

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

继续关注品牌出海产业链布局机会

行业观点更新：

- **家居：**家居内销方面，根据国金数字 LAB 统计，核心家居卖场 2023 年 12 月客流量指数环比仍有下滑，并且较 2019-2021 年同期均有一定下滑，整体终端需求仍相对偏弱，静待地产宽松政策传导效果显现及消费信心稳步恢复。外销方面，美国家居经销商、零售商去库已近尾声，从各企业外销订单环比变化情况看，补库正在开启，从历史复盘来看，补库周期一般可持续 6-12 个月，预计 24H1 外销仍将维持较优景气度，尤其在跨境电商蓬勃发展的情况下，品牌出海企业将更为受益。整体来看，目前家居板块布局仍需精选个股布局：1) 重点布局代工+品牌出海逻辑较为顺畅且估值仍较低的企业；2) 推荐关注具备品类融合能力、整装渠道布局领先的大家居龙头企业；3) 推荐关注仍具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业。
- **新型烟草：**近期对于欧美各国政策进行集中梳理，可发现虽然对于一次性烟限制的法规要求有所不同并且仍未全面落地，但海外非法一次性烟产品受到限制的确切性已较高，合规的换弹式品类份额也有望逐步回升，整体继续看好电子烟产业的制造、品牌出海。国内市场方面，今年以来以悦刻为首的主流品牌已有多款新口味上市，市场接受度逐步提升，后续随着更多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：**大客户去库结束外销订单持续性表现较优，内销竞争加剧趋势下，关注精细化运营、品牌构建能力。1) 外销：2023 年宠物标的整体订单呈逐季回暖趋势，头部企业凭借海外优质的产能布局加快中高端订单份额的获取，盈利能力稳步提升，当前订单表现仍较为稳定。2) 内销：根据久谦数据，2023 年宠物食品主流电商平台（天猫+京东+抖音）GMV232 亿元，同比+17%，2H 起伴随消费降级、竞争加剧，增速有所放缓，3Q/4QGMV 增速+19.7%/+6.8%，且平台流量从传统电商平台转移至抖音、拼多多等新兴平台。国产宠食品牌以烘焙粮、冻干等工艺创新为抓手进行产品升级，份额不断提升。
- **造纸&包装：**静待旺季到来，关注潜在高股息标的。Arauco 公司调整 1 月份报盘，针叶浆/本色浆报价下调 20 美元/吨，阔叶浆保持 650 美元报价不变。根据海关总署，12 月国内纸浆进口量为 355 万吨，环比+10.0%，同比+50.3%，1-12 月累计进口量 3666 万吨，同比+25.7%。我们认为短期纸浆价格显压力，但渠道库存低位静待旺季补库带动价格上行。文化纸进入淡季，价格短期承压、开工率环比略有下降，出口短期缓解供给压力；箱板纸部分企业停机，短期价格有所回调。
- **跨境出口：**关注轻工品牌出海进程，本周发布轻工品牌出海行业深度报告。复盘消费品企业出海历程，跨境大卖当前进入本地化品牌势能构建、产业基础设施完善（海外仓、库存管理系统、本地化运营）、多区域/渠道的探索等长效竞争力的构建。过去以 ODM 制造为核心的大部分轻工制造企业仍处探索品牌出海之路的初期。1) **产品维度：**品牌力构建的重要抓手，从选品到本地化产品，轻工产业带集群奠定供应链基础优势，“精品”策略背后需组织层面自上而下支撑。2) **成长&提效路径剖析：**新市场&新平台机遇可期，物流/运营成本优化任重道远。

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）；
- **跨境出海：**推荐乐歌股份（跨境电商基础设施产业链标的，海外仓利润率释放+新仓投放高速增长，跨境主业受益拓品类带动客单提升）；推荐名创优品（直营模式探索成功打开北美成长天花板，主题大店 2.0 模式开启国内高质成长）。

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 跨境出口链.....	6
二、行业重点数据及热点跟踪.....	6
2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	6
2.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	6
2.3 造纸板块行业高频数据跟踪.....	12
三、本周行情回顾.....	14
四、重点公司估值及盈利预测.....	14
五、风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 全球电子烟行业一周热点回顾.....	6
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

家居内销方面，根据国金数字 LAB 统计，核心家居卖场 2023 年 12 月客流量指数环比仍有下滑，并且较 2019-2021 年同期均有一定下滑，整体终端需求仍相对偏弱，静待地产宽松政策传导效果显现及消费信心稳步恢复。外销方面，美国家居经销商、零售商去库已近尾声，从各企业外销订单环比变化情况来看，补库正在开启，从历史复盘来看，补库周期一般可持续 6-12 个月，预计 24H1 外销仍将维持较优景气度，尤其在跨境电商蓬勃发展的情况下，品牌出海企业将更为受益。整体来看，目前家居板块布局仍需精选个股布局：1) 重点布局代工+品牌出海逻辑较为顺畅且估值仍较低的企业；2) 推荐关注具备品类融合能力、整装渠道布局领先的大家居龙头企业；3) 推荐关注仍具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业。

- **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：公司 1 月 3 日发布公告称，2023 年 12 月 1 日至 12 月 31 日，公司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 540,400 股，占公司目前总股本的 0.0887%，最高成交价为 77.45 元/股，最低成交价为 65.15 元/股，成交总金额为 3.7 亿元（不含交易佣金等交易费用）。截至公告日，公司第二期股份回购计划已通过集中竞价交易方式累计回购 850,700 股，占公司目前总股本的 0.1397%，回购成交最高价格为 83.90 元/股，最低价格为 65.15 元/股，成交总金额为 6.2 千万元（不含交易佣金等交易费用）。

- **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。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：公司 1 月 12 日发布公告称，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份的种类为公司发行的 A 股股份，资金总额不低于人民币 8 千万元（含）且不超过人民币 1 亿元（含），回购股份价格不超过人民币 20 元/股（含）。按本次回购资金最高人民币 1 亿元、回购价格上限人民币 20 元/股测算，预计可回购股份数量约为 5 百万股，约占公司目前总股本的 0.52%；按本次回购资金最低人民币 8 千万元、回购价格上限人民币 20 元/股测算，预计可回购股份数量约为 4 百万股，约占公司目前总股本的 0.42%。回购期限自公司董事会审议通过本次回购方案之日起不超过 12 个月，具体回购数量以回购期满时实际回购的股份数量为准，回购股份将用于员工持股计划或者股权激励。

- **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：1) 公司 1 月 10 日发布公告称，顾家集团和 TB Home 已将其持有的合计 2.42 亿股顾家家居股份过户至盈峰睿和投资，过户手续已办理完成。本次股份转让过户完成，公司控股股东由顾家集团变更为盈峰睿和投资，实际控制人由顾江生、顾玉华、王火仙变更为何剑锋。

