

龙头抗压稳健成长，出口表现持续亮眼

轻工制造

推荐

(维持)

核心观点:

- **家居：营收稳健、盈利改善，龙头估值处于低位。**家居板块营收稳健增长，盈利能力改善驱动利润端实现更高增速，且软体板块较定制板块表现相对更优。行业终端需求表现平稳，龙头新品类发展贡献业绩增量，零售基本盘在行业承压背景下稳步发展，保交楼落地驱动定制类大宗渠道改善，软体类线上渠道增速较为亮眼。地产方面，2024年1~4月，销售端购房需求疲软，竣工端保交楼力度有所减弱，商品房销售面积、房屋竣工面积分别同比下降20.2%、20.4%。4月30日中央政治局会议提出地产方面政策指引以来，各部门及各地加快发布并落地各类政策，多项重磅政策集中释放有望提振地产行业景气度，并在未来支撑家居需求。同时，家居龙头估值处于历史底部，24年PE前瞻预测中，定制龙头平均12X左右，软体龙头平均14X左右；基于稳定的利润及现金流表现维持较优分红比例，平均股息率在3.5%以上，具备较强配置价值。建议关注：定制龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌厨柜】；软体龙头【顾家家居】、【慕思股份】、【喜临门】；民用电工龙头【公牛集团】。

- **造纸：纸浆价格持续上涨，看好一体化龙头。**

浆纸系方面，2023年初中国纸浆价格自高位下行，带动上市公司盈利能力逐季改善。当前，受欧洲旺盛需求及海外供应端扰动影响，外盘浆价上涨带动内盘浆价提升：5月27日，中国主港市场ARAUCO针叶浆（银星）、阔叶浆（明星）价格分别较3月初变动+12.75%、+18.46%。同时，5月中旬文化纸龙头发布涨价函拟对文化纸系列产品涨价300元/吨。我们认为，未来在相对高浆价成本下，下游文化纸有望持续提价，进而带动一体化龙头纸企盈利向好。

废纸系方面，终端需求疲软导致供大于求格局持续存在，价格端不断向下延伸，上市公司业绩表现较弱。5月27日，废黄纸板、瓦楞纸、箱板纸均价分别为1,422、2,608、3,629元/吨，分别较上月环比下跌1.46%、1.93%、1.33%。

特种纸方面，下游需求持续扩张，带动特种纸订单增长。头部企业快速推进产能建设，扩充品类矩阵，并布局自给浆，实现一定的抗周期能力，业绩长期成长性显著。同时，部分纸种海外需求良好，行业龙头积极开拓外销市场，取得亮眼表现，华旺科技23年实现海外销售7.8亿元，同比+66.9%。

建议关注：浆纸系龙头【太阳纸业】，特种纸龙头【华旺科技】、【仙鹤股份】。

- **轻工出口：静待美国降息提振地产，跨境电商实现蓬勃发展。**伴随海外库存逐步回落，轻工出口企业订单持续好转，2023年下半年以来营收端实现明显修复，同比增速表现亮眼。美国成屋市场同利率水平高度相关，我们预计未来伴随美联储降息落地，美国房地产市场料将复苏，进而带动海外家居需求释放。同时，跨境电商市场蓬勃发展，轻工相关品类受欢迎程度排名前列，轻工企业品牌出海成效显著。建议关注：跨境电商龙头【致欧科技】、【恒林股份】，深度布局海外仓的【乐歌股份】。

- **风险提示：**房地产市场景气度不及预期的风险、居民消费力恢复不及预期的风险、原材料价格大幅上涨的风险、行业竞争加剧的风险、中美贸易政策不确定性的风险。

分析师

陈柏儒

☎：010-80926000

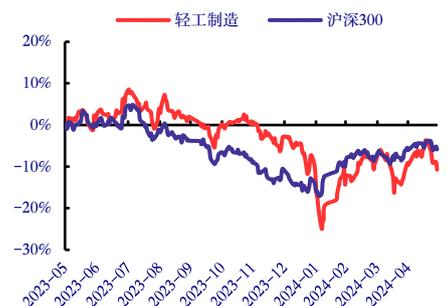
✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

研究助理：刘立思

相对沪深300表现

2024-05-28



资料来源：中国银河证券研究院

目录

一、家居：营收稳健、盈利改善，龙头估值处于低位.....	3
（一）定制：营收个位数增长，24Q1 利润大幅修复.....	3
（二）软体：利润表现亮眼，扣非净利实现 20%+增长.....	4
（三）投资建议.....	6
二、造纸：纸浆价格持续上涨，看好一体化龙头.....	9
（一）浆纸系：原材料成本下降，利润环比改善.....	9
（二）废纸系：终端需求疲软，业绩表现较弱.....	11
（三）特种纸：营收持续增长，盈利逐季好转.....	12
（四）投资建议.....	14
三、轻工出口：静待美国降息提振地产，跨境电商实现蓬勃发展.....	15
四、风险提示.....	17

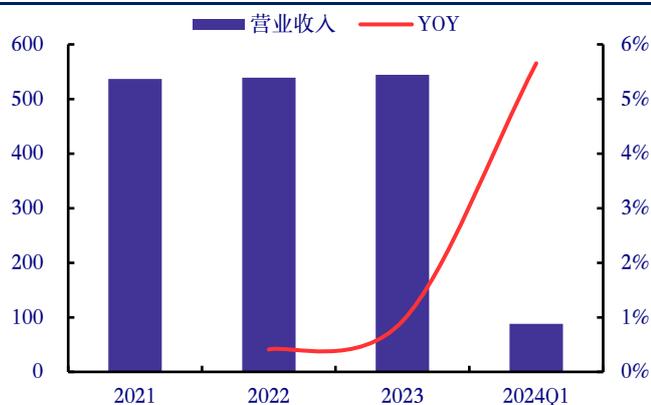
一、家居：营收稳健、盈利改善，龙头估值处于低位

（一）定制：营收个位数增长，24Q1 利润大幅修复

定制家居板块选取【欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、尚品宅配、好莱客、皮阿诺、我乐家居】八家企业作为代表，汇总八家数据作为定制板块整体数据进行分析。

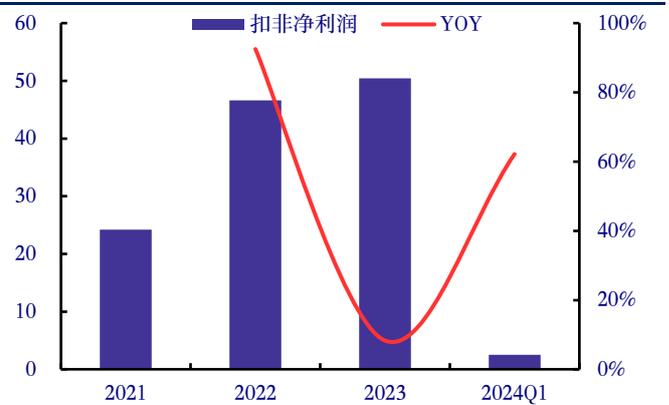
23Q2 以来营收个位数增长，24Q1 扣非净利润大幅修复。地产景气度持续下行，且终端消费力表现疲软，定制家居板块 2023 年实现销售 544.02 亿元，同比微增 0.93%，24Q1 实现销售 88.28 亿元，同比增长 5.65%，增速环比提升源于 23Q1 同期低基数。利润端来看，定制家居板块 2023 年实现扣非净利润 50.45 亿元，同比增长 8.3%，24Q1 实现扣非净利润 2.52 亿元，同比增长 62.18%。利润表现优于营收，主要源于毛利率的同比提升。

图1：定制家居板块历年营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：定制家居板块历年扣非净利润（亿元）



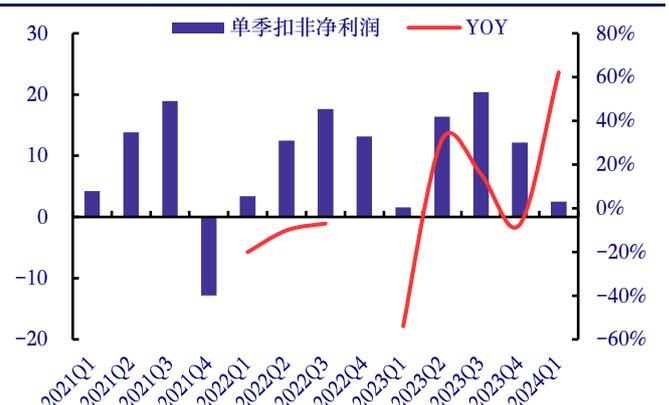
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：定制家居板块各季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

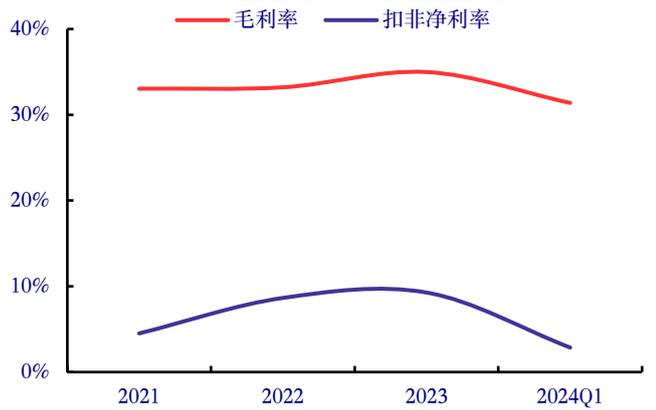
图4：定制家居板块各季度扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

