

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

IQOS 进军美国迈出关键一步，持续关注出海标的

行业观点更新：

- **家居：**内销方面，从多地经销商调研反馈1月经营情况以及春节假期开工后对于后续经营的展望来看，整体并不悲观，甚至部分优质头部品牌经销商反馈1月超额完成目标，对于1-2月整体超额完成目标也持乐观态度。我们认为由于旧房翻新需求存在，家居需求具备自身韧性，并且23年终端需求并没有充分体现同期较好的竣工情况，存在较多延迟装修情况，这部分需求后续也将对行业有一定支撑。整体来看，无需过度担忧行业下行压力，更多需从“供给侧”框架筛选具体标的。外销方面，延续此前观点，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。
- **新型烟草：**春节期间，英美烟草、菲莫国际、日烟分别发布2023年年报，从三大海外烟草集团业绩来看，23年新型烟草业务收入增长速度确有一定放缓，但依然可发现新型烟草是大势所趋，新型烟草已成为海外烟草巨头核心增长点。此外，2月初英美烟草和菲莫国际的多年专利纠纷得以解决，两者签订了全球和解协议，以解决此前有关加热和雾化产品所有的专利侵权诉讼。这意味着两者后续将在美国市场开启HNB业务，菲莫的IQOS入局或将打开美国HNB产品市场空间。从全球视角来看，HNB高于雾化产品市场规模，后续HNB产品在美国市场的发展值得期待，相关产业链有望受益。
- **跨境出口：4Q耐用品低基数&补库订单表现优，线上供给端基础设施不断丰富，品牌出海成长值得期待。**建议关注回调后兼具低估值&业绩确定性较强的细分赛道出口龙头、积极进行自主品牌跨境电商布局、线下渠道布局的优质标的。供给端来看，1)模式丰富化：Temu近期在美国站启动半托管业务，并于月底进一步扩展至欧洲站点。2)平台加快投入：Temu再度投放超级碗，根据研究机构Bernstein估计，2023年Temu在美国的广告支出30亿美元。3)多地区站点开拓：TikTok Shop将于2024年新增澳日韩等八大新站点。
- **造纸：玖龙业绩由亏转盈，优选供给格局优化的装饰纸、具备补库空间的文化双胶纸。**玖龙FY24H1实现归母净利润2-4亿元，同比扭亏(FY2023H1为亏损13.89亿元)。盈利改善主要来自于销量增加、原材料成本下降幅度大于产品销售价格下降幅度。纸浆：智利Arauco调整2月份木浆外盘，阔叶浆报平，针叶/本色浆报价下调15/30美金/吨，欧港12月库存118.4万吨，同/环比-15%/-2万吨处于历史低位，但后续库存回补节奏仍需跟踪。短期纸浆价格仍存压力，6月新产能投放后全球阔叶浆供应再度进入宽松阶段。
- **宠物：中宠发布业绩预告，积极关注拥有海外产能布局的优质标的。**1)中宠：23Q4实现归母净利润0.48~0.78亿元，外销稳中有进订单优化，北美工厂资源稀缺性凸显；内销主品牌顽皮SKU调整尾期，看好后续盈利能力兑现。2)内销：根据久谦数据，受春节假期错位影响，1月天猫/京东宠物食品行业GMV同比增速+24%/+20%，环比+6.5%/+26.1%，其中乖宝旗下麦富迪/弗列加特三平台（猫东抖）1月GMV环比+19%/+73%。3)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。

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：**推荐中宠股份（外销稳中有进，海外本地产能订单结构不断优化，主品牌顽皮SKU调整尾期，看好后续盈利能力兑现）；
- **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.....	6
二、行业重点数据及热点跟踪.....	7
2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	7
2.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	7
2.3 造纸板块行业高频数据跟踪.....	13
三、本周行情回顾.....	14
四、重点公司估值及盈利预测.....	15
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.....	7
图表 2： 中国地产数据走势.....	9
图表 3： 美国地产数据走势.....	10
图表 4： 家具出口及国内零售金额走势.....	11
图表 5： 家居原材料价格走势.....	12
图表 6： 本周纸品及原材料价格变动一览.....	13
图表 7： 其他材料价格变动.....	14
图表 8： 轻工子板块及重点公司行情表现.....	15
图表 9： 重点公司标的估值及盈利预测.....	15

一、本周重点行业及公司基本面更新

1.1 家居板块

内销方面,从多地经销商调研反馈1月经营情况以及春节假期开工后对于后续经营的展望来看,整体并不悲观,甚至部分优质头部品牌经销商反馈1月超额完成目标,对于1-2月整体超额完成目标也持乐观态度。我们认为由于二手房(交易或自然)翻新需求存在,家居需求具备自身韧性,并且23年终端需求并没有充分体现同期较好的竣工情况,存在较多延迟装修情况,这部分需求后续也将对行业有一定支撑。整体来看,无需过度担忧行业下行压力,更多需从“供给侧”框架筛选具体标的。外销方面,延续此前观点,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2月1日发布公告称,2024年1月1日至1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202,000股,占公司截至2023年12月31日总股本609,152,447股的0.0332%,最高成交价为67.97元/股,最低成交价为60.59元/股,成交总金额为13,036,440元(不含交易佣金等交易费用)。截至2月1日日,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1,052,700股,占公司截至2023年12月31日总股本609,152,447股的0.1728%,回购成交最高价格为83.90元/股,最低价格为60.59元/股,成交总金额为75,016,441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&拎包入住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24年PE仅11x,在业绩逐步兑现下,公司估值具备较大修复空间。

动态:公司2月3日发布公告称,截止至2024年1月31日,公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购股份6,115,071股,占公司总股本的0.6350%,最高成交价为15.99元/股,最低成交价为14.51元/股,成交总金额为94,735,247.09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:公司于2024年2月1日发布公告称,2024年1月,公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份815,000股,占公司总股本的比例为0.10%,最高成交价为34.51元/股,最低成交价为33.29元/股,成交总金额为2,752.78万元(不含交易费用)。截至2024年1月31日,公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份9,321,588股,占公司总股本的比例为1.13%,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35,099.21万元(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。

动态：公司于2024年2月7日发布公告称，公司拟使用自有资金1-2亿元以集中竞价交易方式回购公司股份，用于维护公司价值及股东权益，以及后期员工持股计划或股权激励计划的实施。其中，用于维护公司价值及股东权益的股份数量不高于回购总量的70%，并将按有关规定予以全部出售；用于实施员工持股计划或股权激励的股份数量不低于回购总量的30%。按回购价格上限和回购金额上下限测算，预计回购股份数量约为259.74万股至519.48万股，约占公司目前已发行总股本比例为2.74%至5.48%。

- **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，23Q3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：公司于2024年2月9日发布公告称，公司控股股东倪张根先生通过集中竞价交易的方式增持公司股份114,900股，占公司总股本比例为0.02%。本次增持计划实施时间自2024年2月8日起至2025年2月7日，公司控股股东倪张根先生通过集中竞价交易或大宗交易等方式累计增持金额不低于人民币8,000万元，不超过人民币1.6亿元。

- **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，将共同支撑公司股份稳步提升，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：公司于2024年2月2日发布公告称，截至2024年1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累计回购公司股份数量为5,955,234股，占公司目前总股本的1.49%，最高成交价为34.43元/股，最低成交价为28.08元/股，成交总金额为187,768,131.33元（不含交易费用）。本次回购股份资金来源为公司自有资金，回购价格未超过回购方案中拟定的价格上限40元/股。

- **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2024年1月31日发布公告称，公司于2024年1月31日在回购200.00万股，耗资978.98万港币，回购均价约为4.89港币。敏华控股近三个月累计回购股份数为2984.28万股，占公司已发行股本的0.76%。

1.2 新型烟草板块

春节期间，英美烟草、菲莫国际、日烟分别发布2023年年报，从三大海外烟草集团业绩来看，23年新型烟草业务收入增长速度确有一定放缓，但依然可发现新型烟草是大势所趋，新型烟草已成为海外烟草巨头核心增长点。此外，2月初英美烟草和菲莫国际的多年专利纠纷得以解决，两者签订了全球和解协议，以解决此前有关加热和雾化产品所有的专利侵权诉讼。这意味着两者后续将在美国市场开启HNB业务，巨头入局或将打开美国HNB产品市场空间。从全球视角来看，HNB高于雾化产品市场规模，后续HNB产品在美国市场的发展值得期待，相关产业链有望受益。

- **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：玖龙业绩由亏转盈，优选供给格局优化的装饰纸、具备补库空间的文化双胶纸。玖龙FY24H1实现归母净利润2-4亿元，同比扭亏（FY2023H1为亏损13.89亿元）。盈利改善主要来自于销量增加、原材料成本下降幅度大于产品销售价格下降幅度。纸浆：智利Arauco调整2月份木浆外盘，阔叶浆报平，针叶/本色浆报价下调15/30美金/吨，欧港

12月库存118.4万吨，同/环比-15/-2万吨处于历史低位，但后续库存回补节奏仍需跟踪。短期纸浆价格仍存压力，6月新产能投放后全球阔叶浆供应再度进入宽松阶段。

- **华旺科技：账面现金充裕/产品具备品牌溢价提升盈利稳定性，海外持续发力成长。**装饰原纸行业格局表现优，行业增速5-8%，花色升级带动多场景延伸（替代岩板/实木地板/墙板等）强化聚焦中高端的龙头竞争力；海外欧洲纸厂退出是机遇。根据公司调研，装饰纸Q4和Q1订单饱满。纸浆贸易23H2基本弥补23H1的亏损。24纸浆价格走势判断较之前更容易，业绩稳定性更强。公司积极拓宽海外市场，24年将对欧洲、东南亚持续发力，海外销售目标新增3w吨，增速+40-50%。

1.4 宠物板块

宠物：中宠发布业绩预告，积极关注拥有海外产能布局的优质标的。1)中宠：23Q4实现归母净利润0.48~0.78亿元，外销稳中有进订单优化，北美工厂资源稀缺性凸显；内销主品牌顽皮SKU调整尾期，看好后续盈利能力兑现。2)内销：根据久谦数据，受春节假期错位影响，1月天猫/京东宠物食品行业GMV同比增速+24%/+20%，环比+6.5%/+26.1%，其中乖宝旗下麦富迪/弗列加特三平台（猫东抖）1月GMV环比+19%/+73%。3)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，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、乖宝宠物、依依股份。

12月宠物出口数据跟踪：欧洲/日韩进入稳定成长期，美国低基数下快速增长。根据海关数据，宠物食品11月/12月出口量2.64/2.48万吨，同比+41.4%/+21.3%，单月恢复至21年同期109%/92%；11月/12月出口金额为7.50/8.13亿元人民币，同比+29.4%/+21.2%。

从全年来看，2023年出口量同比-1%，累计恢复至21年同期102%（21年数据前低后高且美国订单转移至东南亚），我们认为该品类已走出库存周期扰动，进入正常出货节奏。

分地区来看：

- ①北美：12月出口数量/金额同比+83.7%/+92.2%，环比-19.62%/-19.75%，出口订单数量修复至21年同期75%，主因受美国出口订单向东南亚转移影响。
- ②欧洲：12月出口数量/金额同比+10.1%/+6.4%；2023年出口量同比+7.3%。
- ③日韩：12月出口数量/金额同比+8.0%/+15.0%；2023年出口量同比+0.6%。

- **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。**

动态：近期公司发布业绩预告，23全年实现归母净利润2.25~2.55亿元，同比+112%~+141%，23Q4实现归母净利润0.48~0.78亿元，22Q4为-0.09亿元，扣非后归母净利润0.5~0.81亿元，22Q4为-0.23亿元。

外销：订单自2Q起稳中有进，海外工厂资源稀缺性凸显。自2Q起外销下游大客户去库结束，订单逐季修复，修复节奏处行业领先地位。预计4Q美国/新西兰产地销额保持中高个位数增长，加拿大基地低基数下有望保持快速增长，国内出口部分低基数下快速增长。

2)盈利能力：①采购端供应链优化初见成效，同时鸡肉原料价格压力同比减缓，预计毛利率环比改善，Q4国内主产区白羽鸡价格7.5元/公斤，同/环比-18%/-12%；②海外本地产能订单结构不断优化，牛肉类等高毛利品类占比预计提升。

内销：主品牌顽皮SKU调整尾期，看好后续盈利能力兑现。预计内销自主品牌保持25~30%增速，分品牌：

顽皮积极进行尾部SKU优化调整产品结构，预计全年保持双位数增长；Zeal高端形象稀缺性凸显，23H1受控价影响增速放缓，4Q开启加速成长；领先Toptrees凭借大单品&线上高效率运营投放，预计实现三位数增长。

外销稳健修复，主粮大单品策略下自主品牌高质成长可期。海外业务在去库结束后进入稳健成长阶段，看好中期有望凭借成本&品质优势份额持续提升。内销在产品 and 品牌运营思路升级趋势下，看好资源投放效率提升，盈利能力和行业地位有望进一步提升。

- **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。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 年归母净利润 4.10 亿元~4.40 亿元，同比增长 53.63%~64.87%。其中，23Q4 预计实现归母净利润 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。
- **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。

1.5 跨境出口

跨境出口：4Q 耐用品低基数&补库订单表现优，线上供给端基础设施不断丰富，品牌出海成长值得期待。 建议积极关注回调后兼具低估值&业绩确定性较强的细分赛道出口龙头、积极进行自主品牌跨境电商布局、线下渠道布局的优质企业。推荐【乐歌股份】，重点关注【恒林股份】、【致欧科技】、【匠心家居】。

供给端来看，1) 模式丰富化：Temu 于 3 月 15 日在美国站启动半托管业务，并于月底进一步扩展至欧洲站点。进一步吸引引优质卖家入局，丰富商家结构，对于海外仓等基础设施的依赖度提升；2) 平台加快投入：Temu 再度投放超级碗，研究机构 Bernstein 估计，2023 年 Temu 在美国的广告支出 30 亿美元。阿里 FY24Q3 国际零售业务(速卖通 AliExpress、Lazada、Trendyol 等零售平台) 实现营收 232.6 亿元人民币(同比+56%)。3) 多地区站点开拓：TikTok Shop 将于 2024 年新增澳日韩等八大新站点。

Temu 推出半托管模式：与原有的全托管模式相比，半托管的差异性主要体现在备货与物流履约两个环节。1) 备货流程：更精简，可以跳过选品、寄样、审版以及图审等步骤，仅需负责上传商品并填写基本信息，以及维护库存。2) 卖家的仓储物流方案更灵活，可以选择商家负责仓库和配送管理，直接将商品送达消费者，同时负责逆向物流的处理。此举旨在吸引具备海外本土履约能力的成熟卖家，由于 Temu 的仓储物流建设尚处于初步发展阶段，因此则需要借力海外仓商家来短期内实现平台物流水平的进一步优化。我们认为，此举将进一步吸引引优质卖家入局，丰富商家结构，拓展平台 SKU 并延伸多样化品类，进一步触达更广泛的消费客群。

阿里发布 FY24Q3 业绩报告：阿里 FY24Q3 国际零售业务(速卖通 AliExpress、Lazada、Trendyol 等零售平台) 实现营收 232.6 亿元人民币(同比+56%)。分平台来看，速卖通于 FY24Q3 订单同比增长超过 60%，主要由 Choice 业务推动。2024 年 1 月，Choice 订单已占据速卖通总订单量的一半，并持续实现订单的高速增长。Trendyol 也继续展现了强劲的双位数订单增长。在保持土耳其电商市场领先地位的同时，Trendyol 通过丰富的商品供应和快速可靠的物流服务，进一步将业务拓展至中东地区。Lazada 则专注于提升运营效率，伴随变现率提升、物流成本降低，本季度每单亏损同比持续收窄。

- **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家中仍较为稀缺，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%。

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
1.23	拜登政府面临压力：2024 年选前是否禁口味烟草引发争议	据《每日邮报》近日报道，美国总统拜登(Joe Biden)正面临越来越大的压力，需在 2024 年大选前，为了不疏远非洲裔选民而处于僵局，民主党高层坚决要求禁止各类口味烟草的提议。拜登政府放慢了全国范围内禁止薄荷烟的步伐。预计今年 3 月——比原定的 1 月推迟——将最终宣布这项规定。
1.29	英国一次性禁令原文：禁令获压倒性支持，各方意见公开	据英国政府官方网站 Gov.uk 报道，1 月 29 日，英国政府宣布全面禁止销售一次性电子烟，并对可注油（开放式）电子烟的口味进行限制，同时要求制造商采用更朴素、视觉吸引力较低的包装。这一禁令获得了压倒性的支持，近 70% 的家长、教师、医疗保健专业人士和公众都支持这一措施。目前，法案的实施时间尚未确定。
2.6	FDA 向四款 blu 和一款 myblu 品牌电子烟发布营销拒绝令	2 月 5 日，美国食品药品监督管理局（FDA）向 Fontem US LLC.（帝国烟草附属公司）发布了四款 blu 一次性电子烟和一款 myblu 电子烟产品的营销拒绝令（MDO）。被否决的产品包括封闭式薄荷口味电子烟烟油和几种调味一次性电子烟。因此，该公司不得在美国市场推广或销售这些产品，否则将面临 FDA 的执法行动。然而，该公司可以对这些被 MDO 否决的产品提交新的申请。

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（2.12-2.17）30 大中城市成交面积同比下降 98.43%，累计同比下降 29.88%。

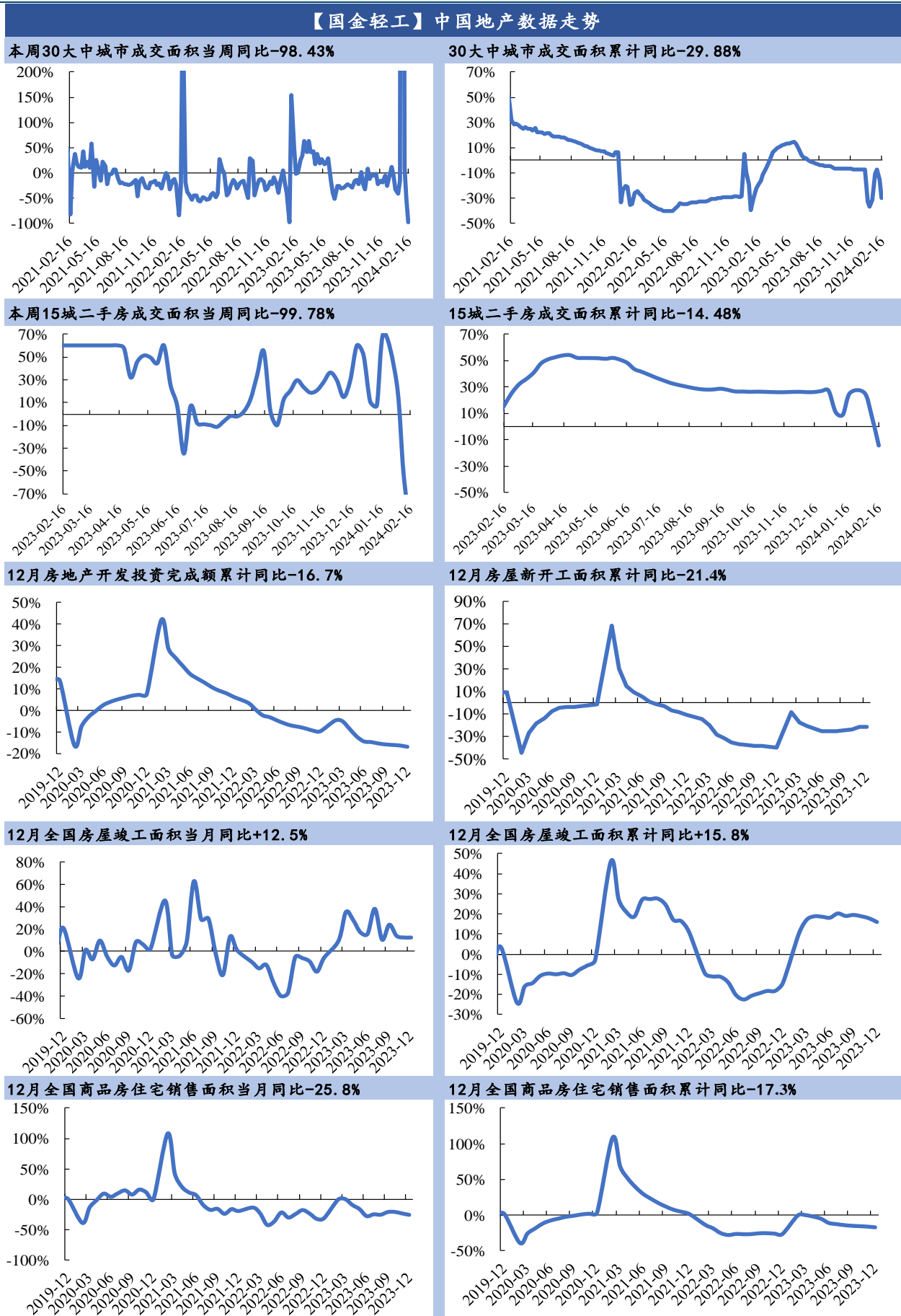
周度二手房成交面积：本周（2.12-2.17）15 城二手房成交面积同比下降 99.78%，累计同比下降 14.48%。

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



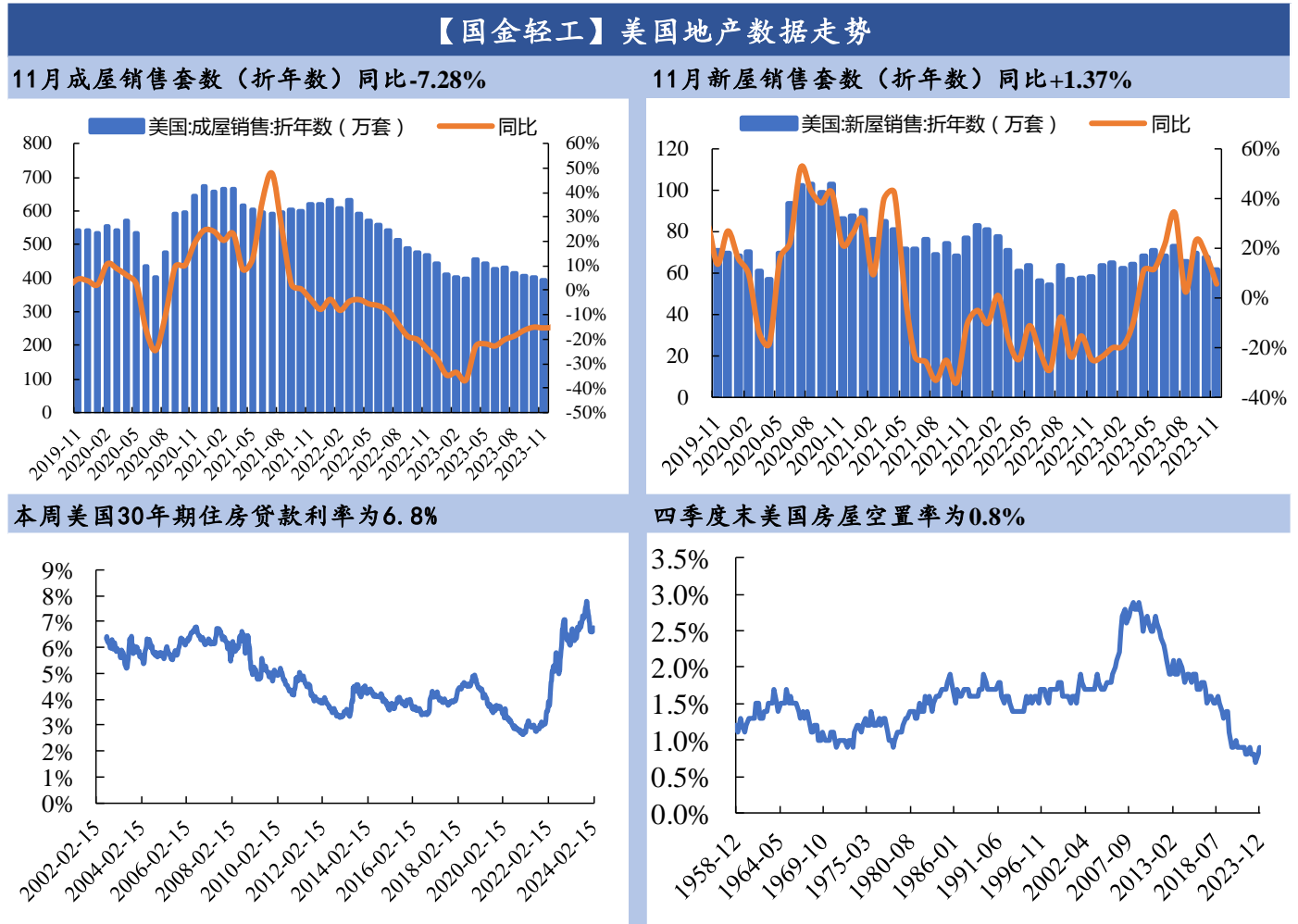
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

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6.8%，环比上升0.1%。

美国房屋空置率：2023年四季度末为0.8%，环比持平。

图表3：美国地产数据走势



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%。

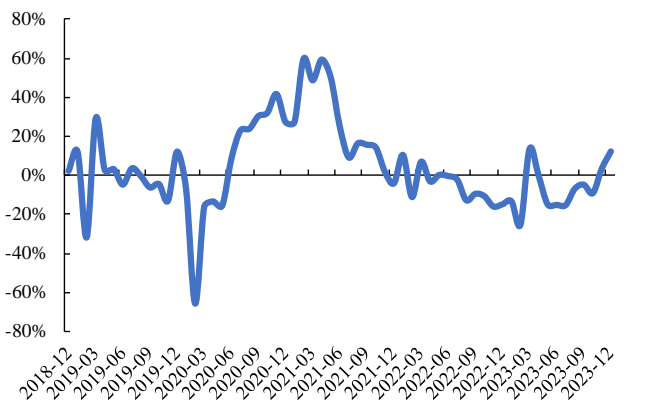
美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2023年12月当月同比下降14.7%，库存销售比同比降低0.3pct。

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%。

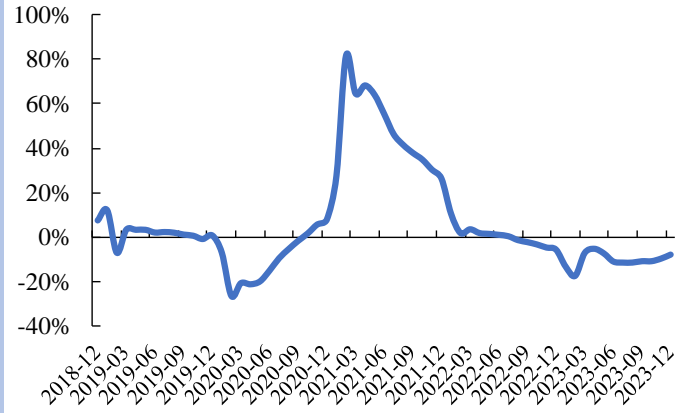
图表4: 家具出口及国内零售金额走势

【国金轻工】家具出口及国内零售金额走势

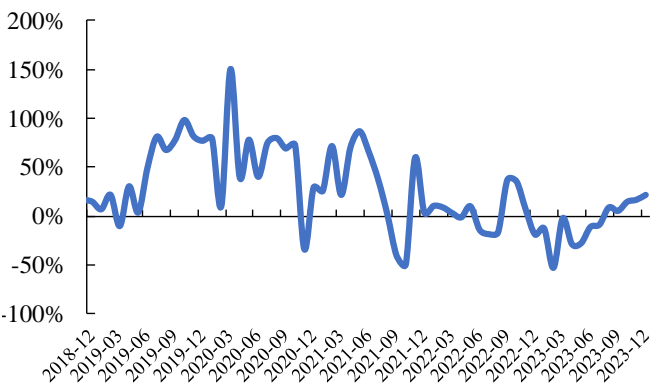
12月中国家具出口金额当月同比+12.4%



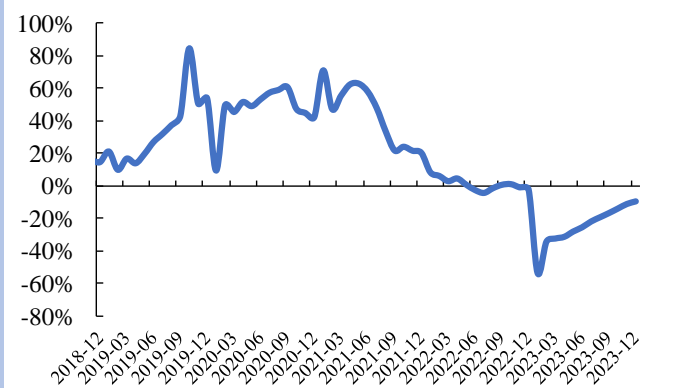
12月中国家具累计出口金额同比-7.9%



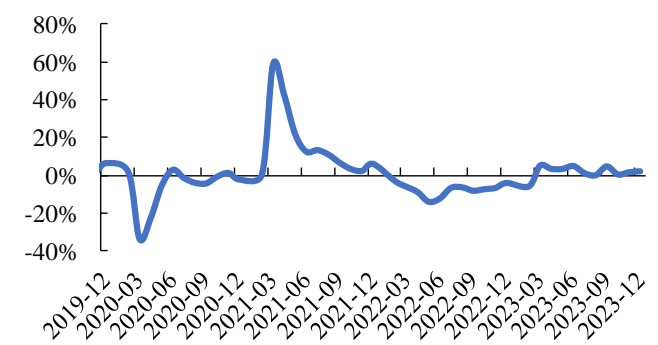
12月越南家具出口金额当月同比+6.3%



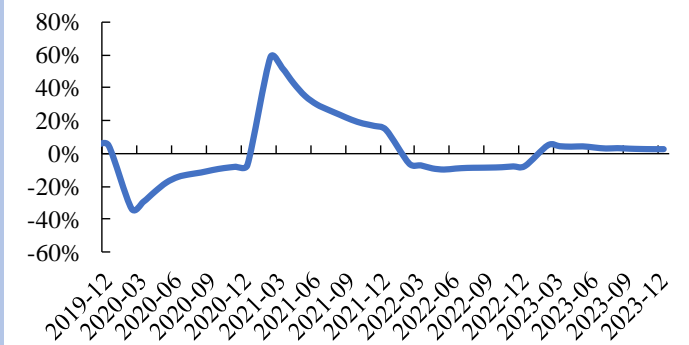
12月越南家具出口金额累计同比-9.2%



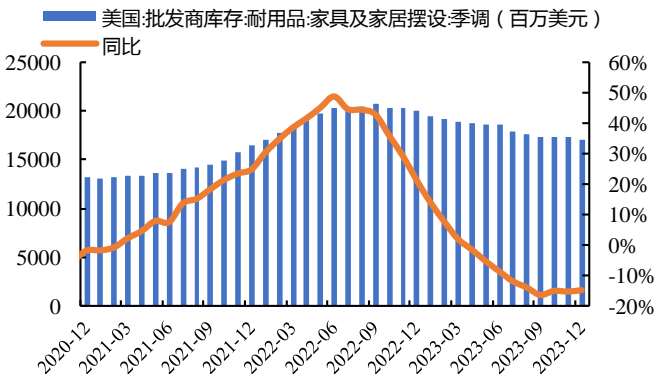
12月中国家具类零售额当月同比+2.3%



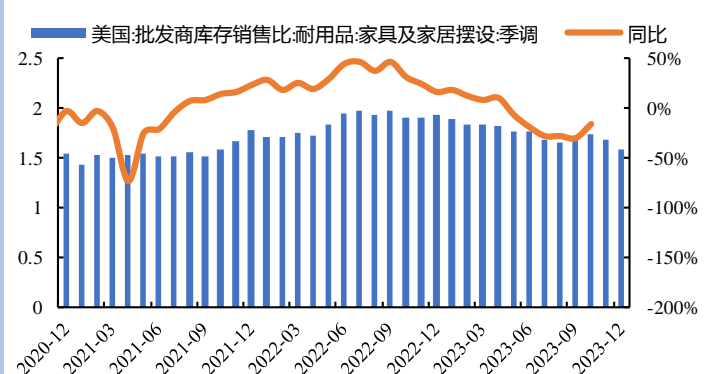
12月中国家具类零售额累计同比+2.8%



12月美国家具及家居摆设批发商库存同比-14.7%



12月美国家具及家居摆设批发商库存销售比同比-0.4%



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

2.3 家具原材料价格数据

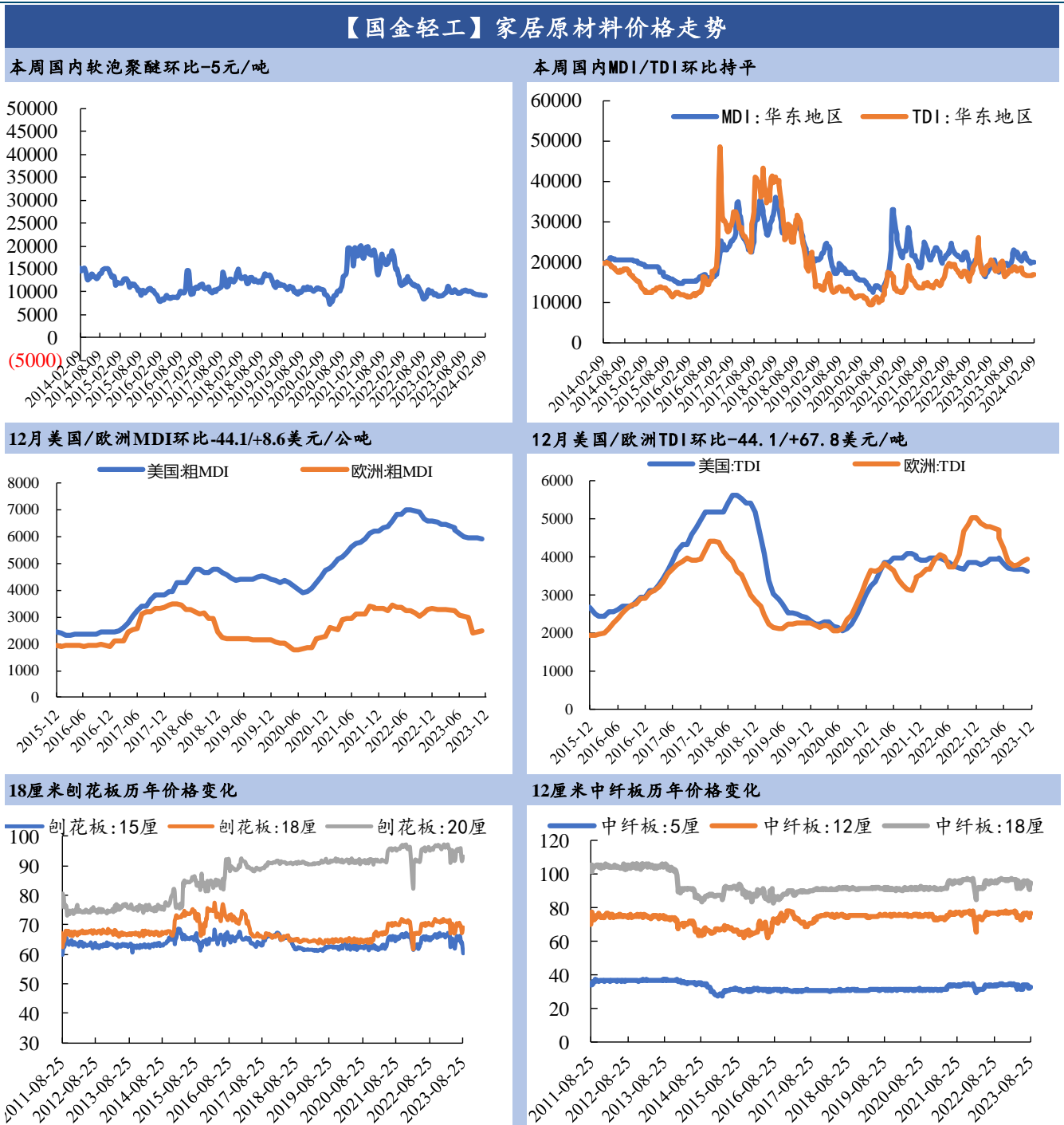
本周国内软泡聚醚均价为 9150 元/吨，环比持平，今年以来截止 2.9 均价为 9172.5 元/吨，较 2023 年均价下降 7.0%。

本周国内 MDI 均价为 20000 元/吨，环比持平，今年以来截止 2.9 均价为 19905 元/吨，较 2023 年均价下降 0.3%。

本周国内 TDI 均价为 16950 元/吨，环比持平，今年以来截止 2.9 均价为 16730 元/吨，较 2023 年均价下降 7.7%。

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	5700	-86
	阔叶浆	6662	1353	5940	-721	4288	-1652	5309	1021	5532	5437	5100	21
	化机浆	5402	970	5365	-36	4206	-1160	4432	226	4536	4660	4200	-100
废纸系	国废黄板纸	1969	389	1678	-291	1614	-64	1580	-34	1593	1592	1556	-1
纸品													
木浆系	双胶纸	6658	-17515	6691	33	5936	-755	24173	18237	5892	60953	5780	0
	铜版纸	5657	-422	5682	25	5786	103	6080	294	6094	6300	6000	0
	白卡纸	5301	338	5117	-185	4888	-229	4963	76	4970	5110	4943	0
废纸系	箱板纸	4484	795	4277	-207	3827	-450	3689	-138	3773	3762	3785	15
	瓦楞纸	3325	64	3140	-185	2980	-160	3262	282	3084	3022	3028	17

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2024 年 2 月 2 日至 2024 年 2 月 8 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 5700.0 元/吨, 环比上期下降 1.5%; 阔叶浆现货含税均价 5100.0 元/吨, 环比上期上涨 0.4%; 本色浆现货含税均价 5450.0 元/吨, 环比上期下降 0.9%; 化机浆现货含税均价 4200.0 元/吨, 环比上期下降 2.3%。本周期纸浆价格区间震荡整理运行, 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区间震荡整理运行, 现货业者基本处于停滞状态, 业者基本没有交投, 针叶浆均价不变。二、本周期阔叶浆收下游部分纸厂采购影响, 周初市场部分业者积极报涨价格, 看涨后市, 一定程度上支撑阔叶浆价。三、本周期下游部分原纸厂家需求基本维持刚需偏清淡状态, 部分纸厂基本进入假期状态, 对纸浆采购积极性一般, 有限支撑浆价走势。

2) 成品纸:

本周期国内双胶纸平稳, 交投基本停滞, 节日气氛渐浓。70g 双胶纸企业含税均价为 5780.0 元/吨, 环比持平。前期部分用户补库订单支撑, 工厂整体接单情况尚可, 且行业生产压力不大, 多数大型工厂生产偏稳, 挺价意愿较强, 个别中小纸企周内开始安排检修。临近春节, 下游用户已陆续放假, 贸易商多已休市, 对后市多持观望态度, 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消息较少, 节日氛围渐浓, 交投基本停滞。157g 铜版纸企业含税均价为 6000.0 元/吨, 环比持平。企业生产情况延续稳定, 供应端压力下, 产线交叉排产情况存在。临近春节假期, 用户多数已安排休假, 经销商回笼资金, 观望后市为主, 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 1555.9 元/吨, 环比-0.1%, 同比-10.8%。本周废纸市场大稳小动。供应方面看。打包站多数已提前放假, 进入休市阶段, 华中地区由于雨雪天气交通运输受阻, 个别打包站出货受限, 供应小幅减量, 需求方面看, 下游纸企春节停机计划已陆续发布, 原纸市场虽在月初龙头提涨, 但多为提振后市信心, 节前二级厂备货补库结束, 实际订单成交氛围转淡, 而纸企也陆续停收废纸, 需求支撑下降, 业者多数观望后市, 场内氛围安静。隆众预计, 下周节日废旧黄板纸市场以稳为主。

本周期国内废旧书本纸均价 1660.0 元/吨, 环比持平, 同比-25.6%。本周废旧书本纸市场稳定运行, 市场进入假期状态, 供需双弱。下游纸企开工将至低位, 废纸陆续停收, 整体废旧书本纸需求低迷, 采购价格无波动。供应端多数已停工, 场内假日氛围渐浓, 等待节后市场回归。隆众预计节后市场开工陆续恢复, 加之供应偏紧, 废旧书本纸市场或稳中小幅上探。

本周期废旧报纸均价 2561.7 元/吨，环比-0.7%，同比-13.2%。本周废旧报纸市场低位持稳，各区域价格无波动，然延续上周低价整体均价下降。春节将至，下游纸企开工低位，废旧报纸需求更显低迷，价格企稳。本周打包站放假停工，市场交易冷清，观望节后市场。隆众预计，节后随着纸企需求缓慢上升，废旧报纸市场有小幅回暖可能。

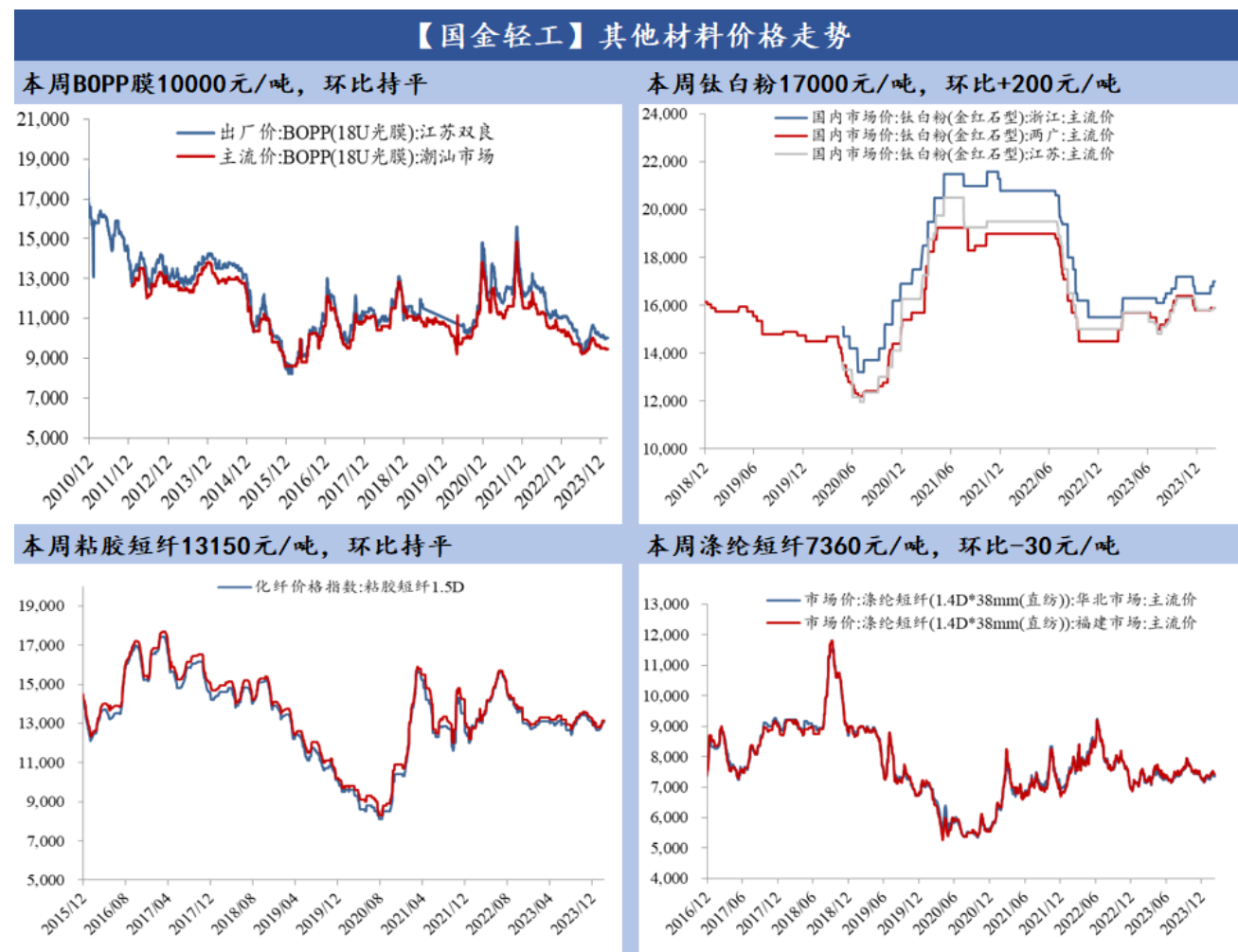
2) 成品纸:

本周瓦楞纸含税均价 3028.1 元/吨，环比+0.6%，同比-11.0%。主要原因分析：一、周内瓦楞纸市场趋稳运行，仅泉州玖龙按照前期提涨计划部分纸种上调 30 元/吨，纸企陆续安排春节期间停机检修，纸价多以观望为主，区域内纸企跟涨较少；二、春节临近，纸企与下游包装企业多已进入放假状态，下游订单清淡，纸企集中安排停机检修，场内供应与需求双双走弱，市场处于休市状态，故纸价变动意义不大；三、原料废旧黄板纸市场震荡偏弱运行，成本面支撑作用一般。

本周箱板纸含税均价 3785.0 元/吨，环比+0.4%，同比-10.1%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场价格大稳小动，泉州玖龙纸业部分纸种上调 30 元/吨，受春节节日氛围影响，周边纸企未有明显跟涨；二、春节将至，大部纸企安排停机检修，而下游二级厂先于纸企停机放假，叠加物流陆续停运，市场交投逐步进入休市阶段，实际成交量较为有限，价格调整意义不大；三、原料废旧黄板纸市场延续偏弱格局，但纸企停机现象普遍，废纸需求下降，对箱板纸价格几无影响。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表7: 其他材料价格变动

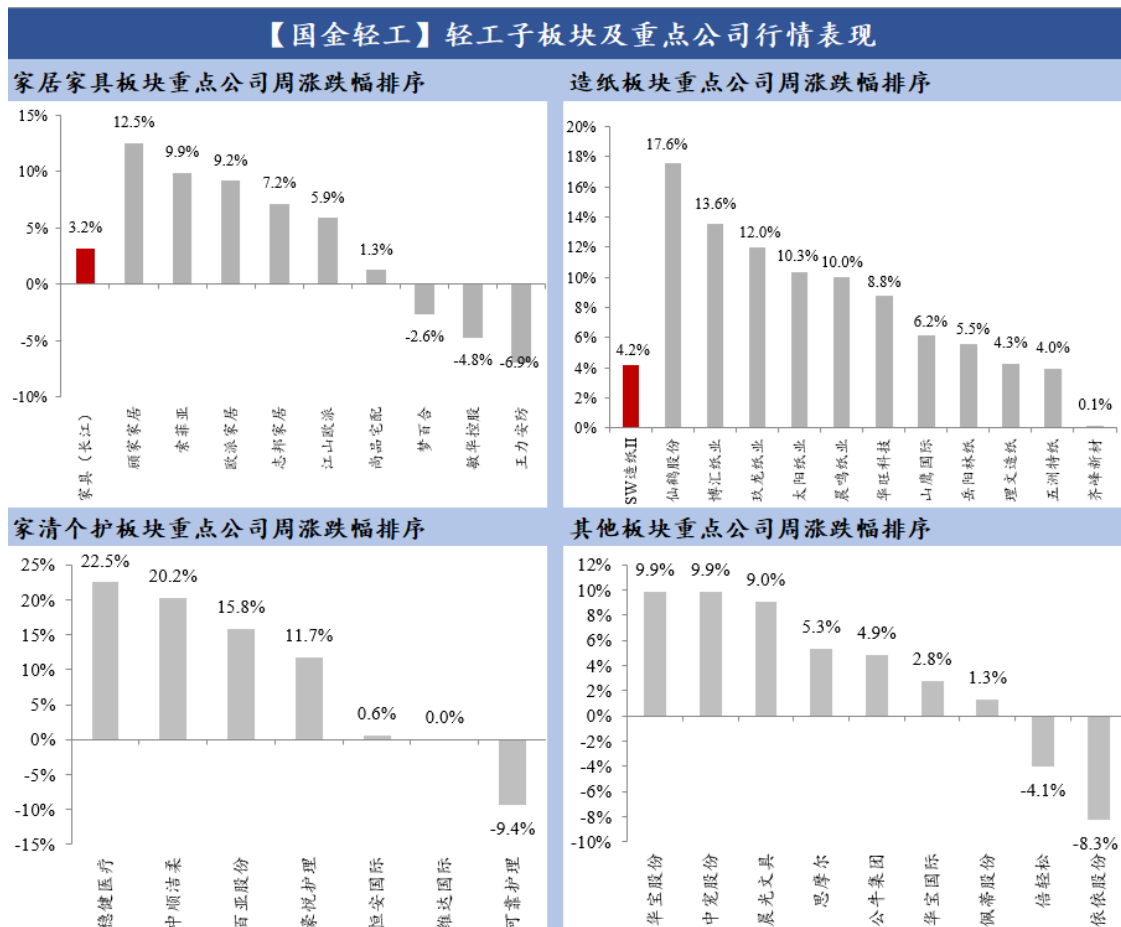


来源: iFinD, 国金证券研究所

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. 2. 8

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	127	20.2%	-4.9%	3.5	3.6	6.5	7.3	36.3	35.2	19.4	17.5	买入	2.4
	3331.HK	维达国际	277	0.0%	1.3%	7.1	13.2	16.0	18.5	39.3	21.0	17.3	15.0	买入	2.4
造纸	002078.SZ	太阳纸业	373	10.3%	9.6%	28.1	30.5	36.7	40.4	13.3	12.2	10.2	9.2	买入	1.5
	600567.SH	山鹰国际	77	6.2%	-11.3%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-3.4	8.0	5.5	4.4	买入	0.6
	605377.SH	华旺科技	65	8.8%	3.1%	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	103	7.6%	-9.5%	7.1	6.4	11.0	14.3	14.5	16.2	9.3	7.2	买入	1.5
定制	002572.SZ	索菲亚	160	9.9%	4.3%	10.6	13.3	15.0	16.9	15.0	12.1	10.7	9.5	买入	2.6
	300616.SZ	高品宅配	30	1.3%	-24.5%	0.5	2.5	3.0	3.6	65.6	12.1	10.1	8.4	买入	0.9
	603833.SH	欧派家居	397	9.2%	-6.3%	26.9	31.5	36.7	42.6	14.8	12.6	10.8	9.3	买入	2.3
	603801.SH	志邦家居	66	7.2%	-9.9%	5.4	6.1	7.1	8.2	12.3	10.8	9.3	8.0	买入	2.2
软体	603816.SH	顾家家居	311	2.5%	8.0%	18.1	21.0	24.2	27.8	17.1	14.8	12.9	11.2	买入	3.3
	1999.HK	敏华控股	179	-4.8%	-14.2%	25.2	28.5	32.9	-	7.1	6.3	5.4	-	买入	1.6
	603313.SH	梦百合	50	-2.6%	-15.9%	0.4	2.7	5.2	7.5	121.8	18.5	9.8	6.8	买入	1.6
其他消费轻工	605009.SH	豪悦护理	58	1.7%	-1.5%	4.2	5.3	6.3	7.4	13.8	11.0	9.2	7.9	增持	1.9
	6969.HK	思摩尔	315	5.3%	-21.1%	25.1	25.3	31.2	37.9	12.5	12.5	10.1	8.3	买入	1.4
	002891.SZ	中宠股份	70	9.9%	-10.3%	1.1	1.4	2.3	2.8	65.6	50.0	30.2	24.9	增持	3.2
	001206.SZ	依依股份	20	-8.3%	-32.6%	1.5	1.9	2.2	2.5	13.1	10.6	9.1	7.8	买入	1.1
	603899.SH	晨光股份	313	9.0%	-10.1%	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. 2. 8

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。

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