2) 公司 1 月 10 日发布公告称，顾家集团持有公司 105,539,829 股股票，占本公司总股本的 12.84%；本次部分股票质押后，顾家集团累计质押股票 105,133,063 股，占其所持有公司股数的 99.61%，占公司总股本的 12.79%。

顾家集团及其一致行动人合计持有本公司 146,716,595 股股票，占本公司总股本的 17.85%；本次部分股票质押后，累计质押股票 146,301,763 股，占顾家集团及其一致行动人共同持有公司股数的 99.72%，占本公司总股本的 17.80%。

3) 公司 1 月 2 日发布公告称，2023 年 12 月，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 165.55 万股，占公司总股本的比例为 0.20%，最高成交价为 37.18 元/股，最低成交价为 33.34 元/股，成交总金额为 5.85 千万元（不含交易费用）。

截至 2023 年 12 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 850.55 万股，占公司总股本的比例为 1.04%，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 3.23 亿元（不含交易费用）

- **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-45/-70/+100 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，将共同支撑公司份额稳步提升，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：截至 2024 年 1 月 5 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为 4,072,939 股，占公司目前总股本的 1.02%，最高成交价为 34.43 元/股，最低成交价为 29.28 元/股，成交总金额为 132,590,719.56 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。

动态：公司于 1 月 8 日斥资约 978.1 万港元回购股份 200 万股，每股回购价格为 4.84-4.95 港元。

1.2 新型烟草板块

近期对于欧美各国政策进行集中梳理，可发现虽然对于一次性烟限制的法规要求有所不同并且仍未全面落地，但海外非法一次性烟产品受到限制的确切性已较高，合规的换弹式品类份额也有望逐步回升，整体继续看好电子烟产业的制造、品牌出海。国内市场方面，今年以来以悦刻为首的主流品牌已有多款新口味上市，市场接受度逐步提升，后续随着更多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。

1.3 造纸板块

造纸&包装：静待旺季到来，关注潜在高股息标的。Arauco 公司调整 1 月份报盘，针叶浆/本色浆报价下调 20 美元/吨，阔叶浆保持 650 美元报价不变。根据海关总署，12 月国内纸浆进口量为 355 万吨，环比+10.0%，同比+50.3%，1-12 月累计进口量 3666 万吨，同比+25.7%。我们认为短期纸浆价格显压力，但渠道库存低位静待旺季补库带动价格上行。文

化纸进入淡季，价格短期承压、开工率环比略有下降，出口短期缓解供给压力；箱板纸部分企业停机，短期价格有所回调。

■ 行业近况更新

1) 据 Europulp 数据显示，2023 年 11 月份欧洲港口纸浆月末库存量环比下降 2.3%，同比下降 8.6%，库存总量由 10 月末的 124.5 万吨下降至 121.6 万吨。欧洲库存连续 4 个月出现下降的趋势，且目前 121.6 万吨的库存水平，基本下降至欧洲月均库存的正常水平，一定程度上对国内纸浆有一定支撑作用。

2) Arauco 公司调整 1 月份报盘。其中，针叶浆银星 760 美元/吨，下降 20 美元/吨；本色浆金星 720 美元/吨，下降 20 美元/吨；阔叶浆明星 650 美元/吨，不变。

■ **裕同科技：3C 景气回暖，提高分红比例。**2H23 年起消费电子逐步回暖，国际消费电子客户供应链转移趋势下，公司前瞻性布局东南亚基地保持客户份额；新产品环保纸塑领域不断拓客户，伴随产能利用率提升、进入高毛利餐包领域，看好毛利率修复。作为全国纸包龙头，公司不断开拓产品种类&延长服务链条，提升客户份额，看好中期成长性。伴随资本开支减少，经营质量提升，公司近期发布提高分红比例公告，彰显管理层对于股东回报的重视，与股东持续共享经营发展成果

动态：12 月 29 日，公司公告拟将提高 2023 年度至 2025 年度现金分红比例：若公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，2023 年度至 2025 年度，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于母公司股东净利润的 60%。2020-2022 年公司的现金分红比例分别为 23.26%、20.00%和 20.14%。

1.4 宠物板块

宠物：大客户去库结束外销订单持续性表现较优，内销竞争加剧趋势下，关注品牌精细化运营、品牌构建能力。1) 外销：2023 年宠物标的整体订单呈逐季回暖趋势，头部企业凭借海外优质的产能布局加快中高端订单份额的获取，盈利能力稳步提升，当前订单表现仍较为稳定。2) 内销：根据久谦数据，2023 年宠物食品主流电商平台（天猫+京东+抖音）GMV232 亿元，同比+17%，2H 起伴随消费降级、竞争加剧，增速有所放缓，3Q/4QGMV 增速+19.7%/+6.8%，且平台流量从传统电商平台转移至抖音、拼多多等新兴平台。国产宠食品牌以烘焙粮、冻干等工艺创新为抓手进行产品升级，份额不断提升。推荐佩蒂股份，重点关注乖宝宠物、中宠股份、依依股份。

■ **佩蒂股份：关注大客户订单回暖，犬粮品牌爵宴表现靓丽看好品类开拓。**1) 外销：伴随下游品谱等大客户自身库存调整结束，4Q 起订单进入同比正向修复通道，看好订单修复趋势，24Q1-Q2 低基数下表现增速有望超预期。新西兰干粮产能进入试产阶段，订单饱满看好逐季放量。2) 内销：犬粮品牌爵宴保持高双位数增长，预计 24 年加快干粮等品类拓展；好适嘉当前处于品牌调整期，后续预计加快主食罐、干粮的开拓；代理品牌收入体量有所收缩。

■ **中宠股份：外销修复表现较优，内销自主品牌定位、渠道、价盘逐步梳理清楚，看好 24 年加速成长。**1) 外销：23Q2 起率先修复，后续海外订单结构持续优化，24Q1 低基数下预计表现增速仍表现亮眼，Q2 起进入稳健成长阶段，看好零食自主品牌出海（23 年规模体量约 1.5 亿元），24 年预计加速成长。2) 内销：主品牌顽皮 SKU 调整进入尾声，基于大众定位品类梳理清晰，看好 24 年重点品类发力；ZEAL、领先重点布局大单品策略，看好品类开拓驱动高速增长。

■ **依依股份：外销逐步回暖，看好新增大客户、次新客户份额提升趋势。**下游客户亚马逊等订单稳步修复，公司积极拓展北美、日本等优质新客户，对次新客户 Sam 等加快份额提升，盈利能力保持稳定。

