

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

家装消费品换新政策落地，芬兰罢工关注浆价上涨

行业观点更新：

- **家居：**内销方面，多数品牌家居 315 活动周期将于下周末结束，从目前渠道反馈情况来看，由于去年 315 活动周期积压需求释放较多，整体基数较高，今年一季度到目前为止虽然整体相较于去年同期景气度相对偏弱，但品牌之间分化较为明显，部分头部品牌经营韧性较强，315 活动周期有望实现增长。本周推动家装消费品换新政策落地，虽然我们并不认为此政策将立即对相关企业基本面产生直接影响，但在相关补助资金来源更为明确之后，政策落地效果值得期待，并且在目前板块估值已处历史低位、板块预期极低、龙头企业业绩韧性凸显、地产风险逐步出清的情况下，此政策也有望对板块情绪转变形成积极催化作用。外销方面，1-2 月家具出口同比增长达 36.1%，延续我们此前观点，24H1 家居出口均将保持较高景气度。整体来看，家居板块我们依然推荐：1) 具备品类融合能力、整装渠道布局领先的大家居龙头企业；2) 代工+品牌出海逻辑较为顺畅且估值仍较低的企业；3) 仍具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业。
- **新型烟草：**本周雾芯科技（悦刻）发布 23 年业绩，23Q4 营收为人民币 5.2 亿元，同比+52.9%，环比+4.3%（23 年 12 月收购公司的并表可比口径），增长主要依托于公司在东南亚和北亚的国际化扩张，公司已明确 2024 年将加速海外市场拓展，后续增长可期。国内市场整体来看，虽然渠道反馈目前销售较为平稳，但 23Q4 至 24Q1 已有多款新口味产品上市，部分产品终端反馈口味优化明显，后续销售延续逐季回升趋势可期。思摩尔美容雾化产品已正式发售，目前销售虽仍未明显起量，但线上多平台种草推广已顺利推进，效果逐步显现。后续发展值得期待。
- **造纸：**芬兰罢工催化 3/4 月浆价上涨，关注文化纸提价落地带来 2Q 吨盈利改善，箱瓦纸淡季价格回落。1) 浆价：3 月 11 日，芬兰运输工人工会（AKT）在港口举行为期两周的罢工，多家芬兰浆纸公司受到影响有所减产，近期针叶浆厂对 4 月报价再度上调 50 美元/吨，根据历史复盘常规 2 周的罢工活动对浆价变动影响或有限。2) 伴随下游由淡转旺，文化纸 4 月发布 200 元涨价函，2Q 特种纸/文化纸吨盈利有望进入回暖通道，短期关注相关标的吨盈利改善带来的投资机会。受终端订单不足，市场需求清淡影响，3 月 14 日瓦楞纸单价环比/同比-1.1%/-4.5%，价格再度回落至历史低位，纸企库存处于上行趋势，短期去库压力凸显。
- **宠物&轻工消费：**1-2 月线上数据更新。根据久谦数据，宠食大盘 1-2 月三大主流电商平台合计 yoy+34%，天猫/京东/抖音同比+10%/+13%/+253%。国产品牌借助中高端细分品类（鲜肉、冻干、烘焙粮等）提升价格带、实现品牌势能提升、抢夺进口品牌份额，板块龙头值得重视；进口品牌角度，中高端品牌增速显疲软，但头部大众价格带品牌（皇家/冠能）则保持较快成长。新增推荐关注文具龙头板块，草根调研反馈线下渠道积极修复，渠道积极变革&新品推出加快，B 端采购业务积极拓客、拓品类，海外亦积极开拓渠道，低基数下保持快速成长。
- **出海：**名创优品 23Q4 业绩表现亮眼，亚马逊入库新增增加卖家成本，美国 2 月零售销售额环比增长 0.6%。名创优品 4Q 业绩超预期，公司定位 IP 为特色的生活好物集合店，欧美展店打开全球成长空间，24 年看点为提升同店增长：驱动力来自提升产品力、优化店铺位置、推进主题大店，TOP TOY 产品优化带动单店加速恢复，海外直营市场开店超预期，欧美开拓打开成长空间，3 月新增 chiikawa IP 联名新品。

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（大客户去库结束，外销拐点已现，国内自主品牌爵宴凭借拓品类延续三位数高速增长，品牌势能持续提升，新西兰 4 万吨主粮产能近期投放贡献新增量）；
- **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）；推荐名创优品（欧美加速扩张打开全球成长曲线，主题大店、渠道力提升支撑国内同店高质成长）。

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.....	5
1.4 宠物板块.....	5
1.5 出海&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.....	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: 电子烟新口味.....	5
图表 2: 全球电子烟行业一周热点回顾.....	7
图表 3: 中国地产数据走势.....	8
图表 4: 美国地产数据走势.....	9
图表 5: 家具出口及国内零售金额走势.....	10
图表 6: 家居原材料价格走势.....	11
图表 7: 本周纸品及原材料价格变动一览.....	12
图表 8: 其他材料价格变动.....	13
图表 9: 轻工子板块及重点公司行情表现.....	14
图表 10: 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

内销方面，多数品牌家居 315 活动周期将于下周末结束，从目前渠道反馈情况来看，由于去年 315 活动周期积压需求释放较多，整体基数较高，今年一季度到目前为止虽然整体相较于去年同期景气度相对偏弱，但品牌之间分化较为明显，部分头部品牌经营韧性较强，315 活动周期有望实现增长。本周推动家装消费品换新政策落地，虽然我们并不认为此政策将立即对相关企业基本面产生直接影响，但在相关补助资金来源更为明确之后，政策落地效果值得期待，并且在目前板块估值已处历史低位、板块预期极低、龙头企业业绩韧性凸显、地产风险逐步出清的情况下，此政策也有望对板块情绪转变形成积极催化作用。外销方面，1-2 月家具出口同比增长达 36.1%，延续我们此前观点，24H1 家居出口均将保持较高景气度。整体来看，家居板块我们依然推荐：1) 具备品类融合能力、整装渠道布局领先的大家居龙头企业；2) 代工+品牌出海逻辑较为顺畅且估值仍较低的企业；3) 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：近期，欧派 2024 年度营销峰会与欧铂丽 2024 年度经销商营销峰会均正式官方宣布，旗下科技品牌——海烈鸟已正式上线，海烈鸟是欧派旗下首次诞生科技品牌，软件平台采用自有框架，私有部署，云边结合。经过一年多的精心研发，其整体框架已基本搭建完成。该平台支持欧派大家居多场景产品的系统接入，为用户带来便捷的使用体验。

- **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：1) 近日，司米推出两大重要举措：精致设计联盟、司米美家计划。其核心内容为：首先以“好设计、好品质、好算价、好透明、好搭配”五好价值作为服务理念；其次由大师设计联盟为用户提供“1399 真整案一个价”的定价及高性价比整家个性化家居方案，为用户提供更灵活的搭配方式，让其在厨、衣、木、墙产品中进行自由组合。

