

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

理性看待关税影响，重视相关潜在受益方向

行业观点更新：

- **家居板块：**内销方面，根据渠道调研反馈，随着各地区家居消费补贴陆续开启，预计3月多数家居企业工厂接单情况相对稳中有升。后续期待更多地产及消费相关刺激政策出台，若地产端可逐步企稳，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，此次美国对中国以及中国家具企业主要产能转移地的东南亚地区均加征较高关税，一定程度上超出此前下游客户及产业链的判断，考虑多数家具及轻工品类美国本土不具备产业链承接能力，并且均为美国消费者日常所需用品，产业链利润原本并不高，较难承担此影响，大部分预计仍将向终端转嫁。整体来看，目前优选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。此外，静待后续出口企业与下游客户根据最终美国关税落地情况的协商结果。
- **新型烟草：**美国加征关税背景下，市场较为关注其对于思摩尔国际美国出口业务的影响，我们认为应理性看待后续影响，主因：1) 思摩尔拥有印尼工厂，东南亚国家预计将陆续与美国协商调整，后续关税落地幅度仍有变数；2) 电子烟作为高加价倍率且具有消费粘性的品类，关税可一定程度向终端传导，并且涨价幅度也并不明显；3) 思摩尔作为以技术驱动型的企业在产业链具备较强议价能力。近期据路透社报道，英美烟草子公司致信特朗普政府，请求禁止所有中国一次性电子烟进口，结合美国此前逐步加大对非法产品的监管力度，后续美国合规市场扩容趋势依旧，重视合规品牌商及产业链成长机遇。综合来看，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。此外，菲莫国际此前投资2亿美元在美国扩张ZYN（尼古丁袋）的工厂预计于6月完工，行业景气度较优，建议关注口含烟产业链相关机遇。
- **造纸包装：**纸浆港口库存仍在高位，纸价涨幅弱于浆价预计盈利转暖节奏偏缓。1) 造纸：截至4月3日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格5500/4510/6400/3730元，环比上周持平/持平/持平/持平/持平。Suzano宣布2025年4月桉木阔叶浆金鱼亚洲价格上涨20美元/吨，欧美价格上涨60美元/吨。截止4月3日，国内纸浆主流港口样本库存量为202.2万吨，环比上周上涨0.4%。国外浆厂检修计划较多挺价意愿较强，但淡季需求收缩与高库存水平仍压制浆价上涨。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。
- **轻工消费宠物：**中国对美加征对等关税后或加快宠物中高端国产化进度，持续关注AI眼镜产业链进展。1) 宠物：24年国内线上TOP15品牌中原产地主要在美国的外资高端品牌主要是渴望/天然百利/爱肯拿，24年市场份额2.4%/2%/2%（行业CR15为42.4%），中国对美加征对等关税后，看好以乖宝为代表的国产品牌凭借高质价比优势加速份额扩张；2) 个护：百亚/稳健在315事件后抖音排名逐步恢复验证公司强反应、修正能力，我们持续看好优秀国货中长期成长机会，具体表现为传统消费企业在原有强品牌心智基础上，积极调整运营打法带来产品力和渠道力上的后发式追赶。3) AI眼镜：关注品牌大厂突破性产品/放量节奏，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。
- **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：**推荐太阳纸业（浆纸一体化龙头，成本管控不断深化）、仙鹤股份、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、美国加征关税专题：各国协商逐步开启，理性看待相关影响.....	3
二、本周重点行业及公司基本面更新.....	4
2.1 家居板块.....	4
2.2 新型烟草.....	5
2.3 造纸包装.....	5
2.4 轻工消费.....	6
三、行业重点数据及热点跟踪.....	7
3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	7
3.2 家居板块行业高频数据跟踪.....	7
3.3 造纸板块行业高频数据跟踪.....	12
四、本周行情回顾.....	14
五、重点公司估值及盈利预测.....	15
六、风险提示.....	15

图表目录

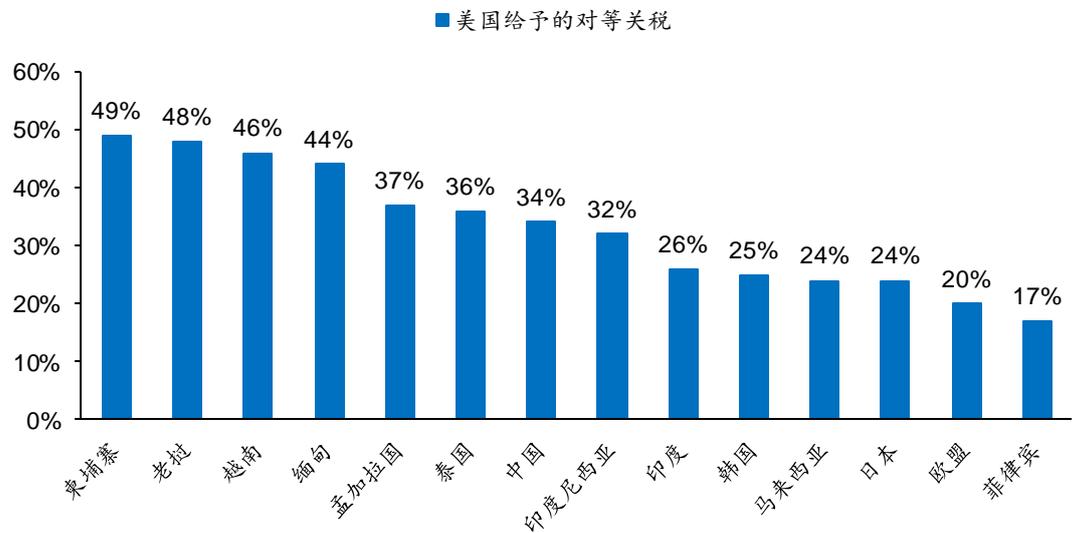
图表 1： 美国对部分国家征收的对等关税税率.....	3
图表 2： 各出口链公司海外产能布局情况.....	3
图表 3： 美国新增关税完全向终端转嫁需涨价幅度测算.....	4
图表 4： 全球电子烟行业一周热点回顾.....	7
图表 5： 中国地产数据走势.....	8
图表 6： 美国地产数据走势.....	9
图表 7： 家具出口及国内零售金额走势.....	10
图表 8： 家居原材料价格走势.....	11
图表 9： 本周纸品及原材料价格变动一览（单位：元/吨）.....	12
图表 10： 其他材料价格变动.....	13
图表 11： 轻工子板块及重点公司行情表现.....	14
图表 12： 重点公司标的估值及盈利预测.....	15

一、美国加征关税专题：各国协商逐步开启，理性看待相关影响

4月2日，美国总统特朗普宣布美国对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对多个贸易伙伴征收更高关税。基准关税税率(10%)将于4月5日凌晨生效，对等关税将于4月9日凌晨生效。此次加征关税涉及到美国所有主要贸易伙伴国，对包括中国和东南亚诸国在内的众多国家征收税率大多在20%以上：中国(34%)、柬埔寨(49%)、老挝(48%)、越南(46%)、印度尼西亚(32%)。考虑目前我国众多出口型企业已在东南亚地区布局较多产能。若美国对等关税最终落地，预计将对企业的盈利表现产生较大影响。

4月4日，中国宣布对美国加征关税采取反制措施，自4月10日起对原产于美国的进口产品商品在现行税率基础上加征34%额外关税。同时，越南称愿意与美国谈判，将越南对美国的进口关税降至0%，且要求美国对越南的出口采取同样的做法。可以看到，针对美国单方面加征关税的行为，各国仍在进行进一步的谈判磋商，力图将关税影响降至最低，关税最终落地情况仍有待观察。

图表1：美国对部分国家征收的对等关税税率



来源：CNBC，国金证券研究所

图表2：各出口链公司海外产能布局情况

	美国收入占比	欧洲收入占比	海外产能所在地
匠心家居	88%	-	越南
致欧科技	北美地区 36%	62%	部分东南亚供应链
嘉益股份	-	-	越南
共创草坪	境外收入占比 88%		越南、墨西哥
建霖家居	外销收入占比 76%		泰国、墨西哥
松霖科技	境外收入占比 75%		越南
恒林股份	外销收入占比 81%		越南、瑞士
永艺股份	外销收入占比 75%		越南、罗马尼亚
天振股份	北美地区 96%左右	3%左右	越南、泰国、美国
梦百合	外销收入占比 79%		塞尔维亚、美国、西班牙、泰国
思摩尔国际	37%	37%	印度尼西亚

来源：各公司财报，国金证券研究所

在加征关税的背景下，不同出口型企业向终端消费者转移关税的能力存在较大差别。根据

测算，假设企业完全向终端消费者转移今年以来加征的税负，对技术附加值高的 ODM、OBM 型企业或跨境电商品牌型企业来说，其产品的出厂价格与终端零售价格间的加价倍率较高，仅需要将终端价格上涨至 10% 以下，便可将全部税负转嫁至终端消费者，可将关税对企业的影响降至最低。整体来看，在关税未最终落地的情况下，考虑轻工品类多数为美国消费者日常用品，并且美国不具备本土供应链承接能力。生产或销售高加价倍率品类的企业，或许有望较好向终端消费者转嫁加征的相应关税，因此应该理性看待加征关税的相关影响。此外，在中国对美反制加征对等关税后，相关产业国产化进度或加快，建议关注相关受益方向如国产宠物食品等。

图表3: 美国新增关税完全向终端转嫁需涨价幅度测算

适用企业类型	加价倍率（出厂-终端）	出厂国家	关税税率（仅考虑今年加征）	若完全转嫁需终端涨价幅度
技术附加值高的 ODM、OBM 型企业或跨境电商品牌型企业	5	中国	54%	10.8%
		越南	46%	9.2%
		印尼	32%	6.4%
		泰国	36%	7.2%
	4	中国	54%	13.5%
		越南	46%	11.5%
		印尼	32%	8.0%
		泰国	36%	9.0%
附加值相对低且行业竞争激烈的代工型企业	3	中国	54%	18.0%
		越南	46%	15.3%
		印尼	32%	10.7%
		泰国	36%	12.0%
	2	中国	54%	27.0%
		越南	46%	23.0%
		印尼	32%	16.0%
		泰国	36%	18.0%

来源：国金证券研究所测算

二、本周重点行业及公司基本面更新

2.1 家居板块

- **家居板块：**内销方面，根据渠道调研反馈，随着各地区家居消费补贴陆续开启，预计 3 月多数家居企业工厂接单情况相对稳中有升。后续期待更多地产及消费相关刺激政策出台，若地产端可逐步企稳，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，此次美国对中国以及中国家具企业主要产能转移地的东南亚地区均加征较高关税，一定程度上超出此前下游客户及产业链的判断，考虑多数家具及轻工品类美国本土不具备产业链承接能力，并且均为美国消费者日常所需用品，产业链利润原本并不高，较难承担此影响，大部分预计仍将向终端转嫁。整体来看，目前优选 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。此外，静待后续出口企业与下游客户根据最终美国关税落地情况的协商结果。
- **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。

动态：近期，索菲亚发布全新“1+N+X”渠道战略。“1”代表一个城市运营商，作为索菲亚在当地市场的核心合作伙伴，城市运营商具备丰富的市场资源、强大的交付能力和良好的口碑影响力。“N”则代表多业态门店，包括但不限于商超店、社区店、建材城店、沿街店、乡镇店等，满足不同消费者的购物需求和消费场景。“X”则是

索菲亚支持全域引流，全员共创，即任何人都可以成为索菲亚的共创伙伴。

- **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为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。
- **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。

动态：3月28日，恒林股份在投资者互动平台透露公司已终止与算力相关业务的收购计划，未来也暂无此计划。

- **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31日，慕思健康睡眠股份有限公司发布关于全资子公司与专业机构共同投资设立产业基金的公告，旨在智能制造产业数字化、大健康及人工智能领域、消费零售、跨境出海领域进行布局。

2.2 新型烟草

- 美国加征关税背景下，市场较为关注其对于思摩尔国际美国出口业务的影响，我们认为应理性看待后续影响，主因：1) 思摩尔拥有印尼工厂，东南亚国家预计将陆续与美国协商调整，后续关税落地幅度仍有变数；2) 电子烟作为高加价倍率且具有消费粘性的品类，关税可一定程度向终端传导，并且涨价幅度也并不明显；3) 思摩尔作为以技术驱动型的企业在产业链具备较强议价能力。近期据路透社报道，英美烟草子公司致信特朗普政府，请求禁止所有中国一次性电子烟进口，结合美国此前逐步加大对非法产品的监管力度，后续美国合规市场扩容趋势依旧，重视合规品牌商及产业链成长机遇。综合来看，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。此外，菲莫国际此前投资2亿美元在美国扩张ZYN（尼古丁袋）的工厂预计于6月完工，行业景气度较优，建议关注口含烟产业链相关机遇。

2.3 造纸包装

造纸包装：纸浆港口库存仍在高位，纸价涨幅弱于浆价预计盈利转暖节奏偏缓。1) 造纸：

截至4月3日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格5500/4510/6400/3730元，环比较上周持平/持平/持平/持平。Suzano宣布2025年4月桉木阔叶浆金鱼亚洲价格上涨20美元/吨，欧美价格上涨60美元/吨。截止4月3日，国内纸浆主流港口样本库存量为202.2万吨，环比较上周上涨0.4%。国外浆厂检修计划较多挺价意愿较强，但淡季需求收缩与高库存水平仍压制浆价上涨。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。

2.4 轻工消费

轻工消费宠物：中国对美加征对等关税后或加快宠物中高端国产化进度，持续关注AI眼镜产业链进展。1)宠物：24年国内线上TOP15品牌中原产地主要在美国的外资高端品牌主要是渴望/天然百利/爱肯拿，24年市场份额2.4%/2%/2%（行业CR15为42.4%），中国对美加征对等关税后，看好以乖宝为代表的国产品牌凭借高质价比优势加速份额扩张；2)百亚/稳健在315事件后抖音排名逐步恢复验证公司强反应、修正能力，我们持续看好优秀国货中长期成长机会，具体表现为传统消费企业在原有强品牌心智基础上，积极调整运营打法带来产品力和渠道力上的后发式追赶。3)AI眼镜：关注品牌大厂突破性产品/放量节奏，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。

- **百亚股份**：我们看到百亚旗下自由点315舆论事件后边际恢复较优，根据抖音卫生巾排行榜（近30天，25/3/4~25/4/4）自由点保持第一名，证明公司对舆论应对能力较强、凭借强产品力实现快速排名的修复，同期稳健医疗旗下奈丝公主/高洁丝排名第9/第5。
- **AI眼镜-动态**：康耐特光学近期发布2024年业绩报告，产品结构优化盈利能力提升，XR业务赋能打开新成长空间。2024年全年实现营收20.61亿元，同比增长17.1%；归母净利润4.28亿元，同比增长31.0%。定制片G2M+高折射功能镜片表现靓丽，差异化突破抢占市场。公司在有显产品赛道竞争力突出，先后建立XR研发服务中心，并在泰国购置土地以支持XR产品的生产，获得歌尔投资后续赋能可期。
- **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。

- **中宠股份-动态**：公司主品牌顽皮近期补充烘焙条线产品，定价性价比突出，315纪录片等营销动作、线上精细化运营等动作验证品牌运作能力向上进步优势明显。
- **量子之歌-动态**：公司近期并购深圳熠起文化（Letsvan），后者旗下拥有“WAKUKU”等IP矩阵及东南亚布局。

- **泡泡玛特:** 近期我们发布公司深度《IP 拓维变现向上成长, 海外破圈扬帆起航》, IP 多元化与全球化驱动高成长。公司凭借成熟的 IP 孵化体系 (24 年自有 or 独家/授权 IP 收入占比 85%/12%) 及头部 IP 生命力延续 (TOP5 IP 收入占比 62%), 持续打破盲盒边界, 拓展毛绒 (2024 年营收+1289%)、积木 (8 个月销量超 3 万套, 对标乐高)、MEGA、饰品等高潜力品类, 构建多元化变现矩阵。国内渠道优化提质, 线下零售/机器人商店/批发/线上收入分别增长 54%/27%/58%/51%, 海外市场爆发式增长 (2024 年收入 50.7 亿元, 同比+375%), 依托 DTC 模式+本地化运营 (东南亚/欧美高势能店铺+社媒营销) 实现全球化破圈, 海外店效显著优于国内, 门店数达 120 家。中长期目标对标乐高, 通过优质点位扩张、精细化运营及 IP 艺术价值深化打开增长空间, 建议关注东南亚渗透率及 IP 矩阵迭代能力。我们预测公司 25-27 年整体营收分别为 220.7/298.6/387.4 亿元, 同比增速分别为 69%/35%/30%, 归母净利润分别为 54.3/74.4/96.5 亿元, 同比增长 73.8%/37.1%/29.6%, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **两轮车-动态:** 爱玛科技发布 2025Q1 业绩预告, 预计实现归属于上市公司股东的净利润 6.05 亿元, 同比增长 25.1%; 扣非净利润 5.93 亿元, 同比大幅增长 31.57% (较上年同期增加 1.42 亿元)。电动自行车以旧换新政策催化下, 公司高端车型销量占比提高, 叠加成本端规模效应释放。

三、行业重点数据及热点跟踪

3.1 全球新型烟草行业一周热点回顾

图表4: 全球电子烟行业一周热点回顾

时间	标题	内容
4.1	比利时禁止电子烟公开展示 4月1日起生效	比利时将于4月1日起禁止烟草产品在销售点公开展示, 烟草协会指出此举可能刺激非法卷烟贸易, 增加零售成本, 导致部分商家退出烟草销售市场, 加剧消费者从非法渠道购买便宜卷烟的现象。
4.2	西班牙对电子烟烟油征收新税 4月1日正式生效	西班牙自4月1日起实施针对电子烟烟油的新税收政策, 每毫升含尼古丁少于15毫克的电子烟烟油需缴纳0.15欧元税款, 尼古丁含量更高则需缴纳0.20欧元。
4.2	澳大利亚卷烟包装新规生效 每支卷烟印健康警告	从4月1日起, 澳大利亚实施卷烟包装新规, 每支卷烟上印有健康警告, 成为继加拿大之后第二个采纳此措施的国家。
4.3	英国拟对烟草公司征收“污染者付费”税 筹集7亿英镑以资助控烟项目	英国跨党派议会小组提议实施“污染者付费”税措施, 要求烟草公司为吸烟危害买单, 此举旨在筹集资金用于控烟项目, 推动降低本国吸烟率。
4.3	美国华盛顿州拟禁售调味烟草 预计4月在众议院审议	美国华盛顿州提出新法案, 计划禁止销售调味烟草产品, 并从2026年1月起将卷烟税每包增加2美元, 新增税收部分将用于预防青少年吸烟和电子烟使用。

