



## 轻工制造

优于大市（维持）

证券分析师

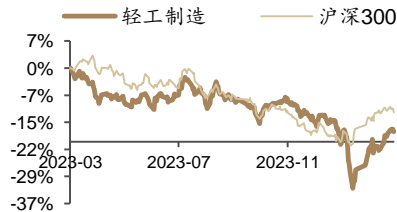
毕先磊

资格编号：S0120524030001

邮箱：bixl3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

1. 《周观点：关注 Q1 有望超预期标的，底部布局低估消费龙头》，2024.3.17

2. 《致欧科技 (301376.SZ)：线上家居出海领跑者，柔性供应链打造极致性价比》，2024.2.23

# 周观点：美国成屋销售超预期，关注家居出口，芬兰罢工持续推升浆价

投资要点：

- 家居：地产销售仍偏弱，压制板块情绪，基本面提供良好支撑，底部布局 Q1 绩优标的。**从地产数据看，24 年 1-2 月房屋住宅新开工面积同比增速、商品房住宅销售面积同比增速、房屋住宅竣工面积同比增速分别为 -30.6%、-24.8%、-11.4%，新房销售仍偏弱，从销售到竣工传导链条看，整体竣工将仍有压力，短期看仍会压制板块估值；从社零数据看，家具类零售额同比+4.6%，反映出家居消费仍有韧性；**展望后市**，我们认为板块估值前期受地产情绪影响，已处于历史底部，虽然地产销售仍待改善，但板块继续调整空间有限，同时从基本面看，家具行业整体零售额仍稳定增长，龙头品牌依靠自身品牌、渠道、品类优势，仍能有一定的超额增速，整体业绩增速预计仍有支撑，对于板块情绪有一定保障，板块超调给予较好的布局窗口，优选业绩领先、估值底部的相关标的。标的方面，当前建议布局多条主线：1) Q1 预期业绩良好且估值较低标的：关注全国化持续推进的志邦家居、下沉市场持续发力的喜临门等；2) 景气度较高的智能赛道：关注智能马桶自主品牌高成长的瑞尔特、智能晾晒龙头好太太等；3) 底部布局家居龙头：关注欧派家居、索菲亚、顾家家居、敏华控股、慕思股份等。
- 造纸包装：欧美需求温和复苏+芬兰罢工延长继续阶段推升浆价，建议关注需求稳健、终端成本传导良好、股息率较高的细分龙头。**本周进口木浆现货市场走势各异。进口针叶浆以及进口阔叶浆价格上涨，进口本色浆价格下跌，进口化机浆价格持平。截至 3 月 21 日，本周进口针叶浆周均价 6192 元/吨，较上周上涨 1.99%，涨幅较上期收窄 0.08 个百分点；进口阔叶浆周均价 5480 元/吨，较上周上涨 1.95%，涨幅较上期放大 0.63 个百分点。短期卖方挺价意向浓郁，但下游接受度偏低，双方博弈态势不减，预计浆价区间整理为主，高价落实速度迟缓。标的方面，大宗纸关注浆纸一体化优势明显、盈利能力突出的太阳纸业等，特种纸关注国内增长亮眼、海外快速拓展、现金分红比例提升的装饰原纸龙头华旺科技等。包装板块，终端需求较为稳定，核心关注成本变化，金属包装领域建议关注拟收购中粮包装、竞争格局有望进一步集中的奥瑞金等，纸包装领域关注 3C、烟包、环保等包装持续推进、高股息标的裕同科技等，塑料包装建议关注需求稳健释放、下游客户稳步扩张、分红稳定的永新股份等。
- 个护文娱：需求稳定性较强，品牌力稳定提升，重点布局优质消费标的。**个护板块，新渠道成未来主战场，抖音、小红书品牌营销阵地愈加重要，产品力+品牌营销逐渐成为品牌胜负手，建议关注电商高增长、爆品持续验证、全国化稳步推进的百亚股份；文具板块，建议关注传统业务稳步向上、零售大店快速推进的晨光股份；眼镜板块，国产镜片龙头明月镜片的常规镜片中高速增长仍不容忽视，离焦镜快速放量有望打开成长空间。
- 新型烟草：思摩尔发布 23 年年度报告，一次性产品+APV 自有品牌表现亮眼，监管趋严背景下，合规龙头有望持续突围。**思摩尔国际发布 2023 年年度报告，实现营业收入 111.7 亿元，同比-8.0%，实现归母净利润 15.7 亿元，同比下降 37.2%，面向企业客户销售，美国市场、中国市场、欧洲及其他市场实现收入 40.8 亿元、1.6 亿元、50.7 亿元，分别变动+8.2%、-92.7%、8.9%，国内市场销售筑底企稳，负面影响有望逐步减弱，一次性产品+APV 开放式自有品牌加持下，海外市场有望快速拓展。新型烟草板块，建议关注雾化龙头优势稳固、新增长点持续培育的合规龙头思摩尔国际等。
- 出口及品牌出海：2 月美国成屋销售超预期，充分提振家居需求，运价指数有所**

