

轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004） 分析师：鲍秋宇（执业 S1130524010002）
zhangyanghuan@gjzq.com.cn yinxinyue@gjzq.com.cn baoqiuyu@gjzq.com.cn

2023 年报业绩前瞻梳理，继续重视出海产业链布局机会

行业观点更新：

- **2023 年报业绩前瞻：**家居方面，由于 23 年下半年以来国内需求相对较弱，23Q4 预计多数内销企业收入实现个位数增长，而外销企业由于美国市场 23Q3 末逐步开启补库，预计 23Q4 订单、出货均有较优表现，此外利润端由于原材料价格下行叠加各企业持续降本增效，表现将优于收入。造纸方面，成本端 10 月浆价小幅反弹，11-12 月起震荡走弱，浆系纸纸价小幅上涨后，伴随 11 月进入需求淡季，纸价窄幅回调，龙头公司由于前期低价囤浆陆续到货，部分细分格局相对较优的公司（文化纸、特种纸等）23Q4 盈利环比改善。宠物方面，出口业务受益低基数、海外需求韧性，23Q4 预计整体表现靓丽，国内业务预计依然表现亮眼，受益品牌聚焦、产品升级，净利率呈提升趋势。
- **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，23 年 12 月中国家具出口金额同比、环比均增长 12.4%，出口边际改善进一步显现。美国家居补库周期正在开启，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。
- **新型烟草：**在海外监管逐步完善的情况下，非法一次性烟产品受到限制的确定性已较高，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，23 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：**乖宝发布 23 业绩预告，外销下游客户去库结束订单持续性表现较优。乖宝发布 23 年业绩预告，23Q4 预计实现归母净利 0.96 亿元~1.26 亿元，同比增长 92%~151%。自有品牌收入保持高速增长，外销受下游去库结束订单转暖、汇率影响，盈利能力有所提升。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。
- **跨境出海：**关注轻工品牌出海进程，名创优品召开投资者日交流，乐歌 23 业绩预告表现亮眼。名创投资者日指出定位全球第一的 IP 设计零售集团，指引未来 5 年维持 900-1100 年净增门店计划，24 年加快北美、印尼开店，2028 年 IP 产品销售占比超过 50%。乐歌 23Q4 实现归母净利润 0.93-1.33 亿元，同增 54%-121%，扣非归母净利润 0.77-0.97 亿元，同增 103%-155%，主因受益海外仓业务高速增长、升降桌自主品牌跨境电商表现较优。
- **造纸&包装：**静待旺季到来，关注潜在高股息标的。根据 Arauco 2 月份报盘，针叶浆银星 760 美元/吨，平盘；阔叶浆明星 650 美元/吨，平盘。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。

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、2023 年报业绩前瞻汇总	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	5
2.3 造纸板块	6
2.4 宠物&轻工消费板块	6
2.5 跨境出海	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	14
五、重点公司估值及盈利预测	15
六、风险提示	15

图表目录

图表 1：轻工行业 2023 年报业绩前瞻	3
图表 2：家电行业 2023 年报业绩前瞻	4
图表 3：全球电子烟行业一周热点回顾	8
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：其他材料价格变动	14
图表 10：轻工子板块及重点公司行情表现	15
图表 11：重点公司标的估值及盈利预测	15

一、2023年报业绩前瞻汇总

家居：收入端，由于23下半年以来国内行业需求相对较弱，23Q4预计多数内销企业收入实现个位数增长，而外销企业由于美国市场23Q3末逐步开启补库，预计23Q4订单、出货均有较优表现。利润端，受益于原材料价格下行叠加各企业持续降本增效，多数企业利润率同比有所提升。

造纸：23Q4纸企盈利表现延续环比回暖，成本端10月浆价小幅反弹，11-12月起震荡走弱，浆系纸纸价小幅上涨后，伴随11月进入需求淡季，纸价窄幅回调，龙头公司由于前期低价固浆陆续到货，部分细分格局相对较优的公司（文化纸、特种纸等）4Q盈利环比改善。

轻工消费：品牌国货成长趋势延续，品牌、渠道投放加大投入，利润端短期承压。百亚股份发布23业绩快报，23Q4实现营收6.6亿元，同比+37.5%，受线下核心区域外销售团队扩张、加大抖音平台市场推广/品牌宣传力度影响，销售费用率有所扩张，归母净利润0.51元，同比-16.7%，扣非归母净利润0.35亿元，同比-41.3%。

宠物：出口业务受益低基数、海外需求韧性，4Q预计整体表现靓丽，国内业务预计仍表现亮眼，受益品牌聚焦、产品升级，净利率呈提升趋势。外销：根据海关数据，10月/11月宠物食品出口量2.22/2.64万吨，同比+14.6%/+41.4%，单月恢复至21年同期88%/109%；1-11月出口量累计同比-3%，累计恢复至21年同期103%（21年数据前低后高），我们认为该品类已走出库存周期扰动，进入正常出货节奏。中宠出口4Q低基数下预计保持高双位数增长，北美/新西兰订单平稳增长、订单结构优化利润率不断向上；佩蒂4Q大客户恢复下单，逐月环比恢复显著。乖宝发布业绩预告，受益国内高速增长&高端系列表现靓丽、海外订单回暖&汇率助力盈利能力提升，预计23年归母净利4.10亿元~4.40亿元，同比增长53.63%~64.87%。其中，23Q4预计实现归母净利0.96亿元~1.26亿元，同比增长92%~151%。