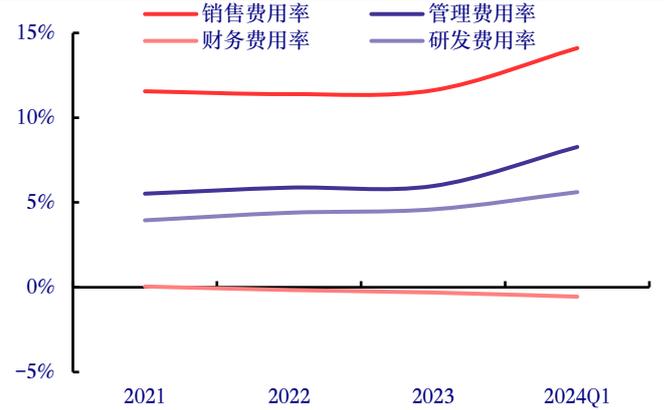
毛利率同比持续改善，费用率基本维持稳定，扣非净利率不断向好。2023 年，定制板块毛利率为 34.99%，同比提升 1.78 pct；费用率为 21.88%，同比提升 0.37 pct；扣非净利率为 9.27%，同比提升 0.63 pct。24Q1，毛利率/费用率/净利率分别为 31.38% / 27.44% / 2.86%，同比分别变动+0.97 pct / -0.08 pct / +1 pct，环比分别变动-3.9 pct / +5.35 pct / -4.81 pct，环比大幅下滑主要是受季节性因素影响。

图5: 定制家居板块历年毛利率、扣非净利率



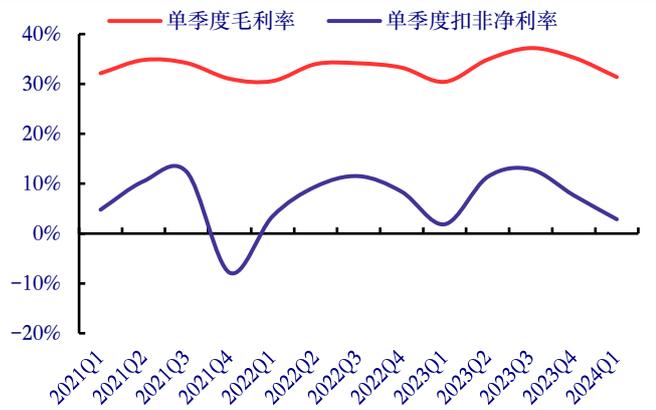
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 定制家居板块历年各项费用率



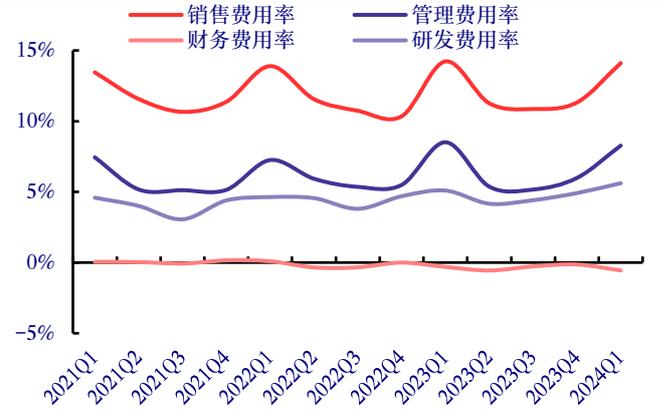
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 定制家居板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 定制家居板块各季度各项费用率



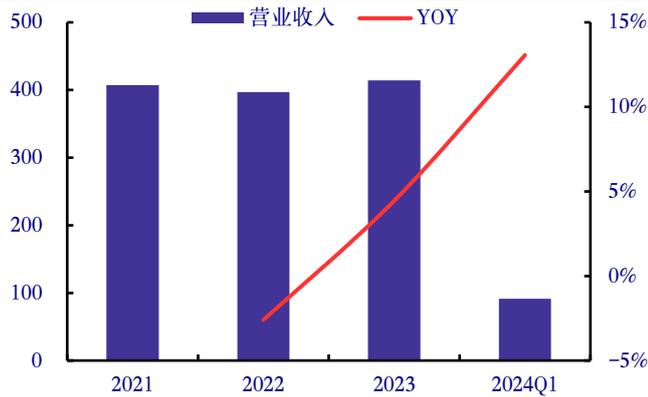
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 软体: 利润表现亮眼, 扣非净利实现 20%+增长

软体家居板块选取【顾家家居、慕思股份、喜临门、梦百合】四家企业作为代表, 汇总四家数据作为软体板块整体数据进行分析。

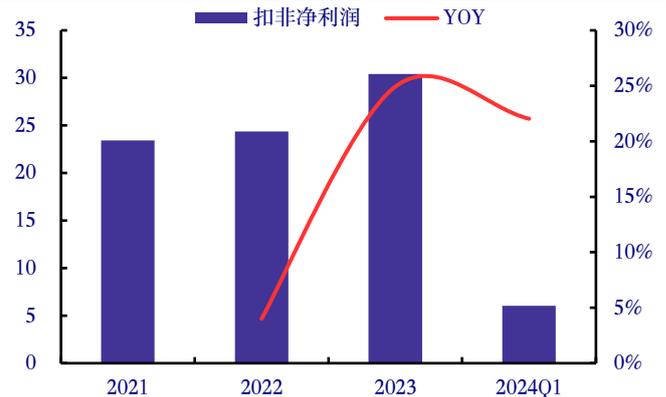
业绩表现相对更优, 扣非净利实现 20%+增长。 营收方面, 软体家居板块 2023 年实现销售 414.45 亿元, 同比增长 4.45%, 24Q1 实现销售 91.32 亿元, 同比增长 13.06%。软体板块销售较定制表现更优, 我们预计主要源于: 1) 软体家居在装修链条更靠后端, 存量需求占比更高且消费属性更强, 受地产影响较定制更少; 2) 软体龙头外销拓展贡献增量, 顾家、喜临门 23 年外销分别增长 6.84%、46.49%。利润方面, 软体家居板块 2023 年实现扣非净利润 30.42 亿元, 同比增长 24.93%, 24Q1 实现扣非净利润 6.02 亿元, 同比增长 22.03%, 毛利率提升使得利润增速明显快于营收。

图9: 软体家居板块历年营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 软体家居板块历年扣非净利润 (亿元)



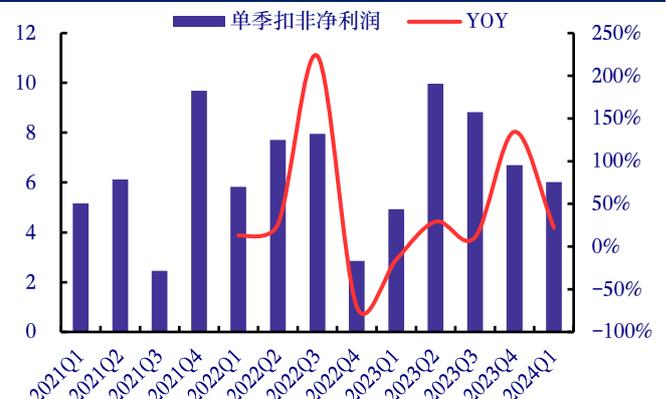
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 软体家居板块各季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

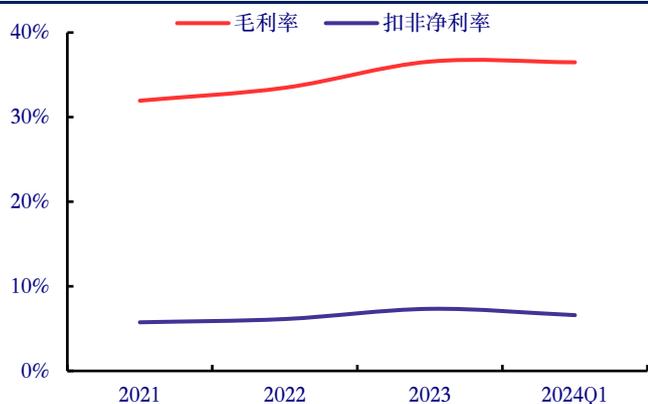
图12: 软体家居板块各季度扣非净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