2023 宠物行业白皮书发布，行业增速有所放缓，必选食品跑赢可选品类。2023 年城镇宠物（犬猫）消费市场规模为 2793 亿元，同比+3.2%，增长幅度有所放缓。

1) 犬消费市场规模较 2022 年微增 0.9%，猫市场规模则持续稳定增长（同比+6%）。

2) 从消费结构角度，宠物食品份额 52.3%保持不变，用品/诊疗占比 12.5%/12.9%，预计受消费降级、竞争激烈影响占行业比重小幅下行。

3) 从购买渠道角度，宠主购买主粮对传统线上渠道、宠物医院偏好度小幅下降，对宠物店、线下商场、直播平台、犬猫舍的占比上升，其中直播平台上幅度较大，为 6.3 个百分点。

1.5 跨境出口链

关注各家品牌出海进程，本周发布轻工品牌出海行业深度报告。复盘消费品企业出海历程，跨境大卖更注重本地化品牌势能构建、产业基础设施完善（海外仓、库存管理系统、本地化运营）以提高效率、多区域/渠道的探索等长效竞争力的构建。过去以 ODM 制造为核心的大部分轻工制造企业仍处探索品牌出海之路的初期。1) **产品维度**：品牌力构建的重要抓手，从选品到本地化产品，轻工产业带集群奠定供应链基础优势，“精品”策略背后需组织层面自上而下支撑。2) **品牌建设**：本地化社媒工具提升曝光效率，重视线下布局，品牌投放预算分配方向有所转移。3) **成长&提效路径剖析**：新市场&新平台机遇可期，物流/运营成本优化任重道远。北美和欧洲仍是出海公司发力重要区域，拉美/东南亚/非洲等新兴市场开拓有望加速，亚马逊 FBA 新政策下乐歌等第三方海外仓产业链地位提升。**重点关注标的**：名创优品、致欧科技、乐歌股份、赛维时代、恒林股份、匠心家居。

■ **乐歌股份：海外仓竞争壁垒逐步市场认知，看好新仓产能加速爬坡，跨境独立站运营效率提升。**跨境中大件渗透提升趋势、FBA 新政策下海外仓产业链地位提升，拥有稀缺土地资源的头部海外仓相较中小仓当前处于成本&规模化优势快速提升阶段。

公司海外仓竞争力逐渐被市场认可：1) 先发优势带来低成本：前瞻性租赁优质工业地块、美东/西四大港口有仓布局；21 年低价购买优质资源位（25 年初自有地仓库 20w 平预计投入，利润率预期提升 10pct）。2) 物流成本助力拉新：做大规模后提升和物流商 FedEx 议价力，行业内优势领先，让利下游品牌提升产业链地位，不断吸引新客户（当前 600+家），充分发挥规模效应。3) 海外仓自身品牌效应助力拉新。

动态：根据公司官方公众号，公司位于美国新泽西的 NJF 新仓于 24 年 2 月投放，该仓储面积 66 万平方英尺（约 6.1w 平方米），主营 FBA 转运、海外仓储、一件代发，尾程与 FedEx, UPS、Amazon shipping 等当地物流商深度合作，提供优惠折扣。当前乐歌在全美共有 7 个公共海外仓，面积约 330 万平方英尺（30.7w 平方米），可实现 95%次日达送货率。

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
1.1	印尼政府宣布自 2024 年 1 月起对电子烟征税	据 Kompas12 月 29 日的报道，印度尼西亚政府自 2024 年 1 月 1 日起正式对电子烟征收消费税。这一规定明确指出，对电子烟产品也将征收 10%的烟草税。
1.9	巴西电子烟禁令或作调整 公开咨询持续到 2 月 9 日	近日，据巴西媒体 gaz 在报道，巴西国家卫生监督局（Anvisa）启动了关于在巴西使用电子烟的公开咨询，该咨询将持续到 2 月 9 日，民众可通过在线表格提供意见和建议。咨询结束后，国家卫生监督局（Anvisa）将对收到的建议进行评估，并发布最终报告。
1.10	日烟国际或于 2024 年上半年进军韩国加热烟草市场	据韩国媒体 etoday 在 1 月 9 日报道，受到 KT&G 和菲莫国际（Philip Morris）引领的韩国加热不燃烧市场的激励，日本烟草国际（Japan Tobacco International, JTI）已经准备好进军韩国市场。日本烟草国际（JTI）韩国有望在今年上半年将加热烟草烟杆添加到韩国便利店的卷烟货架上。该行动被烟草业界视为 JTI 韩国为发布新型电子烟而采取的一系列动作，目前，JTI 韩国在该地没有销售 HNB 烟和烟杆产品。

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（1.8-1.12）30 大中城市成交面积同比下降 42.8%，累计同比