来源: 两个至上, 国金证券研究所整理

3.2 家居板块行业高频数据跟踪

3.2.1 中美地产数据

周度商品房成交面积: 本周 (3.28-4.4) 30 大中城市成交面积同比上升 24.58%, 累计同比上涨 9.21%。

周度二手房成交面积: 本周 (3.28-4.4) 14 城二手房成交面积同比增长 31.96%, 累计同比增长 39.89%。

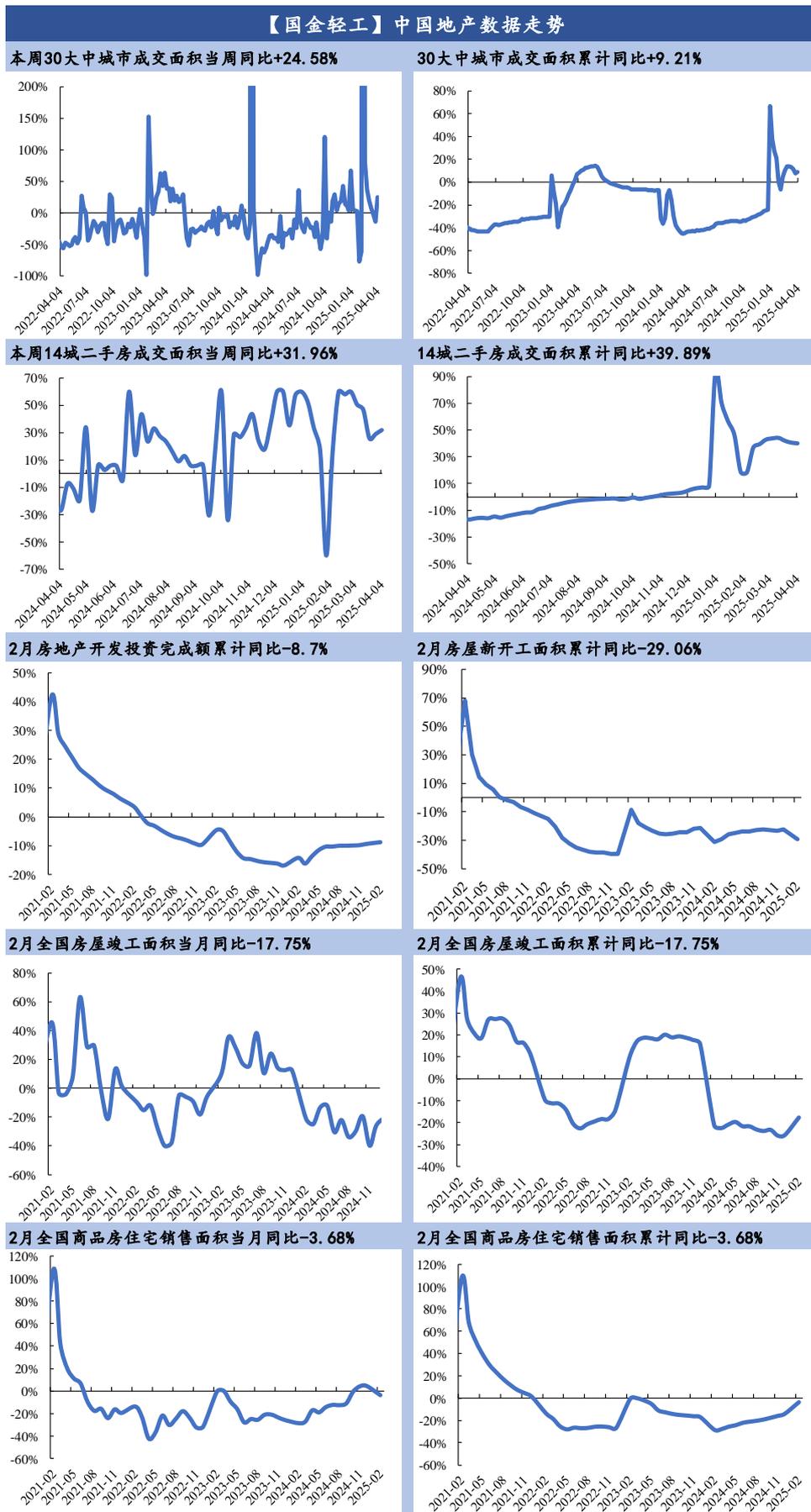
房地产开发投资完成额: 25 年 1-2 月累计同比下降 8.7%。

房屋新开工面积: 25 年 1-2 月累计同比下降 29.6%。

月度竣工面积: 25 年 1-2 月全国房屋竣工面积同比下降 17.75%, 单 2 月同比下降 17.75%。

月度销售面积: 25 年 1-2 月全国商品房住宅销售面积同比下降 3.68%, 单 2 月同比增长 3.68%。

图表5: 中国地产数据走势



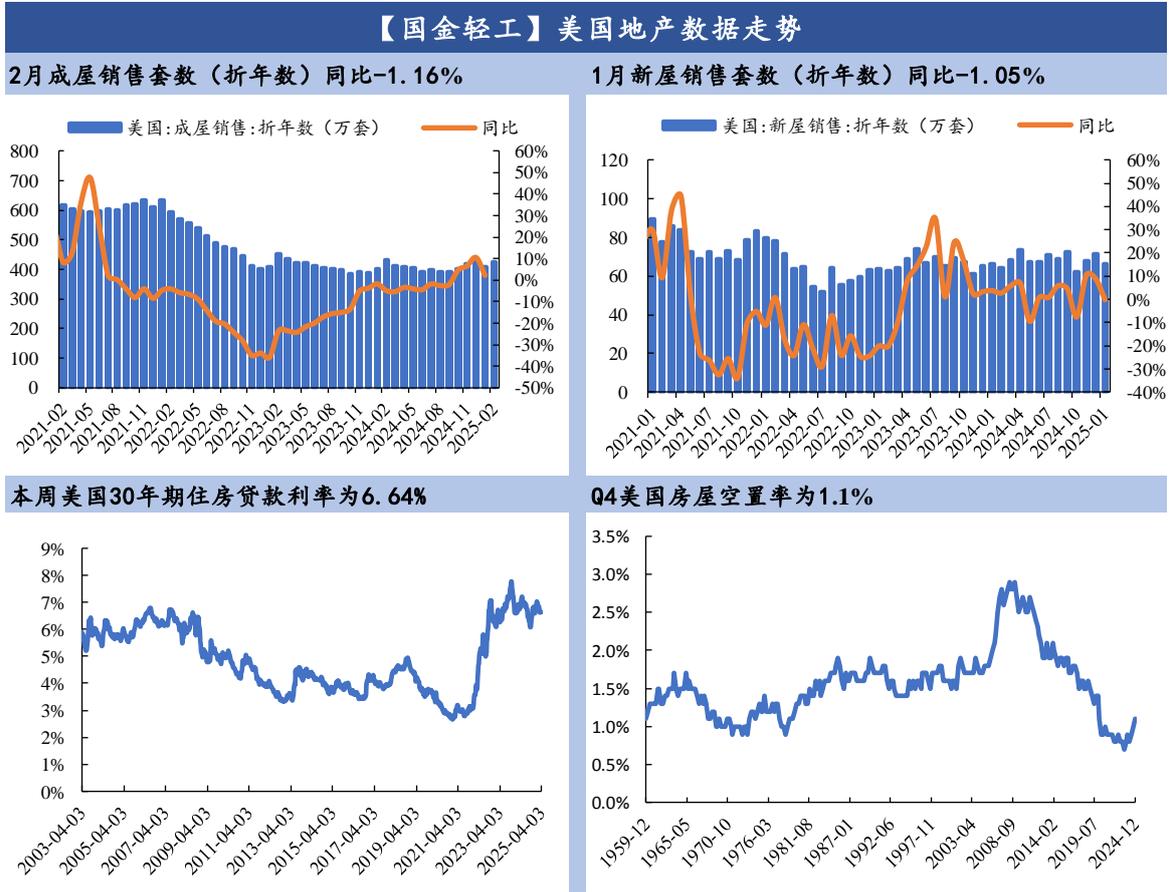
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2025年2月成屋销售套数（折年数）同比下降1.16%，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6.64%，环比下降0.01pct。

