.4%	英美烟草（BAT）发布半年度业绩报告，在截止 2023 年 6 月 30 日的前六个月，其收入增长 4.4%，新型烟草表现优异；非燃烧产品收入占集团总收入的 16.6%；报告的运营利润增长 61.4%。新型烟草的财务表现大幅改善，对集团利润贡献 2.01 亿英镑。

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（7.22-7.28）30 大中城市成交面积同比下降 27.4%，累计同比下降 1.6%。

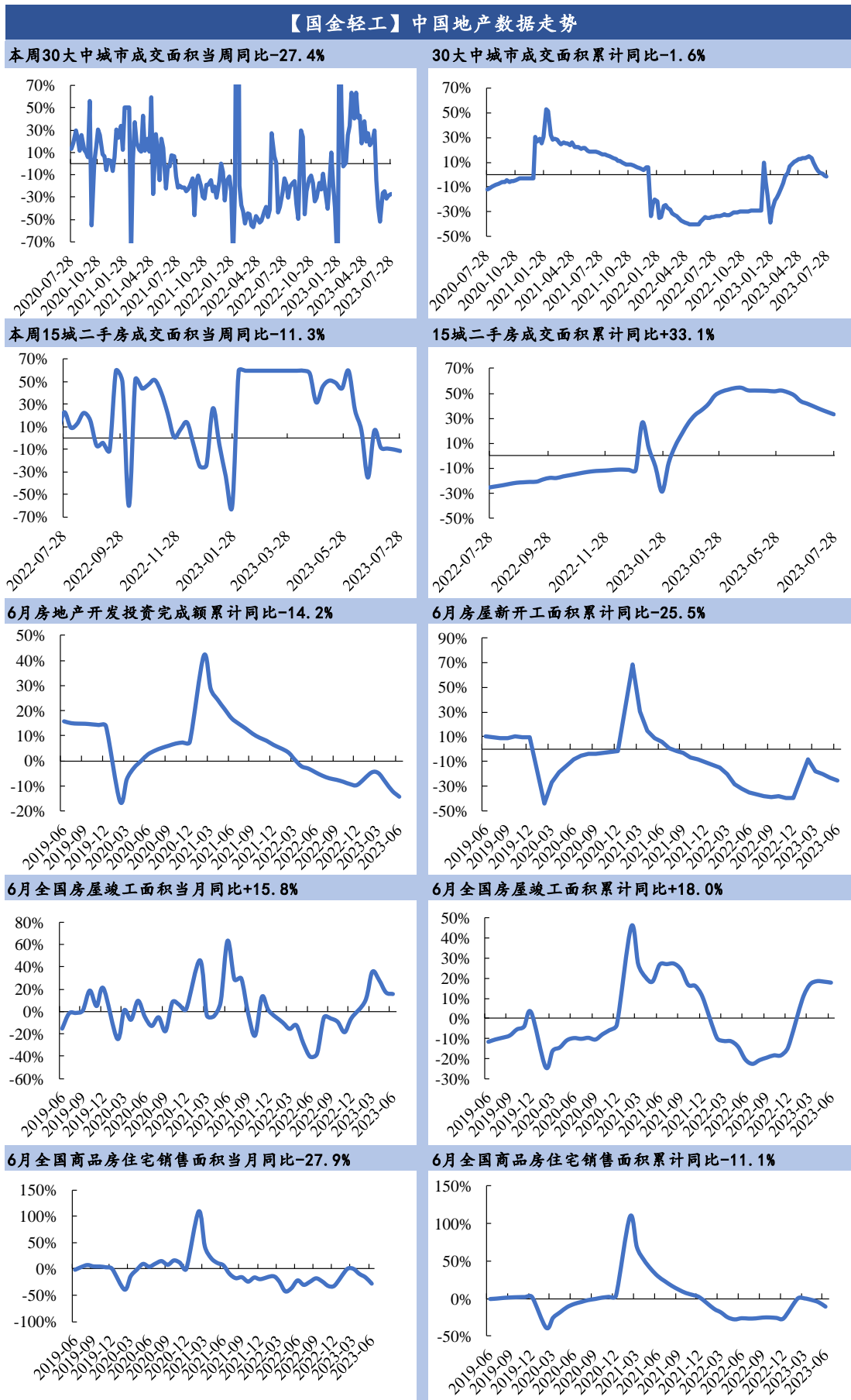
周度二手房成交面积：本周（7.22-7.28）15 城二手房成交面积同比下降 11.3%，累计同比增长 33.1%。