图表1：轻工行业2023年报业绩前瞻

行业	公司	23年4Q营收yoy	23年4Q归母净利润yoy	全年营收yoy	全年归母净利润yoy	全年归母净利润绝对值(亿元)
家居	欧派家居	0%	~5%	2%	~10%	1% ~3% 12% ~14% 30.22 ~30.78
	索菲亚	5%	~10%	20%	~30%	4% ~5% 19% ~21% 12.65 ~12.92
	志邦家居	8%	~13%	8%	~15%	10% ~12% 10% ~13% 5.89 ~6.04
	顾家家居	25%	~35%	25%	~35%	8% ~10% 11% ~13% 20.12 ~20.53
	慕思股份	2%	~7%	5%	~10%	-5% ~-4% 15% ~17% 8.16 ~8.30
	公牛集团	10%	~15%	16%	~22%	11% ~12% 18% ~20% 37.73 ~38.22
	森鹰窗业	15%	~20%	40%	~50%	5% ~6% 39% ~41% 1.50 ~1.52
	梦百合	15%	~25%	-	~-	-1% ~2% 280% ~325% 1.55 ~1.75
	恒林股份*	20%	~25%	30%	~45%	23% ~25% 25% ~28% 4.41 ~4.50
造纸包装	中顺洁柔	15%	~20%	70%	~80%	13% ~14% -16% ~-14% 2.94 ~3.01
	仙鹤股份	5%	~15%	50%	~65%	11% ~13% -16% ~-13% 5.97 ~6.18
	华旺科技	20%	~30%	20%	~30%	20% ~23% 20% ~23% 5.61 ~5.75
	太阳纸业	0%	~10%	68%	~80%	-1% ~1% 8% ~11% 30.45 ~31.10
	新巨丰	8%	~15%	55%	~70%	10% ~12% 9% ~14% 1.85 ~1.93
消费轻工&宠物	中宠股份	30%	~40%	-	~-	16% ~18% 98% ~140% 2.30 ~2.50
	佩蒂股份	20%	~35%	-	~-	-21% ~-18% -100% ~-85% 0.00 ~0.20
	乖宝宠物	30%	~35%	92%	~151%	26% ~28% 54% ~65% 4.10 ~4.40
	乐歌股份	35%	~50%	54%	~121%	21% ~26% 179% ~197% 6.10 ~6.50
	依依股份	-3%	~3%	5%	~20%	-11% ~-9% -25% ~-23% 1.12 ~1.16

来源：wind，国金证券研究所；注：标*公司采用wind一致预期；年报业绩前瞻存在预测偏差，仅供参考，不构成投资建议

白电板块：Q4稳定增长，低估值、高分红属性下配置性价比凸显。白电板块4季度通常来说属于销售淡季，我们预计板块收入端在22Q4低基数下实现双位数左右增长，成本端来看Q4原材料、海运费、汇率同比来说依然产生正向贡献，但利好环比减弱，规模效应下预计板块利润增速略高于收入。展望24年，白电板块24年重点关注品牌出海赛道，白电企业通过产品创新、品牌并购、本地化运营多种方式出海，海外自主品牌占比有望逐渐提升，利于在白电内销接近饱和下打开成长空间，提升公司估值。

小家电板块：Q4内销仍较疲软，外销持续恢复，长期看好自主品牌出海。小家电板块4季度因双十一促销存在，收入占全年比例较高，总体来看23年双十一表现平稳，奥维云网显示，2023年“双十一”大促期间（2023.10.23-2023.11.12）家电行业线上销售额709亿元，同比+5%，增速较22年同期略有提升（22年673亿元，同比+3%）。我们预计主攻内销市场的小家电公司在消费情绪较低的市场环境下收入增长仍具压力，外销占比较高企业收入有望在库存压力缓解/出海品牌竞争力提升下持续恢复。成本端原材料、海运费、

汇率利好仍在，但因非经常损益影响利润端或呈现较大波动。展望24年，小家电板块重点关注出海方向，长期看好国牌扫地机出海，扫地机作为成长品类，全球渗透率较低，行业增长驱动来自于产品创新和消费者的持续教育，潜在空间较大。国牌通过更快迭代创新产品从而抢占高端市场份额，而海外龙头产品竞争力逐渐下滑，盈利能力恶化，短期难以实现困境反转。此外国牌于海外渠道端快速拓展，欧洲进入发力期；美国因品牌&线下渠道格局稳固，国牌依靠线上布局打开局面，线下KA渠道迎来突破。在优秀产品力+渠道持续拓展+多种营销打法下国产品牌实现崛起，高端产品形象深入人心。此外，短期来看，随着美国加息进入尾声，若后续进入降息通道或有望刺激海外消费，考虑到北美渠道商今年底基本完成了库存去化，明年有望进入新一轮补库周期，支撑国内家电企业出口回暖。短期来看，对于我国以代工为主出口企业，库存周期更为明显，可自下而上寻找附加值高、盈利能力强、自身&客户成长性强的公司。

图表2：家电行业2023年报业绩前瞻

公司	23年4Q营收yyo		23年4Q归母净利润yyo		全年营收yyo		全年归母净利润yyo		全年归母净利润绝对值（亿元）		全年营收绝对值（亿元）							
石头科技	28%	~	32%	63%	~	68%	29%	~	30%	60%	~	62%	18.96	~	19.12	85.51	~	86.40
科沃斯	3%	~	7%	-47%	~	-52%	4%	~	5%	-46%	~	-48%	9.09	~	8.80	158.82	~	160.90
九阳股份	10%	~	15%	400%	~	402%	2%	~	3%	-8%	~	-8%	4.88	~	4.89	103.84	~	105.47
苏泊尔	15%	~	20%	7%	~	12%	6%	~	7%	5%	~	7%	21.74	~	22.12	213.80	~	216.40
新宝股份	23%	~	28%	95%	~	105%	6%	~	7%	0%	~	2%	9.65	~	9.77	144.90	~	146.40
德尔玛	13%	~	17%	7%	~	12%	3%	~	4%	4%	~	7%	1.99	~	2.03	34.06	~	34.46
飞科电器	22%	~	27%	200%	~	203%	10%	~	11%	30%	~	30%	10.70	~	10.72	51.08	~	51.54
小熊电器	-7%	~	-12%	-17%	~	-22%	13%	~	11%	13%	~	11%	4.37	~	4.29	46.38	~	45.67
海容冷链	13%	~	17%	98%	~	102%	9%	~	10%	38%	~	38%	4.03	~	4.04	31.62	~	31.86
海信家电	10%	~	15%	-2%	~	3%	13%		14%	94%	~	95%	27.50	~	28.50	837.10	~	845.65

来源：wind，国金证券研究所；注：年报业绩前瞻存在预测偏差，仅供参考，不构成投资建议

二、本周重点行业及公司基本面更新

2.1 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，23年12月中国家具出口金额同比、环比均增长12.4%，出口边际改善进一步显现。美国家居补库周期正在开启，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。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：1) 1月17日，索菲亚整家4.0发布暨美好生活方式研究院成立启动仪式在广州国际越秀中心举行。

2) 公司于 2024 年 1 月 16 日首次通过股票回购专用证券账户以集中竞价方式回购股份，回购股份数量为 2,019,871 股，占公司总股本的 0.2097%，最高成交价为 15.92 元/股，最低成交价为 15.64 元/股，成交总金额为 31,851,829.09 元（不含交易费用）。

- **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%。

- **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 -48.8/+320/-62.5 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。

2.2 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定性已较高，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用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。