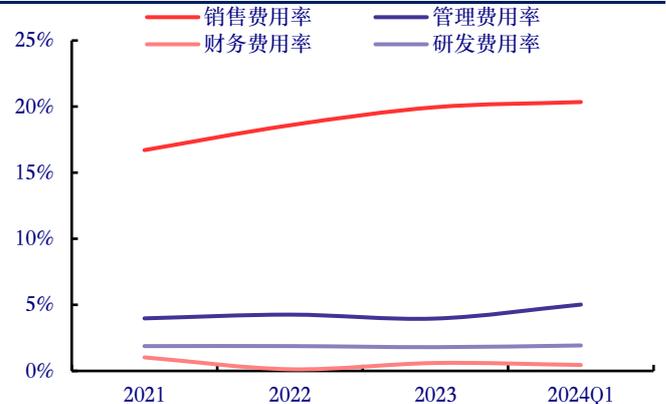
盈利能力同比明显改善。2023年,软体板块毛利率为36.57%,同比提升3.09 pct;费用率为26.32%,同比提升1.46 pct;扣非净利率为7.34%,同比提升1.2 pct。24Q1,毛利率/费用率/净利率分别为36.48%/27.74%/6.59%,同比分别变动+1.56 pct/+0.31 pct/+0.48 pct,环比分别变动-1.79 pct/-0.65 pct/+0.88 pct。原材料价格处于低位带动软体板块盈利能力同比明显提升。同时,顾家家居越南产能持续释放,供应链逐步完善,提效降本实现大幅强化;慕思股份低毛利率直供渠道营收大幅下降,营收占比快速下滑;喜临门产品结构改善,并推动降本控费举措落地;梦百合海外产能利用率提升,且海运费实现大幅下降。

图13: 软体家居板块历年毛利率、扣非净利率



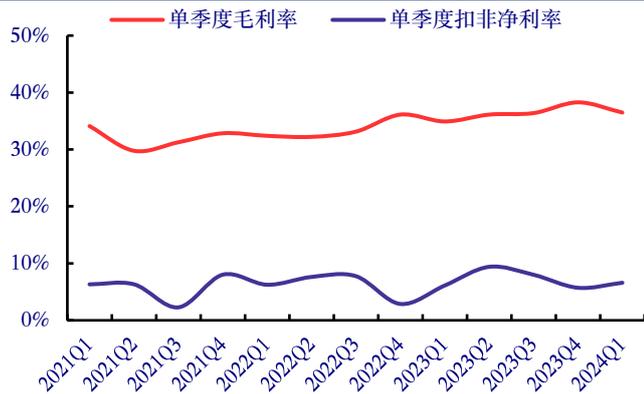
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 软体家居板块历年各项费用率



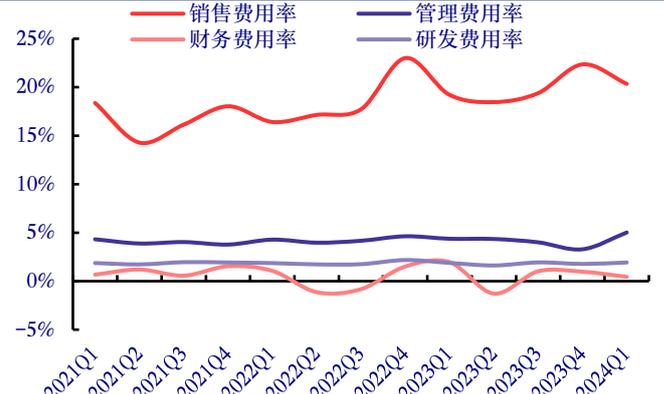
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 软体家居板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 软体家居板块各季度各项费用率

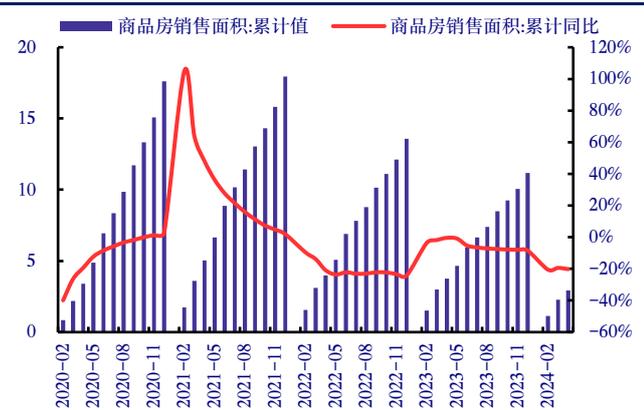


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 投资建议

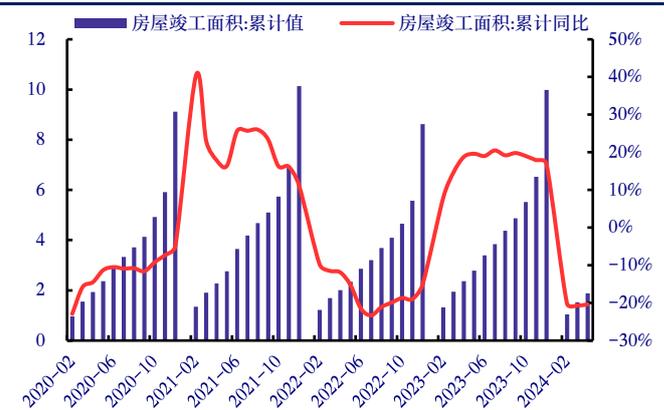
24 年地产销售、竣工有所承压。2024 年 1~4 月，中国商品房销售面积为 2.93 亿平方米，同比下降 20.2%，房屋竣工面积为 1.89 亿平方米，同比下降 20.4%。其中，4 月单月，中国商品房销售面积为 0.66 亿平方米，同比下降 22.84%，房屋竣工面积为 0.36 亿平方米，同比下降 19.1%。整体来看，销售端购房需求疲软，竣工端保交楼力度有所减弱，24 年 1~4 月数据均有所承压。

图17: 商品房销售面积累计值（亿平方米）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 房屋竣工面积累计值（亿平方米）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

地产政策集中发布，有望提振行业景气度。4 月 30 日，中央政治局会议提出结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。后续，北京、深圳、成都、杭州等城市优化或取消限购政策，且全国已有超过 30 个城市表态支持商品房“以旧换新”。5 月 17 日，中央会议对政策作出积极表态，且央行推出 3,000 亿保障性住房再贷款、调低首付比例、取消贷款利率下限、调低公积金贷款利率四项政策。我们认为，中央政治局会议提出地产方面政策指引，各部门及各地加快发布并落地各类政策，多项重磅政策集中释放有望提振地产行业景气度，并在未来支撑家居行业终端需求。

表1: 地产相关重要政策

时间	政策信息	主要内容
2024.4.30	中央政治局会议	要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
	北京《关于优化调整本市住房限购政策的通知》	在执行现有住房限购政策的基础上，允许已拥有住房达到限购套数的居民家庭，到五环外新购一套住房。

2024.5.6	深圳《关于进一步优化房地产政策的通知》	分区优化住房限购政策，多孩户籍家庭可再购1套房
2024.5.17	全国切实做好保交房工作视频会议 央行	要认真学习领会习近平总书记重要讲话精神，深入贯彻落实中央政治局会议部署，深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。 调整个人住房贷款最低首付款比例、调整商业行个人住房贷款利率、下调个人住房公积金贷款利率、设立3,000亿保障性住房再贷款等政策
2024.5.21	住建部《关于做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作的通知》	做好存量住房公积金个人住房贷款利率调整政策衔接，对贷款期限在1年以上的，应于下年1月1日开始，按相应利率档次执行新的利率规定。
2024.5.27	上海《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	进一步优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策、支持“以旧换新”以及优化土地和住房供应等九条新措施。

资料来源：克而瑞，政府官网，中国银河证券研究院

家居需求表现平稳，各月实现小个位数增长。2024年1~4月，中国家具类零售额为447亿元，同比增长2.5%，其中4月单月实现110亿元，同比增长1.2%。家居终端需求表现较为平稳，各月单月均为小个位数增长，地产下降&消费力疲软为主要影响因素：

- 1) 地产端新房及二手房销售均有所下降，且前期竣工明显下滑，导致家居装修需求减少；
- 2) 经济承压背景下，居民消费力下降，家居作为大宗消费受到明显影响，主要体现为：a.降低家装意愿，新房、二手房及旧房翻新虽然存在家装需求，但消费者选择延后装修，流量减少；b.选购商品过程中更加犹豫且注重性价比，倾向于货比三家，销售签约周期拉长，且转化率下降；c.配置选购降低，产品单价下降，价格带结构明显变化。

图19: 家具类商品零售额累计值 (亿元)



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图20: 家具类商品零售额当月值 (亿元)



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

龙头持续拓展品类，新品类发展贡献业绩增量。家居龙头在核心品类优势基础上持续推进品类拓展，新品类成为企业业绩增长的重要驱动力，并在行业承压背景下实现稳健发展，支撑整体业绩表现。

定制方面，定制龙头均布局大家居战略，实现橱柜、衣柜两大核心品类深度布局，并拓展木门、卫浴等品类，欧派、志邦均通过衣柜拓展实现快速成长；

软体方面，软体龙头完成卧室、客厅主要空间布局，并向前端定制进行延伸，顾家家居三大高潜品类快速成长。

表2: 家居龙头各品类表现 (亿元)