美国房屋空置率：2024年Q4为1.1%，环比上升0.1pct。

图表6：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

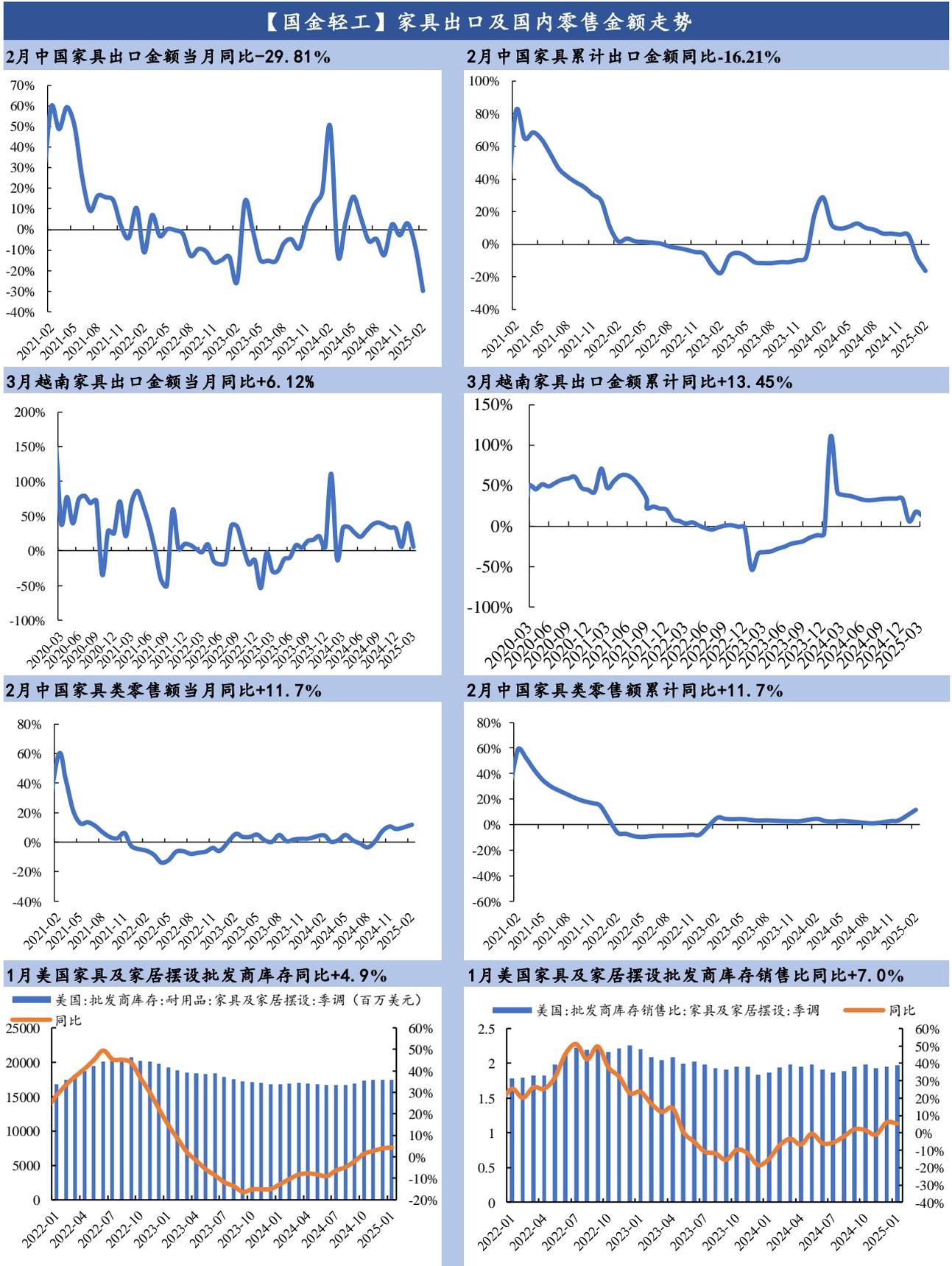
3.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额（美元计价）2025年2月当月同比下降29.81%，1-2月累计同比下降16.21%。越南家具出口金额（美元计价）2025年3月同比增加6.12%，1-3月累计同比上升13.45%。

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：2025年2月中国家具类零售额同比增长11.7%，1-2月累计同比增长11.7%。

图表7: 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

3.2.3 家具原材料价格数据

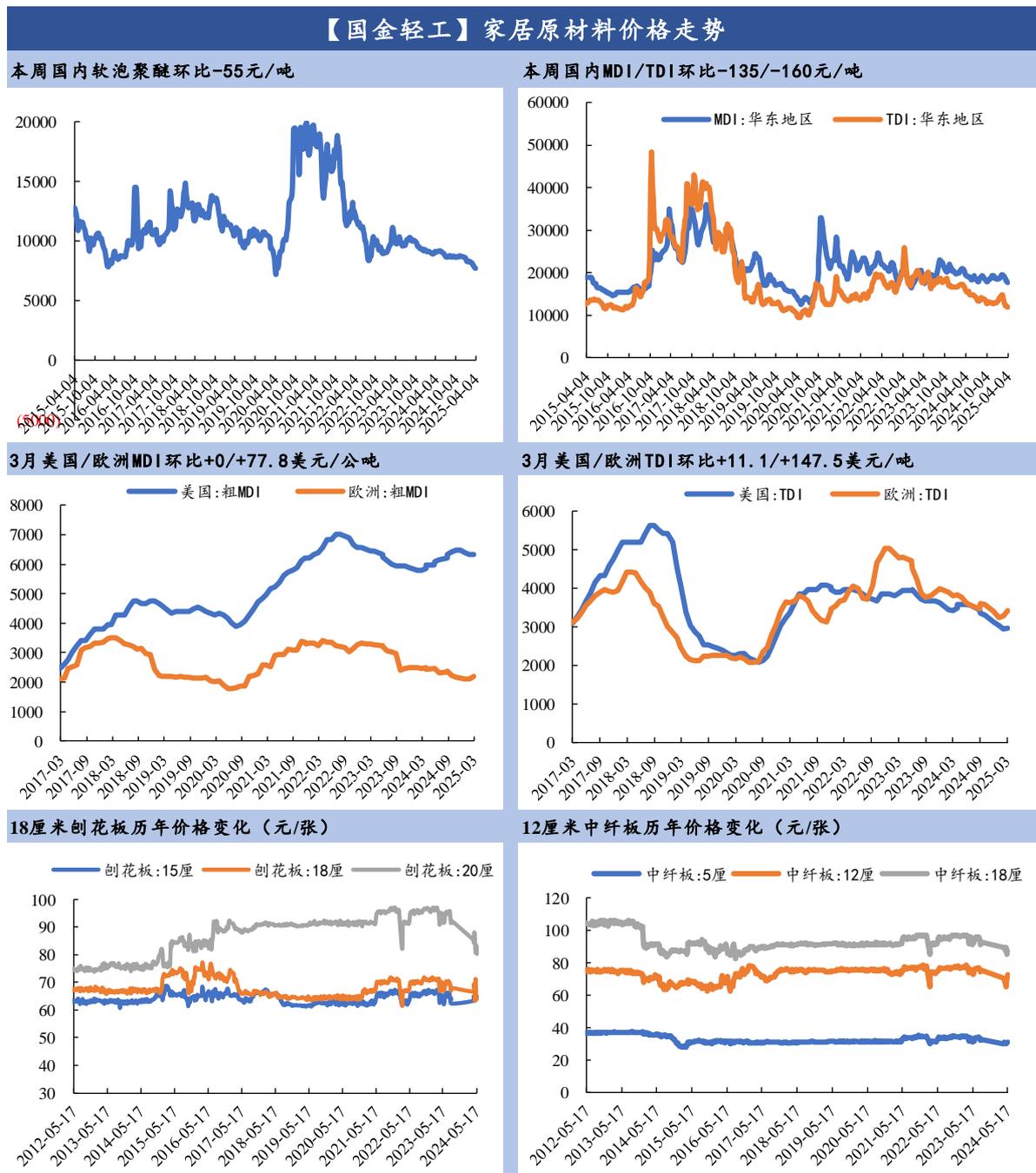
本周国内软泡聚醚均价为 7750.0 元/吨，环比下降 55 元/吨，今年以来截止 4.4 均价为 8193.63 元/吨，较 2024 年均价下降 8.05%。

本周国内 MDI 均价为 17725.00 元/吨，环比下降 135 元/吨，今年以来截止 4.4 均价为 18645.60 元/吨，较 2024 年均价下降 1.88%。

本周国内 TDI 均价为 11900.00 元/吨，环比下降 160 元/吨，今年以来截止 4.4 均价为 13240.48 元/吨，较 2024 年均价下降 8.70%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 3 月环比上升 0 元/吨，TDI 价格环比上升 11.1 元/吨；欧洲地区 MDI 价格 3 月环比上升 77.8 美元/公吨，TDI 价格环比上升 147.5 美元/公吨。

图表8：家居原材料价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

3.3 造纸板块行业高频数据跟踪

图表9：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	23Q4	24Q1	环比23Q4	24Q2	环比24Q1	24Q3	环比24Q2	24Q4	环比24Q3	25年3月	25年2月	25年1月	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料															
木浆系	针叶浆	6122	6122	0	6348	226	6125	-223	6288	163	6122	6640	6517	6486	-40
	阔叶浆	5500	5500	0	5670	170	4810	-860	4504	-306	5500	4907	4792	4641	-22
	化机浆	4095	4095	0	3914	-181	3520	-394	3550	30	4095	3550	3550	3629	79
废纸系	国废黄板纸	1482	1498	16	1477	-21	1544	67	1647	103	1482	1512	1603	1461	-12
纸品															
木浆系	双胶纸	5325	5958	633	5750	-208	5177	-573	5213	36	5325	5262	5213	5325	0
	铜版纸	6124	6200	76	6000	-200	5900	-100	5800	-100	6124	5936	5800	6175	0
	白卡纸	4443	4943	500	4560	-383	4360	-200	4260	-100	4443	4443	4343	4443	0
废纸系	箱板纸	3649	3769	120	3623	-146	3565	-58	3712	147	3649	3741	3761	3567	-40
	瓦楞纸	2826	2987	161	2814	-173	2753	-61	3037	284	2826	3012	3059	2723	-23

来源：隆众资讯，国金证券研究所；注：周度核算时间为 2025 年 3 月 28 日至 2025 年 4 月 4 日

3.3.1、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 6486 元/吨，环比上期下降 0.6%；阔叶浆现货含税均价 4641 元/吨，环比上期下降 0.5%；本色浆现货含税均价 5629 元/吨，环比上期下降 0.4%；化机浆现货含税均价 3629 元/吨，环比上期上涨 2.2%。本周期内纸浆价格延续弱势震荡格局，针叶浆现货价格随期货盘面波动下行，阔叶浆均价进一步下探。隆众资讯分析本周期纸浆价格波动的主要原因：一、国际浆厂延续挺价策略，但国内现货倒挂，市场普遍认为高价外盘难以落地，外盘挺价与国内脱节，承压浆价。二、期货主力合约大跌，叠加港口库存绝对值居高且去库速度减缓，承压浆价。三、需求端缺乏实质性改善，生活用纸开工率预期下调，文化纸市场终端订单不足，纸厂原料采购缩量，进一步拖累浆价。

2) 成品纸:

本周期国内双胶纸市场区间窄幅整理，成交表现刚需。70g 双胶纸企业含税均价为 5325.0 元/吨，环比持平。目前行业盈利水平仍较低，部分纸机转产情况存在，且停产企业暂未恢复正常生产，行业供应情况变化不大，工厂多延续稳价意愿。然社会面需求延续不振，出版订单暂未集中释放，下游印厂开工水平较低，原纸库存消耗速度缓慢，用户多谨慎观望后市，以量刚需采买为主。同时木浆价格偏弱震荡，对原纸市场支撑力度有限，贸易商多随行就市，随进随出为主，局部成交价格趋于灵活，主流品牌本白双胶纸市场报价在 5100-5200 元/吨，主流品牌高白双胶纸市场报价在 5400-5500 元/吨，实单可商谈。

本周期国内铜版纸市场波动有限，成交表现寡淡。157g 铜版纸企业含税均价为 6175.0 元/吨，环比持平。停产工厂复产范围不大，行业生产增量有限，部分纸企出口订单尚可，一定程度平衡工厂产销情况，目前行业库存水平不高，工厂多维持挺价意愿。然下游需求表现疲弱，且铜版纸与关联产品价格差较大，同时考虑停产工厂后续复产预期，用户观望情绪浓郁，刚需散单采买为主，贸易商多稳定操盘，随进随出为主，局部成交价格趋于灵活，主流品牌平张铜版纸成交区间在 5800-6000 元/吨，实单可议。

3.3.2、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 1461.4 元/吨，环比-0.8%，同比-0.8%。本周期废旧黄板纸市场稳中偏强整理，市场涨跌互现，局部地区存在差异。供应方面看，市场货源维持低位，且短期仍有走低可能，打包站回收成本过高，为维护现有客户竞争压力不断加大；且废旧黄板纸量价双低，供应端短期囤货意愿有增，整体出货节奏放缓。需求方面，下游纸企整体开工稳中略降，废旧黄板纸消耗随之略减，然供应不足致使纸企到货减少，部分纸企为保证自身正常生产需求小幅上调废旧黄板纸价格，以求保证安全库存。终端来看提振有限，虽规模纸企原纸提价计划刺激下，原纸出货略有加快，但原纸价格仍在低位，纸企成本压力仍存，故需求端对废旧黄板纸支撑力度有限。隆众预计，下周废旧黄板纸市场或以稳为主，局部按需整理。

据隆众数据监测显示，本周期国内废旧书本纸均价 1625.6 元/吨，环比+0.8%，同比+3.5%。本周国内废旧书本纸市场趋势上行，纸企报价多有上调。本周市场供应变化不大，打包站稳价收货，整体回收量低位暂稳，目前市场价格为年内高位，故打包站保持出货较为积极。

下游纸企开工基本稳定，整体废旧书本纸用量尚可，然由于供应有限，纸企多到货不足，消耗库存为主，故废旧书本纸采购价格上调以求增加到货量。原纸价格仍显弱势，且短期难有提振，对废旧书本纸暂无有效支撑。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，环比持平，同比-7.1%。本周废旧报纸市场稳中偏弱。局部个别纸企报价下调，暂未影响整体监测均价。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 2722.7 元/吨，环比-0.9%，同比-5.9%。主要影响因素分析：一、周内瓦楞纸市场延续弱势，周初纸企库存承压，为促进出货场内降价动作不断，后龙头纸企发布涨价计划提振市场信心，业者观望情绪浓郁，价格短暂持稳；二、处传统消费淡季，纸企与下游包装企业订单均不足，纸价频繁下探导致二级厂采购策略较为保守，多以刚需采买和适量补库为主，纸企出货欠佳，库存高企，纸价缺乏改善动力；三、原料废旧黄板纸市场稳中偏强整理，成本面支撑作用一般。

据隆众监测数据显示：本周箱板纸含税均价 3566.9 元/吨，环比-1.1%，同比-3.7%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场呈现偏弱态势，规模纸企仍有降价操作，部分中小纸企则继续执行优惠政策；二、目前终端需求延续弱势，下游二级厂订单不旺，原纸采购积极性欠佳，纸企去库进展缓慢，继续执行让利降库操作；三、上游废旧黄板纸价格小幅反弹，但价格仍处低位，成本面支撑作用一般。

3.3.3、其他材料价格变动一览

图表10: 其他材料价格变动

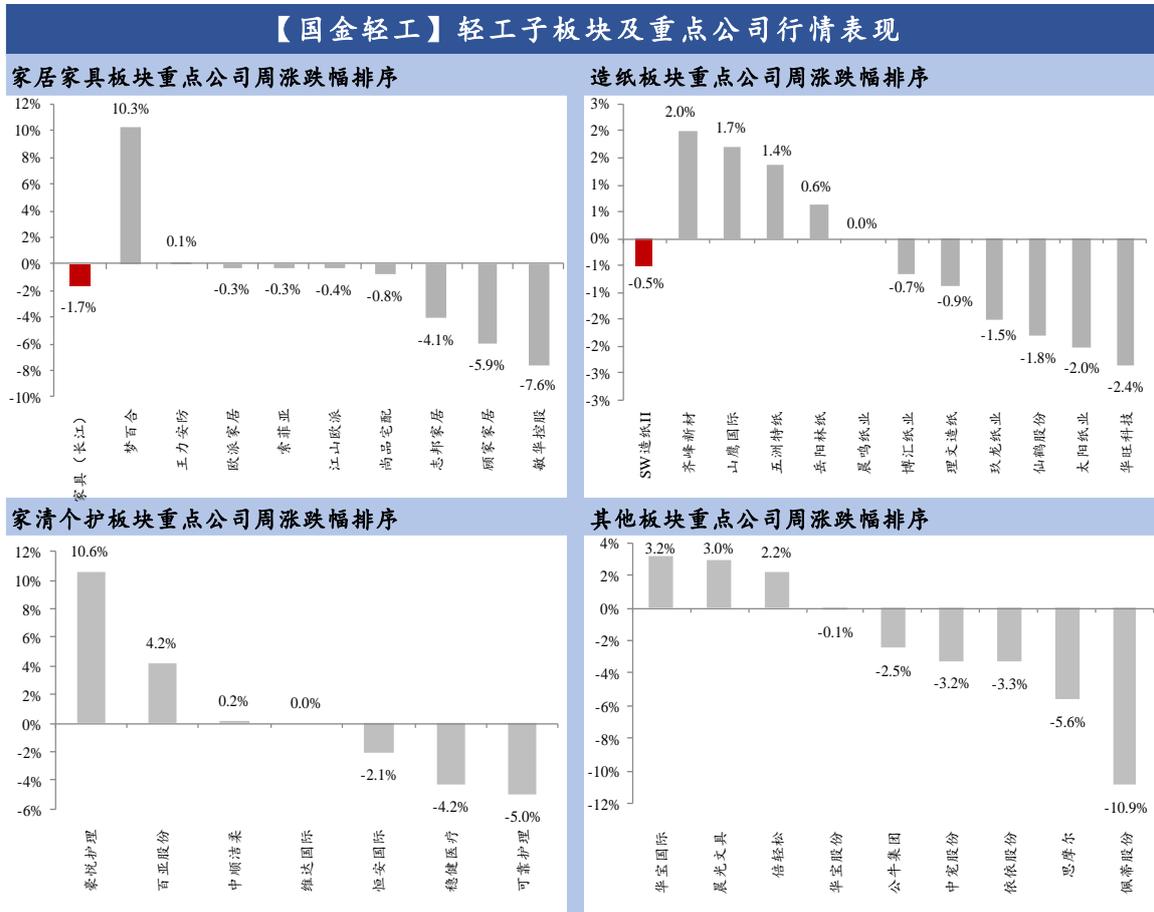


来源: iFinD, 国金证券研究所; 注: 数据截止日期为 2025.4.4

四、本周行情回顾

轻工子板块及重点公司行情表现

图表11：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 3.28-4.4

五、重点公司估值及盈利预测

图表 12: 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	408	-2.0%	23.0%	30.9	34.0	38.9	43.1	13.2	12.0	10.5	9.5	1.5	36.2%
	600567.SH	山鹰国际	98	1.7%	-7.2%	1.6		10.3	13.1	62.7		9.5	7.5	0.7	46.0%
	605377.SH	华旺科技	58	-2.2%	0.0%	5.7	6.2	7.4	8.2	10.2	9.3	7.8	7.0	1.5	33.3%
	605007.SH	五洲特纸	61	1.4%	-12.4%	2.7	5.6	7.2	8.5	22.2	10.8	8.4	7.1	2.4	10.5%
	603733.SH	仙鹤股份	156	-1.8%	40.1%	6.6	10.5	13.2	15.8	23.5	14.9	11.8	9.9	2.0	2.2%
	002701.SZ	奥瑞金	134	1.0%	30.1%	7.7	9.0	10.5	11.7	17.3	14.9	12.8	11.4	1.5	27.4%
家居	002572.SZ	索菲亚	158	-0.3%	9.7%	12.6		13.7	15.2	12.5		11.5	10.4	2.3	5.0%
	300616.SZ	尚品宅配	28	-0.8%	-26.5%	0.6		2.9	N/A	43.3		9.8	N/A	0.8	12.9%
	603833.SH	欧派家居	386	-0.3%	-5.3%	30.4		35.9	39.1	12.7		10.8	9.9	2.1	5.2%
	603801.SH	志邦家居	50	-4.1%	-28.5%	6.0	4.5	4.9	5.3	8.4	11.2	10.3	9.6	1.5	4.7%
	603816.SH	顾家家居	203	-5.9%	-26.5%	20.1	18.7	21.2	23.7	10.1	10.9	9.6	8.6	2.1	3.0%
	301227.SZ	森鹰窗业	16	2.6%	-35.8%	1.5		2.1	2.5	11.1		7.9	6.5	1.0	15.1%
	002790.SZ	瑞尔特	33	0.5%	-22.1%	2.2	2.0	2.3	2.7	15.1	17.0	14.4	12.4	1.6	55.8%
	1999.HK	敏华控股	166	-7.8%	-20.0%	19.1	21.1	23.9	26.5	8.7	7.9	6.9	6.3	2.0	25.3%
	603313.SH	梦百合	39	10.3%	-34.6%	1.1		4.3	5.9	36.6		9.0	6.6	1.0	13.0%
	605009.SH	豪悦护理	72	10.6%	28.8%	4.4	5.2	6.1	7.0	16.5	13.9	11.9	10.3	2.3	14.3%
消费轻工	6969.HK	思摩尔	789	-5.8%	96.3%	16.5	13.0	15.1	24.8	47.8	60.5	52.1	31.9	1.8	48.6%
	003006.SZ	百亚股份	107	4.2%	70.1%	2.4	2.9	3.8	5.0	44.8		28.2	21.3	7.4	30.6%
	603899.SH	晨光股份	292	3.0%	-14.0%	15.3	14.0	15.5	17.9	19.1	20.9	18.8	16.3	3.3	3.0%
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	368	6.0%	133.7%	4.3	5.6	7.1	9.2	85.9	65.3	51.7	39.9	9.0	10.2%
	002891.SZ	中宠股份	121	-3.2%	58.9%	2.3	3.0	4.0	5.1	52.0	40.4	30.1	23.7	4.9	6.2%
	001206.SZ	依依股份	35	-3.3%	27.0%	1.0		2.0	2.2	33.8		17.9	15.5	1.9	9.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	38	-10.6%	15.9%	-0.1		1.8	2.2	-345.9		21.6	17.3	2.1	10.1%
出口链	603661.SH	恒林股份	41	-2.5%	-34.2%	2.6	5.5	6.8	8.2	15.5	7.4	6.0	5.0	1.1	25.8%
	301061.SZ	匠心家居	106	-18.3%	69.9%	4.1		6.5	8.0	26.1		16.3	13.4	3.2	84.4%
	301004.SZ	嘉益股份	98	-6.8%	116.3%	4.7		7.2	8.7	20.7		13.6	11.3	5.2	28.7%
	300993.SZ	玉马科技	33	-1.9%	-0.2%	1.7	2.1	2.5	3.0	19.9	16.0	13.3	11.0	2.4	10.9%
	301193.SZ	家联科技	31	-0.2%	-3.4%	0.5	1.7	2.2	2.7	68.6	17.8	14.4	11.4	2.0	15.7%
	605099.SH	共创草坪	79	-4.8%	0.4%	4.3	5.3	6.3	7.3	18.4	15.1	12.6	10.9	3.0	15.1%
跨境电商	001368.SZ	通达创智	26	-1.5%	-5.2%	1.0	1.0	1.3	1.6	25.3	24.9	19.5	16.0	1.9	26.5%
	301376.SZ	致欧科技	76	-0.5%	-18.7%	4.1	3.8	5.1	6.5	18.4	20.0	15.0	11.8	2.4	29.6%
	300729.SZ	乐歌股份	50	-5.0%	-16.2%	6.3		5.1	5.6	7.9		9.9	8.9	1.6	15.0%
301381.SZ	赛维时代	89	-2.3%	-25.4%	3.4	4.5	5.9	7.1	26.5	19.7	15.1	12.4	3.7	8.2%	

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2025.4.4; 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

六、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