2.3 造纸板块

造纸&包装：静待旺季到来，关注潜在高股息标的。**Arauco** 公司发布 2 月份报盘，针叶浆阔叶浆报价保持不变。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** 公司发布 2 月份报盘。其中，针叶浆银星 760 美元/吨，平盘；阔叶浆明星 650 美元/吨，平盘。

- **裕同科技：3C 景气回暖，提高分红比例。** 2H23 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%。

2.4 宠物&轻工消费板块

宠物：乖宝发布 23 业绩预告，外销下游客户去库结束订单持续性表现较优。乖宝发布 23 年业绩预告，23Q4 预计实现归母净利 0.96 亿元~1.26 亿元，同比增长 92%~151%。自有品牌收入保持高速增长，外销受下游去库结束订单转暖、汇率影响，盈利能力有所提升。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。同步关注其他宠物标的业绩拐点：佩蒂股份、中宠股份、依依股份。

- **乖宝宠物：国内宠食品牌领跑者，品牌布局完善，成长路径清晰。** 公司基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代，且凭借强大线上精细化运营力实现持续领先。自主品牌麦富迪针对细分营养功效推出系列新品，高端副牌弗列加特对标外资高端品牌积极破圈拓新，保持高速增长，品牌矩阵布局日趋齐全，中期看好国货优质自主品牌份额持续提升。

动态：近期公司发布业绩预告，预计 2023 年归母净利 4.10 亿元~4.40 亿元，同比增长 53.63%~64.87%。其中，23Q4 预计实现归母净利 0.96 亿元~1.26 亿元，同比增长 92%~151%。自有品牌收入保持高速增长，外销受下游去库结束订单转暖、汇率影响，盈利能力有所提升。

- **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 低基数下表观增速有望超预期。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 低基数下预计表观增速仍表现亮眼，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。
- **百亚股份：品牌势能向上，外围市场重点突围成长动能充沛，优质国产品牌扬帆起航。** 渠道端，公司对组织架构进行优化调整，将广东、湖南、河北作为重点发展战区快速突围，且在 24 年开拓新增重点省份湖北、江苏等，以点带面精细化运营。产品端，大健康系列矩阵不断完善，“益生菌”、“有机纯棉”、“敏感肌”等系列不断升级，产品竞争力不断强化，看好中期份额持续提升空间。

动态：近期公司发布业绩快报，23 年实现营收 21.4 亿元，同比+32.7%，归母净利润 2.33 亿元，同比+24.6%。其中 23Q4 实现营收 6.6 亿元，同比+37.5%，归母净利润 0.51 元，同比-16.7%，扣非归母净利润 0.35 亿元，同比-41.3%。

- 1) 23 年线下/电商营收 12.75/7.44 亿元，同比+14.8%/+100.3%，其中 23Q4 线下/电商营收 3.11/3.11 亿元，同比+7.6%/+110.2%，部分产能短缺情况下仍实现高速增长。
- 2) 产品结构优化带动毛利率提振显著，加大品宣投入短期净利率环比收窄：23 年自由点品牌营收 18.87 亿元，同比+40.9%，综合毛利率/自由点毛利率分别 50.3%/54.8%（同比+5.2/+3.6pct）。其中，4Q 自由点品牌营收 5.89 亿元，同比+46.8%，高端系列产品收入占比增加，4Q 毛利率 57.5%（同比/环比+3.9/+2.1pct）。

2.5 跨境出海板块

跨境出海：关注轻工品牌出海进程，名创优品召开投资者日交流，乐歌 23 业绩预告表现亮眼。名创投资者日指出定位全球第一的 IP 设计零售集团，指引未来 5 年维持 900-1100 年净增门店计划，24 年加快北美、印尼开店，2028 年 IP 产品销售占比超过 50%。乐歌 23Q4 实现归母净利润 0.93-1.33 亿元，同增 54-121%，扣非归母净利润 0.77-0.97 亿元，同增 103-155%，主因受益海外仓业务高速增长、升降桌自主品牌跨境电商表现较优。

- **名创优品：线下零售全球出海领军者，品牌升级带动盈利超预期。** 1) 海外：伴随北美直营模式探索初见成效，公司提出美国从 100+店开拓至 1000+家店的目标，1QFY24 美国市场 GMV 同比提升 180%，毛利率稳步提升至 60%+（环比单高个位数正增），本地化运营策略初见成效。2) 国内：通过探索芭比、三丽鸥主题大店提升品牌形象势能，提升客流基础，再次证明高效产品供应链体系对于零售同店提升的潜力。3) 扩大 IP 产品提升盈利能力&品牌势能：公司 IP 产品、高毛快消品类占比不断提升，品类结构不断优化，1QFY24 毛利率 41.8%（同/环比+6.1/+2pct），自 2QFY23 起毛利率持续提升且再创新高，公司已形成成熟的 IP 运作体系，广泛合作头部知名 IP、系统性产品开发能力、强供应链支持下快反能力等在传统生活用品零售商中仍较为稀缺，看好“大美妆、大 IP、大玩具、多场景”策略下单店后续成长性兑现。

动态：公司近期召开投资者交流大会，公司更新 2024 年收入指引：同比增长 20%-25%，国内+10%-15%，海外在 30%-40%。1) 同店层面：通过门店面积扩增、选址优化、店铺微创新（包括商品差异化、成本领先、专业化）提升单店 GMV。2) 开店层面：未来 5 年，每年维持 900-1100 个净增门店的计划，国内是 350-450 家，海外是 550-650 家。预计海外代理市场和直营市场贡献的门店数大概各自会在一半。23 年一/二线新店占比 40%，认为一/二线城市还有大量的开店空间。3) IP 研发推进：能够保障 IP 的密集度，拥有上百个 IP 形象版权和上万款 IP 产品的庞大矩阵，1000 人以上的设计研发团队，IP 产品售罄率 90%以上，保持 50%产品更新速度。2028 年 IP 产品销售占比超过 50%。

- **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：公司近期发布业绩快报，2023 年实现归母净利润 6.1-6.5 亿元，同增 179-197%，扣非归母净利润 2.3-2.5 亿，同增 121-141%；23Q4 实现归母净利润 0.93-1.33 亿元，同增 54-121%，扣非归母净利润 0.77-0.97 亿元，同增 103-155%。

