

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） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

继续把握新型烟草布局机遇，关注三八节新国货靓丽表现

行业观点更新：

- **家居板块：**内销方面，根据渠道调研反馈，1-2 月在多数地区家居消费补贴未正式开启的情况下，多数家居企业工厂接单情况相对平稳。近期随着部分地区家居消费补贴陆续开启，头部企业快速跟进，后续在更多区域执行补贴政策后，终端接单景气度边际回升值期待。虽然 25Q1 多数企业报表端在基数较高的背景下或较难有明显优化，但近期两会明确提出持续推动地产市场止跌回稳，重点发力城改与收储，我们认为在地产端逐步企稳的背景下，家居行业部分优质企业的 α 有望逐步兑现至报表端。外销方面，虽然美国后续关税举措仍不确定，但部分具备前瞻海外产能布局及自身增长驱动力的企业，仍有望实现较优业绩表现，我们认为仍可重视具备估值性价比的优质企业布局机会。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。
- **新型烟草行业：**中烟香港发布 2024 年业绩，盈利表现较为优异，公司烟叶出口定价策略变化及卷烟出口自营占比提升，后续利润率提升空间仍较大，且外延并购有望推动公司实现跨越式发展，建议积极关注。行业层面来看，后续重点关注：1) 英美烟草 gloHilo25 年中在（除塞尔维亚的国家）陆续上市后的市场销售情况及消费者评价情况；2) 美国、欧洲监管环境优化情况及合规雾化市场扩容节奏。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。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：**纸浆提涨落地放缓，仍需关注涨价函落地节奏。1) 造纸：截至 3 月 7 日，阔叶浆/双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 4771/5400/4510/6500/3730 元，环比上周-64/持平/持平/持平/持平。1 月欧洲木浆港口库存 145.1wt（环比+0.61wt），截止 3 月 6 日，国内纸浆主流港口库存量为 225.0 万吨，较年初+45.5 万吨，达到历史高点。我们观察到下游纸厂对高价接受意愿不强，港口库存压力仍在，纸厂以稳定出货为主，仍需关注前期发布的涨价函实际落地节奏。推荐太阳纸业、仙鹤股份。2) 包装：奥瑞金收购中粮包装已完成私有化条件，行业竞争格局有望改善。25 年国补新增消费电子补贴，手机等 3C 产品销量提升明显，有望拉动包装龙头从中受益。
- **轻工消费：**天猫三八焕新首日新国货靓丽表现，关注 AI 眼镜催化产业链行情。1) 据三八首期天猫宠物榜单：乖宝旗下弗列加特 Top1，麦富迪位列第 6 名；中宠旗下领先 Tootrees 位居品牌榜第 13 名，店铺榜第 9 名；自由点（百亚旗下）位列个护榜第 6 位，卫生巾第 2 位（仅次于护舒宝）。持续看好优秀国货中长期成长机会，传统消费企业面对新锐品牌崛起、更高势能快消赛道（如化妆品/母婴）成长路径，从认知到组织力积极变化带来的后发式追赶。3) AI 眼镜：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，催化关注大厂发布会、量产数据等。
- **两轮车：**进入数据兑现期头部有望充分受益，2 月底商务部两轮换新数据更新进程环比加快。根据商务部，25 年 1-2 月全国两轮电动车以旧换新 101.9 万辆，销售额 26.6 亿元。单月来看，2 月置换量达 86.3 万辆，超 2024 年月峰值 73.2 万辆，反映政策落地后需求加速释放。政策自 2024 年实施以来，累计换购量达 480 万辆（旧车/新车各 240 万辆），拉动新车销售 64 亿元。伴随旺季到来、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。
- **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：**推荐康耐特光学、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：**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.....	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.....	11
三、本周行情回顾.....	13
四、重点公司估值及盈利预测.....	14
五、风险提示.....	14

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

一、本周重点行业及公司基本面更新

1.1 家居板块

- **家居板块：**内销方面，根据渠道调研反馈，1-2月在多数地区家居消费补贴未正式开启的情况下，多数家居企业工厂接单情况相对平稳。而近期随着部分地区家居消费补贴陆续开启，头部企业快速跟进，后续在更多区域执行补贴政策后，终端接单景气度边际回升值得期待。整体来看，虽然 25Q1 多数企业报表端在基数较高的背景下或较难有明显优化，但近期两会明确提出持续推动房地产市场止跌回稳，重点发力城改与收储，我们认为在地产端逐步企稳的背景下，家居行业部分优质企业的 α 有望逐步兑现至报表端。外销方面，虽然美国后续关税举措仍不确定，但部分具备前瞻海外产能布局及自身增长驱动力的企业，依然有望实现较优业绩表现，我们认为仍可重视具备估值性价比的优质企业布局机会。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 12x，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。
动态：2月26日，顾家家居发布公告称，顾家集团持有顾家家居 1.03 亿股、占公司总股本 12.55% 的股票目前均处于冻结状态。其中顾家集团持有的 1470 万股股票拟被司法拍卖，占公司总股本的 1.79%。公司强调，顾家集团不属于公司控股股东，其所持公司股份被司法拍卖不会导致公司控制权发生变更，不会影响公司的生产经营。
- **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。
- **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。
- **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。

动态：3月3日，慕思股份发布关于以集中竞价交易方式回购公司股份的进展公告。截至2025年2月28日，慕思股份通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为393万股，占公司目前总股本的0.98%。最高成交价为29.04元/股，最低成交价为27.72元/股，成交总金额为1.12亿元。

1.2 新型烟草

- 本周中烟香港发布2024年业绩，整体盈利表现较为优异，公司依托烟叶出口定价策略变化及卷烟出口自营占比提升等举措，后续利润率持续提升空间依然较大，并且外延并购有望进一步推动公司实现跨越式发展，建议积极关注。新型烟草行业层面来看，后续重点关注：1) 英美烟草 gloHilo25 年中在（除塞尔维亚的国家）陆续上市后的市场销售情况及消费者评价情况；2) 美国、欧洲监管环境优化情况及合规雾化市场扩容节奏。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。
- **中烟香港-动态：**3月6日公司发布2024年年报，24年营收/归母净利润分别同比+10.5%/+42.6%至130.7/8.5亿港元，其中24H2营收/归母净利润分别同比+6.8%/+48.6%至43.7/2.1亿港元。2024年全年股息合计为每股0.46港元，同比+43.8%。2024年全年烟叶出口/烟叶进口/卷烟出口/新型烟草出口/巴西经营业务分别实现营收20.6/82.5/15.7/1.4/10.5亿港元，同比分别+24.8%/+2.2%/+30.2%/+3.8%/+37.1%。2024年公司毛利率与净利率为10.5%与6.9%，同比+1.4/+1.1pct。