房地产开发投资完成额：23 年 1-6 月累计同比下降 14.2%，房屋新开工面积累计同比下降 25.5%。

月度竣工面积：23 年 1-6 月全国房屋竣工面积同比增长 18.0%，单 6 月同比增长 15.8%。

月度销售面积：23 年 1-6 月全国商品房住宅销售面积同比下降 11.1%，单 6 月同比下降 27.9%。

图表20: 中国地产数据走势



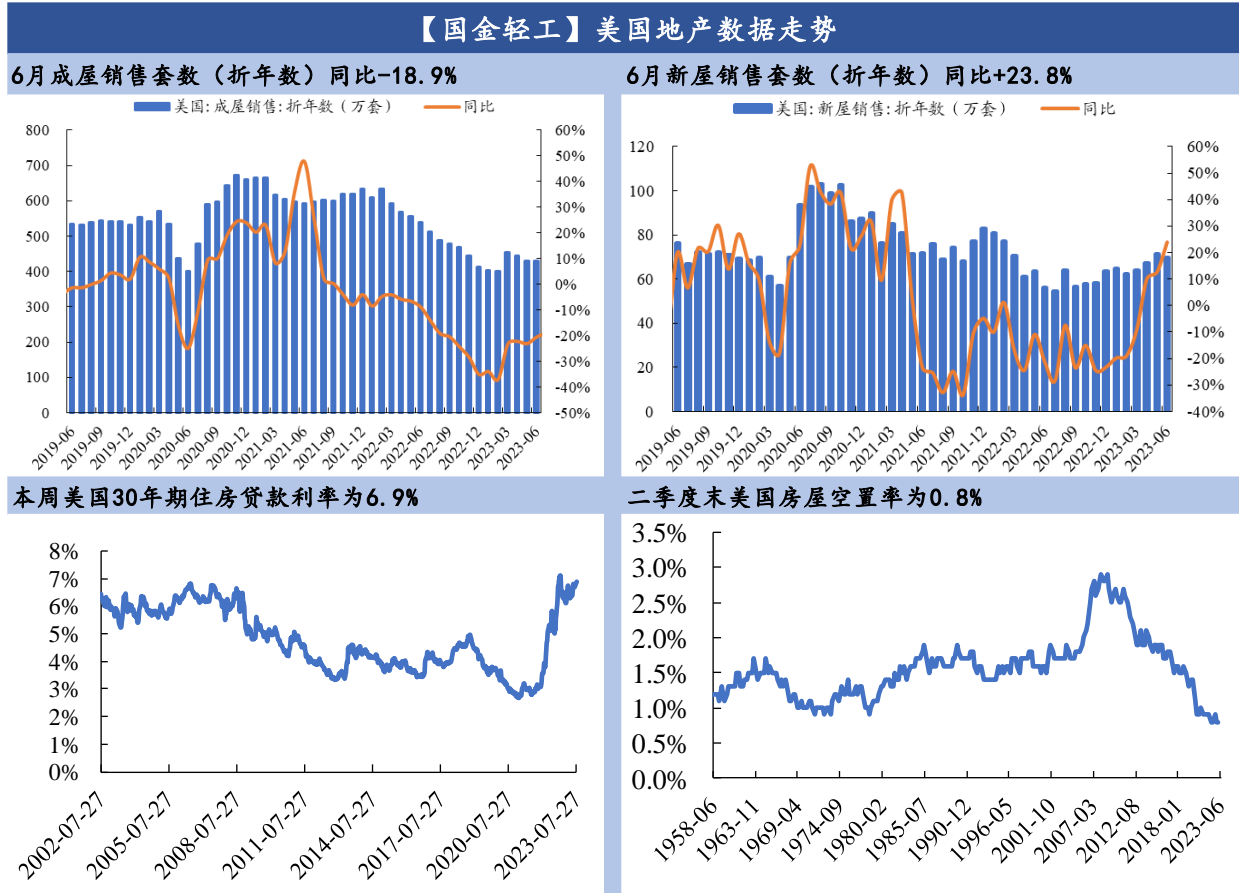
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2023年6月成屋销售套数（折年数）同比下降18.9%，2023年6月新屋销售套数（折年数）同比增长23.8%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.9%，环比增长0.1pct。