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
1.16	黑山政府自 2 月 1 日起增加烟草消费税	据黑山当地媒体 seenews 报道，黑山政府将从 2 月 1 日起提高卷烟和无烟烟草产品的消费税，以使其税收与欧盟标准保持一致。具体成分将从每 1,000 支卷烟 49 欧元提高到 50.50 欧元 (55.25 美元)，而比例成分将保持不变。无烟烟草产品的消费税将从 145 欧元增加到 190 欧元。预计七月初，计划再次提高消费税，增幅大致相同。
1.18	西班牙政府通过法令禁售调味加热烟草产品	据法新社 1 月 16 日报道，西班牙政府在 1 月 16 日批准一项禁售调味加热烟草产品的法令，以此作为努力抑制吸烟行为的一部分。
1.19	英议会将就电子烟监管问题与世卫组织直播辩论	英国议会计划于 1 月 18 日进行一次直播辩论，辩论主题将围绕英国的电子烟监管、世界卫生组织 (WHO) 将在巴拿马举行的控烟缔约方第十次会议 (COP10)、以及该组织和英国政府对待电子烟的不同立场展开。辩论由议员 Andrew Lewer 发起，旨在审查和挑战 WHO 反对电子烟的立场，尤其是在禁止或过度管制电子烟、加热烟草和口服尼古丁袋的政策上。

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 (1.15-1.20) 30 大中城市成交面积同比下降 17.69%，累计同比下降 33.52%。

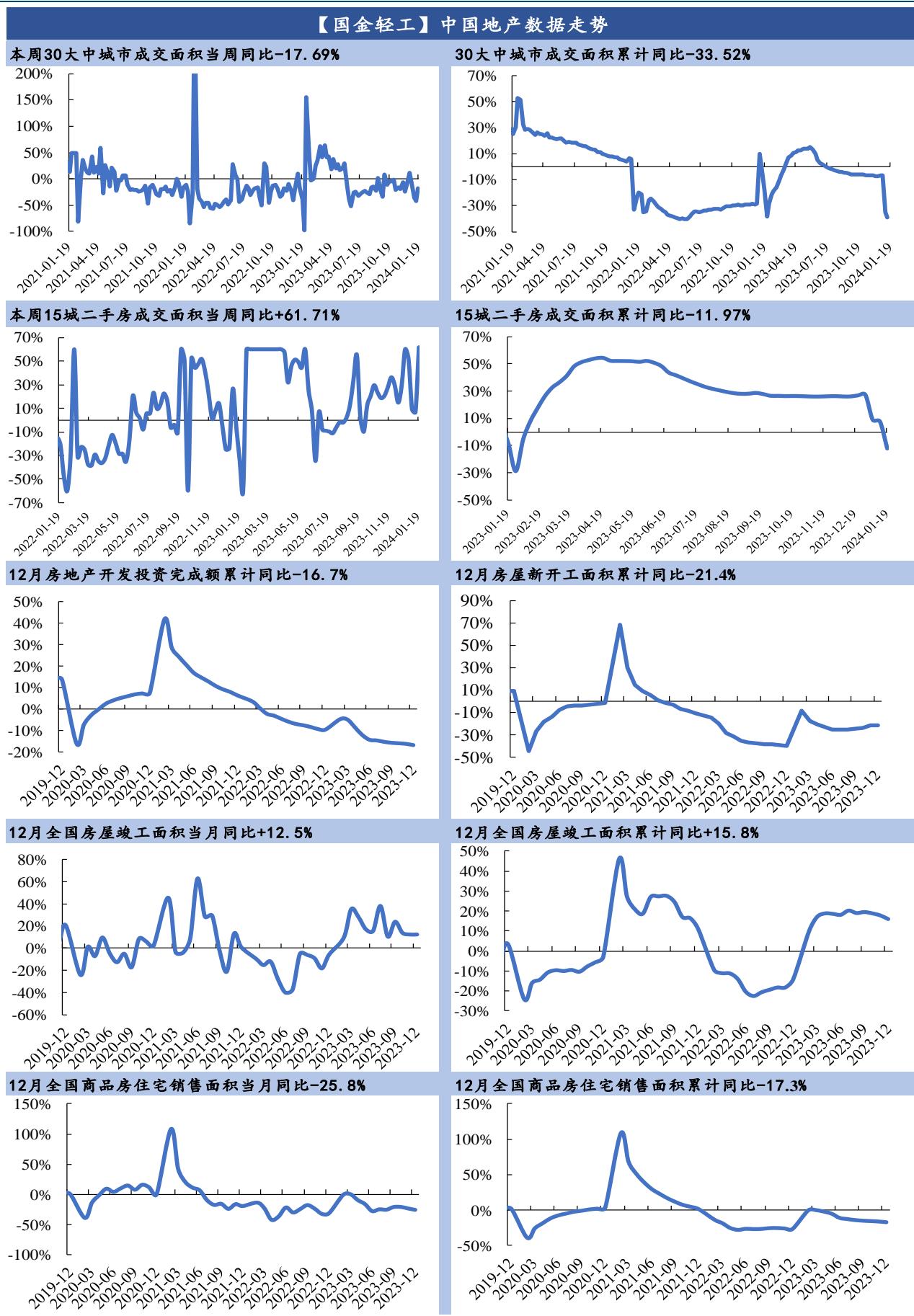
周度二手房成交面积：本周 (1.15-1.20) 15 城二手房成交面积同比上升 61.71%，累计同比下降 11.97%。