下降 39.0%。

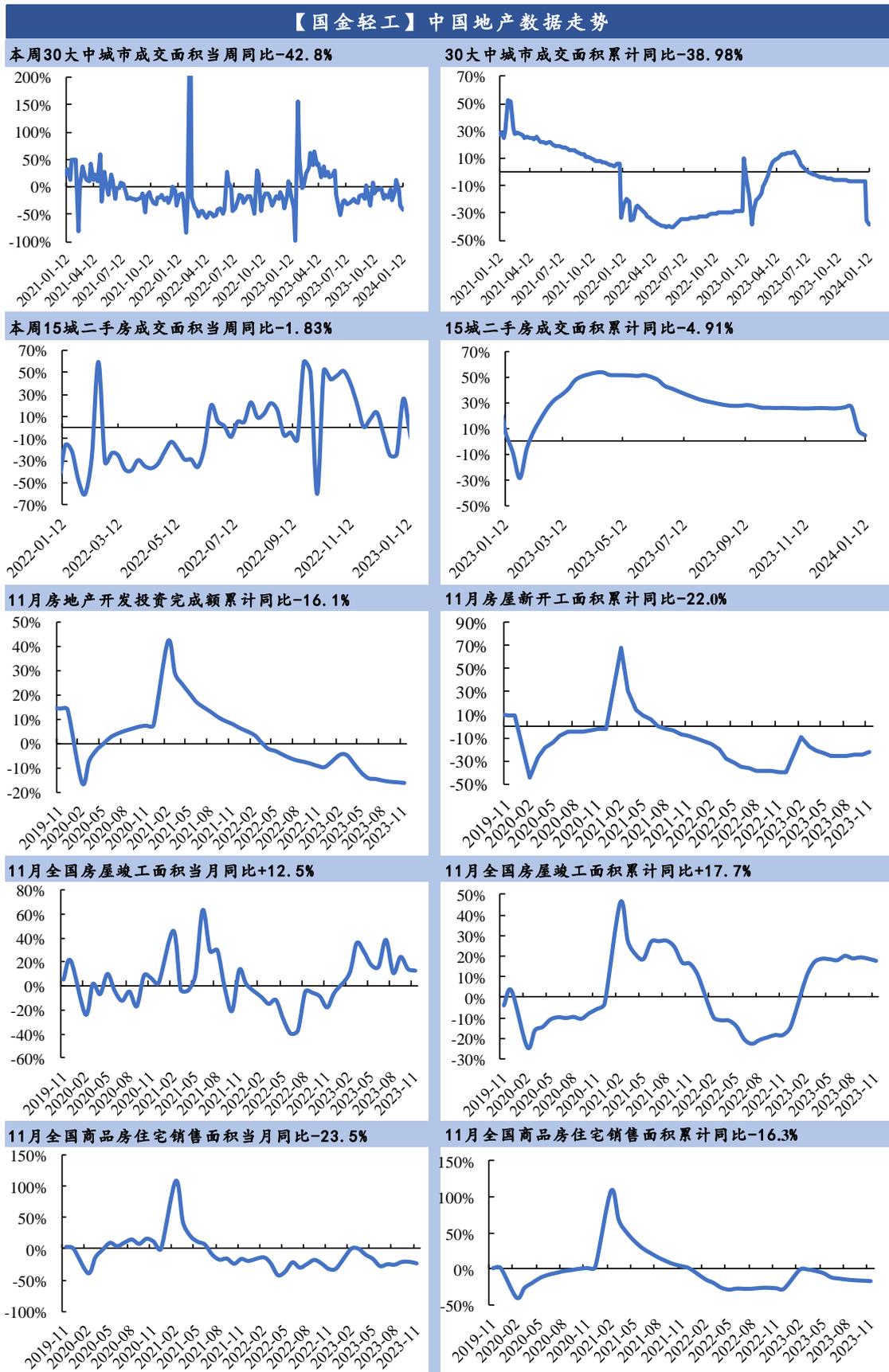
周度二手房成交面积：本周（1.8-1.12）15 城二手房成交面积同比上升 45.0%，累计同比增长 27.2%。

房地产开发投资完成额：23 年 1-11 月累计同比下降 16.1%，房屋新开工面积累计同比下降 22.0%。

月度竣工面积：23 年 1-11 月全国房屋竣工面积同比上涨 17.7%，单 11 月同比上涨 12.5%。

月度销售面积：23 年 1-11 月全国商品房住宅销售面积同比下降 16.3%，单 11 月同比下降 23.5%。

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11月成屋销售套数（折年数）同比下降7.28%，2023年11月新屋销售套数（折年数）同比增长1.37%。

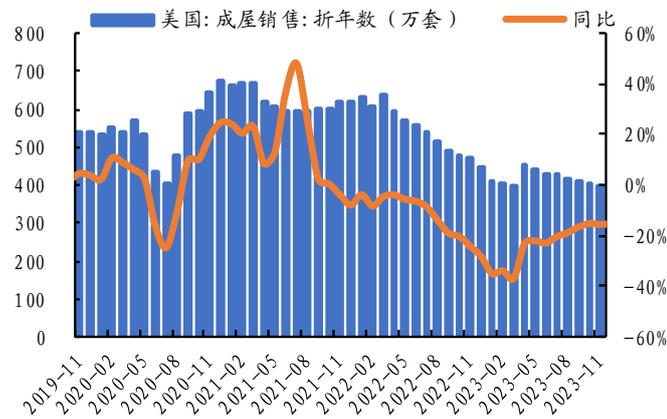
美国贷款利率：美国 30 年期住房贷款利率本周为 6.7%，环比下降 0.1%。