美国房屋空置率：2023年二季度末为0.8%，环比一季度持平。

图表21：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

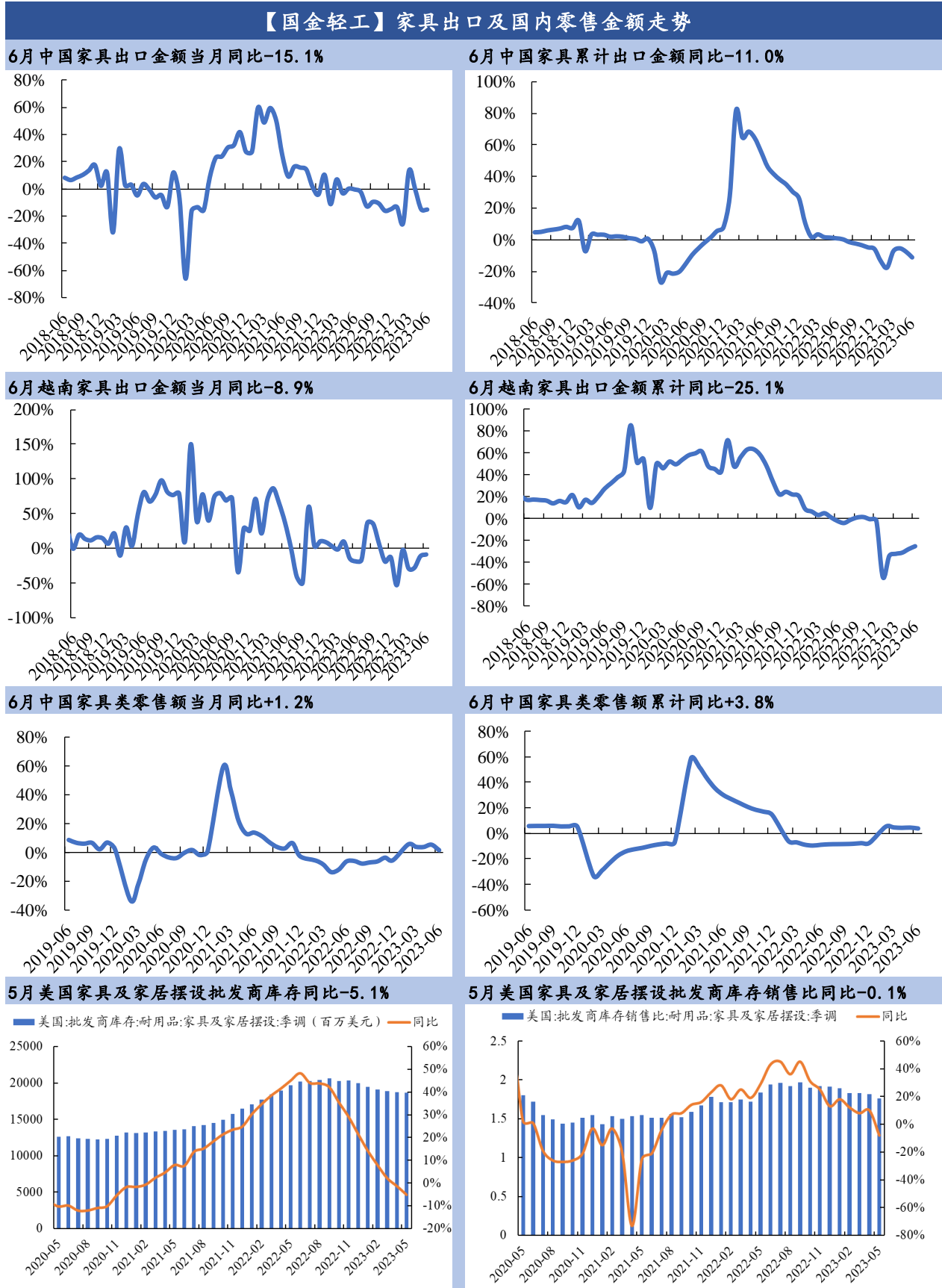
3.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额2023年6月当月同比下降15.1%，累计同比下降11.0%。
越南家具出口金额2023年6月美元计价同比下降8.9%，1-6月美元计价累计同比下降25.1%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2023年5月当月同比下降5.1%，库存销售比同比降低0.1pct。