房地产开发投资完成额：23 年 1-12 月累计同比下降 16.7%，房屋新开工面积累计同比下降 21.4%。

月度竣工面积：23 年 1-12 月全国房屋竣工面积同比上涨 15.8%，单 12 月同比上涨 12.5%。

月度销售面积：23 年 1-12 月全国商品房住宅销售面积同比下降 17.3%，单 12 月同比下降 25.8%。

图表4：中国地产数据走势



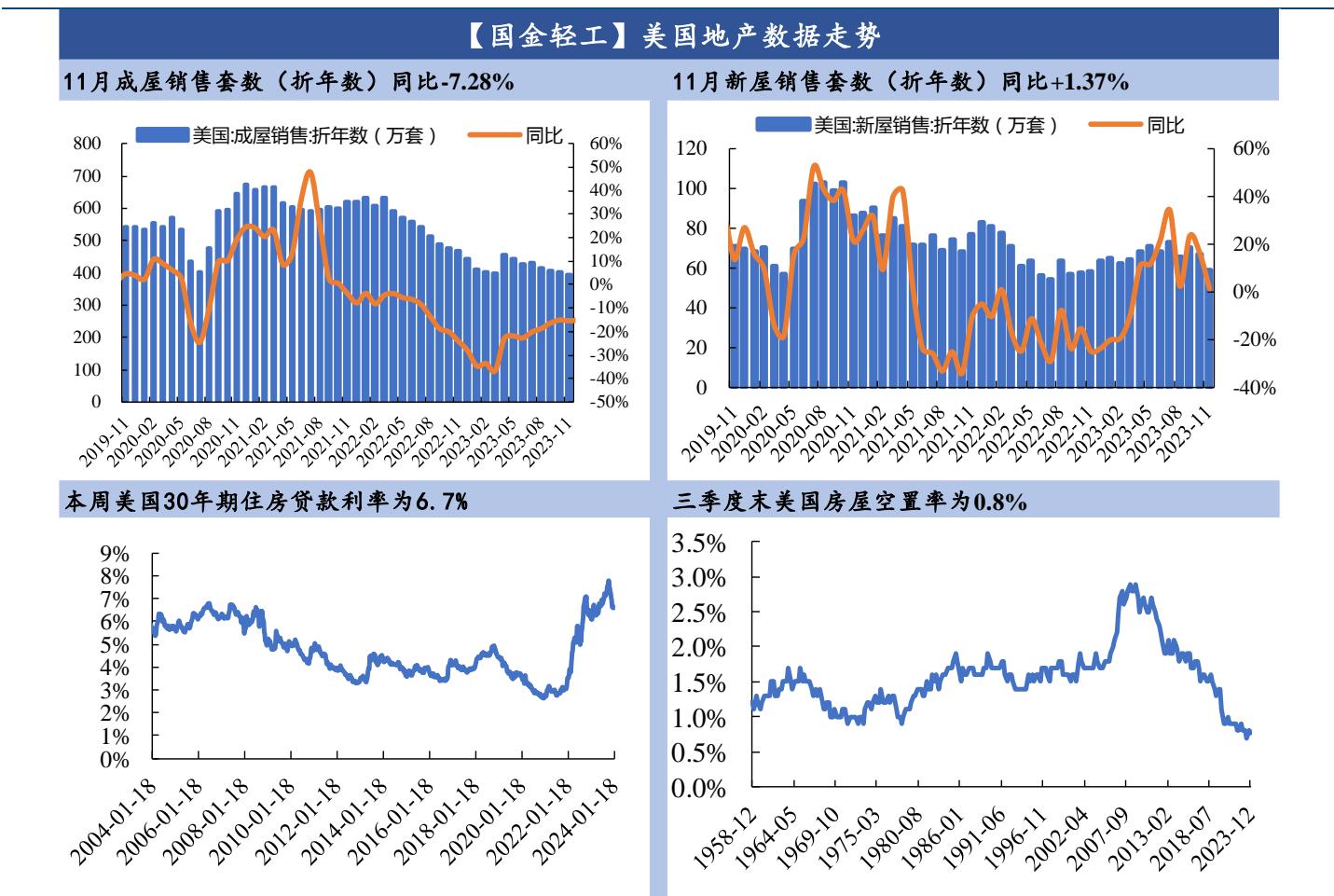
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

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6.6%，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

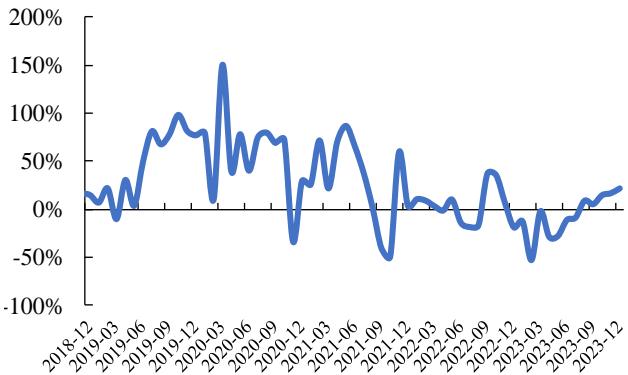
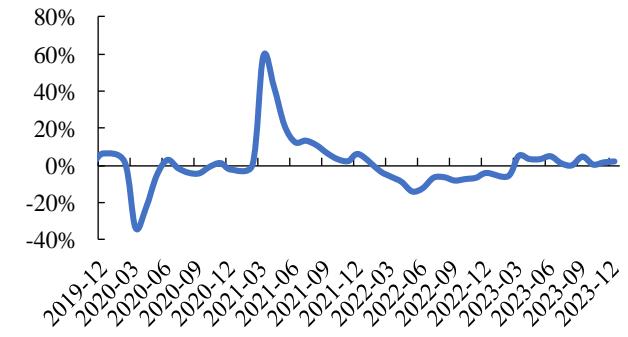
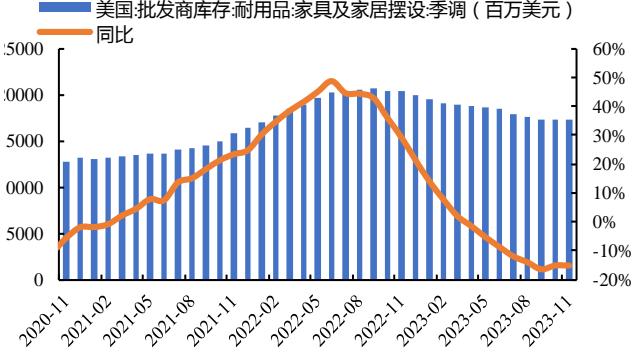
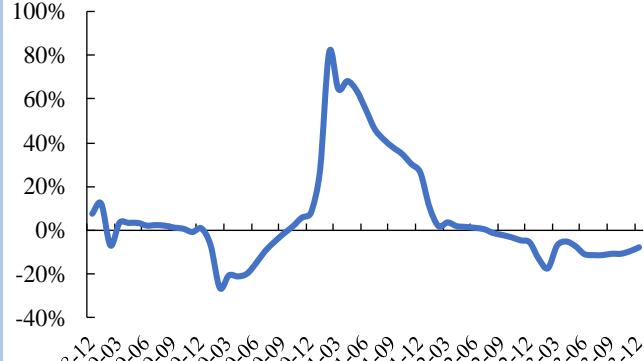
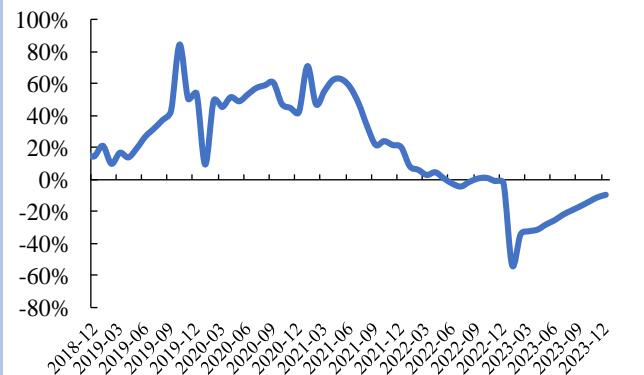
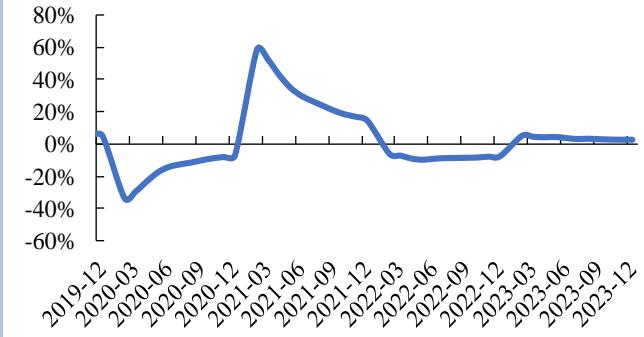
中越家具出口：中国家具出口金额2023年12月当月同比上涨12.4%，累计同比下降7.9%。
越南家具出口金额2023年12月美元计价同比增长6.3%，1-12月美元计价累计同比下降9.2%。