上升，海外家居库存仍在快速去化，关注相关标的利润变化。2月美国，成屋销售销售综述年化438万套，预期394万套，前值400万套，环比增长9.5%，为一年来最大单月增幅，成屋销售超预期，家居消费仍将有充分支撑；2月中国出口集装箱运价指数美东、美西、欧洲航线分别为1305、1100、2302点，环比变动+27%、+34%、+29%，短期受国际形势影响，运价短期处于阶段性高位，关注相关内企业利润变化；1月美国家居批发商库存171亿美元，较23年9月库存高点，仍在快速去化，阶段性去库表现良好。建议关注 gallery 模式持续推进、motoliving 抢占高端市场的匠心家居，深度绑定核心客户、龙头等品类加速拓展、股息率稳定的建霖家居，自主品牌出海、性价比领先、品类区域快速拓展的致欧科技等。

- **二轮车：进入3月行业逐步转旺，进入基本面验证关键期，建议底部布局板块龙头。**二轮车目前市场关注焦点仍在终端动销，1、2月份处于春节前后，整体处于行业淡季，进入3月，随着天气回暖，电动二轮车逐步走旺，各品牌新产品陆续推出，龙头企业有望进一步提升销量，份额有望持续集中。标的方面，关注激励目标明确、销售节奏良好的爱玛科技，关注国内新产品上市+电池市场放量、海外持续拓展的雅迪控股等。
- **风险提示：**地产销售大幅波动风险；终端消费不及预期风险；原材料价格大幅波动风险。

## 内容目录

1. 家居：地产数据仍待改善，关注销售数据变化.....	5
1.1. 国内地产：地产销售仍待回暖.....	5
1.2. 美国地产：新房销售增速有所下降，成屋销售环比提升明显.....	6
1.3. 家居社零&出口：建材家居卖场出租率指数仍偏低.....	7
2. 造纸：盈利能力稳定，库存持续去化.....	8
2.1. 主要纸种价格及毛利率.....	8
2.2. 主要纸种库存数据一览.....	9
3. 原材料：价格相对稳定，成本波动在合理区间.....	10
4. 风险提示.....	11