		2021		2022		2023		2024Q1	
		营收	YOY	营收	YOY	营收	YOY	营收	YOY
欧派家居	定制橱柜	75.29	+24.22%	71.73	-4.73%	70.31	-1.99%	10.68	-1.62%
	定制衣柜	101.72	+76.24%	121.39	+19.34%	119.49	-1.56%	19.06	-3.55%
	定制木门	12.36	+60.36%	13.46	+8.85%	13.78	+2.42%	2.17	4.96%
索菲亚	定制橱柜	14.20	+17.25%	12.72	-10.41%	12.44	-2.23%		
	定制衣柜	82.69	+23.38%	91.77	+10.98%	94.11	+2.54%		
	定制木门	4.58	+56.86%	4.34	-5.26%	5.89	+35.73%		
志邦家居	定制橱柜	29.34	+17.43%	27.37	-6.73%	28.38	+3.69%	3.16	-0.71%
	定制衣柜	17.60	+54.25%	21.03	+19.49%	25.05	+19.15%	3.84	8.83%
	定制木门	1.70	+291.53%	2.28	+34.17%	4.10	+79.92%	0.45	11.61%
金牌厨柜	定制橱柜	24.80	+19.62%	23.63	-4.71%	22.32	-5.55%	3.89	7.63%
	定制衣柜	8.00	+60.33%	9.61	+20.09%	10.44	+8.65%	1.90	19.91%
	定制木门	0.84	+242.17%	1.49	+77.27%	2.46	+64.97%	0.25	-14.88%
顾家家居	沙发	92.67	+44.51%	89.72	-3.19%	93.50	+4.21%		
	床类	33.38	+42.75%	35.57	+6.58%	41.04	+15.36%		
	定制	6.60	+44.80%	7.62	+15.35%	8.80	+15.57%		
慕思股份	床垫	32.19	+34.33%	27.28	-15.25%	25.81	-5.39%		
	床架	17.93	+52.94%	17.10	-4.63%	16.66	-2.57%		
	其他	8.99	+114.43%	5.19	-42.30%	5.07	-2.31%		
喜临门	沙发			4.50		4.34	-3.57%		
	床垫	39.61	+38.74%	40.48	2.19%	50.17	+23.94%		
	软床及配套	24.20	+70.02%	26.90	11.15%	26.61	-1.05%		
	沙发	10.54	+46.88%	9.02	-14.45%	7.70	-14.63%		

资料来源: 公司公告, iFinD, 中国银河证券研究院

零售基本盘稳健发展, 定制类企业大宗渠道有所改善, 软体类企业线上渠道表现亮眼。零售为家居龙头基本盘, 各品牌均以经销渠道为主, 在行业承压背景下通过多维举措实现稳健发展。定制类企业大宗渠道有所改善, 主要受益于保交楼政策落地, 且海外渠道低基数下快速成长, 24Q1 志邦、金牌海外渠道增速超 60%。软体类企业线上渠道表现亮眼, 23 年慕思、喜临门线上渠道均实现超 20% 增速。

表3: 家居龙头各渠道表现 (亿元)

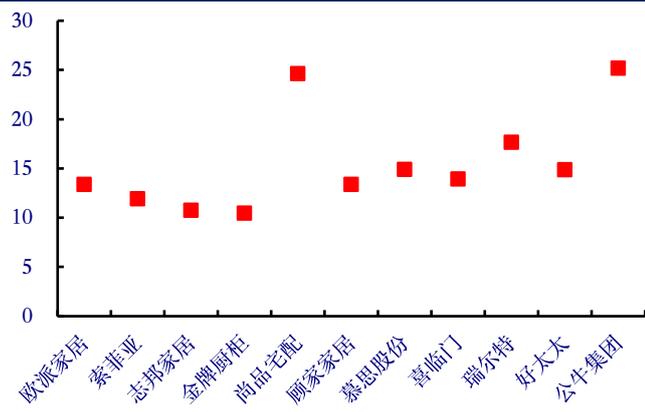
		2021		2022		2023		2024Q1	
		营收	YOY	营收	YOY	营收	YOY	营收	YOY
欧派家居	直营	5.87	47.33%	7.06	20.12%	8.29	17.44%	1.49	66.95%
	经销	156.80	40.20%	175.82	12.13%	175.75	-0.04%	26.20	-4.95%
	大宗	36.73	36.92%	34.95	-4.85%	35.86	2.61%	6.95	18.78%
索菲亚	直营	3.42	36.94%	2.77	-19.06%	3.15	13.58%		
	经销	83.60	27.99%	92.25	10.34%	96.27	4.36%		
	大宗	16.04	6.64%	15.25	-4.91%	14.51	-4.86%		
志邦家居	直营	3.22	39.01%	3.97	23.04%	4.70	18.52%	0.97	13.24%
	经销	28.30	26.90%	29.00	2.48%	31.24	7.75%	4.57	-1.78%
	大宗	16.51	40.59%	16.57	0.36%	20.09	21.22%	1.47	9.66%
	海外					1.50	31.86%	0.44	66.61%

金牌厨柜	直营	1.92	0.78%	1.27	-34.09%	0.96	-24.05%	0.05	-65.34%
	经销	18.78	33.28%	18.34	-2.37%	18.81	2.58%	2.86	-5.32%
	大宗	11.45	28.22%	12.80	11.78%	12.76	-0.29%	2.34	24.73%
	境外	1.64	51.37%	2.34	43.16%	2.74	16.92%	0.81	68.23%
顾家家居	内销	107.12	40.05%	103.04	-3.82%	109.35	6.13%		
	外销	69.18	48.68%	70.34	1.68%	75.15	6.84%		
慕思股份	经销	44.47		38.91	-12.51%	41.64	7.03%		
	电商	8.80		7.98	-9.32%	10.31	29.18%		
喜临门	经销	39.56	64.02%	36.13	-8.67%	36.86	2.00%		
	大宗	25.98	17.36%	26.50	1.99%	30.89	16.60%		
	线上	10.98	63.26%	14.78	34.62%	18.04	22.00%		

资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

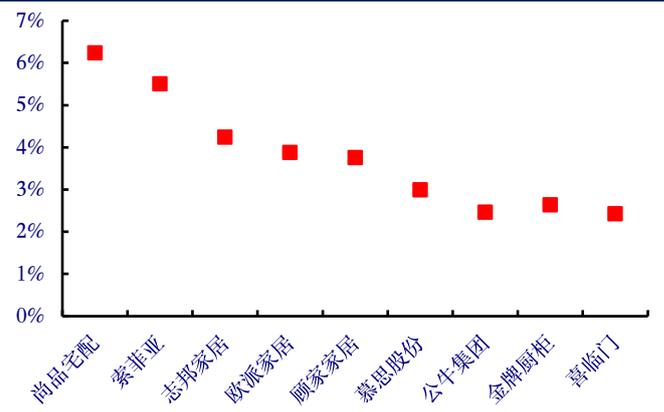
家居龙头估值处于底部，股息率水平表现较优。受地产行业景气度下行及家居消费疲软等外部环境影响，家居龙头估值当前处于历史底部，定制龙头平均 12X 左右，软体龙头平均 14X 左右。同时，得益于稳定的利润及现金流表现，家居龙头维持较优分红比例，平均股息率在 3.5% 以上，具备较强配置价值。

图21：家居龙头 24 年 PE 前瞻预测（截至 2024.5.27）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：家居龙头 2023 年报分红对应股息率（截至 2024.5.27）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

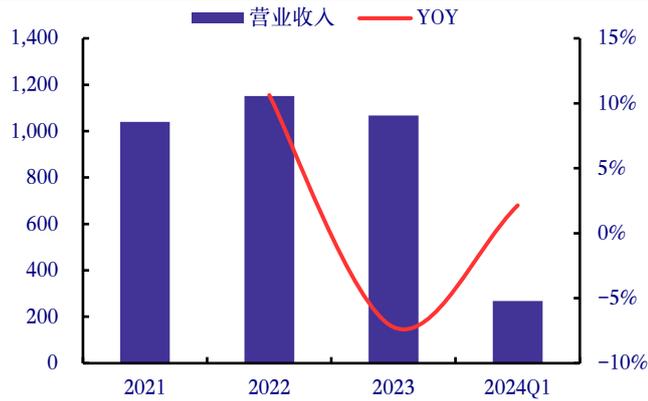
建议关注：定制家居龙头欧派家居（603833.SH）、索菲亚（002572.SZ）、志邦家居（603801.SH）、金牌厨柜（603180.SH）；软体家居龙头顾家家居（603816.SH）、慕思股份（001323.SZ）、喜临门（603008.SH）；民用电工龙头公牛集团（603195.SH）。