国内家具零售额：2023年6月中国家具类零售额同比增长1.2%，1-6月累计同比增长3.8%。

图表22: 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

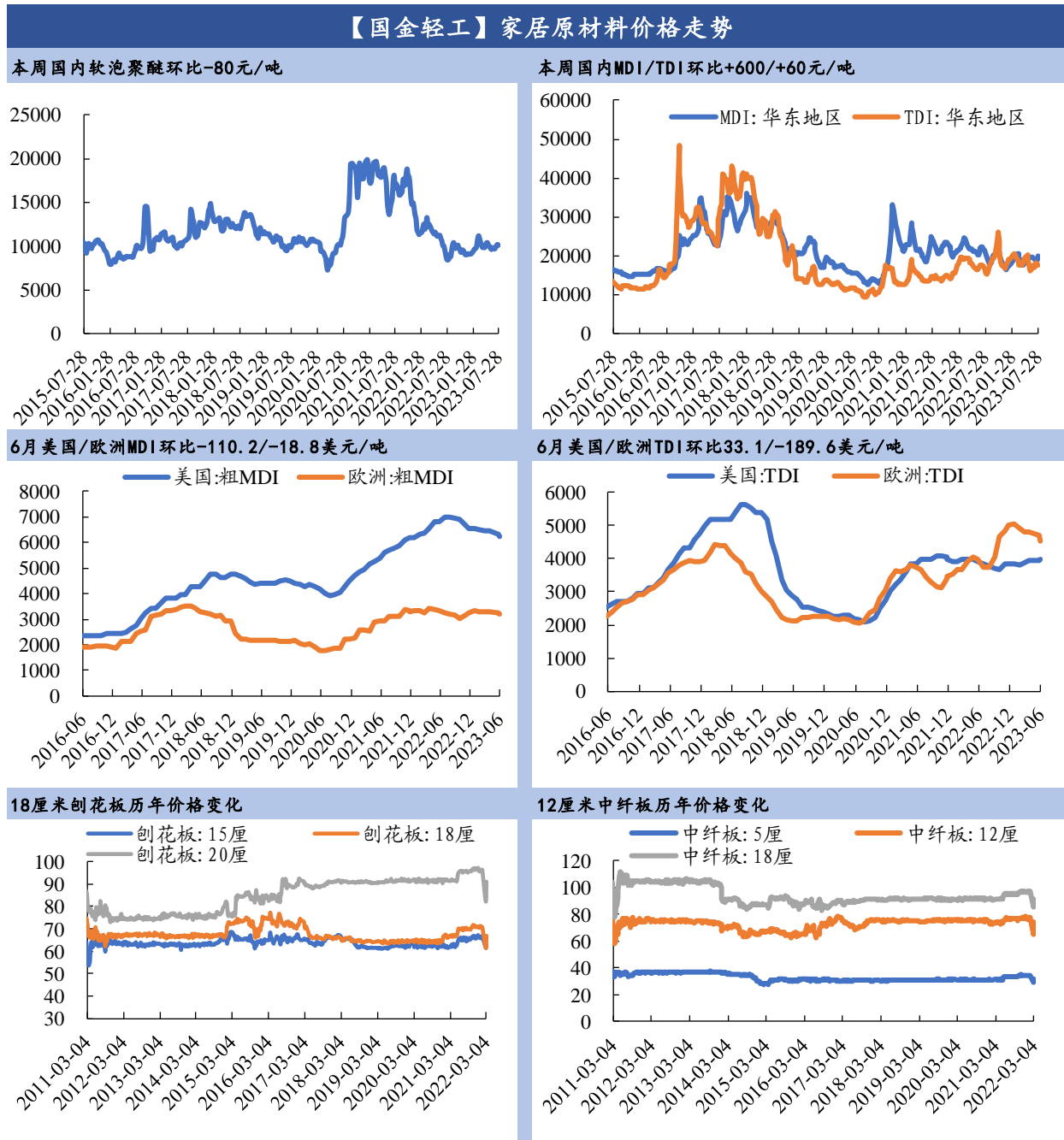
本周国内软泡聚醚均价为 10100 元/吨，环比上周下降 80 元/吨，今年以来截止 7.28 均价为 9948.9 元/吨，较 2022 年均价下降 5.5%。

本周国内 MDI 均价为 19980 元/吨，环比上周增长 600 元/吨，今年以来截止 7.28 均价为 18966.6 元/吨，较 2022 年均价下降 7.9%。

本周国内 TDI 均价为 17720 元/吨，环比上周增长 60 元/吨，今年以来截止 7.28 均价为 18463.2 元/吨，较 2022 年均价增长 0.8%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 6 月环比下降 110.2 美元/吨，TDI 价格环比增长 33.1 美元/吨；欧洲地区 MDI 价格 6 月环比下降 18.8 美元/吨，TDI 价格环比下降 189.6 美元/吨。

