

# 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

## 继续重视新型烟草产业趋势，关注轻工消费 618 国货表现

### 行业观点更新：

- **家居板块：**内销方面，近期统计局公布 4 月家具社零同比+26.9%，表现相对较优。虽然根据渠道反馈，4-5 月国补对于家具需求的刺激作用有所趋缓，但考虑地产端逐步企稳，家具需求后续需求预期已不必过于悲观。外销方面，虽然短期中美贸易摩擦有所缓和，但考虑摩擦后续或有反复叠加 Q1 起海外需求景气度环比走弱，建议关注具备  $\alpha$  的企业。整体来看，内需家居板块的中长期配置机会已来临，建议重点关注 25 年业绩增长确定性高并且具备相对高股息支撑的内销龙头企，此外建议关注部分具备自身  $\alpha$ 、估值已具吸引力的优质外销企业。
- **新型烟草：**HNB 方面，近期英美烟草 Glo 官网正式官宣 HNB 新品 Glo hilo 将于 6 月 9 日上市日本宫城县，不仅可充分展现英美烟草对该产品的信心，而且也将能较好全面检验 hilo 的消费者接受度。考虑 Glo hilo 的产品力以及日本上市初期英美烟草或将参照塞尔维亚做法对产品进行促销补贴，后续日本销售情况值得期待。雾化电子烟方面，近期 FDA 官网宣布与海关（CBP）在芝加哥查获近 200 万件未经授权的雾化电子烟产品，零售价值约 3380 万美元，FDA 还首次向负责进口这些非法电子烟的 24 家烟草进口商和入境申报者发送了进口信息函，告知收件人，向美国政府提供虚假陈述或报关是联邦犯罪行为。延续此前观点，美国对于非法雾化电子烟的监管显著趋严，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，思摩尔国际目前具备布局性价比，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，继续重点推荐。
- **造纸：**截至 5 月 23 日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5300/4460/5900/3730 元，环比上周持平/持平/-100 元/持平，阔叶浆/针叶浆单位价格 4250/6500 元，环比上周-50 元/持平。5 月 21 日，智利 Arauco 下调针叶浆/本色浆报价 30 美元/吨。5 月处于造纸行业传统淡季，终端消费提振作用有限。在盈利改善不足的压力下，包括太阳和玖龙在内的多家纸企发布涨价函，涨价幅度为 200 元/吨，预计将对纸价恢复合理区间运行有一定支撑作用。
- **轻工消费宠物：持续推荐品牌势能提升中的优质国货品牌，根据产品培育周期优选标的。**1) 轻工消费：个护 618 前期战绩国货品牌表现靓丽，重申三条推荐思路：①品类创新加快且在终端阶段性成绩斐然/已破圈、后续拓系列/拓平台（抖音→天猫/线上→线下）逻辑打开中期成长路径、且利润率具备向上弹性；②成长叙事中老带新明显：新业务蓄势待发可期、具备估值向上提振预期。③企业  $\alpha$  优选角度：前瞻眼光较强、在数次渠道变迁与变化中运营能力得到验证的头部标的。2) 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标的。
- **潮玩：关注名创 25Q1 业绩发布、52TOYS 提交招股书。**新公司涌现、IP 推新迭代&运营能力提升（例如泡泡 labubu3.0 的发布、量子之歌 Wakuku2.0 的发布、名创史迪仔 IP 的发布等）。1) 名创 1Q25 营收表现靓丽、海外直营拖累盈利；中期聚焦 IP 战略及全球化（欧美直营+国内大店升级），成长逻辑明确。2) 52TOYS 海外快速成长、授权+自有 IP 驱动成长：24 年收入/经调整利润为 6.3 亿元/3201 万元，同比+30.7%/+67.6%，经调整净利润率 5.1%。
- **两轮车：以旧换新对景气度催化仍在持续，关注近期各家新品发布。**截至 5 月 20 日，全国电动自行车以旧换新达 608 万台。新国标正式实施、新产品发布、以旧换新政策等对推升行业景气度、格局优化等仍有催化，中期视角加速市场份额抢夺的支撑点更多来自供给门槛约束、头部产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链集约管理带来的成本优势。从两条思路方向推荐，①产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备店效改善空间的龙头公司；②中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力品牌。
- **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）、潮玩（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：**推荐索菲亚（总部组织+渠道架构合理清晰，支撑大家居发展，估值修复空间较大）、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支撑中长期发展）、慕思股份、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、登康口腔、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）、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
<b>1.2 新型烟草</b> .....	3
1.3 造纸包装.....	4
1.4 轻工消费&潮玩.....	4
1.5 两轮车.....	5
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, 近期统计局公布 4 月家具社零同比+26.9%, 表现相对较优。虽然根据渠道反馈, 4-5 月国补对于家具需求的刺激作用有所趋缓, 但考虑地产端逐步企稳, 家具需求后续需求预期已不必过于悲观。外销方面, 虽然短期中美贸易摩擦有所缓和, 但考虑摩擦后续或有反复叠加 Q1 起海外需求景气度环比走弱, 建议关注具备  $\alpha$  的企业。整体来看, 内需家居板块的中长期配置机会已来临, 建议重点关注 25 年业绩增长确定性高并且具备相对高股息支撑的内销龙头企, 此外建议关注部分具备自身  $\alpha$ 、估值已具吸引力的优质外销企业。
- **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。  
**动态:** 近期, 顾家家居发布公告, 拟向控股股东盈峰集团有限公司(下称“盈峰集团”)定向增发不超过 1.04 亿股 A 股股票, 发行价 19.15 元/股, 募资总额不超过 19.97 亿元。此次定增是自 2024 年初“美的系”入主顾家家居后的首次大规模资本动作, 被视为推动“家居+家电”融合战略的关键一步。
- **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。
- **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。  
**动态:** 近日, 志邦家居新设子公司厦门谨志家居有限公司, 该公司由志邦家居全资持股, 专注于物联网设备的销售和智能家庭消费设备的开发。这一举措标志着志邦家居在智能家居领域的进一步布局, 旨在为用户提供更为便捷和智能的家居体验。
- **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。

### 1.2 新型烟草

- **新型烟草板块：**HNB 方面，近期英美烟草 Glo 官网正式官宣 HNB 新品 Glo hilo 将于 6 月 9 日上市日本宫城县，正式上市日本（全球第一大 HNB 市场）不仅可充分展现英美烟草对该产品的信心，而且也将能较好全面检验 hilo 的消费者接受度。考虑 Glo hilo 的产品力以及日本上市初期英美烟草或将参照塞尔维亚做法对产品进行促销补贴，后续日本销售情况值得期待。雾化电子烟方面，近期 FDA 官网宣布与海关（CBP）在芝加哥查获近 200 万件未经授权的雾化电子烟产品，零售价值约 3380 万美元，FDA 还首次向负责进口这些非法电子烟的 24 家烟草进口商和入境申报者发送了进口信息函，告知收件人，向美国政府提供虚假陈述或报关是联邦犯罪行为。延续此前观点，美国对于非法雾化电子烟的监管显著趋严，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，思摩尔国际目前具备布局性价比，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，继续重点推荐。

### 1.3 造纸包装

**造纸包装：纸企涨价函短期有望支撑纸价，看好裕同长期确定增长逻辑。** 1) 造纸：截至 5 月 23 日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5300/4460/5900/3730 元，环比上周持平/持平/-100 元/持平，阔叶浆/针叶浆单位价格 4250/6500 元，环比上周-505/143/持平。5 月 21 日，智利 Arauco 下调针叶浆/本色浆报价 30 美元/吨。5 月处于造纸行业传统淡季，终端消费提振作用有限。在盈利改善不足的压力下，包括太阳和玖龙在内的多家纸企发布涨价函，涨价幅度为 200 元/吨，预计将对纸价恢复合理区间运行有一定支撑作用。2) 包装：金属包装方面，4 月下旬奥瑞金已正式完成对中粮包装的全面收购，Q1 已开始并表，二片罐格局优化趋势已现，期待后续国内二片罐价格逐步回升叠加海外市场扩张，金属包装企业盈利弹性可期。纸包装方面，裕同科技 25Q1 经营相对稳健，海外产能规模有序扩张，扩大营收来源同时拉动公司利润率稳步抬升。国内 IP 新消费、环保包装和重型包装需求稳步释放，预计公司营收空间显著增大。长期看，裕同凭借借固龙头地位显著受益于海内外纸包装需求提升，资本开支节奏可控下高股息率属性突出。

### 1.4 轻工消费&潮玩

**轻工消费宠物：持续推荐品牌势能提升中的优质国货品牌，根据产品培育周期优选标的。** 1) 轻工消费：个护 618 前期战绩国货品牌表现靓丽，重申三条推荐思路：①品类创新加快且在终端阶段性成绩斐然/已破圈、后续拓系列/拓平台（抖音→天猫/线上→线下）逻辑打开中期成长路径、且利润率具备向上弹性；②成长叙事中老带新明显：新业务蓄势待发可期、具备估值向上提振预期。③企业 α 优选角度：前瞻眼光较强、在数次渠道变迁与变化中运营能力得到验证的头部标的。2) 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标的。

**潮玩：关注名创 25Q1 业绩发布、52TOYS 提交招股书。** 新公司涌现、IP 推新迭代&运营能力提升（例如泡泡 labubu3.0 的发布、量子之歌 Wakuku2.0 的发布、名创史迪仔 IP 的发布等）。1) 名创 1Q25 营收表现靓丽、海外直营拖累盈利；中期聚焦 IP 战略及全球化（欧美直营+国内大店升级），成长逻辑明确。2) 52TOYS 海外快速成长、授权+自有 IP 驱动成长：24 年收入/经调整利润为 6.3 亿元/3201 万元，同比+30.7%/+67.6%，经调整净利润率 5.1%。

- **个护板块 618 动态：**天猫 618 个护品牌抢先购首日成交榜单发布，与去年同期相比，护舒宝连续两年位列第 4 位/卫生巾品牌第 1 位，排名保持不变，自由点/她研社/苏菲/高洁丝位列卫生巾品牌第 2/3/4/5 位，自由点保持较好名次，她研社首次进入 618 榜单。
- **乖宝宠物：**国内宠食品牌领跑者，品牌布局完善，成长路径清晰。公司基于强消费者需求洞察力形成较强的产品创新迭代，且凭借强大线上精细化运营力实现持续领先。看好两大驱动：1) 主品牌麦富迪推出 BARF 系列，主推烘焙粮等新品类加快主流价格带布局，高端副牌弗列加特对标外资高端品牌积极破圈拓新，保持高速增长，中期看好国货优质自主品牌份额持续提升；2) 高毛利线上直营渠道加速发展，强化品牌触达。公司敏锐捕捉直播电商风口，强势入驻抖音等平台，凭借精准营销与内容驱动，人群资产有效扩容。

**动态：**乖宝宠物旗下品牌麦富迪于 5 月 20 日在上海淮海中路落地首家“Myfoodies 超级宠物商店”，聚焦线下场景创新：门店通过沉浸式五感体验设计打造人宠互动空

间，推出“宠物友好空间认证计划”联合多领域品牌共建城市宠物友好网络，并定期举办主题沙龙聚合养宠圈层，形成开放协同生态。此举标志着品牌从产品供应商向“人宠共生”生态构建者的战略升级，以线下门店为载体推动情感连接与文明生态建设。

- **名创优品-动态**：5月23日公司披露1Q25季报，1Q25营收44.3亿元，同比+18.9%，调整后归母净利润为5.9亿元（同比-4.8%），调整后归母净利率13.3%（同/环比-3/-3.5pct），盈利能力波动主要归因于盈利季节性波动更高的直营业务占比的提升。短期关注同店转暖节奏，中期IP&兴趣消费产品策略、全球化成长打开空间。国内后续将受益于大店带动的渠道升级、提升效率，海外北美后续进入聚焦式开店发挥规模效应，IP零售集团成长路径清晰
- **52TOYS-动态**：公司近日披露招股书，2022年、2023年及2024年，公司收入为4.63亿元、4.82亿元及6.30亿元，经调整净利润（非国际会计准则）为-5675.4万元、1910.3万元及3201.3万元。核心增长来自授权IP和自有IP：其中授权IP收入4.06亿元（占64.5%），覆盖迪士尼、蜡笔小新等80个IP；自有IP收入1.54亿元，拥有Sleep（GMV超2亿元）等35个IP。市场布局以国内主导（收入占比76.6%），海外占比23.4%，渠道经销占比较高（贡献4.21亿元），国内及海外经销商达426家，毛利率39.9%。

### 1.5 两轮车

**两轮车**：以旧换新对景气度催化仍在持续，关注近期各家新品发布。截至5月20日，全国电动自行车以旧换新达608万台。下半年的新国标的正式实施、新产品发布以及与以旧换新政策的结合等，对推升行业景气度、格局优化等仍有催化，中期视角加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自供给门槛约束、头部产品力提升（三电、智能化、电摩品类）、供应链集约管理带来的成本优势。我们从两条思路方向做推荐，①产品力具备性价比、渠道规模效应强且具备一定店效改善空间的龙头公司；②中高端电自、电摩类产品力带动价格带不断突破、用户群体和渠道具备增量开拓空间的新势力品牌。推荐【雅迪控股】，建议关注【爱玛科技】、【九号公司】、【春风动力】。

- **两轮车-动态**：5月21日商务部表示全国电动自行车以旧换新工作平稳有序实施，截至5月20日，今年交售旧车、换购新车各608.0万辆，带动新车销售178.2亿元。
- **九号公司**：优质创新产品开发型公司，新产品线逐步进入收获期，关注中长期盈利弹性释放。**两轮车**：产品智能化创新引领带动新客群&高客单，伴随产品&渠道端规模效应释放、看好后续盈利能力超预期兑现。两轮【真智能】创新型产品竞争优势领先，一方面，电动两轮车销量增加，规模效应逐步释放，毛利率有提升空间，销管/研发费用率呈下降趋势；另一方面，公司电动两轮车累计销量增长带动软件收入提升，对公司电动两轮车及集团盈利有正向作用，24/25Q1两轮车收入72.11/28.62亿元（同比+70%/+141%），销量260/100万台（同比77%/+141%）。25年计划发布针对女性用户的产品，如增加情绪价值、优化产品体验等。**多元高成长品类**：新品/新市场/渠道复用，奠定持续高成长动力，进入盈利收获期。①割草机：欧美渗透率提升带动行业景气度上行、智能化产品推出加快推进；②全地形车：产品力领先行业，产品结构持续优化，Segway高端机型持续推出，长期市场开拓落地需跟踪海外产能的进展。
- **雅迪控股**：内销产品结构优化市占率持续提升，出海&后装成长空间可期。1)内销：龙头地位夯实，产品力/渠道/供应链综合竞争优势领先，新国标催化份额加速提升。三电技术储备领先，加快布局中高端价格带（3000元以上）车型强化市场地位。2)出海：海外布局前瞻，产品力打磨、渠道加速铺设，中长期第二成长曲线。定位中高端，短期聚焦轻度两轮车使用，在越南/印尼买地设厂配套产能建设。3)后装：聚焦差异化产品，短期加速拓渠道，中期小型动力解决方案赋能产品力。先后收购华宇、凌博夯实上游供应链布局、赋能产品研发，石墨烯电池链后续渠道发力有望形成增量。

## 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
5.20	智利电子烟新法生效: 禁止向未成年人销售, 广告限于封闭场所	自 2024 年 5 月 20 日起, 智利正式实施新法律对电子烟产品的销售、使用和广告进行全面规范, 包括禁止向 18 岁以下未成年人销售电子烟, 并限制在封闭公共场所使用。
5.20	美国阿拉巴马州电子烟新规: 电子烟产品及组件须在美制造, 除非通过 PMTA	美国阿拉巴马州州长 Kay Ivey 正式签署 HB8 法案, 对电子烟及替代尼古丁产品实施严格监管。法案要求, 从 2025 年 10 月 1 日起, 新加入目录的电子香烟油、电子烟 (ENDS) 或替代尼古丁产品, 除非已获得 FDA 的上市许可, 否则其产品及其组件必须在美国制造、包装和贴标。
5.21	泰国政府批准五项电子烟监管措施 将打击线上销售与媒体宣传	泰国政府批准国家健康委员会提出的五项措施, 旨在保护青少年免受电子烟危害。措施包括将学校设为电子烟禁区、加强公众教育、限制媒体宣传、打击线上销售, 并确保政策符合国际公约。
5.21	波兰众议院通过新法: 禁止向未成年人销售电子烟及尼古丁袋, 网络销售与广告同步受限	波兰众议院通过新法, 禁止向 18 岁以下个人销售所有类型的电子烟及尼古丁袋, 无论是否含尼古丁。法案还限制网络销售及广告宣传, 并扩大公共场所禁用范围, 适用于所有电子烟产品。
5.23	美国得州 2025 年 9 月起实施新规: 学校教堂附近禁烟草电子烟广告	美国的得克萨斯州颁布新法规限制烟草广告靠近学校和教堂, 但 1997 年 9 月 1 日之前存在的广告牌不受限制。

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 (5.16-5.23) 30 大中城市成交面积同比下降 4.44%, 累计同比上涨 2.35%。

周度二手房成交面积: 本周 (5.16-5.23) 14 城二手房成交面积同比下降 0.52%, 累计同比增长 27.96%。

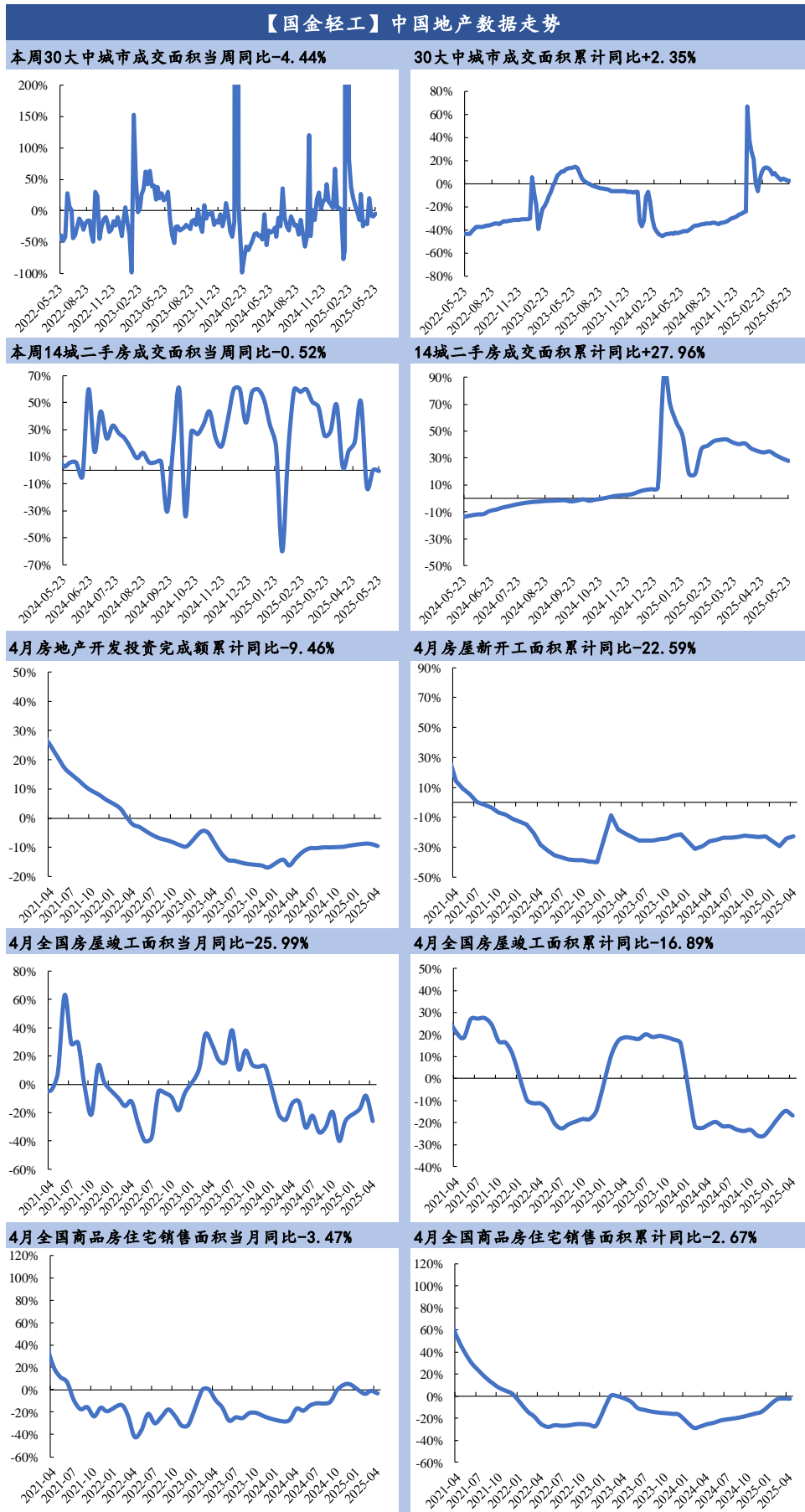
房地产开发投资完成额: 25 年 1-4 月累计同比下降 9.46%。

房屋新开工面积: 25 年 1-4 月累计同比下降 22.59%。

月度竣工面积: 25 年 1-4 月全国房屋竣工面积同比下降 16.89%, 单 4 月同比下降 25.99%。

月度销售面积: 25 年 1-4 月全国商品房住宅销售面积同比下降 2.67%, 单 4 月同比下降 3.47%。

图表2：中国地产数据走势



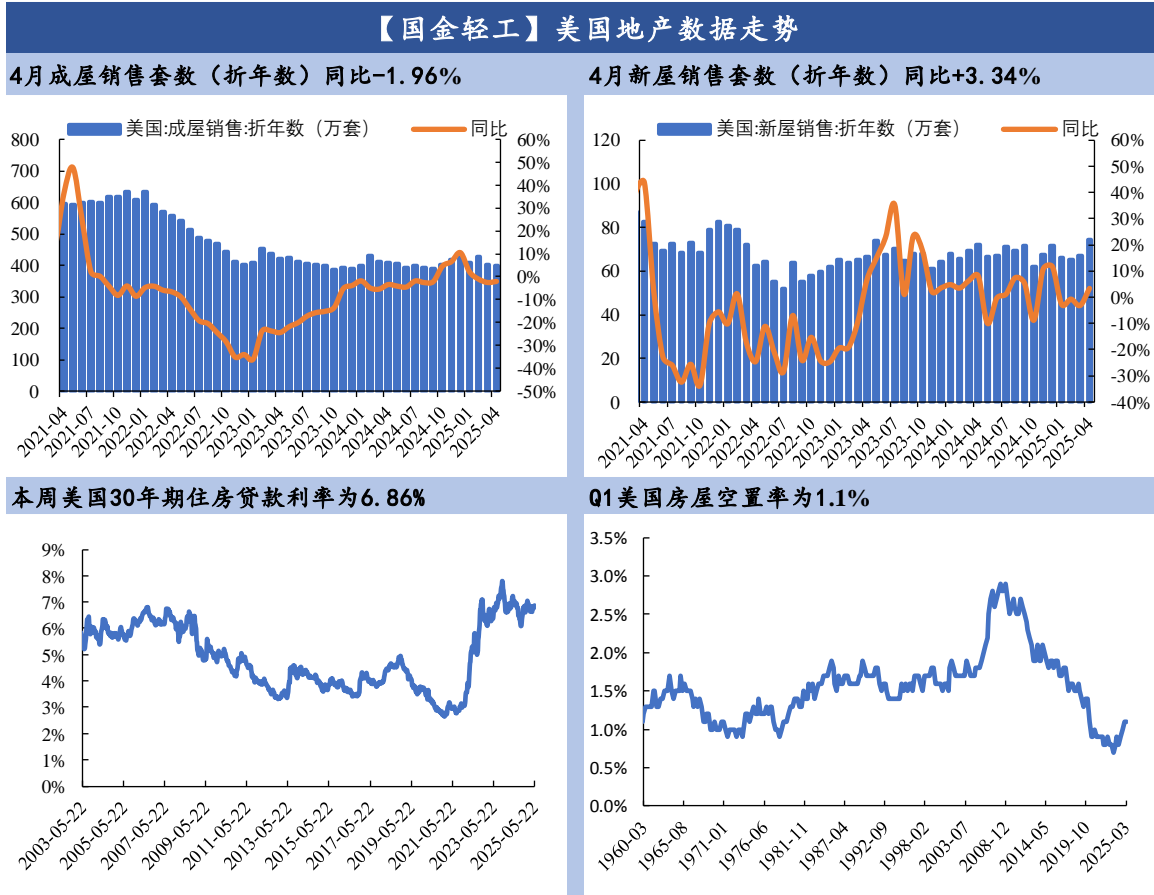
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2025年4月成屋销售套数（折年数）同比下降1.96%，2025年4月新屋销售套数（折年数）同比上升3.34%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.86%，环比上升0.05%。

美国房屋空置率：2025年Q1为1.1%，环比持平。

图表3：美国地产数据走势



来源：Wind，国金证券研究所

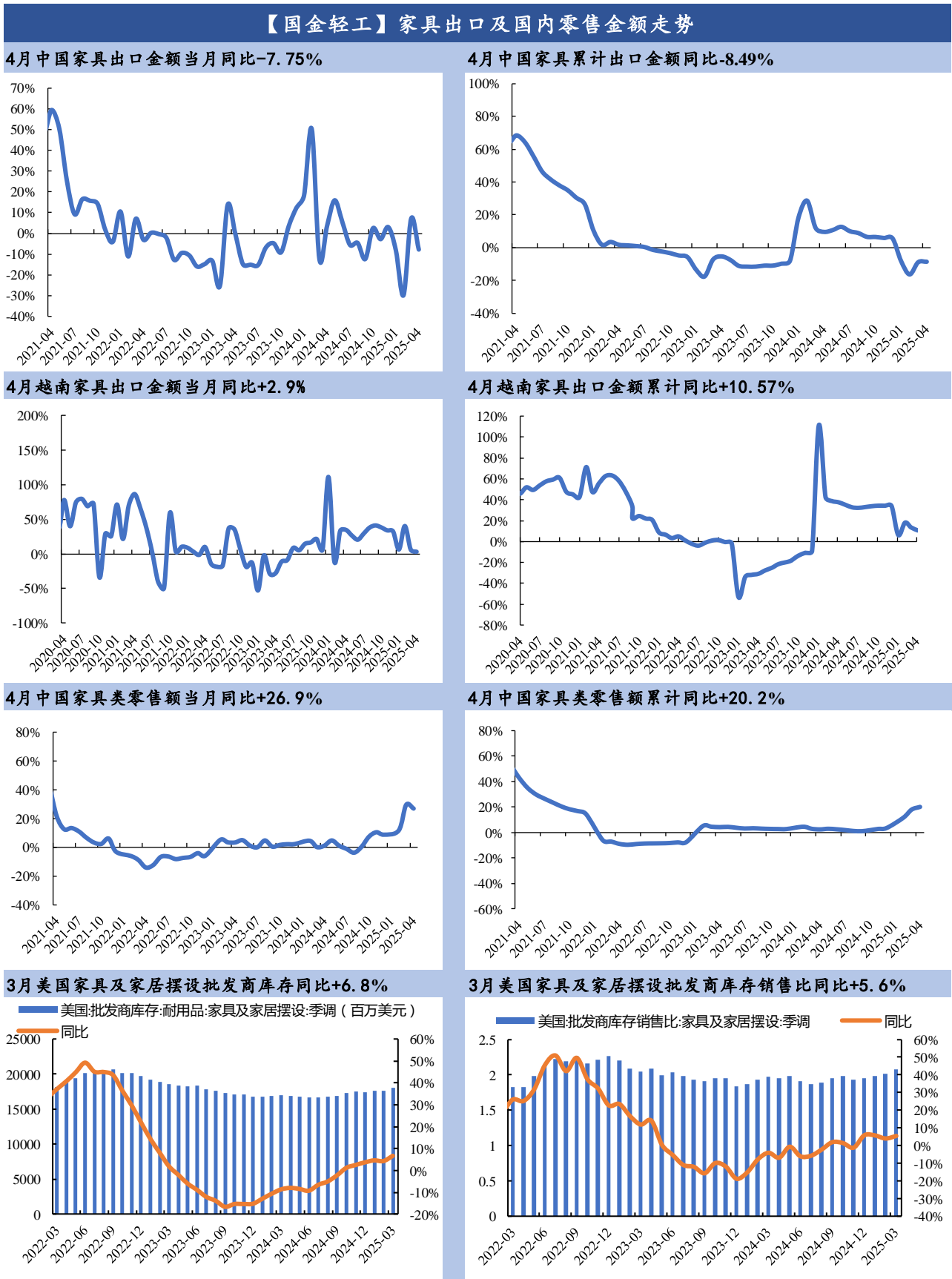
### 2.2.2 家具出口及国内零售额数据

中越家具出口：中国家具出口金额（美元计价）2025年4月当月同比下降7.75%，1-4月累计同比下降8.49%。越南家具出口金额（美元计价）2025年4月同比增加2.9%，1-4月累计同比上升10.57%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2025年3月当月同比增长6.8%，库存销售比同比上升5.6%。

国内家具零售额：2025年4月中国家具类零售额同比增长26.9%，1-4月累计同比增长20.2%。

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

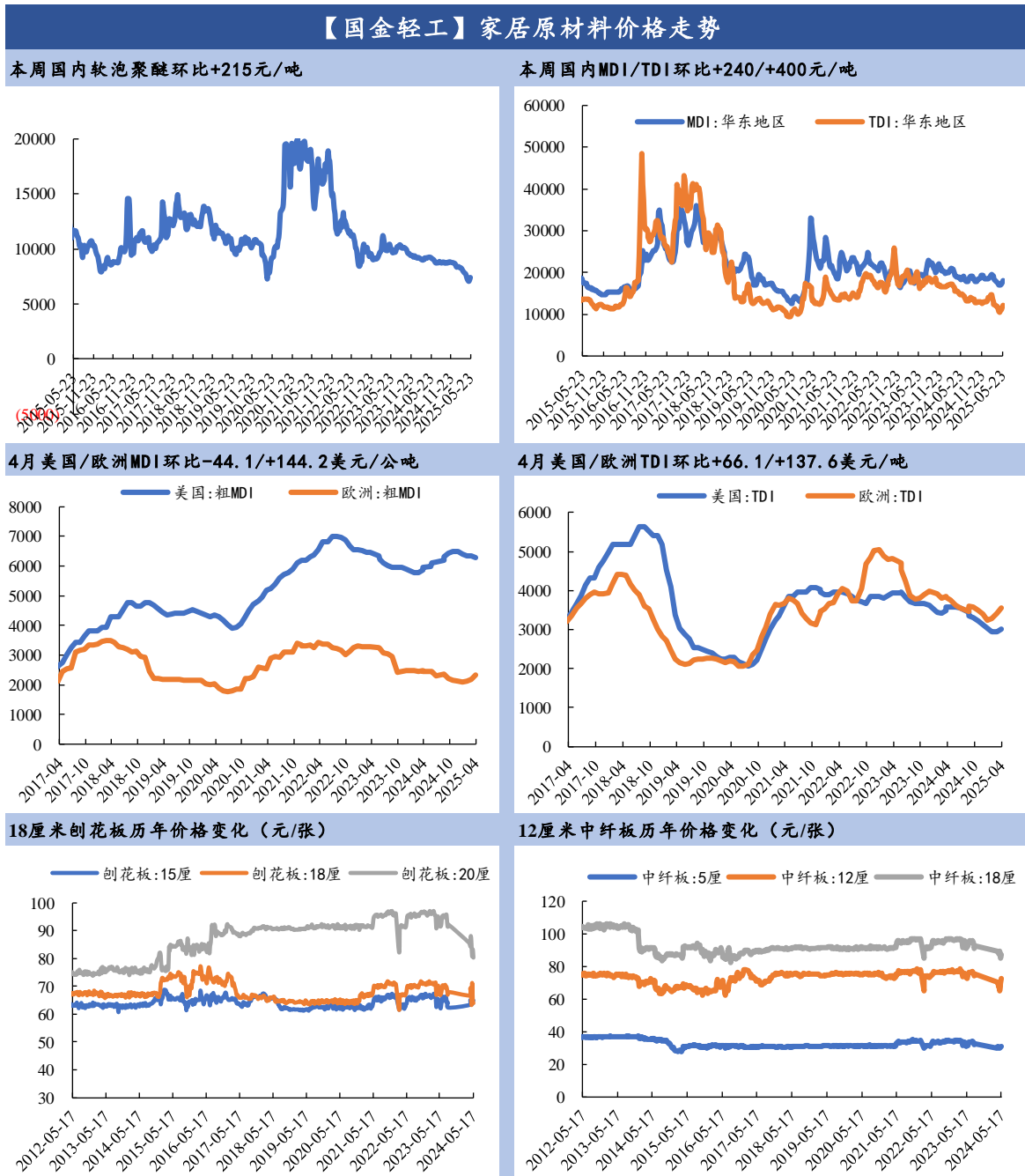
本周国内软泡聚醚均价为 7370.00 元/吨，环比上升 215 元/吨，今年以来截止 5.23 均价为 7890.22 元/吨，较 2024 年均价下降 11.45%。

本周国内 MDI 均价为 17980.00 元/吨，环比上升 240 元/吨，今年以来截止 5.23 均价为 18227.54 元/吨，较 2024 年均价下降 4.08%。

本周国内 TDI 均价为 12220.00 元/吨，环比上升 400 元/吨，今年以来截止 5.23 均价为 12588.17 元/吨，较 2024 年均价下降 13.20%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 4 月环比下降 44.1 美元/公吨，TDI 价格环比上升 66.1 美元/公吨；欧洲地区 MDI 价格 4 月环比上升 144.2 美元/公吨，TDI 价格环比上升 137.6 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	24Q1	24Q2	环比24Q1	24Q3	环比24Q2	24Q4	环比24Q3	25Q1	环比24Q4	25年4月	25年3月	25年2月	本周均价 (元/吨)	环比上周
原材料														
木浆系 针叶浆	6122	6348	226	6125	-223	6288	163	6517	229	6317	6122	6640	6279	86
木浆系 阔叶浆	5500	5670	170	4810	-860	4504	-306	4792	288	5717	5500	4907	4229	100
木浆系 化机浆	4095	3914	-181	3520	-394	3550	30	3550	0	4017	4095	3550	3900	0
废纸系 国废黄板纸	1498	1477	-21	1544	67	1647	103	1603	-44	1500	1482	1512	1483	10
纸品														
木浆系 双胶纸	5958	5750	-208	5177	-573	5213	36	5213	0	5930	5325	5262	5129	0
木浆系 铜版纸	6200	6000	-200	5900	-100	5800	-100	5800	0	6196	6124	5936	5875	0
木浆系 白卡纸	4943	4560	-383	4360	-200	4260	-100	4343	83	4916	4443	4443	4210	0
废纸系 箱板纸	3769	3623	-146	3565	-58	3712	147	3761	49	3696	3649	3741	3544	20
废纸系 瓦楞纸	2987	2814	-173	2753	-61	3037	284	3059	22	2881	2826	3012	2745	45

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2025 年 5 月 16 日至 2025 年 5 月 22 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 6279 元/吨, 环比上期上涨 0.5%; 阔叶浆现货含税均价 4229 元/吨, 环比上期上涨 1.7%; 本色浆现货含税均价 5300 元/吨, 环比上期下降 0.4%; 化机浆现货含税均价 3900 元/吨, 环比上期持平。本周期内进口纸浆呈现“先扬后抑”走势, 周初受中美关税缓和预期提振, 但后半周因供需矛盾未改, 价格回稳甚至小幅回调。隆众资讯分析本周期纸浆价格波动的主要原因: 一、政策利好消退。中美关税情绪提振昙花一现, 市场回归供过于求基本面, 供应端压力仍存。二、需求分化明显。白卡纸短期去库难掩整体需求疲态, 生活用纸开工率维持偏低水平, 纸厂原料库存维持刚需水平, 采购情绪疲软。三、港口库存矛盾未解。港口库存仍处于历史相对偏高位置, 高库存压力持续压制市场情绪。

##### 2) 成品纸:

本周期国内双胶纸市场弱势盘整, 成交情况提升有限。70g 双胶纸企业含税均价为 5128.6 元/吨, 环比持平。目前行业盈利水平较低, 部分纸机转产情况存在, 停产企业暂未恢复正常生产, 随着新增装置生产趋稳, 行业供应有增量趋势。从消费端来看, 秋季出版订单陆续释放, 但暂未集中供货, 社会面需求仍显不振, 随着纸价降至低位水平, 部分书商用户适量补库, 工厂走货情况稍有改善。木浆整体仍处于窄幅震荡的格局, 对胶版纸支撑力度有限, 同时考虑后期基本面变化情况, 业者多谨慎操盘, 贸易商维持随进随出为主, 局部倒挂情况仍较为严重, 主流品牌本白双胶纸市场报价在 4850-4950 元/吨, 主流品牌高白双胶纸市场报价在 5150-5250 元/吨, 实单实谈。

本周期国内铜版纸市场供需博弈, 成交仍显平平。157g 铜版纸企业含税均价为 5875.0 元/吨, 环比持平。行业盈利情况稳定, 多数工厂正常排产, 但由于年前停产工厂暂未全面复产, 行业供应压力可控, 企业库存水平不高, 工厂稳价意愿偏强, 且近期各省份铜版纸定标价格稳定, 一定程度支撑市场价格。虽秋季出版订单陆续释放, 但暂未集中供货, 电子媒体冲击下, 画册、宣传类需求不振, 消费面订单整体跟进欠佳, 且铜版纸与关联产品价格差较大, 考虑停产工厂后续复产预期, 用户观望态度浓郁, 贸易商多随行就市, 维持随进随出节奏, 主流品牌平张铜版纸成交区间在 5450-5650 元/吨, 实单可议。

#### 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 1483.1 元/吨, 环比+0.6%, 同比+0.7%。本周期国内废旧黄板纸市场趋势上行, 市场存在区域性差异, 南方涨价氛围较北方浓郁。关税政策利好传导下, 外贸订单增加, 从而支撑规模纸企原纸轮番拉涨, 从而提振原纸市场; 随着原纸提价逐步落实, 市场心态有所好转, 需求端较强支撑下废旧黄板纸重心上探。供应端延续偏紧格局, 整体流通量无明显波动, 打包站回收量仍维持低位, 部分业者短期看涨, 出货较为谨慎; 叠加纸企方面随着局部原纸提价去库效果显现, 废旧黄板纸提价意愿增强, 短期废旧黄板纸尚有一定提价空间。隆众预计, 下周废旧黄板纸市场保持偏强趋势。

据隆众数据监测显示, 本周期国内废旧书本纸均价 1653.5 元/吨, 环比+0.1%, 同比+6.2%。本周国内废旧书本纸市场延续整理运行格局, 供需基本面无明显波动。下游白板纸市场提振有限, 纸企为缓解成本压力, 对废旧书本纸采购价实行严格控价策略, 保持稳价刚需采

购为主；受传统淡季叠加南方梅雨季节影响，市场分拣效率显著下滑，打包站回收量维持低位，为保证经营利润，打包站不得不通过暗降回收价降控制收货量来降低风险。目前市场供需偏弱趋势暂无改善，纸企按需采购与打包站谨慎出货策略主导交投节奏。隆众预计，下周国内废旧书本纸市场延续按需整理。

据隆众数据监测显示，本周期废旧报纸均价 2218.3 元/吨，环比-0.7%，同比-8.1%。本周国内废旧报纸市场稳中偏弱运行，局部地区报价下调，导致周度均价小幅下降。目前市场供需双弱格局进一步深化，导致场内业者经营情绪较低，市场消息面平淡。终端提振不足，下游消费表现一般。场内纸企开工稳定，废旧报纸保持刚需补库策略，整体采购意愿平平，废旧报纸报价整体维稳，个别受成本压力影响报价下调。供应面维持偏紧状态，打包站到货低位，多保持稳价回收、快进快出策略，库存周转天数压缩，回收策略保守。隆众预计，下周国内废旧报纸市场延续区间整理格局。

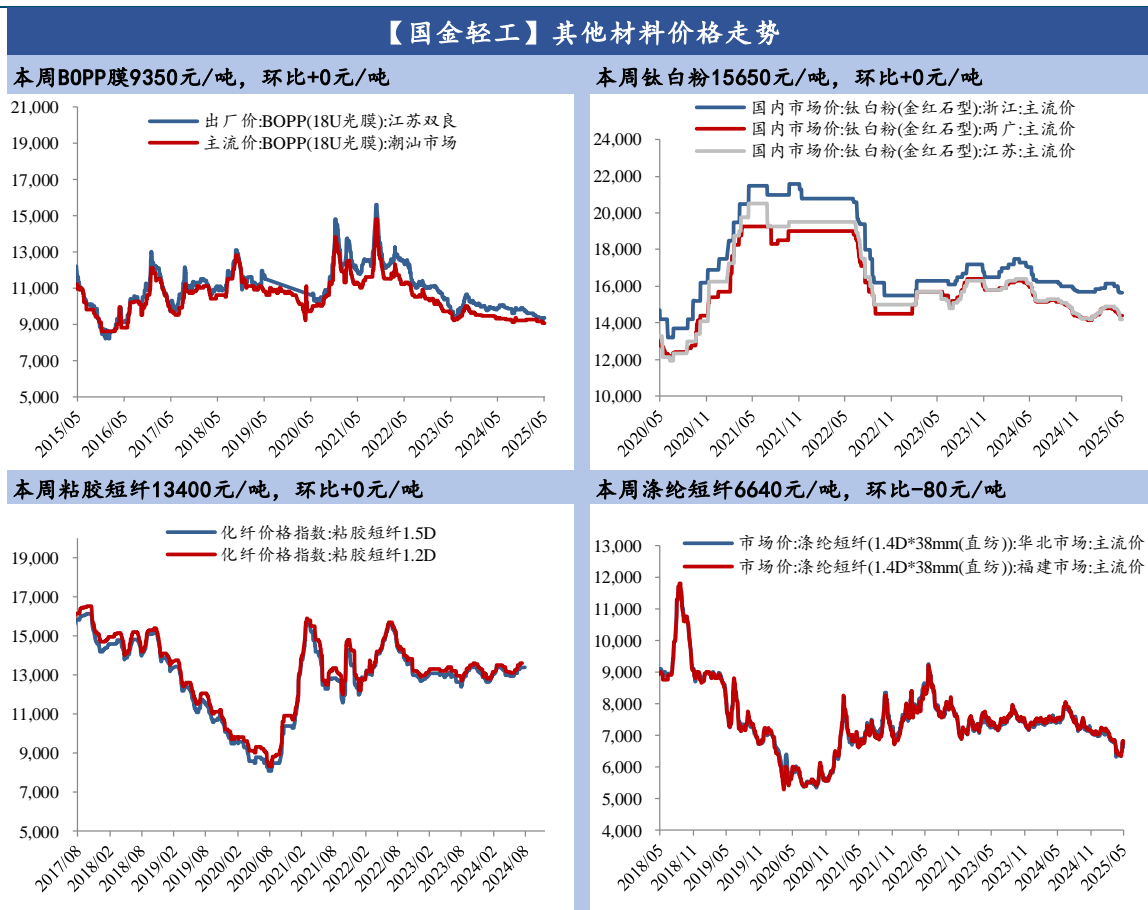
## 2) 成品纸:

据隆众监测数据显示，本周瓦楞纸含税均价 2744.6 元/吨，环比+1.2%，同比-1.9%。主要影响因素分析：一、周内瓦楞纸市场延续涨势，规模纸企涨价函频发，个别纸企“一函两涨”，纸价上调频繁且幅度扩大，带动业者市场信心增强；二、近期关税政策的调整刺激部分商品出口订单增长，带动包装需求恢复，下游拿货积极性提高，市场交投活跃度升温，纸企出货节奏加快，库存压力缓解，但受传统淡季制约，终端需求改善空间有限，且地区需求差异化明显，故区域价格回调幅度不一；三、原料废旧黄板纸价格偏强整理，成本面支撑力度增强。

据隆众监测数据显示，本周箱板纸含税均价 3543.5 元/吨，环比+0.4%，同比-2.4%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场坚挺上扬，在规模纸企拉涨下，场内涨价氛围浓郁，各区域中小纸企积极跟涨；二、中旬中美关税博弈骤然降温，出口企业订单激增，下游需求向好，二级厂原纸采购积极性提升，规模纸企则借机持续拉涨价格；三、原料废旧黄板纸市场稳中偏强整理，成本面存一定利好支撑。

## 2.3.3、其他材料价格变动一览

图表7: 其他材料价格变动

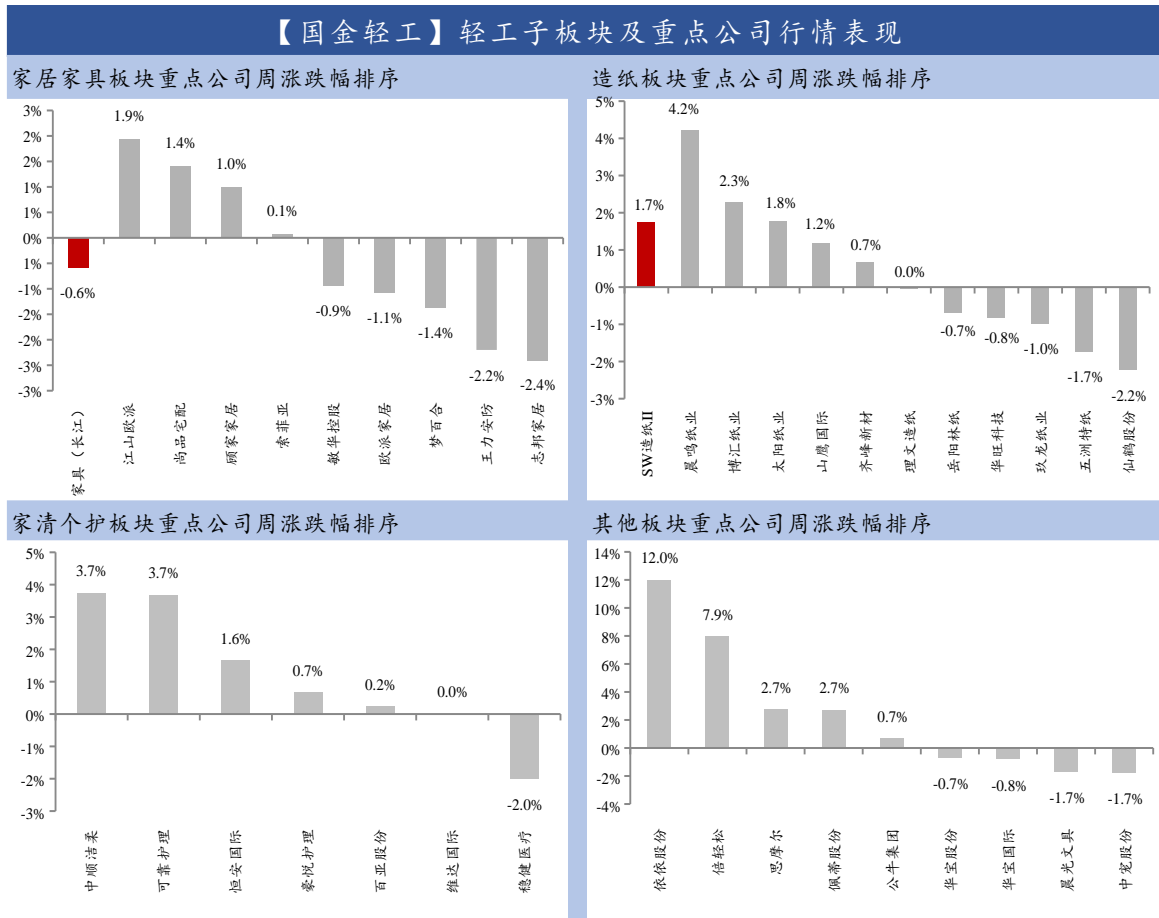


来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 数据截至日期为 2025.5.23

### 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 5.19-5.23

## 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	024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	10.3	13.1	60.6	9.2	7.2	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	-7.0%	-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	-2.2%	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	15.2	12.5	11.5	10.4	10.4	2.3	5.0%
	300616.SZ	尚品宅配	31	0.4%	-19.8%	0.6	2.9	N/A	N/A	47.3	10.6	N/A	N/A	0.9	12.9%
	603833.SH	欧派家居	384	-1.2%	-5.7%	30.4	35.9	39.1	39.1	12.6	10.7	9.8	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	-0.9%	-37.6%	1.5	2.1	2.5	2.5	10.8	7.7	6.3	6.3	0.9	15.1%
	002790.SZ	瑞尔特	33	5.1%	-22.7%	2.2	2.3	2.3	2.7	15.0	#DIV/0!	14.3	12.3	1.6	55.8%
	1999.HK	敏华控股	176	-3.3%	-15.3%	19.1	21.1	23.9	26.5	9.2	8.3	7.3	6.6	2.0	25.3%
	603313.SH	梦百合	38	-0.2%	-36.9%	1.1	4.3	4.3	5.9	35.3	8.7	6.3	6.3	1.0	13.0%
消费轻工	605009.SH	豪悦护理	59	-8.4%	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	5.4	41.4	23.3	18.2	18.2	7.1	30.6%
宠物	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%
	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	-0.8%	36.8%	2.3	4.0	5.1	5.1	44.6	25.8	20.3	20.3	4.2	6.2%
	001206.SZ	依依股份	37	0.4%	34.9%	1.0	2.0	2.2	2.2	36.0	19.0	16.5	16.5	2.1	9.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	42	-3.2%	28.4%	-0.1	1.8	2.2	2.2	-383.2	24.0	19.2	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	8.0	32.7	20.5	16.7	16.7	4.0	84.4%
	301004.SZ	嘉益股份	110	-4.4%	144.6%	4.7	7.2	8.7	8.7	23.4	15.4	12.7	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	-0.8%	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%
跨境电商	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%
	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	5.6	9.5	11.8	10.7	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 2025.5.23; 其中, 顾家家居、敏华控股、匠心家居、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、乐歌股份、恒林股份、赛维时代为国金证券研究所预测, 表格中其他上市公司 25-27 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