二、造纸：纸浆价格持续上涨，看好一体化龙头

（一）浆纸系：原材料成本下降，利润环比改善

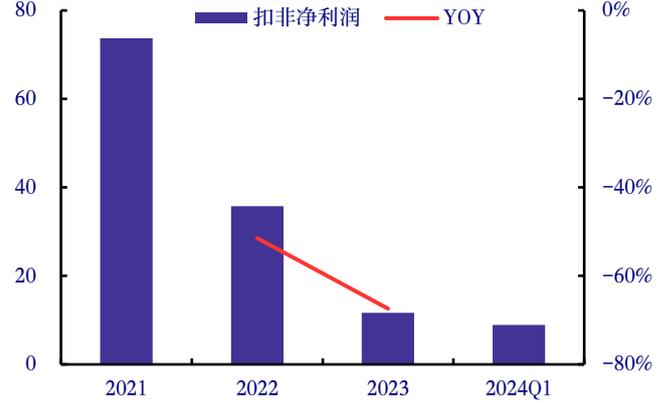
23 年业绩有所下滑，利润端环比向好。营收方面，下游需求整体表现疲软，且成品纸均价同比有所下滑，浆纸系板块 2023 年实现销售 1,067.78 亿元，同比下降 7.22%，24Q1 实现销售 267.39 亿元，同比增长 2.15%。利润端来看，浆纸系板块 2023 年实现扣非净利润 11.66 亿元，同比下降 67.4%，23Q1/23Q2/23Q3/23Q4/24Q1 分别实现扣非净利润-1.61/3.03/7.23/3.01/8.95 亿元，呈现逐季改善趋势，23Q4 较前后季度降低主要是因为华泰股份、晨鸣纸业实现较大亏损。

图23: 浆纸系板块历年营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 浆纸系板块历年扣非净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 浆纸系板块各季度营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

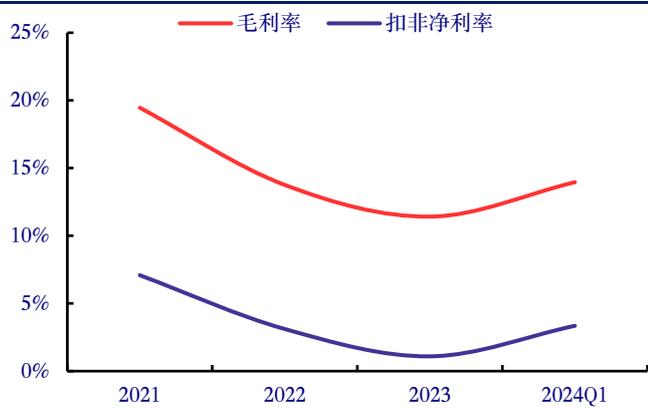
图26: 浆纸系板块各季度扣非净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

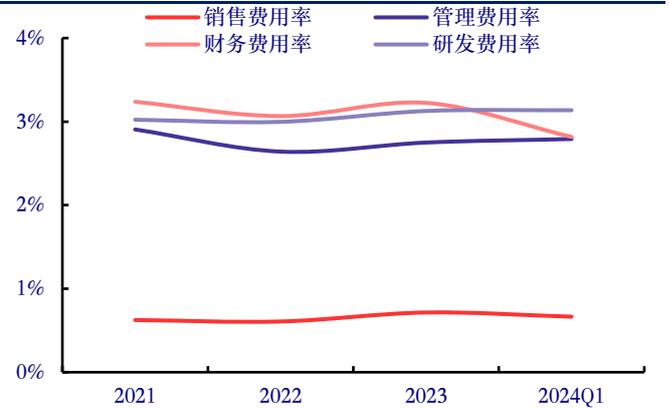
原材料价格下降, 驱动盈利能力环比逐季改善。2023年, 浆纸系板块毛利率为11.41%, 同比下降2.34 pct; 费用率为9.82%, 同比提升0.5 pct; 扣非净利率为1.09%, 同比下降2.02 pct。24Q1, 毛利率/费用率/净利率分别为13.96%/9.41%/3.35%, 同比分别变动+4.41 pct/-0.66 pct/+3.96 pct, 环比分别变动+1.18 pct/-0.23 pct/+2.25 pct。2023年初中国纸浆价格自高位持续下行, 伴随上市公司低价浆库存逐步应用, 带动盈利能力逐季持续改善。

图27: 浆纸系板块历年毛利率、扣非净利率



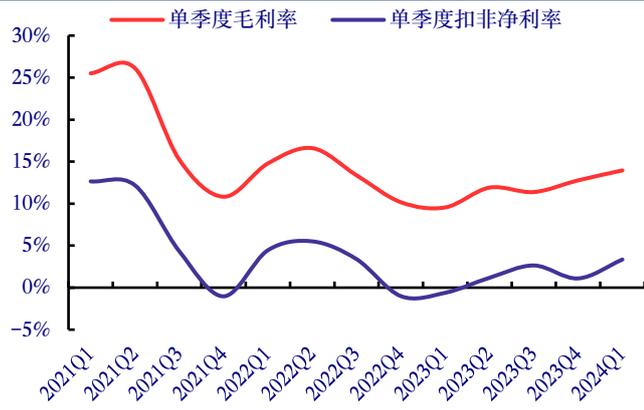
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 浆纸系板块历年各项费用率



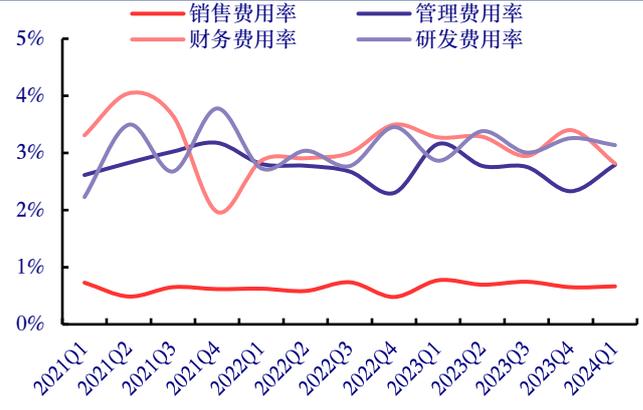
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 浆纸系板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 浆纸系板块各季度各项费用率

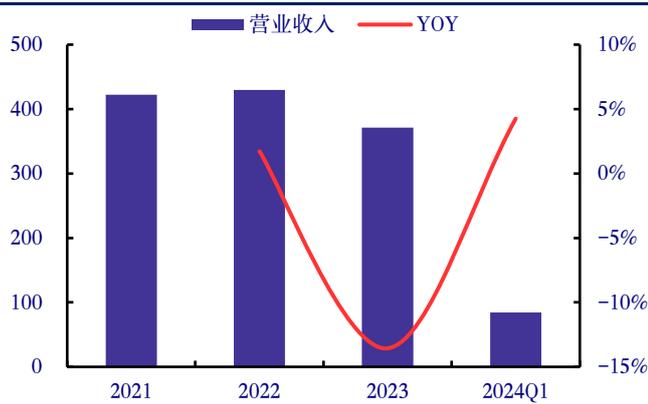


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 废纸系: 终端需求疲软, 业绩表现较弱

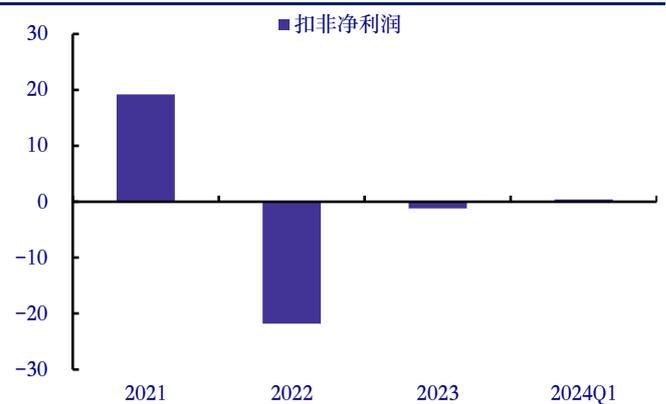
终端需求疲软, 业绩表现较弱。 营收方面, 废纸系板块 2023 年实现销售 371.19 亿元, 同比下降 13.56%, 24Q1 实现销售 84.22 亿元, 同比增长 4.26%。利润端来看, 废纸系板块 2023 年实现扣非净利润 -1.18 亿元, 同比减少亏损 94.59%, 24Q1 实现扣非净利润 0.39 亿元, 同比扭亏为盈。废纸系板块业绩表现较弱, 主要是因为终端需求疲软, 导致废纸系成品纸价格持续下滑, 且盈利能力维持低位。

图31: 废纸系板块历年营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 废纸系板块历年扣非净利润(亿元)



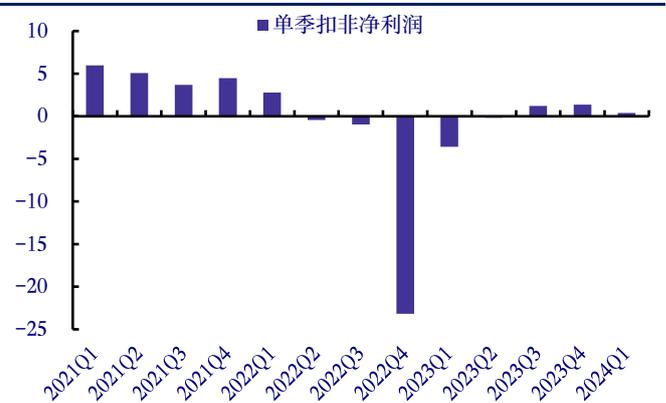
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图33: 废纸系板块各季度营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