图表23：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24：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	3Q22均价	环比2Q	4Q22均价	环比3Q	1Q23	环比4Q	2Q23	环比1Q	23年5月	23年6月	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料													
木浆系	针叶浆	5388	-1865	7470	2082	7073	-398	5388	-1684	5248	5268	5414	64
	阔叶浆	4288	-2107	6662	2374	5940	-721	4288	-1652	4129	4285	4471	71
	化机浆	4206	-1311	5402	1196	5365	-36	4206	-1160	4042	3933	3829	-14
废纸系	国废黄板纸	1614	-729	1969	356	1678	-291	1614	-64	1642	1608	1567	-16
纸品													
木浆系	双胶纸	5936	-219	6658	722	6691	33	5936	-755	5980	5425	5306	83
	铜版纸	5786	193	5657	-128	5682	25	5786	103	5869	5508	5432	43
	白卡纸	4888	-1486	5301	414	5117	-185	4888	-229	4810	4810	4810	0
废纸系	箱板纸	3827	-1017	4484	657	4277	-207	3827	-450	3851	3791	3685	-37
	瓦楞纸	2980	-745	3325	345	3140	-185	2980	-160	3024	2922	2844	-19

来源：隆众资讯，国金证券研究所；注：周度核算时间为 2023 年 07 月 21 日至 2023 年 07 月 27 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 5414.3 元/吨，环比上期上涨 1.2%；阔叶浆现货含税均价 4471.4 元/吨，环比上期上涨 1.6%；本色浆现货含税均价 5528.6 元/吨，环比上期上涨 2.1%；化浆现货含税均价 3828.6 元/吨，环比上期下降 0.4%。本周期纸浆价格趋势上探，本周期纸浆价格波动的主要原因：一、本周期纸浆期货盘面强势上涨，主力合约突破 5500 元/吨关口，现货业者跟随盘面报价，浆价窄幅上涨。二、本周期阔叶浆价格继续上涨，主要由于阔叶浆市场货源相对集中，且现货市场可外售货源偏紧所致，业者普遍调高报盘，低价惜售，浆价上行。三、本周期下游原纸厂家对原料纸浆需求延续清淡，但部分原纸价格提价意愿偏强，一定程度上支撑纸浆市场价格上涨。

2) 成品纸:

本周期国内铜版纸市场以稳为主，个别区间调整。157g 铜版纸企业含税均价为 5432.1 元/吨，环比涨幅 0.8%。企业生产情况基本稳定，市场货源供应较为充足，整体供应端压力下，产线交叉排产情况仍存，纸企多促进接单走货为主。相邻纸种价格延续低位，铜版纸需求量部分缩减。受终端需求牵制，原纸消耗速度不快，用户刚需采购为主。木浆价格偏强震荡，成本面支撑增强。经销商延续谨慎观望态度，维持低位库存，促进出货走量为先，主流品牌平张铜版纸价格区间在 5200-5500 元/吨，实单实谈。部分企业出口贸易订单尚可，一定程度缓解市场供需矛盾。

本周期国内双胶纸市场横盘整理运行，70g 双胶纸企业含税均价为 5305.7 元/吨，环比涨幅 1.6%。大型纸厂延续排单生产，工厂库存中低位，企业生产情况基本稳定，广东某纸企延续停机状态，市场供应缩量。纸价低位盘整，木浆近日小幅上涨，企业生产压力增加，提涨意愿增强。部分贸易商及用户适量补库，短期市场交投表现尚可。然整体需求面未明显提成，用户持续补单动力不足。经销商无明显屯库意愿，促进走量为主，70g 卷筒本白双胶纸主流市场价格在 5200-5500 元/吨，实单实谈。

2.3.2、废纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

本周废旧黄板纸市场持续下跌。据隆众资讯调研显示，本周期废旧黄板纸均价 1566.8 元/吨，环比-1.0%，同比-30.2%。价格下跌主因终端消费难以提振，且传统淡季成品交投不佳，玖龙各基地再次下调成品纸报价，成品走弱抑制废旧黄板纸行情。打包站承压收货，看跌心态下快进快出。纸企成品累库趋势不改，降价刺激二级厂拿货，然收效甚微。需求端提振无力，废旧黄板纸市场仍有下行风险。