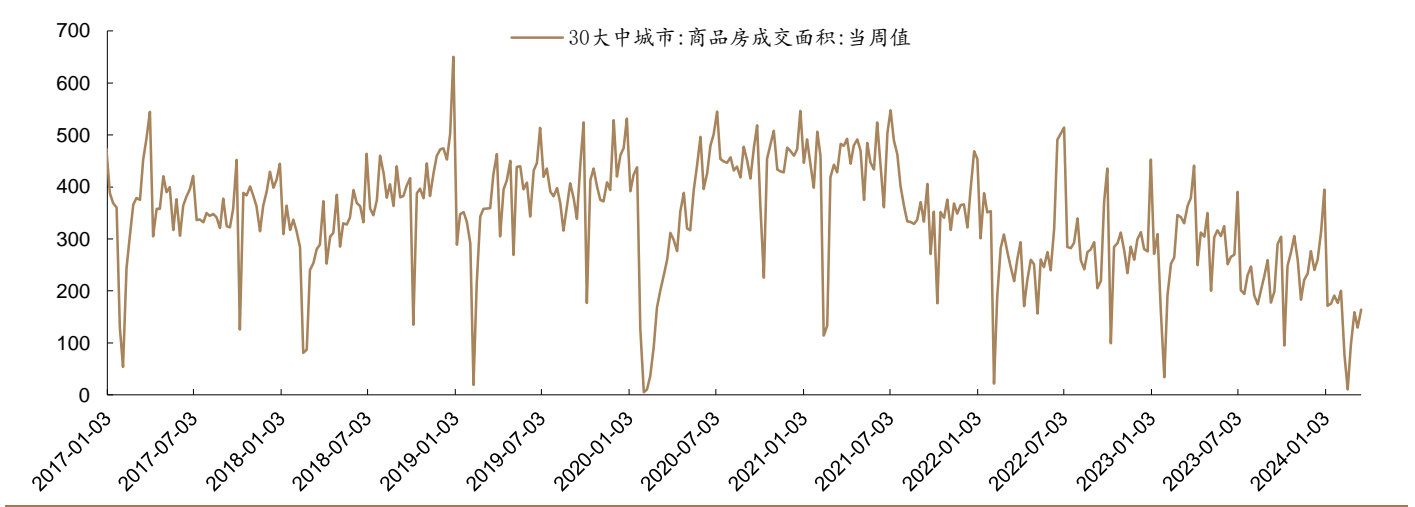
## 图表目录

图 1: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	5
图 2: 100 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米) .....	5
图 3: 房屋住宅新开工面积累计值及同比 (万平方米、%) .....	5
图 4: 房屋住宅销售面积累计值及同比 (万平方米、%) .....	5
图 5: 房屋住宅竣工面积累计值及同比 (万平方米、%) .....	5
图 6: 70 大中城市二手住宅价格同比及环比 (%) .....	6
图 7: 美国新房销售 (折年数) 套数及增速 (千套) .....	6
图 8: 美国二手房销售 (折年数) 套数及增速 (万套) .....	6
图 9: 美国二手房库存 (万套) .....	7
图 10: 美国二手房去化月数 (月) .....	7
图 11: 美国房屋空置率及住房自有率 (%) .....	7
图 12: 家居限额以上企业零售额累计值及同比 (亿元、%) .....	7
图 13: 全国建材家居景气指数(BHI):出租率指数 .....	8
图 14: 家居出口当月值及增速 (万美元、%) .....	8
图 15: 双铜纸价格及毛利率变化 .....	8
图 16: 双胶纸价格及毛利率 .....	9
图 17: 白卡纸价格及毛利率 .....	9
图 18: 双铜纸企业库存、社会库存 (千吨) .....	9
图 19: 双胶纸企业库存、社会库存 (千吨) .....	9
图 20: 瓦楞纸企业库存、社会库存 (千吨) .....	10
图 21: 箱板纸企业库存、社会库存 (千吨) .....	10
图 22: 白板纸企业库存、社会库存 (千吨) .....	10
图 23: 白卡纸企业库存、社会库存 (千吨) .....	10
图 24: TDI、MDI 现货价 (元/吨) .....	10
图 25: 全球皮革实际市场价格 (美分/磅) .....	11
图 26: 铝现货结算价 (美元/吨) .....	11

# 1. 家居：地产数据仍待改善，关注销售数据变化

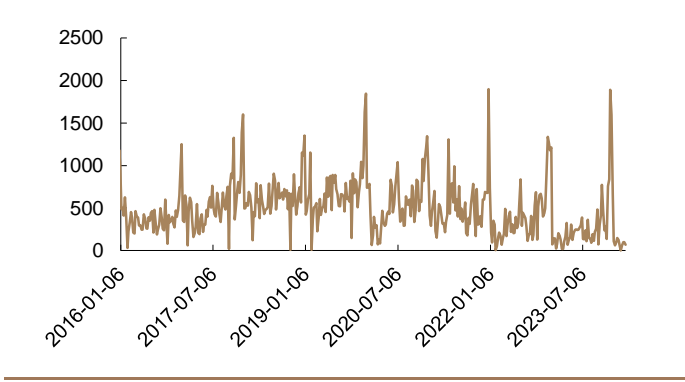
## 1.1. 国内地产：地产销售仍待回暖

图 1：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



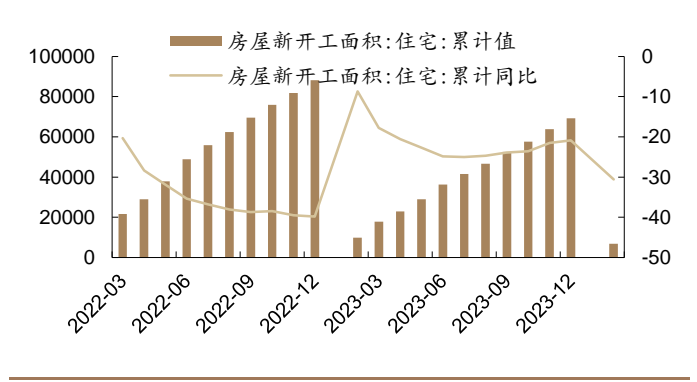
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：100 大中城市住宅用地成交面积（万平方米）



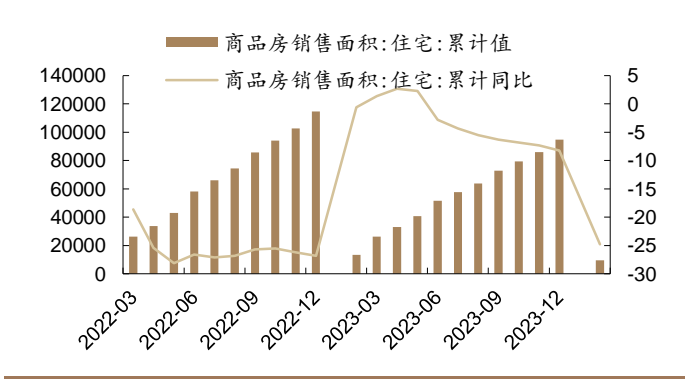
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：住宅新开工累计面积（万平方米）及同比（%，右轴）



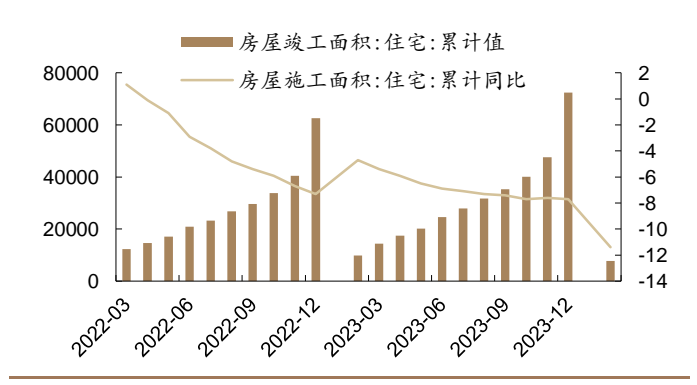
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：住宅销售面积累计值（万平方米）及同比（%，右轴）