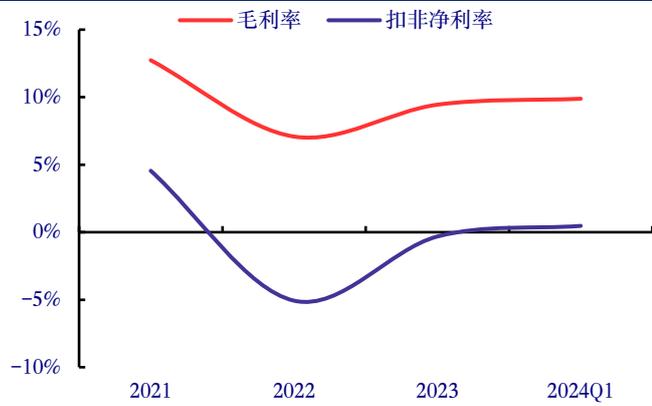
图34: 废纸系板块各季度扣非净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

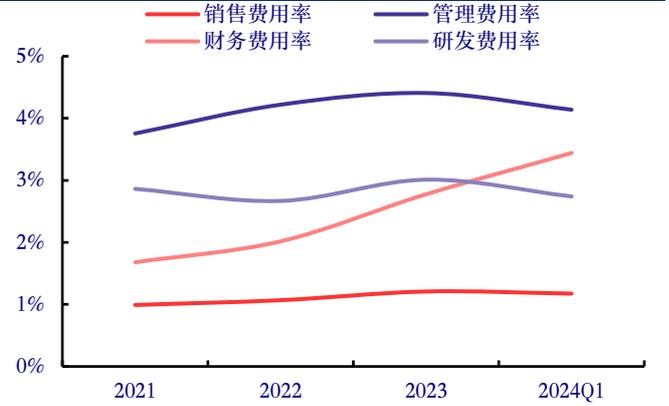
毛利率环比波动向好，费用率仍维持较高水平，扣非净利率处于低位。2023年，废纸系板块毛利率为9.44%，同比提升2.36 pct；费用率为11.4%，同比提升1.43 pct；扣非净利率为-0.32%，同比提升4.76 pct。24Q1，毛利率/费用率/净利率分别为9.88%/11.49%/0.47%，同比分别变动+2.56 pct/-1.74 pct/+4.89 pct，环比分别变动-1.65 pct/+0.42 pct/-0.88 pct。

图35：废纸系板块历年毛利率、扣非净利率



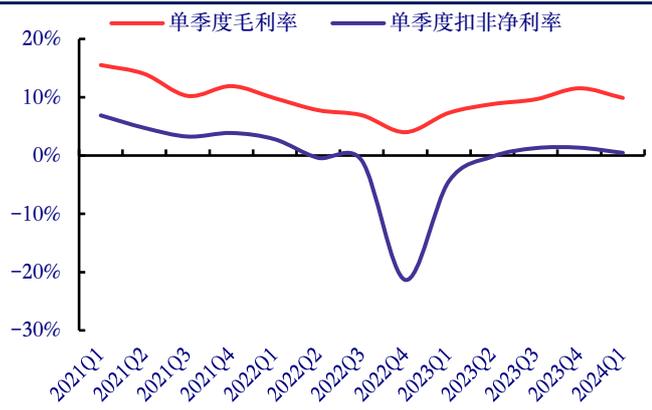
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：废纸系板块历年各项费用率



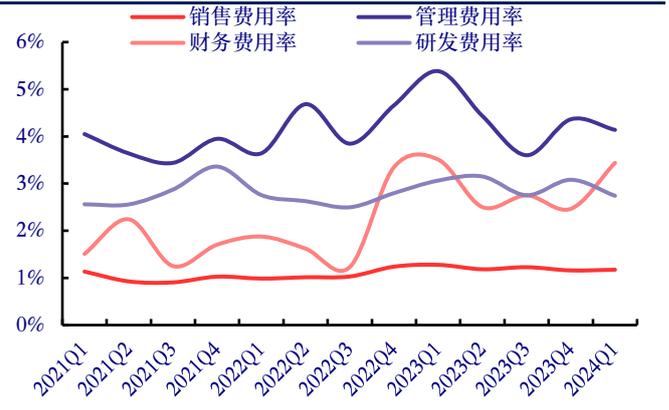
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：废纸系板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：废纸系板块各季度各项费用率

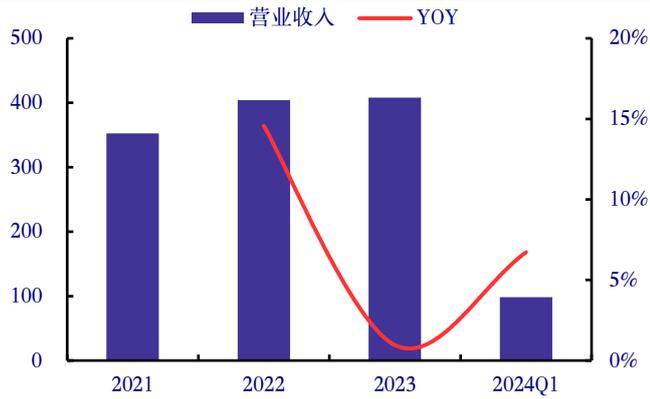


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）特种纸：营收持续增长，盈利逐季好转

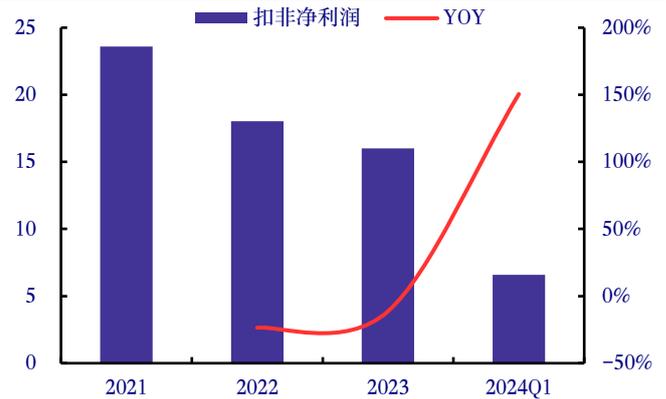
营收表现稳健，利润逐季改善。营收方面，特种纸板块 2023 年实现销售 407.85 亿元，同比增长 0.96%，24Q1 实现销售 98.34 亿元，同比增长 6.72%。利润端来看，特种纸板块 2023 年实现扣非净利润 16 亿元，同比下降 11.27%，24Q1 实现扣非净利润 6.59 亿元，同比增长 150.52%。近几个季度利润同环比改善主要源于，此前纸浆原材料价格下行，带动特种纸企业盈利能力改善。

图39: 特种纸板块历年营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图40: 特种纸板块历年扣非净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图41: 特种纸板块各季度营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

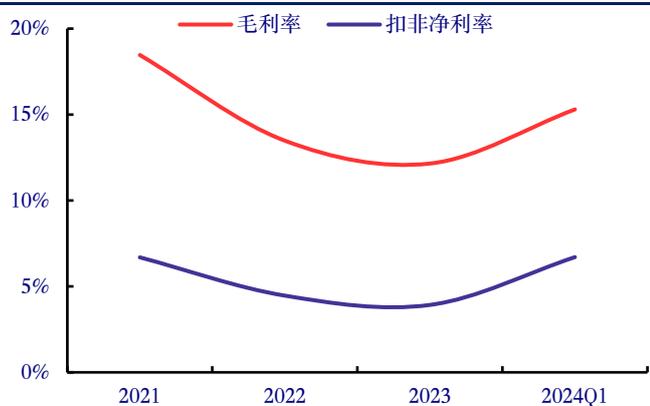
图42: 特种纸板块各季度扣非净利润(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

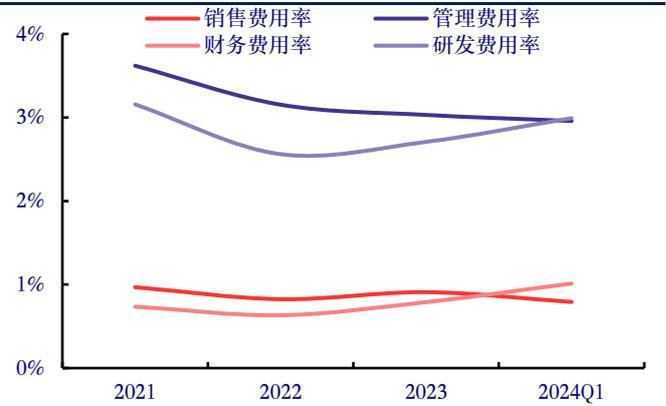
23Q2 以来盈利能力持续提升。2023年，特种纸板块毛利率为12.15%，同比下降1.33 pct；费用率为7.44%，同比提升0.27 pct；扣非净利率为3.92%，同比下降0.54 pct。24Q1，毛利率/费用率/净利率分别为15.3%/7.75%/6.7%，同比分别变动+4.45 pct/+0.54 pct/+3.85 pct，环比分别变动+0.18 pct/+0.74 pct/+1.08 pct。