- **志邦家居：**公司在传统零售渠道方面仍有较大空白市场亟待布局，并且整装渠道方面，除了总部与全国性大型装企形成战略联盟外，公司也正通过树立标杆以及专项支持来推动加盟商与地区性装企进行合作，整体渠道布局正逐步完善。公司品类也逐步完善，多品类协同效果将进一步显现，公司中长期成长路径清晰。

动态：志邦家居于 3 月 12 日发布 2023 年度业绩快报，2023 年度公司实现营业总收入 61.16 亿元，同比上年同期增长 13.50%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.95 亿元，同比上年同期增长 10.78%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5.48 亿元，同比上年同期增长 10.06%。

- **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 3 月 2 日发布公告称，2024 年 2 月，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 16 万股，占公司总股本的比例为 0.02%，最高成交价为 37.06 元/股，最低成交价为 32.60 元/股，成交总金额为 551.04 万元（不含交易费用）。截至 2024 年 2 月 29 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 948.16 万股，占公司总股本的比例为 1.15%，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 35,650.25 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3月8日发布公告称，截至2024年3月8日，公司通过回购专用账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份137.6万股，占公司当前总股本的比例为1.45%，最高成交价为27.30元/股，最低成交价为23.88元/股，成交总金额为人民币3,576.2万元（不含交易费用）。

- **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：梦百合定制品牌“榻至”发布会将于3月17日在深圳时尚家居设计周暨深圳国际家具设计展召开。在发布会上，公司董事长将亲自解读“榻至”差异化的商业模式。

- **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。
- **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。

1.2 新型烟草板块

本周雾芯科技（悦刻）发布23年业绩，23Q4营收为人民币5.2亿元，同比+52.9%，环比+4.3%（23年12月收购公司的并表可比口径），增长主要依托于公司在东南亚和北亚的国际化扩张，公司已明确2024年将加速海外市场拓展，后续增长可期。国内市场整体来看，虽然渠道反馈目前销售较为平稳，但23Q4至24Q1已有多款新口味产品上市，部分产品终端反馈口味优化明显，后续销售延续逐季回升趋势可期。思摩尔美容雾化产品已正式发售，目前销售虽仍未明显起量，但线上多平台种草推广已顺利推进，效果逐步显现。后续发展值得期待。

- **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：近日，思摩尔旗下美容雾化新品MOYAL岚至雾光精华仪已正式发售，截至3月16日，该品牌天猫官方旗舰店的雾光精华仪已售36件。该雾光精华仪区别于传统护肤仪器，是以提高精华倍效渗透及放大功效为目的，采用TPS独家透皮技术，无损肌肤，可实现精华成分43倍渗透吸收。

图表1: 电子烟新口味梳理

品牌	品名	推出时间	口味	系列
悦刻	燃情桑巴山烤72	2023/6/19	【牛奶咖啡】以雪茄型烟草风格为主，并赋予烤香、焦甜等香韵，烟香浓郁层次丰富，饱满绵长。	幻影
	群玉山见岩烤31	2023/6/19	【清露甘草】以云烟烟草本香的清甜香为主体，适当的烘焙香使整体香气协调自然，烟香醇和，余味舒适干净。	
	绕指轻舞溪烟58	2023/7/3	【青梅绿茶】以多种烤烟提取物作为烟草底蕴，烟香馥郁饱满，整体呈现出烟草本香本味。	
	竹杖胜马山烤28	2023/7/3	【丝滑香草】中式烤烟特征烟香，整体烟香较为浓郁饱满，香气韵调纯净、含有烟草本身带有的些许烘烤香。烟香纯正自然，香气浓郁，余韵悠长。	
	山水任行岩烤23	2023/8/7	【轻甜莓果】津巴布韦与白肋烟烟香风格特征为主，并赋予清香、木香、焦香等香韵，烟香清新自然，轻松协调，饱满紧实。	
	兰亭煮雪溪烟39	2024/3/18	中式烤烟为主调，辅以发酵香和烘烤香，烟香醇厚、烟气甜润。入口：烟韵均衡，带有清新的烘焙香气，中段：击喉感适中，尾调：烟草本身的回甘，余味干净。	
	佳人佳期山烤66	2023/10/16	以烤烟烟香为本香，香气清雅飘逸，吸味醇厚绵长，烟气细腻且回味舒适。	青羽
拂柳风山烤63	2023/10/16	以成熟烤烟香为主导香气，烘焙香和清甜香明显，略带辛香和木香，烟气厚实饱满，浓郁丰富。	雷力	
柚子	凌云板	2023/2	蜜桃回甜	ZROW
	厚香纯	2023/2	焦糖咖啡	
	苍云纯	2023/8	荔枝香甜	
	舒适雅	2023/8	奶油回甘	
	沁心雅	2023/2	清甜烟草	
	极域香幽	2023/9	菠萝飘香	UNI
纯舒倍漾	2023/9	枣香浓郁		
雪加	冷山	2023/5	香芋奶香	新星
	碧珀	2023/4	烤烟焦香	
	清晖	2023/4	柔和甜香	
	清风雅韵	2023/7	草木清香	
米莪	二号		丝滑豆奶	
	三号		茉莉茶香	
	五号		纯香烟草	
	七号		果木玫瑰	

来源：各公司官网，国金证券研究所整理

1.3 造纸板块

造纸：芬兰罢工催化 3/4 月浆价上涨，关注文化纸/特种纸提价落地带来 2Q 吨盈利改善，箱板纸淡季价格回落。1) 浆价：3 月 11 日，芬兰运输工人工会 (AKT) 在港口举行为期两周的罢工，多家芬兰浆纸公司受到影响有所减产，近期针叶浆厂对 4 月报价再度上调 50 美元/吨，根据历史复盘常规 2 周的罢工活动对浆价变动影响或有限。2) 伴随下游由淡转旺，文化纸 4 月发布 200 元涨价函，2Q 吨盈利有望进入回暖通道，短期关注相关标的吨盈利改善带来的投资机会。受终端订单不足，市场需求清淡影响，3 月 14 日瓦楞纸单价环比/同比-1.1%/-4.5%，价格再度回落至历史低位，纸企库存处于上行趋势，短期去库压力凸显。

- **近况更新：**近期纸浆涨价汇总：Mercer 宣布旗下所有针叶浆 4 月中国市场外盘报涨 50 美元/吨，此前 3 月重点浆企外盘针叶浆/阔叶浆外盘均报价上涨+30 美金/吨。3/4 月报价上涨催化来自：1) 芬兰罢工 (过去 4 年发生过 4 次，时间周期一般 2 周左右)；2) 欧港开启低位补库，南美浆厂 suzano 等提升欧洲发运量，减少中国发运量造成短期货源偏紧供应不足表象，但实质是发运分配的正常化。

我们认为，芬兰罢工情绪大于实际影响：对中国进口来说整体影响并不大，20/21/22/23 芬兰占比中国整体进口纸浆量 7%/8%/7%/7%，23 年占比针叶浆进口量 20.5%。从月度来看，2-3 月罢工高发季月度发运占比降低至 5%~6%，后续月份一般会回补。根据复盘，罢工时间长度/供给侧多因素叠加或形成实际供给压力，复盘近年 3 次罢工，22 年的长期罢工+加拿大供应链事件催化纸浆价格暴涨 (涨幅~30%)，其余影响较有限。

纸浆价格春季躁动后，我们建议，5 月及后续涨价持续性仍需关注中国港口库存去化、全球经济回暖情况，草根调研来看国内纸企普遍保持正常库存，主因中期角度认为供给侧比较宽松，6 月南美阔叶浆 255 万吨新产能投放+23 年本身存在很多市场化停机行为。重点标的：推荐纸浆自供率高、成本管理优势领先的太阳纸业，建议关注近期进入提价周期的仙鹤股份、五洲特纸、博汇纸业。

1.4 宠物板块

宠物：1-2 月线上数据更新。根据久谦数据，宠食大盘 1-2 月三大主流电商平台合计 yoy+34%，天猫/京东/抖音同比+10%/+13%/+253%。国产品牌借助中高端细分品类 (鲜肉、冻干、烘焙粮等) 提升价格带、实现品牌势能提升、抢夺进口品牌份额，板块龙头值得重视；进口品牌角度，中高端品牌增速显疲软，但头部大众价格带品牌 (皇家/冠能) 则保持较快成

长。新增推荐关注文具龙头板块，草根调研反馈线下渠道积极修复，渠道积极变革&新品推出加快，B端采购业务积极拓客、拓品类，海外亦积极开拓渠道，低基数下保持快速成长。

- **1-2月宠物线上跟踪：**国产品牌加速推新提升份额，关注近期外资大众品牌（皇家/冠能）发力。根据久谦数据，宠食大盘1-2月三大主流电商平台合计yoy+34%，天猫/京东/抖音同比+10%/+13%/+253%；抖音平台占三大平台GMV比例提升至24%。

重点品牌表现：1)内资：中高端成长靚眼，乖宝旗下弗列加特引领强势成长；内资大众品牌表现分化。2)外资：中高端疲软/头部大众价格带品牌（皇家/冠能）崛起。

乖宝：合计增速34%优于大盘，中高端品牌加速推新，弗列加特1-2月同比三位数增长。

佩蒂：合计增速~30%优于大盘，主品牌爵宴增长靚眼，猫/东/抖同比+74%/+180%/+233%。

外资品牌：增速比较：大众>高端；皇家（玛氏，yoy+31%）/冠能（雀巢，yoy+35%）近期加速崛起。

- **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：近期公司旗下高端品牌弗列加特推出新品“小蓝盾肠道烘焙粮新品”，主打卖点是高鲜肉+养胃助消化，采用原料是高鲜肉原料加持天然益生组方，3种益生菌+2种益生元，定向增殖有益菌抑制有害菌，短期改善软便口臭，长期调节菌群平衡，打造良好肠道微生态，看好中长期以乖宝为代表的国内宠食头部品牌基于前瞻需求洞察、研发工艺创新，从功能性角度进行产品力升级。

1.5 出海&出口

出海：名创优品23Q4业绩表现亮眼，亚马逊入库新规增加卖家成本，美国2月零售销售额环比增长0.6%。名创4Q业绩超预期，公司定位IP为特色的生活好物集合店，欧美展店打开全球成长空间，24年看点为提升同店增长：驱动力来自提升产品力、优化店铺位置、推进主题大店，TOP TOY产品优化带动单店加速恢复，海外直营市场开店超预期，欧美开拓打开成长空间，3月新增chiikawaIP联名新品。

- **名创优品：4Q业绩超预期，欧美展店打开全球成长空间，继续推荐！**

动态：近期公司披露4Q23（截至2023年12月31日）季度财报，4Q23营收38.4亿元，同比+54%，调整后净利6.6亿元，同比+77%，净利率17.2%（+2.2pct）；CY23营收138.4亿元，同比+39.4%，调整后净利23.6亿元，同比+109.7%，4Q业绩超预期，欧美展店打开全球成长空间，继续推荐！

盈利能力再创新高，主因受益毛绒/香薰/IP等产品结构优化、直营占比提升：4QCY23国内/海外分别实现营收23.5/14.9亿元（同比+56%/+51%），毛利率43.1%（同/环比+3.1/+1.8pct）创历史新高，主因：①美国为代表的高毛利海外直营市场快速成长：4Q直营市场占海外收入比例50%（+8pct）；②IP类&美妆类产品占比提升，预计兴趣类消费（大美妆、大玩具、大IP等）占比持续提升；③TOPTOY毛利率有所提升。

1) 国内：4Q延续高速展店，提升产品力、优化店铺位置、推进主题大店三维度驱动未来同店成长：1)国内名创：CY23线下GMV/同店+39%/+25%，其中4Q门店数/同店增长+17.2%/+39.2%，截至4Q门店数达到3926家，同比+601家（VS3Q环比+124家），二线城市拓店环比加速，高基数下24年1-2月门店GMV增速13%，预计1QGMV+15%。2)TOP TOY：产品优化带动单店加速恢复，4Q门店数/同店+19.5%/+59.4%，营收1.88亿元，同/环比+90%/+4%。

2) 海外：直营市场开店超预期，欧美开拓打开成长空间。1)4Q：门店数/同店增长+15.9%/+30.7%，门店数2487家（同比/环比+372/+174家），经销/直营市场门店数量占比32%/68%，收入占比52%/48%，同比+86%/+26%。2)从CY23全年来看，直营/代理商市场新增展店数均为186家，同店收入增速+45%/+22%，美国为首的直营市场伴随品牌力提升、店铺选址优化等带动进店客流提升开启加速展店，拉美市场表现较优，北美/拉美/亚洲（中国外）/欧洲同店增速+75%/+34%/+18%/+11%，新增店铺数+54/+81/+167/+46家。公司24年计划通过直营/参股/代理商等多种灵活模式加速欧洲地区开拓，计划5年后达到千店规模（23年底欧洲店铺数为231家）。

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2: 全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
3.8	12月中国出口爱尔兰电子烟约569万美元, 环比减少1.24%	根据中华人民共和国海关总署更新的贸易数据, 2023年12月中国出口到爱尔兰的出口额约为569万美元, 环比减少1.24%, 同比下降12.12%; 出口量约141吨, 环比减少3.22%, 同比减少0.05%; 出口单价为40.18美元/千克, 环比增长2.04%, 同比下降12.08%; “电子烟及类似的个人电子雾化设备”平均价格为4.74美元/台。
3.8	美国佛州或禁止一次性口味电子烟	据美国媒体Floridapolitics报道, 美国佛罗里达州禁止出售一次性口味电子烟, 但允许销售可重新填充设备和电子烟油。州长罗恩·德桑提斯(Ron DeSantis)现在可以选择签署此项法案, 或者让它在未得到他的签名的情况下成为法律, 或者否决它。这项法案如果顺利通过, 将于今年10月1日生效。
3.11	澳大利亚电子烟进口禁令生效, 新西兰线上电子烟卖家: 不会停止向澳发货	从3月1日开始, 除非进口商有许可证和许可证, 否则不得将电子烟进口到澳大利亚。处方电子烟的进口商和制造商还需要通知澳大利亚治疗商品管理局(TGA)其产品符合标准。一家新西兰在线电子烟销售商嘲讽了澳大利亚政府的电子烟改革, 他们告诉顾客“我们无意停止”电子烟运输。
3.14	英美烟草以21.1亿美元完成ITC股份出售 仍持有25.5%股权	据印度媒体Theweek报道, 英美烟草公司(BAT)在3月13日通过公开市场交易出售了其在印度烟草公司(ITC Ltd)的3.5%股份, 交易总额达到1748.5亿卢比(21.1亿美元)。尽管完成了此次大宗交易, BAT仍然是ITC的重要股东, 持有从ITC的25.5%股份。
3.15	佛蒙特州通过禁止销售调味烟草产品禁令	据wcax3月15日报道, 美国佛蒙特州众议院已经通过对调味烟草产品的禁令。该禁令旨在禁止对烟草成瘾的儿童销售调味烟草、电子烟以及薄荷味的产品。该法案最终以83票对53票投票通过, 现在将被提交给参议院。

来源: 两个至上, 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(3.8-3.15)30大中城市成交面积同比下降54.45%, 累计同比下降44.59%。

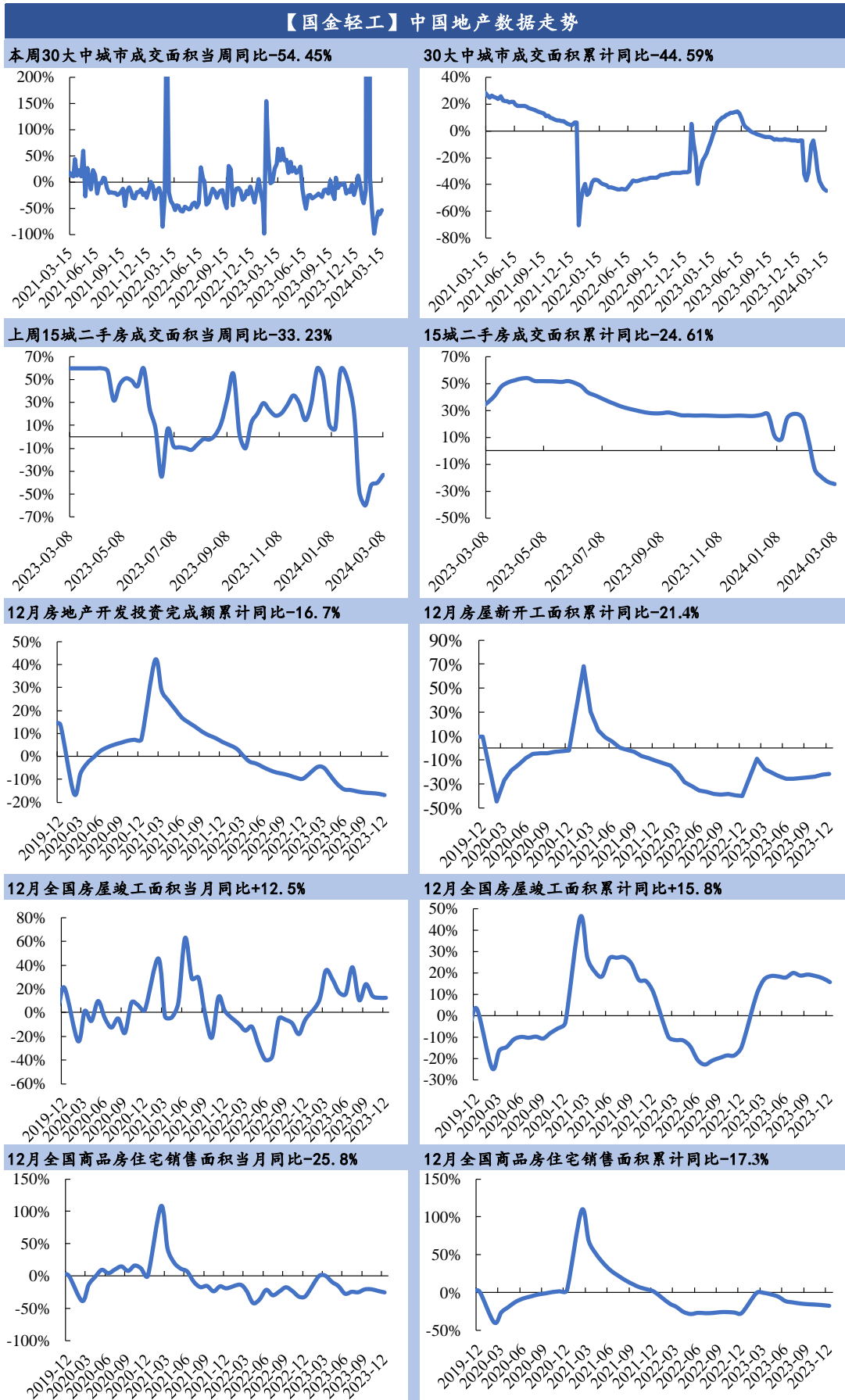
周度二手房成交面积: 上周(3.1-3.8)15城二手房成交面积同比下降33.23%, 累计同比下降24.61%。

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3: 中国地产数据走势



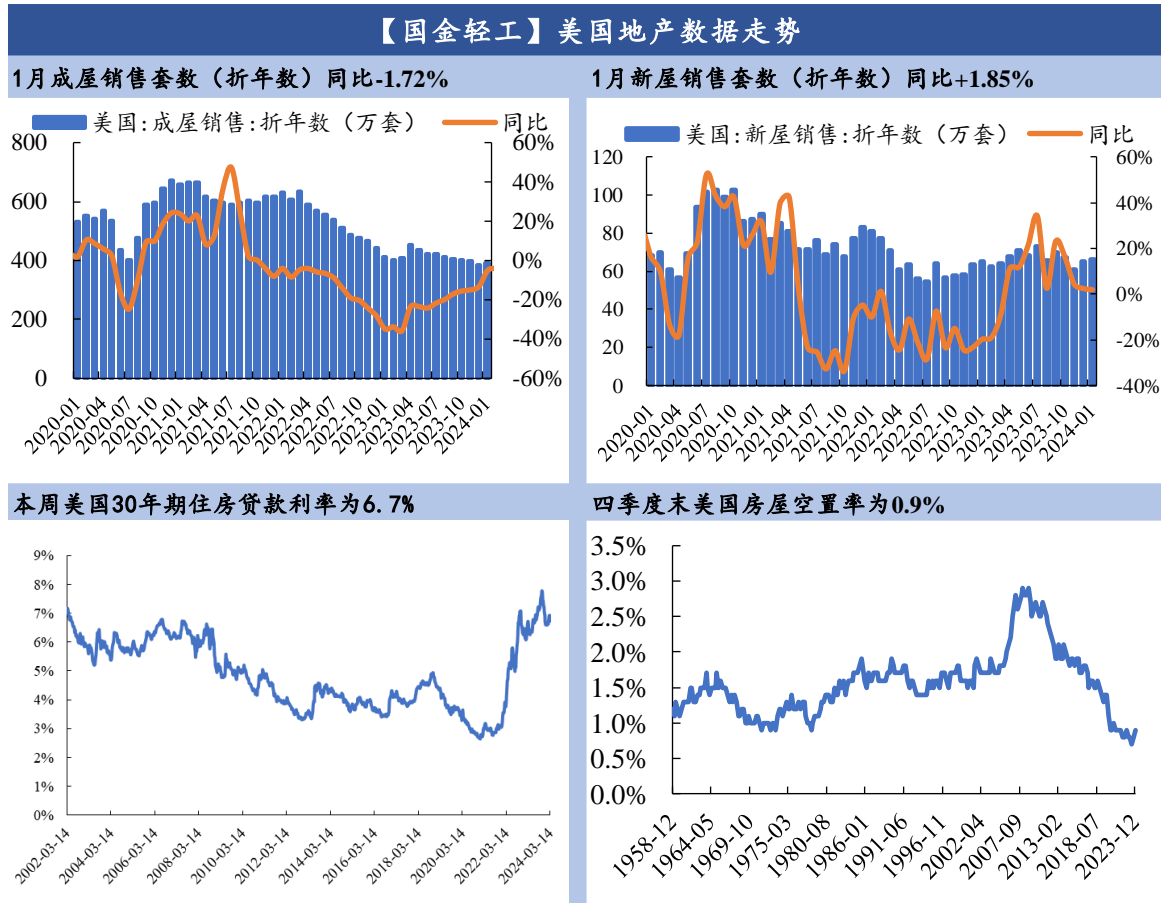
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2024年1月成屋销售套数（折年数）同比下降1.72%，2024年1月新屋销售套数（折年数）同比增长1.85%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.9%，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4：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

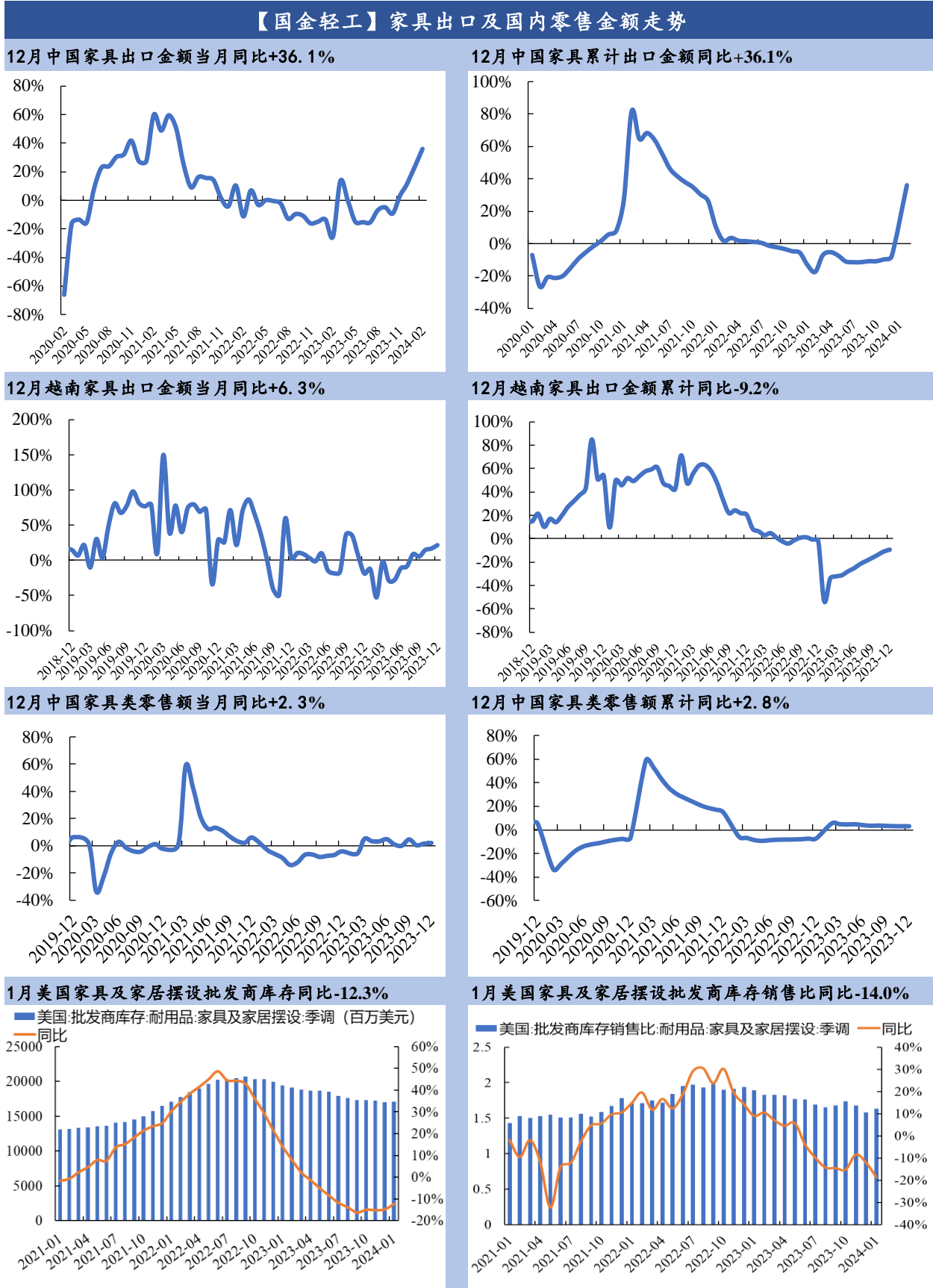
2.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额2023年1-2月累计同比上涨36.1%。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5: 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