1.3 造纸包装

造纸包装：纸浆提涨落地放缓，仍需关注涨价函落地节奏。1) 造纸：截至3月7日，阔叶浆/双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格4771/5400/4510/6500/3730元，环比上周-64/持平/持平/持平/持平。1月欧洲木浆港口库存145.1wt（环比+0.61wt），截止3月6日，国内纸浆主流港口库存量为225.0万吨，较年初+45.5万吨，达到历史高点。我们观察到下游纸厂对高价接受意愿不强，港口库存压力仍在，纸厂以稳定出货为主，仍需关注前期发布的涨价函实际落地节奏。推荐太阳纸业、仙鹤股份。2) 包装：奥瑞金收购中粮包装已完成私有化条件，行业竞争格局有望持续改善。25年国补新增消费电子补贴范围，手机等3C产品销量提升明显，预计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。

太阳纸业-动态：公司发布2024年度业绩快报，2024年实现营收407.39亿元，同比增长3.02%，实现归母净利润31.26亿元，同比增长1.29%。期内公司生产经营情况较稳定，新增产能释放使相关纸制品产销量增加。

1.4 轻工消费&二轮车

轻工消费宠物：天猫三八焕新首日战报更新新国货靓丽表现，关注AI眼镜催化产业链行情。1) 宠物：乖宝旗下弗列加特Top1，麦富迪位列第6名；中宠旗下领先Toptrees位居品牌榜第13名，店铺榜第9名。2) 个护：三八天猫个护首日品牌成交榜，自由点（百亚旗下）位列个护榜第6位，卫生巾第2位（仅次于护舒宝）。我们持续看好优秀国货中长期成长机会，传统消费企业面对新锐品牌崛起、更高势能快消赛道（如化妆品/母婴）成长路径后，【从认知到组织力】积极变化带来的后发式追赶。3) AI眼镜：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，催化关注大厂发布会、量产数据等。

两轮车：进入数据兑现期头部有望充分受益，2月底商务部两轮换新数据更新进程环比加快。根据商务部，25年1-2月全国两轮电动车以旧换新101.9万辆，销售额26.6亿元。单月来看，2月置换量达86.3万辆，超2024年月峰值73.2万辆，反映政策落地后需求加速释放。政策自2024年实施以来，累计换购量达480万辆（旧车/新车各240万辆），拉动新车销售64亿元。伴随旺季到来、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。建议关注【雅迪控股】、【爱玛科技】、【九号公司】。

- **轻工消费三八首期榜单：**三八天猫个护首日品牌成交榜（3月3日20-24点）发布，1) 个护：卡诗、潘婷、欧莱雅、护舒宝、笑容加分列前五名，自由点（百亚旗下）位列个护榜第6位，卫生巾第2位（仅次于护舒宝）。2) 宠物：乖宝旗下弗列加特

Top1, 麦富迪位列第 6 名。店铺成交维度上, 弗列加特旗舰店 top2、麦富迪旗舰店位列第 6。中宠旗下领先 Toptrees 位居品牌榜第 13 名, 店铺榜第 9 名。

- **AI 眼镜:** 行业仍处发展初期, 正从消费电子小众品类向多场景刚需工具跃迁, 行业成长空间可期。2025 年行业将有多款新品上市, 近期中国信通院正式启动针对 AI 眼镜的专项测试, 有望行业发展进程有望加速。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”。
- **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: 新品系列推出, BARF 2.0 与奶弗系列近期发布上市, 强化高端产品矩阵; WarmData 大数据中心建设, 重塑研发范式, 定义行业标准。

1) 新品迭代: BARF 2.0 天然粮: 采用“益肠草本组方”(80%肉骨内脏+养胃草本), 94.5%胃蛋白酶消化率, 精准满足犬猫天性营养需求, 搭载自研“气爆营养释放技术”, 原料粒径缩小 44.21%、表面积增加 120%, 显著提升营养吸收效率, 主打“养胃益肠”, 差异化切入高端功能性主粮赛道, 终端定价较一代产品上浮 15%-20%。奶弗羊奶鲜肉主食系列: 以“生羊乳+鲜肉”为配方核心(鲜肉占比 70%+, 生羊乳 10%+), 应用“超微乳化微粒技术”实现母乳级营养微粒化, 消化率超 95%, 聚焦幼宠及敏感肠胃宠物, 填补国内羊奶鲜肉配方空白, 预售首日多平台销量破万件。

2) WarmData 大数据中心: 公司和达索系统构建“三维认知体系”(基因图谱-行为模式-环境交互), 实现配方研发周期从 3 个月压缩至实时仿真, 效率提升 90%+, 接入西宁野生动物园“野生生态数据”与家养宠物行为数据, 建立跨物种进化对照模型, 支撑精准营养匹配, 遵循“动物五大自由”原则, 通过无侵入传感技术及 27 项生物标记物评估, 确保科研合规性与宠物福利。

- **豪悦护理-动态:** 拟收购南通大王资产强化婴护产能, 布局轻资产协同模式。近期公司公告拟以 2.66 亿元收购南通大王旗下核心资产(包括 8.4 万㎡土地使用权、6.78 万㎡厂房及 11 条婴儿纸尿裤生产线), 并计划设立项目公司豪悦护理用品(南通), 三年内总投资额不超 4 亿元, 旨在承接南通大王 G00.N 品牌婴裤生产委托业务。
- **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/运营动作也长期化, 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。
- **两轮车-动态:** 根据商务部, 25 年 1-2 月全国两轮电动车累计交售旧车及换购新车各 101.9 万辆, 带动新车销售额 26.6 亿元, 政策延续性与市场响应形成合力。单月来看, 2 月置换量达 86.3 万辆, 超 2024 年月峰值 73.2 万辆, 反映政策落地后需求加速释放。政策自 2024 年实施以来, 累计换购量达 480 万辆(旧车/新车各 240 万辆), 拉动新车销售 64 亿元, 下沉市场贡献突出——超 4 万家个体工商户及小微企业参与, 覆盖低线城市及农村区域。