图43: 特种纸板块历年毛利率、扣非净利率



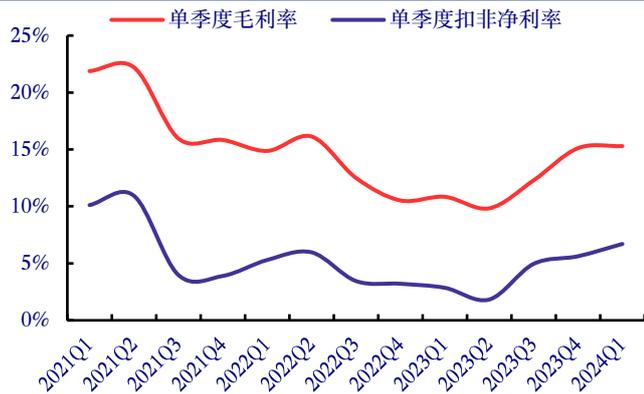
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图44: 特种纸板块历年各项费用率



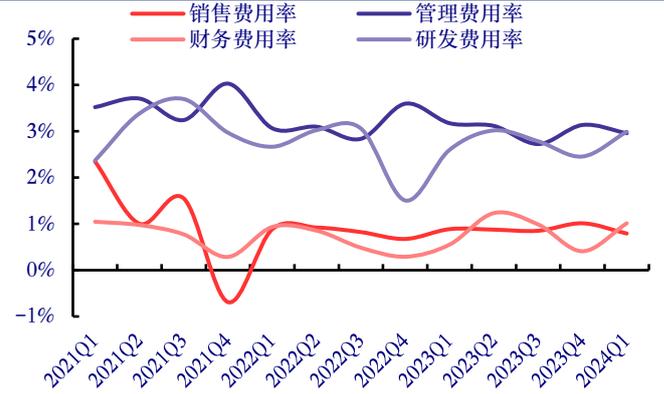
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图45: 特种纸板块各季度毛利率、扣非净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图46: 特种纸板块各季度各项费用率

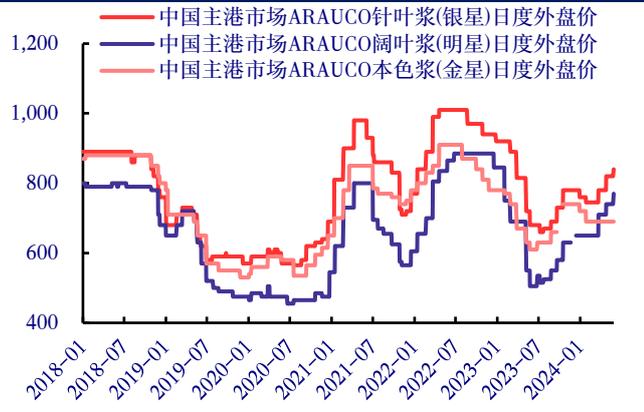


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

纸浆成本持续提升，将对下游纸价构成支撑。欧洲需求旺盛&供应端扰动导致外盘浆价持续上涨，进而支撑内盘浆价上行，截至2024年5月27日，中国主港市场ARAUCO针叶浆（银星）、阔叶浆（明星）、本色浆（金星）价格分别为840、770、690美元/吨，分别较3月初变动+12.75%、+18.46%、0%；中国针叶浆、阔叶浆及化机浆价格分别为6,421.43、5,752.27、4,050元/吨，分别较3月初变动+8.11%、+9.73%、-3.57%。伴随浆价成本持续提升，将对下游成品纸价格提供有力支撑。

图47: 纸浆外盘价格（美元/吨）



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

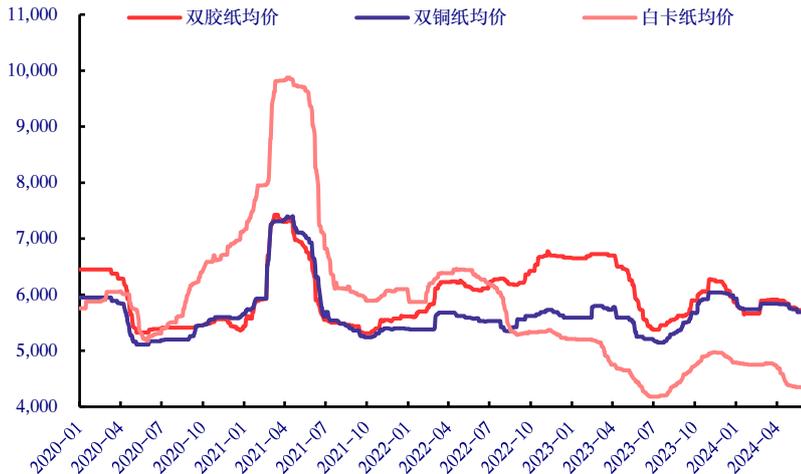
图48: 中国纸浆价格（元/吨）



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

此前纸价表现略显疲软，看好后续文化纸提价落地。受限于终端需求表现，浆纸系成品纸价格持续下滑，截至2024年5月27日，双胶纸、双铜纸及白卡纸价格分别为5,725、5,690、4,350元/吨，分别较上月环比变动-1.93%、-2.23%、-0.91%。5月中旬，太阳纸业、岳阳林纸等文化纸龙头均发布涨价函，拟于6月1日对文化纸系列产品涨价300元/吨。我们认为，未来在相对高浆价成本下，下游文化纸有望持续提价，进而带动具备自给浆优势的龙头纸企实现盈利向好。

图49: 浆纸系成品纸价格(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

废纸系价格持续下行, 仍待未来需求复苏。截至2024年5月27日, 废黄纸板平均价格为1,422元/吨, 较上月环比下跌1.46%; 瓦楞纸均价为2,608元/吨, 较上月环比下跌1.93%; 箱板纸均价为3,629元/吨, 较上月环比下跌1.33%。规模纸厂开工负荷率稳定, 仅个别纸厂装置停机, 叠加进口量继续增加, 整体供应端宽松。同时, 受制于疲软的经济环境&市场仍处消费淡季, 终端订单表现不佳, 供大于求格局持续存在。

图50: 中国废黄板纸价格(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图51: 中国瓦楞纸、箱板纸价格(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

特种纸龙头产能扩张, 长期实现稳健成长。特种纸下游需求持续扩张, 带动特种纸订单增长, 头部企业快速推进产能建设, 扩充品类矩阵, 并布局自给浆, 实现一定的抗周期能力, 业绩长期成长性显著。同时, 部分纸种海外需求良好, 行业龙头积极开拓外销市场, 取得亮眼表现, 华旺科技23年实现海外销售7.8亿元, 同比+66.9%。

建议关注: 浆纸系龙头太阳纸业(002078.SZ), 特种纸龙头华旺科技(605377.SH)、仙鹤股份(603733.SH)。

三、轻工出口: 静待美国降息提振地产, 跨境电商实现蓬勃发展

轻工出口去库结束, 企业订单实现修复。疫情前期需求旺盛促使海外客户采购订单激增, 供应链因素导致货运周期延长, 而后续海外终端需求回落, 最终导致海外客户库存高企。2022年以来, 受下游客户去库影响, 轻工出口企业制造代工业订单量明显下降, 营收端较为承压。伴随海外库存逐步回落, 轻工出口企业订单持续好转, 2023年下半年以来营收端实现明显修复, 同比增速表现亮眼。