美国房屋空置率：2023 年三季度末为 0.8%，环比增长 0.1pct。

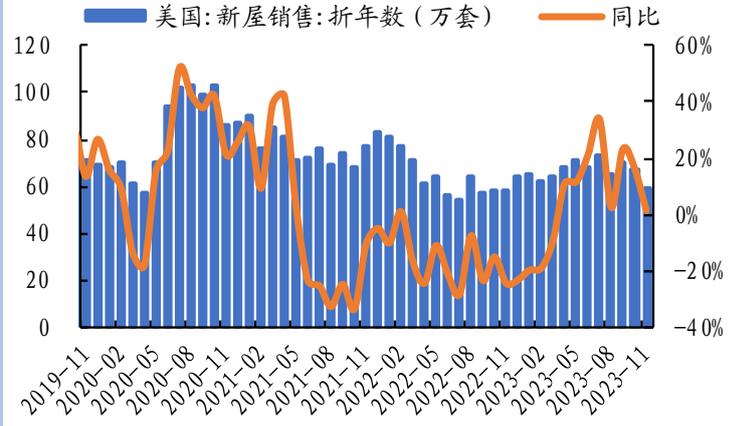
图表3：美国地产数据走势

【国金轻工】美国地产数据走势

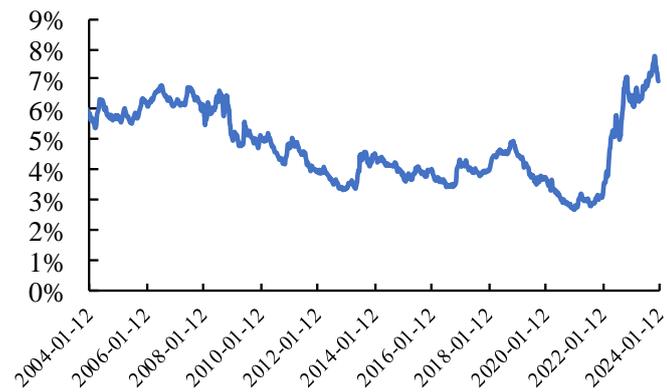
11月成屋销售套数（折年数）同比-7.28%



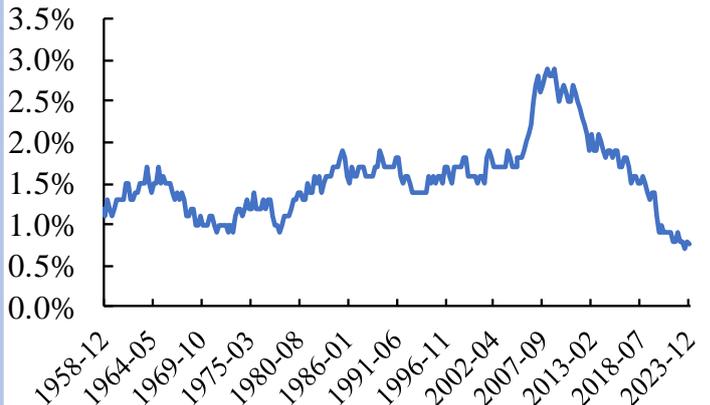
11月新屋销售套数（折年数）同比+1.37%



本周美国30年期住房贷款利率为6.7%



三季度末美国房屋空置率为0.8%



来源：Wind，国金证券研究所

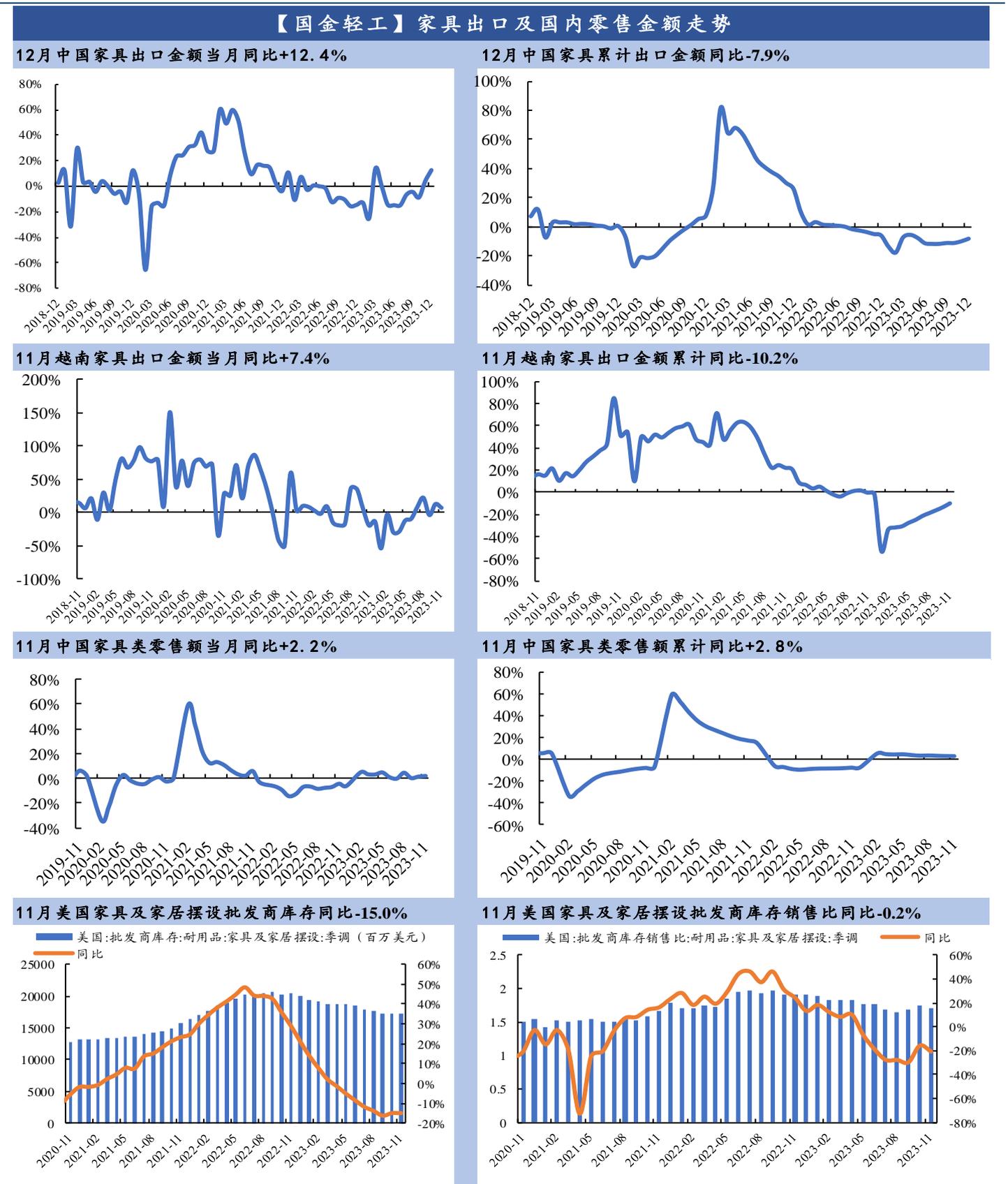
2.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额 2023 年 12 月当月同比上涨 12.4%，累计同比下降 7.9%。
越南家具出口金额 2023 年 11 月美元计价同比增长 7.4%，1-11 月美元计价累计同比下降 10.2%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存 2023 年 11 月当月同比下降 15.0%，库存销售比同比降低 0.2pct。