本周废旧书本纸市场局部下行，广东地区下跌明显，跌势暂未传导北方。据隆众数据监测显示，本周期废旧书本纸均价 1706.5 元/吨，环比-1.0%，同比-25.9%。终端消费萎靡不振，原纸出货不佳，规模纸企降价促销，7月27日东莞玖龙白板纸下调 80-100 元/吨，后市利空。成品价格走弱，二级厂延续刚需采购，纸企库存逐步累积，后期恐停机降负运行，废旧书本纸需求减少，价格尚有走弱可能。然价格低位且供应下降，打包站收货压力加剧，交易情绪进一步降低，部分业者有少量囤货意愿。后市供需双弱逐步凸显，需求端

或将主导市场。

本周废旧报纸市场局部上探，河北地区报纸价格上行明显。据隆众数据监测显示，本周期废旧报纸均价 2842.3 元/吨，环比+0.2%，同比-5.4%。主因市场供应低下，纸企根据自身需求调涨吸货。然市场总体形势尚未改变，供需双弱跟进，价格大稳小动。打包站正常收货，部分地区回收价格小幅提升；下游纸企需求稳定，采购价格根据自身需求调整。隆众预计下周废旧报纸市场按需调价。

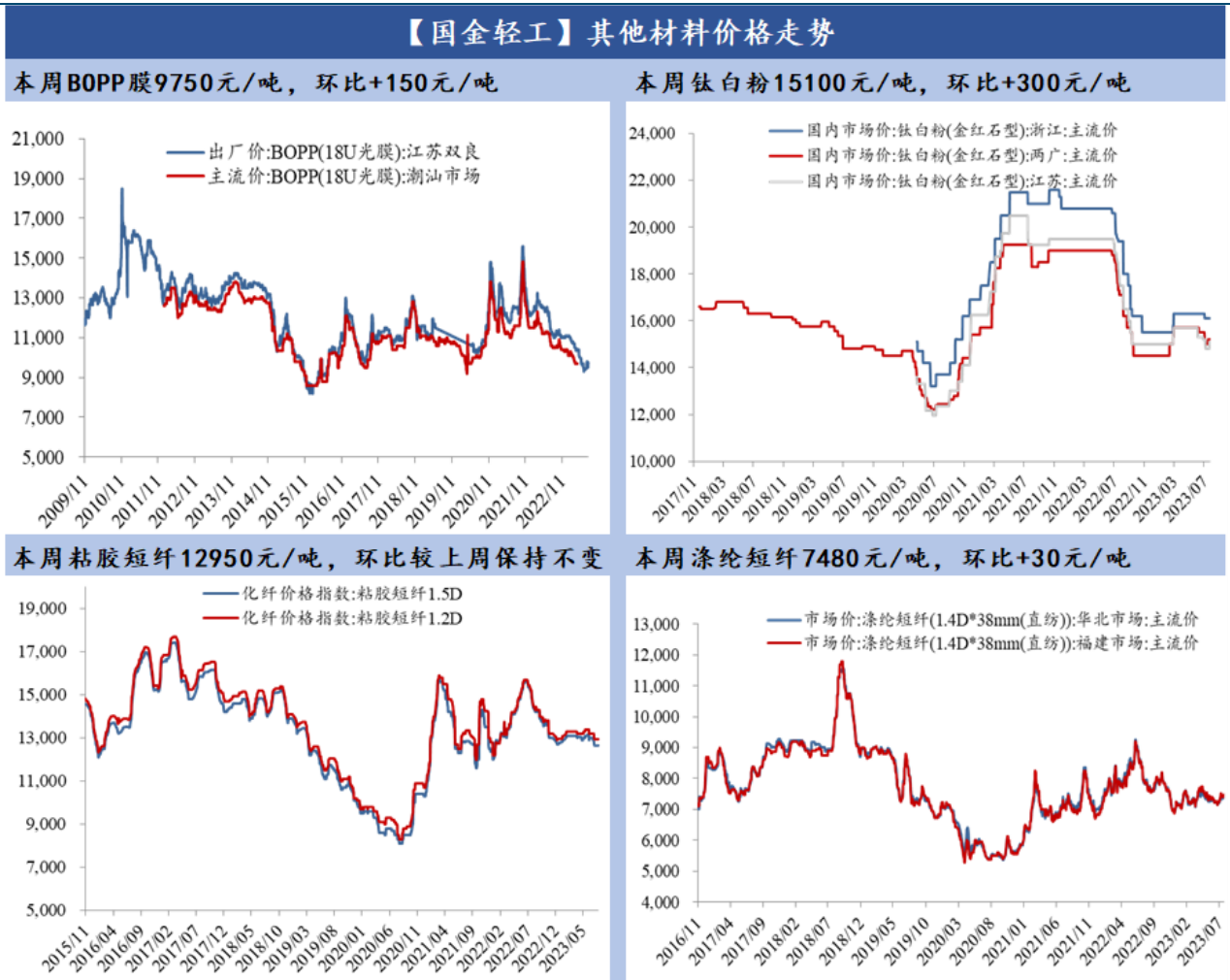
2) 成品纸:

据隆众监测数据显示，本周瓦楞纸含税均价 2843.6 元/吨，环比上周-0.7%，同比-21.9%。主要原因分析：一、本周瓦楞纸市场价格再次下行，东莞玖龙、泉州玖龙、沈阳玖龙纸业价格下调 30-50 元/吨，周边部分纸企 跟跌市场，其余纸企多持稳观望状态；二、终端需求平淡，下游维持刚需采购节奏，产量大于销量，除龙头企业出货情况尚可外，纸企订单平平，市场交投气氛低迷，瓦楞纸市场压力仍存；三、原料废旧黄板纸市场延续前期 下跌趋势，成本面支撑不足。

本周箱板纸含税均价 3685.1 元/吨，环比-1.0%，同比-19.2%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸价格 延续跌势，周内玖龙多个基地连续下调箱板纸价格，东莞基地、沈阳基地箱板纸价格下调 50 元/吨，泉州基地箱板纸价格下调 50-100 元/吨，太仓基地小幅松动 30-50 元/吨，天津基地不同级别下调 50-80 元/吨。周边地区多数纸企小幅跟跌，箱板纸价格震荡下行；二、下游需求未见改善，终端需求恢复缓慢，二级厂订单量平平，叠加市场价格持续走低，场内看空氛围浓郁，下游包装企业补货意愿较低，多以刚需采购为主，纸企出货速度无力提振，为促成交纸企多据量议价，多有让利；三、原料废旧黄板纸价格震荡下行，成本面支撑愈发无力，利空箱板纸价格。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表25：其他材料价格变动