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12月中国家具类零售额同比增长2.3%，1-12月累计同比增长2.8%。

图表6：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
12月中国家具出口金额当月同比+12.4%

12月越南家具出口金额当月同比+6.3%

12月中国家具类零售额当月同比+2.3%

11月美国家具及家居摆设批发商库存同比-15.0%

12月中国家具累计出口金额同比-7.9%

12月越南家具出口金额累计同比-9.2%

12月中国家具类零售额累计同比+2.8%

11月美国家具及家居摆设批发商库存销售比同比-0.2%


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

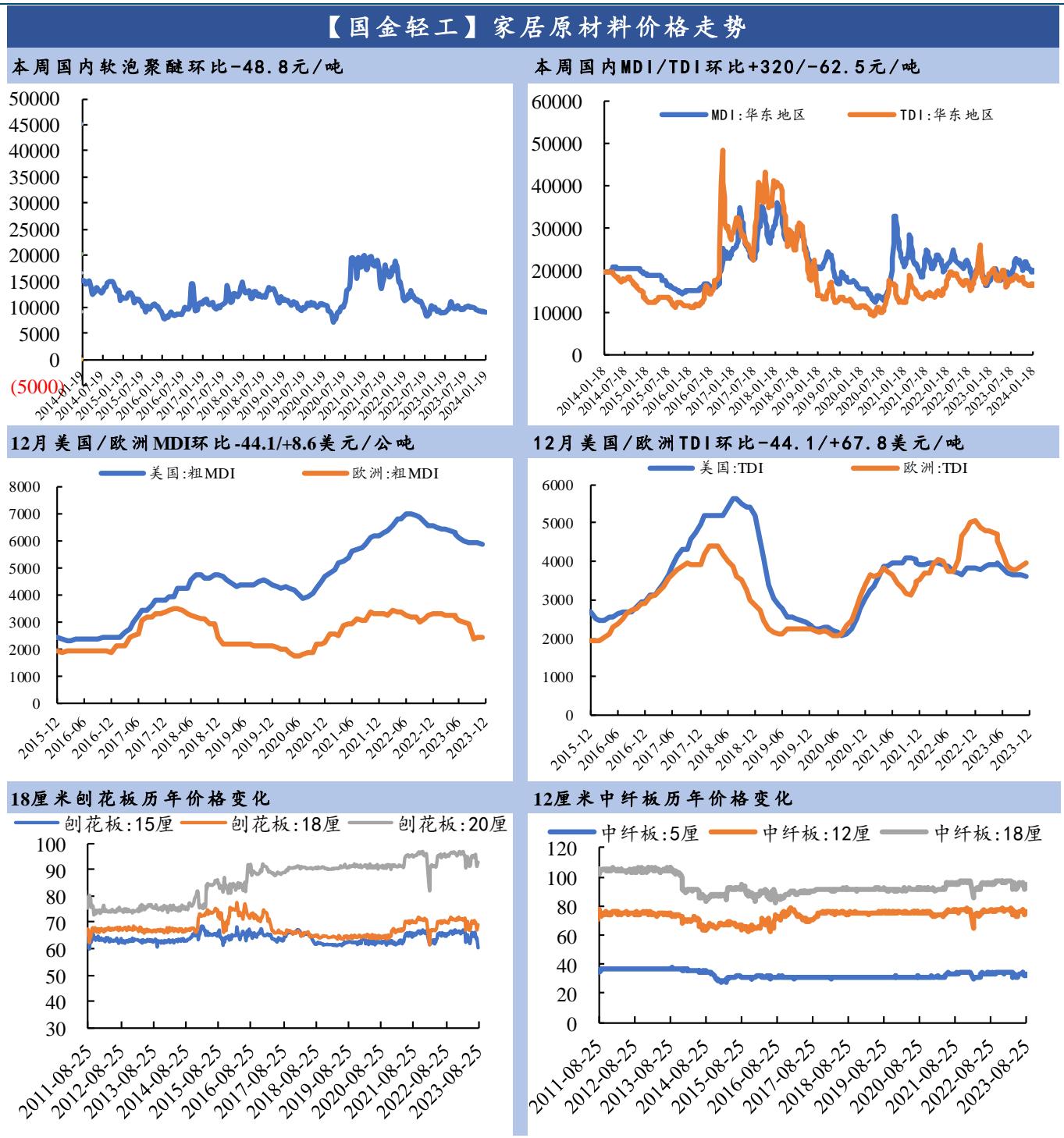
本周国内软泡聚醚均价为 9131.2 元/吨，环比上周下降 48.8 元/吨，今年以来截止 1.18 均价为 9178.8 元/吨，较 2023 年均价上涨 7.5%。

本周国内 MDI 均价为 20000 元/吨，环比上周上涨 320 元/吨，今年以来截止 1.18 均价为 19810 元/吨，较 2023 年均价下降 0.7%。