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
2.28	波兰电子烟及尼古丁产品税率上调 2025 年 4 月起逐步生效	波兰参议院通过了一项提高电子烟税负的修正法案，该法案将增加一次性电子烟、可重复使用电子烟设备、加热设备、尼古丁袋及相关产品的税负，并将于 2025 年 4 月起逐步生效。
3.3	法国尼古丁袋禁令引发行业批评：市场或转向非法渠道	法国政府计划禁售尼古丁袋，此举引发了业界和专家的批评，他们担心这会促使非法市场增长。目前，尼古丁袋在欧盟层面尚无统一监管，法国的禁令可能推动欧盟更广泛地讨论替代烟草产品的立法。
3.6	美议员迪克·德宾牵头推出法案 拟对电子烟征收联邦税	美国参议院议员、民主党党鞭迪克·德宾联合多位议员推出《终结烟草漏洞法案》，对电子烟征收联邦税并协调所有烟草产品的税率。该法案目标是减少烟草和电子烟使用并降低相关医疗开支。
3.7	韩国拟规范烟草有害成分检测 涵盖加热烟草和电子烟	韩国食品医药品安全处宣布将出台法规草案，规范传统卷烟、加热烟草和电子烟中的有害成分检测及其测试方法。
3.7	泰国电子烟执法升级：AI 筛查、举报平台、反洗钱调查同步推进	泰国总理府事务部长表示，将采取全面措施打击电子烟，包括加强海关执法、开发举报平台、利用 AI 管理在线销售，所有查获案件将严肃处理并移交反洗钱委员会追踪资金流向及扣押资产。

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（2.28-3.7）30 大中城市成交面积同比增长 18.51%，累计同比上涨 14.01%。

周度二手房成交面积：本周（2.28-3.7）15 城二手房成交面积同比增长 40.97%，累计同比增长 46.32%。

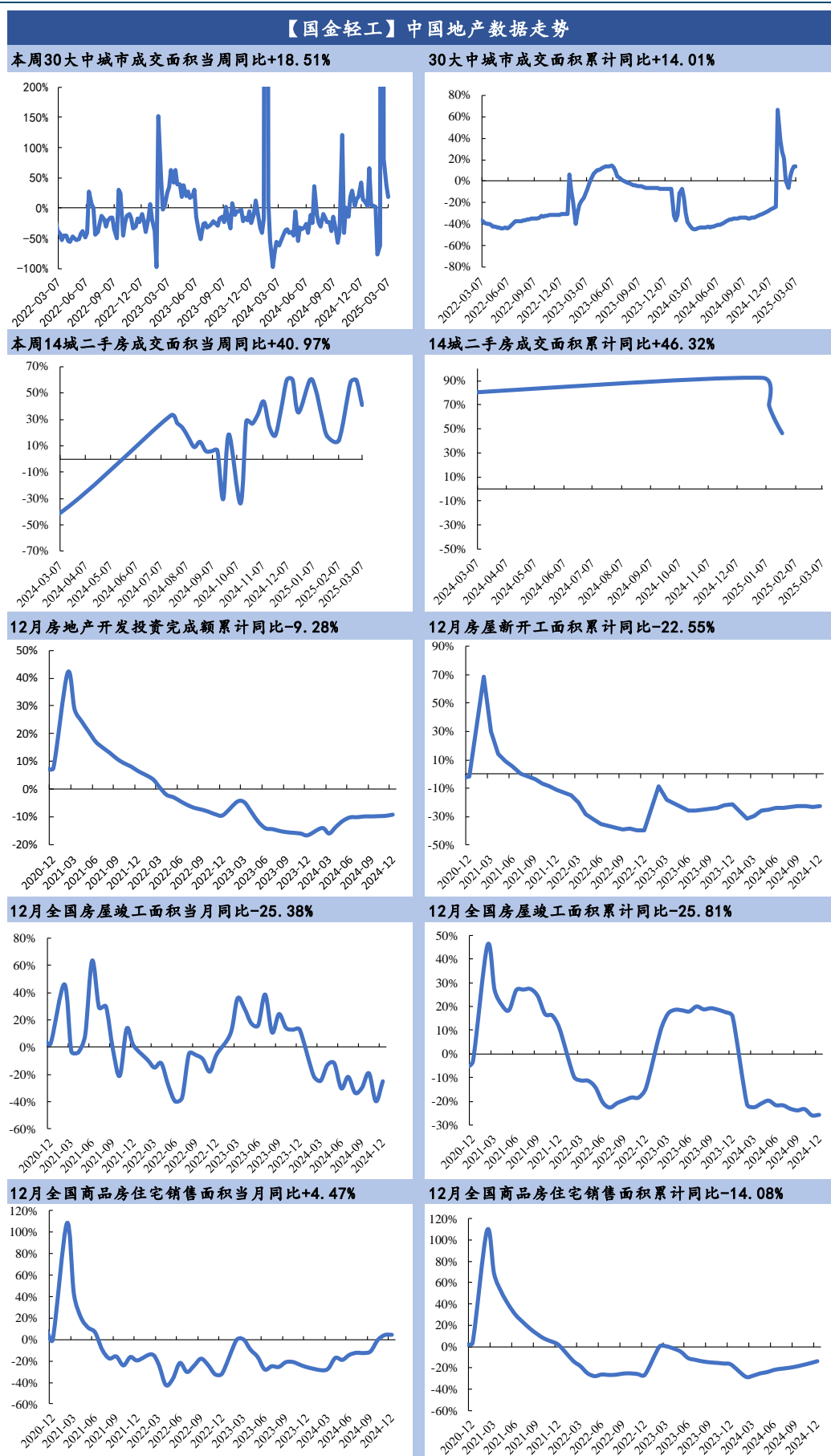
房地产开发投资完成额：24 年 1-12 月累计同比下降 9.28%。

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



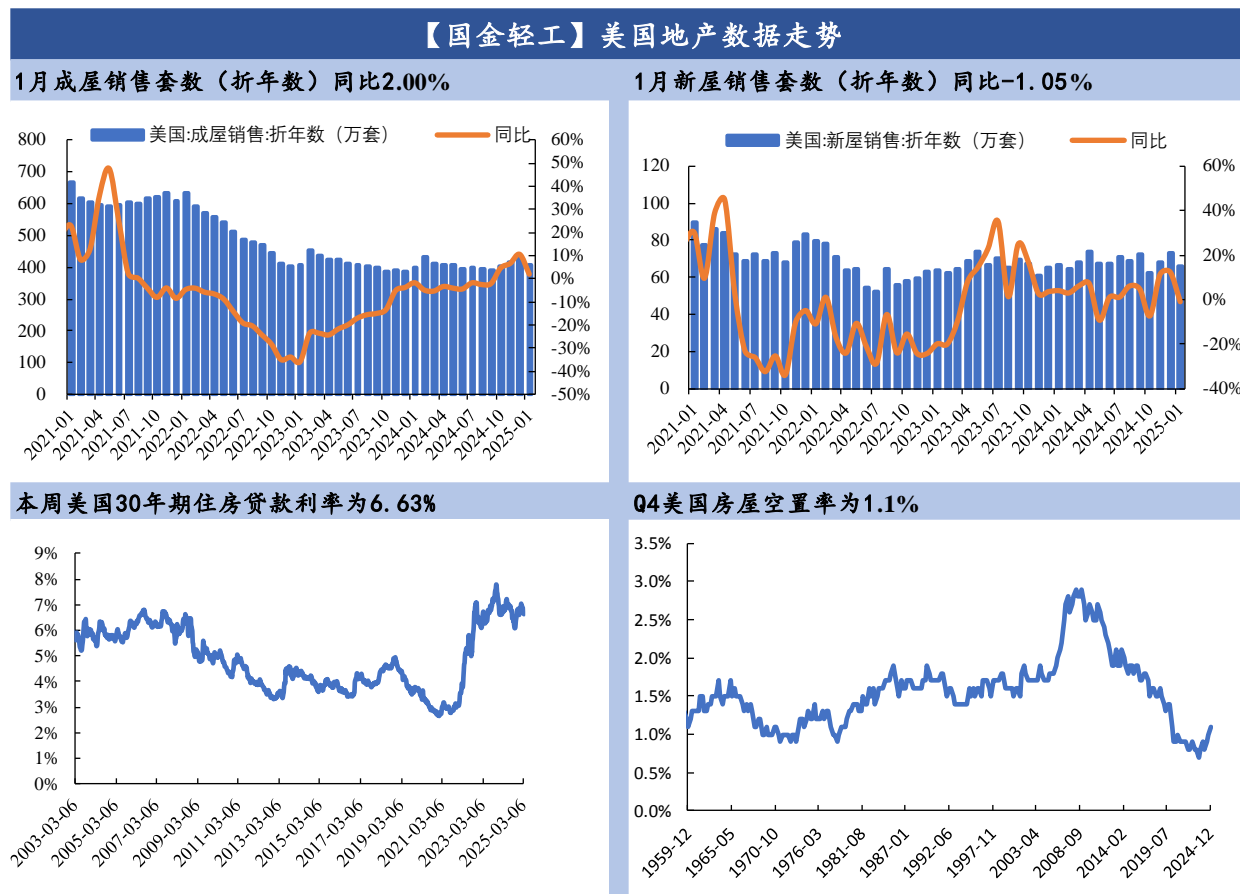
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

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%，2025 年 1 月新屋销售套数（折年数）同比下降 1.05%。

美国贷款利率：美国 30 年期住房贷款利率本周为 6.63%，环比下降 0.13pct。

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 2 月同比增加 40.2%，2 月累计同比上升 18.03%。

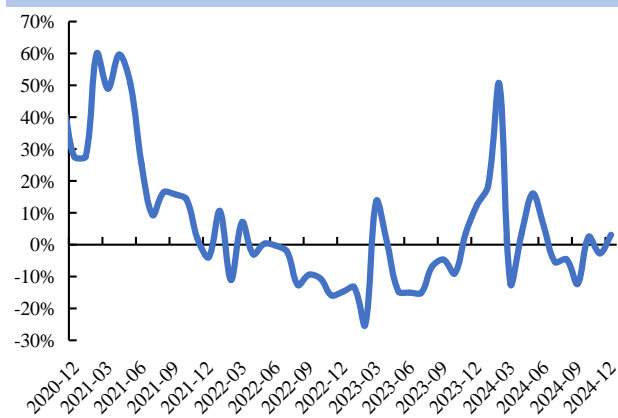
美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存 2025 年 1 月当月同比增长 4.9%，库存销售比同比上升 7.0%。

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%。

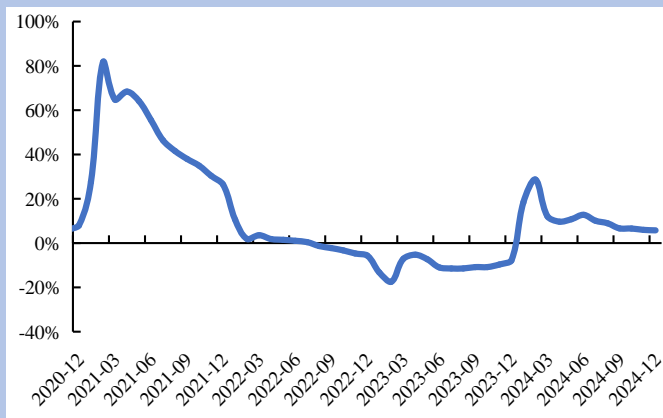
图表4：家具出口及国内零售金额走势

【国金轻工】家具出口及国内零售金额走势

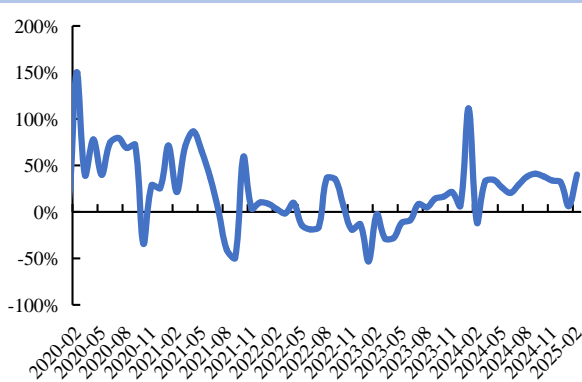
12月中国家具出口金额当月同比+3.11%



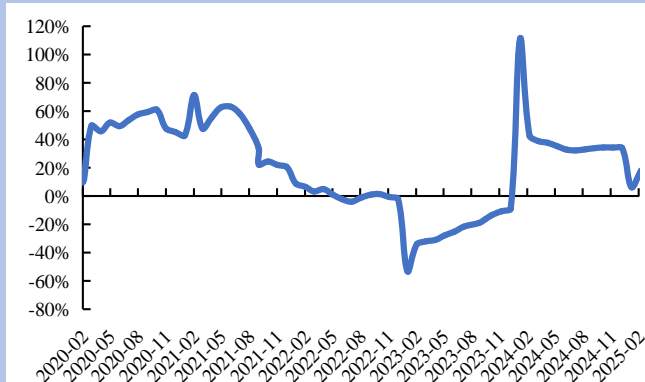
12月中国家具累计出口金额同比+5.75%



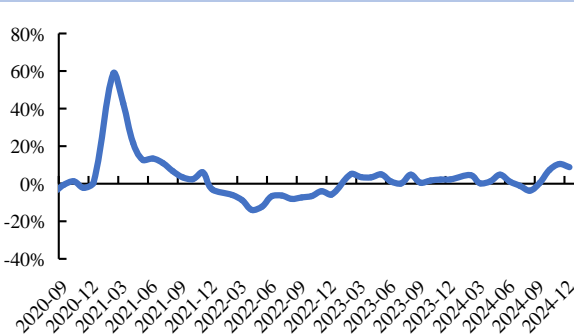
2月越南家具出口金额当月同比+40.2%



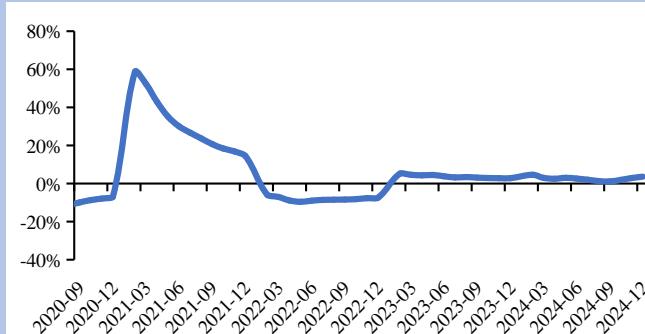
2月越南家具出口金额累计同比+18.03%



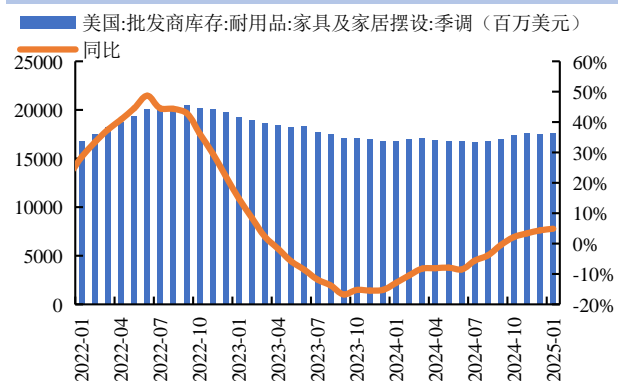
12月中国家具类零售额当月同比+8.8%



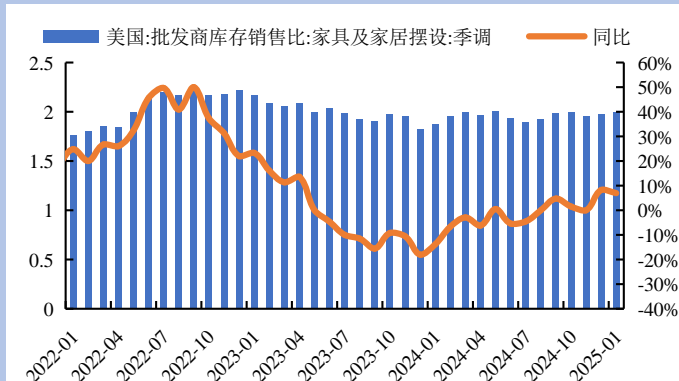
12月中国家具类零售额累计同比+3.6%



1月美国家具及家居摆设批发商库存同比+4.9%



1月美国家具及家居摆设批发商库存销售比同比+7.0%



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

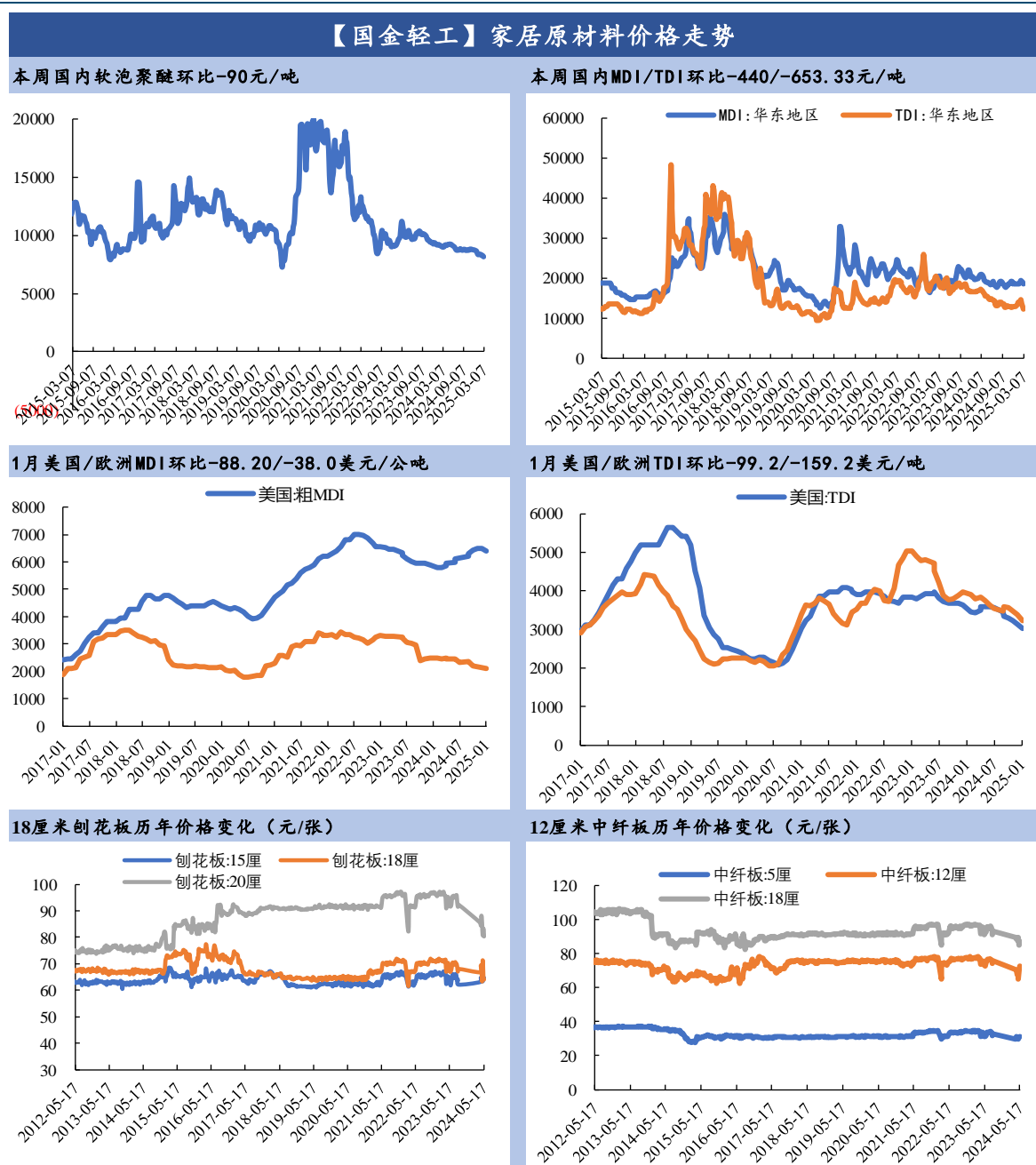
本周国内软泡聚醚均价为 8130.0 元/吨，环比下降 90 元/吨，今年以来截止 3.7 均价为 8326.08 元/吨，较 2024 年均价下降 6.56%。

本周国内 MDI 均价为 18620.00 元/吨，环比下降 440.00 元/吨，今年以来截止 3.7 均价为 18917.33 元/吨，较 2024 年均价下降 0.45%。

本周国内 TDI 均价为 12280.00 元/吨，环比下降 653.33 元/吨，今年以来截止 3.7 均价为 13693.67 元/吨，较 2024 年均价下降 5.58%。

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	同比224Q	1Q23	环比1Q	2Q23	环比2Q	3Q23	环比3Q	4Q23	25年2月	25年1月	24年10月	本周均价 (元/吨)	环比上周
	原材料													
木浆系	针叶浆	-1345	7073	-1684	5388	647	6036	90	6125	6640	6517	6348	6571	-29
	阔叶浆	-1852	5940	-1652	4288	1021	5309	-499	4810	4907	4792	5670	4771	-64
	化机浆	-1882	5365	-1160	4206	226	4432	-912	3520	3550	3550	3914	3550	0
废纸系	国废黄板纸	-426	1678	-64	1614	-72	1542	2	1544	1512	1603	1477	1472	4
	纸品													
木浆系	双胶纸	-1481	6691	-755	5936	-49	5887	-710	5177	5262	5213	5750	5325	0
	铜版纸	243	5682	103	5786	294	6080	-180	5900	5936	5800	6000	6000	0
	白卡纸	-941	5117	-229	4888	76	4963	-603	4360	4443	4343	4560	4443	0
废纸系	箱板纸	-920	4277	-450	3827	-138	3689	-125	3565	3741	3761	3623	3698	-3
	瓦楞纸	-572	3140	-160	2980	710	3689	-936	2753	3012	3059	2814	2913	-20

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 28 日至 2025 年 3 月 7 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 6571.4 元/吨，环比上期下降 0.4%；阔叶浆现货含税均价 4771.4 元/吨，环比上期下降 1.3%；本色浆现货含税均价 5692.9 元/吨，环比上期下降 1.0%；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下降，隆众资讯分析本周期纸浆价格波动的主要原因：一、周期内期货主力合约持续下跌，期货与现货基差持续收窄，引发市场对远期供需失衡的担忧，拖累现货市场情绪。二、贸易商资金压力下出货意愿增强，但进口成本倒挂导致现货让利空间不足，供需僵局下，市场呈现“抛货难、成交更难”的恶性循环。三、下游中小纸厂普遍采取“低库存、缓补库”策略，部分企业暂停原料采购以观望后市，叠加终端需求提振有限，承压浆价。

2) 成品纸：

本周期国内双胶纸市场基本稳定，交投偏刚需。70g 双胶纸企业含税均价为 5325.0 元/吨，环比持平。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，阶段行业供应压力不大。年后部分用户补单，支撑工厂目前排单情况良好，工厂多持延续提价意愿。然社会面订单延续不振，且秋季出版用纸备货紧迫性较低，终端消费整体支撑力度有限，用户刚需散单采买为主，近日本浆价格区间震荡向下，对原纸支撑有所减弱，贸易商多谨慎观望后市，涨价传导仍显不畅，无明显囤货意向，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：目前双胶纸市场区间盘整，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振，成本面因素支撑有所减弱，预计短期双胶纸市场盘整延续，市场主流价格区间维持在 5000-5500 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运行，市场交投平平。157g 铜版纸企业含税均价为 6000.0 元/吨，环比持平。目前停产企业暂未恢复生产，行业生产尚未恢复。部分纸企出口订单尚可，一定程度促进工厂走货情况，行业库存中低位水平，企业延续涨价意向强烈。然终端消费未见明显提振，下游原纸库存消耗缓慢，用户无明显囤库意向，刚需散单采买为主。近日本浆价格区间震荡向下，对原纸市场支撑有所减弱，贸易商多随进随出，促进向终端传导涨幅，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：目前铜版纸市场区间盘整，供应端变化不大，下游消费短期难见明显提升，原材料支撑力度有所减弱，预计下周铜版纸市场区间盘整延续，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 1471.8 元/吨，环比+0.3%，同比-5.0%。本周废旧黄板纸市场偏强跟进，涨势由南向北蔓延，涨幅在 20-50 元/吨。本周期全国大范围雨雪天气制约回收节奏，打包站回收压力增大，回收量稀少，受成本压力以及盼涨惜售心理的影响，打包站业者出货积极性降低，且供应端春节囤积货源基本已经释放，场内供应低位震荡。下游纸企废纸到货不足，对废旧黄板纸提涨吸货。但终端消费情况未有明显好转，原纸出货仍不理想，涨价计划落实一般，对废纸市场支撑有限。故隆众预计，下周废旧黄板纸仍有上行空间。

隆众数据监测显示，本周国内废旧书本纸均价 1550.69 元/吨，环比-0.7%，同比-7.0%。本周国内废旧书本纸市场先跌后稳，市场逐步按需整理。本周局部雨雪天气影响下供应下降，打包站承压收货，整体出货情绪尚可；下游纸企生产总体稳定，废旧书本纸库存不断消耗，为保证日常生产需求，废旧书本纸报价有趋稳之势，且存个别纸企按需小幅上调报价。目前终端需求暂无明显提振，纸企成品出货压力较大，开工稳中有降；需求端无力支撑，故短期废旧书本纸或易跌难涨。隆众预计，下周国内废旧书本纸市场按需整理。

据隆众数据监测显示，本周期废旧报纸均价 2270.0 元/吨，环比-0.7%，同比-12.5%。本周废旧报纸市场低位持稳。本周废旧报纸延续上周末趋势，整体均价下滑。主因下游消费欠佳，纸企生产承压，废旧报纸消耗有限，采购价格跌至低位；部分纸企寻求原料替代策略，混入部分书本纸以降低成本。市场货源暂无改善，打包站收货周期较长，在跌价趋势下不得不提前下压回收价以规避风险。隆众预计，下周国内废旧报纸市场弱稳跟进。

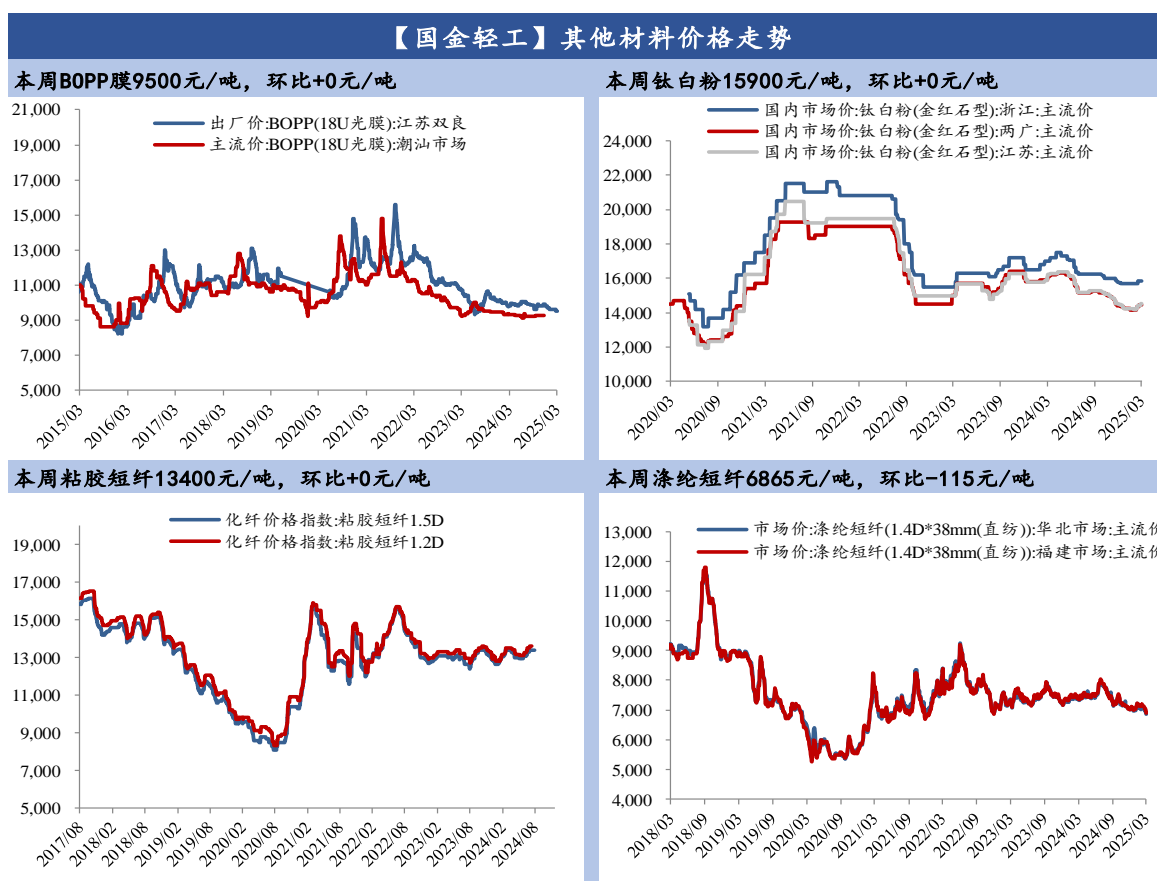
2) 成品纸:

本周瓦楞纸含税均价 2913.1 元/吨，环比-0.7%，同比-4.7%。主要影响因素分析：一、周内瓦楞纸市场涨跌互现，规模纸企部分基地涨价计划落实，周内东莞基地上调个别纸种价格 30 元/吨，带动华南地区中小纸企跟涨，然部分纸企受出货拖累继续执行优惠政策，各区域纸企根据自身出货情况灵活调价；二、当前纸企基本进入常态化生产阶段，场内供应充足，但受限于市场终端消费需求上涨乏力，供需差距不断拉大，下游包装企业拿货心态谨慎，纸企库存承压，纸价难实现长时间、持续性回涨，个别纸企仍有降价促进出货动作；三、原料废旧黄板纸市场偏强运行，成本面支撑作用好转。

据隆众监测数据显示：本周箱板纸含税均价 3697.8 元/吨，环比-0.1%，同比-2.8%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场稳中窄幅整理，华南、江浙地区零星纸企价格小幅下滑，玖龙纸业北方及东莞基地部分纸种小幅上调 30 元/吨，零星纸企存在跟涨操作。二、目前终端需求相对疲弱，下游二级厂订单欠佳，原纸采购意愿不强，纸企成品纸出货速度不快，库存压力显现，箱板纸市场承压运行；三、原料废旧黄板纸市场小幅上涨，成本面支撑作用趋强，但箱板纸利润受到进一步挤压。

2.3.3、其他材料价格变动一览

图表7：其他材料价格变动

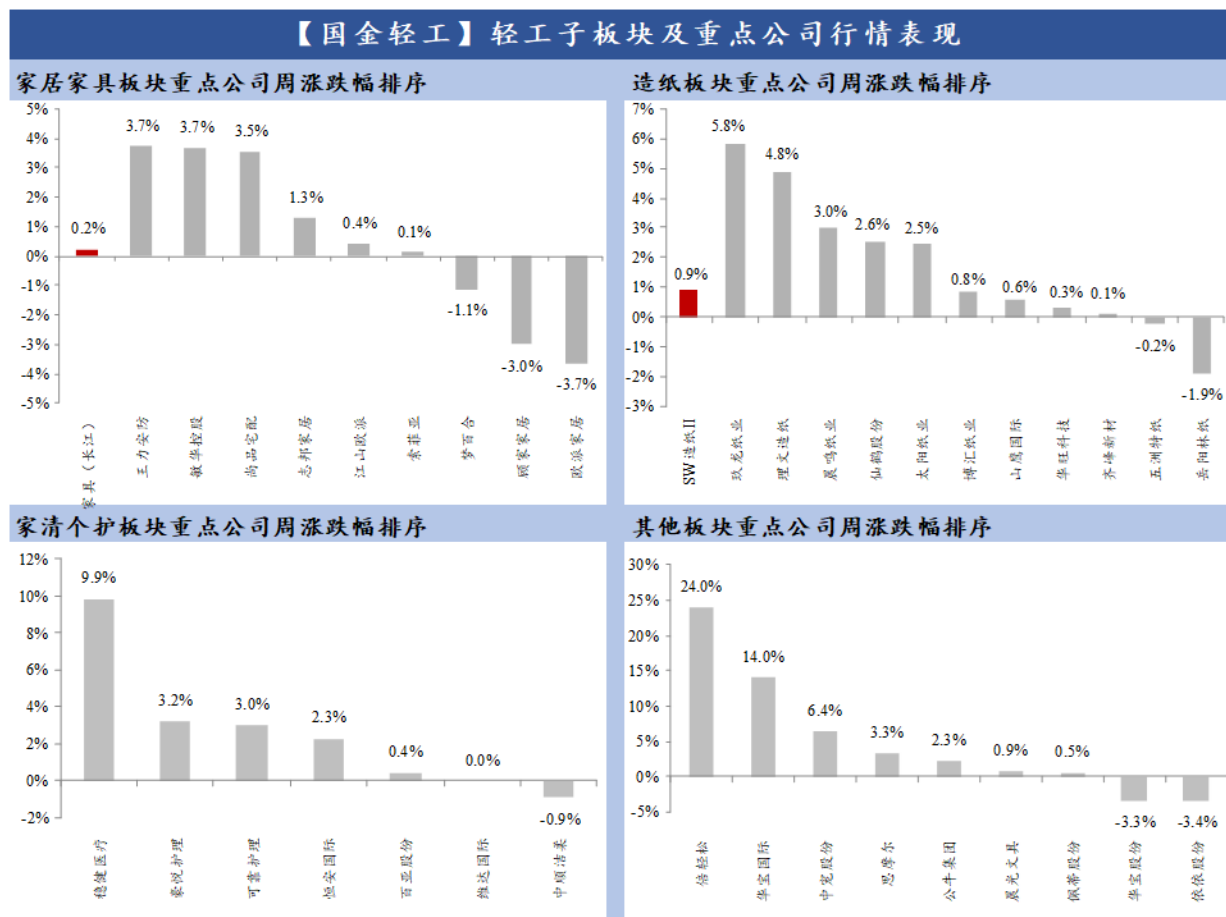


来源：iFind，国金证券研究所；注：数据截至日期为 2025.3.7

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 2.28-3.7

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	406	2.5%	22.5%	30.9	34.0	38.9	43.1	13.2	11.9	10.4	9.4	1.5	36.2%
	600567.SH	山鹰国际	94	0.6%	-10.8%	1.6		10.3	13.1	60.2		9.1	7.2	0.7	46.0%
	605377.SH	华旺科技	57	0.3%	-1.5%	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	-0.2%	-15.9%	2.7	5.6	7.2	8.5	21.3	10.4	8.0	6.8	2.3	10.5%
	603733.SH	仙鹤股份	162	2.6%	45.2%	6.6	10.5	13.2	15.8	24.4	15.5	12.2	10.2	2.1	2.2%
	002701.SZ	奥瑞金	124	-1.8%	20.9%	7.7	9.0	10.5	11.7	16.1	13.9	11.9	10.6	1.4	27.4%
家居	002572.SZ	索菲亚	164	0.1%	14.0%	12.6		13.7	15.2	13.0		12.0	10.8	2.4	5.0%
	300616.SZ	尚品宅配	30	3.5%	-21.0%	0.6		2.9	N/A	46.6		10.5	N/A	0.9	12.9%
	603833.SH	欧派家居	388	-3.7%	-4.8%	30.4		35.9	39.1	12.8		10.8	9.9	2.2	5.2%
	603801.SH	志邦家居	54	1.3%	-22.3%	6.0	4.5	4.9	5.3	9.2	12.2	11.2	10.4	1.7	4.7%
	603816.SH	顾家家居	227	-3.0%	-18.0%	20.1	18.7	21.2	23.7	11.3	12.1	10.7	9.6	2.3	3.0%
	301227.SZ	森鹰窗业	16	3.1%	-35.3%	1.5		2.1	2.5	11.2		8.0	6.6	1.0	15.1%
	002790.SZ	瑞尔特	32	0.5%	-23.5%	2.2		2.3	2.7	14.8	#DIV/0!	14.1	12.2	1.5	55.8%
	1999.HK	敏华控股	187	3.7%	-10.1%	19.1	21.1	23.9	26.5	9.8	8.8	7.8	7.0	2.0	25.3%
603313.SH	梦百合	35	-1.1%	-40.6%	1.1		4.3	5.9	33.2		8.2	6.0	0.9	13.0%	
消费轻工	605009.SH	豪悦护理	62	3.2%	9.5%	4.4	5.2	6.1	7.0	14.1	11.9	10.2	8.9	1.9	14.3%
	6969.HK	思摩尔	738	3.3%	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	106	0.4%	69.5%	2.4		4.2	5.4	44.6		25.1	19.7	7.6	30.6%
	603899.SH	晨光股份	257	0.9%	-24.2%	15.3	15.5	18.4	21.6	16.9	16.6	14.0	11.9	3.0	3.0%
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	374	4.8%	137.3%	4.3	5.6	7.1	9.2	87.2	66.3	52.5	40.5	9.2	10.2%
	002891.SZ	中宠股份	117	6.4%	53.4%	2.3		4.0	5.1	50.0		29.0	22.8	4.8	6.2%
	001206.SZ	依依股份	37	-3.4%	35.3%	1.0		2.0	2.2	36.1		19.1	16.6	2.1	9.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	42	0.5%	26.2%	-0.1		1.8	2.2	-376.7		23.5	18.8	2.3	10.1%
出口链	603661.SH	恒林股份	42	-0.6%	-32.6%	2.6	5.5	6.8	8.2	15.9	7.6	6.2	5.1	1.1	25.8%
	301061.SZ	匠心家居	118	-4.2%	88.6%	4.1		6.5	8.0	29.0		18.1	14.8	3.6	84.4%
	301004.SZ	嘉益股份	108	-2.2%	139.4%	4.7		7.2	8.7	22.9		15.0	12.5	6.4	28.7%
	300993.SZ	玉马科技	33	0.5%	-1.4%	1.7	2.1	2.5	3.0	19.7	15.8	13.1	10.8	2.4	10.9%
	301193.SZ	家联科技	33	-3.0%	1.9%	0.5	1.7	2.2	2.7	72.4	18.8	15.2	12.0	2.1	15.7%
	605099.SH	共创草坪	86	2.1%	9.4%	4.3	5.3	6.3	7.3	20.0	16.4	13.8	11.9	3.3	15.1%
	001368.SZ	通达创智	25	7.9%	-5.7%	1.0	1.3	1.6	2.0	25.2	19.3	15.6	12.6	1.8	26.5%
	301376.SZ	致欧科技	80	0.8%	-14.7%	4.1	3.8	5.1	6.5	19.3	21.0	15.7	12.4	2.5	29.6%
跨境电商	300729.SZ	乐歌股份	58	3.8%	-3.6%	6.3		5.1	5.6	9.1		11.4	10.3	1.8	15.0%
	301381.SZ	赛维时代	94	6.6%	-20.6%	3.4	4.5	5.9	7.1	28.1	20.9	16.0	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 2025.3.7；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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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