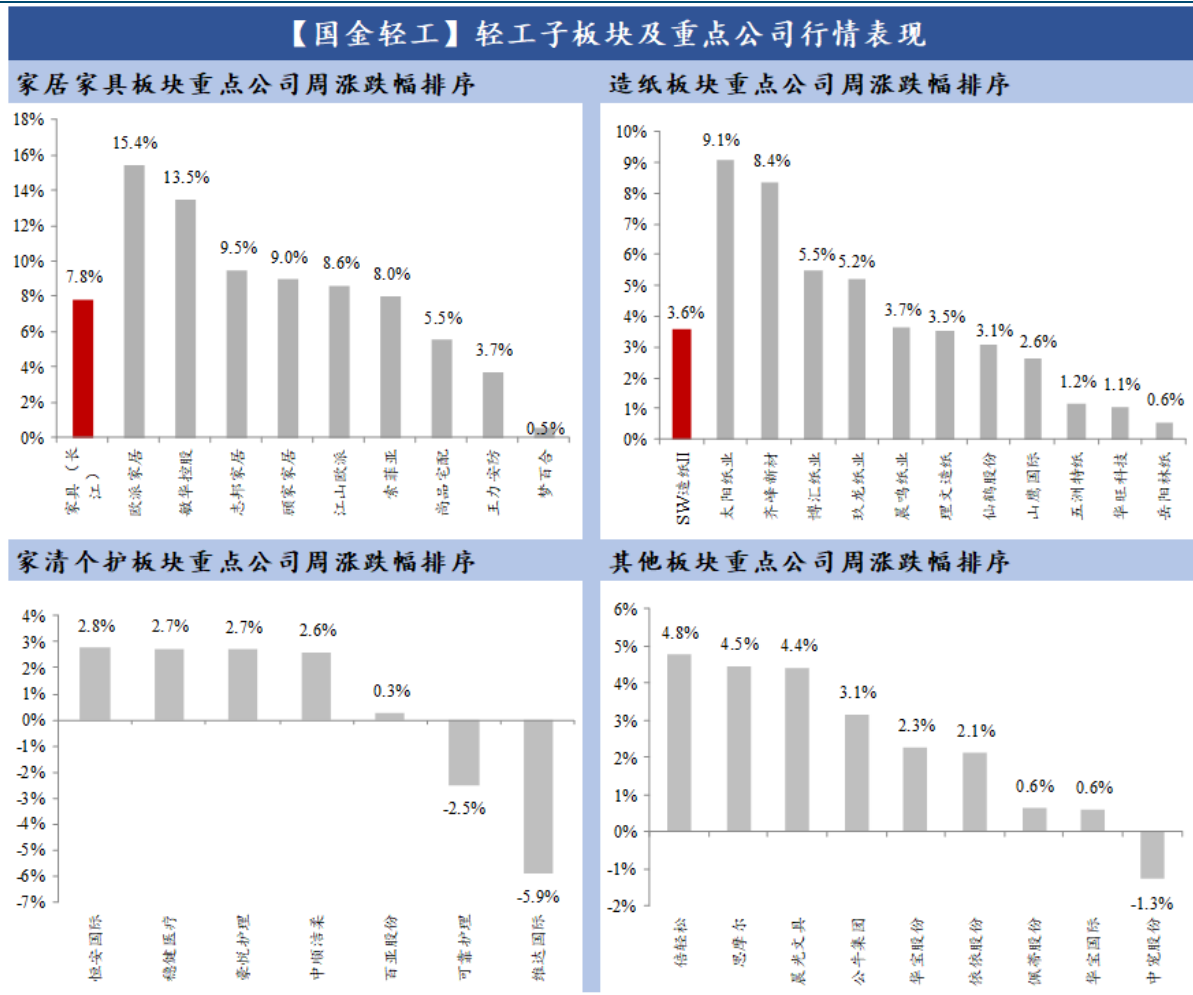


来源: wind, 国金证券研究所

四、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表26: 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 2023.07.28

五、重点公司估值及盈利预测

图表27: 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	148	2.6%	-19.0%	3.5	8.0	9.3	10.7	42.2	18.4	15.8	13.9	买入	2.8
	3331.HK	维达国际	191	-5.9%	-29.9%	7.1	13.2	16.0	18.5	27.1	14.5	12.0	10.3	买入	1.7
造纸	002078.SZ	太阳纸业	336	9.1%	6.5%	28.1	31.0	36.0	40.7	12.0	10.9	9.3	8.3	买入	1.4
	600567.SH	山鹰国际	105	2.6%	-5.6%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-4.6	10.9	7.5	6.0	买入	0.8
	605377.SH	华旺科技	66	1.1%	-16.7%	4.7	5.7	6.6	8.4	14.2	11.6	10.0	7.9	买入	1.8
	603733.SH	仙鹤股份	159	3.1%	-25.2%	7.1	11.8	15.1	18.5	22.3	13.4	10.5	8.6	买入	2.4
定制	002572.SZ	索菲亚	167	8.0%	5.1%	10.6	12.7	15.2	17.8	15.7	13.2	11.0	9.4	买入	2.8
	300616.SZ	尚品宅配	42	5.5%	8.9%	0.5	2.5	3.0	3.6	90.8	16.7	14.0	11.7	买入	1.2
	603833.SH	欧派家居	635	15.4%	-12.6%	26.9	31.5	36.7	42.6	23.6	20.2	17.3	14.9	买入	3.9
	603801.SH	志邦家居	111	9.5%	35.0%	5.4	6.5	7.7	9.1	20.6	17.0	14.4	12.2	买入	3.8
软体	603816.SH	顾家家居	360	9.0%	2.6%	18.1	21.0	24.7	28.8	19.9	17.1	14.6	12.5	买入	3.9
	1999.HK	敏华控股	256	13.5%	-14.0%	25.2	28.5	32.9	-	10.2	9.0	7.8	-	买入	2.2
	603313.SH	梦百合	56	0.5%	8.1%	0.4	3.2	4.7	6.5	134.5	17.5	11.8	8.5	买入	1.9
其他消费轻工	605009.SH	豪悦护理	72	2.7%	-8.7%	4.2	5.3	6.3	7.4	17.0	13.5	11.4	9.7	增持	2.3
	6969.HK	思摩尔	436	4.5%	-27.7%	25.1	24.5	29.9	36.3	17.4	17.8	14.6	12.0	买入	2.4
	002891.SZ	中瓷股份	73	-1.3%	10.8%	1.1	1.4	2.3	2.8	68.5	52.2	31.5	26.0	增持	3.5
	001206.SZ	依依股份	28	2.1%	-9.4%	1.5	1.9	2.2	2.5	18.9	15.4	13.2	11.3	买入	1.6
	603899.SH	晨光股份	416	4.4%	-17.5%	12.8	17.8	21.4	25.0	32.4	23.4	19.4	16.7	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 2023.07.28

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