本周国内 TDI 均价为 16637.5 元/吨，环比上周下降 62.5 元/吨，今年以来截止 1.18 均价为 16645.8 元/吨，较 2023 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	4Q22	同比224Q	1Q23	环比1Q	2Q23	环比2Q	3Q23	环比3Q	4Q23	23年11月	23年12月	本周均价(元/吨)	环比上周	
原材料														
木浆系	针叶浆	7470	-1437	7073	-1684	5388	647	6036	-3	6033	6067	5778	5757	-93
	阔叶浆	6662	-1329	5940	-1652	4288	1021	5309	24	5332	5437	5028	5050	29
	化机浆	5402	-850	5365	-1160	4206	226	4432	120	4551	4660	4459	4400	-57
	国废黄板纸	1969	-365	1678	-64	1614	-34	1580	25	1605	1592	1629	1575	-32
纸品														
木浆系	双胶纸	6658	-650	6691	-755	5936	-49	5887	121	6008	6095	6037	5780	0
	铜版纸	5657	574	5682	103	5786	294	6080	152	6231	6300	6300	6000	-29
	白卡纸	5301	-238	5117	-229	4888	76	4963	100	5063	5110	5110	4943	0
	箱板纸	4484	-711	4277	-450	3827	-138	3689	83	3773	3762	3784	3766	-10
废纸系	瓦楞纸	3325	-270	3140	-160	2980	282	3262	-207	3055	3022	3058	3006	-25

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12日至2024年1月18日

3.3.1、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5757.1元/吨，环比上期下降1.6%；阔叶浆现货含税均价5050.0元/吨，环比上期上涨0.6%；本色浆现货含税均价5500.0元/吨，环比上期下降0.5%；化机浆现货含税均价4400.0元/吨，环比上期下降1.3%。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、本周期纸浆主力合约整体变动不大，业者继续维持基差报盘，市场交投情况一般，浆价区间偏弱整理。二、本周期阔叶浆价格继续提振，市场成交多以二类巴桉及其他硬杂浆为主，叠加生活原纸价格提振，支撑浆价走势。三、本周期下游部分原纸厂家继续节前刚需补库行为，整体来看，对原料采购积极性不及预期，有限支撑浆价走势。隆众分析，下周期国内震荡调整运行。全球库存恢复正常水平，主要市场发运至中国数量增加，需求端原纸市场预期清淡运行，采购积极性整体变动不大，有限支撑走势。

2) 成品纸：

本周期国内双胶纸区间整理为主，成交情况未见改善。70g双胶纸企业含税均价为5780.0元/吨，环比持平。目前行业生产压力不大，工厂生产情况偏稳，本周山东华泰纸业PM11顺利出纸。需求端无有力支撑，产线转产/限产情况存在，纸企多促进接单走货为主，近期部分书商订单有一定支撑，部分工厂接单进度尚可，有企业发布纸价上调通知，幅度200元/吨。社会单需求表现依旧疲弱，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。隆众分析：目前双胶纸市场淡稳运行，交投情况不旺，需求面表现偏弱，原料木浆支撑有限，预计下周双胶纸市场区间盘整延续，价格区间在5500-5800元/吨，还需关注工厂库存及浆价变化。

本周期国内铜版纸市场偏稳为主，交投情况平平。157g铜版纸企业含税均价为6000.0元/吨，环比降幅0.5%。企业生产情况基本稳定，供应端压力下，产线交叉排产情况存在。近期部分书商订单阶段性稍有支撑，整体需求端利好有限，纸企走货速度不快。用户对后市预期偏低，无明显囤货意愿，刚需散单采购为主，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。隆众分析：目前铜版纸市场偏稳运行，供需端格局变化不大，成本面支撑力度有限，预计下周铜版纸市场整理趋势，价格区间在5600-5900元/吨，还需关注工厂库存及浆价变化。

3.3.2、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1575.4元/吨，环比-2.0%，同比-12.7%。本周废旧黄板纸市场延续跌势，龙头纸企领跌下，周边多跟跌20-30元/吨。本周打包站保持快进快出，纸企到货持续增加，需求端来看，纸企原纸市场订单未达预期，出货情况表现不一，北方市场表现尚可，积极去库，玖龙提涨原纸报价，提振市场信心，然由于纸企停机检修较多，对废纸采购需求并不强烈，支撑有限，业者心态仍显悲观，但打包站囤货较少，后续供应或小幅下降。

本周期国内废旧书本纸均价1673.1元/吨，环比-1.1%，同比-24.7%。本周废旧书本纸市场延续走弱趋势。春节前需求终端订单已基本完成，原纸市场交易转淡，纸企成品库存逐步累积，生产兴致下降，废旧书本纸采购价格走弱，以控制成本及原料库存。近期市场货源偏低，打包站后市信心不足，整体出货尚可。

本周期废旧报纸均价 2625.0 元/吨，环比-1.6%，同比-11.2%。本周废旧报纸市场持续走弱，市场供需弱势难改，整体交易情绪一般。临近春节，下游需求转淡，纸企成品订单走货压力增加，生产动力不足，废旧报纸价格延续跌势。打包站回收价格下调以控制成本，保持正常出货。

2) 成品纸：

本周瓦楞纸含税均价 3006.0 元/吨，环比-0.8%，同比-12.0%。主要原因分析：一、周内瓦楞纸市场稳中窄幅整理为主，各区域纸企根据自身出货情况和库存量灵活调整，周内玖龙天津基地、沈阳基地、太仓基地下调纸价 50-80 元/吨，周边地区多数纸企跟跌，但华南地区周内出货情况改善，带动零星纸企小幅调涨；二、春节需求恢复较前期微幅好转，叠加近期纸价多低位运行，刺激下游二级厂拿货积极性略有提升，纸企出货速度加快，但年关将至，二级厂备货意愿较低，纸企去库存化意愿强烈，纸价上行动力不足；三、原料废旧黄板纸市场延续跌势，成本面支撑作用减弱。需求难存较好预期，市场交投量难有大幅增加，故近期纸企多以去库减压为主，纸价上行可能性较低。

本周箱板纸含税均价 3766.4 元/吨，环比-0.3%，同比-10.7%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场价格稳中有降，周内玖龙纸业天津基地箱板纸价格下调 50 元/吨，周边纸企同步跟跌，其他地区纸企价格未有明显调整。二、节前纸企降库意愿明显，为促进订单成交，多有让利或优惠政策；而受春节旺季订单带动，部分地区市场交投气氛良好，华东、华中及华北地区出货略有改善，价格持稳为主。三、原料废旧黄板纸市场弱势下行，成本面支撑作用减弱，利空箱板纸价格。