2.2.3 家具原材料价格数据

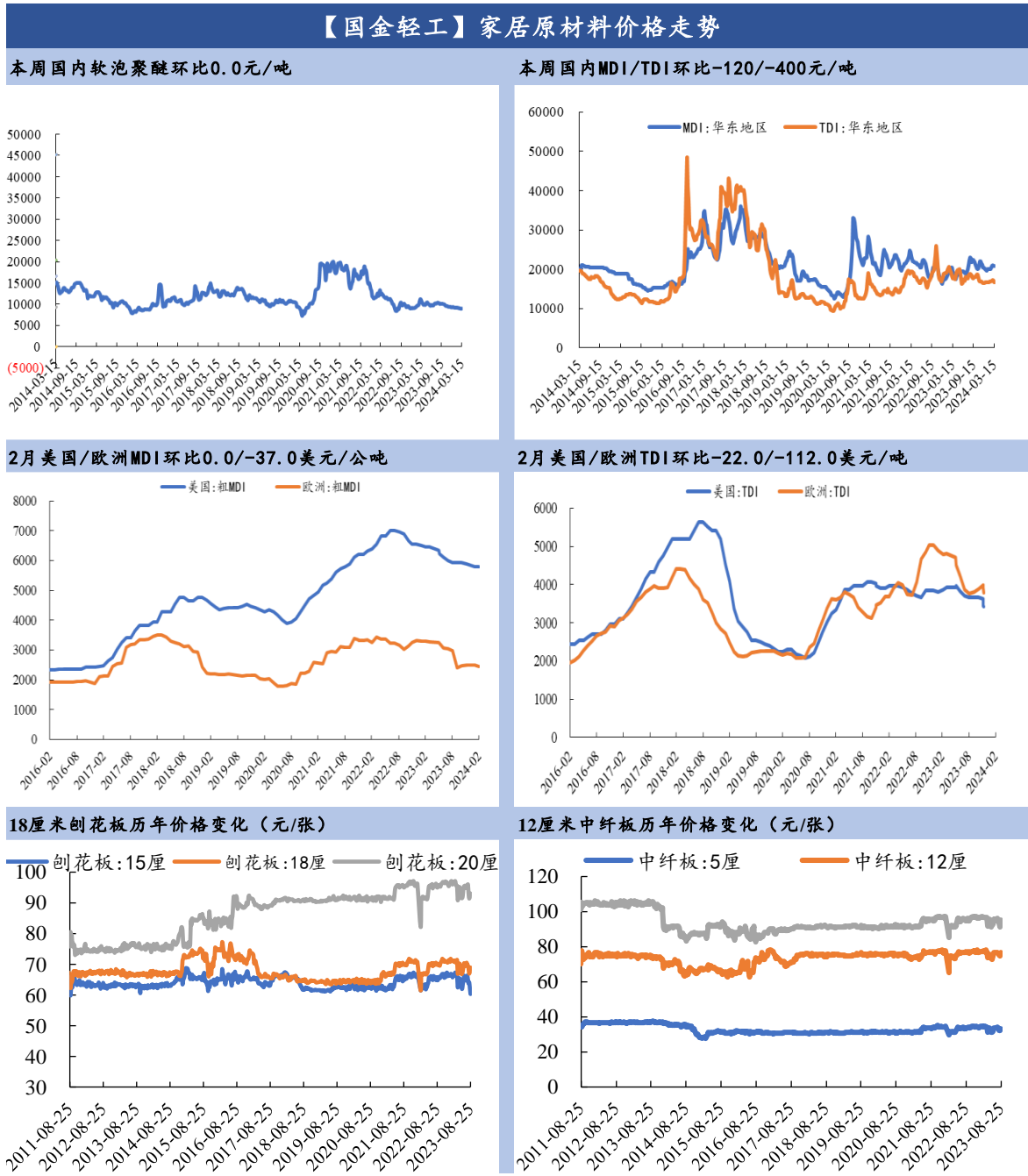
本周国内软泡聚醚均价为 8960 元/吨，环比 0.0 元/吨持平，今年以来截止 3.15 均价为 9097.8 元/吨，较 2023 年均价下降 3.85%。

本周国内 MDI 均价为 20760 元/吨，环比持平，今年以来截止 3.15 均价为 20287.0 元/吨，较 2023 年均价上涨 1.7%。

本周国内 TDI 均价为 16760 元/吨，环比持平，今年以来截止 3.15 均价为 16897 元/吨，较 2023 年均价下降 6.8%。

海外原材料价格方面，美国地区 TDI 价格 2 月均环比下降 22.0 元/吨；欧洲地区 MDI 价格 2 月环比下降 37.0 美元/公吨，TDI 价格环比下降 112.0 美元/公吨。

图表6：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7：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	1Q23	环比4Q	2Q23	环比1Q	3Q23	环比2Q	4Q23	环比3Q	24年1月	24年2月	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料													
木浆系	针叶浆	7073	-398	5388	-1684	5537	149	6033	496	5807	5779	6071	93
	阔叶浆	5940	-721	4288	-1652	4692	404	5332	641	5047	5150	5443	86
	化机浆	5365	-36	4206	-1160	3975	-231	4551	577	4410	4200	4100	-86
废纸系	国废黄板纸	1678	-291	1614	-64	1589	-25	1605	16	1583	1558	1505	-39
纸品													
木浆系	双胶纸	6691	33	5936	-755	5461	-475	6008	547	5791	5808	5960	9
	铜版纸	5682	25	5786	103	5610	-176	6231	622	6031	6031	6200	0
	白卡纸	5117	-185	4888	-229	4810	-78	5043	233	4943	4943	4943	0
废纸系	箱板纸	4277	-207	3827	-450	3681	-146	3773	92	3771	3789	3793	-11
	瓦楞纸	3140	-185	2980	-160	2878	-102	3055	177	3017	3034	3021	-34

来源：隆众资讯，国金证券研究所；注：周度核算时间为2024年3月8日至2024年3月14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 6071.4 元/吨，环比上期上涨 1.6%；阔叶浆现货含税均价 5442.9 元/吨，环比上期上涨 1.6%；本色浆现货含税均价 5435.7 元/吨，环比上期下降 0.3%；化机浆现货含税均价 4100.0 元/吨，环比上期下降 2.0%。本周期纸浆价格区间调整运行，隆众资讯分析本周期纸浆价格波动的主要原因：一、本周期纸浆主力合约再次上探走势，现货业者心态受其影响，继续高位报价，叠加主要针叶浆外盘报涨 50 美元/吨，支撑纸浆市场走势。二、本周期阔叶浆价格继续上涨，部分区域可流通货源仍显紧俏，市场业者封盘或惜售，浆价高位上探。三、本周期下游部分原纸厂家需求刚需为主，部分纸厂计划提涨原纸价格，且采购数量小幅增长，整体支撑浆价走势。

2) 成品纸：

本周期国内双胶纸市场区域内调整为主，交投情况表现不旺。70g 双胶纸企业含税均价为 5960.0 元/吨，环比涨幅 0.1%。木浆价格偏强震荡，成本支撑因素增强，部分工厂 3 月份接单情况尚可，生产情况基本稳定，工厂挺价意愿强烈。近期党建用纸阶段性给予市场一定支撑；出版季临近，目前订单暂无集中释放迹象；社会需求仍显不旺，用户少量补单为主。贸易商跟随上调纸价，囤货积极性不高，随行就市为主，品牌双胶纸主流市场本白卷筒报价维持在 5700-6000 元/吨，实单实谈。

本周期国内铜版纸市窄幅盘整，交投整体未见明显起色。157g 铜版纸企业含税均价为 6200.0 元/吨，环比持平。目前铜版纸行业供需相对平衡，企业生产情况基本稳定，产线交叉排产情况存在。木浆价格偏强走势，成本支撑因素增强，纸企挺价意愿强烈，工厂 3 月排单情况尚可，促进新接单走货为主。上半年展会及各类宣传用纸有所增量，出版需求暂未见集中释放，用户采买情绪较为谨慎，以量定采为主。经销商多随行就市，囤货意愿不强，主流品牌平张铜版纸价格区间在 5800-6100 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 1504.9 元/吨，环比-2.5%，同比-3.6%。本周废纸市场继续延续补跌趋势，各纸企多按需涨跌。目前供应方打包站在连续下跌趋势下出货积极性有所下降，纸企到货震荡回落，个别纸企探涨吸货，然下游原纸市场交投平平，规模纸企提涨落实情况欠佳，成品纸端市场压制度纸需求，业者多数观望，市场氛围较悲观，短期反弹希望不大。隆众预计，下周废旧黄板纸市场偏弱震荡为主。

本周期国内废旧书本纸均价 1631.6 元/吨，环比-1.9%，同比-19.5%。本周废旧书本纸市场下行后趋稳，目前下游纸企按需调价为主。本周期原纸市场趋势下行，总体交易平平，需求端支撑力减弱。纸企为保证自身利润，不得不下调废旧书本纸价格。近期市场供应总体低位，打包站承压经营，整体交易积极性不及前期。隆众预计，下周国内废旧书本纸市场整理运行。

本周期废旧报纸均价 2554.1 元/吨，环比-1.6%，同比-10.6%。本周废旧报纸市场弱势跟进，市场供需双弱趋势进一步加深。受淡季影响，终端需求难以提振，下游消费以刚需为主；场内纸企生产动力不足，废旧报纸需求有限。价格低位，打包站压价回收，然货源偏紧，场内业者交易情绪偏低。隆众预计，下周废旧报纸市场弱稳运行。

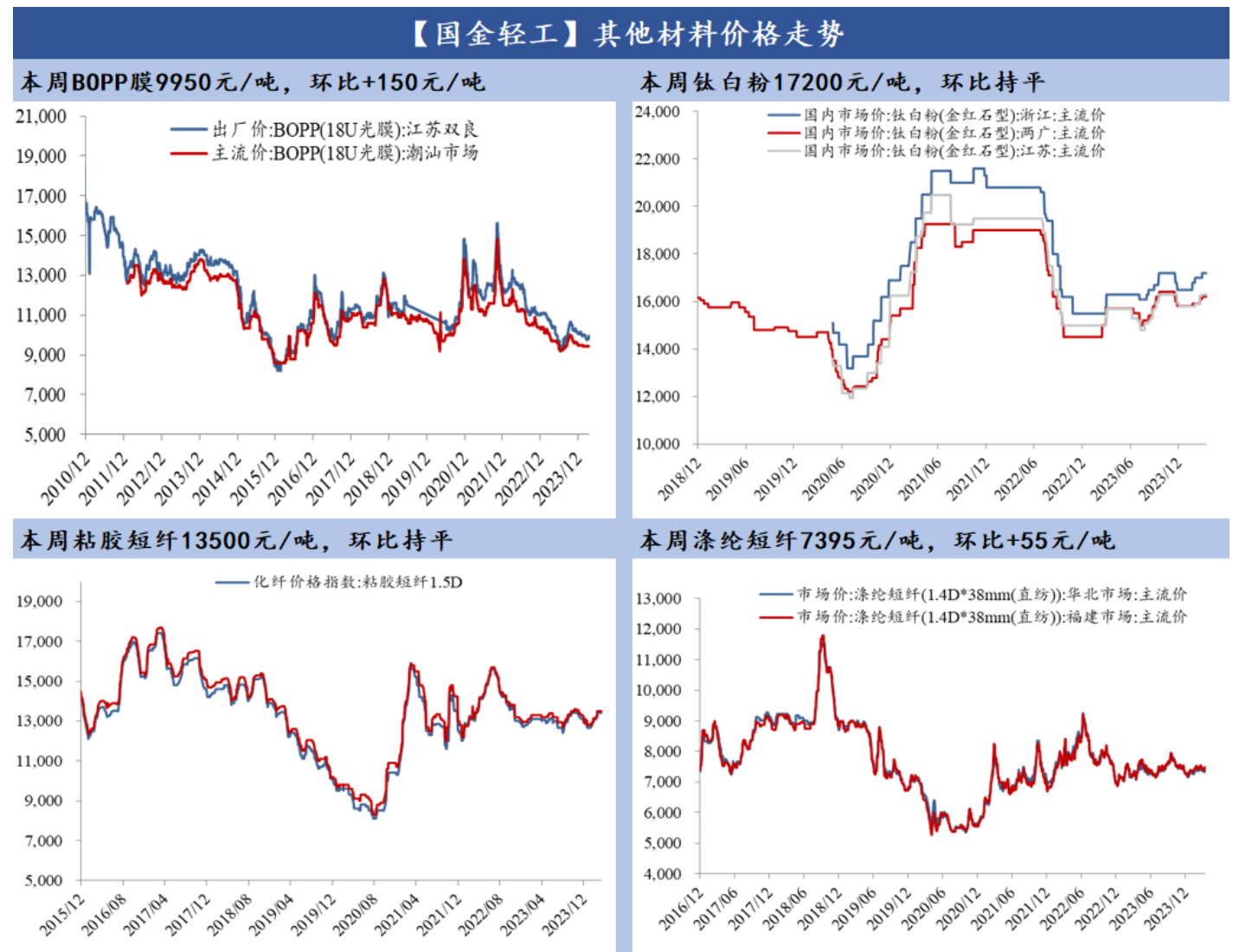
2) 成品纸:

本周瓦楞纸含税均价 3021.4 元/吨，环比-1.1%，同比-4.5%。主要原因分析：一、本周瓦楞纸市场稳中偏弱运行，周内玖龙沈阳基地、天津基地下调瓦楞纸价格 50 元/吨，太仓基地执行部分客户返利 100 元/吨优惠政策，规模纸企降价带动区域内纸企纷纷下调，场内看空氛围浓郁；二、需求弱势占据市场主导地位，终端订单有限，下游二级厂拿货积极性欠佳，仅维持刚需采购和适量补库，纸企库存承压，多执行优惠返利政策促进出货；三、原料废旧黄板纸市场延续跌势，成本面支撑作用微弱。

本周箱板纸含税均价 3793.2 元/吨，环比-0.3%，同比-4.7%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场价格稳中下探，玖龙多个基地价格下行，带动周边纸企跟跌；二、终端订单跟进有限，同时伴随纸价下行，下游观望心态加重，二级厂原纸维持刚需采购，纸企订单平平，库存水平进一步攀升，不利于纸价；三、上游废旧黄板纸市场延续跌势，成本面支撑趋弱，利空箱板纸价格。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表8: 其他材料价格变动

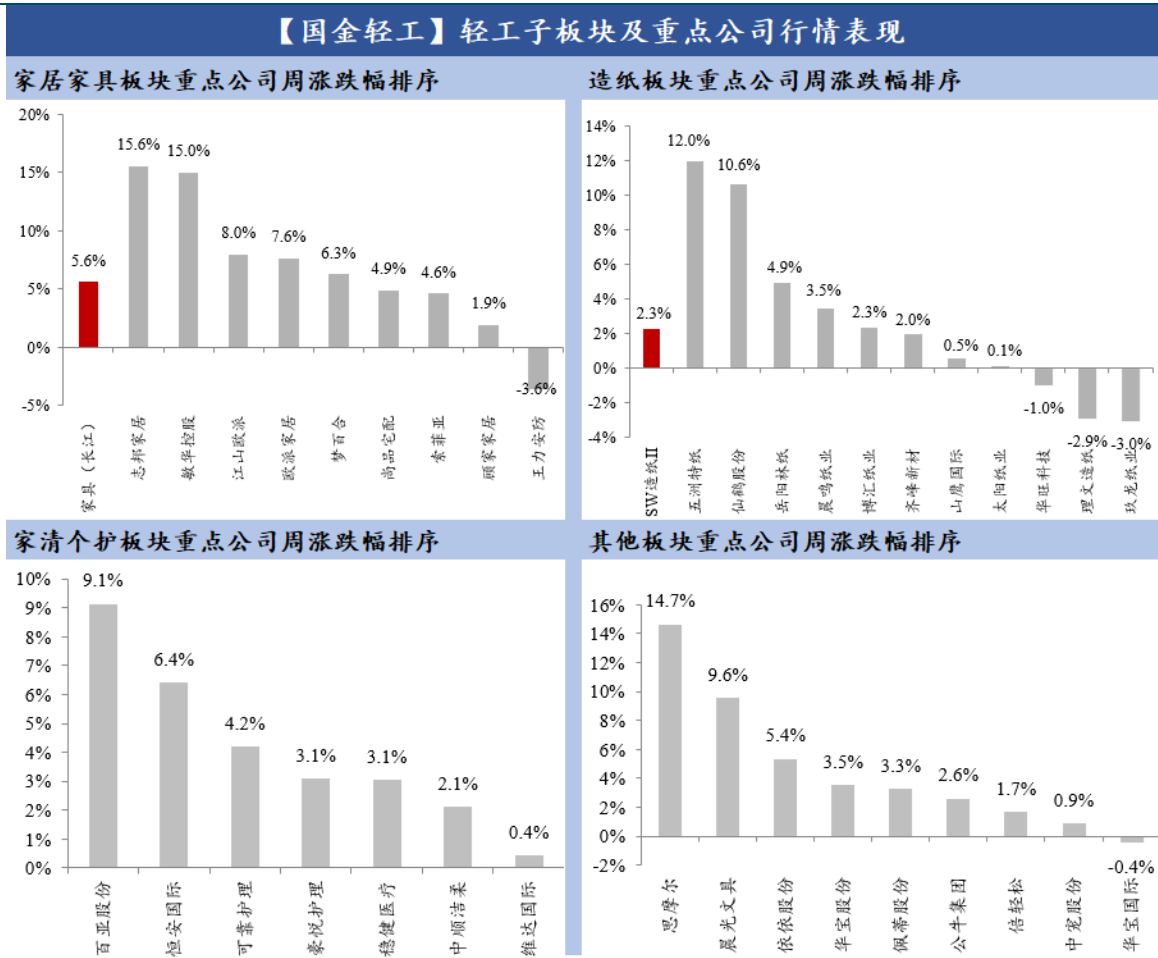


来源: iFinD, 国金证券研究所

三、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表9：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 2024.3.15

四、重点公司估值及盈利预测

图表10：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	122	2.1%	-8.8%	3.5	3.6	6.5	7.3	34.8	33.8	18.6	16.7	买入	2.3
	3331.HK	维达国际	282	0.4%	3.1%	7.1	13.2	16.0	18.5	40.0	21.4	17.6	15.3	买入	2.4
造纸	002078.SZ	太阳纸业	388	0.1%	14.2%	28.1	30.5	36.7	40.4	13.8	12.7	10.6	9.6	买入	1.5
	600567.SH	山鹰国际	83	0.5%	-4.6%	-22.6	9.6	14.0	17.3	-3.7	8.6	5.9	4.8	买入	0.6
	605377.SH	华旺科技	71	-1.0%	12.0%	4.7	5.8	6.6	8.3	15.3	12.3	10.8	8.6	买入	1.9
	603733.SH	仙鹤股份	120	10.6%	5.2%	7.1	6.4	11.0	14.3	16.9	18.8	10.9	8.4	买入	1.8
定制	002572.SZ	索菲亚	159	4.6%	3.8%	10.6	13.3	15.0	16.9	15.0	12.0	10.6	9.4	买入	2.6
	300616.SZ	尚品宅配	33	4.9%	-17.5%	0.5	2.5	3.0	3.6	71.7	13.2	11.1	9.2	买入	0.9
	603833.SH	欧派家居	431	7.6%	1.7%	26.9	31.5	36.7	42.6	16.0	13.7	11.8	10.1	买入	2.5
	603801.SH	志邦家居	72	15.6%	-1.3%	5.4	6.1	7.1	8.2	13.5	11.8	10.2	8.8	买入	2.4
软件	603816.SH	顾家家居	319	1.9%	10.8%	18.1	21.0	24.2	27.8	17.6	15.2	13.2	11.5	买入	3.4
	1999.HK	敏华控股	217	15.0%	4.5%	25.2	28.5	32.9	-	8.6	7.6	6.6	-	买入	1.9
	603313.SH	梦百合	57	6.3%	-4.5%	0.4	2.7	5.2	7.5	138.4	21.0	11.1	7.7	买入	1.8
其他消费轻工	605009.SH	豪悦护理	61	3.1%	2.2%	4.2	5.3	6.3	7.4	14.3	11.4	9.6	8.2	增持	2.0
	6969.HK	思摩尔	408	14.7%	2.3%	25.1	25.3	31.2	37.9	16.3	16.2	13.1	10.8	买入	1.8
	002891.SZ	中宠股份	68	0.9%	-12.4%	1.1	1.4	2.3	2.8	64.1	48.9	29.5	24.3	增持	3.1
	001206.SZ	依依股份	23	5.4%	-20.2%	1.5	1.9	2.2	2.5	15.5	12.6	10.8	9.2	买入	1.3
603899.SH	晨光股份	340	9.6%	-2.3%	12.8	16.5	20.0	23.9	26.5	20.6	17.0	14.2	买入	4.6	

来源：wind，国金证券研究所预测；注：公司市值截至日期为 2024.3.15

五、风险提示

国内消费增长放缓的幅度和时间超预期：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