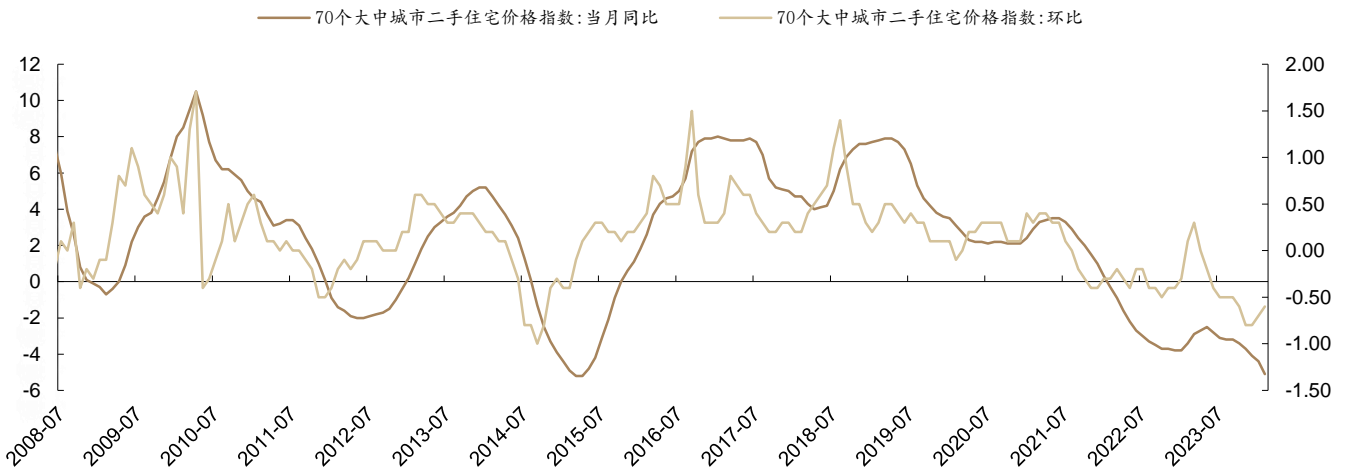
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：住宅竣工累计面积（万平方米）及同比（%，右轴）



资料来源：Wind，德邦研究所

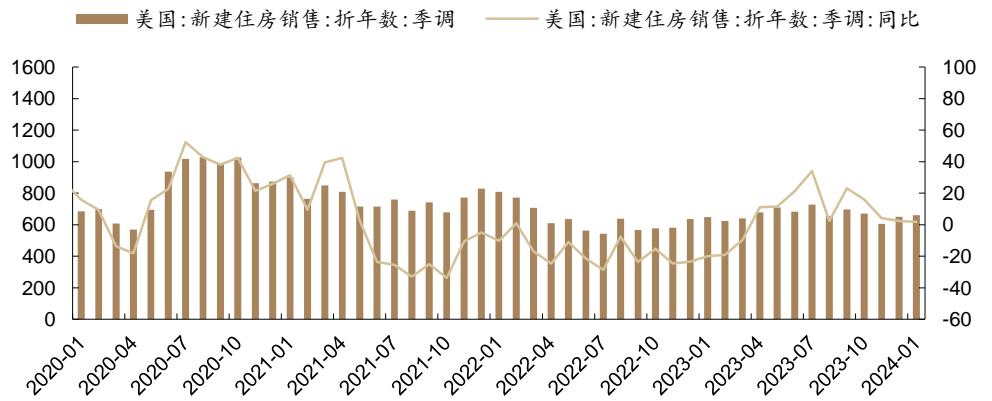
图 6：70 个大中城市二手住宅价格同比（%）及环比（%，右轴）



资料来源：Wind，德邦研究所

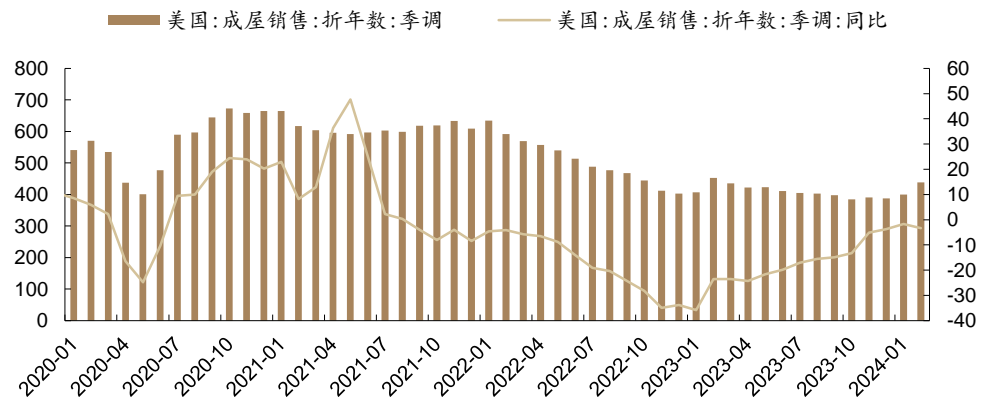
### 1.2. 美国地产：新房销售增速有所下降，成屋销售环比提升明显

图 7：美国新房销售（折年数）套数（千套）及增速（%，右轴）



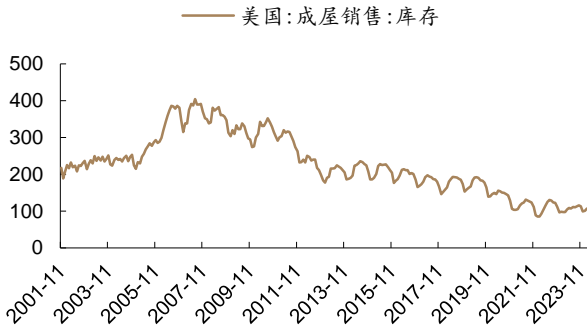
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：美国二手房销售（折年数）套数（万套）及增速（%，右轴）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：美国二手房库存（万套）