表4: 轻工出口企业各季度营收及同比增速 (亿元)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
301376.SZ	当期营收	14.27	13.82	13.10	13.37	12.67	13.76	14.92	19.38	18.42
	YOY	-4.07%	-19.29%	-4.84%	-3.91%	-11.18%	-0.38%	13.92%	44.98%	45.30%
605099.SH	当期营收	6.81	6.34	6.37	5.18	5.59	7.11	6.46	5.45	6.88
	YOY	27.78%	0.34%	9.13%	-6.23%	-17.97%	12.16%	1.43%	5.18%	23.14%
603600.SH	当期营收	10.08	12.02	9.77	8.67	6.97	8.40	9.64	10.38	8.57
	YOY	-5.46%	-10.10%	-7.06%	-27.91%	-30.90%	-30.17%	-1.38%	19.70%	22.96%
603661.SH	当期营收	14.01	15.51	16.78	18.85	16.94	19.50	21.32	24.19	23.54
	YOY	35.66%	12.78%	7.36%	4.31%	20.84%	25.72%	27.09%	28.34%	38.98%
300729.SZ	当期营收	7.64	7.85	7.64	8.96	7.96	8.82	10.07	12.16	11.22
	YOY	15.83%	6.38%	8.63%	16.20%	4.29%	12.34%	31.90%	35.73%	40.83%
603408.SH	当期营收	11.38	12.14	9.90	8.45	8.08	10.74	12.08	12.44	11.53
	YOY	6.67%	-1.08%	-17.97%	-30.29%	-29.00%	-11.57%	22.11%	47.27%	42.68%
301061.SZ	当期营收	4.62	3.20	3.27	3.54	4.28	5.18	5.09	4.67	5.59
	YOY	1.06%	-39.01%	-35.62%	-18.77%	-7.43%	61.74%	55.83%	32.00%	30.66%
603610.SH	当期营收	7.44	6.89	6.78	5.51	6.97	8.26	8.63	7.17	7.56
	YOY	14.05%	2.17%	-20.24%	-30.11%	-6.37%	19.89%	27.18%	29.99%	8.48%
301004.SZ	当期营收	1.83	2.74	3.79	4.23	2.42	4.11	5.75	5.47	4.32
	YOY	131.21%	97.14%	116.24%	120.35%	32.46%	49.75%	51.82%	29.21%	78.20%
605155.SH	当期营收	1.14	1.14	1.39	1.33	1.19	1.57	1.75	1.86	1.65
	YOY	23.48%	-2.08%	8.93%	2.37%	4.98%	38.08%	26.14%	39.83%	38.33%
603992.SH	当期营收	7.93	9.19	7.74	6.95	6.05	7.90	7.99	7.90	6.81
	YOY	49.30%	36.99%	-2.69%	-29.09%	-23.72%	-13.99%	3.14%	13.71%	12.61%
301193.SZ	当期营收	4.15	5.80	5.85	3.96	3.28	4.39	4.62	4.91	4.99
	YOY	35.82%	111.83%	79.19%	20.48%	-20.82%	-24.29%	-21.07%	24.20%	52.03%
002615.SZ	当期营收	5.65	7.30	6.03	5.30	3.62	5.74	7.69	7.01	5.75
	YOY	15.67%	24.93%	2.54%	-27.23%	-35.90%	-21.35%	27.67%	32.36%	58.58%
603313.SH	当期营收	21.43	19.40	19.85	19.49	16.99	19.02	21.15	22.60	18.19
	YOY	13.46%	-3.54%	-10.21%	-3.92%	-20.74%	-1.95%	6.55%	15.96%	7.08%
001222.SZ	当期营收	3.50	1.98	2.36	1.70	1.88	2.43	3.01	2.60	2.46
	YOY	40.36%	-13.65%	-33.75%	-27.42%	-46.23%	22.30%	27.51%	53.05%	30.67%
301335.SZ	当期营收	4.24	4.40	6.45	3.77	4.27	5.77	5.24	5.08	5.04
	YOY	14.97%	-2.59%	25.68%	-27.48%	0.72%	31.26%	-18.74%	34.60%	17.90%
605080.SH	当期营收	3.30	3.06	1.68	1.42	2.40	2.90	1.41	1.52	2.73
	YOY	46.61%	13.16%	-1.19%	-19.79%	-27.23%	-5.12%	-15.80%	6.70%	13.83%

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

美国降息有望落地, 看好地产改善带动家居出口。根据银河宏观观点, 美国最新数据反映美国经济在高利率环境下有边际弱化的迹象, 通胀在二、三季度依然具备弱化的基础, 预计 2024 年 CPI 同比增速中枢为 3.1% 以及年内有望采取两次降息。美国成屋市场同利率水平高度相关, 我们预计未来伴随美联储降息落地, 美国房地产市场料将复苏, 进而带动海外家居需求释放。

图52: 美国成屋销售及联邦基金利率 (万套)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

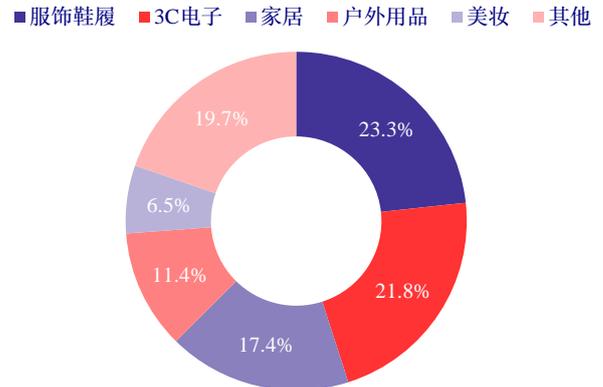
跨境电商蓬勃发展，品牌出海成效显著。全球跨境电商市场快速成长，而中国凭借产品质量及成本等优势成为最受欢迎的供给方，2022年中国跨境电商出口规模达到6.6万亿元，同比增长9.4%，预计未来3年将以16.4%的CAGR稳步增长，并于2025年达到10.4万亿元。轻工相关品类受欢迎程度排名前列，2022年家居、户外用品分别为第3、4名，占比17.4%、11.4%。致欧科技借助中国供应链优势深耕家居领域，自主品牌实现欧洲排名前列；如恒林、乐歌等传统代工龙头转型自主品牌出海，实现快速增长。

图53：中国跨境电商出口规模（万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图54：中国跨境出口 B2C 电商品类分布（2022 年）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

建议关注：跨境电商出海龙头致欧科技（301376.SZ）、恒林股份（603661.SH），深度布局海外仓的乐歌股份（300729.SZ）。

四、风险提示

房地产市场景气度不及预期的风险。中央及地方频发地产支持政策，但若地产销售及竣工仍无法得到有效提振，将直接影响未来家居需求。

居民消费力恢复不及预期的风险。疫后居民消费力展现出明显的下降特征，若未来消费力恢复较弱，终端销售订单量及价格均有下滑可能。

原材料价格大幅上涨的风险。企业原材料价格波动将对盈利能力造成影响，若原材料价格大幅上涨则将增加企业的成本压力，进而影响企业的经营利润。

行业竞争加剧的风险。市场竞争加剧可能导致企业销售价格下行，从而影响业务体量及盈利能力。

中美贸易政策不确定性的风险。美国对华贸易政策存在不确定性，若后续施行提高关税等措施，将对跨境电商企业造成明显影响。

图表目录

图 1: 定制家居板块历年营业收入 (亿元)	3
图 2: 定制家居板块历年扣非净利润 (亿元)	3
图 3: 定制家居板块各季度营业收入 (亿元)	3
图 4: 定制家居板块各季度扣非净利润 (亿元)	3
图 5: 定制家居板块历年毛利率、扣非净利率	4
图 6: 定制家居板块历年各项费用率	4
图 7: 定制家居板块各季度毛利率、扣非净利率	4
图 8: 定制家居板块各季度各项费用率	4
图 9: 软体家居板块历年营业收入 (亿元)	5
图 10: 软体家居板块历年扣非净利润 (亿元)	5
图 11: 软体家居板块各季度营业收入 (亿元)	5
图 12: 软体家居板块各季度扣非净利润 (亿元)	5
图 13: 软体家居板块历年毛利率、扣非净利率	5
图 14: 软体家居板块历年各项费用率	5
图 15: 软体家居板块各季度毛利率、扣非净利率	6
图 16: 软体家居板块各季度各项费用率	6
图 17: 商品房销售面积累计值 (亿平方米)	6
图 18: 房屋竣工面积累计值 (亿平方米)	6
图 19: 家具类商品零售额累计值 (亿元)	7
图 20: 家具类商品零售额当月值 (亿元)	7
图 21: 家居龙头 24 年 PE 前瞻预测 (截至 2024.5.27)	9
图 22: 家居龙头 2023 年报分红对应股息率 (截至 2024.5.27)	9
图 23: 浆纸系板块历年营业收入 (亿元)	10
图 24: 浆纸系板块历年扣非净利润 (亿元)	10
图 25: 浆纸系板块各季度营业收入 (亿元)	10
图 26: 浆纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)	10
图 27: 浆纸系板块历年毛利率、扣非净利率	10
图 28: 浆纸系板块历年各项费用率	10
图 29: 浆纸系板块各季度毛利率、扣非净利率	11
图 30: 浆纸系板块各季度各项费用率	11
图 31: 废纸系板块历年营业收入 (亿元)	11
图 32: 废纸系板块历年扣非净利润 (亿元)	11
图 33: 废纸系板块各季度营业收入 (亿元)	11
图 34: 废纸系板块各季度扣非净利润 (亿元)	11
图 35: 废纸系板块历年毛利率、扣非净利率	12
图 36: 废纸系板块历年各项费用率	12
图 37: 废纸系板块各季度毛利率、扣非净利率	12
图 38: 废纸系板块各季度各项费用率	12

图 39: 特种纸板块历年营业收入 (亿元)	13
图 40: 特种纸板块历年扣非净利润 (亿元)	13
图 41: 特种纸板块各季度营业收入 (亿元)	13
图 42: 特种纸板块各季度扣非净利润 (亿元)	13
图 43: 特种纸板块历年毛利率、扣非净利率	13
图 44: 特种纸板块历年各项费用率	13
图 45: 特种纸板块各季度毛利率、扣非净利率	14
图 46: 特种纸板块各季度各项费用率	14
图 47: 纸浆外盘价格 (美元/吨)	14
图 48: 中国纸浆价格 (元/吨)	14
图 49: 浆纸系成品纸价格 (元/吨)	15
图 50: 中国废黄板纸价格 (元/吨)	15
图 51: 中国瓦楞纸、箱板纸价格 (元/吨)	15
图 52: 美国成屋销售及联邦基金利率 (万套)	16
图 53: 中国跨境电商出口规模 (万亿元)	17
图 54: 中国跨境出口 B2C 电商品类分布 (2022 年)	17

表格目录

表 1: 家居龙头各品类表现 (亿元)	8
表 2: 家居龙头各渠道表现 (亿元)	8
表 3: 轻工出口企业各季度营收及同比增速 (亿元)	16

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn