

# 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：龚轶之（执业 S1130523050001）

gongyizhi@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

## 新型烟草板块再迎催化，关注兴趣消费相关机遇

### 行业观点更新：

- **家居板块：**内销方面，根据渠道反馈，目前补贴政策仍在延续的地区，整体终端销售表现仍相对较优，多数头部品牌 11 月接单延续改善趋势。整体来看，在，消费补贴政策刺激下，短期家具需求确有提振，内销家居企业报表端 24Q4 起有望迎来边际改善，并且考虑交付节奏，25Q1 或将体现更为明显。外销方面，考虑后续潜在的美国贸易关税风险，我们认为需优选具备  $\alpha$  的企业进行布局。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（提升客单价）、整装渠道布局领先的内销大家居龙头企业；2) 具备海外完善产能布局，并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，近期英美烟草 HNB 突破性的新品 GloHilo 已在塞尔维亚上市，与 IQOS ILUMA 最新一代产品相比，其定价更低、更为轻便、采用新加热技术（预加热时间更快）、充电速度更快。虽然目前产品参数和市场反馈仍不全面，但从部分维度对比来看，GloHilo 较菲莫国际的 IQOS ILUMA 七代产品也有一定优化提升，并且价格有一定优势，后续在更多核心市场上市后，销售表现值得期待。此外，12 月 5 日，美国 FDA 宣布向 115 家实体零售商发出警告信，这些商家因销售未经授权电子烟产品而被处罚。美国对于非法产品打击趋严趋势进一步延续，后续合规市场扩容值得期待。国内市场方面，在执法趋严及口味逐步优化的背景下，后续合规产品销售依然有望显现逐季回升趋势。整体来看，不论从国内市场还是海外市场发展趋势来看，思摩尔最艰难时刻已过去，主业有望迎来显著改善，新业务也将逐步贡献实质增量。
- **造纸包装：**阔叶浆 12 月外盘报价持平但欧洲港口库存承压，文化纸&箱板纸底部价格回暖。Arauco 12 月阔叶浆/针叶浆报价 550/785 美元/吨，持平不变；10 月欧洲木浆港口库存 150 万吨（同/环比+25.7/-7wt）仍在高位，我们认为在南美新产能爬坡带动发货提升&下游需求偏稳预期下，短期判断浆价底部徘徊。受晨鸣短期停产影响部分浆系纸价格回暖但受到季节性影响提振幅度有限，中期来看浆纸系纸产能供给产能过剩状态仍未改善。截至 11 月 29 日，白卡纸/双胶/生活纸/箱板纸价格环比上周持平/+120/持平/+50 元。
- **轻工消费宠物：**持续关注 IP&谷子等兴趣消费趋势，25 年宠物行业白皮书发布。1) 持续看好兴趣消费大趋势，关注名创（IP 前瞻布局&出海先锋，且 IP 运作效率不断提升，受益于海外代理市场 IP 类产品发货提升带动毛利率表现向优）、晨光（旗下潮玩品牌奇只好玩、零售业态九木充分承接）等；2) 近期 25 年宠物行业白皮书显示，犬/猫消费市场规模为 1557/1445 亿元，同比+4.6%/+10.7%，价格（单宠消费金额）构成主要成长驱动力，宠食市场占比 52.8%，国产宠食品牌强消费者洞察下的产品迭代能力优于外资，在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，看好份额持续提升。
- **两轮车：**换标后渠道补库+格局优化+换购刺激三大驱动，龙头量价齐升。截至 24 年 11 月 19 日，商务部电动自行车换新 50.57 万辆；近期《广州市电动自行车管理规定》发布，对电动自行车生产、销售、改装、登记、通行、停放、充电等管理作了全面规定。伴随管理规范化，利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。

### 投资建议

- **家居：**推荐顾家家居（总裁大比例回购展现发展信心，公司第二增长曲线显现叠加优异组织能力有望支撑公司中长期显著领先行业）、索菲亚（公司总部组织+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）、公牛集团、志邦家居、敏华控股、致欧科技、乐歌股份等
- **新型烟草：**推荐思摩尔国际（海外对非法市场监管显著趋严，合规市场有望扩容，公司雾化电子烟 ODM 业务改善大趋势已现，中长期新业务贡献可期）
- **造纸包装：**推荐华旺科技（4Q 价格环比企稳+纸浆成本回落+需求在家居带动下修复，盈利弹性逐步显现）、奥瑞金（行业有望迎来整合，两片罐盈利弹性可期）、太阳纸业、裕同科技、仙鹤股份等
- **轻工消费：**推荐乖宝宠物（宠物消费韧性凸显、国货龙头势能不断强化，稀缺性成长，股东减持释放流动性）、中宠股份、百亚股份、名创优品等。

### 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.....	5
2.1 全球新型烟草行业一周热点回顾.....	5
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.....	12
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.....	5
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

内销方面,根据渠道反馈,目前补贴政策仍在延续的地区,整体终端销售表现仍相对较优,多数头部品牌11月接单延续改善趋势。整体来看,在,消费补贴政策刺激下,短期家具需求确有提振,内销家居企业报表端24Q4起有望迎来边际改善,并且考虑交付节奏,25Q1或将体现更为明显。外销方面,考虑后续潜在的美国贸易关税风险,我们认为需优选具备α的企业进行布局。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(提升客单价)、整装渠道布局领先的内销大家居龙头企业;2)具备海外完善产能布局,并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24年PE仅13x,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。

**动态:**志邦家居拟向不特定对象发行可转债募集资金总额不超过6.70亿元,扣除发行费用后,拟投资于生产基地建设等项目。本次募集资金投资项目“清远智能生产基地(一二期)建设项目”拟使用募集资金4.16亿元、“数字化升级项目”拟使用募集资金0.84亿元、“补充流动资金”拟使用募集资金2.00亿元;经估算,本次募投项目完全达产后预计毛利率为37.90%,内部收益率为21.39%(所得税后),静态回收期为6.12年(所得税后,含建设期)。

- **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:**梦百合家居科技股份有限公司宣布一项国际诉讼以和解结案。根据和解协议:恒康香港应以四百万美元购买BJ持有的美国子公司CBD 35%的股权。购买价格应在法院签发驳回和释放保证金令时支付,该命令应驳回所有各方对其他所有方提出的所有本诉、反诉、交叉诉讼、第三方诉讼和其他一切诉因,并且不得再行起诉。诉讼费和税金由原告和被告均摊,原告和被告将承担各自的自由裁量成本和律师费。向BJ支付购买价格后,BJ应执行其在CBD剩余权益的转让;汉密尔顿县书记官办公室持有的资金余额(包括支付购买价格后剩余的保证金及利息)将与作为上诉保证金持有的股权证一起返还给被告(梦百合一方)。

截至2024年9月30日,公司根据前期调整后的判决确认预负债121,046,537.94元(根据报告期末美元兑人民币汇率计算所得),公司将根据和解协议及执行情况,按照会计准则进行相应处理,最终会计处理及财务数据以经审计的年度报告为准。