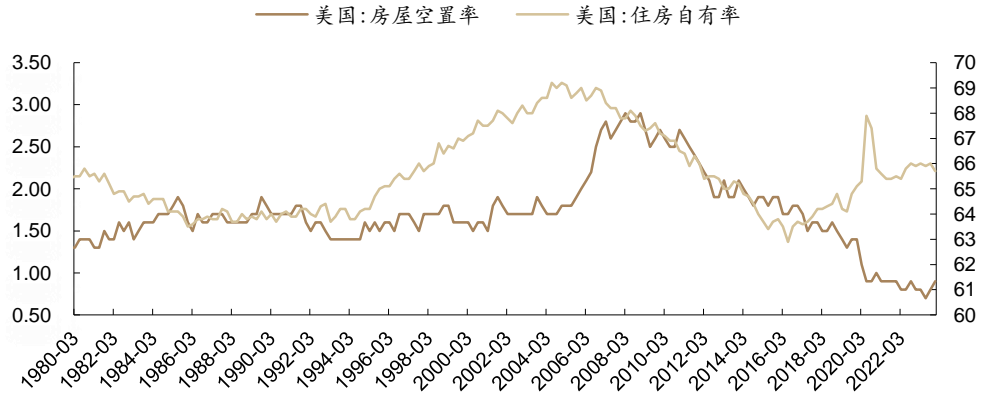
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：美国二手房去化月数（月）



资料来源：Wind，德邦研究所

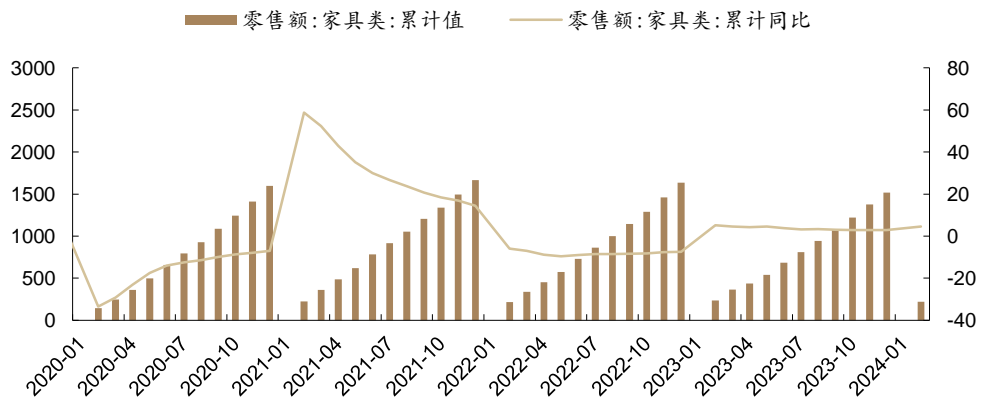
图 11：美国房屋空置率（%）及住房自有率（%，右轴）



资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 家居社零&出口：建材家居卖场出租率指数仍偏低

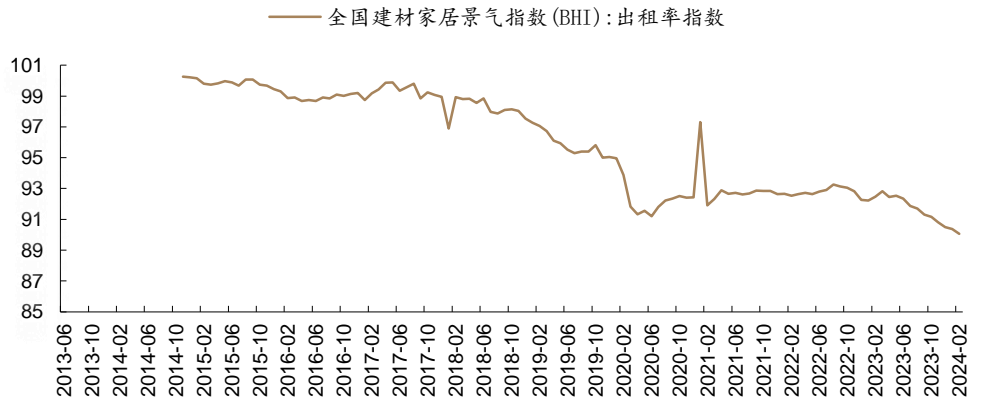
图 12：家居限额以上企业零售额累计值（亿元）及同比（%，右轴）



资料来源：Wind，德邦研究所

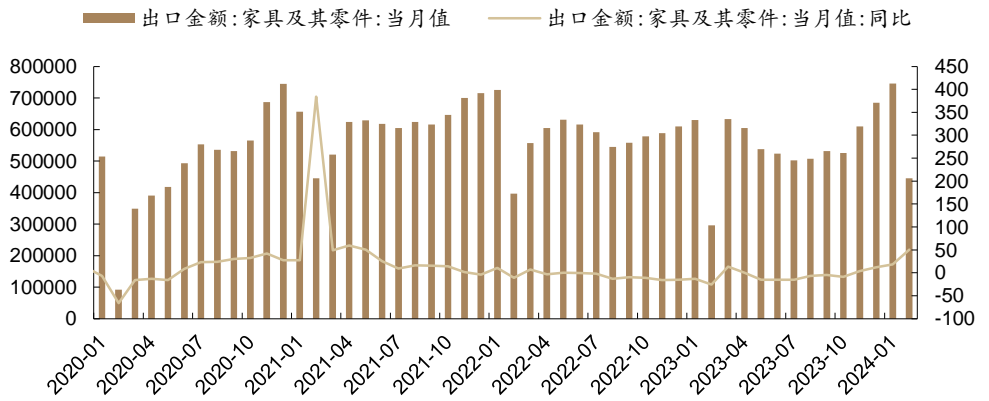


图 13: 全国建材家居景气指数(BHI):出租率指数 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 家居出口当月值(万美元)及增速(%, 右轴)

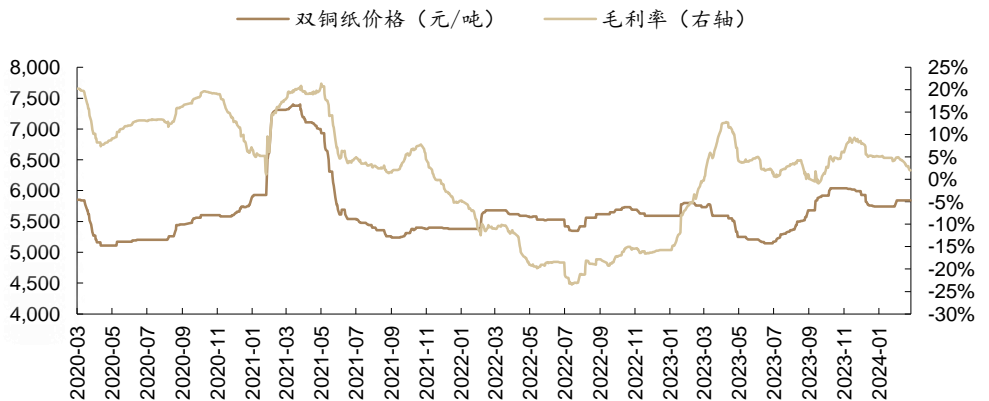


资料来源: Wind, 德邦研究所

## 2. 造纸: 盈利能力稳定, 库存持续去化

### 2.1. 主要纸种价格及毛利率

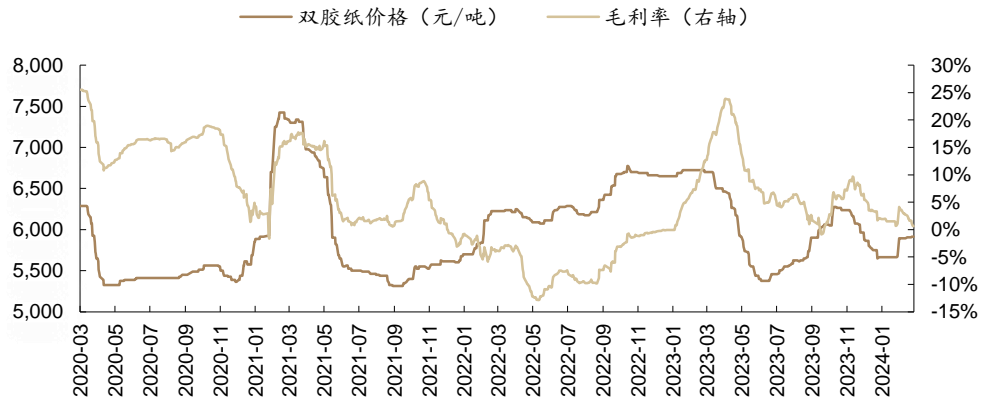
图 15: 双铜纸价格及毛利率变化



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

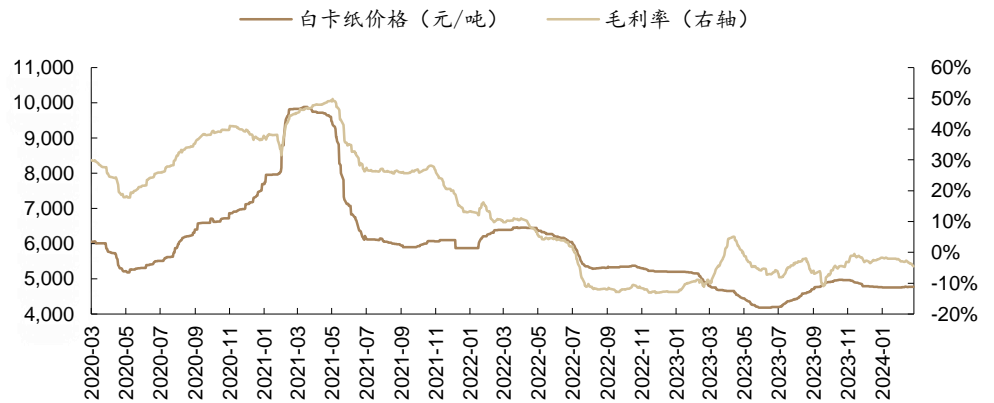


图 16: 双胶纸价格及毛利率



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

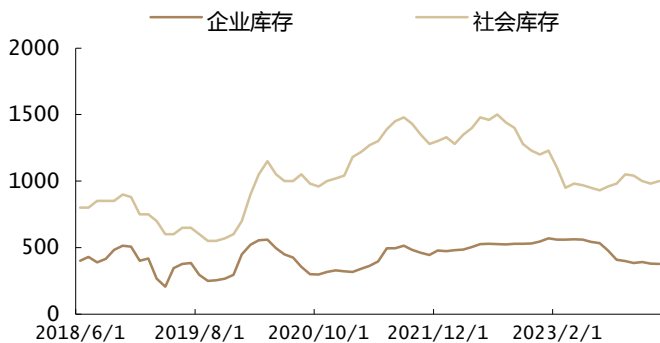
图 17: 白卡纸价格及毛利率



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

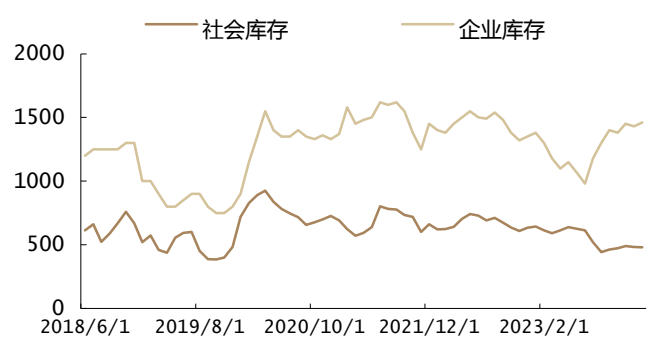
## 2.2. 主要纸种库存数据一览

图 18: 双铜纸企业库存、社会库存（千吨）



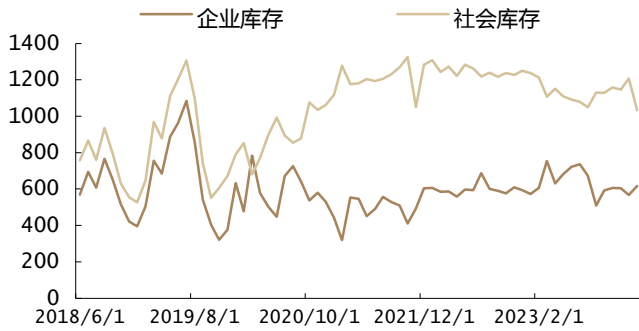
资料来源：卓创资讯，德邦研究所

图 19: 双胶纸企业库存、社会库存（千吨）



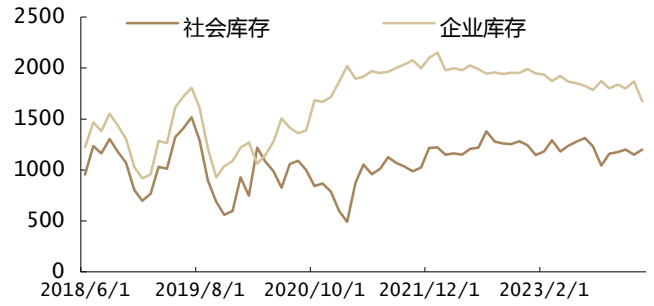
资料来源：卓创资讯，德邦研究所

图 20: 瓦楞纸企业库存、社会库存 (千吨)



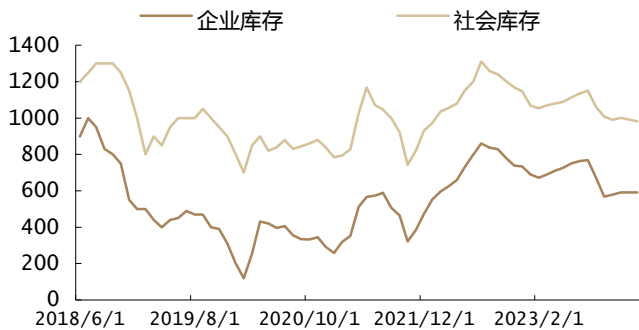
资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 21: 箱板纸企业库存、社会库存 (千吨)



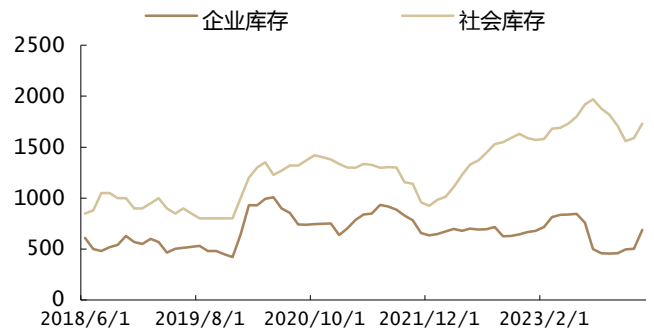
资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 22: 白板纸企业库存、社会库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

