

轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）
yinxinyue@gjzq.com.cn

关注新型烟草回调布局机遇，AI 眼镜产业化进程有望加速

行业观点更新：

- 家居板块：**内销方面，近期各地家居消费补贴陆续开启，头部企业快速跟进。“315 活动”逐步开启，终端接单景气度边际或有所回升，后续补贴效果仍值得期待。短期来看，春节较早对生产交付、前端接单有一定影响叠加相对较高基数，25Q1 多数企业报表端或较难有明显优化。中长期来看，三维家发布家居行业首个垂直智能体引擎，有望重新定义家居服务范式。一方面考虑 25 年补贴政策时间或更长，另一方面 AI 发展背景下家居产品智能化且前后端效率提升趋势或将加速显现，领先布局的头部企业优势有望充分凸显，再现较优增长驱动力。外销方面，虽然美国后续关税举措仍不确定，但考虑美国仍存进一步降息带动地产链的机遇，我们认为仍可重视具备 α 的企业布局机会。整体来看，家居板块我们依然建议关注：1) C 端占比较高，具备品类融合能力、整装渠道布局及整体效率领先的内销大家居龙头企业；2) 具备海外完善产能布局，且技工贸一体化或品牌化程度较高的出口企业。
- 新型烟草：**海外市场方面，近期多家海外烟草集团均已陆续发布 2024 年业绩，结合各家业绩及交流信息，可发现：1) 新型烟草产业趋势优异，烟草集团坚定推进相关布局，新型烟草收入占比、用户数进一步提升；2) 英美烟草 gloHilo 塞尔维亚表现较优，25 年中有望上市，英美烟草对其充满期待；3) 美国、欧洲监管环境优化，合规雾化电子烟景气度改善可期。国内市场方面，在执法趋严及口味优化的背景下，后续合规产品销售依然有望显现逐季回升趋势。综合来看，不论从国内市场还是海外市场雾化电子烟发展趋势来看，思摩尔国际最艰难时刻已过去，雾化业务拐点已开始显现，HNB 业务依托与英美烟草的深度合作后续成长空间可期。
- 造纸包装：**文化纸涨价有序落地，3 月阔叶浆报价再涨 20 美元/吨。1) 造纸：截至 2 月 21 日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5400/4510/6500/3730 元，环比上周持平/持平/持平/-80。太阳/玖龙等多家纸企发布文化纸涨价函，教材教辅采购支撑文化纸需求边际转暖，动力煤价格较年初下行 48 元（幅度-6.3%），用浆及煤炭能源成本逐步回落，盈利自 Q4 起进入温和回暖区间，推荐太阳纸业、仙鹤股份。2) 包装：奥瑞金收购中粮包装完成私有化条件，行业竞争格局有望改善。25 年国补新增消费电子补贴，3C 产品销量提升明显，有望拉动包装龙头从中受益。推荐仙鹤股份、太阳纸业，建议关注华旺科技、五洲特纸、博汇纸业、裕同科技、奥瑞金等。
- 轻工消费：**中国信通院启动 AI 眼镜专项测试证明行业标准化更进一步，悦己消费下潮玩 IP 产业链崛起。1) AI 眼镜：近期信通院首发 RayBan-Meta AI 眼镜测试报告，我们认为这为 AI 眼镜产业化方向指明道路，产业规范化进程有望更进一步。建议重点围绕镜片产业链积极布局，重点围绕绑定优质大厂的具备品牌力的镜片制造端、以及关键渠道卡位标的。2) IP 潮玩产业链：哪吒周边衍生品的爆发验证头部企业在供应链反应速度/品类扩张成熟度上已具备较强能力，据久谦，潮玩动漫品类 25M1 同比+28.6%，其中盲盒娃娃/动漫游戏周边同比+179.5%/+62.1%。3) 宠物：据久谦，宠物食品 25M1 同比+4.4%，其中猫粮/狗粮同比+6.6%/-2.7%，持续看好优质国货成长。
- 两轮车：**看好以旧换新支撑下的 β 行情演绎，新势力品牌加快女性群体新车型的发布。行业以旧换新各省政策有所更新，大多数保持 24 年补贴情况，旺季头部企业陆续推新，行业景气度边际转暖逐步在数据端验证，看好供应链一体化布局深入、产品性能打造能力突出的头部企业量价齐升逻辑。春风动力旗下两轮车品牌极核发布女性群体新品 MO1 系列，电自版首发价格下沉至 3000 元以下。建议关注雅迪控股、爱玛科技、九号公司。
- 各板块景气度判断：**家居板块（底部企稳）、新型烟草（拐点向上）、造纸（底部企稳）、包装（稳健向上）、宠物食品（高景气维持）、两轮车（拐点向上）、文娱用品（稳健向上）。

投资建议

- 家居：**推荐顾家家居（总裁大比例回购展现信心，第二增长曲线显现叠加优异组织能力有望支撑中长期领先行业）、索菲亚（总部组织+渠道架构合理清晰，支撑后续大家居发展，估值修复空间较大）、志邦家居、敏华控股等。
- 新型烟草：**推荐思摩尔国际（雾化业务有望受益海外合规市场扩容，中期 HNB 业务弹性可期）、中烟香港等。
- 轻工消费：**推荐乖宝宠物（宠物消费韧性凸显、国货龙头势能强化，稀缺性成长，股东减持释放流动性）、中宠股份、名创优品、百亚股份等。
- 造纸包装：**推荐仙鹤股份（浆板块上行预期下带来的增量利润弹性，特纸环节纸价的韧性/份额提升）、太阳纸业（浆纸一体化龙头，成本管控不断深化）、华旺科技、裕同科技、奥瑞金等。
- 出海：**推荐匠心家居（家居出口优质企业，后续有望受益美国降息，店中店模式正在加速推进，成长空间有望打开）、恒林股份、致欧科技、乐歌股份等。

风险因素

- 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 造纸包装.....	4
1.4 轻工消费&二轮车.....	4
二、行业重点数据及热点跟踪.....	6
2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	6
2.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	6
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.....	15
五、风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 全球电子烟行业一周热点回顾.....	6
图表 2： 中国地产数据走势.....	8
图表 3： 美国地产数据走势.....	9
图表 4： 家具出口及国内零售金额走势.....	10
图表 5： 家居原材料价格走势.....	11
图表 6： 本周纸品及原材料价格变动一览（单位：元/吨）.....	12
图表 7： 其他材料价格变动.....	13
图表 8： 轻工子板块及重点公司行情表现.....	14
图表 9： 重点公司标的估值及盈利预测.....	15

一、本周重点行业及公司基本面更新

1.1 家居板块

- **内销方面**，近期各地家居消费补贴陆续开启，头部企业快速跟进。“315 活动”逐步开启，终端接单景气度边际或有所回升，后续补贴效果仍值期待。短期来看，春节较早对生产交付、前端接单有一定影响叠加相对较高基数，25Q1 多数企业报表端或较难有明显优化。中长期来看，三维家发布家居行业首个垂直智能体引擎，有望重新定义家居服务范式。一方面考虑 25 年补贴政策时间或更长，另一方面 AI 发展背景下家居产品智能化且前后端效率提升趋势或将加速显现，领先布局的头部企业优势有望充分凸显，再现较优增长驱动力。外销方面，虽然美国后续关税举措仍不确定，但考虑美国仍存进一步降息带动地产链的机遇，我们认为仍可重视具备 α 的企业布局机会。整体来看，家居板块我们依然建议关注：1) C 端占比较高，具备品类融合能力、整装渠道布局及整体效率领先的内销大家居龙头企业；2) 具备海外完善产能布局，且技工贸一体化或品牌化程度较高的出口企业。
- **索菲亚**：公司大家居战略方向已明确，由于公司厨衣同商比例较高，经销商积极配合，在公司战术逐步优化的情况下，多渠道+多品类+多品牌正支撑公司对冲行业下行压力。公司目前 25 年 PE 仅 11x，在消费补贴带动终端需求修复的背景下，公司业绩有望边际改善，估值具备较大修复空间。
- **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，在行业下行期公司业绩韧性或将明显。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。此外，公司虽然有外销业务，但由于公司具备海外产能转移能力可较好平抑潜在的关税风险，整体影响可控。
- **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，大家居扩张越发顺利，持续提升自身在零售市场份额。在目前估值水平下，长期配置价值凸显。
- **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。
- **梦百合**：目前美国第三轮反倾销已落地，订单有望回流美国，公司美国工厂产能利用率有望显著提升。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，待公司后续订单逐步增长，海外工厂产能利用率将持续爬升，公司盈利拐点正显现，后续盈利弹性可期。

动态：2024 年梦百合业绩预亏 1.2 亿，近期发布股东增持延期计划公告，控股股东倪张根通过集中竞价交易的方式，增持公司股份 11.49 万股，占公司总股本比例为 0.02%。同时，倪张根由于未能在原增持计划时间内完成增持，原本应该在 2 月 7 日完成的增持计划，将继续延迟 12 个月，即到 2026 年 2 月 7 日。

- **恒林股份**：公司跨境电商业务近年来快速发展，依托产品自产奠定性价比优势，后续多平台+多品类加速扩张可期。ODM 业务方面，公司具备海外产能转移能力，可较好平抑潜在的美国关税风险。
- **致欧科技**：家居跨境电商龙头，正迎接“品牌出海”新阶段，品类+渠道拓展空间巨大，公司新一期股权激励的业绩目标为 24-26 年营收复合增长 20-25%，彰显发展信心。并且随着公司海外自营仓布局趋于完善，公司综合仓储物流成本有望降低，待后续海运费逐步回落，公司整体盈利能力恢复可期。

动态：2 月 19 日，致欧科技发布公告，计划使用自有资金及银行回购专项贷款以集中竞价交易方式回购股份，资金总额不低于 5000 万元且不超过 1 亿元，回购价格不超过 28 元/股，预计回购股份数量为 179 万股至 357 万股，占总股本的 0.44%至 0.89%。

- **慕思股份**：公司通过推出明星爆款产品组合套餐、激励经销商进行店态升级等策略，提升客流量、成单率和高端产品的销售额。在“以旧换新”消费补贴的刺激下，随着渠道优化升级，线上线下同步发力，公司份额有望稳步提升，较好抵御行业下行压力。此外，公司正推进品牌出海，后续增长驱动力依然充足。

1.2 新型烟草板块

- 海外市场方面，近期多家海外烟草集团均已陆续发布 2024 年业绩，结合各家业绩及交流信息，可发现：1) 新型烟草产业趋势优异，烟草集团坚定推进相关布局，新型烟草收入占比、用户数进一步提升；2) 英美烟草 gloHilo 塞尔维亚表现较优，25 年中有望上市，英美烟草对其充满期待；3) 美国、欧洲监管环境优化，合规雾化电子烟景气度改善可期。国内市场方面，在执法趋严及口味优化的背景下，后续合规产品销售依然有望显现逐季回升趋势。综合来看，不论从国内市场还是海外市场雾化电子烟发展趋势来看，思摩尔国际最艰难时刻已过去，雾化业务拐点已开始显现，HNB 业务依托与英美烟草的深度合作后续成长空间可期。

英美烟草-动态：2 月 13 日，英美烟草发布 2024 年年报，2024 年收入为 258.67 亿英镑，同比-5.2%，而有机收入（按固定汇率）同比+1.3%，其中新型烟草品类收入（固定汇率）同比+8.9%至 35.51 亿港元。此外，公司 2025 年收入指引为增长约 1%，2026 年收入指引为增长 3%-5%。

分业务来看：1) 2024 全年雾化电子烟业务实现营收（固定汇率）17.65 亿英镑，同比-2.6%，实现销量 6.16 亿颗，同比-5.8%。其中 24H2 实现营收 8.76 亿英镑，同比-7.4%，实现销量 3.26 亿颗，同比-3.0%，仍受美国及加拿大非法产品冲击。

2) 2024 全年加热不燃烧业务实现营收（固定汇率）9.72 亿英镑，同比-2.5%，实现销量 209 亿支，同比-0.3%（剔除俄罗斯业务剥离影响）。其中 24H2 实现营收（固定汇率）5.03 亿英镑，同比+12.5%，实现销量 110 亿支，同比+0.3%。

3) 2024 全年现代口含烟业务实现营收（固定汇率）8.14 亿英镑，同比+51.0%，实现销量 83 亿，同比+55.0%。其中 24H2 实现营收 4.63 亿英镑，同比+54.9%，实现销量 47.78 亿，同比+58.9%。

1.3 造纸包装

- **造纸包装**：文化纸涨价有序落地，3 月阔叶浆报价再涨 20 美元/吨。1) 造纸：截至 2 月 21 日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5400/4510/6500/3730 元，环比上周持平/持平/持平/-80。太阳/玖龙等多家纸企发布文化纸涨价函，教材教辅采购支撑文化纸需求边际转暖，动力煤价格较年初下行 48 元（幅度-6.3%），用浆及煤炭能源成本逐步回落，盈利自 Q4 起进入温和回暖区间，推荐太阳纸业、仙鹤股份。2) 包装：奥瑞金收购中粮包装完成私有化条件，行业竞争格局有望改善。25 年国补新增消费电子补贴，3C 产品销量提升明显，有望拉动包装龙头从中受益。推荐仙鹤股份、太阳纸业，建议关注华旺科技、五洲特纸、博汇纸业、裕同科技、奥瑞金等。

- **晨鸣纸业-动态**：2 月 19 日，公司公告称，黄冈基地正常生产、寿光基地部分生产线已恢复生产，已恢复产能占比 23.23%，其他生产基地正在停机检修。由于公司生产基地停机检修已满 3 个月，未能大面积恢复生产，公司股票被实施其他风险警示，并在 2 月 20 日停牌一天。

- **华旺科技-动态**：欧盟对中国产装饰纸作出反倾销初裁：2 月 14 日，欧盟委员会称，对原产于中国的装饰纸(Decor Paper)作出反倾销肯定性初裁，对涉案企业征收 31.0%~34.9%的临时反倾销税。华旺科技税率为 34.9%，浙江夏王纸业为 31.0%，其他合作企业包括阳光王子等为 33.6%，中国其他生产商/出口商为 34.9%。考虑到公司出口欧盟占比较低、且已与相关客户进行协商进行订单交付地的转移，我们认为对业务影响有限，中期观察公司在东南亚、中东、一带一路国家的出海进程，国内家居以旧换新对需求企稳对纸价维稳起到较好支撑作用。

1.4 轻工消费&二轮车

- **轻工消费宠物**：中国信通院启动 AI 眼镜专项测试证明行业规范标准化更进一步，以及悦己消费趋势下潮玩 IP 产业链崛起。1) AI 眼镜：近期信通院首发 RayBan-Meta AI 眼镜测试报告，我们认为这为 AI 眼镜产业化方向指明道路，产业规范化进程有望更进一步。建议重点围绕镜片产业链积极布局，重点围绕绑定优质大厂的具备品牌力的镜片制造端、以及关键渠道卡位标的，推荐康耐特光学，建议关注明月镜片、博士

眼镜。2) IP 潮玩产业链: 哪吒周边衍生品的爆发验证头部企业在供应链反应速度/品类扩张成熟度上已具备较强能力, 根据久谦, 潮玩动漫品类 25M1 同比+28.6%, 其中盲盒娃娃/动漫游戏周边同比+179.5%/+62.1%, 建议关注泡泡玛特、名创优品。3) 宠物: 根据久谦, 宠物食品 25M1 同比+4.4%, 预计主因受春节错期影响, 其中猫粮/狗粮同比+6.6%/-2.7%, 持续看好优质国货成长, 推荐乖宝宠物、中宠股份。中国信通院启动 AI 眼镜专项测试证明行业标准化更进一步, 悦己消费下潮玩 IP 产业链崛起。1) AI 眼镜: 近期信通院首发 RayBan-Meta AI 眼镜测试报告, 我们认为这为 AI 眼镜产业化方向指明道路, 产业规范化进程有望更进一步。建议重点围绕镜片产业链积极布局, 重点围绕绑定优质大厂的具备品牌力的镜片制造端、以及关键渠道卡位标的。2) IP 潮玩产业链: 哪吒周边衍生品的爆发验证头部企业在供应链反应速度/品类扩张成熟度上已具备较强能力, 据久谦, 潮玩动漫品类 25M1 同比+28.6%, 其中盲盒娃娃/动漫游戏周边同比+179.5%/+62.1%。3) 宠物: 据久谦, 宠物食品 25M1 同比+4.4%, 其中猫粮/狗粮同比+6.6%/-2.7%, 持续看好优质国货成长。

- **两轮车:** 看好以旧换新支撑下的 β 行情演绎, 新势力品牌加快女性群体新车型的发布。行业以旧换新各省政策有所更新, 大多数保持 24 年补贴情况, 旺季头部企业陆续推新, 行业景气度边际转暖逐步在数据端验证, 看好供应链一体化布局深入、产品性能打造能力突出的头部企业量价齐升逻辑。春风动力旗下两轮车品牌极核发布女性群体新品 M01 系列, 电自版首发价格下沉至 3000 元以下。建议关注雅迪控股、爱玛科技、九号公司。

- **AI+眼镜:** 建议重点关注围绕镜片产业链进行积极布局: 1) 镜片制造端: 伴随部分大厂带显产品的推出, 产品形态不断优化, 镜片三合一方案对镜片的厚度/质量要求更高, 首推和头部大厂深度合作的眼镜制造标的。主要标的康耐特、明月镜片。2) 渠道服务商: AI 眼镜需要线下专业验配服务(如视力矫正、瞳距调整等), 渠道卡位关键, 完成“最后一公里”。推荐康耐特光学, 建议关注明月镜片、博士眼镜。

动态: 中国信通院正式启动 AI 眼镜专项测试, 首发 RayBan-Meta AI 眼镜测试报告, 我们认为这为 AI 眼镜产业化方向指明道路, 产业规范化进程更进一步。中国信通院泰尔终端实验室联合 S-Dream Lab, 从基本配置、音频、图像、防抖、交互、续航、安全隐私 7 个模块、超 60 个测试项, 对 RayBan-Meta Wayfarer 智能眼镜的主要使用场景和功能进行全面、客观的功能、性能、可用性和可靠性测试, 旨在为 AI 眼镜行业提供可参考评价指标, 推动技术创新升级和产业标准化进程, 促进行业生态良性可持续发展。根据维深信息 Wellsenn XR 统计, 2024 年全球 AI 眼镜销量 152 万台, 预计 2025 年达到 350 万台, 2029 年将达到 6000 万副, 中国市场占重要份额。

- **康耐特光学:** 近期发布公司深度《眼镜出海龙头, 歌尔入股 AI 配套业务提速》, 公司作为国内镜片第一制造企业, 供应链制造能力卓越, 高折射差异化突破抢占市场。关注公司两大成长驱动: 1) AI 硬件落地开拓新篇章, 获歌尔投资确定性提升, 优质制造工艺(先进的车房、自动化、高折射工艺和原料资源获取能力)获得认可, 合作头部消费电子巨头, 处于产业链核心标的梯队值得重视。2) 自主品牌建设加深, 传统需求老树新芽驱动客单提升, 标准镜片追求高折射率突破, 定制镜片加速开拓。

动态: 近期公司发布业绩快报, 预期 24 归母净利润同比增长不少于 30%。增加主要由于 (i) 公司在业务市场拓展方面取得良好效果, 收入稳步增长; (ii) 镜片种类多元化, 高附加值产品占比逐渐提高; 及 (iii) 公司不断优化融资结构和规模, 提升利润水平, 降低融资成本, 使财务费用进一步下降; 康耐特光学 (02276) 再涨超 8%, 公司近期获歌尔入股。

- **乖宝宠物:** 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山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, 中期看好国货优质自主品牌份额持续提升。

动态: 近期我们观察到乖宝旗下麦富迪部分高性价比系列(如营养森林)从官方旗舰店中拆分, 早前其另一个副牌藻趣儿也实现了线上店铺的单独设立, 并且在淘系/抖音等多平台进行单独开设, 现在麦富迪官方旗舰店更多保留 barf、羊奶等中高端价格带系列, 我们认为这样的举措或验证公司后续对麦富迪品牌定位有望更加清晰, 看好后续品牌升级加速建设。

- **中宠股份**：把握回调机会，依旧看好高成长。24Q2 国内业务完成战略调整后，经营质量持续验证中期方向正确性：1) 从零食→主粮聚焦策略，例如领先主推烘焙粮、顽皮主推 100%鲜肉系列；2) 从多 SKU→大单品的思路，鱼油、100%鲜肉主粮、领先烘焙等聚焦发力。治理优化打消长期疑虑，运营策略长效化，主体方向把握的正确基础上，营销/运行动作也长期化，有望逐步消除部分投资人对中长期公司治理的担忧。25 年预期整体推新思路方向保持上述，品牌角度：1) 顽皮：定位大众价格带，讲求质价比，后续主粮系列推新值得期待；2) 领先：24 年烘焙粮品类周期红利下，大单品塑造、以及强运营的竞争力已获验证；预计 25 保持主食罐+烘焙粮的迭代，保持高速增长。
- **百亚股份-动态**：三八节活动临近，管理层重视线下渠道运营，带队启动“春雷大会战”，近期明确 2025 年三八节战役“创新破局、逆势领跑”战略方向，提出以六大“新”举措（新产品结构/新推广场景/新增品策略/新人员组合/新增长方法/新用户拓展）为核心抓手，剑指终端动销效率提升及产品结构升级。
- **两轮车**：
动态：近期春风动力旗下两轮车品牌极核发布女性群体新品 M01 系列，电自版首发价格下沉至 3000 元以下（2959 元起），关注新势力品牌价格下沉策略推进；雅迪旗下摩登系列近期也将发布新车型。

二、行业重点数据及热点跟踪

2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾

图表1：全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
2.14	法国参议院批准一次性电子烟禁令成欧盟第二个禁售国	法国参议院通过法案，全面禁止在该国销售一次性电子烟设备，成为继比利时之后第二个实施一次性电子烟禁令的欧盟国家。此前有调查显示，47%的法国青少年表示其尼古丁成瘾是从电子烟开始的。
2.17	巴拿马新规：8月起全面禁止向未成年人销售电子烟	巴拿马政府颁布严格禁令，禁止向未成年人销售电子烟、加热烟草产品和口服尼古丁产品，同时禁止相关广告和推广行为。新规还限制这些产品在公共和私人场所的使用，并要求销售店铺采取特定措施，新规将于 2025 年 7 月 31 日生效。
2.20	美国加州拟禁售一次性电子烟违者最高罚款 2000 美元	美国立法者提议加州从 2026 年 1 月 1 日起禁止出售或分销全新及翻新的一次性电子烟，法案规定对违规者处以 500 美元至 2000 美元的罚款。
2.21	波兰拟立法禁售调味加热烟草制品设九个月过渡期以适应新规	波兰众议院卫生委员会通过禁售带有调味剂的加热烟草制品的提案，以响应欧盟指令，新规设有九个月过渡期。
2.21	美国华盛顿州推进禁售调味电子烟法案涵盖“娱乐雾化”产品	美国华盛顿州推进禁售调味电子烟法案，禁售以“凉爽”“冰凉”等字眼营销的产品和具有互动功能的娱乐雾化设备并要求零售商张贴禁令标志，违者将受处罚。

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（2.14-2.21）30 大中城市成交面积同比增长 80.15%，累计同比上涨 10.13%。

周度二手房成交面积：本周（2.14-2.21）15 城二手房成交面积同比增长 48.46%，累计同

比增长 38.09%。

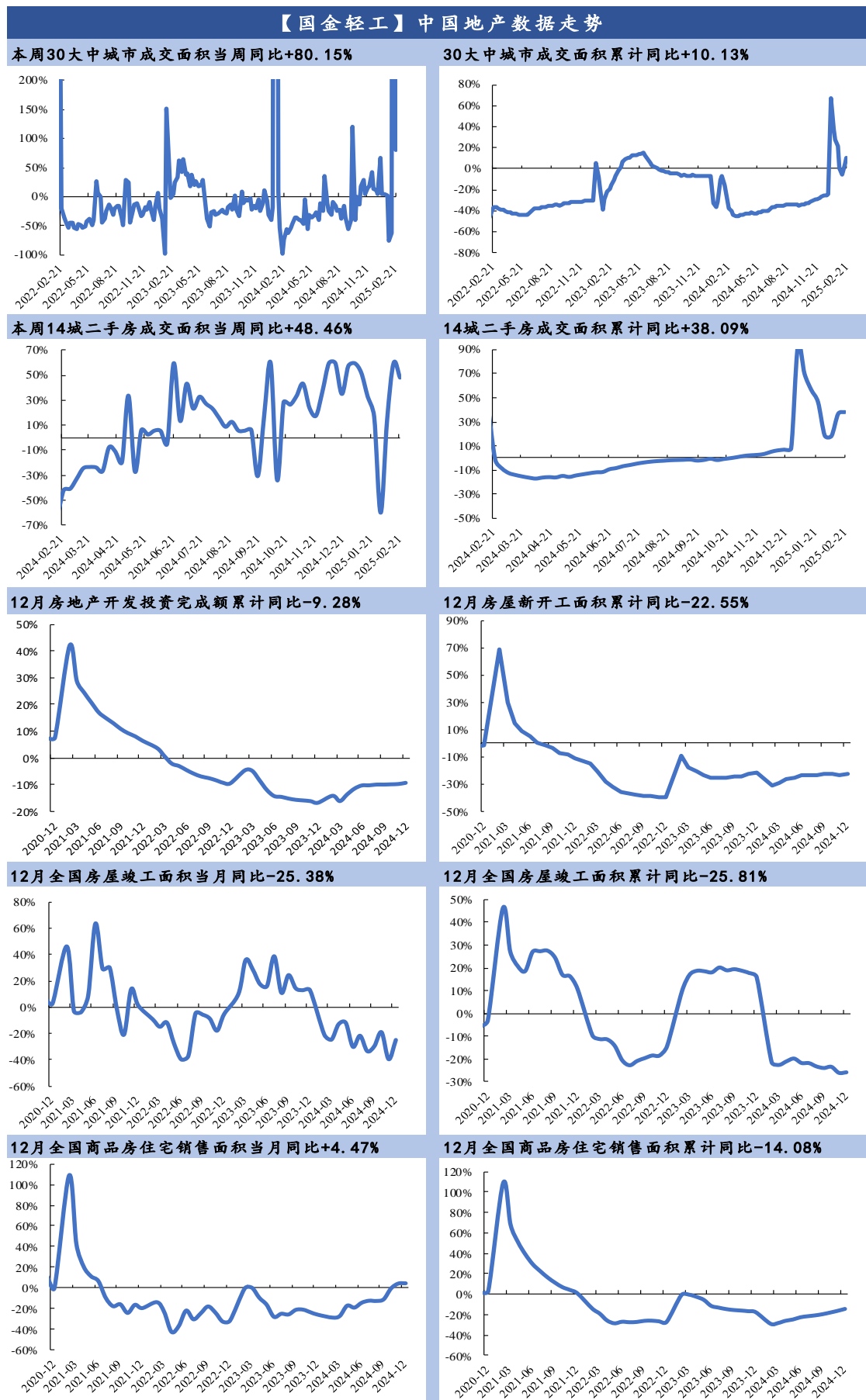
房地产开发投资完成额：24 年 1-12 月累计同比下降 9.28%。

房屋新开工面积：24 年 1-12 月累计同比下降 22.55%。

月度竣工面积：24 年 1-12 月全国房屋竣工面积同比下降 25.81%，单 12 月同比下降 25.38%。

月度销售面积：24 年 1-12 月全国商品房住宅销售面积同比下降 14.08%，单 12 月同比增长 4.47%。

图表2: 中国地产数据走势



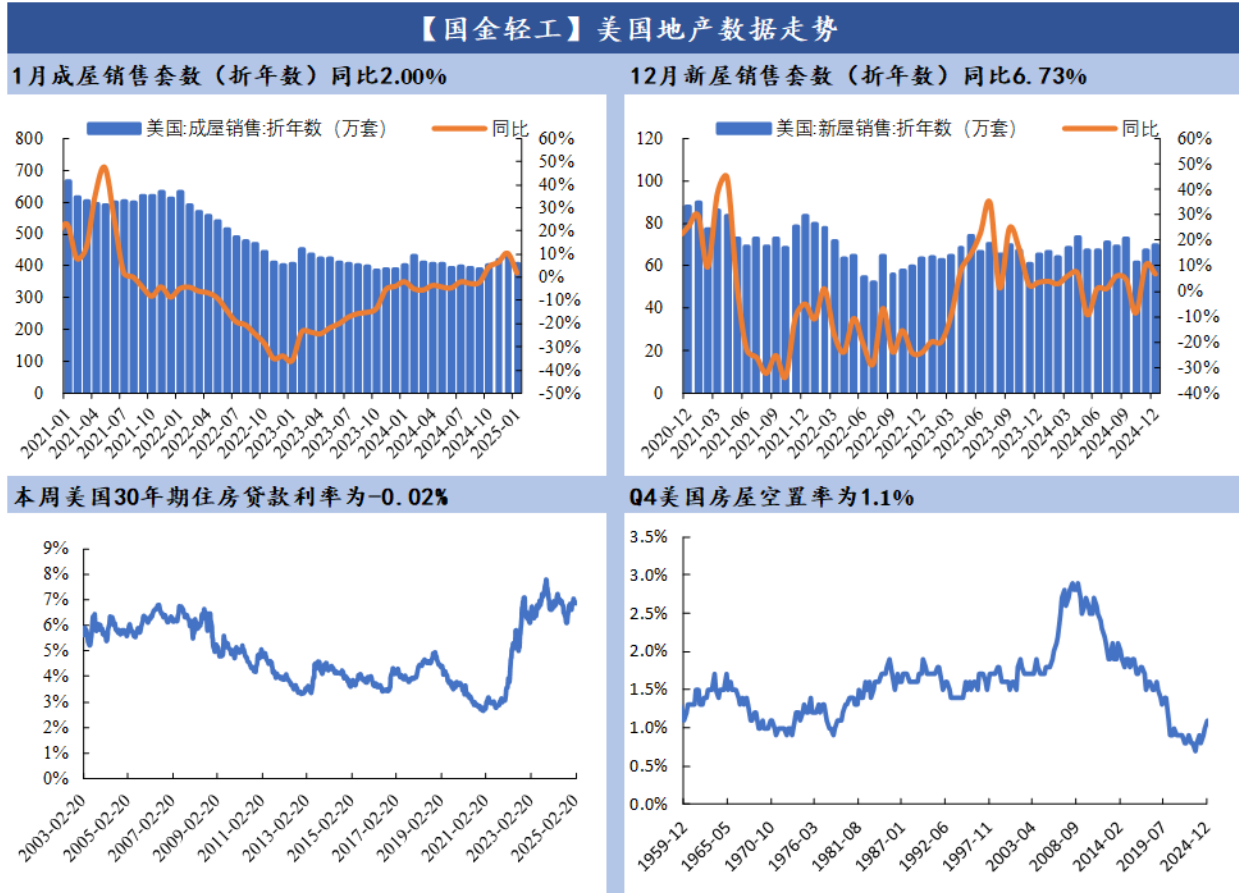
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2025年1月成屋销售套数（折年数）同比增加2.00%，2024年12月新屋销售套数（折年数）同比增加6.73%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.85%，环比下降0.02pct。

美国房屋空置率：2024年Q4为1.1%，环比上升0.1pct。

图表3：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

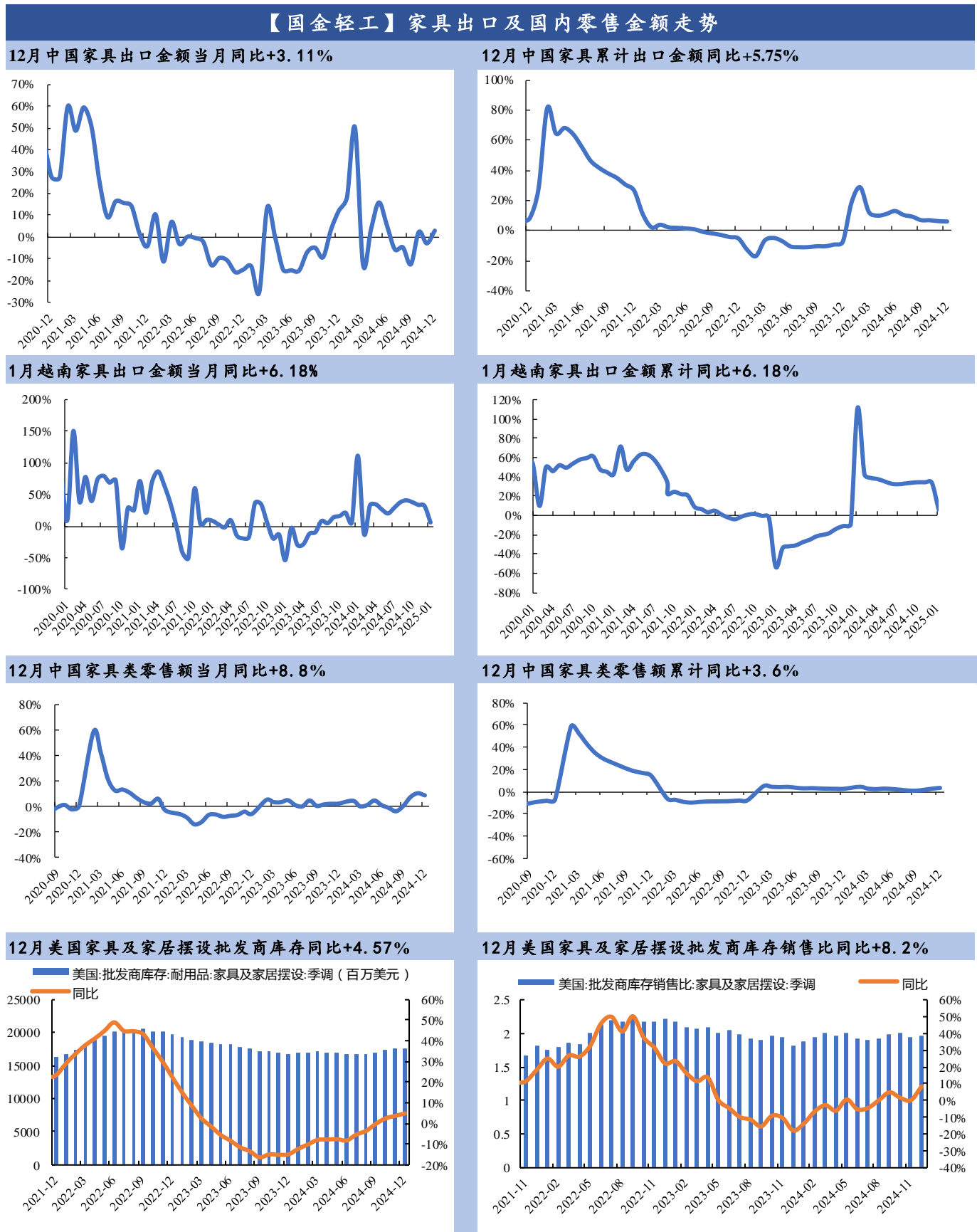
2.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额（美元计价）2024年12月当月同比增长3.11%，1-12月累计同比增长5.75%。越南家具出口金额（美元计价）2025年1月同比增加6.18%，1月累计同比上升6.18%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2024年12月当月同比增长4.57%，库存销售比同比上升8.2%。

国内家具零售额：2024年12月中国家具类零售额同比增长8.8%，1-12月累计同比增长3.6%。

图表4: 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

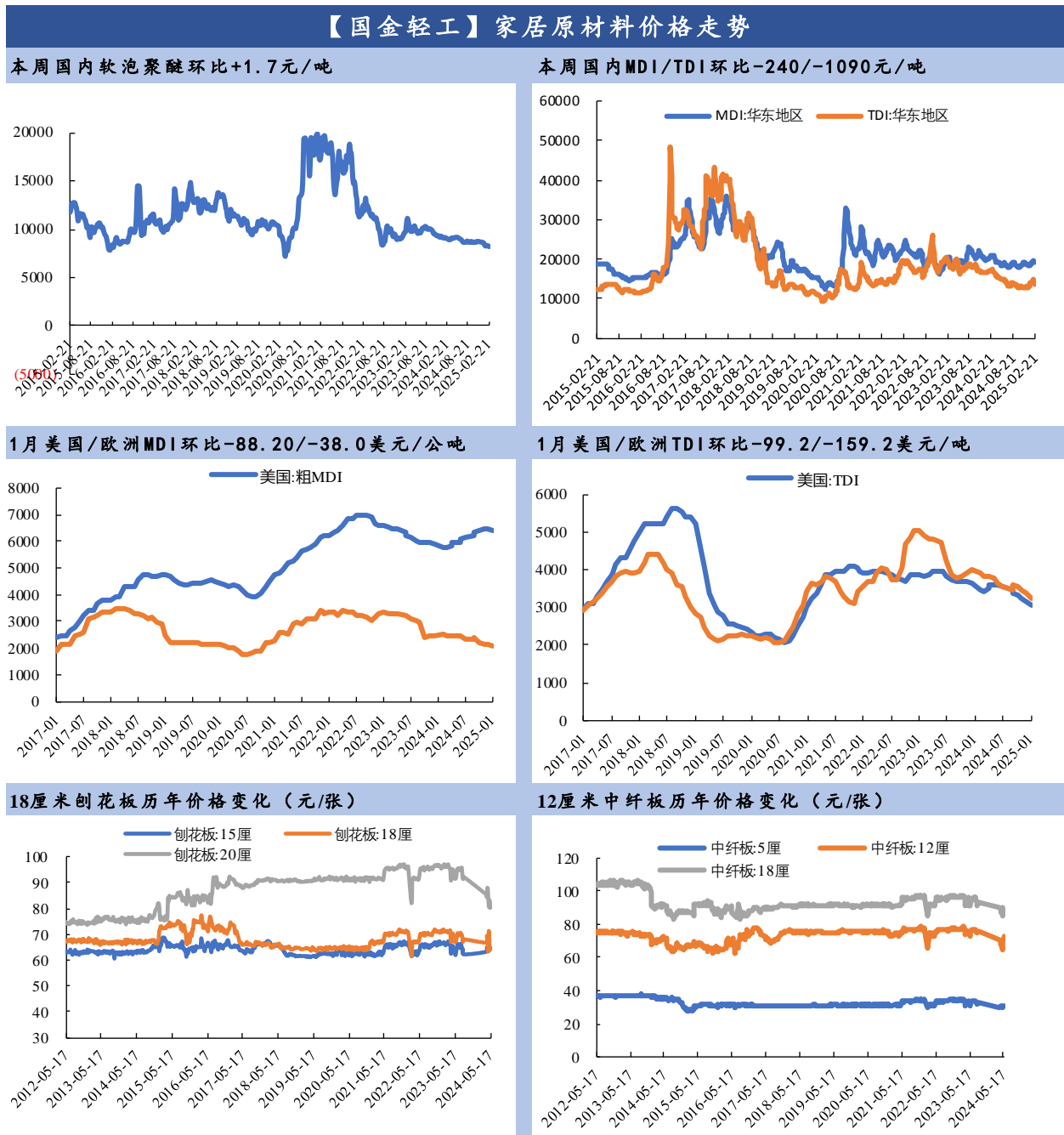
本周国内软泡聚醚均价为 8260.0 元/吨，环比上涨 1.7 元/吨，今年以来截止 2.21 均价为 8363.85 元/吨，较 2024 年均价下降 6.14%。

本周国内 MDI 均价为 19260.00 元/吨，环比下降 240.00 元/吨，今年以来截止 2.21 均价为 18936.67 元/吨，较 2024 年均价下降 0.35%。

本周国内 TDI 均价为 13660.00 元/吨，环比下降 1090 元/吨，今年以来截止 2.21 均价为 13965.42 元/吨，较 2024 年均价下降 3.70%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 1 月环比下降 88.2 元/吨，TDI 价格环比下降 99.2 元/吨；欧洲地区 MDI 价格 1 月环比下降 38.0 美元/公吨，TDI 价格环比下降 159.2 美元/公吨。

图表5：家居原材料价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 造纸板块行业高频数据跟踪

图表6: 本周纸品及原材料价格变动一览 (单位: 元/吨)

【国金轻工】造纸产业链价格跟踪															
产品名称	4Q22	同比224Q	1Q23	环比1Q	2Q23	环比2Q	3Q23	环比3Q	4Q23	24年12月	24年11月	24年10月	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料															
木浆系	针叶浆	7470	-1345	7073	-1684	5388	647	6036	90	6125	6288	6240	6348	6643	-46
	阔叶浆	6662	-1852	5940	-1652	4288	1021	5309	-499	4810	4504	4543	5670	4889	-101
	化机浆	5402	-1882	5365	-1160	4206	226	4432	-912	3520	3550	3574	3914	3550	0
废纸系	国废黄板纸	1969	-426	1678	-64	1614	-72	1542	2	1544	1647	1558	1477	1507	-30
纸品															
木浆系	双胶纸	6658	-1481	6691	-755	5936	-49	5887	-710	5177	5213	5015	5750	5275	55
	铜版纸	5657	243	5682	103	5786	294	6080	-180	5900	5800	5603	6000	6000	86
	白卡纸	5301	-941	5117	-229	4888	76	4963	-603	4360	4260	4260	4560	4443	0
废纸系	箱板纸	4484	-920	4277	-450	3827	-138	3689	-125	3565	3712	3604	3623	3746	-20
	瓦楞纸	3325	-572	3140	-160	2980	710	3689	-936	2753	3037	2861	2814	3034	-22

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2025 年 2 月 14 日至 2025 年 2 月 21 日

2.3.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

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 6642.9 元/吨, 环比上期下降 0.7%; 阔叶浆现货含税均价 4887.1 元/吨, 环比上期下降 2.1%; 本色浆现货含税均价 5750.0 元/吨, 环比上期持平; 化机浆现货含税均价 3550.0 元/吨, 环比上期持平。本周期内纸浆价格区间内向下盘整, 隆众资讯分析本周期纸浆价格波动的主要原因: 一、周期内上海期货交易所纸浆期货主力合约震荡下跌, 带动现货针叶浆价格下滑。二、周期内阔叶浆市场价格下降, 市场流通货源较上周期充裕, 下游接单有限, 业者心态承压下, 调低报盘。三、下游原纸市场涨价函落实有限, 终端市场启动缓慢, 纸厂毛利改善不佳, 采购原料纸浆情绪一般, 拖累纸浆价格走势。

2) 成品纸:

本周期国内双胶纸市场局部探涨, 市场交投提升有限。70g 双胶纸企业含税均价为 5275.0 元/吨, 环比涨幅 1.1%。目前行业盈利仍较低, 部分纸机转产情况存在, 且停产企业暂未恢复正常生产, 阶段货源供应压力不大。原料木浆区间震荡走势, 成本面支撑坚挺, 工厂多积极向下游落实涨价计划, 市场涨价氛围下, 部分用户适量补库, 然终端消费仍显不振, 且部分用户年前有备货行为, 部分用户入市采购情绪仍不高, 市场成交改善有限。贸易商随行就市为主, 考虑中长期基本面变化因素, 操盘较为谨慎, 区域分层次报涨价格, 主流品牌本白双胶纸市场报价在 5000-5100 元/吨, 主流品牌高白双胶纸市场报价在 5300-5400 元/吨, 实单可商谈。隆众分析: 目前双胶纸市场大稳小调, 考虑近期新产能释放情况, 下周供应或稍有增量, 下游消费难有明显提升, 成本面因素支撑坚挺, 预计短期双胶纸市场局部补涨趋势, 市场主流价格区间维持在 5000-5400 元/吨, 建议关注计划装置及木浆价格变化。

本周期国内铜版纸市场盘整向上, 市场交投提升有限。157g 铜版纸企业含税均价为 6000.0 元/吨, 环比涨幅 1.5%。目前停产企业暂未恢复生产, 市场货源供应偏紧, 且木浆价格区间偏强运行, 行业生产压力增加, 工厂多维持涨价意愿, 积极向下游传导落实涨幅为主, 需求端来看, 终端消费未见明显提振, 用户大量囤库意愿较低, 刚需散单采买为主。贸易商多随行就市, 跟随向下游传导涨幅, 主流品牌平张铜版纸成交区间在 5700-6000 元/吨, 实单实谈。隆众分析: 目前铜版纸市场盘整为主, 供应端货源偏紧, 下游消费仍显不振, 原材料因素支撑坚挺, 预计下周铜版纸市场偏强整理为主, 价格区间在 5700-6000 元/吨, 关注工厂开工情况及木浆价格变化。

2.3.2、废纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

据隆众资讯调研显示, 本周期废旧黄板纸均价 1507.0 元/吨, 环比-2.0%, 同比-3.2%。本周废旧黄板纸市场跌势蔓延, 华东、华南、华北地区多下调 10-50 元/吨。伴随打包站节后陆续恢复出货, 废纸市场供应量有所增加, 部分地区回收商加大回收力度, 市场供应相对充足, 故纸企采购意愿下降。而需求方面, 由于部分下游企业原纸库存充足, 而终端消费跟进不及时, 出货情况不佳, 故为保障自身高利润下对废纸压价收货, 整体需求增长乏力。业者后市多观望看空为主。隆众预计, 下周废旧黄板纸市场仍有下行空间。

据隆众数据监测显示, 本周期国内废旧书本纸均价 1574.3 元/吨, 环比-0.2%, 同比-5.2%。本周国内废旧书本纸市场稳中偏弱运行, 供需双方均恢复正常经营。场内纸企废旧书本纸

整体需求尚可，报价多维稳；然终端需求无支撑，原纸跌价，部分纸企成本压力下下调废旧书本纸价格。供应方面受开学影响，场内整体货源有增，然后续难以维持；打包站后市信心不足，回收价格跟随纸企报价下调以保证自身利润。场内囤货意愿较前期下降，业者保持随进随出为主。隆众预计，下周国内废旧书本纸市场偏弱跟进。

据隆众数据监测显示，本周期废旧报纸均价 2296.9 元/吨，环比+0.4%，同比-10.7%。本周废旧报纸市场个别调涨，河北地区个别纸企提涨吸货，全国供需仍呈现弱勢局面。本周市场基本恢复正常状态，然终端需求偏弱，纸企生产动力不足，废旧报纸保持刚需。供应端货源稀少，打包站回收兴致一般，整体持观望心态，择高价出货。供需双弱形势持续影响下，隆众预计，下周国内废旧报纸市场或维稳为主。

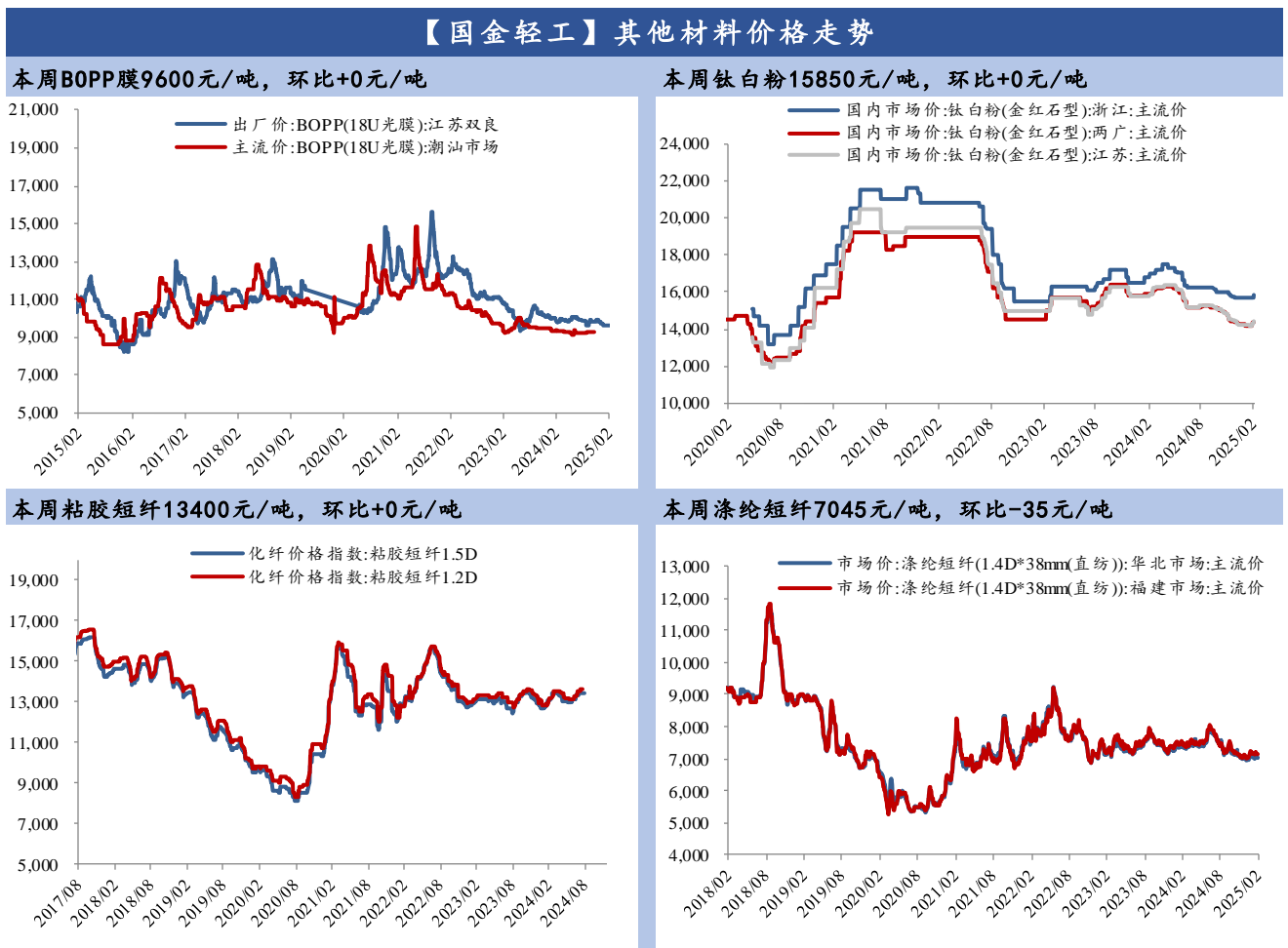
2) 成品纸:

本周瓦楞纸含税均价 3033.7 元/吨，环比-0.7%，同比+0.1%。主要影响因素分析：一、周内瓦楞纸市场偏弱运行，规模纸企多个基地轮番下调瓦楞纸价格 30-100 元/吨，周边纸企多有跟跌，市场业者信心受挫，场内降价氛围渐起；二、近期纸企陆续恢复开工，然下游包装企业复产进程缓慢，终端订单跟进不足，供需矛盾逐渐凸显，二级厂多维持刚需采购和适量补库为主，市场交投活跃度偏低，纸企出货节奏欠佳，库存进入累库状态，拖累纸价走弱；三、原料废旧黄板纸市场延续跌势，成本面支撑作用不强。

据隆众监测数据显示：本周箱板纸含税均价 3746.1 元/吨，环比-0.5%，同比-1.0%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场弱勢下行，龙头纸企多个基地下调箱板纸价格，个别纸种最高下调 200 元/吨，周边纸企普遍跟跌；二、春节过后，终端需求释放缓慢，下游二级厂订单清淡，原纸维持刚需采购为主，随着箱板纸价格下滑，下游客户拿货意愿愈发谨慎，市场交投氛围难以回暖；三、原料废旧黄板纸市场延续跌势，纸企生产成本小幅松动，难以给予箱板纸价格支撑。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表7: 其他材料价格变动

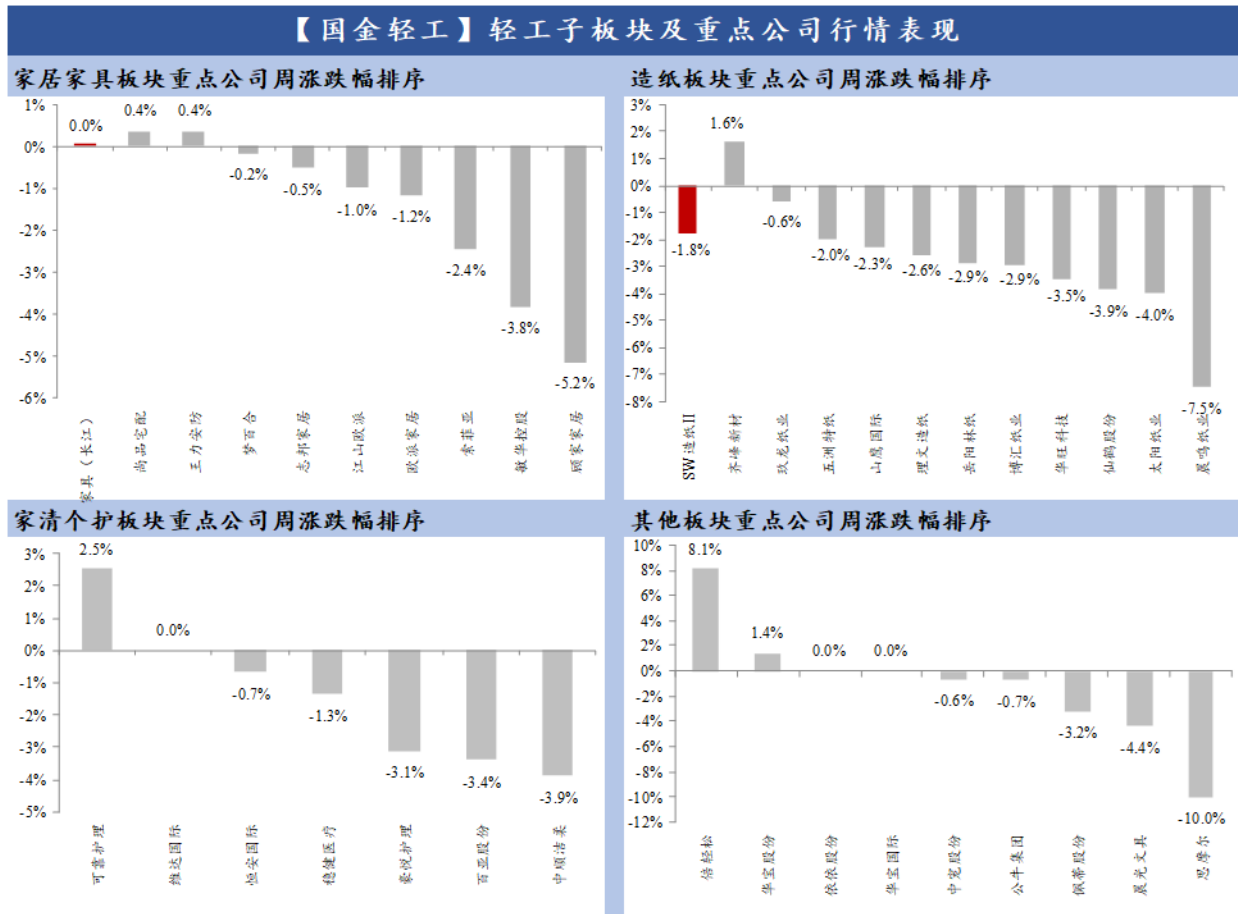


来源: iFind, 国金证券研究所; 注: 数据截至日期为 2025.2.21

三、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表8：轻工子板块及重点公司行情表现



来源：wind，国金证券研究所；注：数据区间为 2.14-2.21

四、重点公司估值及盈利预测

图表9: 重点公司标的估值及盈利预测

【国金轻工】重点公司估值															
板块分类	代码	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今 涨跌幅	归母净利润(亿元)				PE				PB	2024年PE历史分位数
						2023A	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
造纸包装	002078.SZ	太阳纸业	383	-4.0%	15.6%	30.9	34.0	38.9	43.1	12.4	11.3	9.8	8.9	1.4	36.2%
	600567.SH	山鹰国际	95	-2.8%	-10.3%	1.6		10.3	13.1	60.6		9.2	7.2	0.7	46.0%
	605377.SH	华旺科技	57	-3.5%	-2.1%	5.7	6.2	7.4	8.2	10.0	9.2	7.7	6.9	1.5	33.3%
	605007.SH	五洲特纸	58	-2.0%	-15.7%	2.7	5.6	7.2	8.5	21.4	10.4	8.1	6.9	2.3	10.5%
	603733.SH	仙鹤股份	144	-3.9%	29.1%	6.6	10.5	13.2	15.8	21.7	13.8	10.9	9.1	1.9	2.2%
	002701.SZ	奥瑞金	124	-1.2%	20.6%	7.7	9.0	10.5	11.7	16.0	13.8	11.8	10.6	1.4	27.4%
家居	002572.SZ	索菲亚	158	-2.4%	9.6%	12.6		13.7	15.2	12.5		11.5	10.4	2.3	5.0%
	300616.SZ	尚品宅配	31	0.4%	-19.8%	0.6		2.9	N/A	47.3		10.6	N/A	0.9	12.9%
	603833.SH	欧派家居	384	-1.2%	-5.7%	30.4		35.9	39.1	12.6		10.7	9.8	2.1	5.2%
	603801.SH	志邦家居	51	-0.5%	-27.2%	6.0	4.5	4.9	5.3	8.6	11.4	10.5	9.7	1.5	4.7%
	603816.SH	顾家家居	227	-5.2%	-17.9%	20.1	18.7	21.2	23.7	11.3	12.2	10.7	9.6	2.3	3.0%
	301227.SZ	森鹰窗业	16	-0.6%	-37.6%	1.5		2.1	2.5	10.8		7.7	6.3	0.9	15.1%
	002790.SZ	瑞尔特	33	5.7%	-22.7%	2.2		2.3	2.7	15.0	#DIV/0!	14.3	12.3	1.6	55.8%
	1999.HK	敏华控股	176	-3.8%	-15.3%	19.1	21.1	23.9	26.5	9.2	8.3	7.3	6.6	2.0	25.3%
003313.SH	梦百合	38	-0.2%	-36.9%	1.1		4.3	5.9	35.3		8.7	6.3	1.0	13.0%	
消费轻工	605009.SH	豪悦护理	59	-3.4%	3.8%	4.4	5.2	6.1	7.0	13.4	11.2	9.6	8.4	1.8	14.3%
	6969.HK	思摩尔	738	-10.0%	83.7%	16.5	13.6	16.1	23.1	44.7	54.2	45.8	32.0	1.8	48.6%
	003006.SZ	百亚股份	99	-3.4%	57.4%	2.4		4.2	5.4	41.4		23.3	18.2	7.1	30.6%
	603899.SH	晨光股份	257	-4.4%	-24.4%	15.3	15.5	18.4	21.6	16.8	16.6	14.0	11.9	3.0	3.0%
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	353	-6.2%	123.9%	4.3	5.6	7.1	9.2	82.3	62.6	49.6	38.2	8.6	10.2%
	002891.SZ	中宠股份	104	-0.6%	36.8%	2.3		4.0	5.1	44.6		26.8	20.3	4.2	6.2%
	001206.SZ	依依股份	37	0.0%	34.9%	1.0		2.0	2.2	36.0		19.0	16.5	2.1	9.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	42	-3.2%	28.4%	-0.1		1.8	2.2	-383.2		24.0	19.2	2.3	10.1%
	603661.SH	恒林股份	43	-0.7%	-31.4%	2.6	5.5	6.8	8.2	16.2	7.7	6.3	5.2	1.1	25.8%
出口链	301061.SZ	匠心家居	133	-1.2%	112.9%	4.1		6.5	8.0	32.7		20.5	16.7	4.0	84.4%
	301004.SZ	嘉益股份	110	-4.4%	144.6%	4.7		7.2	8.7	23.4		15.4	12.7	6.6	28.7%
	300993.SZ	玉马科技	32	-3.8%	-4.0%	1.7	2.1	2.5	3.0	19.2	15.4	12.8	10.5	2.3	10.9%
	301193.SZ	家联科技	32	-0.7%	0.8%	0.5	1.7	2.2	2.7	71.6	18.6	15.0	11.9	2.1	15.7%
	605099.SH	共创草坪	83	-0.5%	5.7%	4.3	5.3	6.3	7.3	19.3	15.9	13.3	11.5	3.1	15.1%
	001368.SZ	通达创智	24	-1.6%	-9.5%	1.0	1.3	1.6	2.0	24.2	18.5	15.0	12.1	1.7	26.5%
跨境电商	301376.SZ	致欧科技	80	5.0%	-14.8%	4.1	3.8	5.1	6.5	19.3	21.0	15.7	12.4	2.5	29.6%
	300729.SZ	乐歌股份	60	5.9%	0.3%	6.3		5.1	5.6	9.5		11.8	10.7	1.9	15.0%
	301381.SZ	赛维时代	94	4.3%	-21.0%	3.4	4.5	5.9	7.1	28.0	20.8	15.9	13.2	3.9	8.2%

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2025. 2. 21; 其中, 太阳纸业、华旺科技、仙鹤股份、索菲亚、志邦家居、顾家家居、梦百合、思摩尔、瑞尔特、百亚股份、晨光股份、乖宝宠物、中宠股份、通达创智、致欧科技、乐歌股份、奥瑞金 24-26 年归母净利润为国金证券研究所预测, 表格中其他上市公司 24-26 年归母净利润预测为 iFinD 一致盈利预期

五、风险提示

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。

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