

轻工造纸行业研究

买入（维持评
级）

行业深度研究
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

23A&24Q1 业绩综述：分化仍为主旋律，多重布局机会显现

投资逻辑

家居板块：内销承压，外销景气上行，继续把握出口布局机遇。内销方面，23Q4/24Q1 内销家居板块营收同比分别+7.7%/+9.3%，多数内销家居企业 24Q1 预收款同比、环比均有所下降，终端需求压力显现，考虑出货节奏及同期基数，24Q2 报表端增长压力或将显现。内销家居企业在收入增长承压的情况下，利润端表现相对较优，整体归母净利润同比增长 26.7%，尤其头部企业表现更为优异。外销方面，23Q4/24Q1 板块营收同比分别+22.3%/+26.9%，23Q4 起中国家具出口迎来景气上行，并且 24Q1 多数企业利润端均现显著改善。展望全年，内销板块整体仍需等待地产端企稳及消费力回升，头部企业战略布局领先、调整优化快速或将进一步显现收入增长韧性，并且依托精益制造叠加费用合理化投放，盈利表现或将更优。而外销板块在美国补库及降息预期催化下，中国家具出口景气度有望延续至下半年。整体来看，家居板块重点把握出口景气度上行机遇，关注代工+品牌出海逻辑较为顺畅且估值仍较低的企业，而内销家居企业重点关注两个方向：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) 目前仍具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业。

造纸板块：23 盈利逐季修复，强化成本优势，优选细分赛道。23 年 Q1 纸浆价格受供给端产能投放影响快速下行后，6 月触底，并再次进入震荡上行区间，Q3 起伴随中大型纸企高价浆库存消化结束，低价浆逐步计入报表端成本，成本曲线前高后低，成本压力明显减弱，行业整体盈利能力开启修复，根据下游消费韧性、细分赛道供需格局差异，盈利修复弹性呈现差异，整体来说特种纸>文化纸>生活纸>白卡纸。24Q1 成本端供给压力再起，纸企 24Q1 盈利能力环比 Q4 有所收窄。头部特种纸企资本开支加速，短期浆价强势，关注成熟纸企高分红，优先推荐成本优势仍在不断强化的头部纸企太阳纸业、格局表现更优的细分赛道特种纸华旺科技、仙鹤股份。

宠物：国产品牌加速品牌力构建，外销恢复稳健成长。1) 外销：23 年宠食板块出口回暖领先于用品，受益于贬值&原料价格低位，利润端增速快于收入端。中期代工面向成熟市场进入稳健成长区间，看好龙头凭借海外优质产能、高效管理能力拓客户、提份额。2) 内销：A 股宠食公司延续双位数快速成长，加快主品牌建设、中高端产品结构升级，大单品构建力逐步增强。头部国产品牌乖宝-麦富迪、中宠-顽皮/领先在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，且逐步进入到基础研究赋能研发，宠物品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。

投资建议

家居板块：推荐顾家家居（软体+定制品类加速融合，外销盈利已现改善）、索菲亚（客单价提升逻辑顺畅，估值修复空间较大）、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）。

造纸板块：推荐太阳纸业（优质浆纸一体化龙头，文化纸旺季提涨落地顺利，前瞻性木片布局中长期逐步解除上游资源约束）。

宠物板块：关注乖宝宠物（内销延续高成长，烘焙条线新品驱动产品升级，品牌势能上升期）。

风险提示

地产竣工改善速度与进度不及预期的风险；原料价格大幅上涨的风险；下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；代工商大客户流失的风险

内容目录

1. 家居板块：内销压力显现，外销迎来景气上行.....	5
1.1 内销-定制家居：多指标显现行业承压，龙头企业盈利释放优异.....	6
1.2 内销-软体家居：亟待多品类扩张，24Q1 毛利率均现改善.....	10
1.3 外销家居：23Q4 迎来景气上行，24 全年有望延续较优表现.....	13
1.4 投资建议：把握外销板块景气度延续机遇，内销主抓大家居龙头.....	16
2. 造纸：23 年盈利逐季修复，强化成本优势，优选细分赛道.....	16
2.1 行业回顾：23 年成本压力阶段性缓解，产业链盈利触底后逐季修复.....	16
2.2 行业展望：短期浆价强势，关注成熟纸企高分红，特种纸关注现金流表现.....	22
2.3 投资建议：优选成本优势强化的头部纸企及特种纸赛道.....	23
3. 宠物板块：国产品牌加速品牌力构建，外销恢复稳健成长.....	24
3.1 行业回顾：宠食出口回暖领先于用品，内销延续优异增长.....	24
3.2 行业展望：内销成长性依然充足，外销进入稳健成长.....	26
3.3 投资建议：优选宠食赛道，关注龙头布局机遇.....	26
风险提示.....	27

图表目录

图表 1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率.....	5
图表 2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率.....	5
图表 3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率.....	5
图表 4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率.....	5
图表 5：内销家居上市企业 23 年年报及 24 年一季报业绩统览（亿元）.....	6
图表 6：一线品牌单季度营收增速（%）.....	6
图表 7：二线品牌单季度营收增速（%）.....	6
图表 8：大宗渠道收入占比稳中有降.....	7
图表 9：一线品牌零售渠道历年增长率（%）.....	8
图表 10：二线品牌零售渠道历年增长率（%）.....	8
图表 11：各公司衣柜门店历年净增情况.....	8
图表 12：各公司橱柜门店历年净增情况.....	8
图表 13：定制家居企业分季度利润同比情况.....	9
图表 14：定制家居单季度毛利率.....	9
图表 15：定制家居单季度净利率.....	9
图表 16：各公司预收款同比变化情况（亿元）.....	10

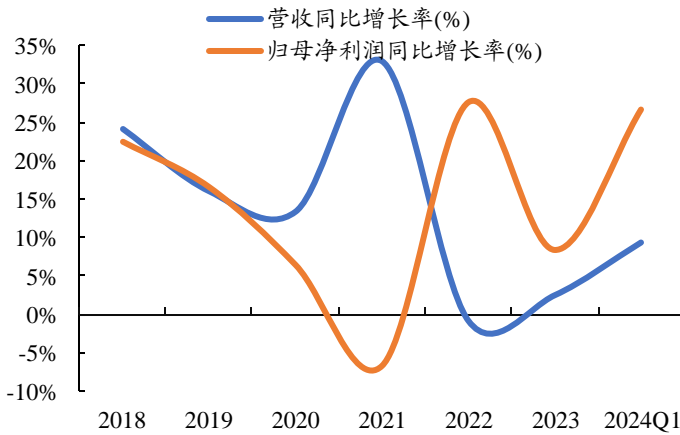
图表 17:	大宗渠道收入占比低于 20%的企业净现比.....	10
图表 18:	大宗渠道收入占比大于 20%的企业净现比.....	10
图表 19:	软体家居企业历年内销收入增速 (%)	11
图表 20:	软体家居企业各季度内销收入增速 (%)	11
图表 21:	软体家居历年毛利率	11
图表 22:	软体家居历年单季度毛利率	11
图表 23:	软体家居原材料价格 (元/吨)	12
图表 24:	软体家居历年净利率	12
图表 25:	软体家居历年单季度净利率	12
图表 26:	软体家居历年 Q1 预收款同比增长 (亿元, %)	13
图表 27:	软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)	13
图表 28:	3 月中国家具及零件出口金额当月同比-12.3%	13
图表 29:	1-3 月中国家具及零件累计出口金额同比+12.1%	13
图表 30:	23 年以来中国轻工消费品出口金额同比变化趋势	14
图表 31:	外销家居上市企业 23 年年报及 24 年一季报业绩统览 (亿元)	14
图表 32:	美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速 (百万美元, %)	15
图表 33:	美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速	15
图表 34:	美国家居零售商&批发商库存历史复盘	15
图表 35:	美国 3 月新屋销售套数 (折年数) 同比+8.28%	16
图表 36:	美国 3 月成屋销售套数 (折年数) 同比-3.68%	16
图表 37:	家居各公司盈利预测及估值	16
图表 38:	浆纸系纸价及木浆价格复盘	17
图表 39:	废纸系纸价及废纸成本价格复盘	17
图表 40:	重点造纸企业营收及同比增速	18
图表 41:	重点纸企净利润及同比增速	18
图表 42:	各重点纸企当季购买商品支付现金占营业成本的比重	18
图表 43:	分纸种季度收入及同比增速 (亿元, %)	19
图表 44:	分纸种季度净利润及同比增速 (亿元, %)	19
图表 45:	重点纸企单季度毛利率	20
图表 46:	重点纸企单季度净利率变化	20
图表 47:	应收账款周转天数	20
图表 48:	存货周转天数	20
图表 49:	美废价格自 23 年 12 月起快速上行	21
图表 50:	箱板瓦楞纸进口量环比进入稳定趋势	21
图表 51:	重点纸企 3Q 起账面存货 (亿元) 环比下行	21

图表 52: 重点纸企经营性现金流与净利润 (亿元)	21
图表 53: 重点纸企固定资产增速放缓	22
图表 54: 重点纸企分季度资本开支及同比增速	22
图表 55: 部分重点纸企资本开支情况 (亿元)	22
图表 56: 24 年以来木浆价格处于强势上行期	23
图表 57: 纸浆库存处于中等偏高位置	23
图表 58: 欧洲港口木浆港口库存 (单位: 吨) 进入补库周期	23
图表 59: A 股宠品公司财务指标一览	25
图表 60: 宠物公司国内外增速、占比梳理	25
图表 61: 中国宠物食品月度出口量 (吨) 及同比变化	26

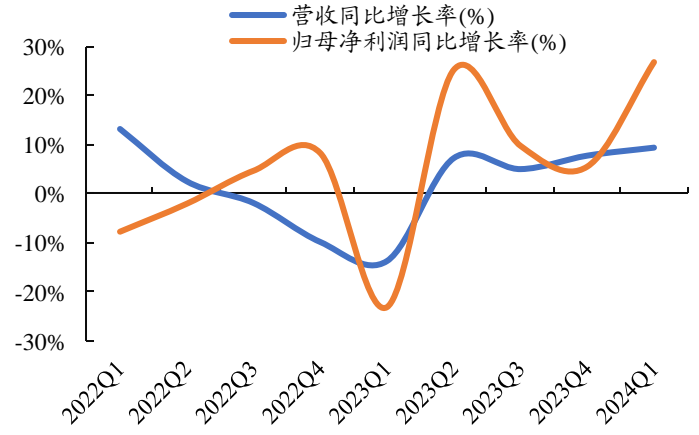
1.家居板块：内销压力显现，外销迎来景气上行

业绩综述：内销方面，23Q4/24Q1 内销家居板块营收同比分别+7.7%/+9.3%，多数内销家居企业 24Q1 预收款同比、环比均有所下降，终端需求压力显现，考虑出货节奏及同期基数，24Q2 报表端增长压力或将显现。内销家居企业在收入增长承压的情况下，利润端表现相对较优，整体归母净利润同比增长 26.7%，尤其头部企业表现更为优异。外销方面，23Q4/24Q1 板块营收同比分别+22.3%/+26.9%，23Q4 起中国家具出口迎来景气上行，并且 24Q1 多数企业利润端均现显著改善。展望全年，内销板块整体仍需等待地产端企稳及消费力回升，头部企业战略布局领先、调整优化快速或将进一步显现收入增长韧性，并且依托精益制造叠加费用合理化投放，盈利表现或将更优。而外销板块在美国补库及降息预期催化下，中国家具出口景气度有望延续至下半年。

图表1：内销家居板块历年营收与净利润同比增长率



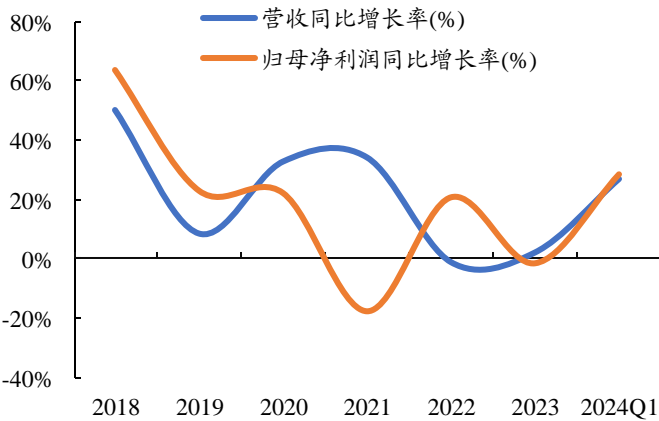
图表2：内销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



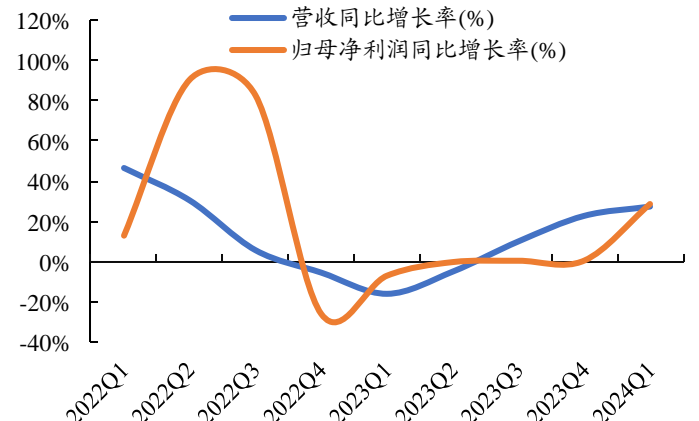
来源：Wind，国金证券研究所；注：内销利润不含喜临门数据

来源：Wind，国金证券研究所；注：内销利润不含喜临门数据

图表3：外销家居板块历年营收与净利润同比增长率



图表4：外销家居板块单季度营收与净利润同比增长率



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表5: 内销家居上市企业23年年报及24年一季度业绩统览(亿元)

单位: 亿元	23年营收	23年营收同比	23年归母净利润同比	23年Q4营收同比	23年Q4归母净利润同比	24年Q1营收同比	24年Q1归母净利润同比	24年Q1扣非归母净利润同比
定制家居								
欧派家居	227.8	1.3%	12.9%	0.1%	4.0%	1.4%	43.0%	10.0%
索菲亚	116.7	3.9%	18.5%	5.4%	18.4%	17.0%	58.6%	73.8%
尚品宅配	49.0	-7.8%	40.1%	-10.7%	-20.1%	-4.0%	-9.2%	-9.2%
志邦家居	61.2	13.5%	10.9%	16.9%	10.8%	1.8%	-8.4%	-10.0%
金牌厨柜	36.5	2.6%	5.4%	3.2%	11.8%	11.4%	11.2%	8.2%
好莱客	22.6	-19.8%	-49.6%	-9.1%	-22.4%	15.9%	5.3%	426.1%
我乐家居	17.1	2.7%	11.5%	-4.0%	-93.7%	6.3%	185.8%	-128.5%
皮阿诺	13.2	-9.3%	-44.0%	-17.7%	-42.3%	-2.6%	112.3%	20.1%
软体家居								
顾家家居	192.1	6.7%	10.7%	19.5%	23.5%	10.0%	5.0%	10.3%
梦百合	79.8	-0.5%	157.7%	16.0%	-89.0%	7.1%	18.2%	262.7%
喜临门	86.8	10.7%	80.5%	24.4%	-125.5%	20.0%	20.2%	48.6%
慕思股份	55.8	-4.0%	13.2%	6.9%	0.1%	25.5%	39.5%	36.4%

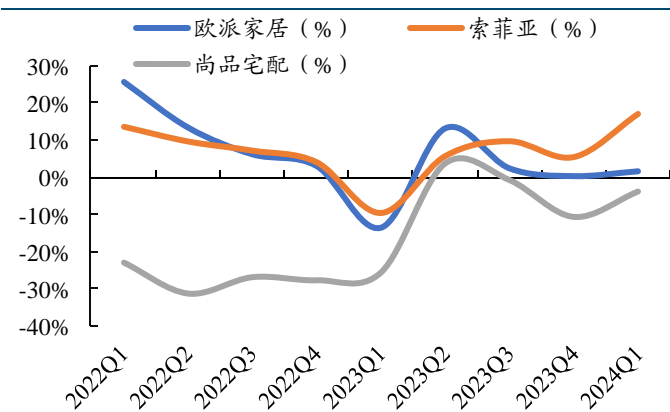
来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.1 内销-定制家居: 多指标显现行业承压, 龙头企业盈利释放优异

1.1.1 收入端: 优质企业增长具韧性, 零售渠道增长难度显著加大

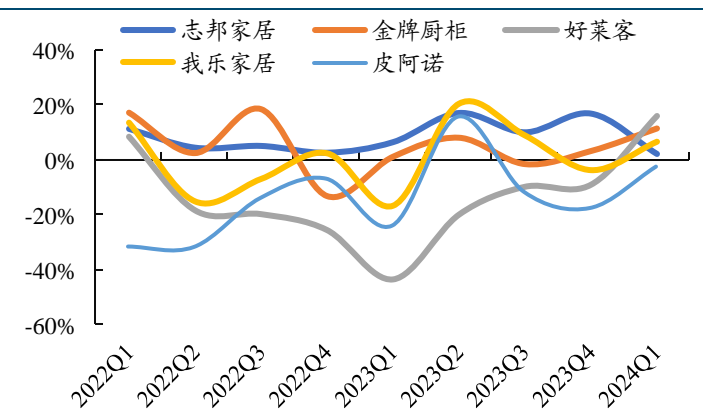
从收入端来看, 23年受地产下行及终端消费力相对较弱等影响, 各定制企业收入增长均承压, 欧派/索菲亚/志邦23年收入分别同比+1.3%/+3.9%/+13.5%, 其中4Q收入分别+0.1%/+5.4%/+16.9%, 优质企业在外环境较严峻的情况下经营韧性凸显。进入24年, 行业经营压力犹存, 但由于同期低基数, 24Q1多数企业收入端均有增长, 而终端需求承压情况或将滞后反应至24Q2报表端。

图表6: 一线品牌单季度营收增速(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 二线品牌单季度营收增速(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

行业整体零售渠道增长压力显现, 大宗渠道短期有所改善: 在地产销售下降的大背景下, 终端装修及家居需求释放逐步承压, 行业整体零售渠道销售压力显现。而多数企业大宗业务在经历精装房渗透率放缓并且大部分地产商资金链紧张, 主动控制大宗客户范围后, 依托绑定优质客户、保交房项目以及相关创新业务贡献, 其从2023年起逐步恢复增长。

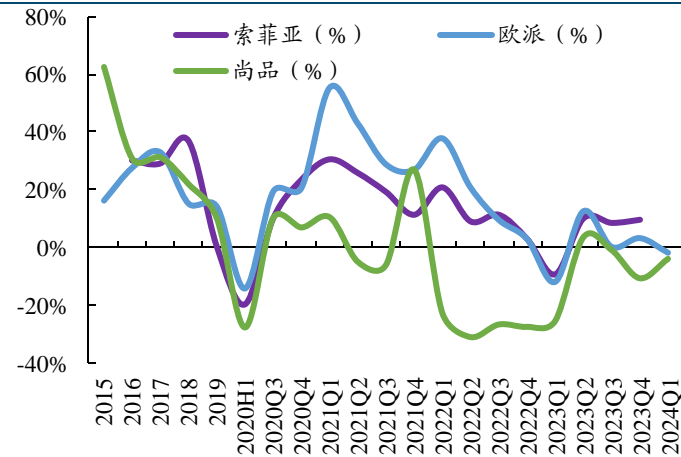
图表8: 大宗渠道收入占比稳中有降

		收入总增量(亿元)	零售增速 (%)	大宗增速 (%)
欧派家居	2019	20.2	12.7%	52.5%
	2020	12.1	6.0%	24.1%
	2021	54.0	42.2%	36.9%
	2022	20.4	13.2%	-4.8%
	2023	3.0	1.1%	2.6%
	2024Q1	(0.2)	-4.4%	18.8%
索菲亚	2019	3.8	0.3%	-
	2020	6.7	1.4%	47.2%
	2021	20.5	28.5%	6.7%
	2022	8.2	9.2%	-4.9%
	2023	4.4	4.6%	-4.9%
	2024Q1	-	-	-
志邦家居	2019	5.3	13.7%	63.4%
	2020	8.8	14.7%	83.9%
	2021	13.1	48.6%	40.6%
	2022	2.4	6.6%	0.4%
	2023	7.3	6.2%	21.2%
	2024Q1	0.1	-7.4%	9.7%
金牌厨柜	2019	4.2	8.0%	149.3%
	2020	5.2	7.8%	76.8%
	2021	7.4	39.8%	28.2%
	2022	1.0	-1.6%	11.8%
	2023	0.7	3.2%	-0.3%
	2024Q1	0.7	5.3%	24.7%

来源: Wind, 国金证券研究所

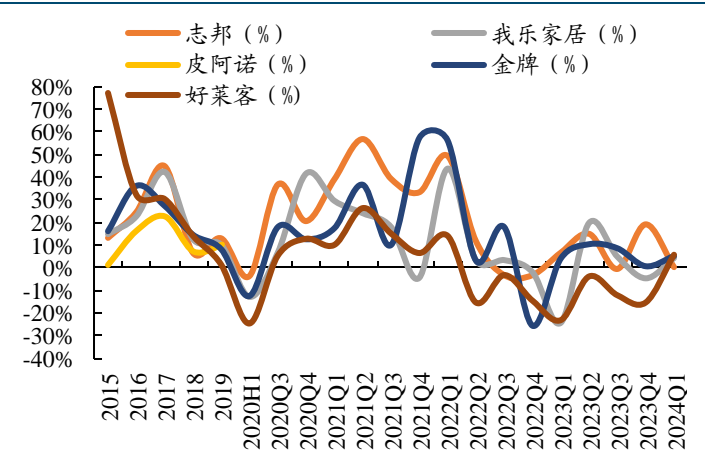
零售渠道两大特点依然明显: 1) 零售渠道由门店扩张驱动转为同店增长驱动的趋势越发明显, 此外整装渠道越发重要。一线品牌企业由于流量分散化趋势明显叠加自身渠道布局已较为充分, 逐步进入存量门店优化调整、单品类门店向全品类门店进化的阶段, 门店数量短期已出现净减少状态。二线品牌企业虽然渠道仍有扩张空间, 但整体开店贡献度也正边际减弱。整体来看, 行业整体的增长驱动力已明显开始从渠道门店扩张转为多品类连带+流量转化率提升带动同店增长。并且前置整装渠道布局也越发关键, 逐渐成为重要增长驱动力。2) 大家居发展领先并且渠道架构顺应发展模式的企业在行业承压阶段, 零售渠道依然可保持理想表现, 体现出自身增长韧性。在这一背景下, 对于品牌商渠道管理赋能以及经销商团队的能力要求明显提升, 各品牌间该能力差异使得整体业绩表现逐渐分化, 行业集中度有望迎来加速提升。

图表9：一线品牌零售渠道历年增长率 (%)



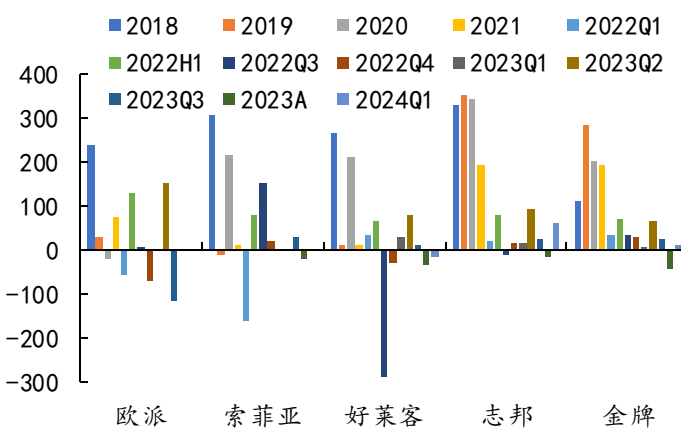
来源：Wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

图表10：二线品牌零售渠道历年增长率 (%)



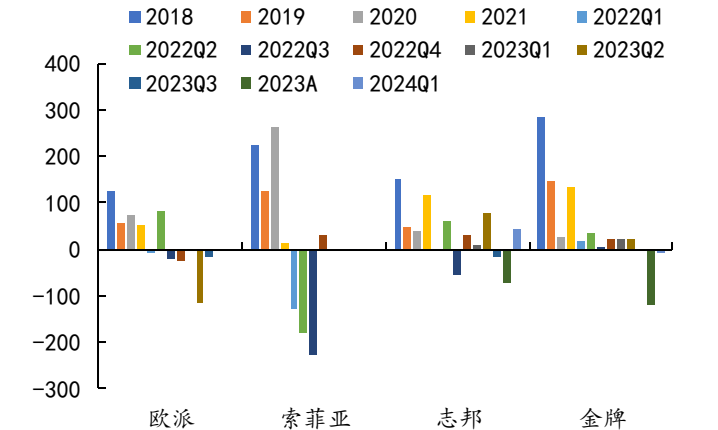
来源：Wind，国金证券研究所；注：2021年Q1、Q2增速为同比2019年

图表11：各公司衣柜门店历年净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：各公司橱柜门店历年净增情况



来源：Wind，国金证券研究所

1.1.2 盈利能力：头部企业盈利显著释放，二三线品牌迎来成本及费用管控考验

2023年下半年及2024Q1在原材料成本压力缓解叠加降本增效成果逐步显现的情况下，多数头部企业盈利能力同比改善，而内部分化进一步延续。一方面由于大宗渠道竞争加剧，大宗渠道占比较高的企业整体毛利率受大宗毛利率降低拖累，另一方面零售渠道存量竞争也在进一步加剧，各企业纷纷推出性价比套餐产品引流获客，对企业成本控制及产品研发要求明显提升，部分优质企业依托内部研发匹配、精益降本，毛利率反而稳中有升，并且此情况也将显著考验品牌力相对较弱的二三线品牌企业营销投入的规划。兼具品牌、生产端优势及强费用管控能力的头部公司整体盈利能力表现更优。

图表13: 定制家居企业分季度利润同比情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2024Q4	2024Q1
一线品牌									
欧派家居	3.9%	-0.5%	-11.7%	26.4%	-39.8%	28.1%	21.1%	4.0%	43.0%
索菲亚	-2.9%	-9.4%	-2.8%	扭亏	-8.9%	32.9%	15.6%	18.4%	58.6%
尚品宅配	-1366.8%	-101.4%	59.9%	2757.4%	-4.9%	扭亏	-5.6%	-20.1%	9.2%
二线品牌									
志邦家居	1.4%	5.3%	6.0%	8.0%	0.5%	20.0%	8.2%	10.5%	-8.4%
金牌厨柜	-31.2%	45.6%	0.9%	-37.5%	8.2%	-29.9%	24.8%	11.8%	11.2%
好莱客	3.9%	-14.7%	167.1%	-129.9%	-70.7%	-14.0%	-63.3%	-22.4%	5.3%
我乐家居	15.7%	-34.2%	8.3%	-117.7%	-50.7%	97.8%	75.7%	-93.6%	185.8%
皮阿诺	-46.9%	-34.6%	-27.7%	-104.7%	-120.7%	-10.8%	-44.1%	-42.3%	-112.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 定制家居单季度毛利率

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
一线品牌									
欧派家居	27.7%	34.0%	33.1%	30.5%	26.7%	34.3%	37.6%	34.6%	30.0%
索菲亚	31.3%	32.4%	34.2%	33.3%	33.3%	35.7%	36.8%	37.4%	32.6%
尚品宅配	31.6%	34.4%	36.7%	34.9%	31.0%	36.1%	35.2%	36.0%	27.8%
二线品牌									
志邦家居	35.1%	37.0%	37.5%	39.4%	36.9%	36.8%	40.7%	34.6%	37.2%
金牌厨柜	29.9%	28.3%	27.9%	31.7%	29.1%	27.8%	29.8%	31.2%	28.0%
好莱客	35.8%	36.5%	35.5%	32.7%	35.5%	36.1%	37.4%	31.5%	33.2%
我乐家居	41.4%	44.4%	46.1%	45.4%	40.2%	46.2%	48.1%	47.8%	44.1%
皮阿诺	29.8%	30.1%	28.9%	31.1%	24.4%	29.1%	31.2%	30.6%	21.8%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 定制家居单季度净利率

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
一线品牌									
欧派家居	6.1%	13.8%	14.8%	11.2%	4.2%	15.6%	17.5%	11.6%	6.0%
索菲亚	5.6%	11.2%	12.5%	7.8%	5.8%	13.9%	13.8%	9.6%	8.2%
尚品宅配	-9.3%	-0.1%	4.9%	4.9%	-11.8%	2.6%	4.7%	4.4%	-11.1%
二线品牌									
志邦家居	6.8%	8.3%	10.6%	11.8%	6.4%	8.5%	10.4%	11.2%	5.8%
金牌厨柜	5.0%	7.1%	6.7%	10.4%	5.5%	4.6%	8.5%	11.5%	5.4%
好莱客	8.9%	13.1%	35.2%	5.9%	3.5%	11.6%	14.3%	6.1%	3.1%
我乐家居	4.2%	6.9%	11.6%	9.4%	2.5%	11.3%	18.8%	0.6%	6.7%
皮阿诺	7.8%	12.0%	12.7%	8.4%	-2.3%	9.1%	7.8%	5.9%	-5.2%

来源: Wind, 国金证券研究所

1.1.3 预收款及现金流: 预收款表现显现行业需求压力

预收款: 24Q1 终端接单压力进一步体现, 多数定制家居企业预收款(合同负债)同比、环比均有下降。相对而言, 此指标相对较为明显地反应出行业目前终端需求相对较弱, 24Q2

报表端或将显现压力。

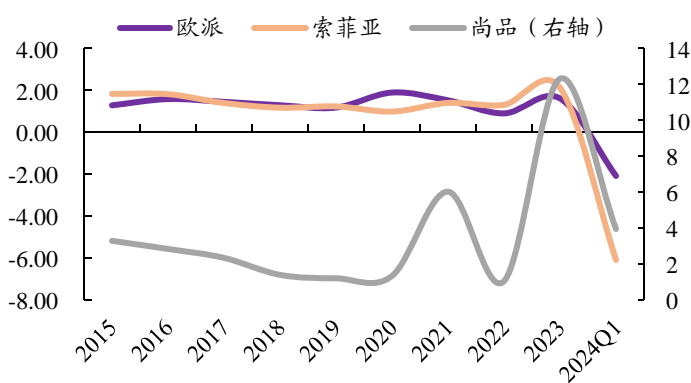
现金流：由于 24Q1 多数企业零售体量相对较少，整体现金流表现相对较弱。

图表16：各公司预收款同比变化情况（亿元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
一线品牌									
欧派	19.8	22	21.9	11.5	20.9	20.8	19.6	15.0	16.4
索菲亚	9.4	10.1	10.5	7.0	10.0	13.0	12.0	13.1	8.7
尚品	7.6	8.4	8.1	6.2	7.1	7.4	6.1	6.4	5.3
欧派 yoy	39.3%	-6.6%	-10.2%	-45.1%	5.6%	-5.6%	-10.6%	31.1%	-21.5%
索菲亚 yoy	55.3%	29.1%	27.2%	-28.4%	6.2%	28.7%	14.5%	86.1%	-13.2%
尚品 yoy	-17.4%	-20.8%	-17.0%	-37.2%	-7.0%	-11.5%	-24.2%	3.5%	-24.6%
二线品牌									
志邦	4.1	4.3	4.4	4.4	3.6	4.4	4.2	4.7	2.4
金牌	3	4.1	3.4	3.3	2.8	4.2	2.8	4.4	3.0
好莱客	4.1	4.6	1.5	1.0	1.5	1.7	1.5	1.9	1.4
我乐家居	2.5	2.8	2.7	2.6	2.7	2.8	2.4	2.7	2.1
皮阿诺	1.4	1.9	1.9	1.4	1.7	1.5	1.6	1.8	1.6
志邦 yoy	21.9%	-9.4%	-12.5%	-17.8%	-12.4%	1.5%	-5.2%	8.7%	-31.8%
金牌 yoy	17.2%	-2.0%	-18.1%	-22.1%	-6.3%	2.2%	-17.1%	34.7%	5.2%
好莱客 yoy	0.6%	5.2%	-60.3%	-75.1%	-63.8%	-64.0%	1.6%	90.0%	-7.5%
我乐家居 yoy	36.5%	11.8%	-0.9%	-24.6%	7.4%	-0.7%	-10.9%	3.8%	-21.4%
皮阿诺 yoy	-8.1%	29.5%	25.6%	-11.9%	24.5%	-20.0%	-18.4%	31.0%	-6.5%

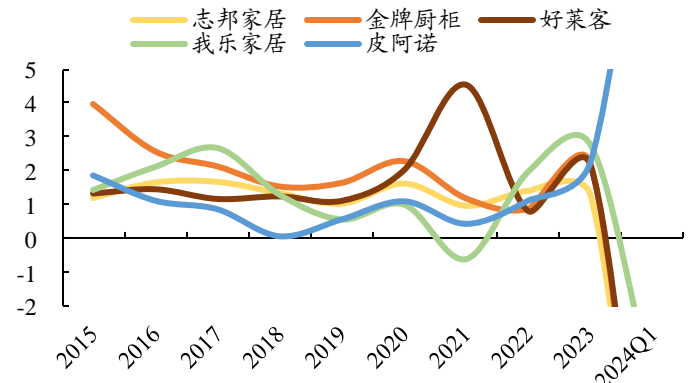
来源：Wind，国金证券研究所

图表17：大宗渠道收入占比低于20%的企业净现比



来源：Wind，国金证券研究所

图表18：大宗渠道收入占比大于20%的企业净现比



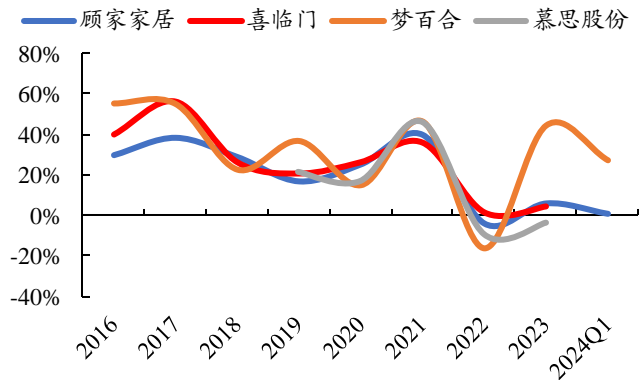
来源：Wind，国金证券研究所

1.2 内销-软体家居：亟待多品类扩张，24Q1 毛利率均现改善

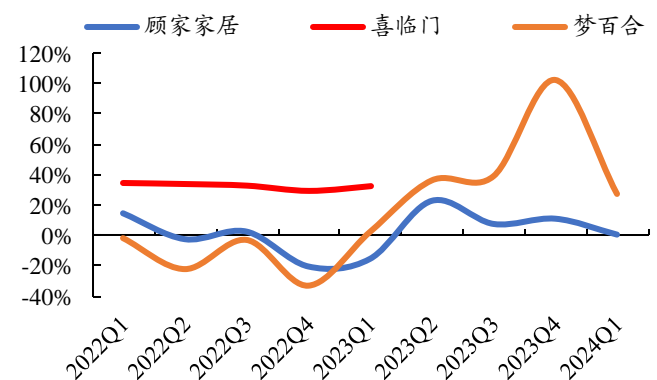
1.2.1 收入端：行业承压，多品类扩张支撑头部企业增长

近年来，由于定制家居企业加速推进大家居战略，定制+软体连带套餐持续迭代推出，软体家居企业流量被抢占，2022-2023 年多数企业内销收入端逐步承压，而在此过程中较早推进“一体化整家”战略的顾家家居，依托品类融合销售、渠道店态迭代优化，较好抢占流量入口，整体内销收入增长显现韧性。此外，梦百合由于目前仍处于渠道扩张阶段，其 23 全年及 24Q1 收入增长表现相对较优。

图表19: 软体家居企业历年内销收入增速 (%)



图表20: 软体家居企业各季度内销收入增速 (%)



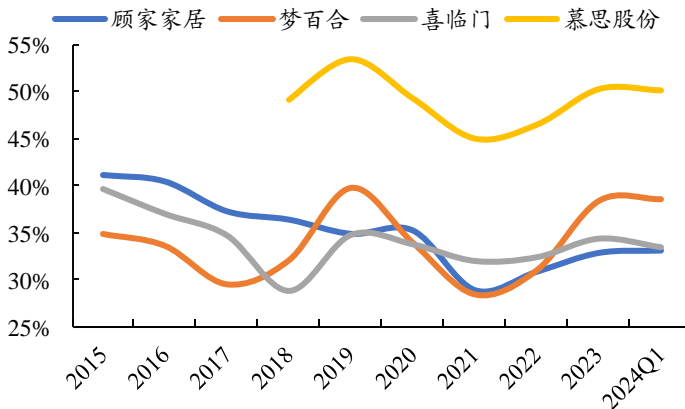
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 顾家家居 24Q1 内销收入为预测值

来源: Wind, 国金证券研究所; 顾家家居 24Q1 内销收入为预测值

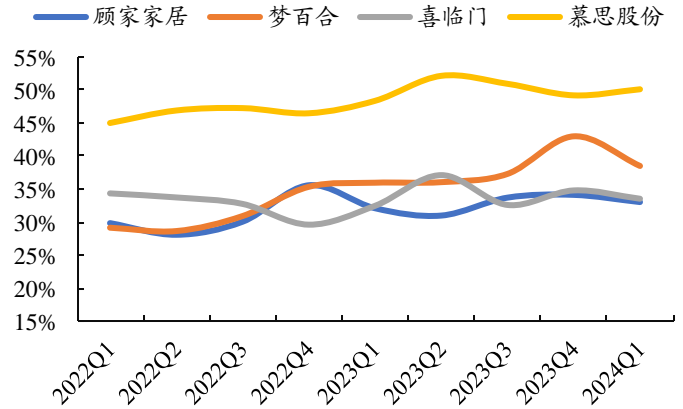
1.2.2 盈利能力: 原材料价格下降带动毛利率均现改善

毛利率方面, 在原材料价格下降叠加相关企业工厂产能利用率提升的情况下, 各企业毛利率均有所提升, 2024Q1 顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合毛利率分别同比+1.6/+1.1/+2.5/1.0pct 至 36.5%/50.2%/33.5%/38.5%。而净利率方面, 主因各企业打法策略差异, 费用投放有所区别, 净利率表现有所分化, 2024Q1 顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合净利率分别-0.33/+1.18/+0.02/+0.03pct 至 9.8%/11.8%/4.3%/1.2%。

图表21: 软体家居历年毛利率



图表22: 软体家居历年单季度毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

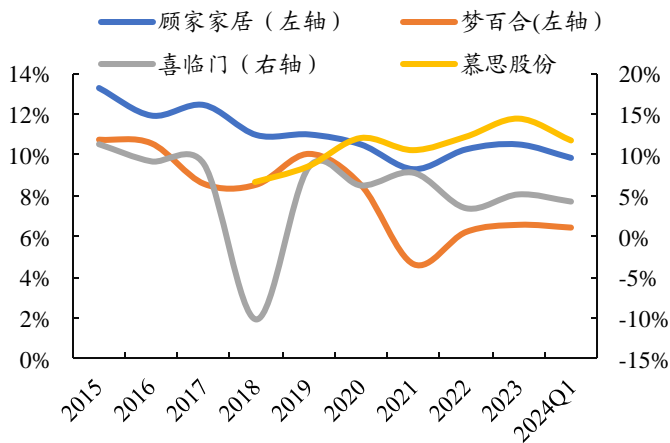
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 软体家居原材料价格 (元/吨)



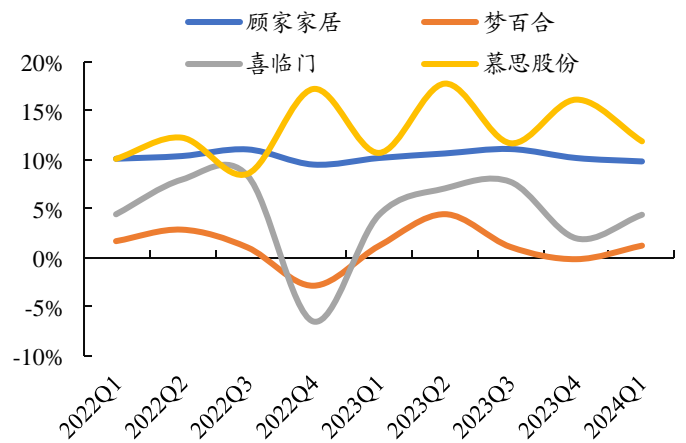
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 软体家居历年净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 软体家居历年单季度净利率

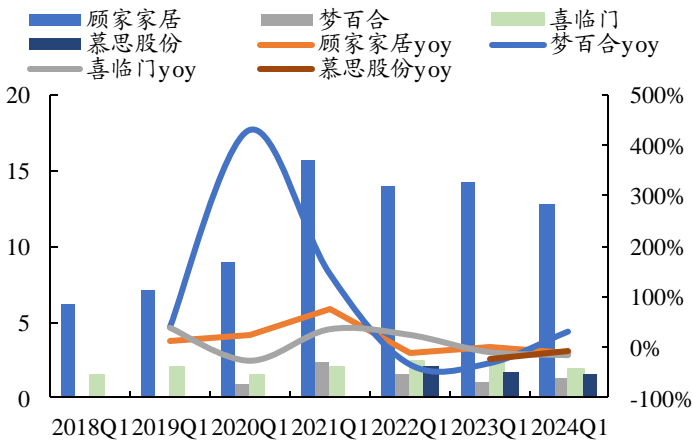


来源: Wind, 国金证券研究所;

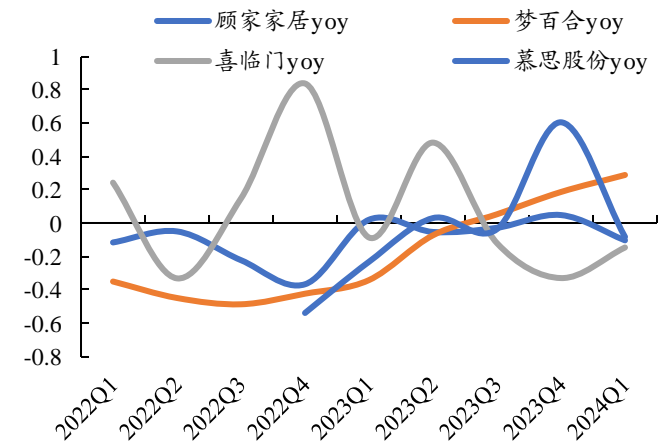
1.2.3 预收款: 多数企业预收款有所下降显现内需承压

预收款方面, 24Q1 顾家家居/慕思股份/喜临门/梦百合预收款分别同比-10.2%/-7.8%/-14.8%/+29.4%至 12.8/1.5/1.9/1.3 亿元, 多数企业预收款同比、环比均有所下降, 预计主因内需压力显现, 而梦百合预收款同比表现较优, 预计主因外销占比相对较大, 其外销订单 24Q1 迎来改善。

图表26: 软体家居历年 Q1 预收款同比增长 (亿元, %)



图表27: 软体家居预收款 (分季度) 同比增长 (%)



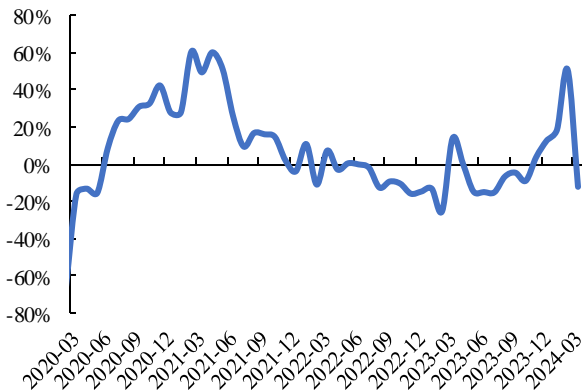
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 外销家居: 23Q4 迎来景气上行, 24 全年有望延续较优表现

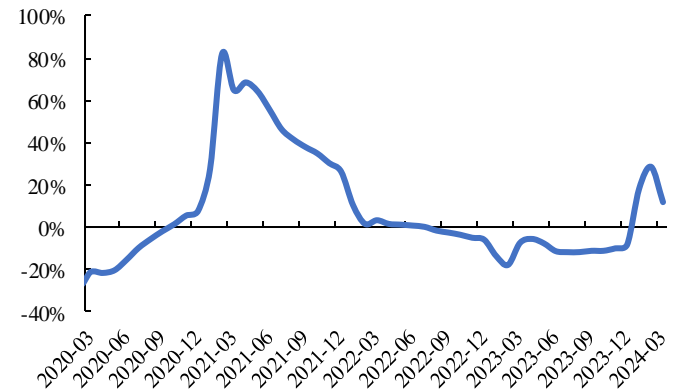
现状: 2023 年 Q4 以来家具出口边际已迎来拐点, 2024 年 1-3 月中国家具及零件出口金额 (美元计价) 累计同比+12.1%, 单 3 月由于去年同期基数较高, 有所下滑。分品类来看, 家具品类中床垫、沙发、PVC 地板等品类出口金额 23Q4 以来均迎明显改善。具体公司来看, 无论是代工型外贸家居企业还是以自主品牌为主的跨境电商家居企业, 23Q4、24Q1 均现较优增长, 整体出口景气度较高。

图表28: 3 月中国家具及零件出口金额当月同比-12.3%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 1-3 月中国家具及零件累计出口金额同比 +12.1%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30：23年以来中国轻工消费品出口金额同比变化趋势

		2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月	2023年2月	2023年1月
家具产品																
办公椅	木制的可调节高度的转动坐具	-20.39%	186.72%	93.07%	26.87%	15.17%	19.63%	6.89%	7.99%	-2.67%	-8.43%	-27.00%	-20.61%	39.70%	-42.75%	-62.64%
	非木制的可调节高度的转动坐具	-15.62%	33.92%	36.02%	19.96%	14.12%	3.24%	17.24%	8.15%	2.26%	0.87%	-5.84%	7.69%	37.16%	-7.89%	-15.88%
沙发	带软垫的木框架坐具	-8.87%	64.17%	33.29%	28.79%	24.57%	18.22%	14.84%	10.84%	-12.18%	-9.87%	-11.78%	-5.50%	-6.84%	-38.46%	-29.98%
	带软垫的金属框架坐具	-8.54%	52.39%	18.16%	9.47%	-8.11%	-21.05%	-17.30%	-16.02%	-14.00%	-21.45%	-22.12%	-13.15%	1.78%	-34.43%	-15.63%
床垫	弹簧床垫	14.73%	53.58%	63.35%	40.16%	25.61%	18.60%	20.54%	26.09%	12.89%	16.94%	-0.87%	-7.82%	27.16%	-1.73%	-14.05%
	海绵橡胶或泡沫塑料制床垫，不论是否包面	-1.44%	25.42%	12.30%	21.00%	12.93%	3.84%	13.83%	20.75%	14.42%	21.82%	8.83%	8.99%	19.91%	-8.71%	-13.84%
PVC地板	氯乙烯聚合物制铺地制品	-18.19%	49.60%	16.26%	8.58%	7.56%	1.20%	2.01%	-9.46%	-30.77%	-27.14%	-20.71%	-13.90%	-17.90%	-47.06%	-30.18%
其他轻工产品																
保温瓶	保温瓶和其他真空容器及其零件，但玻璃瓶胆除外	-25.89%	85.10%	24.99%	20.60%	14.23%	4.35%	15.91%	34.04%	12.90%	12.20%	18.69%	71.24%	93.16%	-8.80%	17.55%
塑料餐饮具	塑料制餐具及厨房用具	-20.41%	38.76%	18.21%	5.99%	-7.82%	-18.52%	-14.44%	-6.36%	-19.18%	-19.59%	-18.23%	-3.36%	17.40%	-22.57%	-13.73%
宠物牵引绳	各种材料制成的鞍具及挽具，适合各种动物用	-22.47%	18.50%	-15.22%	3.05%	-6.73%	-14.27%	-4.67%	-14.00%	-31.85%	-21.68%	-10.35%	9.04%	35.12%	-37.02%	-16.07%
宠物食品	零售包装的狗食或猫食饲料	2.91%	22.25%	35.55%	19.34%	27.98%	14.67%	29.35%	-3.93%	-5.38%	-3.58%	-17.45%	2.67%	-9.63%	-12.38%	-33.17%
人造草坪																
人造草坪	其他化学纤维制簇绒人造草皮	-1959.31%	122.10%	229.37%	224.49%	1568.30%	431.65%	-221.12%	1977.39%	691.13%	1643.23%	-258.75%	3609.91%	3399.12%	2847.46%	5194.16%
	其他化学纤维簇绒地毯及未列名簇绒铺地制品	-1320.01%	1503.27%	1349.49%	1335.04%	296.53%	-705.61%	-744.63%	-1351.66%	-1352.05%	-1508.18%	-617.67%	905.86%	1849.23%	-2152.67%	-2984.53%

来源：Wind，国金证券研究所

图表31：外销家居上市企业23年年报及24年一季报业绩统览（亿元）

单位：亿元	23年营收	23年营收同比	23年归母净利同比	23年Q4营收同比	23年Q4归母净利同比	24年Q1营收同比	24年Q1归母净利同比	24年Q1扣非归母净利同比
梦百合	79.8	-0.5%	157.7%	16.0%	亏损	7.1%	18.2%	262.7%
中源家居	11.0	52.5%	-151.0%	88.7%	亏损	67.5%	1.6%	97.3%
麒盛科技	31.0	16.5%	702.6%	30.0%	扭亏	8.5%	88.0%	495.8%
浙江正特	10.9	-21.1%	-71.4%	-25.3%	-437.7%	1.8%	-6.1%	50.6%
匠心家居	19.2	31.4%	21.9%	32.0%	9.9%	30.7%	58.0%	82.9%
浙江自然	8.2	-13.0%	-38.6%	6.7%	-121.7%	13.8%	-42.5%	4.4%
恒林股份	81.9	25.8%	-25.4%	28.3%	-277.2%	39.0%	31.2%	34.0%
永艺股份	35.4	-12.7%	-11.1%	19.7%	72.4%	23.0%	-17.5%	21.6%
松霖科技	29.8	-6.2%	35.0%	13.7%	49.6%	12.6%	154.7%	156.9%
建霖家居	43.3	3.5%	-7.3%	47.3%	33.7%	42.7%	170.3%	324.7%
玉马遮阳	6.6	21.3%	5.4%	28.2%	19.8%	21.6%	35.5%	37.0%
西大门	6.4	27.7%	11.1%	39.8%	-7.9%	38.3%	40.2%	29.4%
天振股份	3.1	-89.5%	-170.4%	-91.4%	-11567.4%	-13.5%	-120.9%	-182.2%
海象新材	16.0	-15.6%	-78.6%	-25.8%	-217.0%	-30.5%	-83.7%	-83.5%
嘉益股份	17.8	41.0%	73.6%	29.2%	51.6%	78.2%	102.2%	112.5%
哈尔斯	24.1	-0.9%	21.3%	32.4%	276.2%	58.6%	781.6%	25927.0%
乐歌股份	39.0	21.6%	189.7%	35.7%	93.5%	40.8%	-79.9%	100.1%
致欧科技	60.7	11.3%	65.1%	45.0%	60.6%	45.3%	15.1%	13.6%

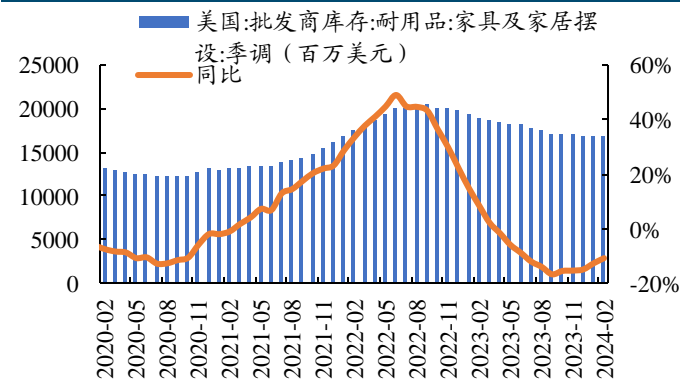
来源：Wind，国金证券研究所

展望：补库+降息预期催化，出口景气度有望延续

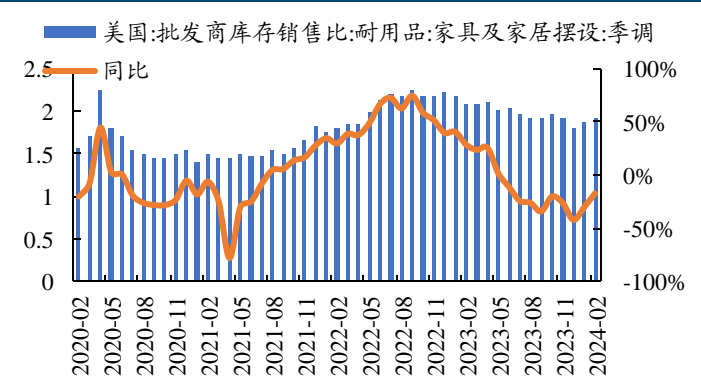
一方面，2024年2月美国家具产品批发商库存金额同比-10.7%，进一步下降，库销比也

逐渐回落至历史正常水平，补库已逐步开启。并且通过对历史复盘，我们发现历史上美国家居行业库存见底后通常会迎来一段补库周期，普遍为6-12个月。另一方面，24年1、2月新建住宅销售延续复苏态势，分别为66.4、66.2万套，同比分别+2.3%、+5.9%；成屋销售降幅明显收窄，1、2月成屋销售400、438万套，同比分别-1.7%、-3.3%。后续若美国降息逐步落地，地产销售有望改善，或将进一步助推家居需求明显提升，带动中国家具出口景气度进一步上行。整体来看，在补库及降息预期催化下，今年下半年中国出口景气度依然有望延续。

图表32: 美国家具及家居摆设批发商库存及同比增速
(百万美元, %)



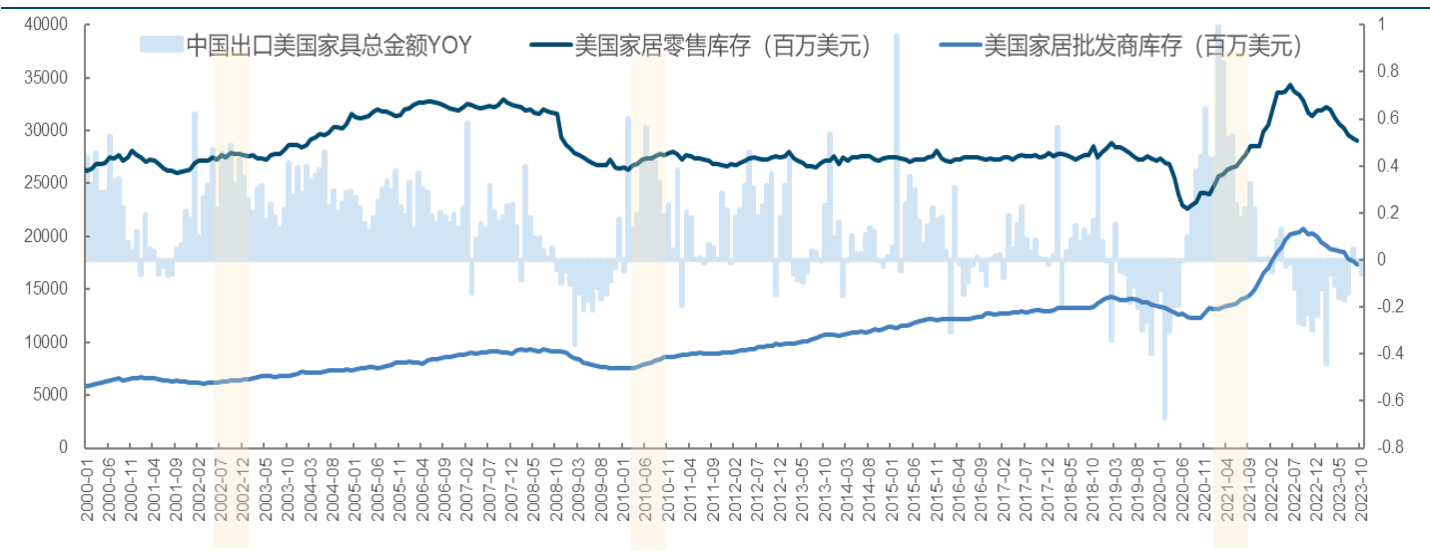
图表33: 美国家具及家居摆设批发商库存销售比及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

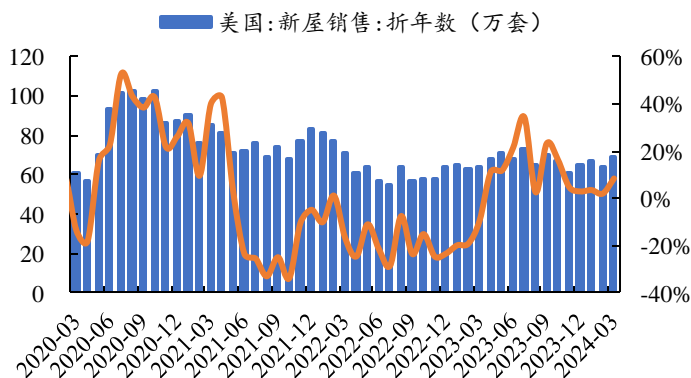
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 美国家居零售商&批发商库存历史复盘

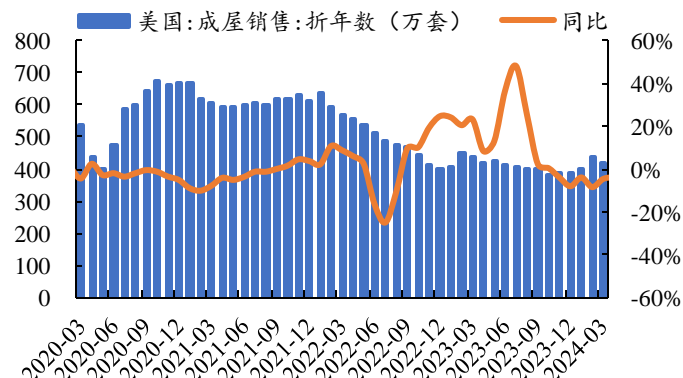


来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 美国3月新屋销售套数(折年数)同比+8.28%



图表36: 美国3月成屋销售套数(折年数)同比-3.68%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.4 投资建议: 把握外销板块景气度延续机遇, 内销主抓大家居龙头

内销: 2023年及2024Q1整体来看, 国内市场终端需求仍然偏弱, 家居板块各企业增长难度显著提升。在这一情况下, 仍可发现具备较强渠道管理赋能、整装渠道拓展领先且坚定推进大家居发展的企业更具增长韧性。展望后续, 短期来看, 24Q1终端的需求较弱或将滞后反应至24Q2各企业报表端。而根据国金数字未来实验室数据显示, 3月家居卖场客流量指数同比、环比均有改善, 客流量一定程度可作为终端接单的前瞻指标, 在其数据表现不弱的情况下, 对24Q2及后续下半年的家居需求不必过于悲观。中长期来看, 虽然地产住宅销售承压, 但相关刺激政策正在陆续出台, 地产销售逐步企稳可期, 并且家居头部企业目前市场份额仍然较低, 在行业发展承压叠加大家居发展大趋势下, 行业集中度有望迎来加速提升。目前家居板块估值已较为充分反应行业承压预期, 底部布局机会显现。具体布局方向来看, 重点关注两个方向: 1) 建议重点布局客单价提升逻辑更为顺畅的企业, 尤其多品类融合顺畅、整装渠道加速布局的定制与软体龙头企业; 2) 建议布局具备品类渗透率提升、渠道扩张逻辑的企业, 如森鹰窗业、瑞尔特等。

外销: 在美国补库及降息预期催化下, 今年下半年中国出口景气度依然有望延续。在板块景气度有望延续并且板块估值仍相对较低的情况下, 相关优质出口家居企业布局机遇值得关注建议关注恒林股份、嘉益股份、致欧科技、匠心家居、永艺股份、梦百合等。

图表37: 家居各公司盈利预测及估值

公司	股价(元)	EPS(元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
索菲亚	17.1	1.5	1.8	2.0	11.2	9.6	8.5
志邦家居	14.9	1.5	1.7	1.9	9.7	8.6	7.7
顾家家居	33.4	2.9	3.4	3.9	11.6	9.9	8.6
致欧科技	23.5	1.2	1.5	1.8	18.9	15.6	13.0
乐歌股份	17.6	1.4	1.6	1.9	12.4	10.9	9.2
梦百合	8.4	0.6	1.1	1.5	15.0	7.9	5.5
*恒林股份	43.9	4.0	4.9	5.9	11.1	9.0	7.5

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 股价4月30日收盘价, 加*公司的EPS预测使用Wind一致预期

2.造纸: 23年盈利逐季修复, 强化成本优势, 优选细分赛道

2.1 行业回顾: 23年成本压力阶段性缓解, 产业链盈利触底后逐季修复

回顾23年造纸板块表现, 伴随下游需求平稳修复, 造纸环节整体处于主动去库阶段, 23年Q1纸浆价格受供给端产能投放影响快速下行后, 于6月触底, 并再次进入震荡上行区间, Q3起伴随中大型纸企高价浆库存消化结束, 低价浆逐步计入报表端成本, 成本曲线前

高后低，成本压力明显减弱，行业整体盈利能力开启修复，根据下游消费韧性、细分赛道供需格局差异，盈利修复弹性呈现差异，整体来说特种纸>文化纸>生活纸>白卡纸。

24Q1 回顾：成本端供给压力再起，在海外浆厂的强议价能力支撑下，纸浆价格再次进入上行区间，龙头企业前期凭借战略储备部分平滑成本快速上行的波动，纸价整体表现平淡但用浆成本提升，大部分纸企 24Q1 盈利能力环比 Q4 有所收窄。分纸种角度，文化纸于 3 月开启成本驱动型涨价，头部纸企盈利保持较优，部分薄型特种纸 4 月起开启向下游顺价，白卡纸价格受行业淡季、供给端压力较大影响价格有所下调盈利能力再次承压。

后续来看，由于造纸下游需求以广谱性消费为主，整体景气度与整体社零消费相关性较强，在经营活动环比改善预期下，预计纸企提价落地稳步推进，带动盈利持续改善。

图表38：浆纸系纸价及木浆价格复盘



来源：钢联数据，国金证券研究所

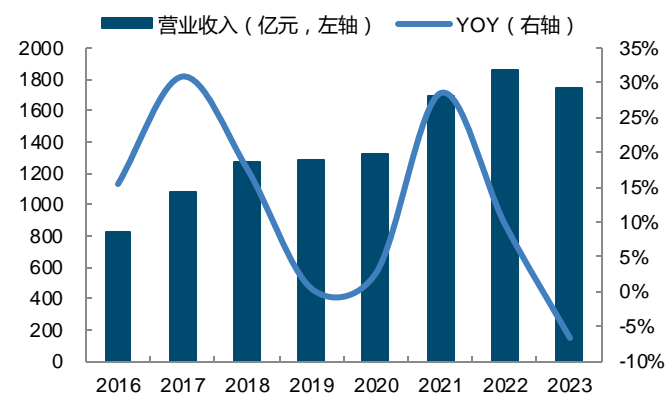
图表39：废纸系纸价及废纸成本价格复盘



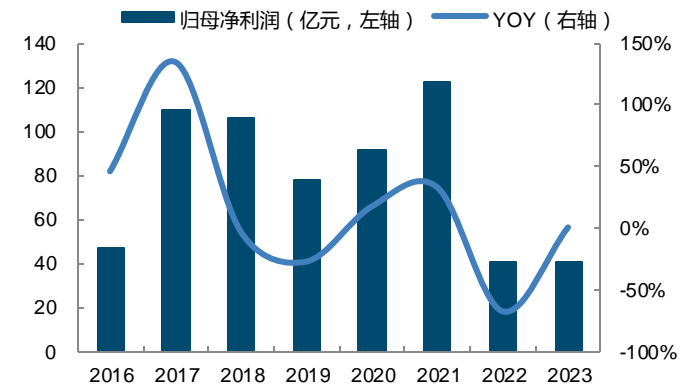
来源：钢联数据，国金证券研究所

根据我们跟踪的 13 家重点造纸公司业绩表现，23 年营收增速同比-6.6%，近三年首次出现下滑，归母净利润同比持平，板块整体盈利水平自 21H2 以来进入下行周期，23Q3 起伴随浆价企稳进入盈利修复通道。根据细分纸种供需表现、库存情况对比，特种纸修复节奏更快，尤其是装饰纸等格局更优的特种纸盈利稳定性更为突出，其次为文化纸、白卡纸、生活纸等浆系纸种，废纸系受进口纸压力、下游需求恢复节奏等恢复节奏偏缓。

图表40: 重点造纸企业营收及同比增速



图表41: 重点纸企净利润及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 13家重点纸企为: 浆纸系5家: 太阳纸业、

来源: Wind, 国金证券研究所

晨鸣纸业、博汇纸业、岳阳林纸、华泰股份; 废纸系3家: 森林包装、山鹰国际、
景兴纸业; 特种纸企业5家: 仙鹤股份、齐峰新材、五洲特纸、冠豪高新、华旺
科技, 下同

浆纸系: 盈利触底后逐季修复, 浆纸一体化龙头再次彰显盈利韧性。1) 文化纸价格韧性更强: 由于双胶纸新增产能主要为大厂投放, 双胶纸行业出版社招投标模式占比较高, 品质要求更严格, 小厂逐渐出清带动格局优化, 头部纸企间价格协同性更强。以太阳为代表的浆纸一体化龙头基于更强的综合配套成本优势, 拉开与中小纸企的成本差距, 在这轮周期中盈利波动性较非头部企业有所减弱, 且公司在老挝积极布局自营林、合作林项目, 逐步深化更上游木片环节成本优势。2) 白卡纸盈利弹性修复偏弱, 头部企业借助强化成本控制、优化产品结构保持盈利稳定性。24年白卡仍有大厂产能投放, 预计短期盈利仍承压, 中期看好行业固定投资进入稳定期后盈利有望逐步修复。

特种纸: 头部企业固浆优势强, 叠加消费类薄型特种纸、装饰纸受益格局更优盈利韧性更优, 食品卡等则短期承压。头部特种纸企业由于对上游的布局较大宗纸企更晚, 更多采取原料的战略性囤货平滑木浆成本的快速上行。由于特种纸的定价周期比大宗纸更长、且装饰纸、格拉辛纸等格局较为集中, 本轮特纸板块头部企业盈利弹性修复更优。中期角度, 仙鹤、五洲的等特种纸龙头加快浆纸一体化建设, 长期角度亦有望减弱成本端波动。

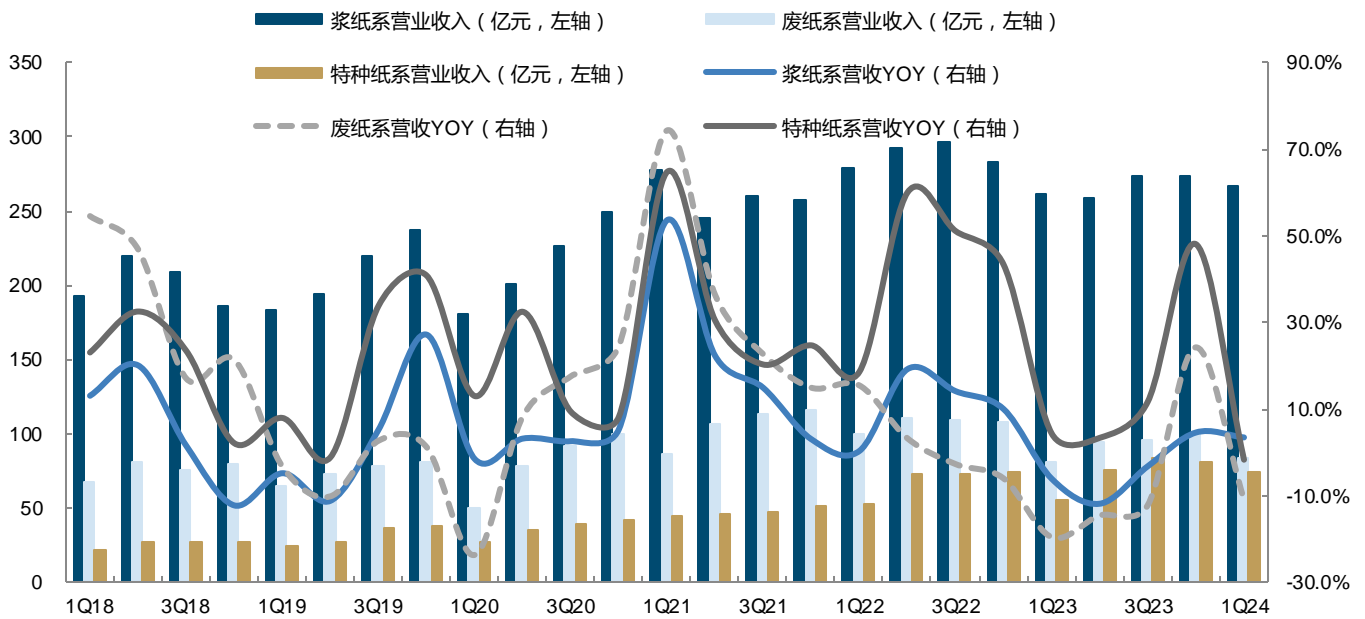
废纸系: 全年盈利承压, 成本触底, 进口纸边际影响有望趋缓。23年起箱板纸进口呈恢复趋势, 主因运费降低导致外废成本快速下降, 东南亚小厂受当地需求低迷影响、叠加23年1月起的进口箱板纸关税取消进一步凸显海外纸品的价格优势, 23A/24Q1箱板纸进口量分别为532/141万吨, 同比+46.2%/+36.9%, 24Q1进口量环比-4%, 受海运费影响自23年12月起美废价格进入快速上行期, 当前东南亚美废到港价格220元/吨, 与国废价格差距进一步缩窄, 进口纸套利空间减弱, 预计短期进口纸压力边际收窄, 但中期角度仍对国内箱瓦纸的提价空间形成制约。

图表42: 各重点纸企当季购买商品支付现金占营业成本的比重

代码	公司名称	当季购买商品等支付现金/当季营业成本													
		20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
605377.SH	华旺科技	0.92	0.94	1.18	1.22	1.05	1.15	1.17	1.08	1.56	1.21	1.19	1.02	1.37	1.45
605500.SH	森林包装	0.90	1.26	0.82	0.98	0.45	0.54	1.10	0.97	0.64	0.84	0.86	0.98	0.75	1.14
600433.SH	冠豪高新	0.36	0.54	0.69	0.78	0.58	0.70	0.80	1.04	0.69	1.23	0.70	0.62	0.79	1.10
603733.SH	仙鹤股份	0.47	0.70	0.99	1.01	0.90	0.77	0.62	0.89	0.99	1.44	0.95	0.90	0.82	1.09
600308.SH	华泰股份	0.57	0.83	0.97	1.06	1.21	1.08	1.13	1.21	1.08	1.11	1.23	1.07	0.95	1.05
002078.SZ	太阳纸业	0.71	1.08	1.04	1.08	1.02	1.02	1.18	1.16	1.18	0.92	0.91	0.98	1.25	1.04
002067.SZ	景兴纸业	0.96	1.02	0.84	0.93	1.08	0.82	0.89	0.85	0.91	0.78	0.90	0.95	1.06	1.00
000488.SZ	晨鸣纸业	0.96	0.91	1.32	0.89	1.03	1.03	1.11	1.04	0.87	0.96	0.78	0.65	1.08	0.95
605007.SH	五洲特纸	1.18	1.02	1.00	0.71	1.34	0.83	0.74	0.94	0.76	0.99	0.98	0.79	0.73	0.91
600966.SH	博汇纸业	0.29	0.91	0.95	0.96	0.23	0.72	0.69	0.65	1.53	0.75	1.17	0.66	0.61	0.85
600567.SH	山鹰国际	0.89	0.89	0.76	1.46	0.50	0.88	0.90	0.82	0.83	0.77	0.75	0.79	0.79	0.82
002521.SZ	齐峰新材	1.03	0.77	0.76	1.01	0.92	0.90	0.77	0.76	2.62	0.46	0.41	0.60	1.40	0.74
600963.SH	岳阳林纸	0.73	0.65	0.74	0.76	1.06	1.08	0.82	0.97	0.67	0.92	0.84	1.01	0.86	0.66

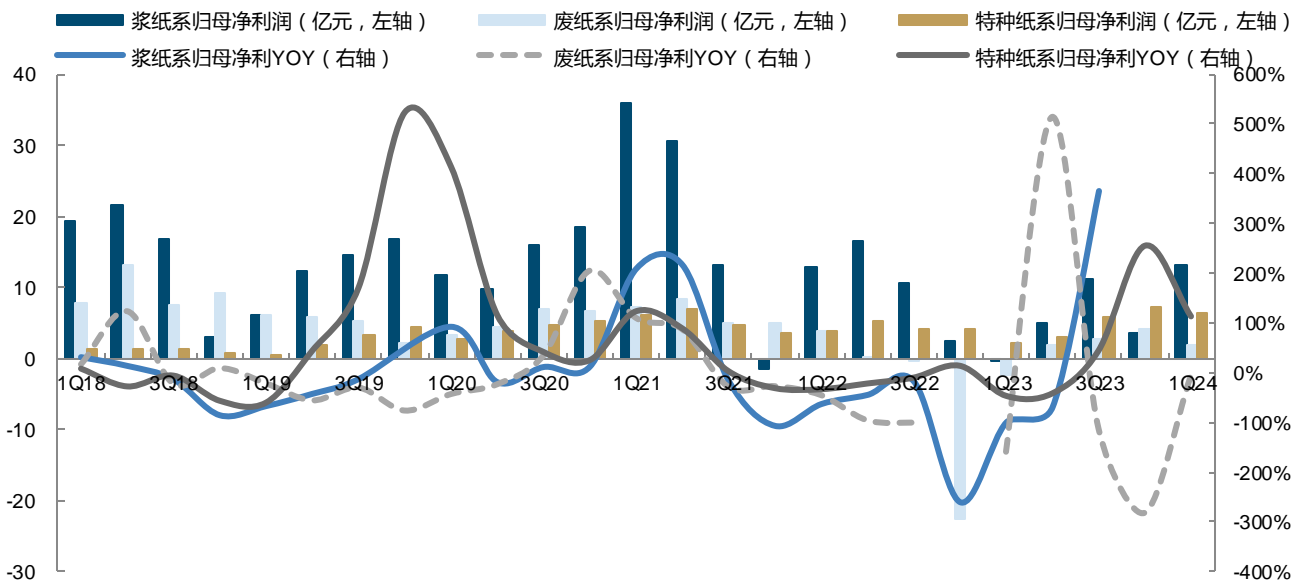
来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 分纸种季度收入及同比增速 (亿元, %)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表44: 分纸种季度净利润及同比增速 (亿元, %)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表45：重点纸企单季度毛利率

单季度毛利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
浆纸系	太阳纸业	23.44%	22.14%	14.42%	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%	16.13%	16.74%	17.12%	17.99%
	晨鸣纸业	29.08%	33.64%	15.25%	16.20%	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%	6.57%	4.38%	11.34%	12.37%
	博汇纸业	33.42%	34.63%	21.81%	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%	12.58%	15.81%	17.09%	13.30%
	岳阳林纸	21.10%	19.60%	12.86%	7.18%	18.70%	17.20%	15.47%	12.55%	11.81%	8.64%	5.02%	7.64%	7.05%
	华泰股份	14.21%	14.63%	11.14%	12.92%	11.91%	10.73%	9.39%	7.82%	11.92%	11.30%	7.63%	-2.12%	9.89%
废纸系	森林包装	16.27%	14.16%	11.22%	15.81%	7.93%	8.91%	10.49%	10.03%	11.85%	9.84%	12.00%	14.76%	13.82%
	山鹰国际	14.91%	13.53%	9.61%	11.42%	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%	9.49%	10.15%	11.66%	9.88%
	景兴纸业	18.45%	16.57%	13.04%	12.57%	5.89%	6.67%	4.16%	4.45%	3.73%	4.95%	5.86%	9.32%	8.38%
特种纸系	仙鹤股份	22.45%	27.78%	19.67%	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%	8.25%	9.32%	18.05%	18.01%
	齐峰新材	17.44%	14.05%	3.69%	8.11%	9.55%	9.31%	4.99%	7.38%	6.01%	13.20%	19.68%	15.47%	13.51%
	五洲特纸	28.99%	21.58%	11.07%	11.14%	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%	6.75%	10.72%	15.11%	12.96%
	华旺科技	25.28%	26.60%	23.56%	14.79%	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%	18.80%	20.61%	22.11%	20.16%
冠豪高新	19.15%	17.50%	16.67%	23.21%	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%	2.66%	6.08%	7.04%	14.03%	

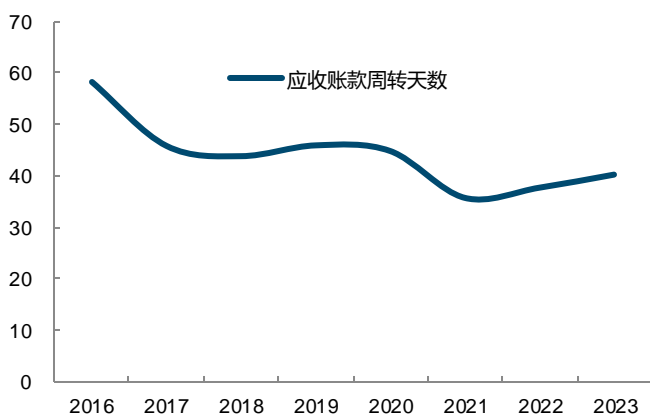
来源：WIND, 国金证券研究所

图表46：重点纸企单季度净利率变化

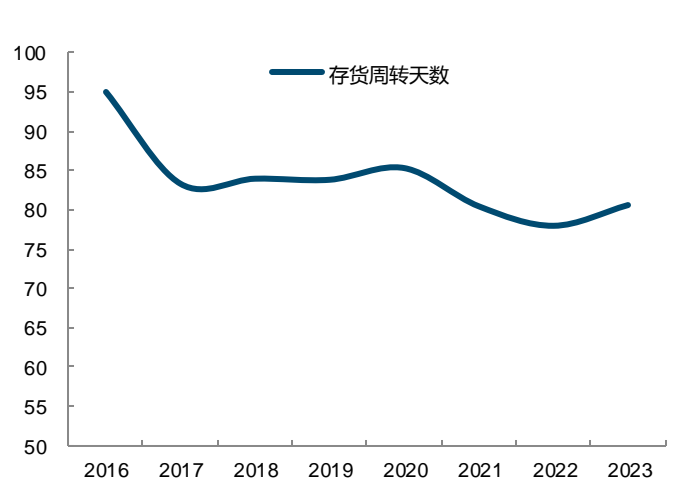
单季度净利率	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
浆纸系	太阳纸业	14.54%	13.78%	6.82%	2.29%	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%	7.22%	9.03%	9.22%	9.41%
	晨鸣纸业	12.21%	11.77%	0.72%	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%	-6.66%	-1.74%	-7.37%	1.00%
	博汇纸业	20.00%	17.81%	10.24%	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%	3.35%	5.05%	5.48%	2.29%
	岳阳林纸	8.53%	7.45%	2.57%	-2.83%	7.50%	8.05%	6.87%	4.27%	3.49%	0.77%	0.75%	0.00%	4.16%
	华泰股份	8.32%	7.03%	4.47%	0.89%	4.80%	3.17%	2.55%	-0.56%	2.68%	1.15%	1.21%	1.35%	3.29%
废纸系	森林包装	10.05%	10.28%	7.07%	10.82%	5.64%	5.04%	6.04%	4.19%	3.45%	4.87%	11.67%	7.94%	16.66%
	山鹰国际	7.13%	6.64%	3.45%	2.28%	2.37%	-1.19%	-0.64%	0.00%	-5.92%	0.57%	7.98%	9.77%	7.36%
	景兴纸业	9.63%	10.19%	5.97%	5.04%	5.76%	2.55%	-0.03%	-0.05%	0.81%	1.51%	1.32%	2.97%	1.63%
特种纸系	仙鹤股份	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%	3.07%	8.28%	12.08%	12.25%
	齐峰新材	10.24%	6.10%	0.69%	0.75%	2.48%	-0.55%	-1.49%	0.75%	-0.20%	5.41%	11.08%	8.40%	5.98%
	五洲特纸	14.84%	16.96%	5.05%	7.56%	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%	1.12%	6.57%	9.01%	7.82%
	华旺科技	15.36%	17.24%	14.93%	13.67%	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%	13.53%	14.30%	17.06%	15.42%
冠豪高新	4.23%	7.66%	5.73%	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	-8.40%	-4.32%	2.16%	2.16%	

来源：WIND, 国金证券研究所

图表47：应收账款周转天数



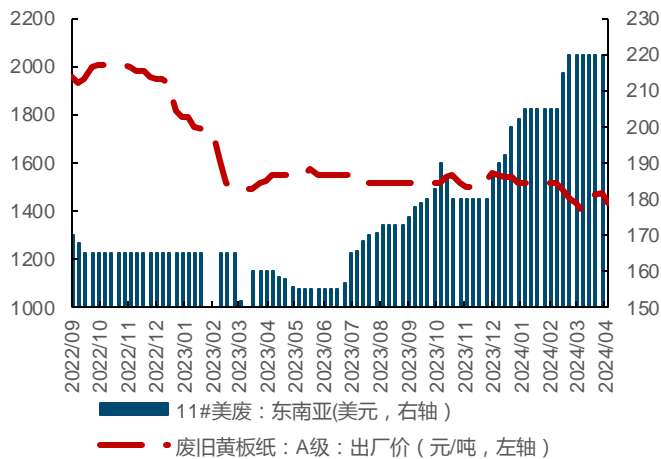
图表48：存货周转天数



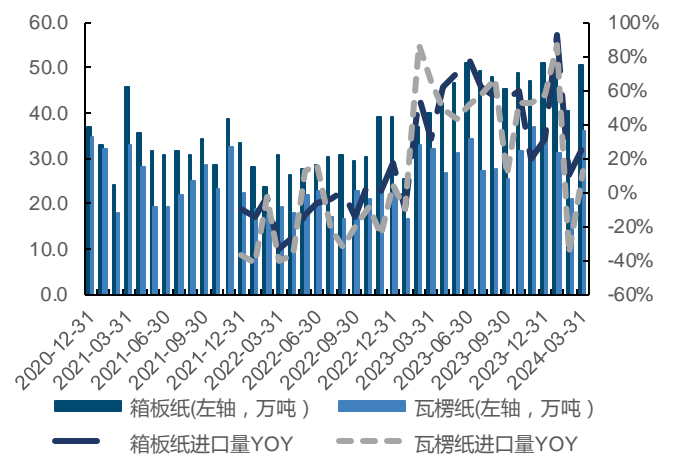
来源：WIND, 国金证券研究所

来源：WIND, 国金证券研究所

图表49: 美废价格自 23 年 12 月起快速上行



图表50: 箱板瓦楞纸进口量环比进入稳定趋势

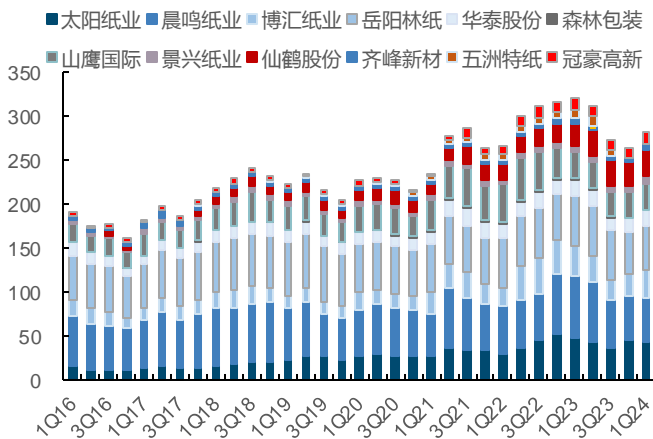


来源: 钢联数据, 国金证券研究所

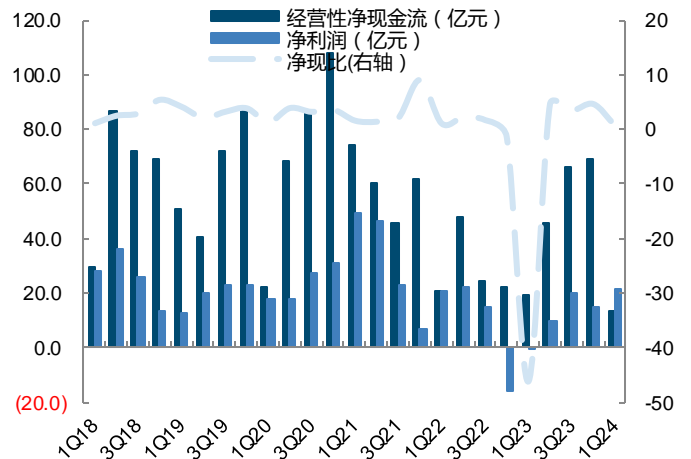
来源: 海关总署, 国金证券研究所

纸企库存高位回落, 资本开支现分化。受库存浆消耗、旺季出货加快影响, 库存环比有所下行。浆系龙头太阳一直保持扩张节奏, 浆系其他纸企扩张速度有所放缓; 头部特种纸仙鹤、五洲等资本开支有所加速, 积极向多品类、上下游产业链等方向延伸扩张; 废纸系资本开支速度放缓。

图表51: 重点纸企 3Q 起账面存货 (亿元) 环比下行



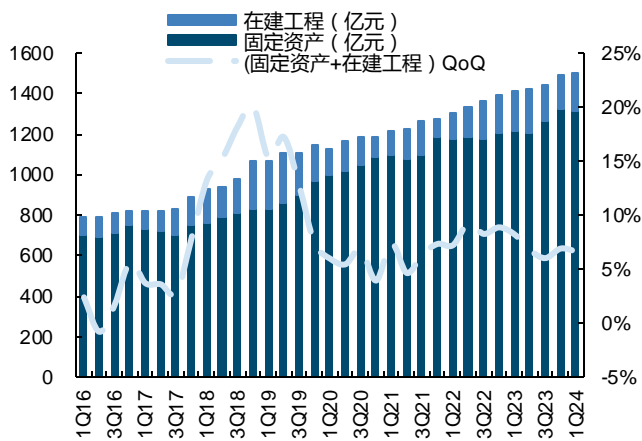
图表52: 重点纸企经营性现金流与净利润 (亿元)



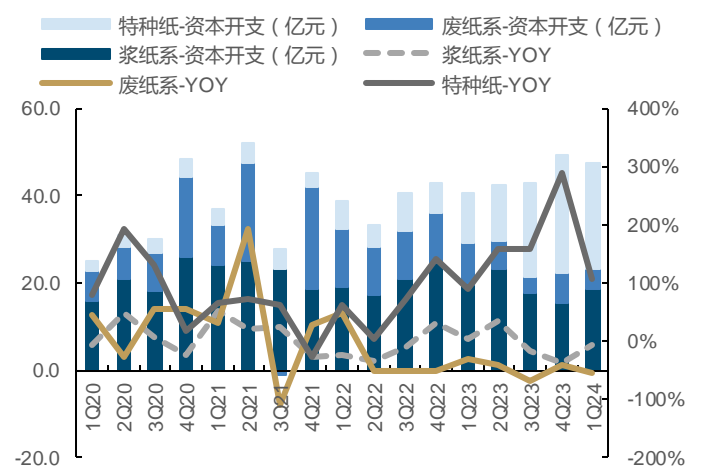
来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

图表53: 重点纸企固定资产增速放缓



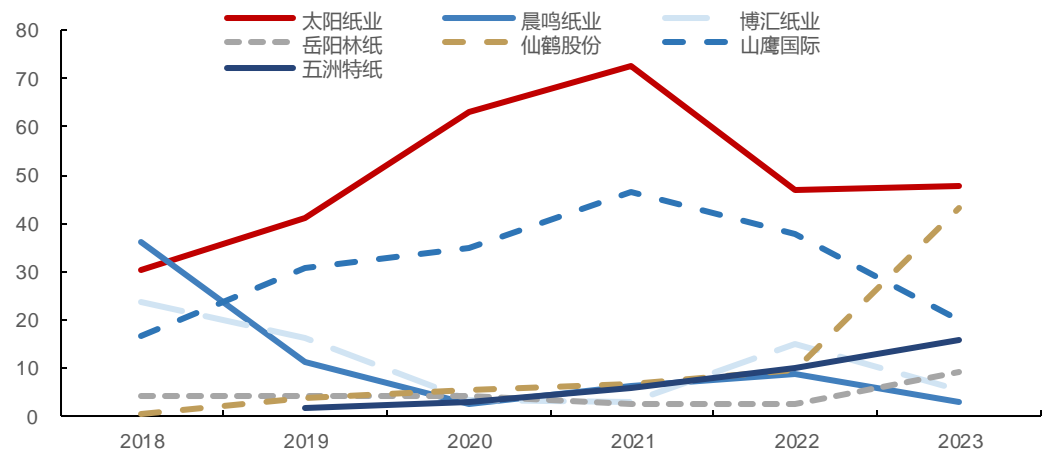
图表54: 重点纸企分季度资本开支及同比增速



来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

图表55: 部分重点纸企资本开支情况 (亿元)



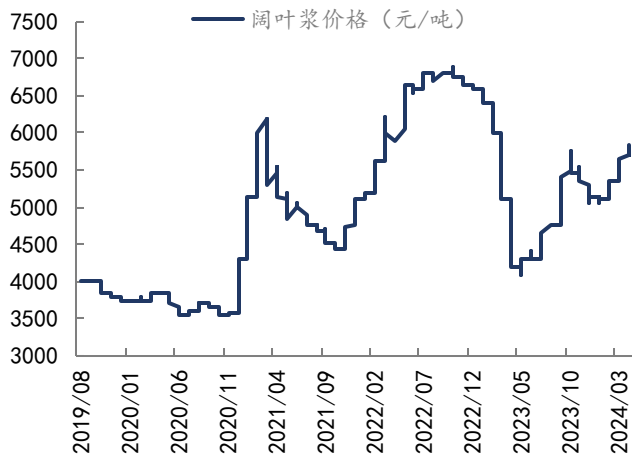
来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 行业展望: 短期浆价强势, 关注成熟纸企高分红, 特种纸关注现金流表现

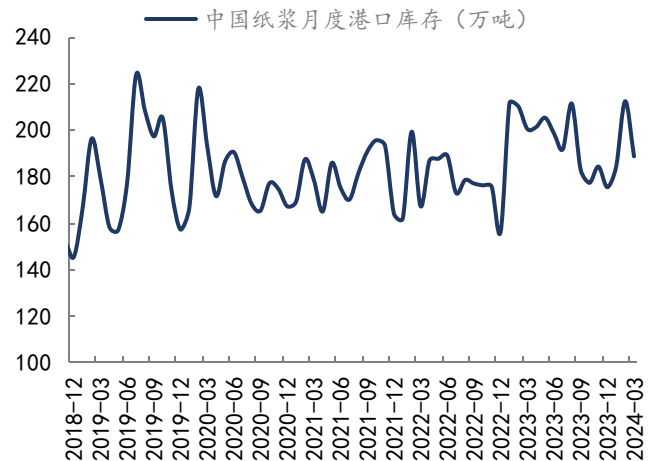
短期维持浆价强势判断。伴随海内外需求环比稳步改善, 海外罢工、浆厂停机检修等导致短期纸浆供应面偏紧, 同时当前纸厂、欧洲港口库存处偏低位置, 海外浆厂议价能力较强, 我们维持短期浆价强势判断。从中期角度, 阔叶浆供给偏宽松, 6月起国内外新产能投产前后, 浆价或进入调整区间。

在内需修复偏稳健的节奏下, 后续纸企盈利表现更多取决于成本走势、细分赛道格局差异。成本控制能力强的大宗纸企、具备前瞻性木浆储备能力、在薄型特种纸等细分赛道(如装饰原纸、格拉辛纸、热转印纸等)布局领先的特种纸企业有望具备更强的盈利能力。华旺科技、太阳纸业为代表的企业后续资本开支进入稳健成熟期, 关注后续加大分红力度, 提高投资者回报。

图表56：24年以来木浆价格处于强势上行期



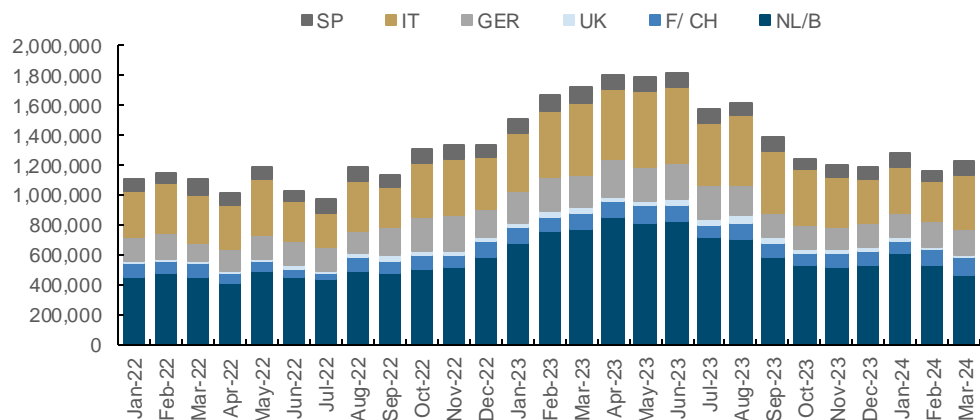
图表57：纸浆库存处于中等偏高位置



来源：钢联数据, 国金证券研究所

来源：钢联数据, 国金证券研究所

图表58：欧洲港口木浆港口库存（单位：吨）进入补库周期



来源：Europulp, 国金证券研究所

2.3 投资建议：优选成本优势强化的头部纸企及特种纸赛道

优先推荐成本优势仍在不断强化的头部纸企、格局表现更优的细分赛道特种纸。重点推荐林浆纸一体化布局前瞻、综合成本管理能力强的大宗纸企太阳纸业；推荐格局更优、利润兑现稳定性更强的特种纸企业华旺科技、仙鹤股份，关注五洲特纸；建议积极关注废纸系盈利困境修复、低估值下带来布局窗口，关注玖龙纸业、山鹰国际。

太阳纸业：多元化纸种布局平抑波动，南宁二期项目扩充特纸/纸浆布局，成长动能充分。2023年末公司纸+浆合计总产能超1200万吨，30万吨生活纸项目预计24Q3投产；此外根据公司公告，南宁二期项目将建设年产40万吨特种纸、35万吨漂白化学浆、15万吨机械木浆生产线。山东、广西和老挝“三大基地”进入全面协同发展新阶段；公司持续在林浆纸一体化全产业链上延伸和拓展，不断提升太阳纸业的产业链核心竞争力。

仙鹤股份：持续推进浆纸一体布局，成长动力充沛。1Q24起浆价进入提涨周期，考虑到近期格拉辛/热转印等纸种已开启稳步提价，公司前期积极进行低价浆战略备库，看好后续盈利弹性兑现，23年末报表端原材料存货15.6亿元（同比+54%）。24年迎产能投放大年，多品类拓张成长路径清晰，林浆纸一体化布局前瞻，综合能力持续提升。24年上半年湖北、广西一期纸、浆产能陆续投放，中长期角度，公司将逐渐转型为林/草、浆、纸一体化企业，竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

华旺科技：中高端装饰原纸行业领军者，产品升级&出海打开成长天花板，品类扩张打造长期成长曲线。马鞍山18万吨特种纸项目（二期）投放后，公司有望巩固装饰原纸行业龙头地位，中期公司积极布局特种纸新赛道，包括高品质食品纸、医疗级用纸、工业用纸

等细分差异化产品。

3. 宠物板块：国产品牌加速品牌力构建，外销恢复稳健成长

3.1 行业回顾：宠食出口回暖领先于用品，内销延续优异增长

外销：宠食板块出口回暖领先于用品，受益于贬值&原料价格低位，利润端增速快于收入端。分品类角度，宠物零食外销订单转暖节奏先于宠物用品，3Q23 大部分宠物食品公司外销出货订单实现同比正增，主因宠食消费刚需属性库存去化更快、且具有保质期限制，伴随下游客户库存去化至正常水平，根据海关数据，23A/24Q1 宠物食品出口量 26.6/6.88 万吨，同比-1.2%/+24.4%，中宠为代表的宠物食品出口龙头在于 23Q2 营收呈现回暖，全年凭借积极拓客户、海外优质产能改善订单结构，外销同比实现双位数增长。依依、源飞为代表的宠物尿垫、宠物牵引绳等宠物用品先后于 24Q1、23Q2 营收出现拐点；从盈利表现来看，受益于贬值&原料价格低位，利润端增速快于收入端。中期来看，从历史复盘角度宠物食品消费韧性好于消费行业大盘，中期角度看国内头部宠物食品公司凭借成本&供应链优势外销份额攀升。

内销：延续双位数快速成长，加快主品牌建设、中高端产品结构升级，大单品构建力逐步增强。23 年乖宝/中宠/佩蒂内销收入+39.4%/+20.7%/+27%。乖宝受益于主品牌麦富迪主流经典大单品增长、高端猫粮品牌弗列加特发力，整体实现量利齐升；中宠主粮加速成长，旗下互联网品牌凭借主食罐、烘焙粮等大单品实现快速成长，主品牌顽皮进行 SKU、渠道调整等阶段性增速回落；佩蒂旗下爵宴进一步巩固在狗零食领域高端品牌心智，推出主食罐等大单品推动快速成长。

图表59: A股宠品公司财务指标一览

			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2021	2022	2023
营收(亿元)及增速										
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	7.06	10.09	9.97	10.35	8.78	28.82	32.48	37.47
		yoy	-11.00%	26.68%	16.97%	28.44%	24.42%	29.1%	12.7%	15.4%
	300673.SZ	佩蒂股份	1.59	3.34	4.24	4.95	3.84	12.71	17.32	14.11
		yoy	-53.81%	-33.55%	-16.66%	31.18%	142.37%	-5.1%	36.3%	-18.5%
	301498.SZ	乖宝宠物	9.05	11.61	10.47	12.15	10.97	25.75	33.98	43.27
		yoy	24.54%	20.85%	30.73%	33.50%	21.33%	27.9%	31.9%	27.4%
宠物用品	001206.SZ	依依股份	2.84	3.45	3.58	3.51	3.84	13.10	15.16	13.37
		yoy	-19.51%	-8.99%	-12.64%	-6.50%	35.18%	5.6%	15.7%	-11.8%
	001222.SZ	源飞宠物	1.88	2.43	3.01	2.60	2.46	10.69	9.54	9.91
		yoy	-46.23%	22.30%	27.51%	53.05%	30.67%	75.7%	-10.8%	3.9%
	301335.SZ	天元宠物	4.27	5.77	5.24	5.08	5.04	18.54	18.87	20.37
		yoy	0.72%	31.26%	-18.74%	34.60%	17.90%	27.9%	1.7%	8.0%
毛利率										
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	24.4%	25.5%	27.3%	27.4%	27.8%	20.0%	19.8%	26.3%
	300673.SZ	佩蒂股份	14.0%	16.1%	18.4%	24.0%	24.4%	22.9%	22.3%	19.3%
	301498.SZ	乖宝宠物	34.2%	34.2%	38.8%	39.6%	41.1%	28.8%	32.6%	36.8%
宠物用品	001206.SZ	依依股份	7.0%	18.6%	21.9%	18.6%	18.2%	16.7%	13.7%	17.0%
	001222.SZ	源飞宠物	23.7%	20.9%	22.8%	21.4%	22.5%	22.8%	24.1%	22.1%
	301335.SZ	天元宠物	16.8%	16.3%	19.7%	18.2%	16.7%	18.4%	20.0%	17.8%
归母净利润(亿元)及净利率										
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	0.16	0.81	0.81	0.56	0.56	1.16	1.06	2.33
		净利率	2.2%	8.0%	8.1%	5.5%	6.4%	4.0%	3.3%	6.2%
	300673.SZ	佩蒂股份	(0.38)	(0.05)	0.14	0.18	0.42	0.60	1.27	(0.11)
		净利率	-24.0%	-1.4%	3.2%	3.7%	10.9%	4.7%	7.3%	-0.8%
	301498.SZ	乖宝宠物	0.85	1.21	1.09	1.14	1.48	1.40	2.67	4.29
		净利率	9.4%	10.4%	10.4%	9.4%	13.5%	5.4%	7.9%	9.9%
宠物用品	001206.SZ	依依股份	(0.02)	0.47	0.42	0.16	0.42	1.14	1.51	1.03
		净利率	-0.8%	13.7%	11.9%	4.5%	11.0%	8.7%	9.9%	7.7%
	001222.SZ	源飞宠物	0.21	0.45	0.38	0.22	0.37	1.37	1.59	1.26
		净利率	11.3%	18.4%	12.8%	8.4%	14.9%	12.8%	16.6%	12.7%
	301335.SZ	天元宠物	0.14	0.17	0.22	0.25	0.14	1.07	1.29	0.77
		净利率	3.2%	2.9%	4.1%	4.8%	2.8%	5.8%	6.8%	3.8%
季度累计及年度存货周转天数										
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	102.6	84.1	79.5	77.6	86.2	83.3	77.8	77.6
	300673.SZ	佩蒂股份	282.5	182.9	139.9	126.7	118.8	133.4	116.9	126.7
	301498.SZ	乖宝宠物	104.5	86.0	95.5	91.7	93.9	96.1	103.7	91.7
宠物用品	001206.SZ	依依股份	62.0	54.0	51.9	55.9	44.3	46.4	50.7	55.9
	001222.SZ	源飞宠物	99.1	94.1	79.3	81.6	90.1	73.5	92.2	81.6
	301335.SZ	天元宠物	135.1	123.1	115.1	113.4	135.4	42.7	68.7	113.4
季度累计及年度应收账款周转天数										
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	48.2	46.3	44.1	39.9	49.8	38.7	39.2	39.9
	300673.SZ	佩蒂股份	92.6	73.5	74.2	53.6	60.6	60.4	39.6	53.6
	301498.SZ	乖宝宠物	19.2	18.4	19.4	17.1	25.4	19.9	16.6	17.1
宠物用品	001206.SZ	依依股份	69.6	72.5	70.0	69.8	63.9	66.7	63.6	69.8
	001222.SZ	源飞宠物	64.4	57.3	60.6	54.3	63.1	48.8	54.5	54.3
	301498.SZ	乖宝宠物	19.2	18.4	19.4	17.1	25.4	19.9	16.6	17.1

来源: WIND, 国金证券研究所

图表60: 宠物公司国内外增速、占比梳理

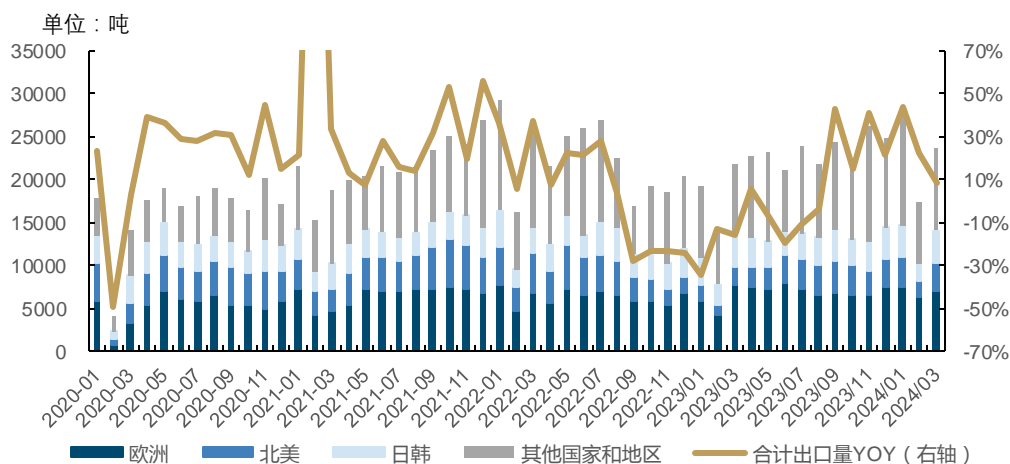
			增速	2021	2022	2023	占比	2021	2022	2023
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	国内	28.1%	30.5%	20.7%	国内	27.2%	27.7%	29.0%
			国外	27.7%	7.0%	18.6%	国外	72.8%	69.1%	71.0%
	300673.SZ	佩蒂股份	国内	5.6%	30.9%	27.0%	国内	16.6%	15.9%	24.8%
			国外	-7.0%	37.3%	-27.1%	国外	83.5%	84.1%	75.2%
	301498.SZ	乖宝宠物	国内	28.4%	52.8%	39.4%	国内	52.4%	60.0%	66.2%
			国外	26.9%	9.3%	9.0%	国外	47.6%	39.4%	33.8%
宠物用品	001206.SZ	依依股份	国内	59.9%	-54.6%	27.8%	国内	5.2%	4.8%	7.1%
			国外	13.9%	16.0%	-13.9%	国外	94.8%	95.1%	92.9%
	001222.SZ	源飞宠物	国内	26.1%	-4.2%	189.8%	国内	3.2%	3.5%	10.8%
			国外	77.8%	-11.0%	-3.6%	国外	96.3%	96.0%	89.2%
	301335.SZ	天元宠物	国内	35.2%	31.2%	30.4%	国内	27.3%	37.1%	44.8%
			国外	23.6%	-10.1%	-5.2%	国外	71.3%	62.9%	55.2%

来源: WIND, 国金证券研究所

3.2 行业展望：内销成长性依然充足，外销进入稳健成长

外销：代工面向成熟市场进入稳健成长区间，看好龙头凭借海外优质产能、高效管理能力拓客户、提份额。从行业周期角度，我们认为头部公司外销代工业务基本进入稳健发展阶段，中期以中宠为代表的头部公司通过布局美国、新西兰当地产能，把握优质原料资源，不断提升海外高端客户份额进行订单结构优化，同时减少关税影响。汇率、鸡肉等变量短期影响阶段性盈利能力。从自主品牌布局角度，中宠、乖宝等头部公司逐步开启海外自主品牌的探索和培育，逐步进入线下商超、线上电商渠道等进行渠道铺货。

图表61：中国宠物食品月度出口量（吨）及同比变化



来源：海关总署，国金证券研究所

内销：国产品牌&产品力相对优势仍在快速提升通道，长坡厚雪成长性充足。主粮作为品类发展主基调、发力中高端品牌(系列)品类开拓，是当前国产宠食品牌的重点发力策略。伴随国产宠食品牌借助渠道优势(天猫、抖音)、产品力层面差异化表现，已在部分价格带实现对外资品牌阶段性的弯道超越。中期角度，基于健康营养更专业前瞻、细分的产品体系布局、更高效持续的品牌表达有望成为国产品牌之间拉开差距的必要条件。头部国产品牌乖宝-麦富迪、中宠-顽皮/领先在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，消费趋势洞察能力领先，且逐步进入到基础研究赋能研发，宠物品牌底层构建能力不断深化，看好中长期品牌成长空间。

3.3 投资建议：优选宠食赛道，关注龙头布局机遇

重点关注标的：乖宝宠物(内销延续高成长，烘焙条线新品驱动产品升级，品牌势能上升期)、中宠股份(海外工厂订单饱满且净利率优化，优质海外资产带动业绩稳定性增强)、佩蒂股份(外销出口拐点已现，内销主品牌爵宴保持高速增长)。

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。看好两大驱动：1) 主品牌麦富迪推出 BARF 系列，主推烘焙粮等新品类加快主流价格带布局，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，中期看好国货优质自主品牌份额持续提升；2) 高毛利线上直营渠道加速发展，强化品牌触达。公司敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，凭借精准营销与内容驱动，人群资产有效扩容，23 年公司直营/经销收入 12.4/16.7 亿元，同比+57%/+19.1%。

中宠股份：海外优质产能布局彰显外销强 α，主粮大单品策略下自主品牌高质成长可期，静待主品牌顽皮调整结束回暖。海外业务在去库结束后进入订单稳健成长阶段，中期伴随美国&新西兰产能投放，有望凭借成本&品质优势份额提升份额。Zeal 高端形象稀缺性凸显，看好 24 年重启快速成长；领先 Toptrees 凭借大单品&线上高效率运营投放，看好后续伴随资源投放效率提升，盈利能力和行业地位有望进一步提升。从品类角度，23A 宠物零食/罐头/主粮营收 23.5/6.3/5.8 亿元，同比+9.8%/+5.8%/+60.2%，2H 收入增速分别为+21.9%/-5.4%/+61.3%，伴随 6 万吨产能一期项目逐季爬坡，主粮加速成长。

佩蒂股份：海外基地进入盈利释放期，自主品牌保持较快成长，回购彰显发展信心。1) 外销：23H2 起订单逐步恢复正常，公司 23H1/H2 外销营收分别同比-50.2%/-3.5%，2024 年 3 月公司位于新西兰年产 4 万吨高品质主粮产线正式投产，助于丰富公司产能结构，丰富自身产品矩阵，实现生产结构多样化，增强长期盈利能力。2) 内销：聚焦爵宴、好适

嘉等重点品牌，注重根据市场潮流和趋势判断，及时跟进，对单个品牌在资源投入上有所侧重和倾斜，已在终端市场打造出爵宴鸭肉干、好适嘉（98K）湿粮罐头等多个畅销大单品，直接带动了自主品牌收入规模和品牌曝光度的快速提升，尤其是爵宴品牌下的部分产品在各线上平台持续保持在销量前列。3) 根据公司公告，佩蒂股份拟将已回购的 459 万股进行注销，占股本比例 1.8%，以回馈投资者。

风险提示

地产竣工改善速度与进度不及预期的风险：若地产竣工改善速度较慢或进度低于预期，将直接影响家居行业的终端需求。

原料价格大幅上涨的风险：若原料价格大幅上涨，将对下游家居企业的利润带来不利影响

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险：若下游需求持续疲弱，则影响了大宗造纸下游消费需求，提价有望无法推进，导致企业盈利持续承压。

代工商大客户流失的风险：若出口企业出现大客户减少订单或流失，则会影响公司的业绩表现。

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。

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806