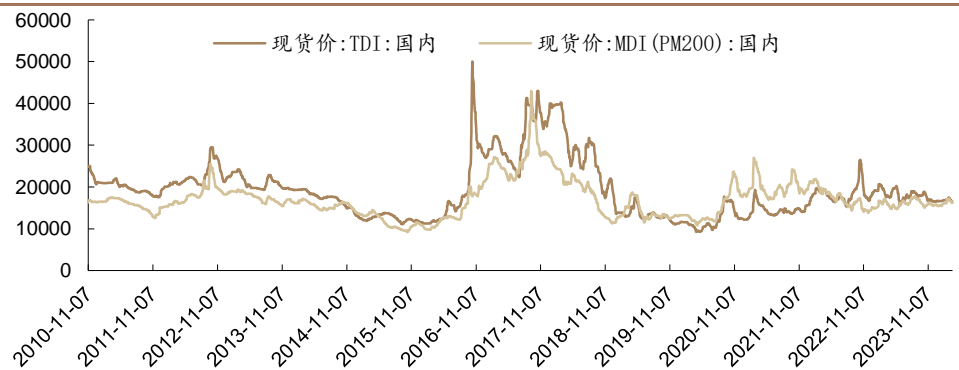
图 23: 白卡纸企业库存、社会库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

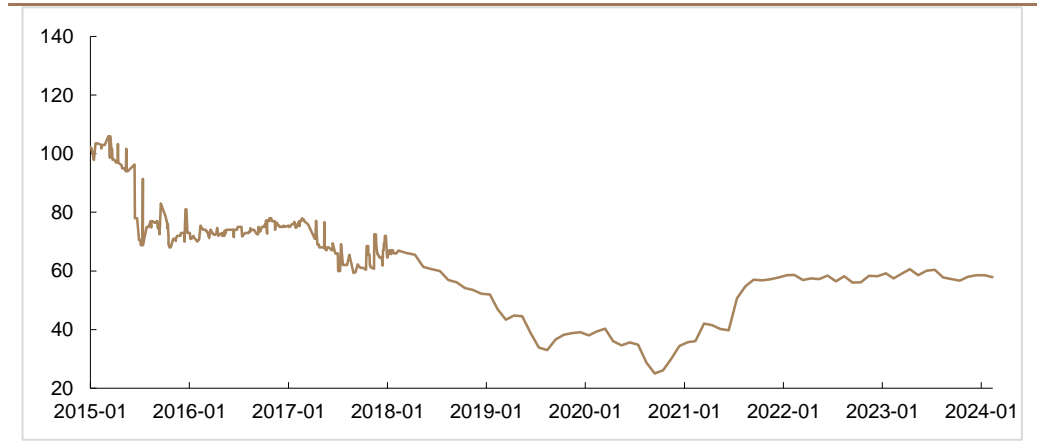
### 3. 原材料: 价格相对稳定, 成本波动在合理区间

图 24: TDI、MDI 现货价 (元/吨)



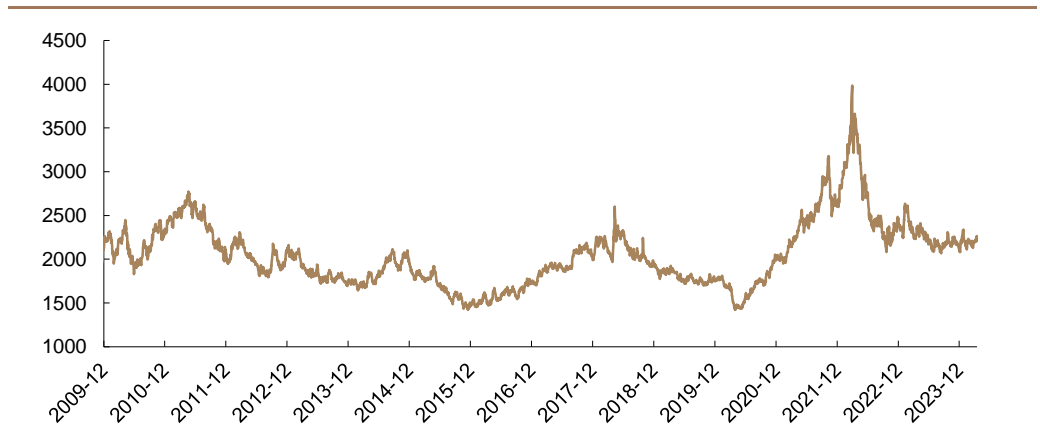
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 25：全球皮革实际市场价格（美分/磅）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：铝现货结算价（美元/吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

## 4. 风险提示

**地产销售大幅波动风险：**家居等行业上游为地产行业，若地产销售激烈波动，将会影响家居企业经营，C 端客流将受到明显影响，同时 B 端也将面临一定压力。

**终端消费不及预期风险：**轻工行业多数公司直接面临下游消费者或对应客户为下游消费市场，若终端消费能力受到影响，对应公司相关产品销售量、销售价格均会收到影响，进一步影响公司收入。

**原材料价格大幅波动风险：**原材料价格波动，对于公司稳健经营影响较大，若原材料跟随市场大幅波动，公司的盈利能力或收到影响，同时原材料大幅波动也会影响终端产品价格，进一步影响产品销量。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

**毕先磊**：轻工组组长，曾任职于招商证券，所在团队获得 2023 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 3 名，2022 年新财富轻工和纺织服装第 4 名、新浪财经金麒麟家居生活行业第 4 名、轻工制造水晶球第 4 名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。