国内家具零售额：2023 年 11 月中国家具类零售额同比增长 2.2%，1-11 月累计同比增长 2.8%。

图表4: 家具出口及国内零售金额走势



2.2.3 家具原材料价格数据

本周国内软泡聚醚均价为 9180 元/吨, 环比上周下降 45 元/吨, 今年以来截止 1.12 均价

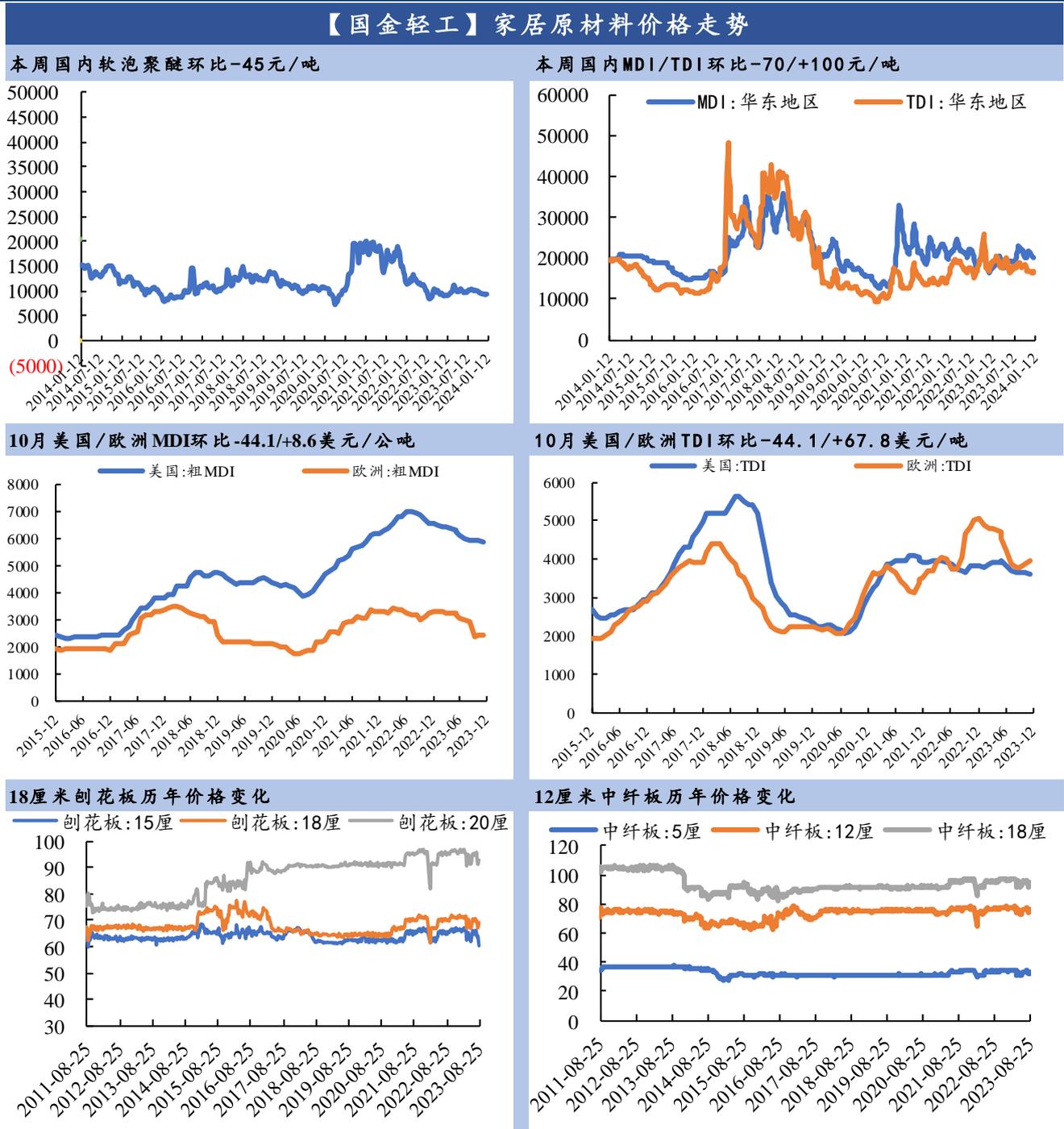
为 9202.5 元/吨，较 2023 年均价上涨 7.3%。

本周国内 MDI 均价为 19680 元/吨，环比上周下降 70 元/吨，今年以来截止 1.12 均价为 19715 元/吨，较 2023 年均价下降 1.2%。

本周国内 TDI 均价为 16700 元/吨，环比上周上涨 100 元/吨，今年以来截止 1.12 均价为 16650 元/吨，较 2022 年均价下降 8.1%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI、TDI 价格 12 月均环比下降 44.1 元/公吨；欧洲地区 MDI 价格 12 月环比上涨 8.6 美元/公吨，TDI 价格环比上涨 67.8 美元/公吨。

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10月	23年11月	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料													
木浆系	针叶浆	7470	1434	7073	-398	5388	-1684	6036	647	6255	6067	5850	29
	阔叶浆	6662	1353	5940	-721	4288	-1652	5309	1021	5532	5437	5021	21
	化机浆	5402	970	5365	-36	4206	-1160	4432	226	4536	4660	4457	-43
废纸系	国废黄板纸	1969	389	1678	-291	1614	-64	1580	-34	1593	1592	1608	-22
纸品													
木浆系	双胶纸	6658	-17515	6691	33	5936	-755	24173	18237	5892	60953	5780	-157
	铜版纸	5657	-422	5682	25	5786	103	6080	294	6094	6300	6029	-207
	白卡纸	5301	338	5117	-185	4888	-229	4963	76	4970	5110	4943	-72
废纸系	箱板纸	4484	795	4277	-207	3827	-450	3689	-138	3773	3762	3776	-7
	瓦楞纸	3325	64	3140	-185	2980	-160	3262	282	3084	3022	3031	-17

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2024 年 1 月 5 日至 2024 年 1 月 11 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 5850.0 元/吨, 环比上期上涨 0.5%; 阔叶浆现货含税均价 5021.4 元/吨, 环比上期上涨 0.4%; 本色浆现货含税均价 5528.6 元/吨, 环比上期下降 1.0%; 化机浆现货含税均价 4457.1 元/吨, 环比上期下降 1.0%。本周期纸浆价格区间内震荡调整, 隆众资讯分析本周期纸浆格波动的主要原因: 一、本周期针叶浆价格先涨后跌, 主要与期货主力合约走势有关, 业者周期内继续主力盘基差报价, 整体支撑纸浆价格走势。二、本周期阔叶浆价格小幅提涨, 市场主流品牌外售货源数量有所下降, 业者试探报涨, 支撑浆价走势。三、本周期下游部分原纸厂家积极发布涨价函, 支撑原纸市场走势, 且原纸厂家进行节前补库, 对原料采购积极性较前期改善, 支撑浆价走势。

2) 成品纸:

本周期国内双胶纸市场盘整为主, 成交情况未见明显改善。70g 双胶纸企业含税均价为 5780.0 元/吨, 环比降幅 2.7%。目前行业生产压力不大, 工厂生产情况偏稳, 需求端暂无有力支撑, 个别产线转产/限产情况有增加, 纸企多促进接单走货为主, 近期部分书商订单有一定支撑, 中小纸厂价格相对灵活。终端需求表现疲弱, 用户原纸库存消耗速度不快, 散单刚需采买为主, 市场预期短期难见利好, 贸易商多随进随出, 屯库意愿不高, 局部有倒挂情况存在, 品牌双胶纸主流市场本白卷筒报价维持在 5500-5800 元/吨, 实单实谈。

本周期国内铜版纸市场整理运行, 交投情况不旺。157g 铜版纸企业含税均价为 6028.6 元/吨, 环比降幅 3.3%。企业生产情况基本稳定, 局部春节订单稍有支撑, 整体需求端利好有限, 纸企走货速度不快, 同时用户对后市预期偏低, 无明显囤货意愿, 刚需散单采买为主, 难对市场有效支撑, 业者后市心态信心不足。经销商多促进走货为主, 局部让利情况明显, 主流品牌平张铜版纸价格区间在 5600-5900 元/吨, 实单商谈。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 1607.8 元/吨, 环比-1.4%, 同比-12.4%。本周废旧黄板纸市场持续窄幅下行, 纸企下调幅度多在 20-30 元/吨。本周在恐跌情绪下, 打包站保持快进快出节奏, 纸企到货逐步增加, 集中大厂为主, 而龙头纸企原纸市场报价下调, 纸企春节订单未达预期, 表现差强人意, 故对废纸消耗较少, 采购意愿也相对偏低, 加之部分纸企陆续发布停机检修计划, 需求端对废纸支撑不足, 业者后市心态偏空。隆众预计, 下周废旧黄板纸市场延续补跌趋势。

本周期国内废旧书本纸均价 1691.0 元/吨, 环比-0.5%, 同比-23.9%。本周废旧书本纸市场持续走弱, 市场供需双弱形势加剧。下游原纸市场无订单支撑, 纸企成品库存承压, 生

产动力不足，部分纸企节前停机在即，整体废旧书本纸需求下降。目前供应仍在低位，且学生寒假在即，后市货量有小幅增加可能；打包站后市看跌，存清库备货心态，故目前以快进快出为主。隆众预计下周废旧书本纸市场偏弱跟进。

本周废旧报纸均价 2668.8 元/吨，环比-1.5%，同比-9.7%。本周废旧报纸市场维持弱势，山东地区跌势延续，其余地区偏弱整理为主，市场供需双弱进一步深化。春节前市场弱势难改，主因下游需求走弱，纸企生产压力较大，成本控制力度加强；且部分纸企存以书本纸代替报纸原料情况，以降低成本，故近期废旧报纸价格跌势难收。市场货源仍在低位，打包站够车出货。然目前废旧报纸价格已跌至低位，故隆众预计下周废旧报纸市场弱稳运行。

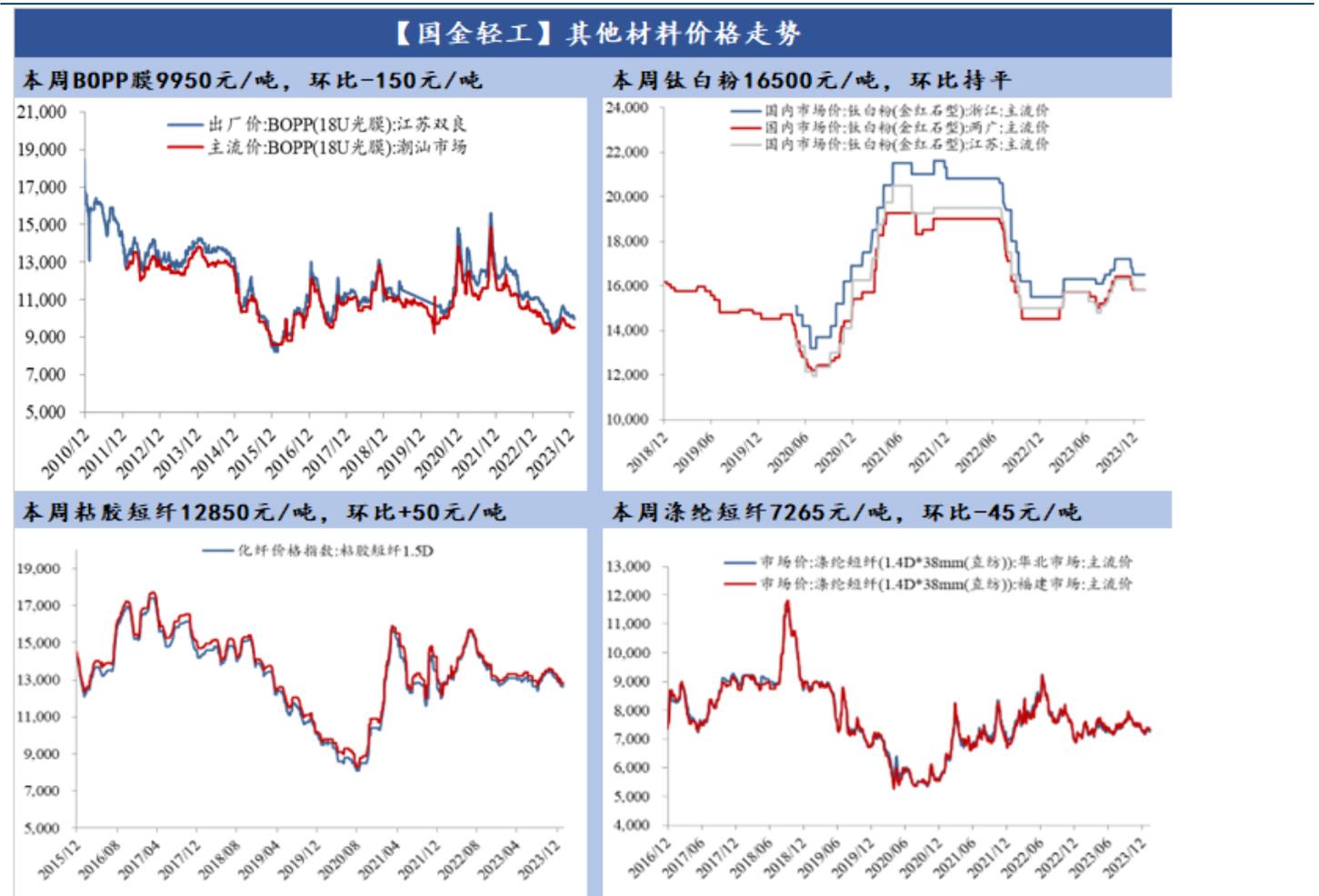
2) 成品纸:

本周瓦楞纸含税均价 3031.4 元/吨，环比-0.6%，同比-11.3%。主要原因分析：一、周内瓦楞纸市场稳中窄幅上下波动，各区域纸企围绕供需面灵活调价，周内玖龙天津基地、沈阳基地下调纸价 50-100 元/吨，北方地区部分纸企跟跌，而南方地区零星纸企止跌上涨，南北方纸价调整呈现差异化；二、春节订单恢复不及预期，市场交投氛围不温不火，虽南方地区需求略有起色，纸企出货速度小幅好转，但临近年末，纸企去库存化意愿强烈，纸价上行阻力较大；三、原料废旧黄板纸市场延续弱势，成本面支撑作用不强。

本周箱板纸含税均价 3776.3 元/吨，环比-0.2%，同比-10.9%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场价格稳中偏弱整理，周内玖龙纸业天津、沈阳基地部分纸种价格下调 50-100 元/吨，带动华北、东北部分纸企跟跌，其他地区价格波动有限。二、目前终端需求无明显改观，下游二级厂订单一般，加之龙头纸企价格下跌，受买涨不买跌心理影响，其原纸备库意愿不强，纸企库存压力难降；三、原料废旧黄板纸市场弱势整理，成本面支撑乏力，利空箱板纸价格。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表7: 其他材料价格变动

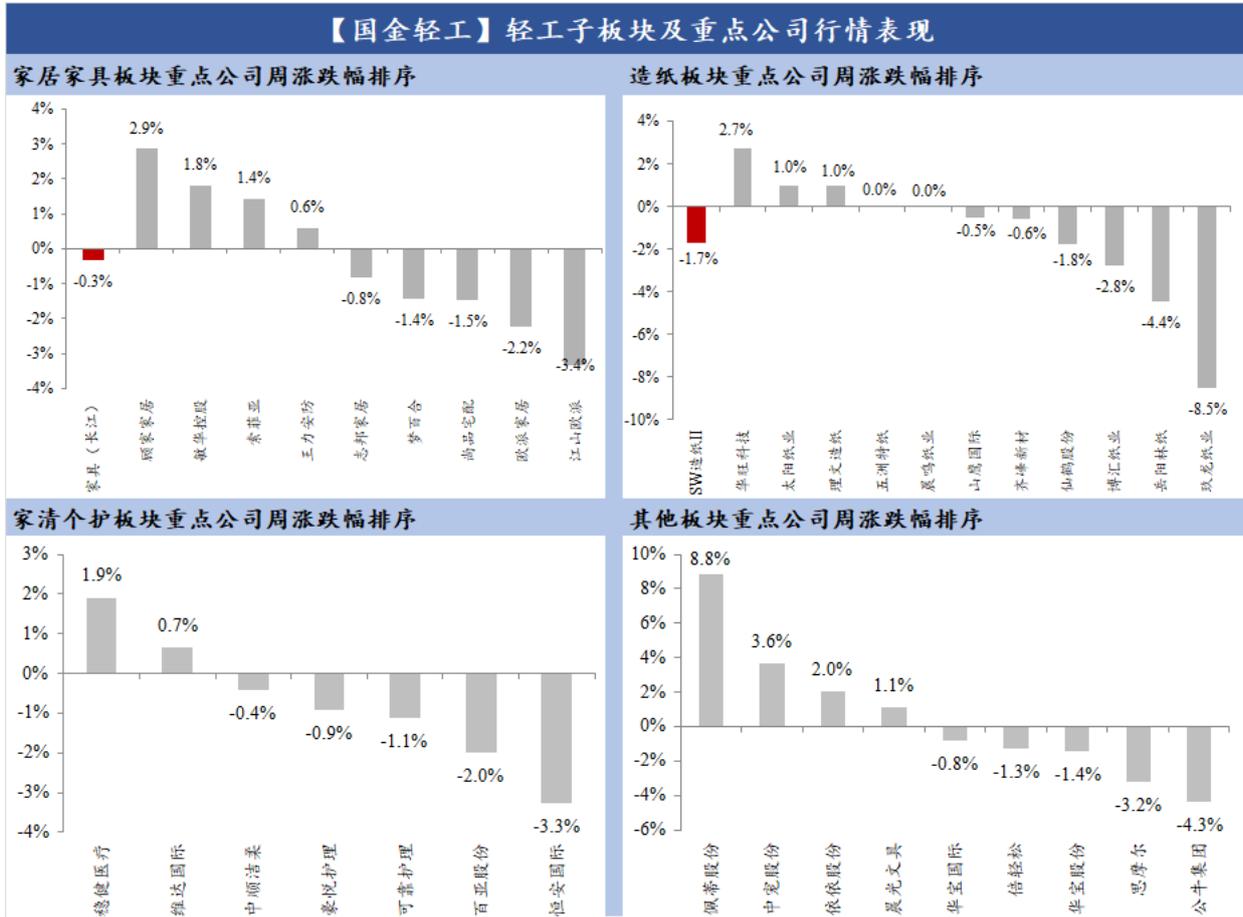


来源: iFind, 国金证券研究所

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 2024.1.12

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	126	-0.4%	-5.5%	3.5	3.6	6.5	7.3	36.1	35.0	19.3	17.3	买入	2.4
	3331.HK	维达国际	277	0.7%	1.1%	7.1	13.2	16.0	18.5	39.2	21.0	17.3	15.0	买入	2.4
造纸	002078.SZ	太阳纸业	351	1.0%	3.2%	28.1	30.5	36.7	40.4	12.5	11.5	9.6	8.7	买入	1.4
	600567.SH	山鹰国际	85	-0.5%	-2.1%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-3.8	8.8	6.1	4.9	买入	0.7
	605377.SH	华旺科技	65	2.7%	2.1%	4.7	5.8	6.6	8.3	13.9	11.2	9.8	7.8	买入	1.7
	603733.SH	仙鹤股份	109	-1.8%	-4.8%	7.1	6.4	11.0	14.3	15.3	17.0	9.8	7.6	买入	1.6
定制	002572.SZ	索菲亚	150	1.4%	-2.5%	10.6	13.3	15.0	16.9	14.1	11.3	10.0	8.8	买入	2.5
	300616.SZ	高品宅配	35	-1.5%	-2.8%	0.5	2.5	3.0	3.6	74.8	13.8	11.5	9.6	买入	1.0
	603833.SH	欧派家居	400	-2.2%	-5.7%	26.9	31.5	36.7	42.6	14.9	12.7	10.9	9.4	买入	2.3
	603801.SH	志邦家居	70	-0.8%	-5.0%	5.4	6.1	7.1	8.2	13.0	11.3	9.8	8.5	买入	2.3
软体	603816.SH	顾家家居	287	2.9%	-0.2%	18.1	21.0	24.2	27.8	15.8	13.7	11.9	10.3	买入	3.1
	1999.HK	敏华控股	197	1.8%	-5.6%	25.2	28.5	32.9	-	7.8	6.9	6.0	-	买入	1.7
	603313.SH	梦百合	63	-1.4%	4.8%	0.4	2.7	5.2	7.5	151.8	23.1	12.2	8.4	买入	2.0
其他消费轻工	605009.SH	豪悦护理	58	-0.9%	-2.3%	4.2	5.3	6.3	7.4	13.7	10.9	9.2	7.9	增持	1.9
	6969.HK	思摩尔	293	-3.2%	-11.2%	25.1	25.3	31.2	37.9	11.7	11.6	9.4	7.7	买入	1.5
	002891.SZ	中宠股份	79	3.6%	1.5%	1.1	1.4	2.3	2.8	74.3	56.6	34.2	28.2	增持	3.6
	001206.SZ	依依股份	30	2.0%	2.9%	1.5	1.9	2.2	2.5	19.9	16.2	14.0	11.9	买入	1.7
	603899.SH	晨光股份	319	1.1%	-8.3%	12.8	16.5	20.0	23.9	24.9	19.3	16.0	13.4	买入	4.3

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2024.1.12

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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