3.3.3、其他材料价格变动一览

图表9：其他材料价格变动

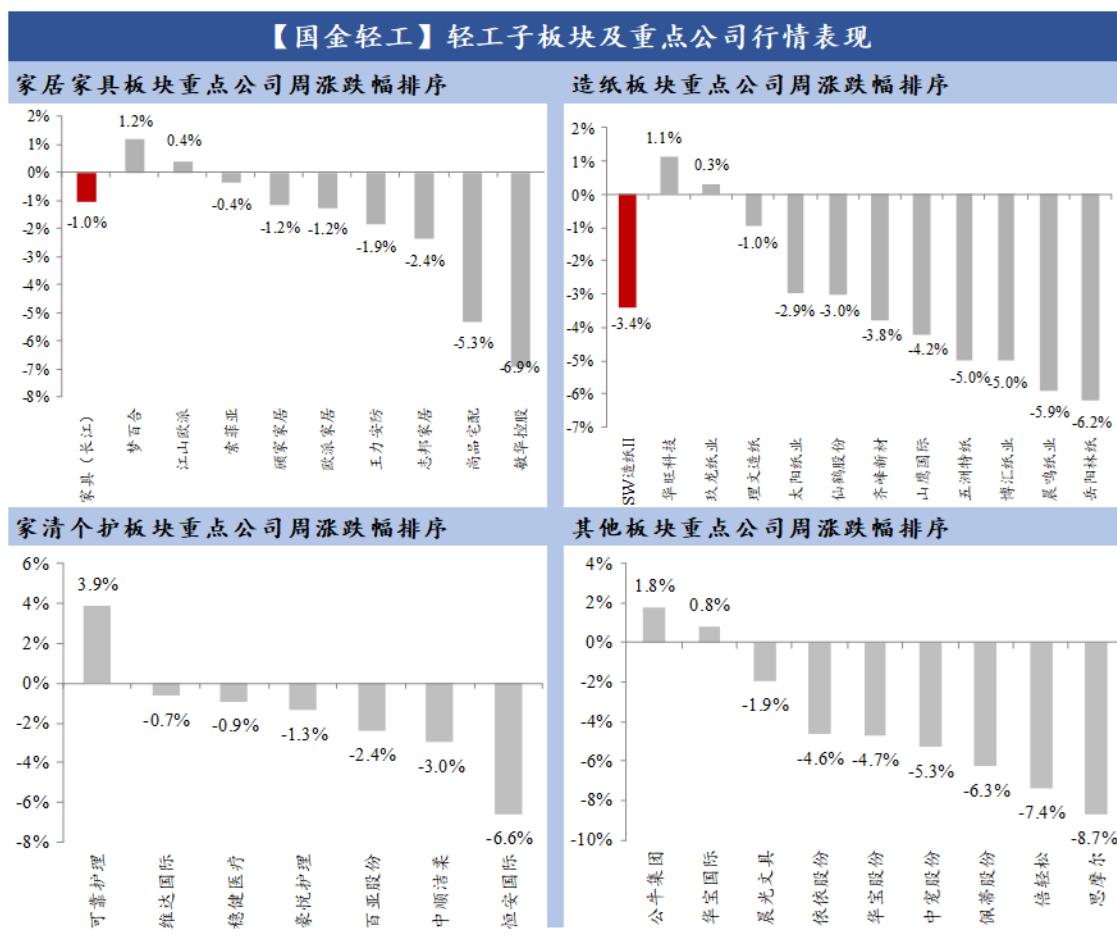


来源：iFinD，国金证券研究所

四、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表10：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 2024.1.19

五、重点公司估值及盈利预测

图表11：重点公司标的估值及盈利预测

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	123	-3.0%	-8.3%	3.5	3.6	6.5	7.3	35.0	33.9	18.7	16.8	买入	2.3
	3331.HK	维达国际	275	-0.7%	0.4%	7.1	13.2	16.0	18.5	38.9	20.8	17.2	14.9	买入	2.4
造纸	002078.SZ	太阳纸业	341	-2.9%	0.2%	28.1	30.5	36.7	40.4	12.1	11.2	9.3	8.4	买入	1.3
	600567.SH	山鹰国际	81	-4.2%	-6.2%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-3.6	8.5	5.8	4.7	买入	0.6
	605377.SH	华旺科技	65	1.1%	3.2%	4.7	5.8	6.6	8.3	14.0	11.3	9.9	7.9	买入	1.7
	603733.SH	仙鹤股份	105	-3.0%	-7.6%	7.1	6.4	11.0	14.3	14.8	16.5	9.5	7.4	买入	1.6
定制	002572.SZ	索菲亚	149	-0.4%	-2.9%	10.6	13.3	15.0	16.9	14.0	11.3	10.0	8.8	买入	2.4
	300616.SZ	尚品宅配	33	-5.3%	-7.5%	0.5	2.5	3.0	3.6	70.8	3.1	10.9	9.1	买入	0.9
	603833.SH	欧派家居	395	-1.2%	-6.9%	26.9	31.5	36.7	42.6	14.7	12.6	10.8	9.3	买入	2.3
	603801.SH	志邦家居	68	-2.4%	-7.3%	5.4	6.1	7.1	8.2	12.6	11.1	9.6	8.3	买入	2.2
软体	603816.SH	顾家家居	284	-1.2%	-1.3%	18.1	21.0	24.2	27.8	15.7	3.5	11.8	10.2	买入	3.0
	1999.HK	敏华控股	183	-6.9%	-12.1%	25.2	28.5	32.9	-	7.2	6.4	5.6	-	买入	1.6
	603313.SH	梦百合	64	1.2%	6.0%	0.4	2.7	5.2	7.5	153.5	23.3	12.3	8.5	买入	2.0
	605009.SH	豪悦护理	57	-1.3%	-3.6%	4.2	5.3	6.3	7.4	13.5	10.7	9.0	7.8	增持	1.9
其他消费	6969.HK	思摩尔	323	-8.7%	-18.9%	25.1	25.3	31.2	37.9	12.9	2.8	10.4	8.5	买入	1.4
	002891.SZ	中宠股份	75	-5.3%	-3.8%	1.1	1.4	2.3	2.8	70.4	53.6	32.4	26.7	增持	3.4
	001206.SZ	依依股份	29	-4.6%	-1.9%	1.5	1.9	2.2	2.5	19.0	15.5	13.3	11.4	买入	1.6
	603899.SH	晨光股份	313	-1.9%	-10.0%	12.8	16.5	20.0	23.9	24.4	18.9	15.7	13.1	买入	4.2

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2024.1.19

六、风险提示

国内消费增长放缓的幅度和时间超预期: 2023 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

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
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