- **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**：公司主品牌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，并且公司 V6 大家居快速开拓，将共同支撑公司份额稳步提升。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，公司有望较好抵御行业下行压力，后续增长驱动力依然充足。

**动态**：11 月 30 日，慕思集团于粤港澳大湾区 AI+新生活趋势论坛宣布开启健康睡眠 3.0 时代。慕思推出行业首创搭载潮汐科技的 AI 智能床垫 T11 PRO，能够根据用户的睡眠模式、体温变化和身体动态进行实时调整，共有 18 个智能柔性调节单元，23 个高精传感器，可以实现 20 毫秒每次的智能体型识别，根据人们的体型、睡姿，自动调整每个柔性调节单元的支撑软硬度。

- **敏华控股**：虽然内销方面目前公司品类渗透红利释放的逻辑已在兑现，但整体空间依然巨大，并且公司新零售布局持续深化，前端推出升级版门店 CRM 系统进一步赋能经销商，生产端依托大数据精准推出热销产品叠加数字化提升生产效率，前后端持续优化，渗透率边际提升速度依然可期。公司目前估值较低，随着国内需求逐步企稳回升叠加公司自身渠道调整优化逐步到位，内销业务有望迎来边际改善，外销业务整体关税风险可控，建议积极关注。

## 1.2 新型烟草板块

- 海外市场方面，近期英美烟草 HNB 突破性的新品 Glo Hilo 已在塞尔维亚上市，与 IQOS ILUMA 最新一代产品相比，其定价更低、更为轻便、采用新加热技术（预加热时间更快）、充电速度更快。虽然目前产品参数和市场反馈仍不全面，但从部分维度对比来看，Glo Hilo 较菲莫国际的 IQOS ILUMA 七代产品也有一定优化提升，并且价格有一定优势，后续在更多核心市场上市，销售表现值得期待。此外，12 月 5 日，美国 FDA 宣布向 115 家实体零售商发出警告信，这些商家因销售未经授权电子烟产品而被处罚。美国对于非法产品打击趋严趋势进一步延续，后续合规市场扩容值得期待。国内市场方面，在执法趋严及口味逐步优化的背景下，后续合规产品销售依然有望显现逐季回升趋势。整体来看，不论从国内市场还是海外市场发展趋势来看，思摩尔最艰难时刻已过去，主业有望迎来显著改善，新业务也将逐步贡献实质增量。

## 1.3 造纸包装

**造纸板块**：阔叶浆 12 月外盘报价持平但欧洲港口库存承压，文化纸&箱板纸底部价格回暖。Arauco12 月阔叶浆/针叶浆报价 550/785 美元/吨，持平不变；10 月欧洲木浆港口库存 150 万吨（同/环比+25.7/-7wt）仍在高位，我们认为在南美新产能爬坡带动发货提升&下游需求偏稳预期下，短期判断浆价底部徘徊。受晨鸣短期停产影响部分浆系纸价格回暖但受到季节性影响提振幅度有限，中期来看浆纸系纸产能供给产能过剩状态仍未改善。截至 11 月 29 日，白卡纸/双胶/生活纸/箱板纸价格环比上周持平/+120/持平/+50 元。优先推荐浆纸一体化龙头【太阳纸业】，关注【华旺科技】、【仙鹤股份】、【五洲特纸】。

## 1.4 轻工消费&二轮车

**轻工消费宠物**：持续关注 IP&谷子等兴趣消费趋势，25 年宠物行业白皮书发布。1) 持续看好兴趣消费大趋势，关注名创（IP 前瞻布局&出海先锋，且 IP 运作效率不断提升，受益于海外代理市场 IP 类产品发货提升带动毛利率表现向优）、晨光（旗下潮玩品牌奇只好玩、零售业态九木充分承接）等；2) 近期 25 年宠物行业白皮书显示，犬/猫消费市场规模为 1557/1445 亿元，同比+4.6%/+10.7%，价格（单宠消费金额）构成主要成长驱动力，宠食市场占比 52.8%，国产宠食品牌强消费者洞察下的产品迭代能力优于外资，在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势，看好份额持续提升。

**两轮车**：换标后渠道补库+格局优化+换购刺激三大驱动，龙头量价齐升。截至 24 年 11 月 19 日，商务部电动自行车换新 50.57 万辆；近期《广州市电动自行车管理规定》发布，对电动自行车生产、销售、改装、登记、通行、停放、充电等管理作了全面规定。伴随管理规范，利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。

我们认为，以旧换新资金支持出台中短期利好量的释放，后续加速市场份额的抢夺的支撑点更多来自产品力提升、供应链集约管理带来的成本优势；长期视角，品牌出海、后装市

场奠定第二、第三成长曲线，利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。建议关注雅迪控股、爱玛科技、九号公司。

- **名创优品：**线下兴趣消费出海先锋，创新店态渠道不断挖潜。24 年公司计划全球净增门店 900-1100 家，国内伴随主题、miniso go 等多类型创新店态推进深度挖潜、北美走向正轨加速开店，新五年战略目标指导下成长可期，持续保持推荐。

**动态：**公司三季报情况更新，海外同店表现靓丽、毛利率表现优异，期待 4Q 旺季&IP 提振盈利表现：1) 国内：24Q3/Q1-3 营收 24.4/70.3 亿元 (+5.7%/+12.3%)，截至 9 月底门店数 4250 家 (YTD+324 家)，其中一/二线门店新增+41/+154 家；Q1-3 同店销售中个位数下滑 (平均客单价/客单量+0.2%/-中个位数)；24Q3/Q1-3 营收 2.7/7 亿元 (+49.8%/+43%)，截至 9 月底门店数 234 家 (YTD+86 家)。2) 海外：同店高单位数增长表现靓丽，北美加速开店带动整体开店节奏超预期，4Q 旺季表现值得期待。报告期内与直营门店相关的销售与分销开支+75%。预计中期伴随北美市场费用控制优化，东南亚等海外 IP 占比提升，盈利能力仍有向上优化空间。

- **嘉益股份-动态：**近期公司下游客户 STANLEY 宣布与梅西合作：梅西联名、营销深化拓展受众覆盖，设计迭代与社交媒体策略深化全球化战略布局，看好保温杯赛道长期成长空间：1) 通过与梅西联名的保温杯宣传视频，利用其粉丝的交媒体影响力，首次推出男性明星联名款，有望增强男性客群吸引力，有效扩大品牌宣传力和用户基础。2) 产品跟随消费者反馈持续优化，通过设计迭代翻盖吸管，优化漏水问题，提升用户体验和产品竞争力。3) 营销持续深化和创新，由借助社交平台 KOL 带货到与美国本土化明星合作，打造具备广泛影响力的明星大 IP，扩大全球范围内品牌的影响力，使得品牌中长期全球化和渗透率的提升空间充足。

- **宠物-动态：**近期《2025 年中国宠物行业白皮书》发布：

- 1) 2024 市场规模超过 3000 亿元：城镇犬猫消费市场规模达到 3002 亿元，同比增长 7.5%，其中犬消费市场规模为 1557 亿元，同比增长 4.6%，猫消费市场规模为 1445 亿元，同比增长 10.7%。
- 2) 宠物数量方面：24 年宠物数量为 12411 万只，较 2023 年增长 2.1%，其中，宠物犬数量为 5258 万只，同比增长 1.6%，宠物猫数量为 7153 万只，同比增长 2.5%。
- 3) 年均金额方面：24 年单只宠物犬年均消费 2961 元，较 2023 年上升 3.0%；单只宠物猫年均消费 2020 元，较 2023 年上升 4.9%，宠主年均消费金额呈现小幅上升趋势。
- 4) 在宠物市场结构方面：食品市场仍然是主要消费市场，市场份额为 52.8%，其次是医疗市场，市场份额为 28.0%，用品和服务市场份额较低，分别为 12.4%和 6.8%，但有较高上升空间。

- **两轮车-动态：**

**以旧换新动态：**根据商务部，截至 24 年 11 月 19 日，全国所有省份均出台了电动自行车以旧换新实施细则，电动自行车收旧 50.57 万辆、换新 50.57 万辆，累计带动电动自行车新车销售 12.91 亿元。

**部分地方对两轮车管理(改装等)收紧：**近期《广州市电动自行车管理规定》发布，对电动自行车生产、销售、维修、登记、通行、停放、充电等管理作了全面规定。其中对于非法改装，经营者非法改装最高罚款 10 万元，个人最高罚款 5 千：个人驾驶非法改装、加装的电动自行车上路行驶将被处以 200 元以上 500 元以下的罚款；个人驾驶拼装的电动自行车上路行驶将被处以 1000 元罚款，车辆将被依法收缴和销毁；个人非法改装电动自行车将被处以 500 元以上 5000 元以下的罚款，并且对于非法改装的电动自行车所造成的人身损害及财产损失，还需依法承担民事责任。

## 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
12.02	越南国会：2025 年起全面禁止电子烟与加热烟草产品	越南政府计划从 2025 年起禁止电子烟和加热烟草产品，该决议旨在保护国民健康，禁止电子烟和加热烟草产品的生产、销售、进

		口、存储、运输和使用，并要求政府需采取具体措施。
12.02	土耳其拟定新法：销售电子烟或面临最高6年监禁	据报道，土耳其政府决定加强对烟草和酒类的监管，销售电子烟和酒类的人将面临严厉处罚。根据该法案内容包括电子烟和电子水烟在内的所有物品，以及这些物品消费中使用的电子设备、烟弹、备用零件和烟油，在国内以商业目的生产、销售、供应、持有和运输的人将被判处3年至6年的监禁。
12.03	俄卫生部官员提议采取激进措施：全面禁止新型烟草产品	俄罗斯卫生部国家医学研究中心“NMRC TPM”烟草消费预防与控制中心主任玛丽娜·甘巴良建议全面禁止尼古丁产品的进口、生产和销售以解决尼古丁成瘾问题。
12.04	墨西哥众议院批准新法案 严禁非法使用电子烟	墨西哥众议院当日以410票赞成、24票反对和零票弃权，通过了一项在宪法中禁止非法使用芬太尼和电子烟等产品的法案。
12.06	西班牙调查：电子烟使用率近20%，政府拟立电子烟限制新规	西班牙的烟草消费显著下降，但电子烟使用率上升，政府计划引入新规以限制电子烟的使用，包括在公共室内场所禁用电子烟和限制调味电子烟烟油。

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（11.30-12.06）30大中城市成交面积同比增长41.85%，累计同比下降26.51%。

周度二手房成交面积：本周（11.30-12.06）15城二手房成交面积同比增长60.00%，累计同比下降0.66%。

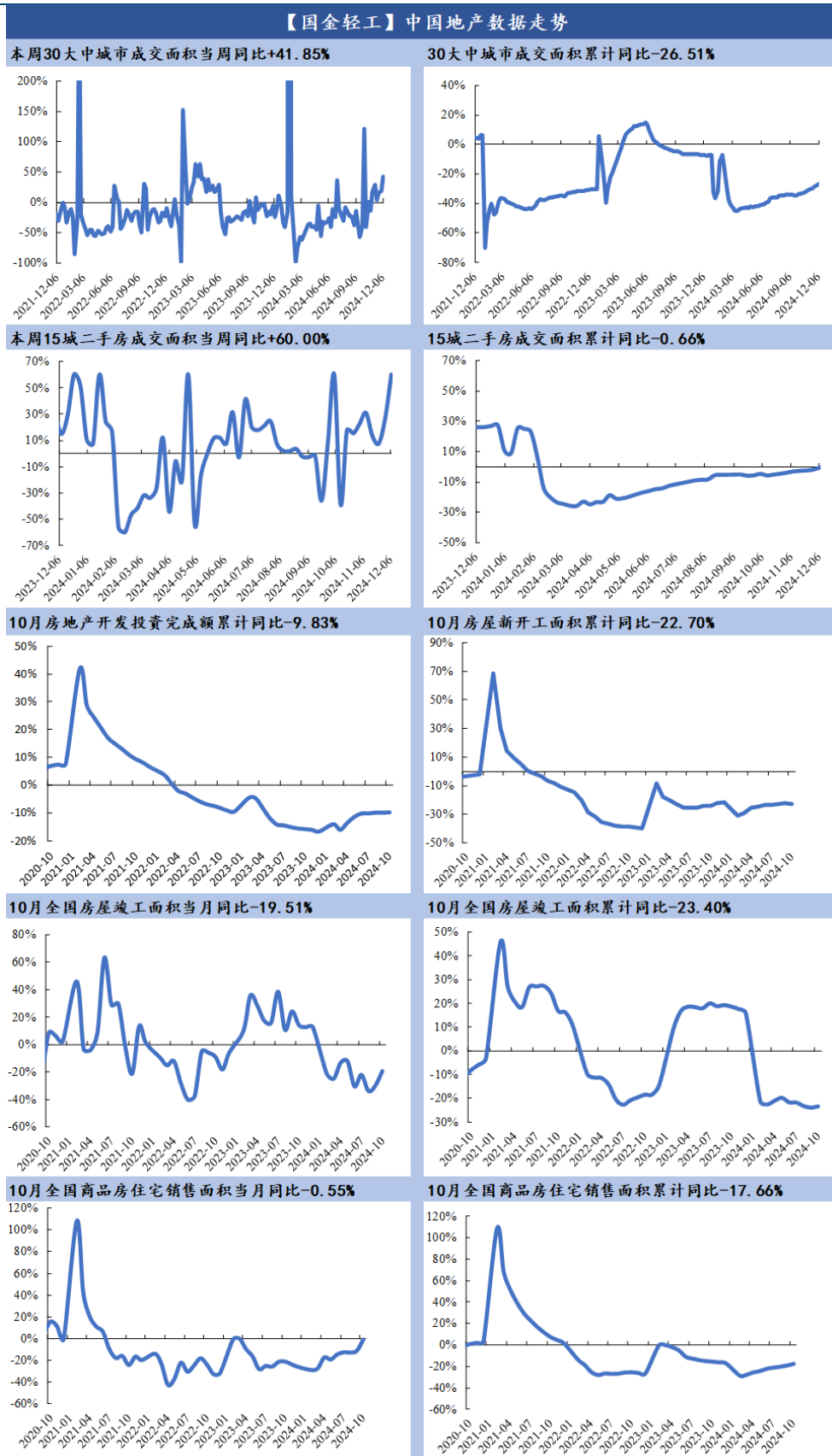
房地产开发投资完成额：24年1-10月累计同比下降9.83%。

房屋新开工面积：24年1-10月累计同比下降22.70%。

月度竣工面积：24年1-10月全国房屋竣工面积同比下降23.40%，单10月同比下降19.51%。

月度销售面积：24年1-10月全国商品房住宅销售面积同比下降17.66%，单10月同比下降0.55%。

图表2：中国地产数据走势



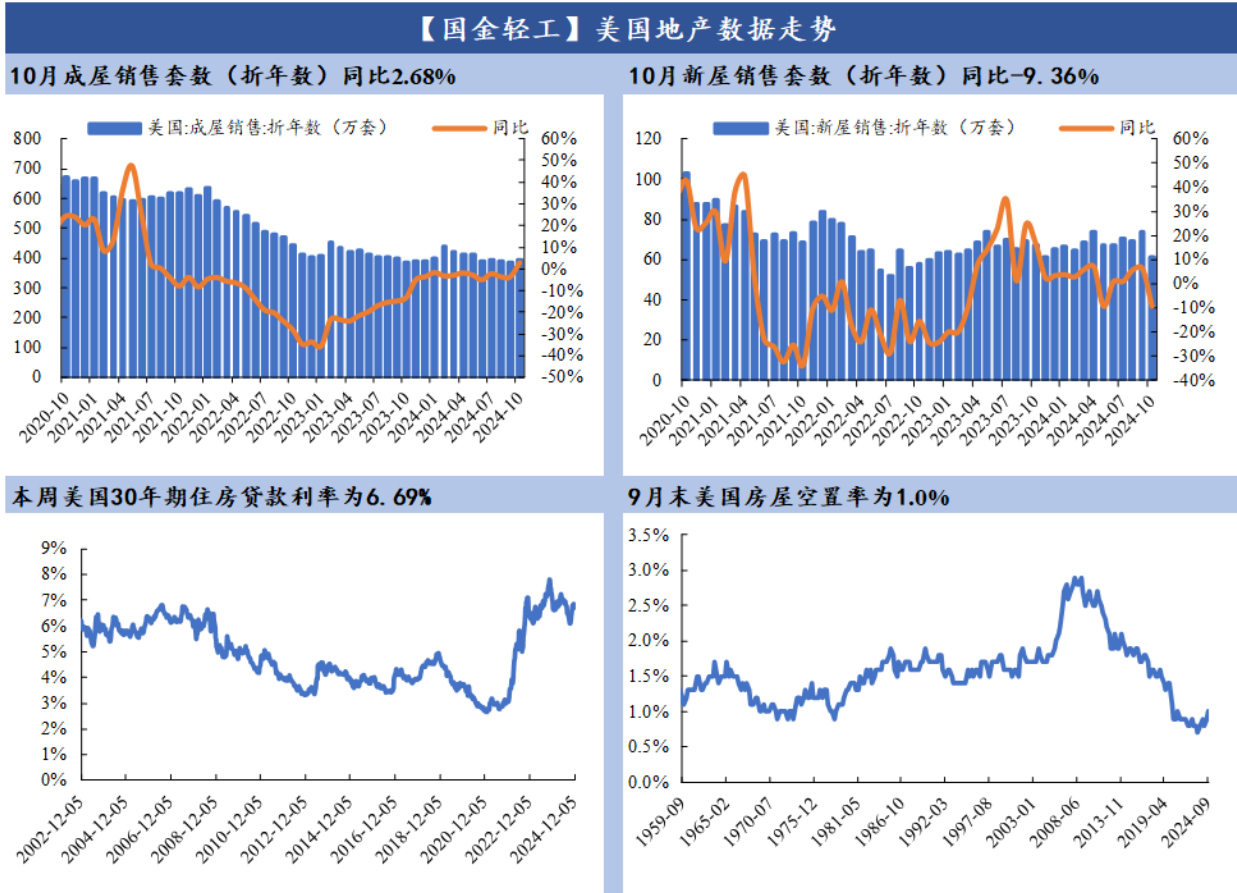
来源：Wind，国金证券研究所；注：部分波动较大数值已做平滑处理

美国房屋销售：2024年10月成屋销售套数（折年数）同比增加2.68%，2024年10月新屋销售套数（折年数）同比下降9.36%。

美国贷款利率：美国30年期住房贷款利率本周为6.69%，环比下降0.12pct。

美国房屋空置率：2024年9月末为1.0%，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

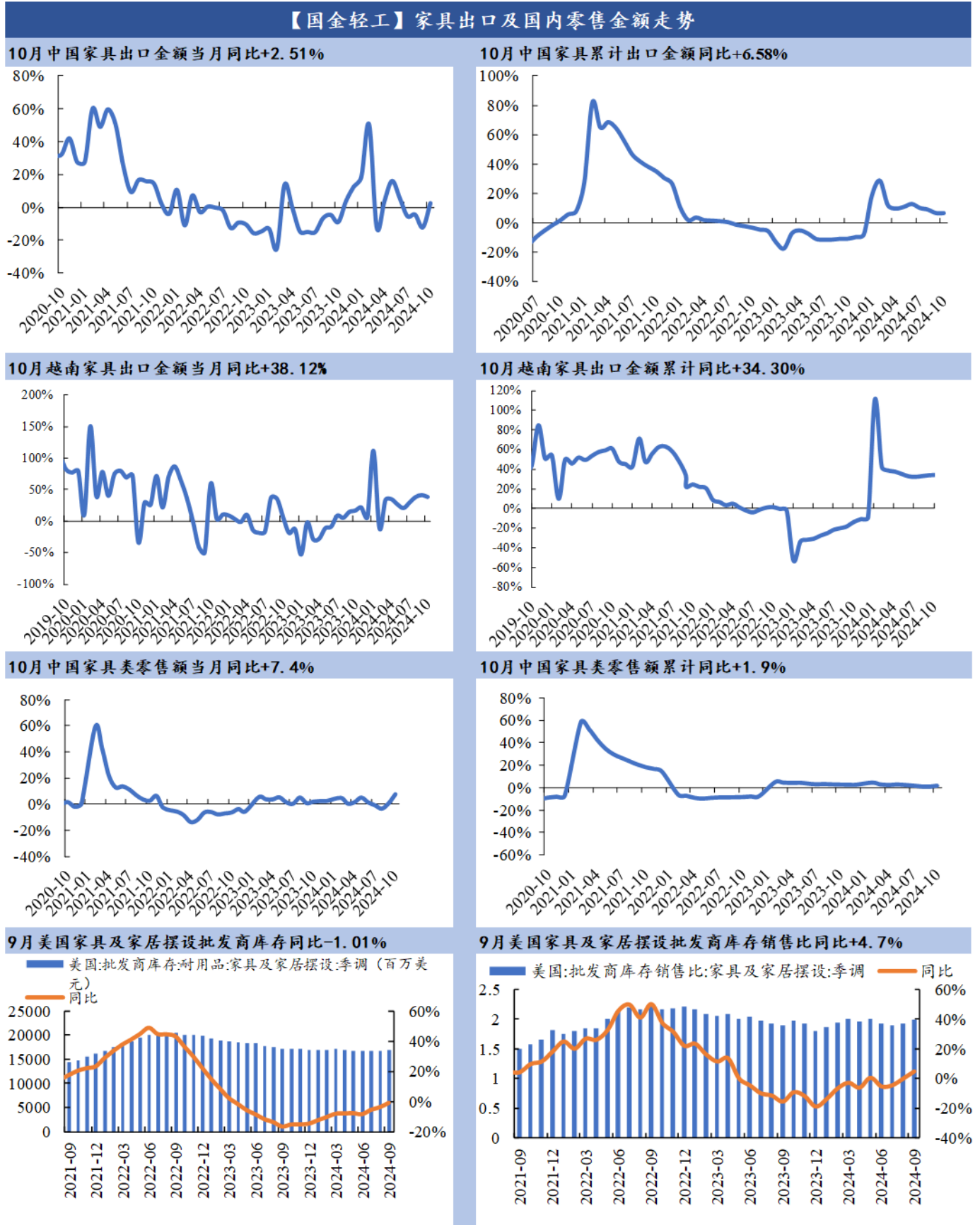
中越家具出口：中国家具出口金额（美元计价）2024年10月当月同比增长2.51%，1-10月累计同比增长6.58%。越南家具出口金额（美元计价）2024年10月同比增加38.12%，1-10月累计同比上升34.30%。

美国家具库存：美国家具及家居摆设批发商库存2024年9月当月同比下降1.01%，库存销售比同比上升4.7pct。

国内家具零售额：2024年10月中国家具类零售额同比增长7.4%，1-10月累计同比增长1.9%。



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

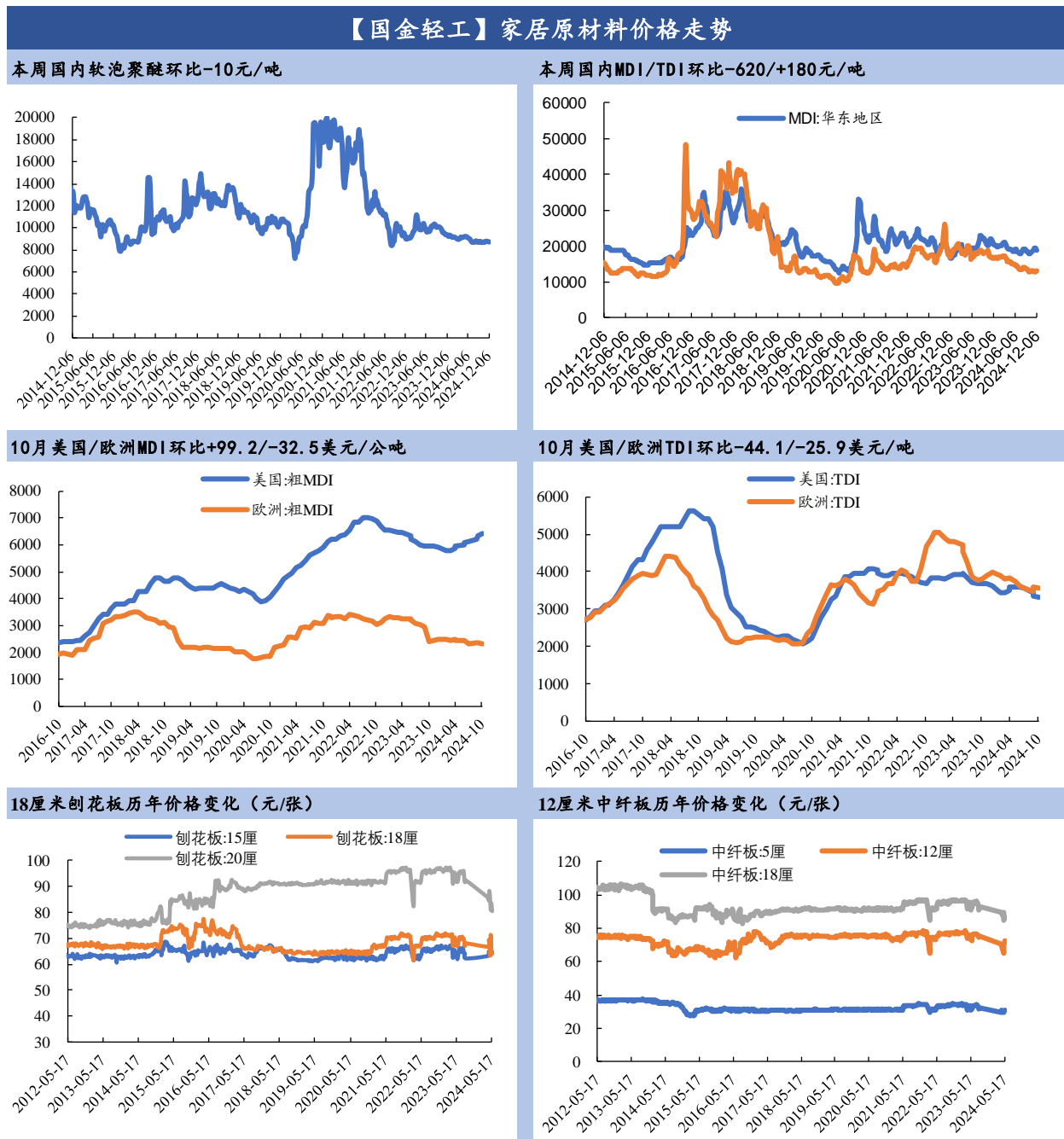
本周国内软泡聚醚均价为 8725 元/吨，环比下降 10 元/吨，今年以来截止 12.06 均价为 8924.59 元/吨，较 2023 年均价下降 9.58%。

本周国内 MDI 均价为 18640.0 元/吨，环比下降 620 元/吨，今年以来截止 12.06 均价为 19026.67 元/吨，较 2023 年均价下降 4.65%。

本周国内 TDI 均价为 12920.0 元/吨，环比增长 180 元/吨，今年以来截止 12.06 均价为 14599.05 元/吨，较 2023 年均价下降 2.96%。

海外原材料价格方面，美国地区 MDI 价格 10 月环比上升 99.2 元/吨，TDI 价格环比下降 44.1 元/吨；欧洲地区 MDI 价格 10 月环比下降 32.5 美元/公吨，TDI 价格环比下降 25.9 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11月	24年10月	24年9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	6240	6230	6125	6249	-10
	阔叶浆	6662	-1852	5940	-1652	4288	1021	5309	-499	4810	4543	5400	4810	4471	-29
	化机浆	5402	-1882	5365	-1160	4206	226	4432	-912	3520	3574	3600	3520	3550	0
废纸系	国废黄板纸	1969	-426	1678	-64	1614	-72	1542	2	1544	1558	1518	1544	1632	23
纸品															
木浆系	双胶纸	6658	-1481	6691	-755	5936	-49	5887	-710	5177	5015	5110	5177	5155	143
	铜版纸	5657	243	5682	103	5786	294	6080	-180	5900	5603	5700	5900	5743	143
	白卡纸	5301	-941	5117	-229	4888	76	4963	-603	4360	4260	4260	4360	4260	0
废纸系	箱板纸	4484	-920	4277	-450	3827	-138	3689	-125	3565	3604	3569	3565	3649	25
	瓦楞纸	3325	-572	3140	-160	2980	710	3689	-936	2753	2861	2777	2753	2925	29

来源: 隆众资讯, 国金证券研究所; 注: 周度核算时间为 2024 年 11 月 29 日至 2024 年 12 月 05 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 6248.6 元/吨, 环比上期下降 0.2%; 阔叶浆现货含税均价 4471.4 元/吨, 环比上期下降 0.6%; 本色浆现货含税均价 5400.0 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。本周期纸浆价格偏弱走势, 隆众资讯分析本周期纸浆价格波动的主要原因: 一、周期内针叶浆价格走空, 期货大盘震荡偏弱, 基差变动不大, 浆价随盘面震荡下调。二、周期内阔叶浆市场承压运行, 业者入市情绪欠佳, 需求清淡局面下, 浆价偏空运行。三、下游原纸价格积极上涨, 但基本消耗库存, 厂家采购原料情绪改善不佳, 有限支撑浆市。

#### 2) 成品纸:

本周期国内双胶纸市场区间盘整运行, 成交表现不旺。70g 双胶纸企业含税均价为 5155.4 元/吨, 环比涨幅 2.9%。阶段行业盈利水平偏低, 工厂转产情况存在, 且某大型工厂延续停产状态, 行业生产缩量, 同时出版订单延续交付中, 支撑工厂走货情况, 供需关系出现一定缓和, 企业积极向下游推进传导涨价事宜。从社会端订单来看, 用户采买积极性不高, 刚需补单为主。原材料因素支撑强度一般, 贸易商对后市态度偏谨慎, 稳定操盘为主, 主流品牌本白双胶纸市场报价在 4900-5000 元/吨, 主流品牌高白双胶纸市场报价在 5200-5300 元/吨, 实单实谈。

本周期国内铜版纸市场区域窄幅波动, 成交提升有限。157g 铜版纸企业含税均价为 5742.9 元/吨, 环比涨幅 2.6%。有大型工厂延续停机状态, 市场供应量减少。需求端来看, 出版封面订单延续供货中, 一定程度改善工厂走货情况, 周内企业积极推进传导提价, 社会面需求仍显不旺, 用户囤库积极性不高, 刚需采购为主。木浆因素支撑力度不强, 多数贸易商对后市较为谨慎, 随行就市为主, 主流品牌平张铜版纸成交区间在 5500-5800 元/吨, 实单实谈。部分企业出口订单尚可, 一定程度优化市场供需结构。

### 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 1631.9 元/吨, 环比+1.4%, 同比+1.8%。本周废纸市场局部补涨, 整体涨势稍有收窄, 涨幅多在 10-30 元/吨。现阶段由于终端消费循环减缓, 社会货源减少, 叠加打包站竞争激烈, 货源分配不均, 废纸市场供应方面仍然趋紧, 但恐跌心理下, 后续打包站出货节奏或会加快。目前下游原纸市场维持坚挺上移, 龙头带动下出货好转, 短期对废纸尚有支撑。业者择高出货为主, 场内看涨氛围尚存。隆众预计, 下周废旧黄板纸市场稳中偏强按需涨跌。

据隆众数据监测显示, 本周期国内废旧书本纸均价 1535.9 元/吨, 环比+1.1%, 同比-10.6%。本周废旧书本纸市场维持上行趋势。下游需求提振尚可, 原纸报价偏强跟进; 纸企整体开工稳中有增, 废旧书本纸需求稳定。目前下游纸企到货不足, 废旧书本纸价格保持按需上调, 且补贴及扣点政策持续发力。然现阶段纸企整体利润空间有限, 需求端或抑制废旧书本纸价格上行幅度, 场内业者观望情绪较高, 保持谨慎交易。供应端货源无明显增量, 打包站挺价回收, 整体囤货意愿不高, 随行就市跟进。隆众预计, 下周国内废旧书本纸市场或按需个别上调。

据隆众数据监测显示, 本周期废旧报纸均价 2298.3 元/吨, 环比+0.03%, 同比-17.5%。本

周废旧报纸市场总体稳定，场内供需双弱形势延续。终端需求支撑有限，纸企生产兴致一般，对废旧报纸需求稳定，整体报价区间持稳。社会货源难有增量，打包站回收稀少，整体交易情绪不高，够车出货为主。隆众预计，下周废旧报纸市场区间整理。

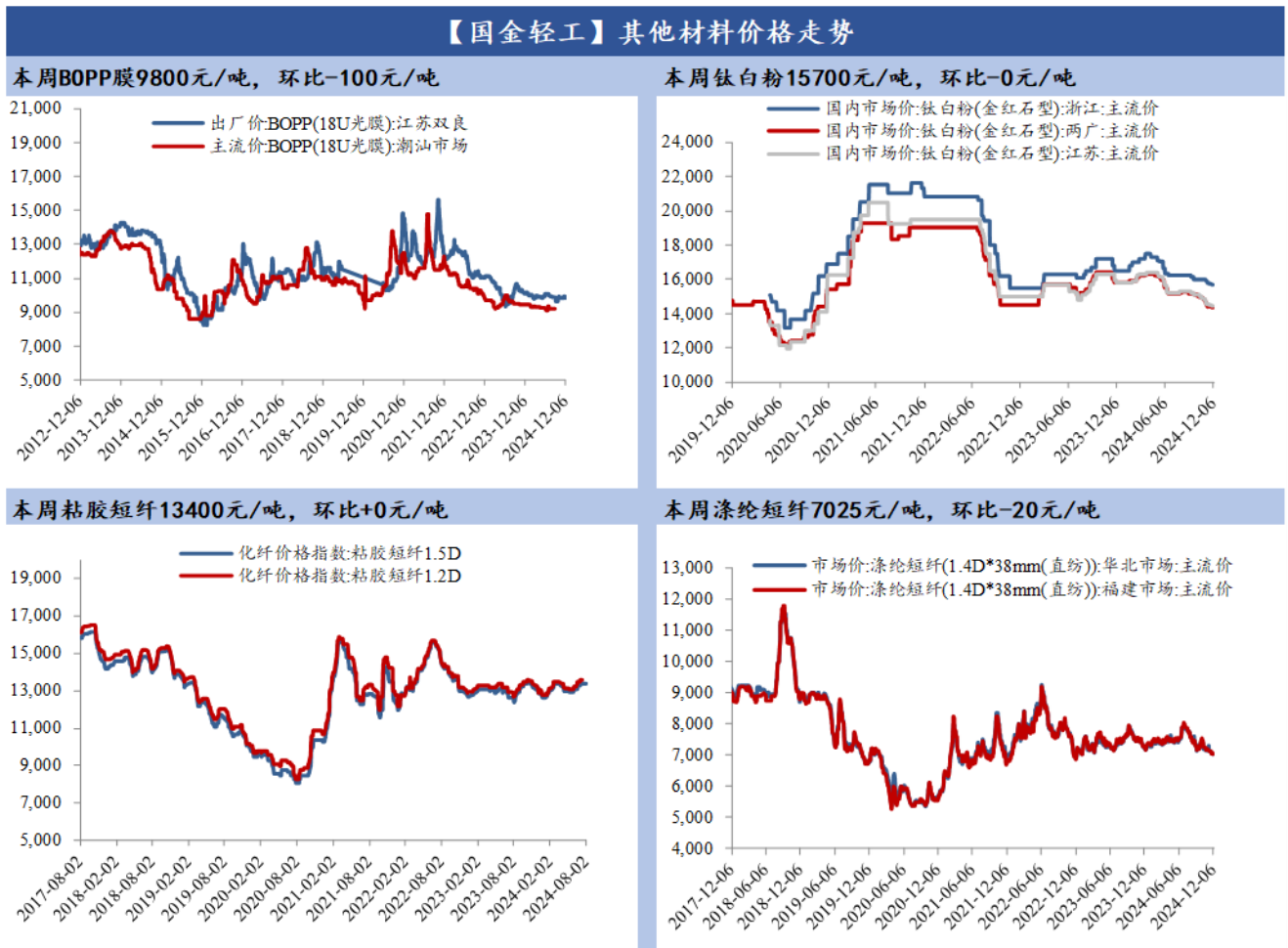
2) 成品纸:

本周瓦楞纸含税均价 2925.3 元/吨，环比+1.0%，同比-3.4%。主要影响因素分析：一、周内瓦楞纸市场稳中局部上扬为主，规模纸企涨价计划基本落实，涨幅在 30-50 元/吨之间，当地中小纸企也相继跟进。个别基地继续发布后续涨价函，业者挺价意愿强烈；二、随着沿海地区出口订单好转及元旦、春节等节假日消费临近，终端需求存向好预期，下游二级厂补库动作不断，部分纸企受原料紧缺影响限产，场内供需关系缓和，利好纸价回调；三、原料废旧黄板纸市场偏强整理，成本面支撑作用良好。

据隆众监测数据显示：本周箱板纸含税均价 3649.4 元/吨，环比+0.7%，同比-3.2%。主要影响因素分析：一、本周箱板纸市场延续上行趋势，在龙头纸企拉涨下，场内涨价情绪较浓，中小纸企跟涨较为积极；二、沿海地区部分出口订单依旧良好，下游拿货情绪良好，纸企出货节奏较快，其他地区需求相对平稳，下游拿货意愿尚可，整体来看，纸企库存水平低位，利好箱板纸价格走高；三、原料废旧黄板纸市场偏强运行，成本面支撑坚挺。

3.3.3、其他材料价格变动一览

图表7：其他材料价格变动

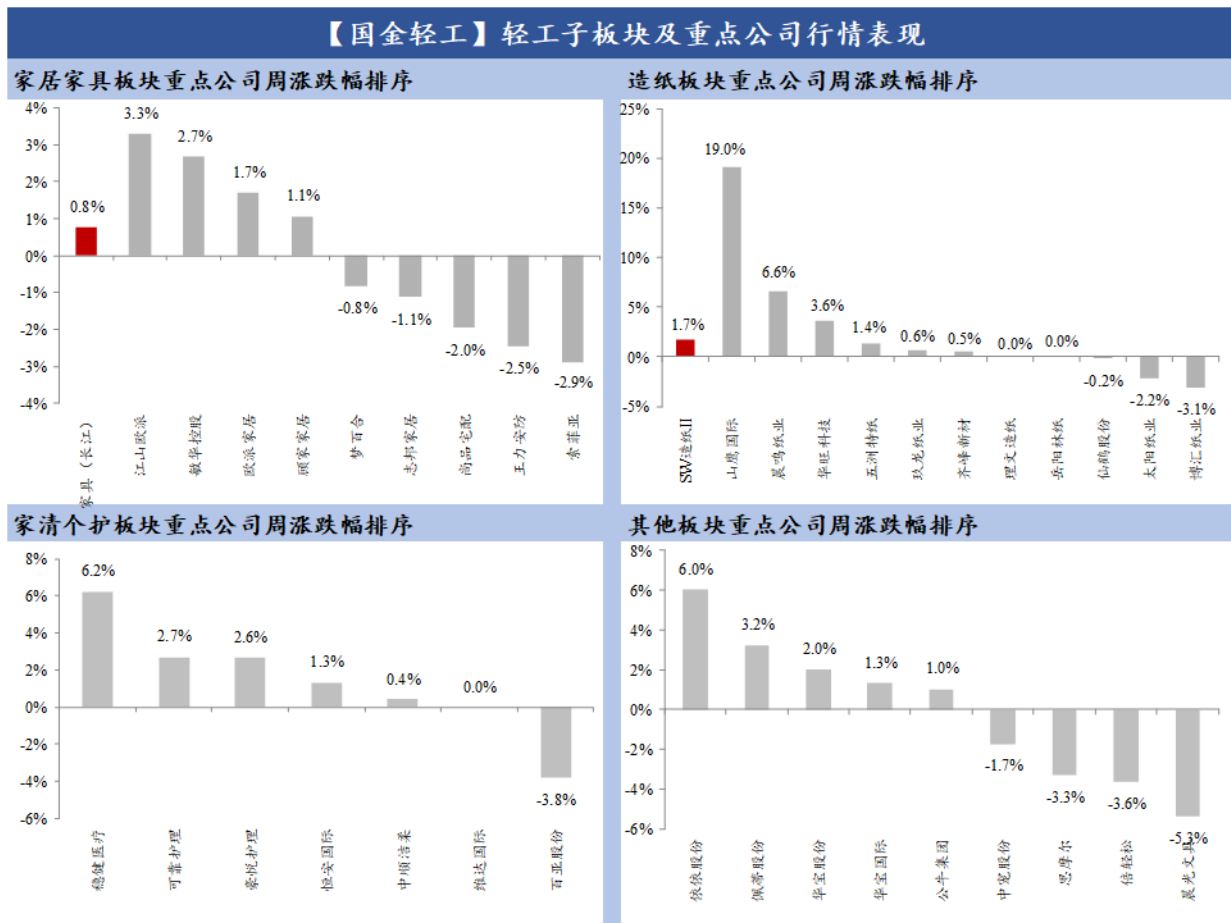


来源：iFind，国金证券研究所；注：数据截至日期为 2024.12.07

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 12.02-12.07

## 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	401	-2.2%	21.0%	30.9	34.0	38.9	43.1	13.0	11.8	10.3	9.3	1.4	36.2%
	600567.SH	山鹰国际	120	19.0%	13.5%	1.6	7.0	10.3	13.1	76.7	7.1	11.6	9.2	0.9	46.0%
	605377.SH	华旺科技	61	3.6%	5.4%	5.7	6.2	7.4	8.2	10.8	9.9	8.3	7.4	1.6	33.3%
	605007.SH	五洲特纸	55	1.4%	-6.8%	2.7	5.6	7.2	8.5	20.0	9.7	7.5	6.4	2.2	10.5%
	603733.SH	仙鹤股份	137	-0.2%	22.9%	6.6	10.5	13.2	15.8	20.6	13.1	10.3	8.6	1.8	2.2%
002701.SZ	奥瑞金	141	0.4%	37.1%	7.7	9.0	10.5	11.7	18.2	5.7	13.4	12.1	1.5	27.4%	
家居	002572.SZ	索菲亚	170	-2.9%	17.8%	12.6	12.4	13.7	15.2	13.4	13.7	12.4	11.1	2.4	5.0%
	300616.SZ	尚品宅配	33	-2.0%	-14.6%	0.6	2.0	2.9	N/A	50.3	6.5	11.3	N/A	0.9	12.9%
	603833.SH	欧派家居	446	1.7%	9.5%	30.4	32.6	35.9	39.1	14.7	13.7	12.4	11.4	2.5	5.2%
	603801.SH	志邦家居	62	-1.1%	-12.3%	6.0	4.5	4.9	5.3	10.3	13.7	12.7	11.7	1.9	4.7%
	603816.SH	顾家家居	234	1.1%	-15.4%	20.1	18.7	21.2	23.7	11.7	12.5	11.0	9.9	2.4	3.0%
	301227.SZ	森鹰窗业	18	-1.9%	-28.3%	1.5	1.7	2.1	2.5	12.4	10.5	8.8	7.2	1.1	15.1%
	002790.SZ	瑞尔特	34	-1.0%	-20.5%	2.2	2.0	2.3	2.7	15.5	7.4	14.7	12.7	1.6	55.8%
1999.HK	敏华控股	193	2.7%	-6.9%	19.1	21.1	23.9	26.5	10.1	9.2	8.1	7.3	2.0	25.3%	
603313.SH	梦百合	42	-0.8%	-30.2%	1.1	3.0	4.3	5.9	39.2	3.8	9.7	7.1	1.1	13.0%	
605009.SH	豪悦护理	64	2.6%	13.7%	4.4	5.2	6.1	7.0	14.7	12.3	10.5	9.2	2.0	14.3%	
消费轻工	6969.HK	思摩尔	687	-3.3%	71.1%	16.5	13.5	17.3	22.9	41.6	51.0	39.7	30.0	1.8	48.6%
	003006.SZ	百亚股份	107	-3.8%	70.2%	2.4	3.3	4.2	5.4	44.8	32.8	25.2	19.7	7.6	30.6%
	603899.SH	晨光股份	291	-5.3%	-14.3%	15.3	15.5	18.4	21.6	19.1	18.8	15.8	13.5	3.4	3.0%
宠物	301498.SZ	乖宝宠物	263	-0.5%	66.7%	4.3	5.6	7.1	9.2	61.3	46.6	36.9	28.5	6.4	10.2%
	002891.SZ	中宠股份	95	-1.7%	24.9%	2.3	3.0	4.0	5.1	40.8	31.7	23.6	18.6	3.9	6.2%
	001206.SZ	依依股份	32	6.0%	13.3%	1.0	1.7	2.0	2.2	30.7	19.1	16.2	14.1	1.7	9.1%
	300673.SZ	佩蒂股份	40	3.2%	22.2%	-0.1	1.3	1.8	2.2	-364.6	30.0	22.8	18.2	2.2	10.1%
出口链	603661.SH	恒林股份	46	-2.9%	-26.3%	2.6	5.5	6.8	8.2	17.4	8.3	6.8	5.6	1.2	25.8%
	301061.SZ	匠心家居	93	-0.1%	49.2%	4.1	5.4	6.5	8.0	22.9	17.3	14.3	11.7	2.8	84.4%
	301004.SZ	嘉益股份	106	0.2%	135.1%	4.7	6.0	7.2	8.7	22.5	17.8	14.8	12.2	6.3	28.7%
	300993.SZ	玉马遮阳	32	2.5%	-3.3%	1.7	2.1	2.5	3.0	19.3	15.5	12.9	10.6	2.3	10.9%
	301193.SZ	家联科技	33	-1.5%	3.9%	0.5	1.7	2.2	2.7	73.8	19.2	15.5	12.2	2.1	15.7%
	605099.SH	共创草坪	78	-2.2%	-0.7%	4.3	5.3	6.3	7.3	18.2	14.9	12.5	10.8	3.0	15.1%
001368.SZ	通达创智	24	-4.6%	-10.4%	1.0	1.3	1.6	2.0	23.9	18.3	14.8	11.9	1.7	26.5%	
跨境电商	301376.SZ	致欧科技	83	-4.9%	-10.8%	4.1	3.8	5.1	6.5	20.2	22.0	16.4	12.9	2.6	29.6%
	300729.SZ	乐歌股份	58	-1.9%	-2.9%	6.3	4.6	5.1	5.6	9.2	12.6	11.5	10.4	1.9	15.0%
	301381.SZ	赛维时代	108	-6.7%	-8.9%	3.4	4.5	5.9	7.1	32.3	24.0	18.4	15.2	4.5	8.2%

来源: wind, 国金证券研究所预测; 注: 公司市值截至日期为 2024.12.07; 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, 则会影响到公司的业绩表现。

**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