



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

政策保驾护航，行业拐点向上 ——造纸轻工行业2025年投资策略



作者：轻工&新消费组 姜浩

SAC执业证书编号：S0930522010001

jianghao@ebcn.com

2024年11月11日



证券研究报告

 **大宗造纸：**木浆方面，我们认为在欧洲需求有望改善、中国需求边际向上、以及供给端产能投放放缓的情况下，明年木浆的供需基本面或有所改善，看多明年浆价。我们对国内大宗造纸行业2025年的整体景气展望维持谨慎的观点不变，核心逻辑在于2025年国内造纸行业新增产能偏多。从选股角度，我们建议选择木浆自给率较高的标的，推荐：太阳纸业。

 **特种纸：**我们认为国内特种纸行业向龙头集中的趋势不变，结合浆价中长期上涨预期，国内特种纸龙头企业自备浆产能陆续投放后，竞争优势将进一步扩大，推荐：仙鹤股份和五洲特纸。

 **家居：**行业层面，政策暖风频吹下，国内房地产有望止跌回稳，带动家居行业景气度回升。公司层面，我们认为国内头部企业有望凭借前瞻的战略性措施、优质的产品服务不断开拓渠道增量，进一步扩大市场份额，推荐标的：欧派家居、索菲亚、顾家家居。美国地产链，美联储降息后，美国房地产市场有望快速复苏，驱动美国家居需求提升，推荐：匠心家居、梦百合。

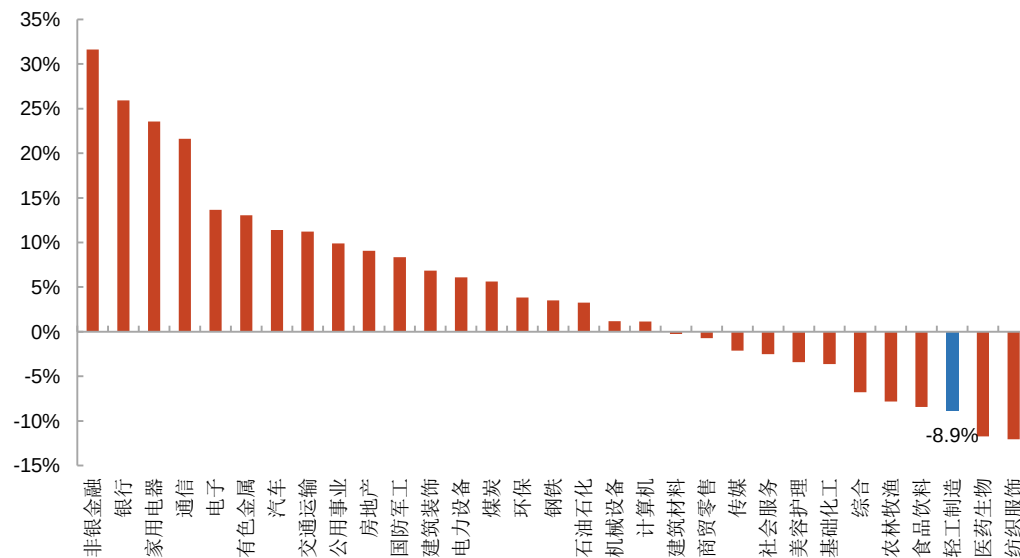
 **风险提示：**国内宏观经济增速低于预期；美国地产复苏进程低于预期；原料价格上涨风险。

- 一、行业市场表现
- 二、造纸板块观点
- 三、特种纸&生活用纸板块观点
- 四、家居板块观点

1.1 各细分子板块表现

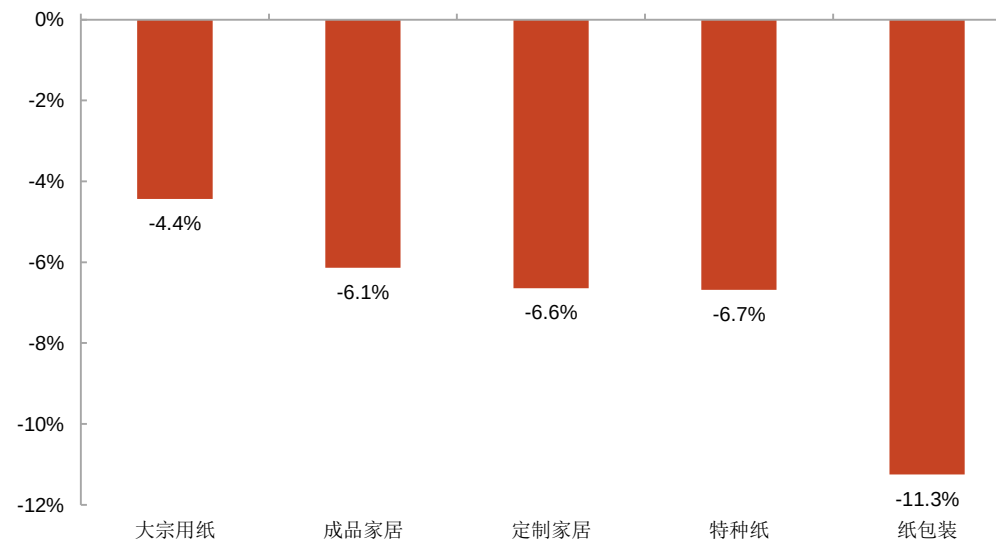
- 2024年以来（截至11月1日），轻工制造板块涨跌幅为：-8.9%
- 特种纸/大宗造纸板块涨跌幅分别为：-6.7%/-4.4%
- 定制家居/成品家居板块涨跌幅分别为：-6.6%/-6.1%
- 纸包装板块涨跌幅为：-11.3%

图1：2024年以来申万一级行业各板块涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所整理
备注：行业分类采用申万指数，时间截至2024-11-01

图2：2024年以来造纸轻工各细分板块涨跌幅

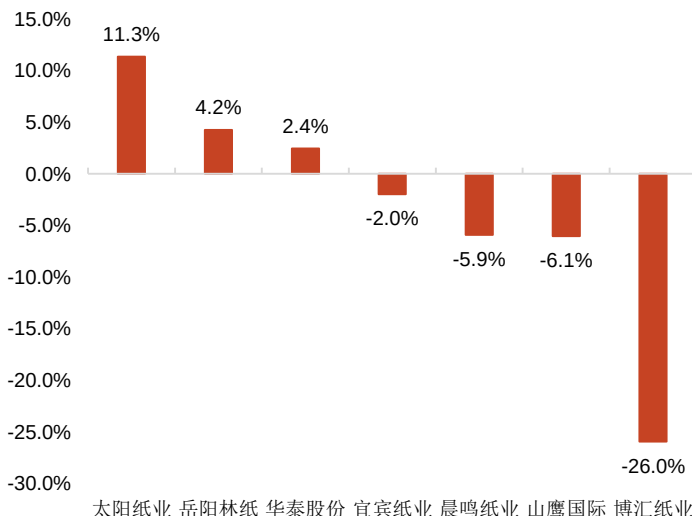


资料来源：Wind，光大证券研究所整理
备注：指标从申万三级行业指数中选出，时间截至2024-11-01

1.2 各细分子板块内主流公司表现

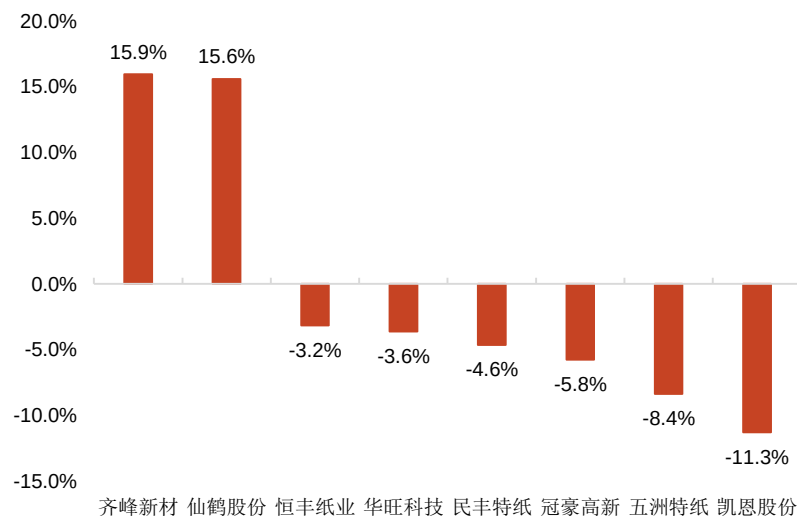
- 造纸板块：2024年以来行业竞争激烈，纸企盈利依然不甚乐观，龙头企业太阳纸业基本面表现稳健，取得了较优的绝对正收益；
- 特种纸板块：2024年以来行业整体需求维稳，其中装饰原纸细分赛道表现突出，头部企业业绩稳步增长，股价走势较强；
- 个护板块：消费低迷，行业经营承压，整体市场表现不佳，但百亚股份凭借强劲的业绩增势，取得了不俗的绝对正收益。

图3：2024年以来大宗造纸主流公司涨跌幅



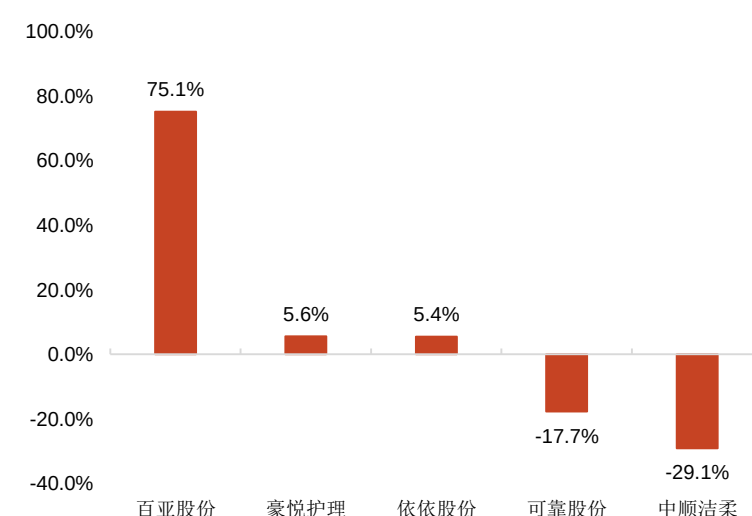
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024-11-01

图4：2024年以来特种纸板块主流公司涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024-11-01

图5：2024年以来个护纸板块主流公司涨跌幅

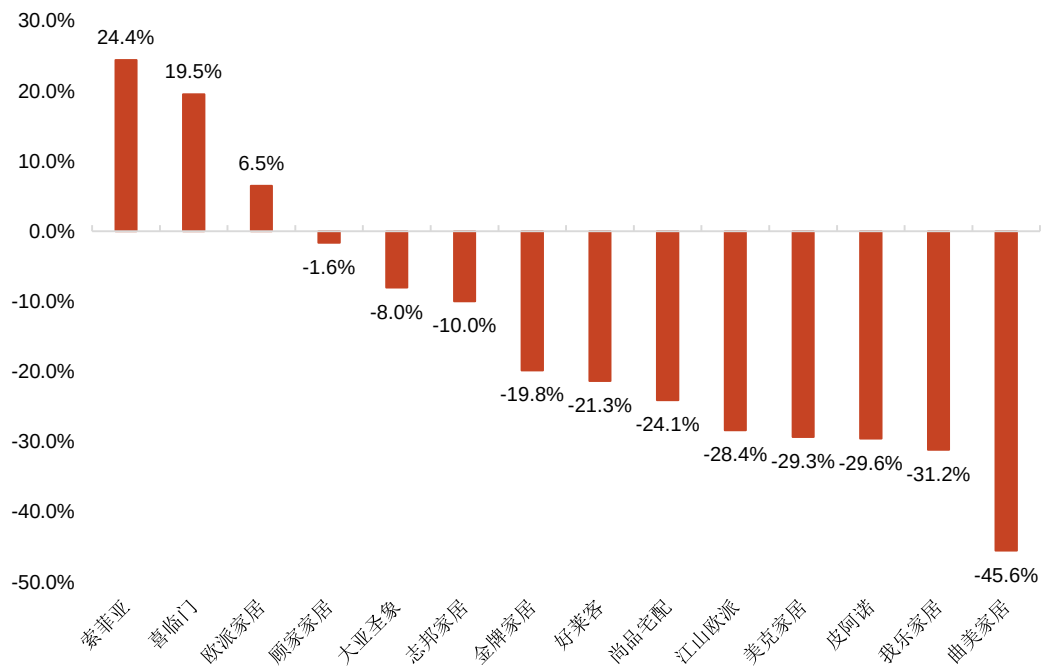


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024-11-01

1.2 各细分子板块内主流公司表现

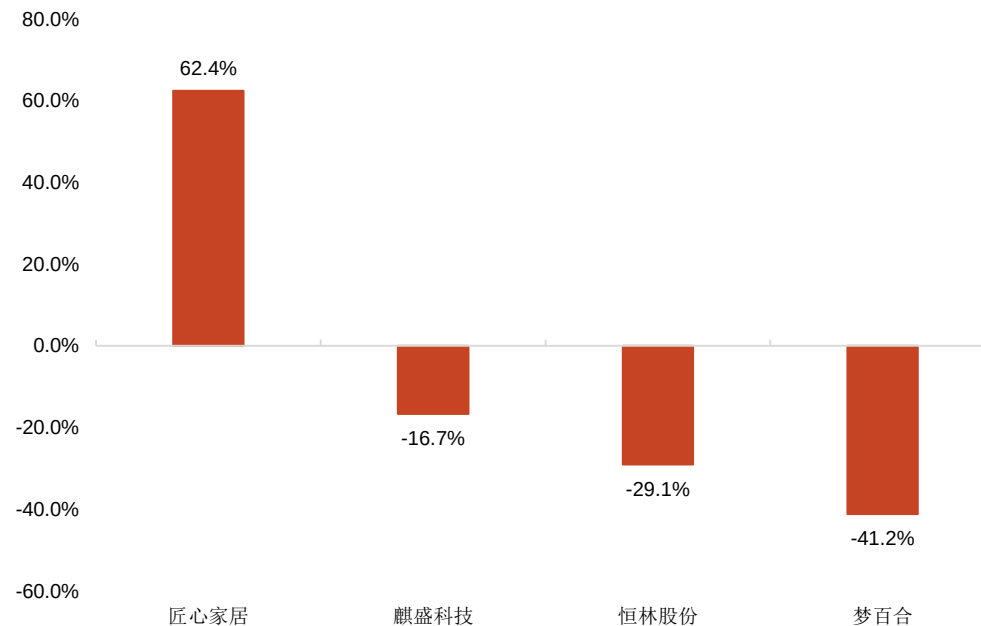
- 家居板块：2024年以来地产销售低于预期导致内销家居板块整体表现不佳；
- 出口板块：高利率下美国地产景气低迷，影响家居出口表现，但匠心家居凭借优秀的产品创新和客户开拓能力，业绩逆势增长，取得了出色的绝对正收益。

图6：2024年以来家居板块主流公司涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024-11-01

图7：2024年以来出口板块主流公司涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024-11-01

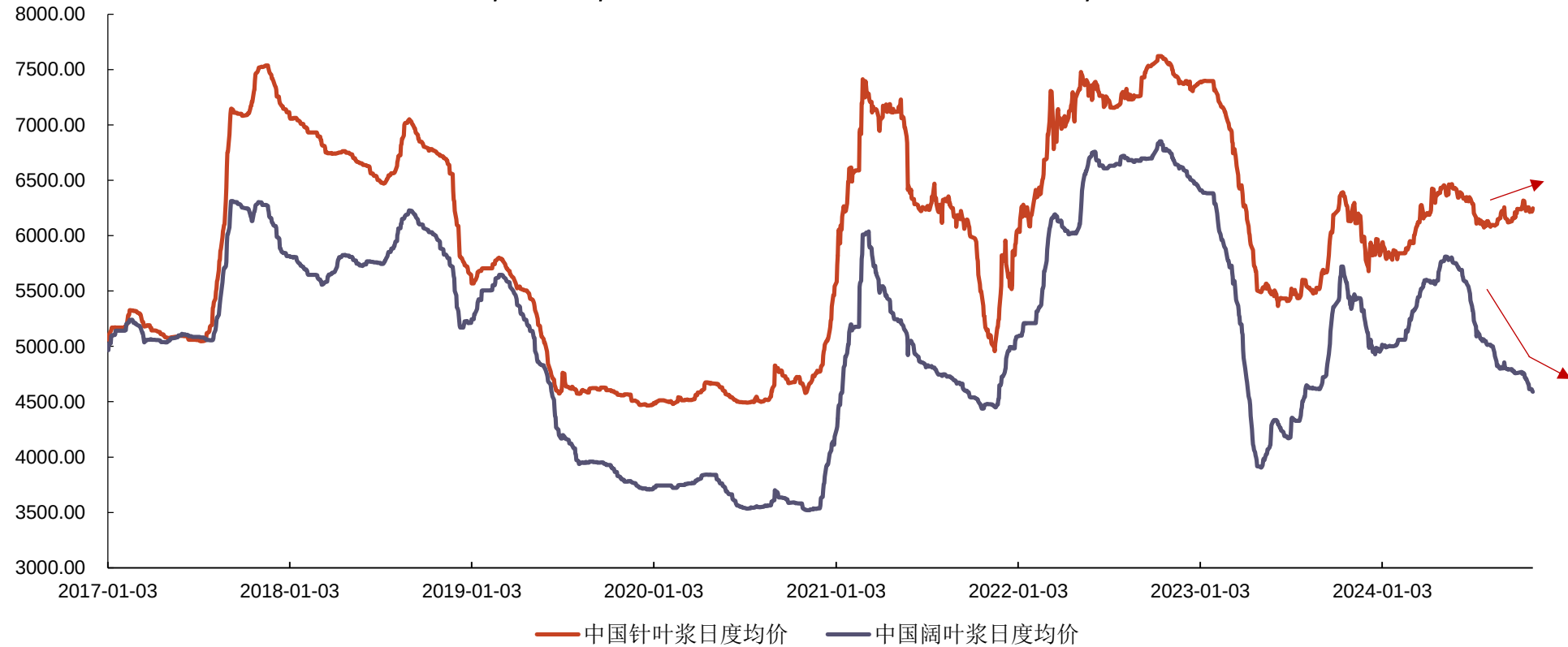
二、造纸板块观点

- ❑ 针阔叶浆价格分化，主要原因在于供给
- ❑ 政策发力+下游扩产，看多明年浆价
- ❑ 2024年以来国内大宗造纸行业基本面综述
- ❑ 2025年大宗造纸各个细分品类景气排序
- ❑ 标的推荐

2.1 木浆：针阔价格分化，原因在于供给

2024年7/8/9/10月针叶浆吨均价分别为6153/6124/6170/6250元，8月下旬以来价格小幅上行；
2024年7/8/9/10月阔叶浆吨均价分别为5134/4912/4788/4686元。

图8：2017/01-2024/10 中国针叶浆与阔叶浆现货价格走势（元/吨）



资料来源：WIND、卓创资讯，光大证券研究所
注：统计截至2024-10-31

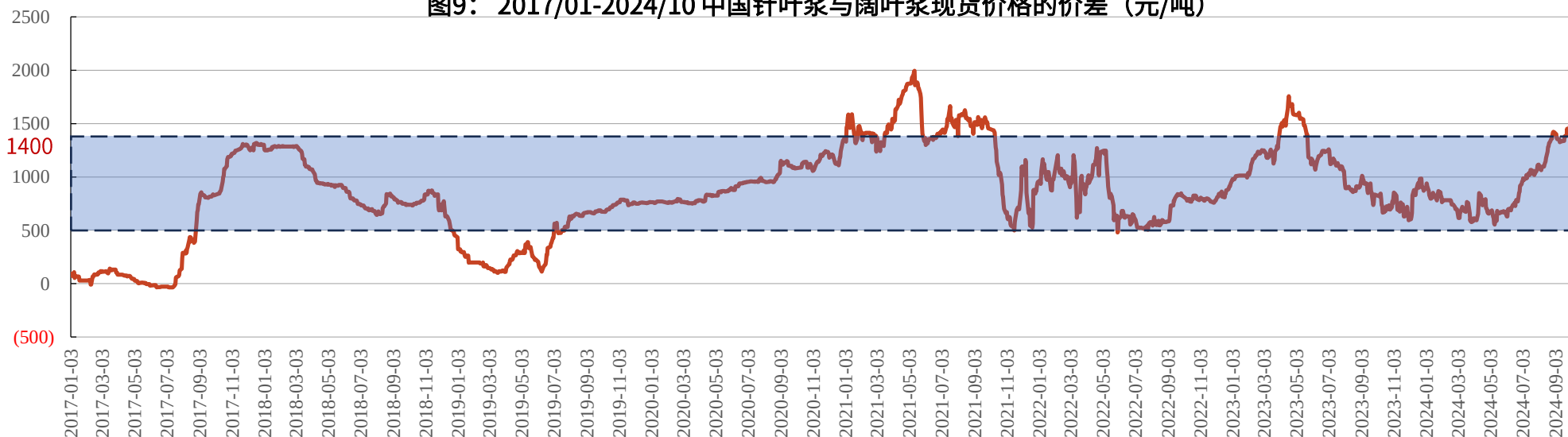
2.1 木浆：针阔价格分化，原因在于供给

针阔叶价格出现明显分化

- 目前针叶浆和阔叶浆之间的价差已超出正常范围（每吨500-1400元），2024年10月针阔价差约每吨1500元，价差已超过区间上限；
- 价差回归正常区间的三种情景：1、针叶浆、阔叶浆后续价格回落，但针叶浆价格跌幅超过阔叶浆；2、针叶浆价格保持不变，阔叶浆涨；3、针叶浆涨、阔叶浆涨，阔叶浆涨幅超过针叶浆；

如果中国宏观经济增长放缓，则为情景1；如果宏观经济复苏，则为情景2或情景3，这取决于宏观经济回升的力度。根据我们的判断，当下价差还可能继续扩大，但后期随着中国宏观经济向好，木浆价格走势会逐渐从情景2，过渡到情景3。

图9：2017/01-2024/10 中国针叶浆与阔叶浆现货价格的价差（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计截至24年10月31日

2.1 木浆：针阔价格分化，原因在于供给



供给：

- 阔叶浆新增产能陆续投放：Suzano 255万吨漂阔浆项目和福建联盛166万吨阔叶浆项目均在2024年投产；
- 针叶浆供给收紧：2024年三季度Canfor关停30万吨针叶浆产能。

图10： Suzano新产能于7月正式投产

Suzano巴西Cerrado浆线项目投产

信息来源：Fastmarkets更新时间：2024-07-23 09:58

据Fastmarkets圣保罗7月22日消息，Suzano公司7月21日发布公告称其位于巴西中西部Mato Grosso do Sul州Ribas do Rio Pardo的新浆厂已经投产。

该工厂可年产255万吨漂阔浆。

该公司称，对该工厂的产量预估仍然有效，预计2024年产量可达约90万吨，运营12个月后将达200万吨。

该项目投资220亿雷亚尔（39亿美元），是世界上产能最大的单条纸浆生产线，使得Suzano的产能增加了20%。

最初，该浆线计划在6月投产，但Suzano在上个月的公告中表示投产推迟到7月。

资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图11： 福建联盛新产能于6月正式投产

联盛纸业漳浦基地化学浆项目顺利投产

信息来源：纸业联讯更新时间：2024-06-26 12:47

近日，由福建安装三分公司承建的漳州联盛化学浆项目投料顺利完成，标志着项目正式进入试生产阶段。

福建安装表示，项目团队在前期进行了充分的准备，认真做好设备调试、原料检验、工艺优化等一系列环节，并按照既定的工艺流程和操作规范，确保化学浆投料过程的顺利进行。

2020年3月，联盛纸业宣布在福建漳州漳浦县建设390万吨/年林浆纸一体化项目。在化学浆项目投产前，该基地已投产四台卫生纸机，产能合计24万吨/年；一条120万吨/年的白卡纸机BM 1；两条日产1,200吨的BCTMP浆线；以及一台60万吨/年的文化纸机PM 3。

资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图12： Canfor于三季度关停30万吨针叶浆产能

Canfor关停30万吨/年NBSK浆线

信息来源：纸业联讯更新时间：2024-05-13 14:54

据Fastmarkets旧金山5月10日消息，Canfor Pulp在5月9日宣布由于纤维供应不足，其位于加拿大BC省Prince George的Northwood商品浆厂将关停一条30万吨/年的NBSK生产线。

Canfor Pulp表示，未来数周Northwood的两条浆线将继续运营，然后其中一条将在三季度初关停。这条浆线的关停将影响约220个工作岗位。该公司在一份新闻稿中表示，Northwood的另一条浆线和附近Intercon工厂的一条生产线将保持运营。

Canfor Pulp总裁兼首席执行官Kevin Edgson在一份新闻稿中表示：“经济合算的纤维在供应上持续短缺，特别是在Prince George地区，已经导致许多锯木厂关闭或减产，这又大幅减少了可满足我们纸浆业务需求的木片数量。尽管我们竭尽全力，包括在我们传统的运营区域之外扩展业务，但剩余的纤维根本不足以满足我们目前所有业务的产能。”

Northwood的生产线关停后，Canfor Pulp的商品浆生产能力将为48万吨/年。该公司位于Prince George的特种纸厂将继续运营，可年产14万吨牛皮纸。

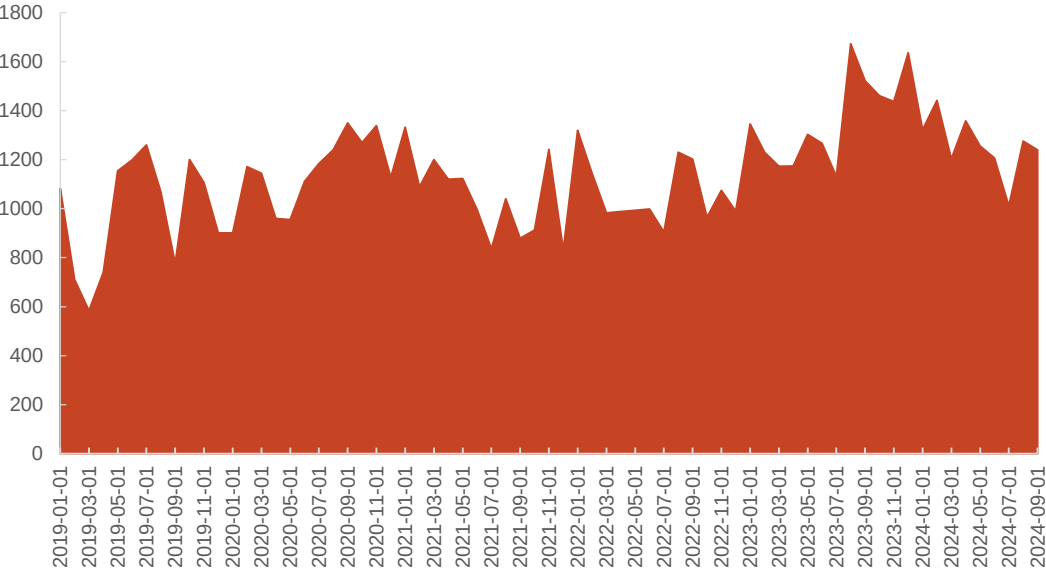
Northwood生产线的停产标志着今年加拿大纸浆行业的第二次重大关停。今年1月，AV Terrace Bay宣布由于市场原因自1月2日起“暂时关停”业务，NBSK商品浆产能因此减少32万吨/年。尽管宣布为“暂时”，但没有提及工厂的重启。

资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.1 木浆：针阔价格分化，原因在于供给

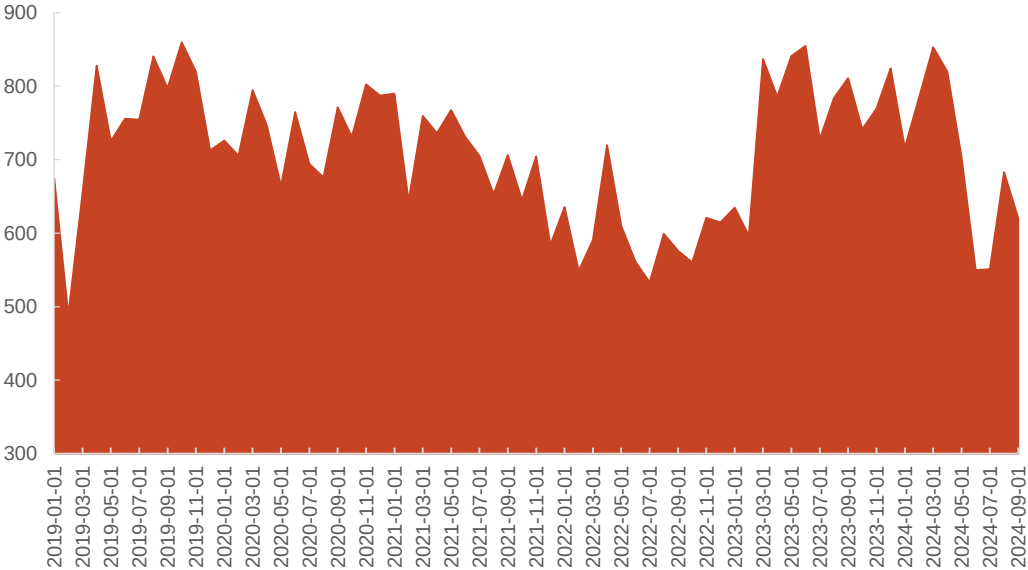
- 9月国内阔叶浆进口量为124万吨，同比-18.5%；1-9月累计进口1131万吨，同比-4.3%；
9月国内针叶浆进口量为62.0万吨，同比-23.5%；1-9月累计进口628万吨，去年同期为687万吨，同比-8.6%；
针叶浆的进口量减少是导致针叶浆价格稳定的核心逻辑，而针叶浆进口量的减少是因为全球针叶浆扩产节奏缓慢。

图13：中国阔叶浆月度进口量（单位：千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所
注：统计截至2024年9月

图14：中国针叶浆月度进口量（单位：千吨）



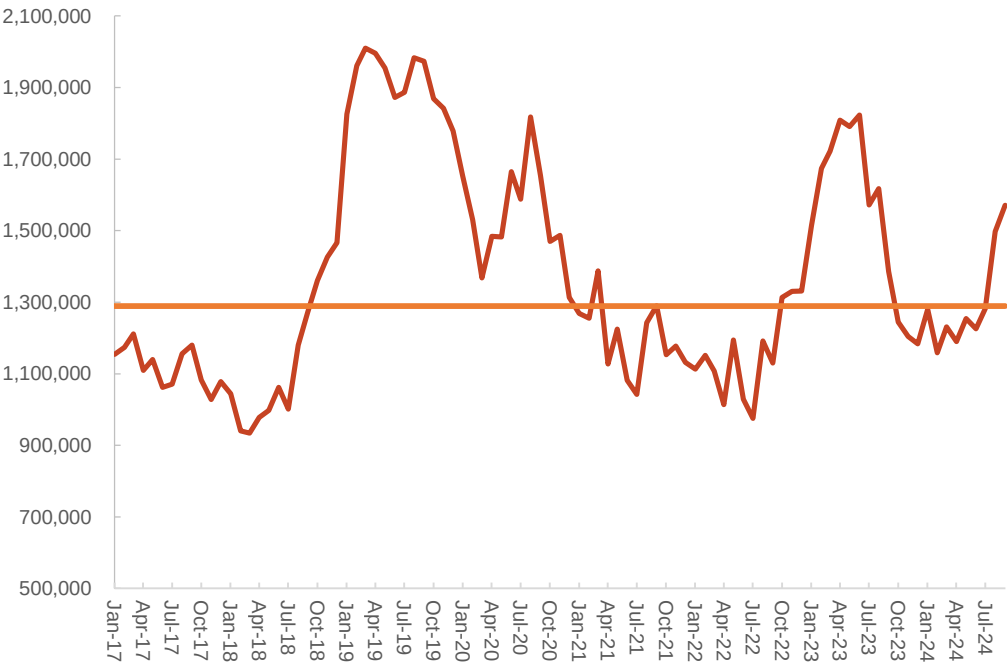
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所
注：统计截至2024年9月

2.1 阔叶浆价格下滑的原因之欧洲需求

欧洲宏观边际走弱，木浆供求关系恶化

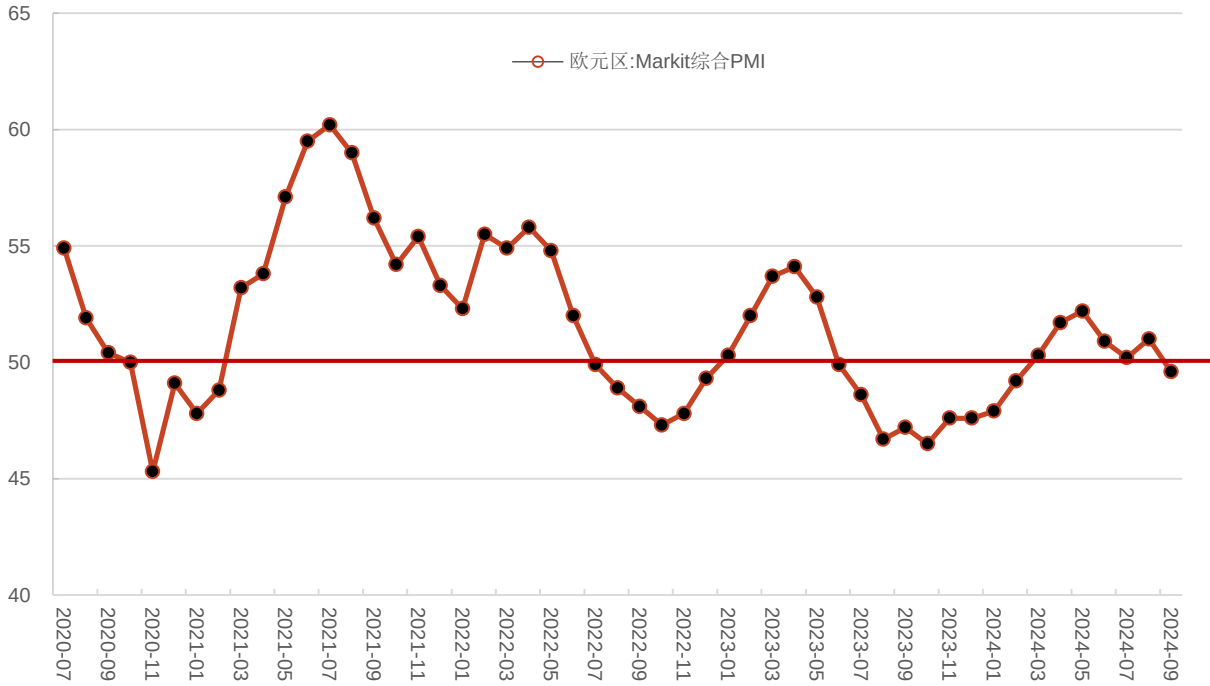
- 24年8月欧洲港口木浆库存为157.1万吨，环比+7.3万吨，欧洲港口木浆库存数据的变化反映出欧洲木浆供求关系恶化；
- 2024年9月，欧元区综合PMI指数为49.6，表明欧洲宏观经济开始进入到收缩状态。

图15： 2017/01-2024/09 欧洲港口木浆库存（单位：吨）



资料来源：Europlup，光大证券研究所
注：横线代表2017年以来欧洲木浆库存均值

图16： 2020/07-2024/09 欧元区PMI



资料来源：wind，光大证券研究所
注：红线代表PMI=50

2.1 阔叶浆价格下滑的原因之欧洲需求

欧洲市场的木浆消费未能明显复苏，纸企采购意向不足

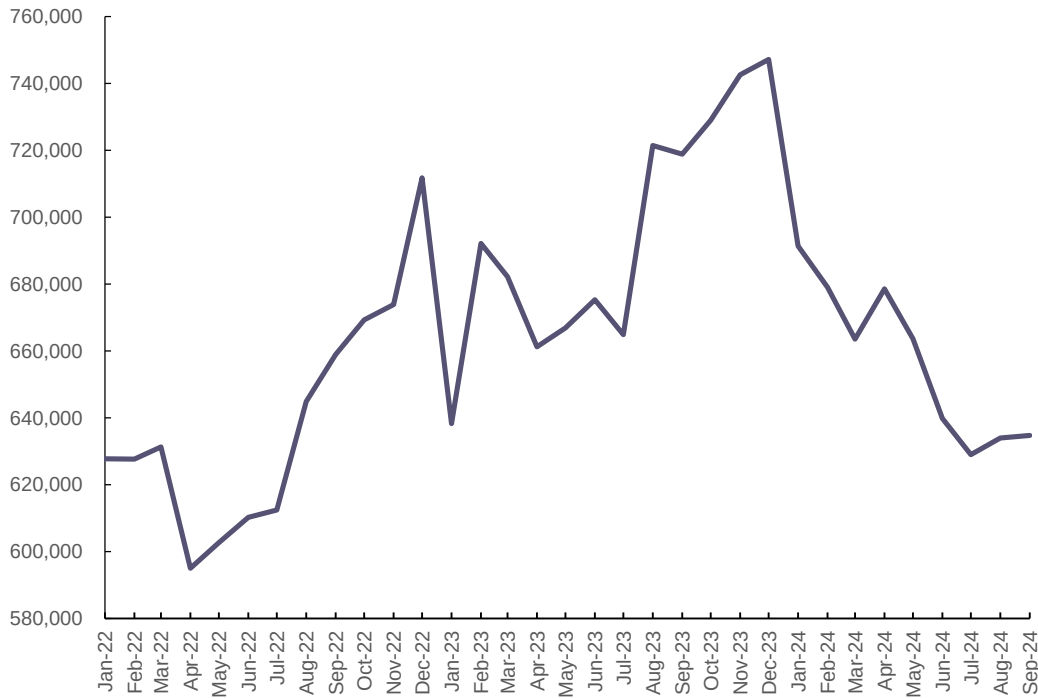
- 9月欧洲木浆消费量环比+13.5万吨，同比+0.1万吨，经历7、8月的消费下滑后欧洲木浆9月迎来消费旺季，但复苏程度一般；
- 7月/8月/9月欧洲木浆消费者库存分别为62.9/63.4/63.5万吨，8、9月欧洲消费者库存环比微升，纸厂补库意向不足。

图17： 2022/01-2024/09 欧洲纸厂木浆消费量（单位：吨）



资料来源：Utlpulp，光大证券研究所

图18： 2022/01-2024/09 欧洲纸厂库存（单位：吨）

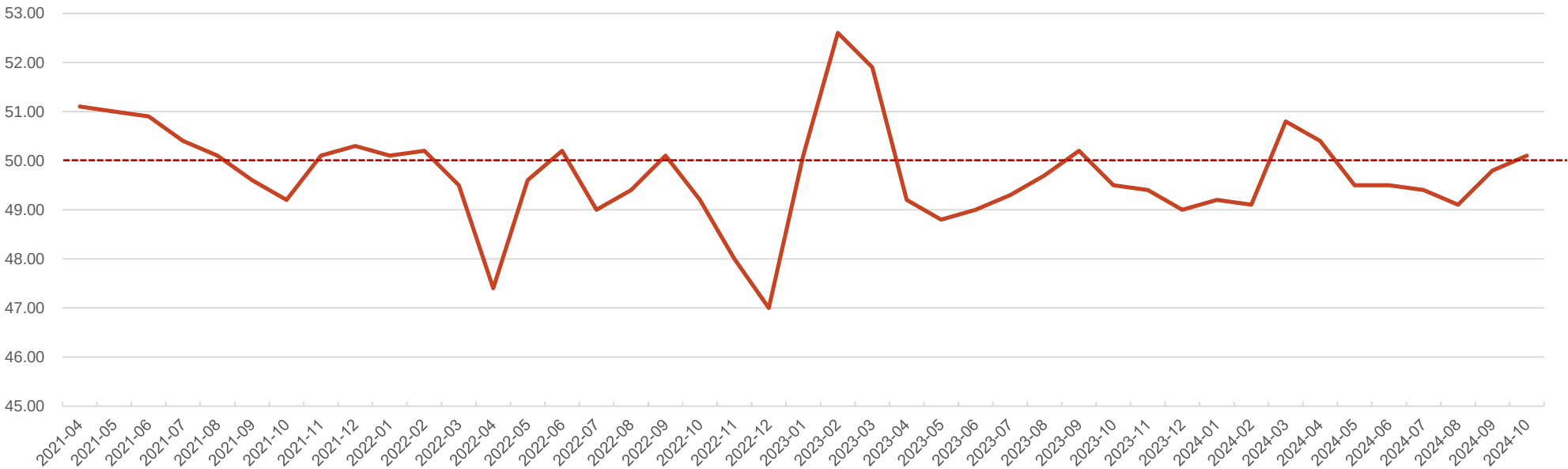


资料来源：Utlpulp，光大证券研究所

2.1 阔叶浆价格下滑的原因之国内需求

- 宏观视角下的需求：
- 中国制造业亦表现不佳，从宏观视角看需求，需求并不支撑浆价上涨

图19：2021/04-2024/10 中国制造业PMI



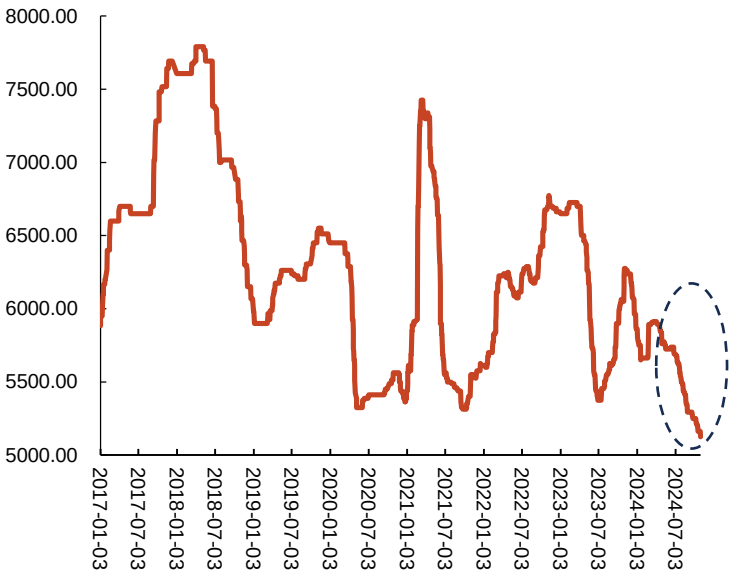
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.1 阔叶浆价格下滑的原因之国内需求

中观视角下的需求：

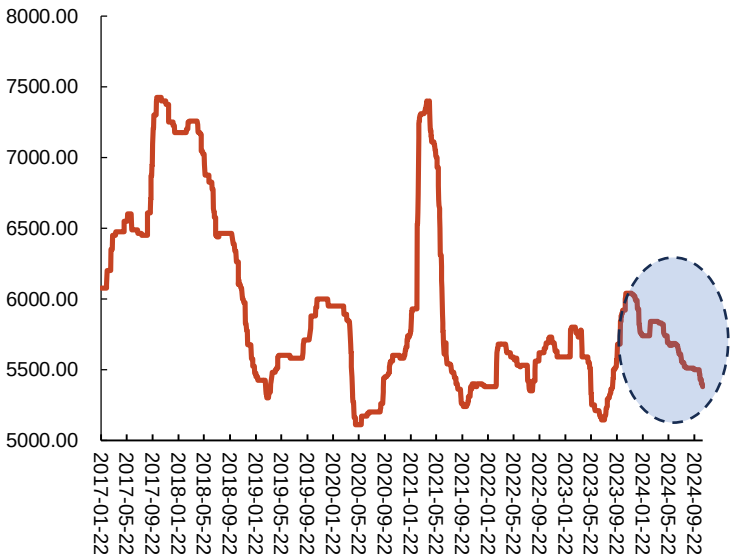
➢ 国内大宗造纸价格下跌，难以支撑浆价上行

图20：2017/01-2024/10 中国双胶纸日度均价
(元/吨)



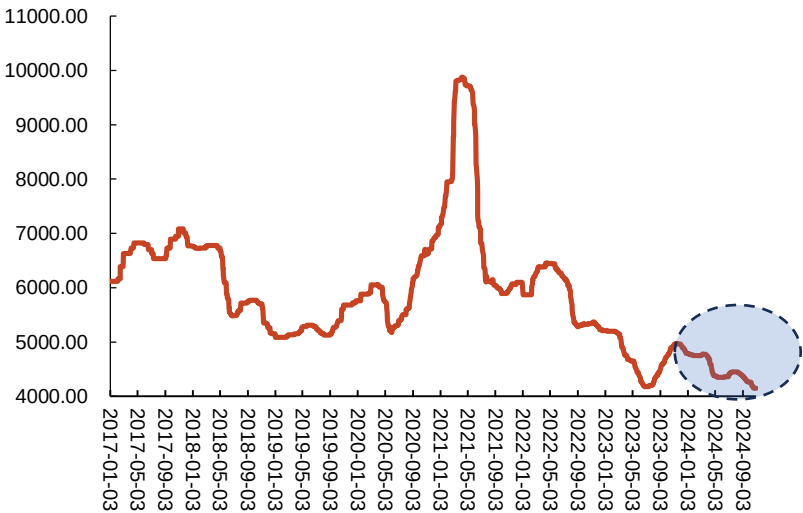
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所，数据截至2024/10/31

图21：2017/01-2024/10 中国铜版纸日度均价
(元/吨)



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所，数据截至2024/10/31

图22：2017/01-2024/10 中国白卡纸日度均价
(元/吨)



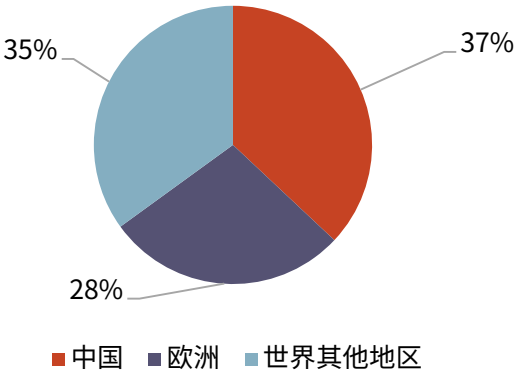
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所，数据截至2024/10/31

2.2 木浆：2025年走势展望

需求端

- 全球木浆需求结构：中国（占比37%，2022年）和欧洲（占比28%，2022年）为商品浆主要需求市场；
- 欧洲：2024年初以来，欧洲央行已连续三次降息，以刺激经济增长，鉴于欧洲央行利率下调空间依然充足，我们对明年欧洲市场木浆需求持乐观态度。

图23：2022年全球各地区商品浆需求占比



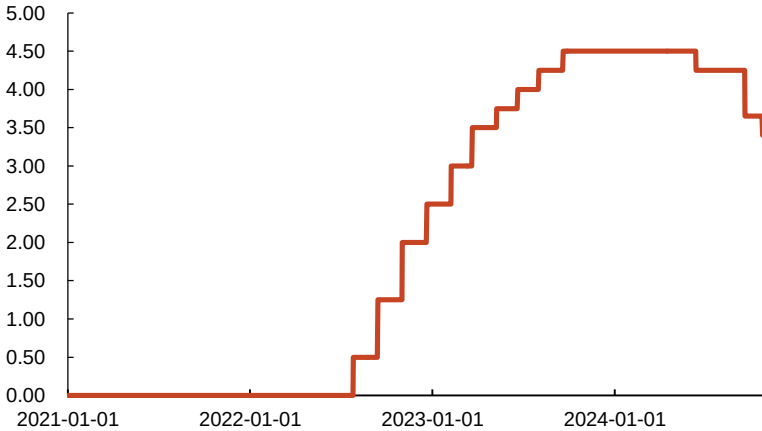
资料来源：PPPC，光大证券研究所整理

表1：欧洲央行今年来连续三次降息

事件	时间	降息幅度	降息后欧元区存款便利利率
第一次降息	2024年6月	25bp	3.75%
第二次降息	2024年9月	25bp	3.50%
第三次降息	2024年10月	25bp	3.25%

资料来源：wind，光大证券研究所整理

图24：欧元区基准利率（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

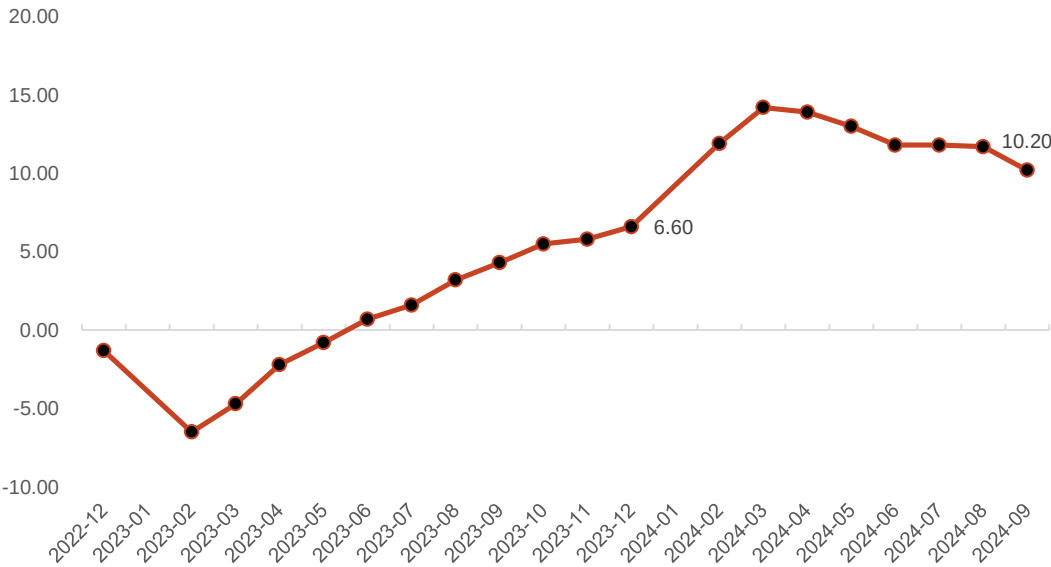
注：统计截至2024年10月

2.2 木浆：2025年走势展望

需求端

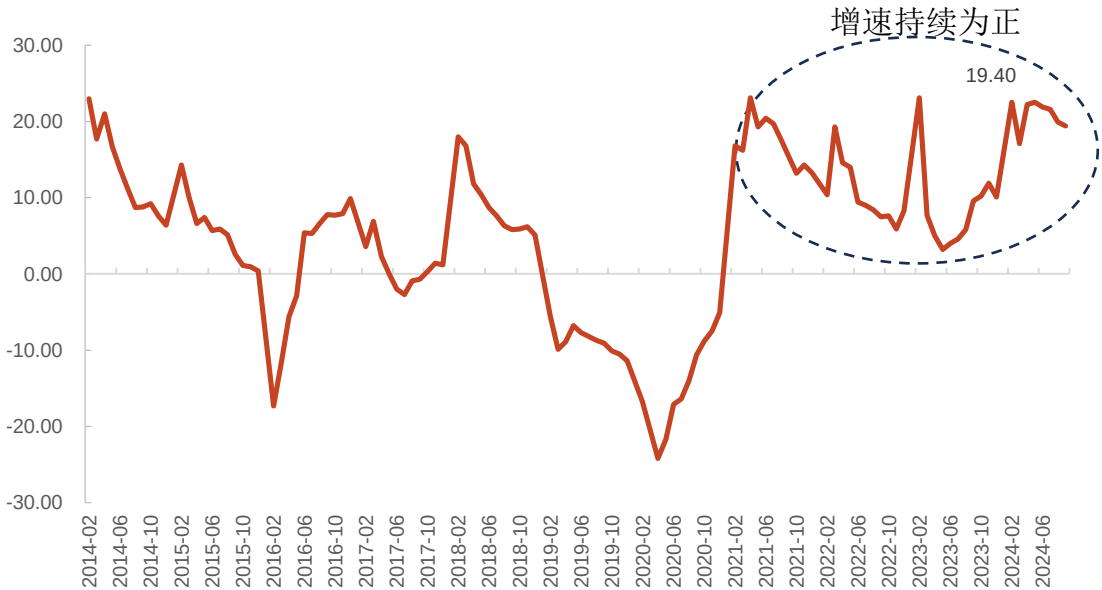
- 中国：2024年1-9月国内大宗造纸产量累计同比增长10.2%；
- 2024年1-9月国内造纸固定资产投资累计完成额同比增长19.4%；
- 我们认为，3000亿元超长期特别国债刺激消费+下游造纸新增产能不断投放，明年国内木浆需求边际向上。

图25： 2022/12-2024/09国内大宗造纸行业产量累计同比增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：%

图26： 2014/02-2024/09 中国造纸固定资产投资累计完成额同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：%

2.2 木浆：2025年走势展望

短期来看，供给收缩，有助于阔叶浆价底部企稳

- Suzano10月宣布减产4%；
- CMPC部分浆线停机检修；
- 海外浆厂新一轮报价来看，阔叶浆价格已持稳。

图27：Suzano计划于10月减产

Suzano计划减产近43.6万吨漂桉浆

信息来源：Fastmarkets更新时间：2024-10-09 11:36

据Fastmarkets巴西圣保罗2024年10月8日消息，9月漂桉浆供应过剩，导致全球主要市场价格下跌40-100美元/吨。10月3日，Suzano宣布减产4%（约43.56万吨漂桉浆），此轮减产将一直持续至年底。

Suzano的减产是在10月1日开始的美国东部港口工人罢工之后发生的。罢工暂时引发了市场参与者对供应的质疑，然后持续仅三天后突然结束。同时，全球市场参与者正在关注中国，以探寻下一步市场走向。

根据Fastmarkets的调查，亚洲主要出口市场的漂桉浆价格9月下跌40美元/吨或更多，NBSK价格涨跌不一。美国码头工人10月4日重返工作岗位，这消除了一定程度的不确定性，让买卖双方在全球纸浆市场饱和的背景下恢复了业务。

Suzano是全球最大的纸浆生产商，在巴西有9座工厂，产能合计约1,339万吨/年。削减4%的产量将有助于缓解漂桉浆供应过剩的现状。

Suzano表示，其4%的减产量不包括Cerrado项目产能。

此外，Suzano还补充道，公司之所以决定减产4%的商品浆，是因为现阶段的纸浆市场较为复杂，这部分产量并不能给公司带来足够的收益。

Cerrado项目新浆厂将继续按计划生产商品浆。该公司此前向市场宣布，预计2024年该工厂产量可达约90万吨。

资料来源：Fastmarkets，纸业联讯，光大证券研究所

图28：CMPC于10月维修停机

CMPC巴西Guaíba工厂1号漂桉浆线维修停机

信息来源：Fastmarkets更新时间：2024-10-10 10:52

据Fastmarkets巴西圣保罗2024年10月8日消息，CMPC巴西Guaíba工厂1号浆线将于10月10日至20日按计划维修停机。

该生产线位于巴西南里奥格兰德州，可年产40万吨漂桉浆。

CMPC预计此轮停机不会对其交付和服务产生任何影响，因为这是公司维护计划的一部分。

尽管市场传言停机时间将持续40天以上，但Fastmarkets已确认停机时间不会延长。

9月10日，Guaíba工厂2号浆线维修停机结束，重启生产。该浆线可年产200万吨漂桉浆。

资料来源：Fastmarkets，纸业联讯，光大证券研究所

图29：Arauco新一轮报价阔叶浆价格持稳

智利Arauco公司10月报盘

信息来源：纸业联讯更新时间：2024-10-16 08:41

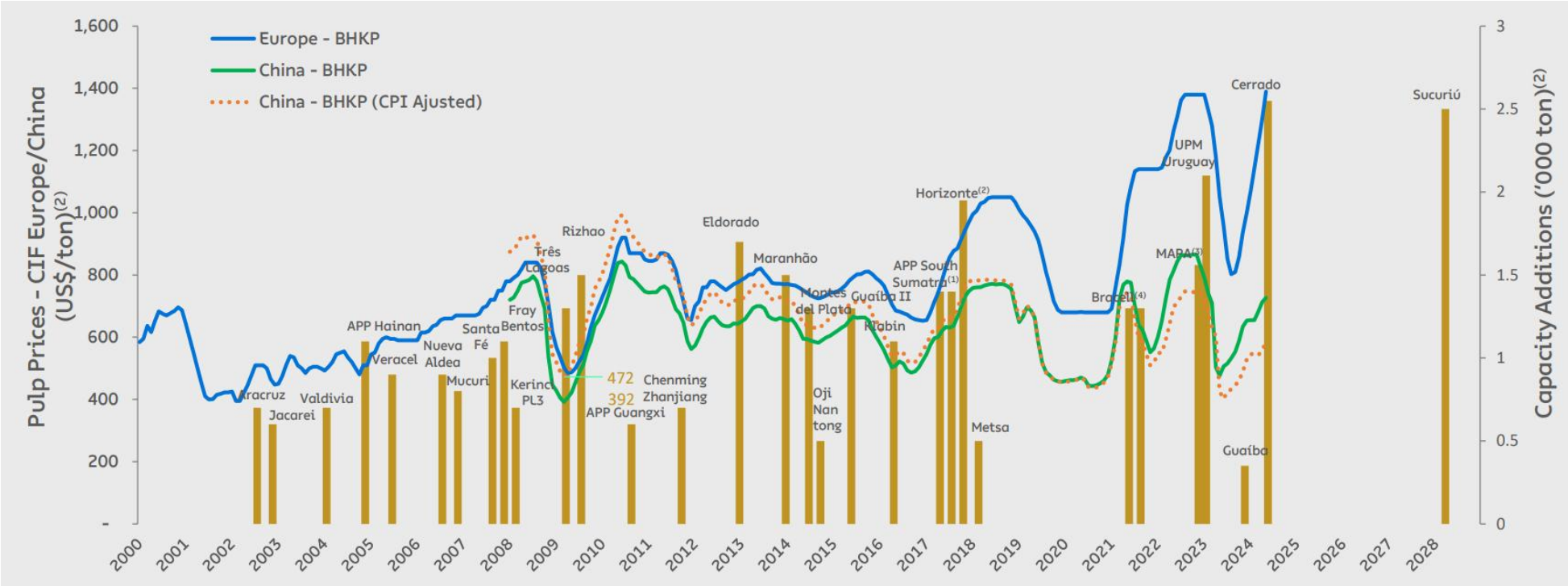
智利Arauco公司10月针叶浆银星报盘调涨20美元/吨至785美元/吨，阔叶浆明星报盘持稳在570美元/吨，本色浆金星报盘下调20美元/吨至670美元/吨。

资料来源：纸业联讯，光大证券研究所

2.2 木浆：2025年走势展望

- 长期来看，未来2~3年全球没有大型阔叶浆新增产能投放；
- 综上，我们认为，中国作为全球木浆需求最大的国家，2025年需求将边际改善，叠加欧元区宏观货币政策调整空间充足，以及供给端产能投放放缓，明年木浆的供需格局将有所改善，看多明年浆价。

图30：全球阔叶浆价格走势及产能投放



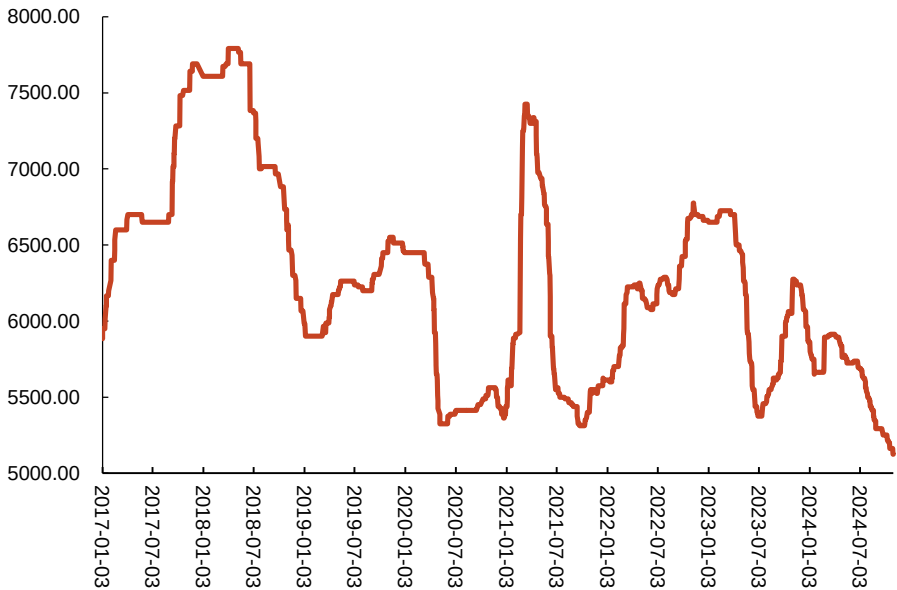
资料来源：PPPC，光大证券研究所整理 注：2024年及以后的数据为PPPC根据各公司计划推测

2.3 造纸：2024年大宗造纸基本面-价格

文化纸：

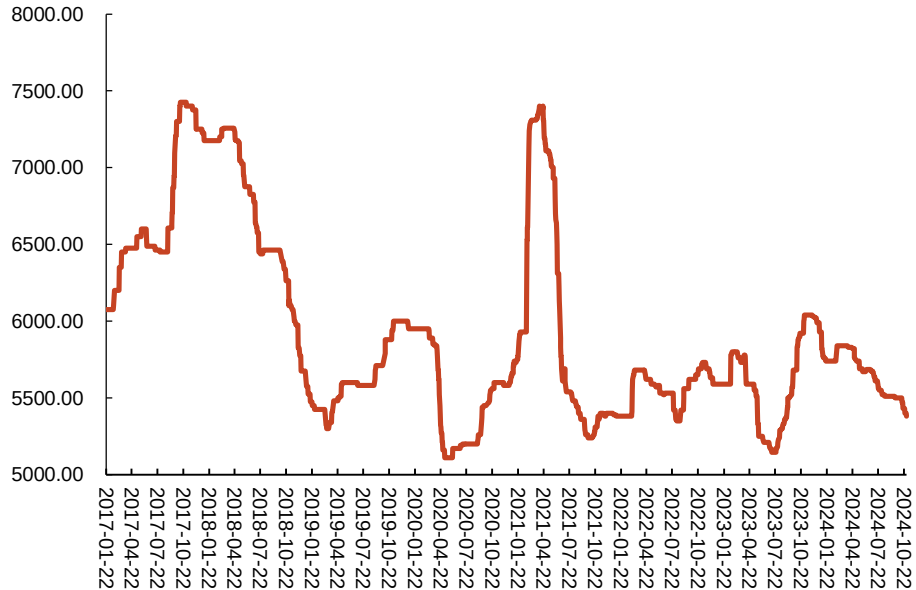
- 双胶纸：2024Q1/Q2/Q3吨均价分别为5786/5783/5442元，从年初至10月末，价格累计下跌738元/吨，累计下跌12.6%；
- 铜版纸：2024Q1/Q2/Q3吨均价分别为5792/5740/5545元，从年初至10月末，价格累计下跌550元/吨，累计下跌9.3%。

图31：2017/01-2024/10 双胶纸价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计截至2024-10-31

图32：2017/01-2024/10 铜版纸价格走势（元/吨）



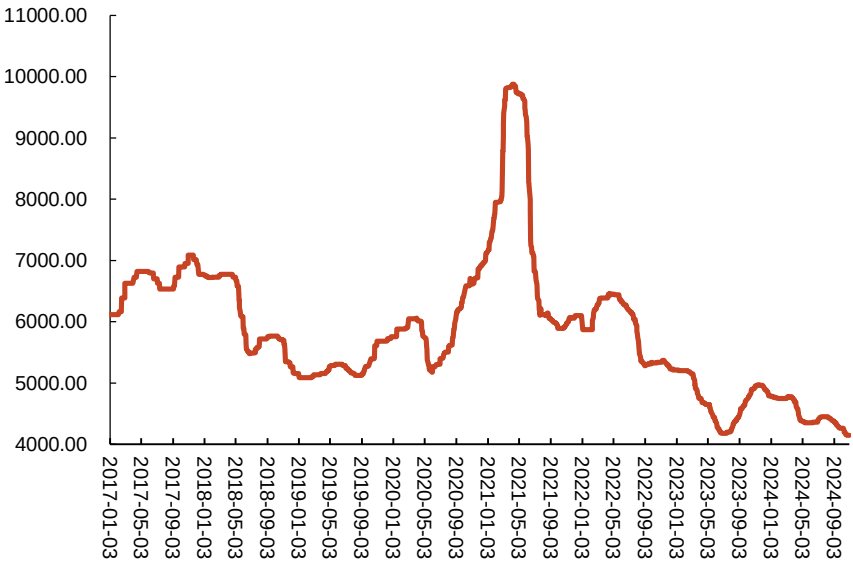
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计截至2024-10-31

2.3 造纸： 2024年大宗造纸基本面-价格

包装纸：

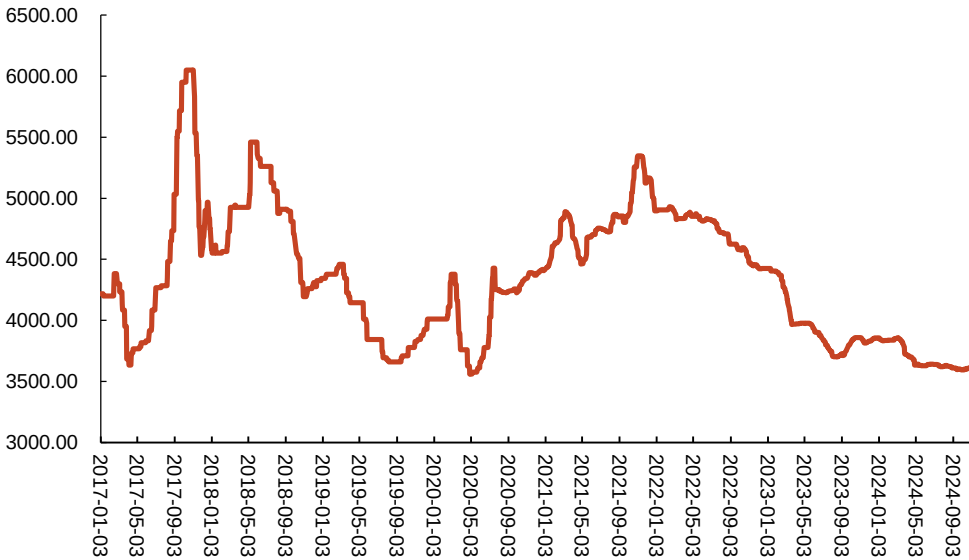
- 白卡纸：2024Q1/Q2/Q3吨均价分别为4762/4417/4391元，从年初至10月末，价格累计下跌644元/吨，累计下跌13.4%；
- 箱板纸：2024Q1/Q2/Q3吨均价分别为3833/3656/3620元，从年初至10月末，价格累计下跌238元/吨，累计下跌6.2%。

图33：2017/01-2024/10 白卡纸价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计截至2024-10-31

图34：2017/01-2024/10 箱板纸价格走势（元/吨）

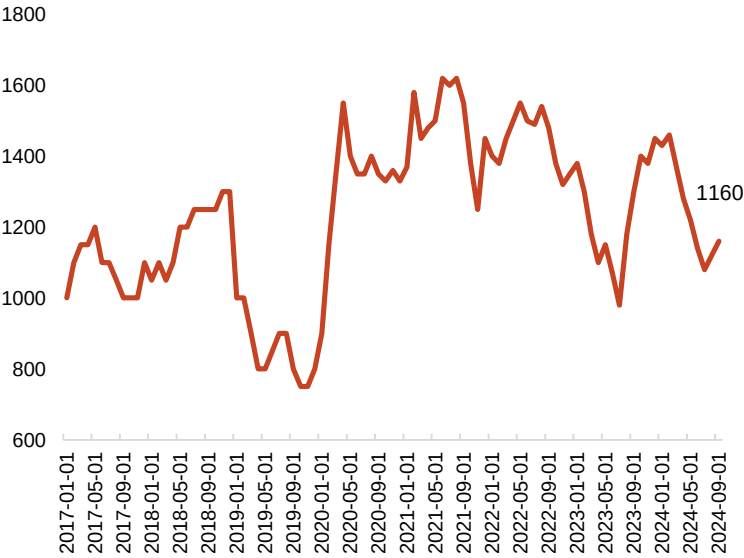


资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计截至2024-10-31

2.3 造纸： 2024年大宗造纸基本面-库存&开工率

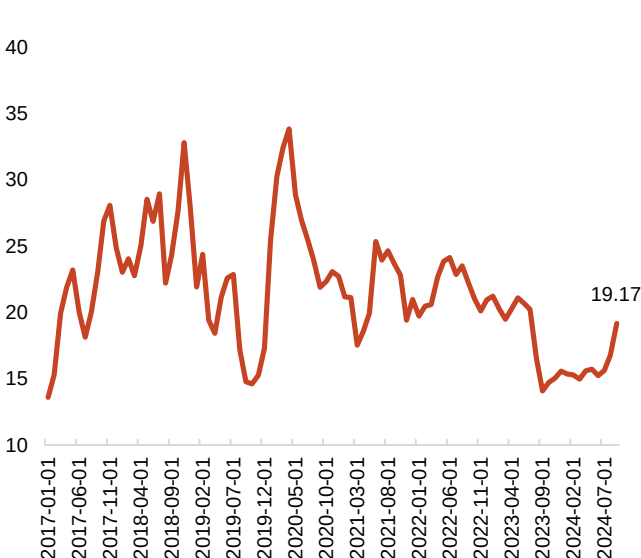
- 双胶纸：社会端补库动力不足，旺季不旺，企业端库存环比明显增加，开工率历史低位，供求关系一般；
- 2024年9月，社会端库存116万吨；企业端库存天数为19天，环比+2.4天；
 - 2024年9月，双胶纸产能开工负荷率为57.4%。

图35： 2017/01-2024/09 双胶纸社会端库存（千吨）



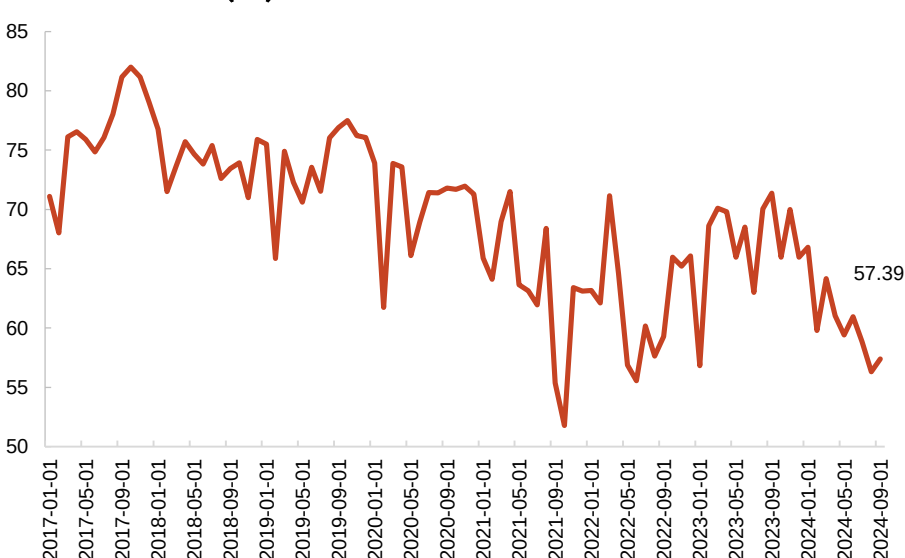
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图36： 2017/01-2024/09 双胶纸企业端库存天数



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图37： 2017/01-2024/09 双胶纸产能开工负荷率（%）



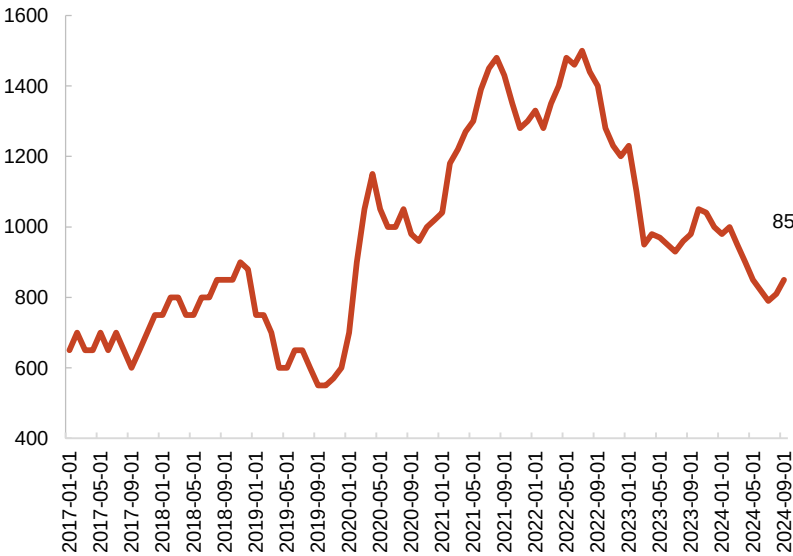
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸： 2024年大宗造纸基本面-库存&开工率

- 铜版纸：开工率处于低位，社会端补库动力不足，企业端库存小幅环比上行，亦呈现“旺季不旺”特征；
- 2024年9月，社会端库存85万吨；企业端库存天数为24.6天，环比+1.0天；

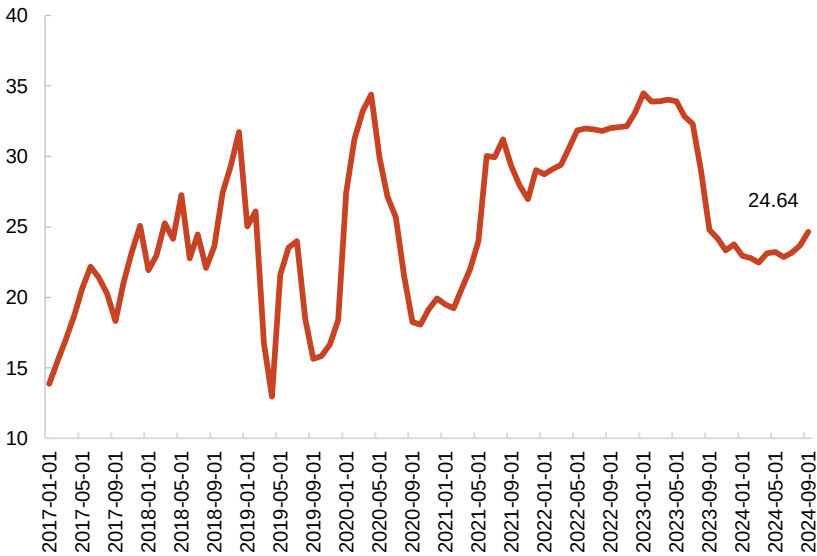
➢ 2024年9月，铜版纸产能开工负荷率为59.1%。

图38：2017/01-2024/09 铜版纸社会端库存（千吨）



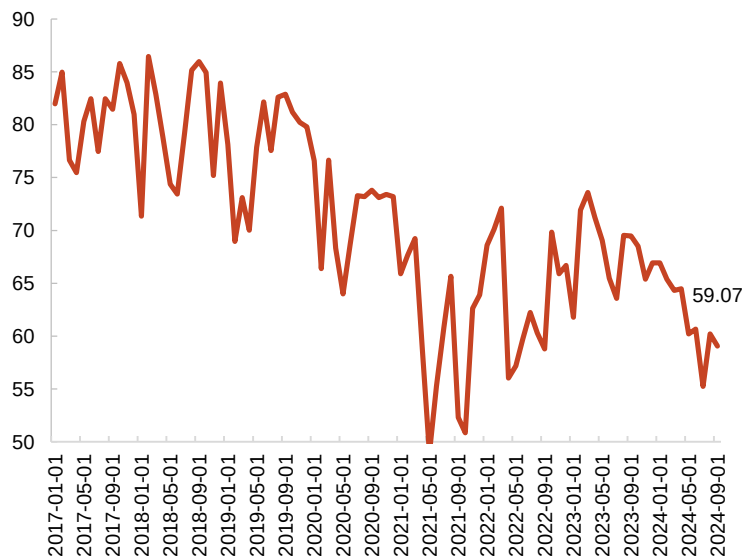
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图39：2017/01-2024/09 铜版纸企业端库存天数



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图40：2017/01-2024/09 铜版纸产能开工负荷率（%）

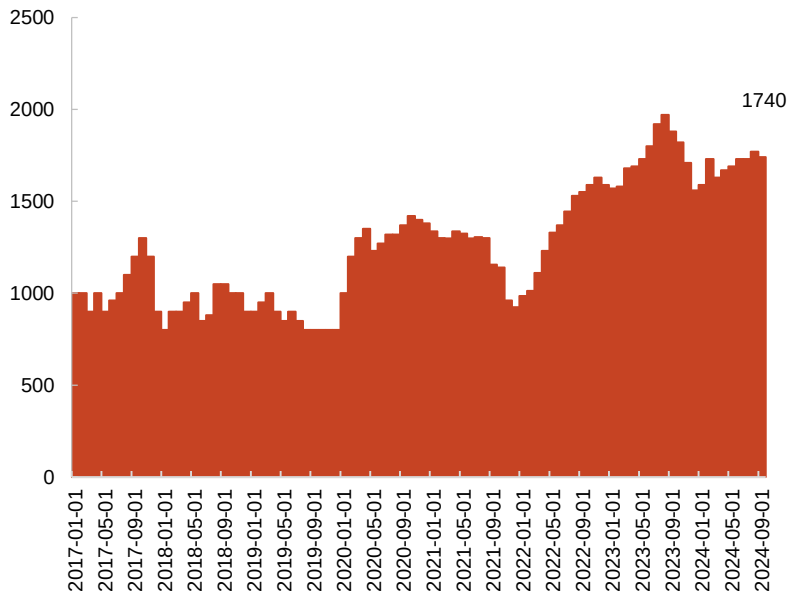


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸： 2024年大宗造纸基本面-库存&开工率

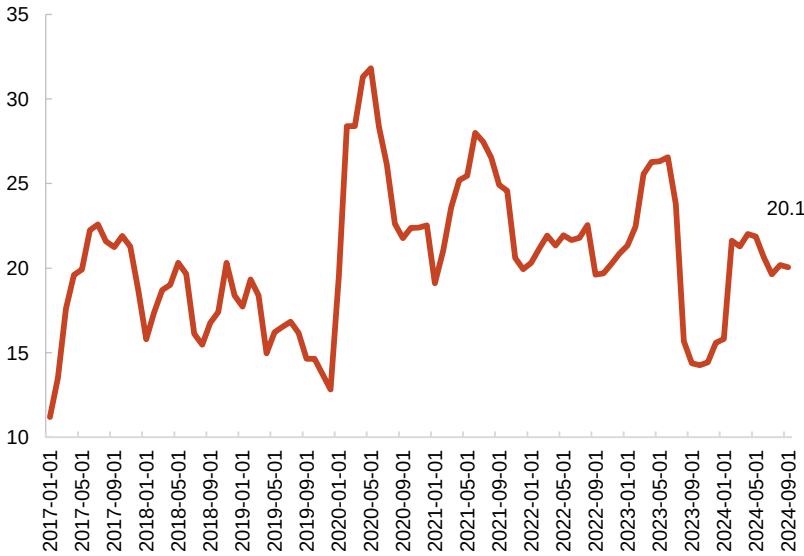
- 白卡纸：社会库存仍处于历史高位，供大于求格局下，下游开工提升压力较大；
- 2024年9月，社会端库存174万吨，处于历史高位；企业端库存天数为20.1天，环比-0.1天；
- 2024年9月，白卡纸产能开工负荷率为63.3%，环比-5.0pcts。

图41： 2017/01-2024/09 白卡纸社会端库存（千吨）



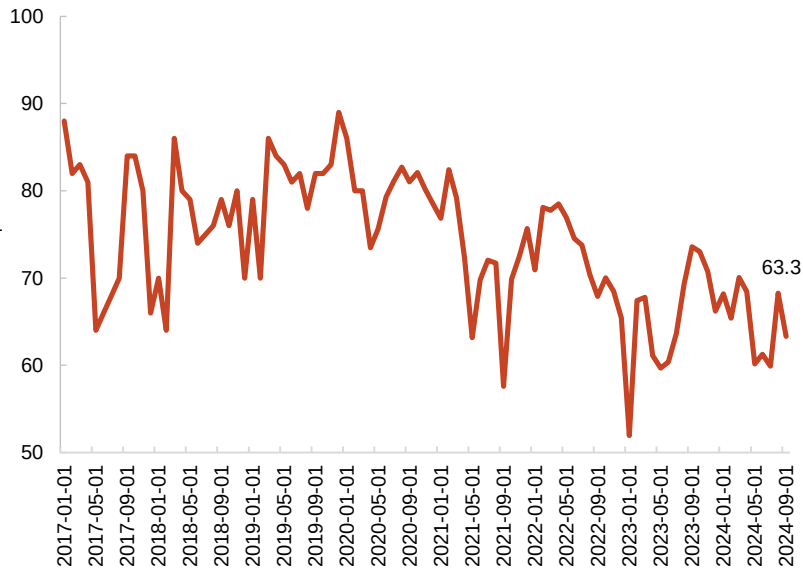
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图42： 2017/01-2024/09 白卡纸企业端库存天数



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图43： 2017/01-2024/09 白卡纸产能开工负荷率（%）



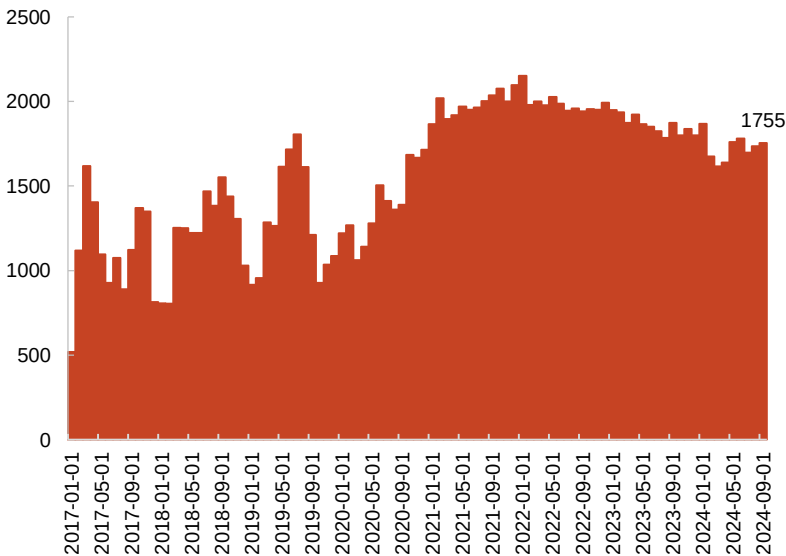
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸： 2024年大宗造纸基本面-库存&开工率

- 箱板纸：9月企业端库存处于高位，产销压力仍存；
- 2024年9月，社会端库存175.5万吨；企业端库存为151.0万吨，企业端库存处于历史高位；

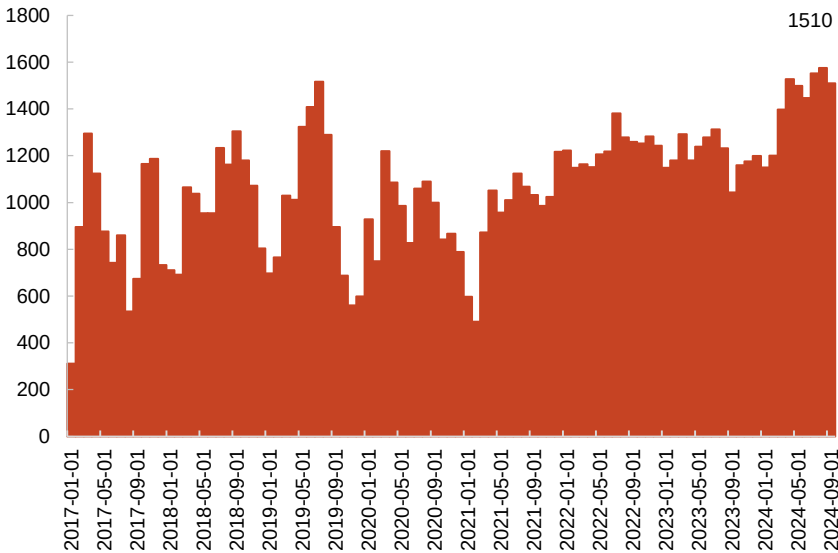
➢ 2024年9月，箱板纸产能开工负荷率为58.6%。

图44： 2017/01-2024/09 箱板纸社会端库存（千吨）



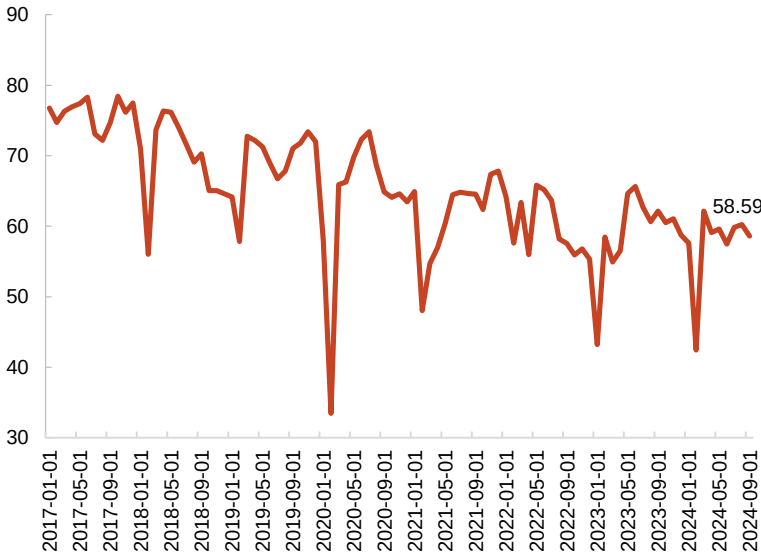
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图45： 2017/01-2024/09 箱板纸企业端库存量（千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图46： 2017/01-2024/09 箱板纸产能开工负荷率（%）



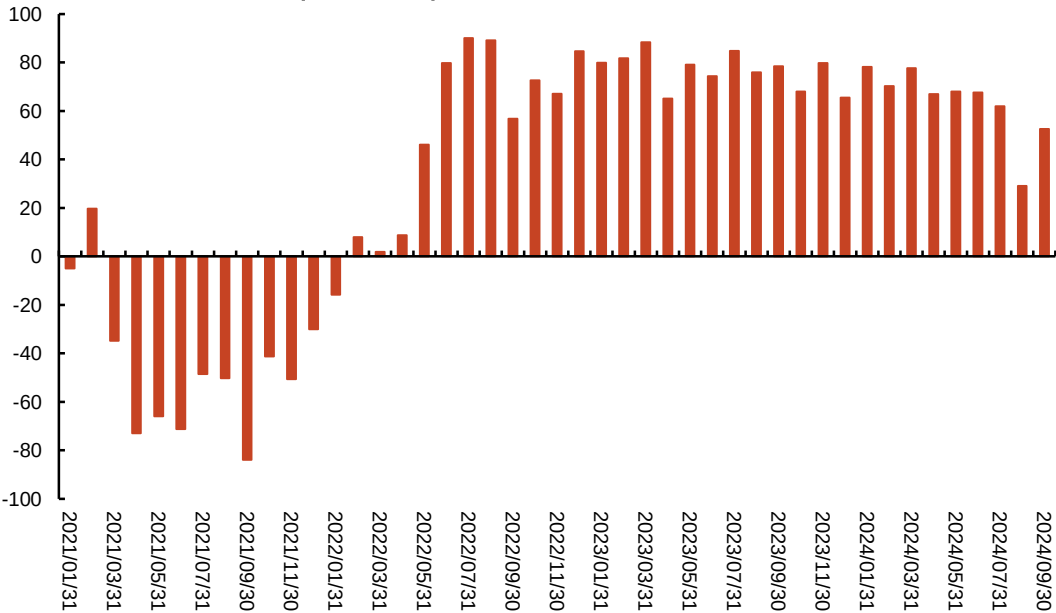
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸：2024年大宗造纸基本面-净出口

双胶纸：2024年前三季度净出口同比回落，但仍处于历史较高水平

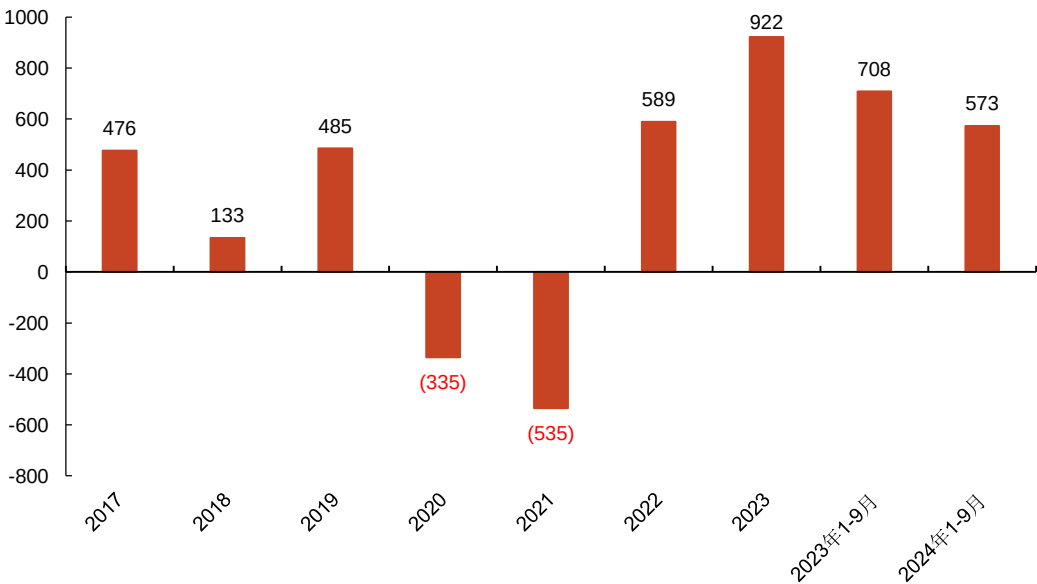
➤ 2024年1-9月，净出口量为57.3万吨，同比-13.6万吨；2017-2023年净出口量：47.6/13.3/48.5/-33.5/-53.5/58.9/92.2万吨。

图47：2021/01-2024/09双胶纸月度净出口（千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图48：2017-2024年1-9月 双胶纸年度累计净出口（千吨）

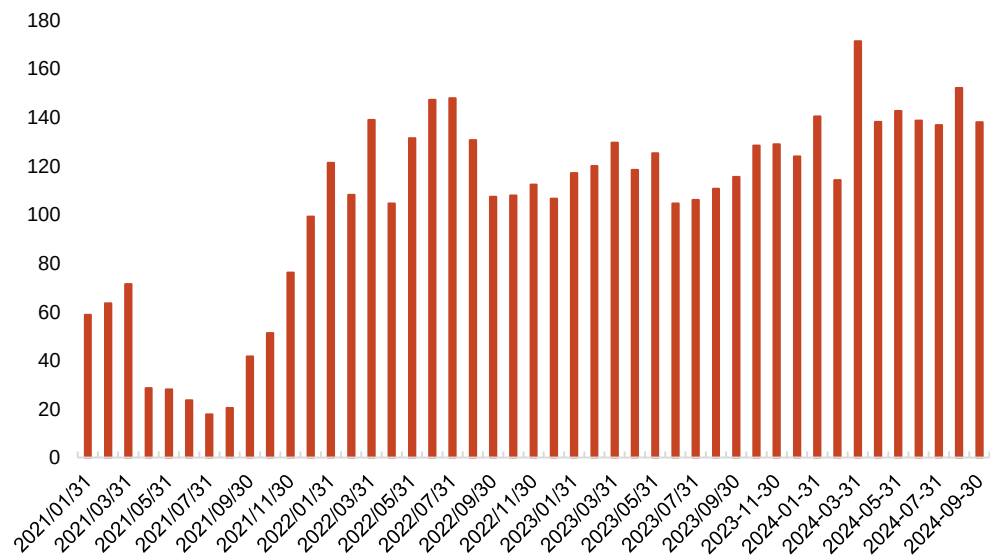


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸： 2024年大宗造纸基本面-净出口

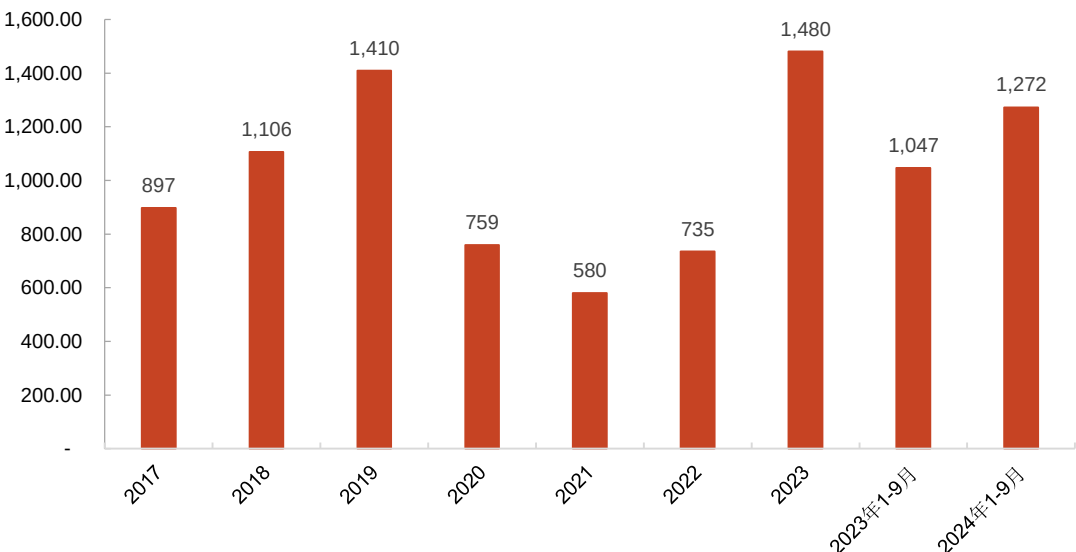
- 铜版纸：2024年前三季度净出口提升，对铜版纸价格起到正面提振作用
- 2024年1-9月，净出口量为127.2万吨，同比+22.5万吨；2017-2023年净出口量：89.7/110.6/141.0/75.9/58.0/73.5/148.0万吨。

图49： 2021/01-2024/09铜版纸月度净出口（千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图50： 2017-2024年1-9月 铜版纸年度累计净出口（千吨）



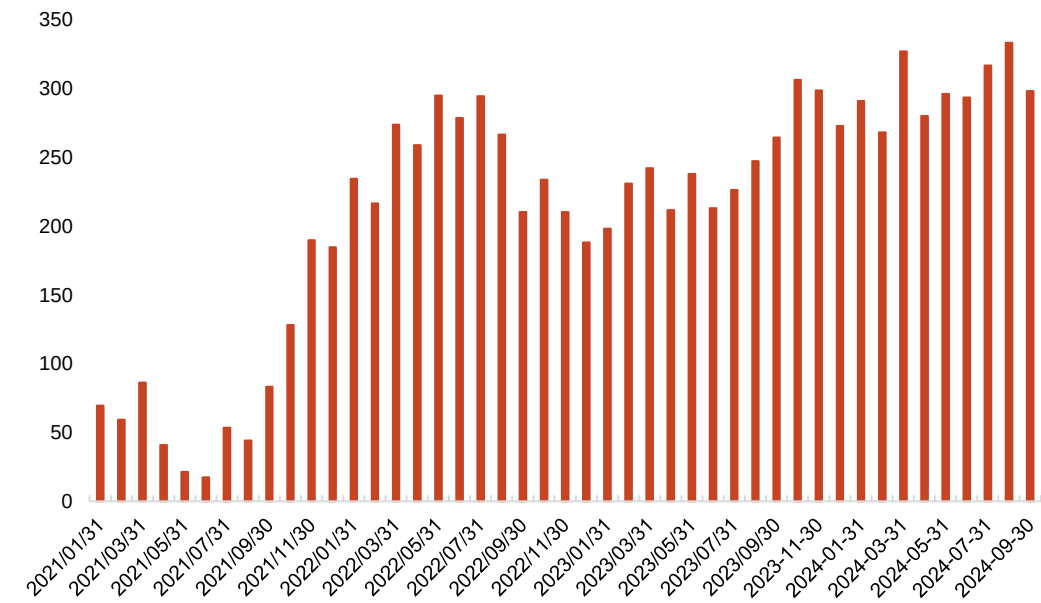
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸： 2024年大宗造纸基本面-净出口

白卡和白板纸： 2024年前三季度净出口提升

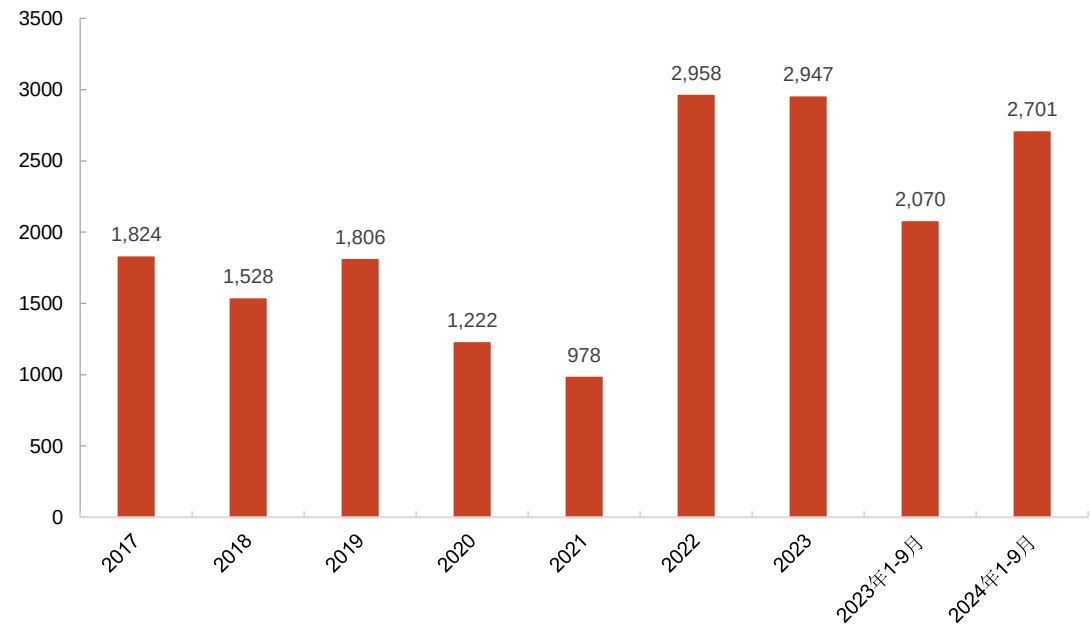
➤ 2024年1-9月，净出口量为270.1万吨，同比+63.1万吨；2017-2023年净出口量：182.4/152.8/180.6/122.2/97.8/295.8/294.7万吨。

图51： 2021/01-2024/09白卡和白板纸月度净出口（千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图52： 2017-2024年1-9月白卡和白板纸年度累计净出口（千吨）



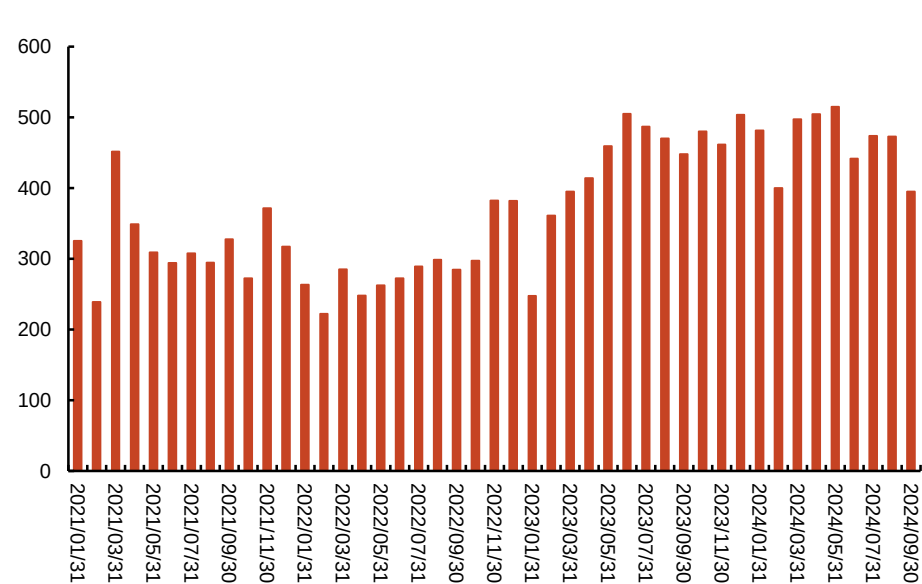
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸：2024年大宗造纸基本面-净出口

箱板纸：2024年前三季度净进口延续增长，在内需不振的背景下，进一步对行业景气度施压

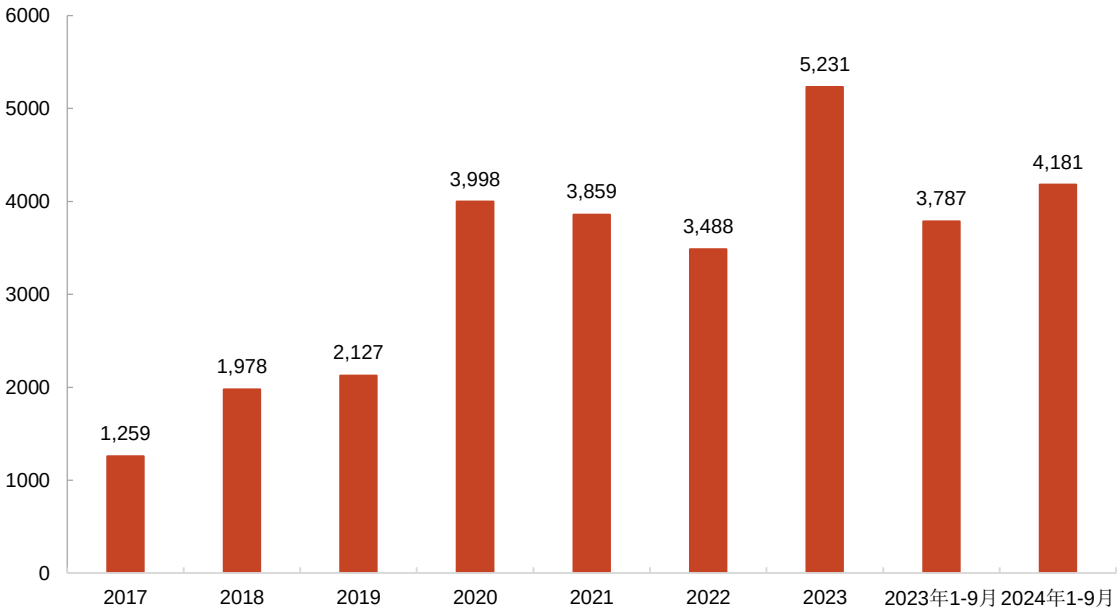
➤ 2024年1-9月，净进口量为418.1万吨，同比+39.3万吨；2017-2023年净进口量：125.9/197.8/212.7/399.8/385.9/348.8/523.1万吨。

图53：2021/01-2024/09箱板纸月度净进口（千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图54：2017-2024年1-9月 箱板纸年度累计净进口（千吨）



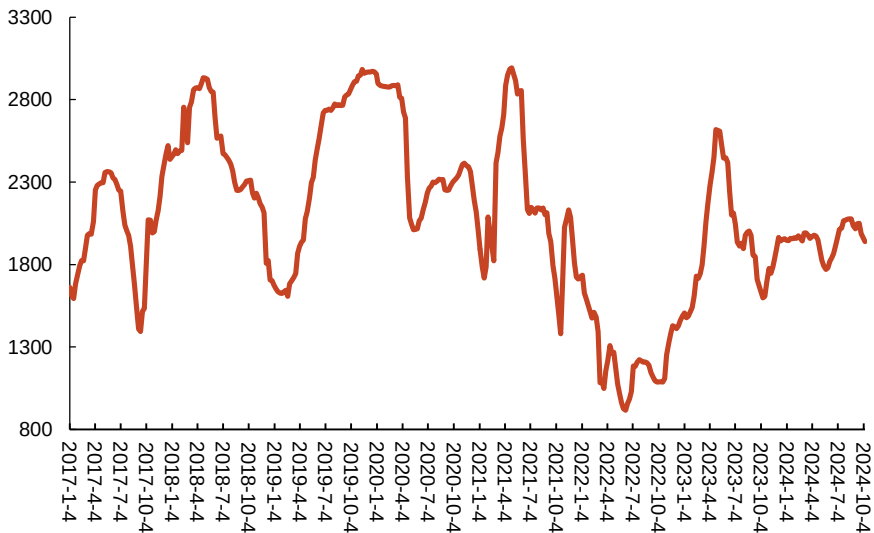
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

2.3 造纸： 纸价持续下行，纸企盈利空间有限

从年初到10月末

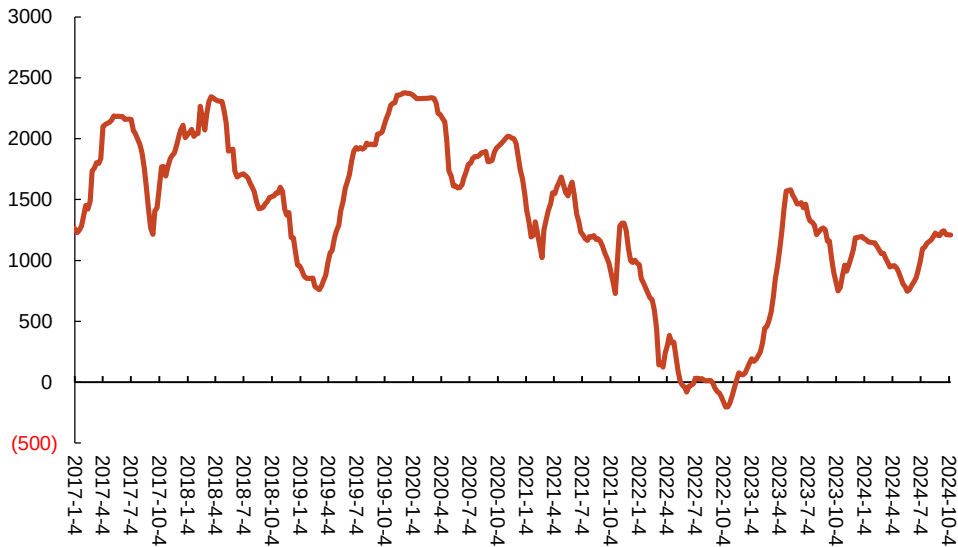
- 阔叶浆价格累计下跌幅度392元/吨，累计下跌7.9%；
- 双胶纸价格累计下跌幅度为738元/吨，累计下跌12.6%；
- 铜版纸价格累计下跌幅度为550元/吨，累计下跌9.3%

图55： 2017/01-2024/10 双胶纸吨纸毛利（单位：元）



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024/10/09

图56： 2017/01-2024/10 铜版纸吨纸毛利（单位：元）



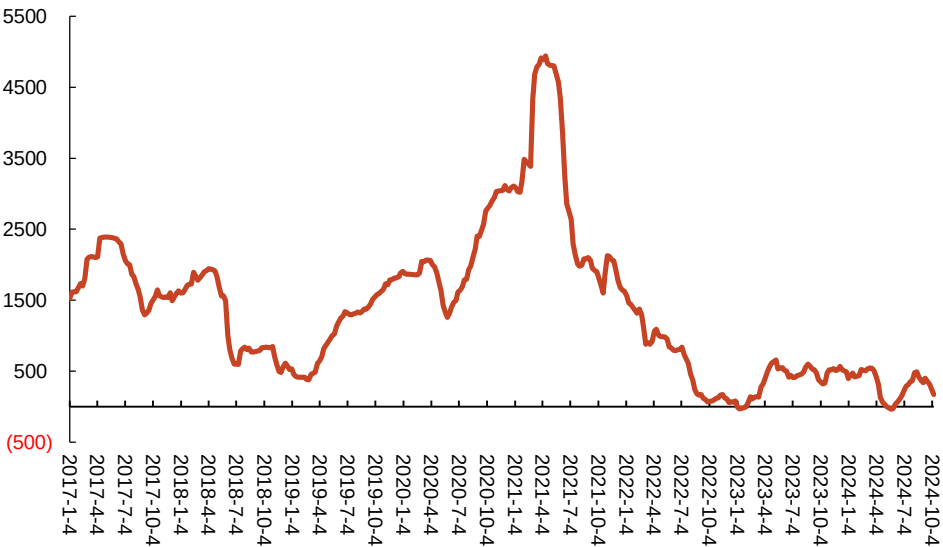
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024/10/09

2.3 造纸：纸价持续下行，纸企盈利空间有限

从年初到10月末

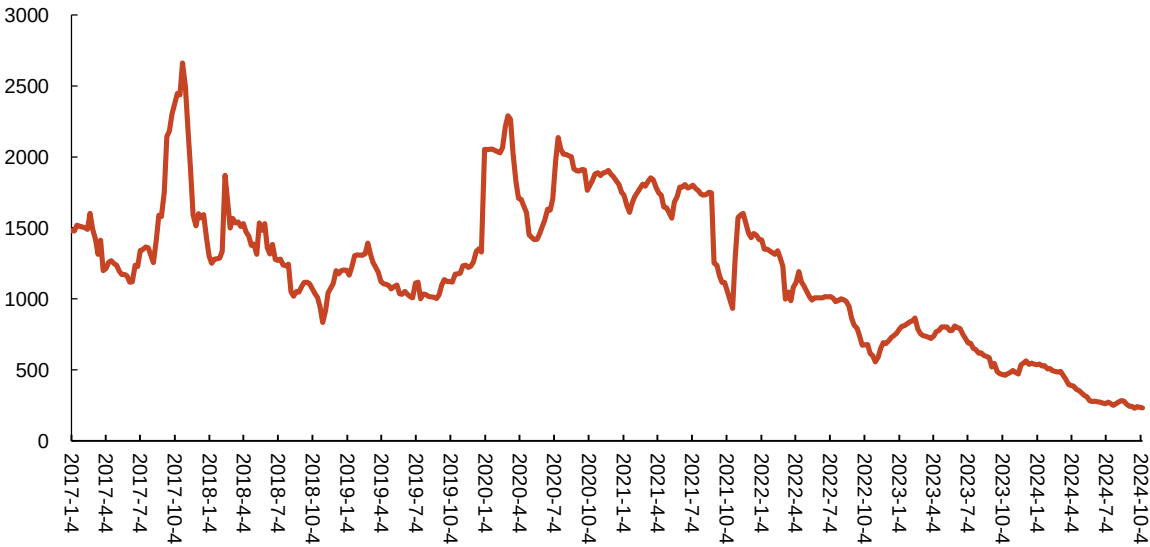
- 阔叶浆价格累计下跌幅度392元/吨，累计下跌7.9%；
- 白卡纸价格累计下跌幅度为644元，累计下跌13.4%；
- 箱板纸价格累计下跌幅度为238元/吨，累计下跌6.2%

图57：2017/01-2024/10 白卡纸吨纸毛利（单位：元）



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024/10/09

图58：2017/01-2024/10 箱板纸吨纸毛利（单位：元）



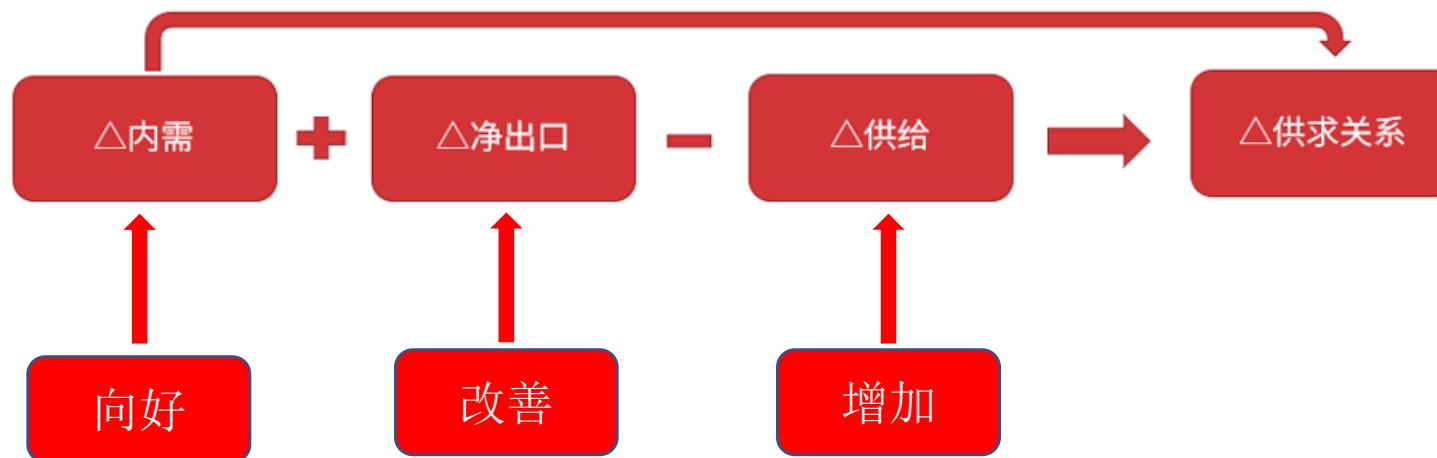
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计截至2024/10/09

2.4 2025年各个细分纸种景气度

- 内需：预计2025年国内需求同比正增长；
- 产能：新增产能仍将不断释放；
- 出口：预计欧元区经济在2025年将弱势增长，2025年出口形势将边际改善。

图59：2025年造纸行业景气推演

静待稳增长政策发力，提振内需，改善供求关系



资料来源：光大证券研究所

2.4 2025年各个细分纸种景气度

我们判断25年造纸行业景气度较24年难以出现实质性提升，主要原因是新增产能投放依然偏多。

根据我们的测算，预计2025年细分纸种景气排序：铜版纸>箱板纸>白卡纸>双胶纸；

选股方面，我们建议自下而上，侧重公司的α属性。

表2：2024-2025年 铜版纸供需预测

铜版纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
需求	424.8	393.5	345.1	321.3	365.6	288.8	304.7
同比增速		-7.4%	-12.3%	-6.9%	13.8%	-21.0%	5.5%
Δ需求		-31.4	-48.4	-23.8	44.3	-76.8	15.9
Δ净出口		-65.0	-17.9	88.5	74.5	31.8	22.0
Δ广义需求		-96.4	-66.3	64.7	118.8	-45.0	37.9
Δ供给					-	-	-
Δ（需求-供给）						-45.0	37.9

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：万吨

表3：2024-2025年 箱板纸供需预测

箱板纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
需求	2,730.3	3,013.0	3,073.9	3,048.9	3,353.3	3474.0	3751.9
同比增速		10.4%	2.0%	-0.8%	10.0%	3.6%	8.0%
Δ需求		282.7	60.9	-25.0	304.4	120.7	277.9
Δ净出口		282.74	-221.81	-85.97	-174.4	-70.0	-52.0
Δ广义需求		565.5	-160.9	-111.0	130.0	50.7	225.9
Δ供给					264.0	215.0	188.7
Δ（需求-供给）						-164.3	37.2

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：万吨

表4：2024-2025年 双胶纸供需预测

双胶纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
需求	862.8	829.9	866.2	812.9	918.7	949.0	996.4
同比增速		-3.8%	4.4%	-6.2%	13.0%	3.3%	5%
Δ需求		-33.0	36.4	-53.3	105.8	30.3	47.4
Δ净出口		-82.0	-20.0	112.5	33.0	-16.0	-
Δ广义需求		-115.0	16.4	59.2	138.8	14.3	47.4
Δ供给					130.0	177.0	195.0
Δ（需求-供给）						-162.7	-147.6

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：万吨

表5：2024-2025年 白卡纸供需预测

白卡纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
需求	867.5	842.7	879.5	714.8	812.2	836.6	903.5
同比增速		-2.9%	4.4%	-18.7%	13.6%	3.0%	8.0%
Δ需求		-24.8	36.8	-164.7	97.4	24.4	66.9
Δ净出口		-58.4	-24.4	198.3	1.1	89.9	95.0
Δ广义需求		-83.2	12.4	33.6	98.5	114.3	161.9
Δ供给					130.0	220.0	190.0
Δ（需求-供给）						-105.7	-28.1

资料来源：卓创资讯、光大证券研究所预测 单位：万吨

2.5 大宗造纸板块推荐标的：太阳纸业

- 公司介绍：太阳纸业是国内大宗造纸行业的领军企业，拥有山东、广西和老挝三个生产基地，浆纸合计产能超过1200万吨。
- 2024年前三季度实现营收为309.8亿元，同比+6.1%，实现归母净利润24.6亿元，同比+15.1%；3Q2024实现营收104.5亿元，同比+6.0%，实现归母净利润7.0亿元，同比-20.8%。
- 展望2025年，我们对国内造纸行业的供求关系持谨慎观点，相对而言，我们对木浆环节的盈利能力更为看好，太阳纸业目前的木浆自给率达到60%，且拥有80万吨溶解浆产能，我们更为看好公司后期的业绩表现；
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为32.3/36.5/42.2亿元，2024-2026年对应EPS分别为1.16/1.31/1.51元，当前股价对应PE分别为11/10/9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：新增产能释放不及预期，木浆和动力煤价格波动超预期，费用管控不及预期。

表6：太阳纸业盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39,767	39,544	40,652	46,572	53,402
营业收入增长率	24.28%	-0.56%	2.80%	14.56%	14.67%
净利润（百万元）	2,809	3,086	3,230	3,652	4,218
净利润增长率	-5.01%	9.86%	4.68%	13.04%	15.50%
EPS（元）	1.01	1.10	1.16	1.31	1.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.17%	11.84%	11.36%	11.61%	12.07%
P/E	13	12	11	10	9
P/B	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

三、特种纸板块观点



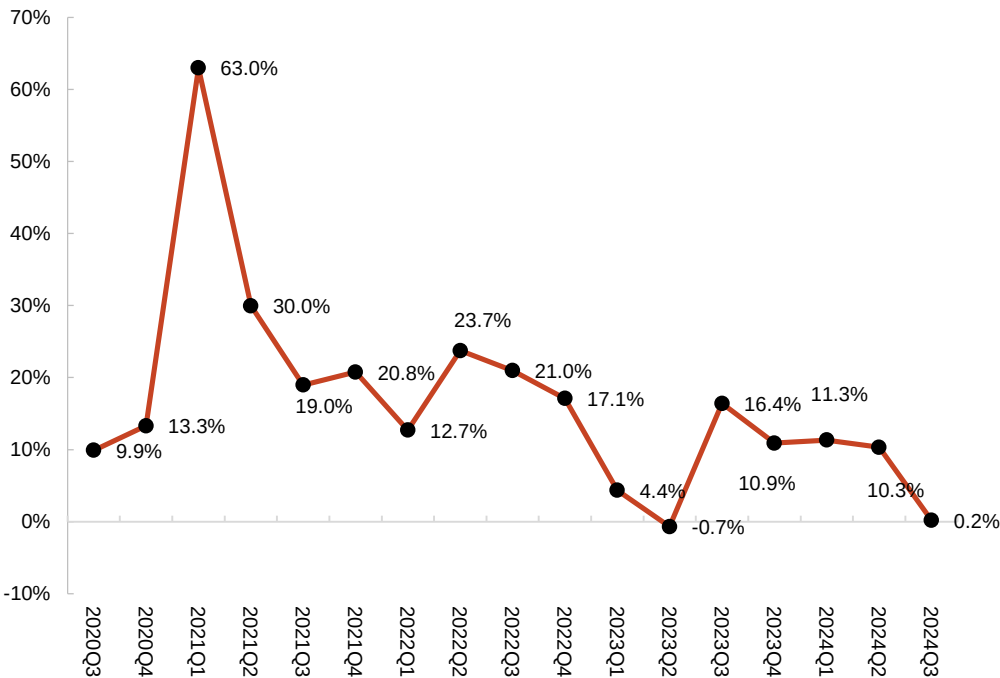
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- 前三季度特种纸行业需求维稳
- 特种纸行业继续向头部企业集中
- 推荐标的

3.1 特种纸行业：盈利能力3Q向下，4Q向上

- 1Q/2Q/3Q2024，特种纸行业营收同比+11.3%/+10.3%/+0.2%；1Q/2Q/3Q2024，特种纸板块毛利率为16.1%/15.0%/13.1%，虽然木浆库存成本环比上升，但毛利率下滑幅度较小，反映特种纸企业具有较强的议价能力；
- 考虑到木浆库存成本三季度延续上行并将在四季度有所回落，预计4Q2024特种纸公司盈利能力环比提升。

图60：3Q2020-3Q2024特种纸板块单季度营收增速



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：以仙鹤股份、五洲特纸、民丰特纸、恒丰纸业、凯恩股份、华旺科技、齐峰新材作为板块全样本；我们剔除了冠豪高新，因2021年冠豪高新并购白卡纸企业粤华包B。

表7：1Q2022-3Q2024 特种纸板块单季度毛利率

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
仙鹤股份	11.5%	14.2%	11.8%	8.9%	10.0%	8.3%	9.3%	18.1%	18.0%	17.4%	14.6%
五洲造纸	16.4%	14.1%	8.4%	-4.2%	3.4%	6.7%	10.7%	15.1%	13.0%	11.2%	10.7%
民丰特纸	13.7%	13.0%	7.8%	14.1%	10.0%	14.9%	16.2%	13.8%	14.9%	15.6%	15.5%
恒丰纸业	16.4%	15.9%	19.3%	17.9%	14.4%	15.1%	14.4%	23.6%	16.0%	15.2%	17.4%
凯恩股份	22.4%	21.7%	14.6%	27.4%	12.8%	8.9%	18.8%	32.9%	18.9%	13.7%	20.8%
华旺科技	21.4%	19.8%	15.6%	17.5%	14.1%	18.8%	20.6%	22.1%	20.2%	17.2%	14.1%
齐峰新材	9.6%	9.3%	5.0%	7.4%	6.0%	13.2%	19.7%	15.5%	13.5%	13.4%	6.4%
整体毛利率	14.8%	14.8%	11.2%	9.5%	9.3%	11.1%	13.7%	18.2%	16.1%	15.0%	13.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2 马太效应凸显，仙鹤&五洲持续抢占市场份额

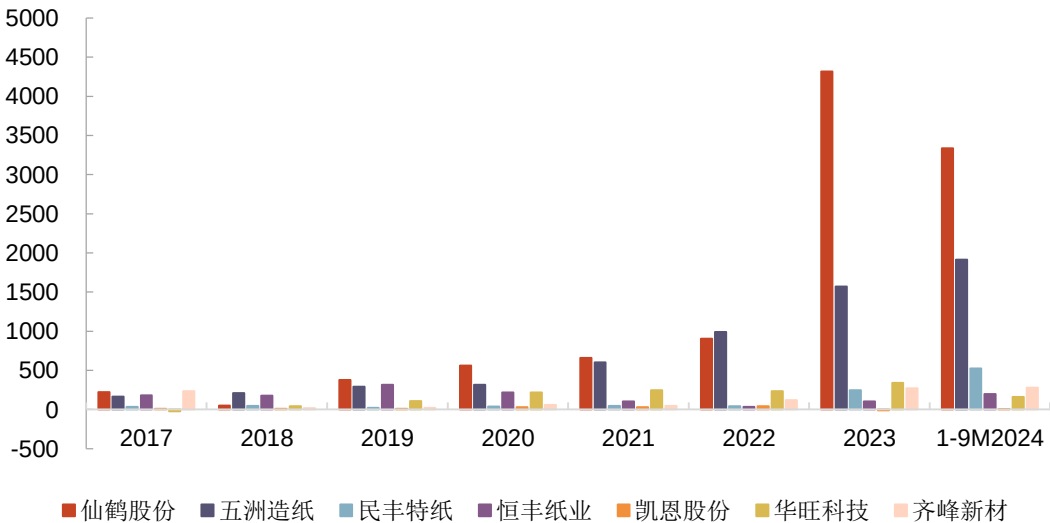
- 以7家上市特种纸企业总营收作为行业营收，3Q2024仙鹤股份&五洲特纸所占份额为61.5%，相比3Q2022提升8.2pcts，龙头企业市场份额持续增长；
- 2024年前三季度，仙鹤股份和五洲特纸资本开支分别为33.4/19.2亿元，两者合计占行业总开支的77.1%；
- 展望未来，行业资本开支集中于仙鹤股份、五洲特纸，尤其是仙鹤股份，2023年资本开支已经超过另外6家特纸企业的总和，特种纸行业向头部集中趋势不变。

表8：3Q2022-3Q2024特种纸板块各个上市公司营收占比

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
仙鹤股份	29.2%	32.8%	30.1%	29.5%	32.1%	31.0%	32.5%	33.2%	34.8%
五洲特纸	24.1%	20.8%	20.6%	24.2%	23.9%	24.6%	25.4%	23.7%	26.6%
仙鹤+五洲占比	53.3%	53.5%	50.7%	53.8%	56.0%	55.6%	57.9%	56.9%	61.5%
民丰特纸	7.1%	6.7%	6.3%	6.2%	5.3%	5.7%	5.6%	5.6%	5.0%
恒丰纸业	8.8%	11.3%	10.4%	8.2%	8.7%	10.9%	7.8%	9.3%	9.4%
凯恩股份	5.0%	4.8%	4.7%	3.2%	2.3%	2.1%	2.1%	1.9%	2.0%
华旺科技	13.5%	13.9%	15.0%	14.5%	14.7%	13.2%	14.0%	13.8%	11.8%
齐峰新材	12.3%	9.7%	13.0%	14.2%	13.0%	12.6%	12.7%	12.5%	10.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图61：2017-2024年前三季度特种纸板块各个上市公司资本开支（百万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3 特种纸板块推荐标的：五洲特纸

- 公司介绍：公司是国内食品卡纸行业的龙头企业，截至1H2024，公司已具备产线15条，设计总产能达到209.6万吨，其中食品包装纸产能78万吨、日用消费系列产能30.1万吨、文化纸产能30万吨、工业配套材料系列3.5万吨。
- 2024年前三季度实现营收54.7亿元，同比+17.2%，实现归母净利润3.3亿元，同比+205.9%；其中3Q2024实现营收20.3亿元，同比+11.6%，实现归母净利润9459万元，同比-20.5%。
- 中长期来看，公司80万吨浆纸一体化项目顺利推进，已于9月进行了第一次环评公示，其中年产50万吨的木浆产能建设完成后可实现高得率本色化学浆的自产，用于替代现有再生纸生产线的废纸原料，实现再生纸产品的提档升级、增强盈利能力的稳定性；此外，公司湖北基地另有一条工业包装纸生产线已完成土建施工，预计2025年初展开试运行，预计到2025年末，公司总产能将实现翻番，市场份额进一步扩大。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计2024-2026年公司归母净利润的预测分别为4.35/5.77/7.24亿元，当前股价对应PE分别为13/10/8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业需求恢复不及预期，产品涨价落地不及预期。

表9：五洲特纸盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,962	6,519	8,201	11,585	13,588
营业收入增长率	61.59%	9.35%	25.79%	41.26%	17.29%
净利润（百万元）	205	273	435	577	724
净利润增长率	-47.41%	32.97%	59.55%	32.57%	25.50%
EPS（元）	0.51	0.68	1.08	1.43	1.79
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.31%	11.27%	15.72%	17.71%	18.73%
P/E	27	20	13	10	8
P/B	2.5	2.3	2.0	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

3.3 特种纸板块推荐标的：仙鹤股份



- 公司介绍：仙鹤股份是国内特种纸行业的龙头企业，2023年拥有特纸产能125万吨（含联营公司夏王）和30万吨食品卡产能。
- 2024年前三季度实现营收为72.6亿元，同比+16.9%，实现归母净利润8.2亿元，同比+114.0%；3Q2024实现营收26.6亿元，同比+8.7%，实现归母净利润2.7亿元，同比+32.5%。
- 今年二季度，公司湖北和广西基地的化机浆生产线已试机成功开始出浆，预计到今年年底，公司木浆产能将大幅提升，进一步增强公司穿越周期的能力，带来新的利润增长点。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计2024-2026年归母净利润分别为10.86/13.82/15.88亿元，对应2024-2026年EPS分别为1.54/1.96/2.25元，当前股价对应PE分别为12/10/8倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：汇率风险，国内宏观经济增速低于预期，原材料价格波动风险。

表10：仙鹤股份盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,738	8,553	10,007	11,655	14,254
营业收入增长率	28.61%	10.53%	17.00%	16.47%	22.30%
净利润（百万元）	710	664	1,086	1,382	1,588
净利润增长率	-30.14%	-6.55%	63.62%	27.21%	14.92%
EPS（元）	1.01	0.94	1.54	1.96	2.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.32%	9.06%	13.30%	14.81%	14.92%
P/E	19	20	12	10	8
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

四、家居板块观点



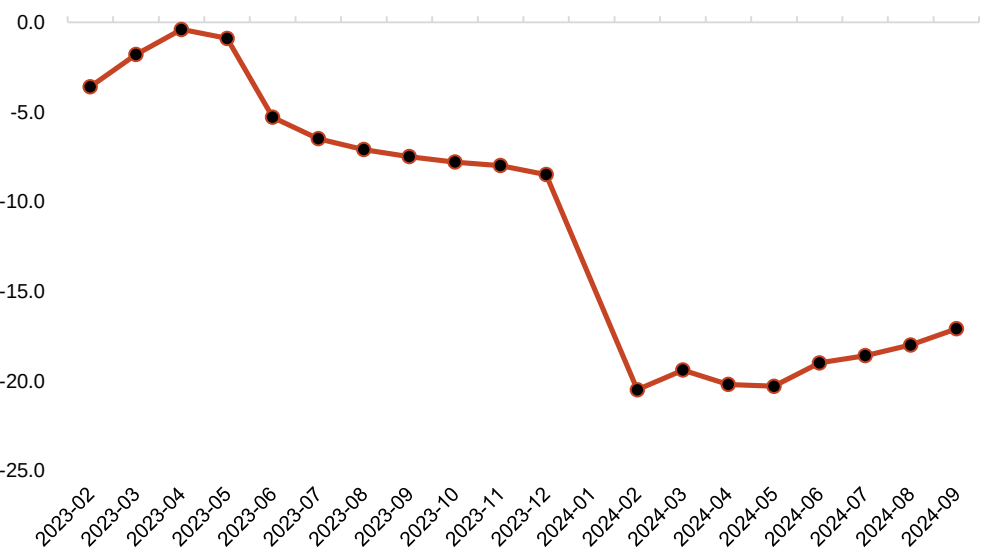
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ❑ 地产销售疲软，拖累国内家居业务的表现，海外业务表现更佳
- ❑ 政策保驾护航，看多明年家居板块
- ❑ 降息助力美国地产复苏，看好2025年美国地产链的表现
- ❑ 家居行业推荐标的

4.1 疫后房地产和家居行业景气均处于下行通道

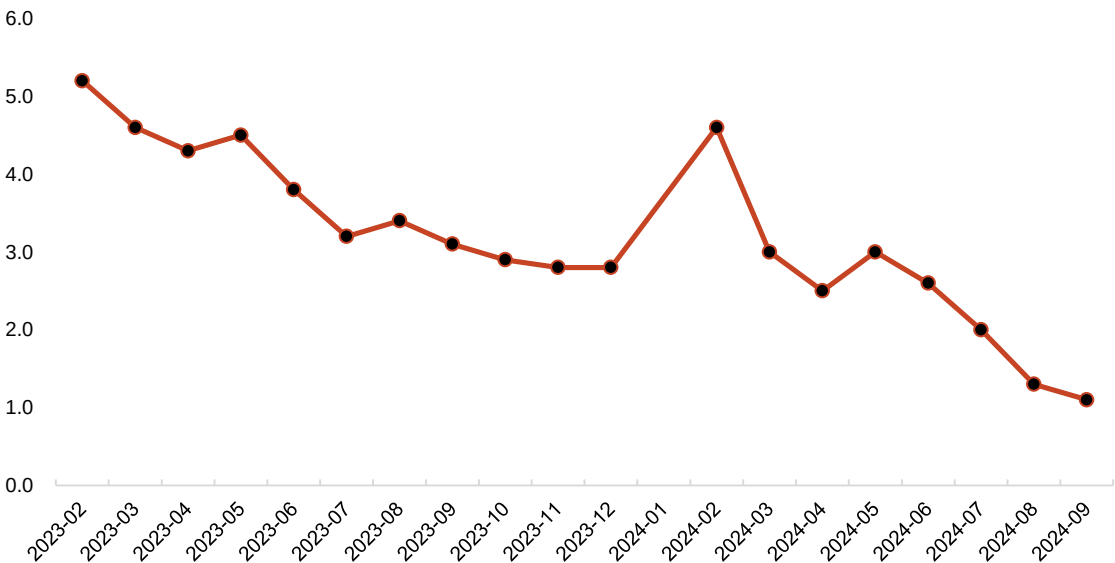
- 24年1-9月，国内商品房销售面积累计同比下滑17.1%；
- 24年1-9月，国内家居零售额累计同比增加1.1%；
- 国内地产景气低迷，家居需求增长乏力。

图62：2023/01-2024/09国内商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：该指标1-2月数据累计发布

图63：2023/01-2024/09国内家居零售额累计同比（%）

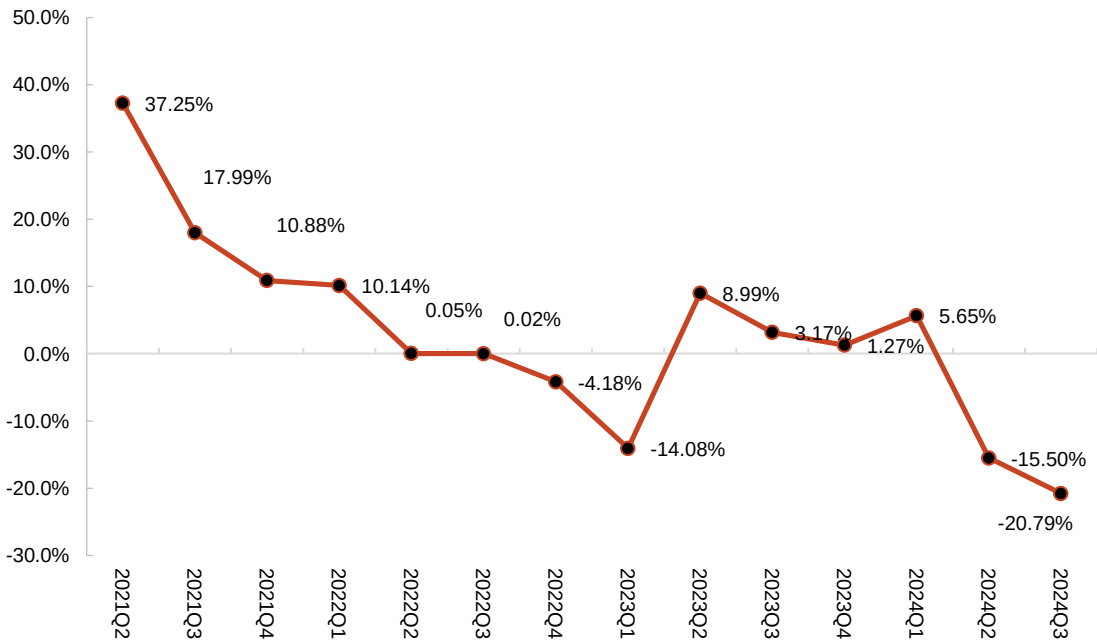


资料来源：国家统计局，光大证券研究所 注：该指标1-2月数据累计发布

4.1 3Q定制&软体板块营收双双下滑，外销型公司表现稳健

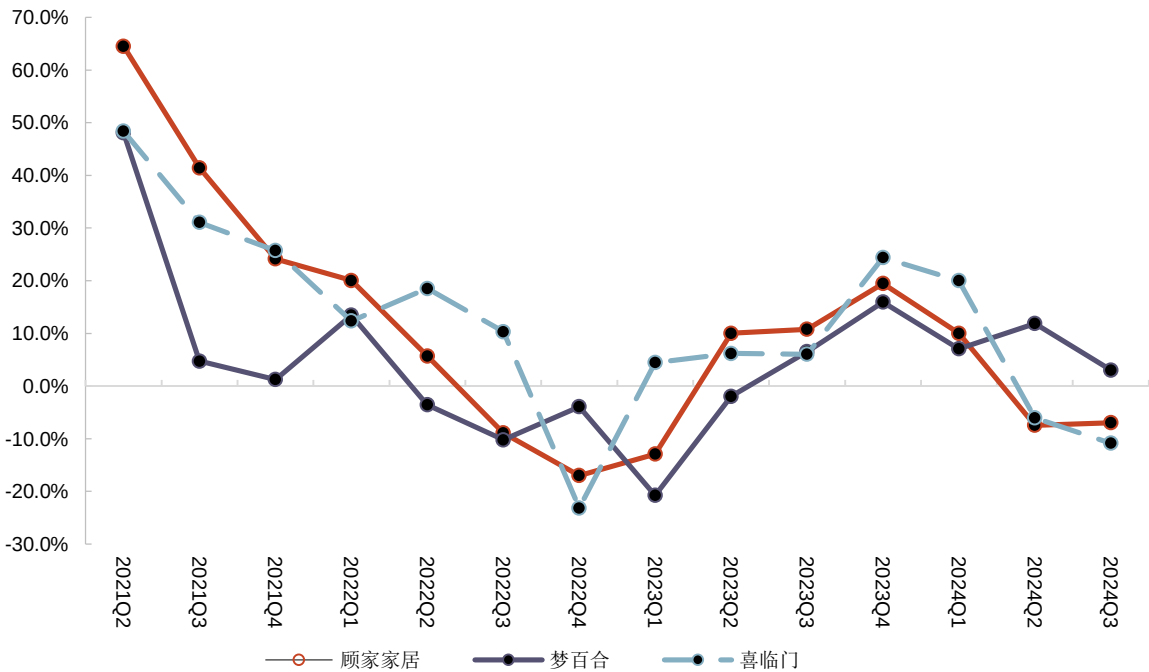
- 定制板块：3Q2024整体营收大幅下滑，表明家居行业景气迅速下滑；
- 软体板块：3Q2024软体家居板块营收增速整体下滑，但下滑幅度小于定制板块，主要原因系软体家居出口板块表现相对稳健。

图64：2Q2021-3Q2024定制家居板块单季度营收同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：定制板块是由主流8家公司构成，分别是欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺

图65：2Q2021-3Q2024 软体上市公司单季度营收同比增速

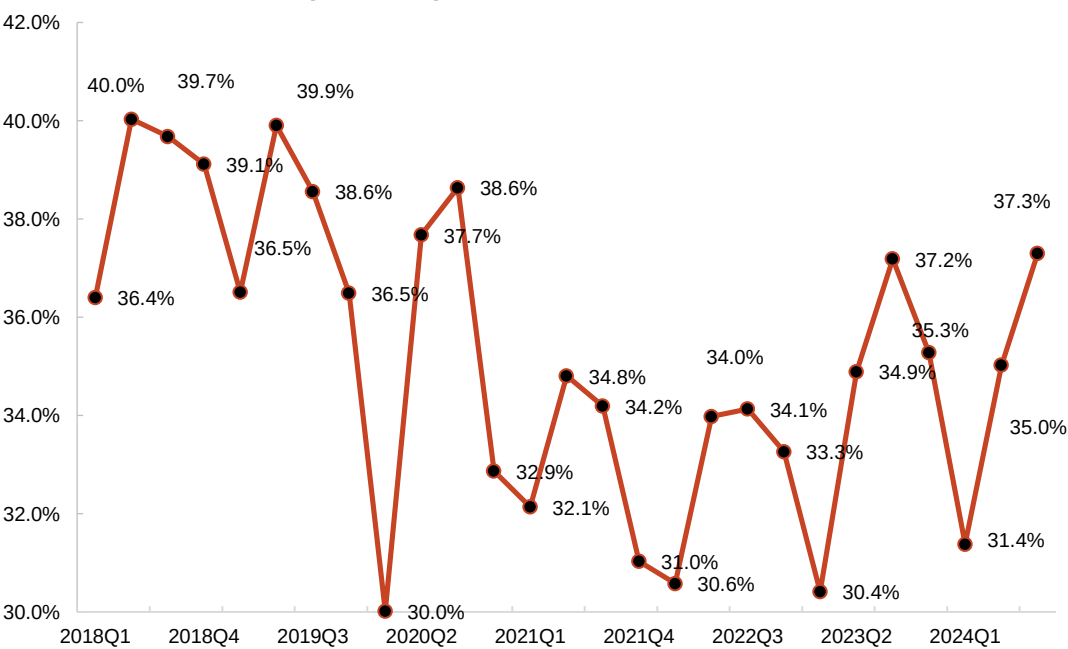


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.1 盈利能力整体向上，行业竞争处于良性状态

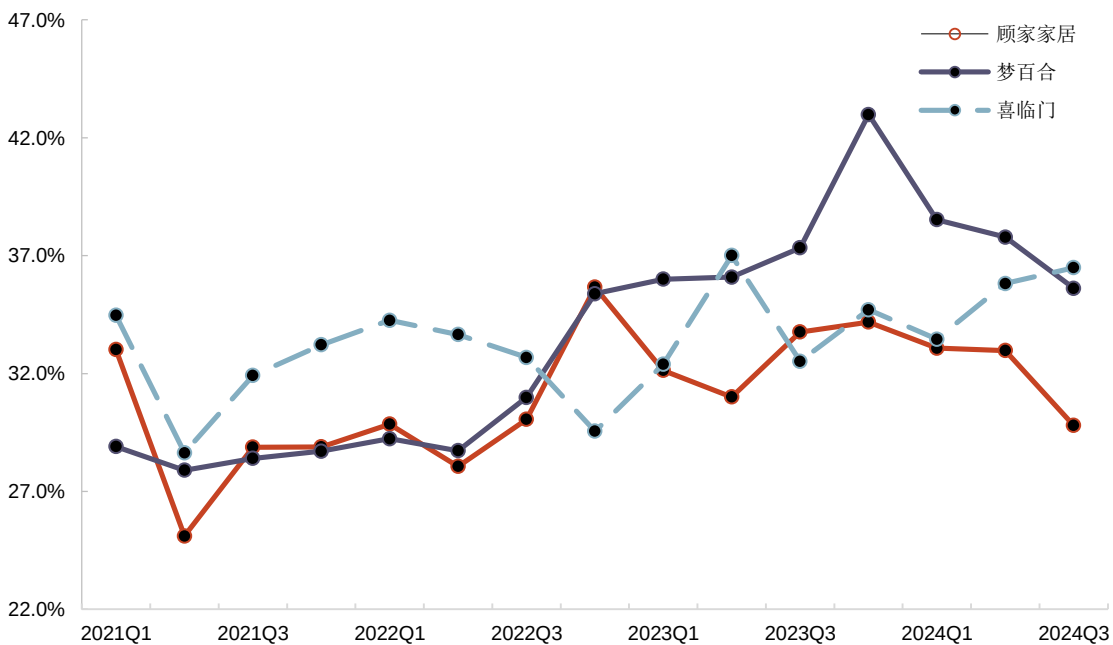
- 定制板块：3Q2024定制板块的盈利能力环比上行，主要原因系原材料价格下降；
- 软体板块：3Q2024软体家居企业的盈利表现有所分化，但纵向来看板块整体盈利能力依然较强；
- 家居行业经营承压的背景下，无论是定制还是软体板块，盈利能力都保持较为稳定，反映行业竞争秩序依然处于良性状态。

图66：1Q2018-3Q2024定制家居板块单季度毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：定制板块是由主流8家公司构成，分别是欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌橱柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺

图67：1Q2021-3Q2024软体家居板块单季度毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：软体家居板块是由主流3家公司构成，分别是顾家家居、梦百合、喜临门

4.2 政策保驾护航，看多明年家居板块

- 政策“组合拳”发力：四个取消（取消或调减限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准）；四个降低（降低住房公积金贷款利率，降低住房贷款的首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担）；两个增加（新增实施100万套城中村改造和危旧房改造、今年年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元）；
- 房地产市场有望止跌回稳，看好明年地产回暖后带来的家居景气度提升。

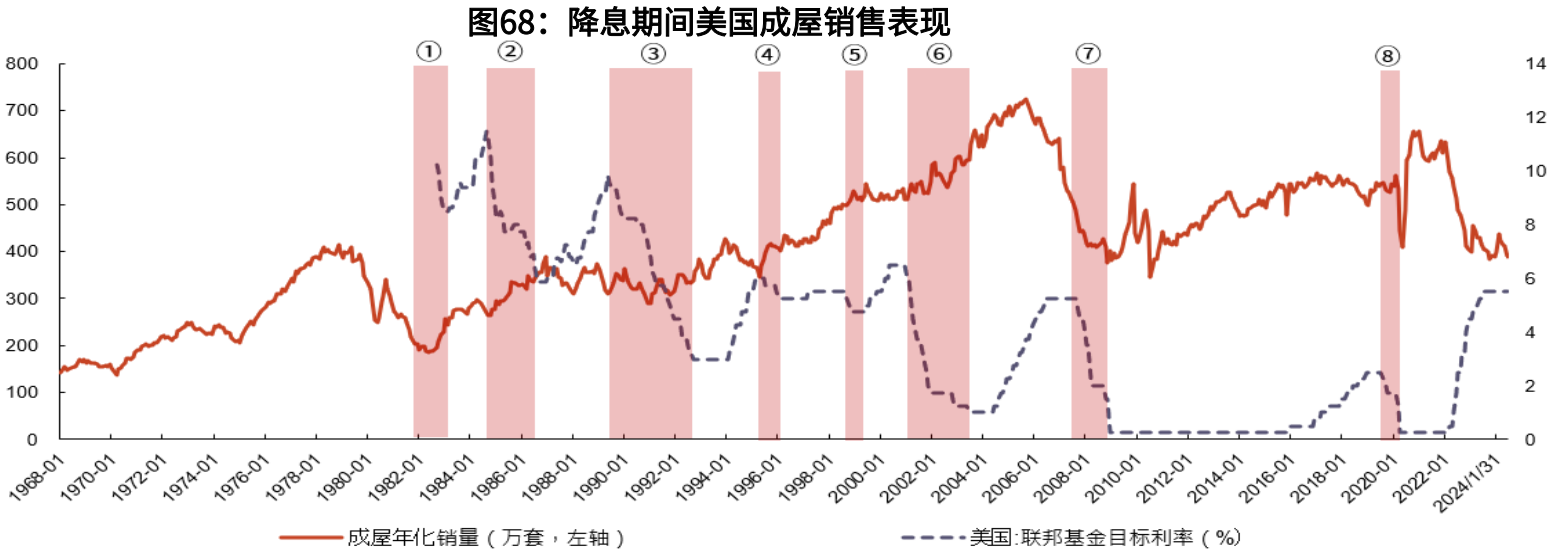
表11：近期重点房地产政策一览

	时间	政策
中央	2024年9月24日	央行：降低存量房贷利率，二套房最低首付比例15%
	2024年9月26日	中央政治局会议：要促进房地产市场止跌回稳，加大“白名单”项目贷款投放力度
	2024年9月29日	央行发布完善商业性个人住房贷款利率定价机制有关事宜
	2024年10月12日	叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳
广东	2024年9月10日	深圳市住宅装修改造物品和材料购置补贴活动
	2024年9月27日	广州市开通个人住房贷款二手房“带押过户”
	2024年9月29日	广州市、深圳市针对本市户籍、非户籍居民家庭和单身人士放开限购
上海	2024年9月29日	调整住房限购政策，优化住房信贷政策，调整住房税收政策
北京	2024年9月30日	落实国家关于降低存量房贷利率政策，调整限购政策、降低首付比例等

4.3 美国地产：降息落地，地产周期拐点已至

- 美联储降息通常对美国成屋销售有明显的正向拉动
- 在美联储降息期间，美国成屋销售通常呈上行趋势；

➢ 降息期间成屋销量的变化幅度和节奏不一，多数情况下降息开启2个月后成屋销量即会有明显提升。



降息轮次	降息周期	降息开启	美国成屋销量变化幅度（以降息开始月为基准）			
			降息开启后1个月	降息开启后2个月	降息开启后3个月	整个降息周期
①	1981/11-1982/12	1981年11月	持平	-11.1%	-1.5%	13.4%
②	1984/9-1986/8	1984年9月	持平	4.5%	4.5%	32.5%
③	1989/6-1992/9	1989年6月	4.5%	6.4%	13.5%	8.7%
④	1995/7-1996/1	1995年7月	3.8%	5.3%	4.3%	2.5%
⑥	2001/1-2003/6	2001年1月	2.5%	6.9%	4.3%	16.5%
⑦	2007/9-2008/12	2007年9月	-3.3%	-2.6%	-3.7%	-8.1%
⑧	2019/8-2020/4	2019年8月	-2.9%	-3.3%	-3.8%	-18.5%

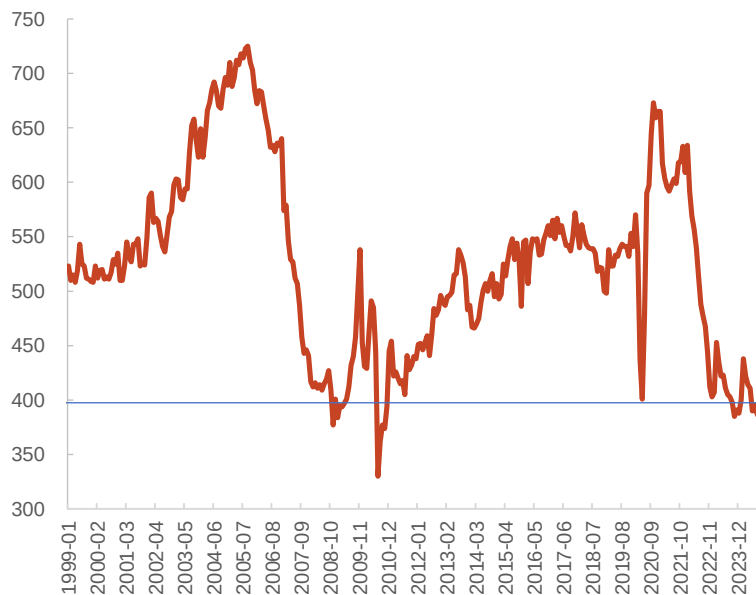
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024年6月 注：第五轮降息持续时间较短，因此未纳入统计

4.3 美国地产：降息落地，地产周期拐点已至

此前二手房交易受利率压制，但已处于底部

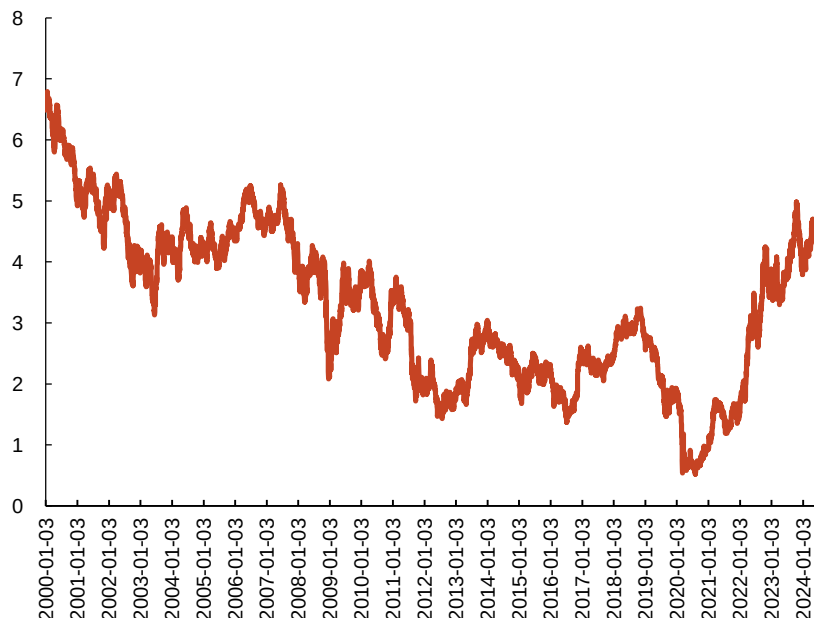
- 从历史经验看，每一次美国二手房年化交易量下行至400万套附近，就是二手房交易的底部；
- 当前美国地产景气不佳主要由于高利率环境下卖家惜售导致，美国成屋库存处于历史低位，我们认为，降息开启后，房屋供给短缺的问题将显著改善，成屋销售有望快速复苏。

图69：1999/01-2024/09 美国成屋年化销量（万套）



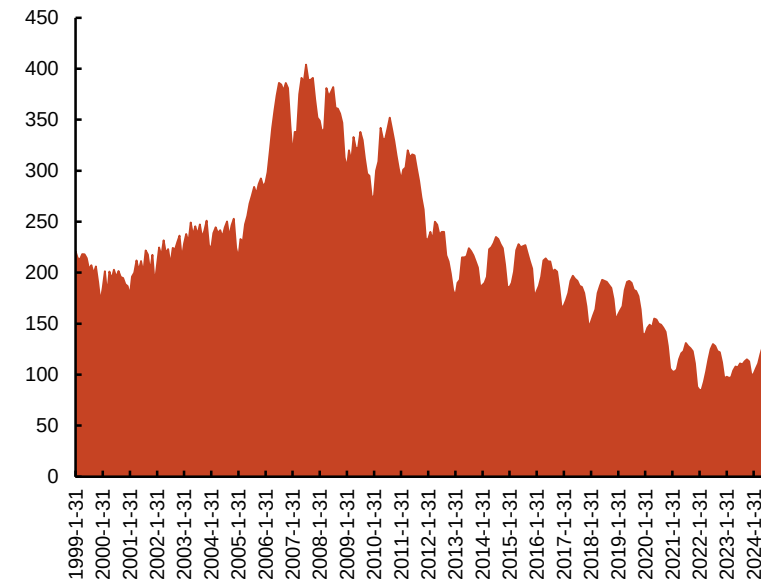
资料来源：Wind，光大证券研究所

图70：2000/01-2024/10 美国十年期国债利率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图71：1999/01-2024/09 美国成屋库存量（万套）



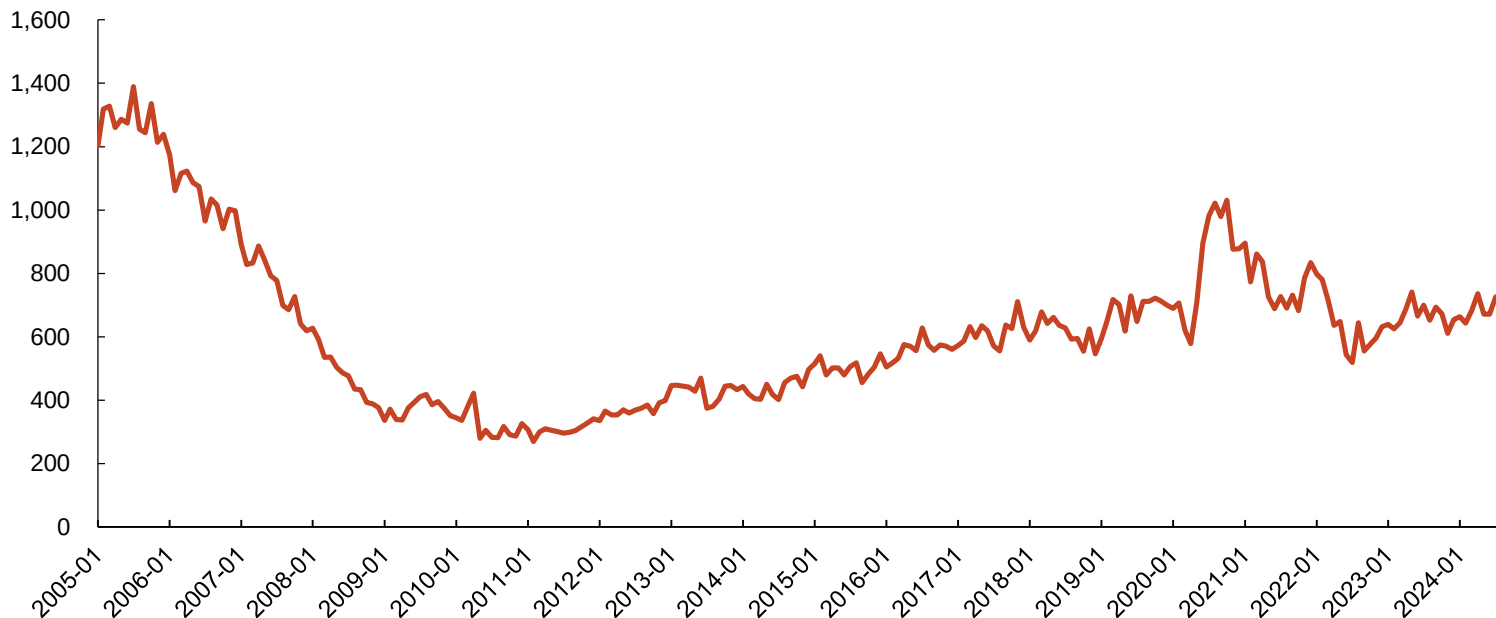
资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3 美国地产：降息落地，地产周期拐点已至

■ 新房销售创出本轮交易回暖的新高

- 与二手房交易长期处于底部区间不同，美国新屋销售自2022年下半年以来震荡上行，23年5月达到年化74.1万套，是22年7月触底以来的新高；
- 新屋与二手房交易趋势的不同，源自于：房地产开发商对新屋总价的控制；开发商对购房者给予利率优惠。

图72：2005/1-2024/09美国新屋年化销量（千套）

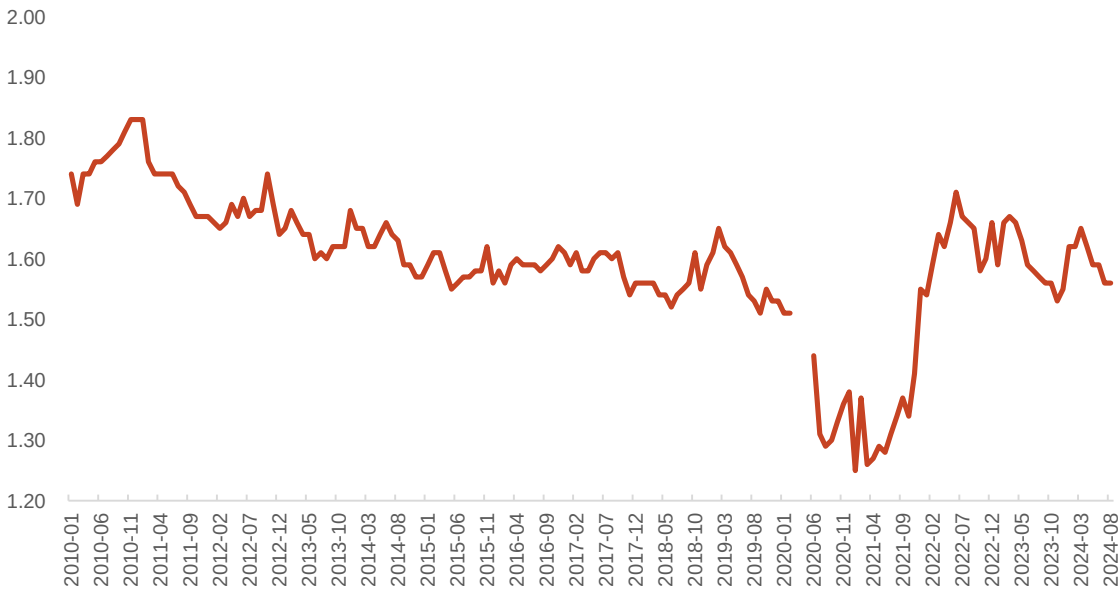


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3 美国家居库存目前处于健康水平

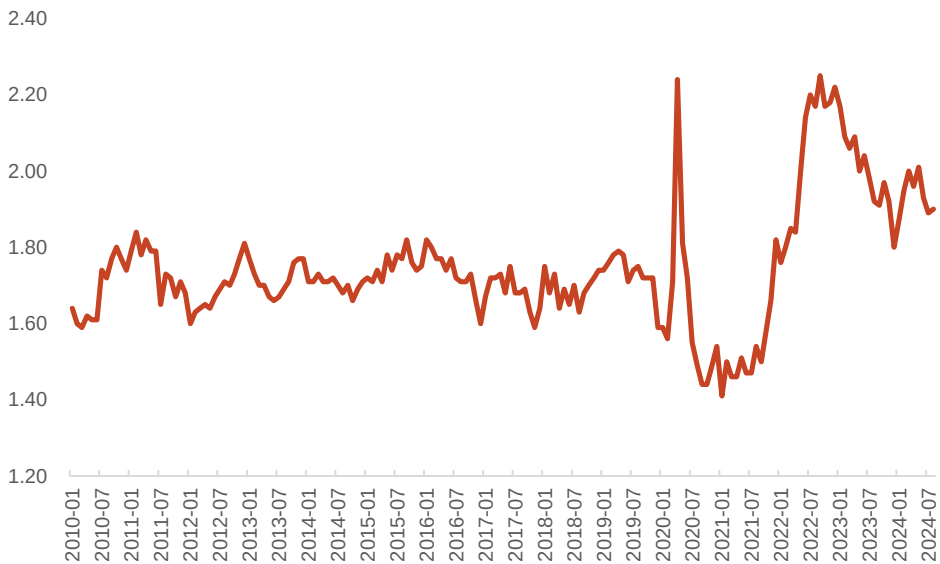
- 24年8月，美国家居零售库销比为1.56，18/19/20/21/22/23年月度均值分别为1.56/1.57/1.38/1.34/1.63/1.60；
- 24年8月，美国家居批发库销比为1.90，18/19/20/21/22/23年月度均值分别为1.69/1.73/1.63/1.53/2.05/2.00。
- 家居零售库销比与批发库销比均处于正常范围，反映美国家居行业目前渠道端和终端库存水平相对健康。

图73：2010/01-2024/08 美国家居零售库销比



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：2020年3-5月，受疫情影响，相应数值异常，计算2020年月度均值和制图过程中予以剔除；

图74：2010/01-2024/08 美国家居批发库销比



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3 美国房地产:牛长熊短，看好本轮上行持续性

美国房地产上行期超过10年，下行期大致3年

图75：美国成屋销售呈现“牛长熊短”的特征



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2023年6月

4.4 家居板块推荐标的：索菲亚



- 公司介绍：索菲亚是国内定制衣柜行业的头部品牌，2024年前三季度实现营收为76.6亿元，同比-6.6%，实现归母净利润9.2亿元，同比-3.2%；3Q2024实现营收27.3亿元，同比-21.1%，实现归母净利润3.6亿元，同比-21.2%。
- 公司作为定制家居龙头企业，已前瞻性地进行了存量市场布局。产品端，公司自2022年开始逐步推出索菲亚橱柜、系统门窗、卫浴、厨电等全新品类，抢占旧改流量中的高频需求产品；渠道端，公司不断增强与装企的合作，通过直营整装与经销商合作装企等加大对前端流量的渗透，并持续开发出毛坯拎包、拎包2.0、共创事业合伙人等全新业务模式，有望进一步抢占存量家居市场份额。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计2024-2026年归母净利润预测分别为13.75/16.11/18.75亿元，2024-2026年对应EPS分别为1.43/1.67/1.95元，当前股价对应PE分别为14/12/10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：房地产销售不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

表12：索菲亚盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,223	11,666	11,070	12,662	14,286
营业收入增长率	7.84%	3.95%	-5.10%	14.38%	12.82%
净利润（百万元）	1,064	1,261	1,375	1,611	1,875
净利润增长率	768.28%	18.51%	9.04%	17.16%	16.39%
EPS（元）	1.17	1.31	1.43	1.67	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.41%	17.98%	18.52%	18.57%	18.51%
P/E	17	15	14	12	10
P/B	3.1	2.7	2.5	2.2	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31；

注：2022-2023 年公司股本数分别为 912.37/963.05 百万股

4.4 家居板块推荐标的：欧派家居

- 公司介绍：欧派是国内定制家居行业的龙头企业，2024年前三季度实现营收138.8亿元，同比-16.2%，实现归母净利润20.3亿元，同比-12.1%；3Q2024实现营收53.0亿元，同比-21.2%，实现归母净利润10.4亿元，同比-11.6%。
- 盈利预测、估值与评级：欧派家居作为国内家居产业的头部企业，顺应市场趋势，积极推进大家居战略，有望在未来获取更大的市场份额。我们维持预测，预计2024-2026年公司归母净利润的预测分别为27.66/30.54/34.33亿元，当前股价对应PE分别为15/14/12倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：国内房地产销量低于预期的风险，行业竞争程度超预期的风险。

表13：欧派家居盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22,480	22,782	19,448	21,879	24,422
营业收入增长率	9.97%	1.35%	-14.63%	12.50%	11.62%
净利润（百万元）	2,688	3,036	2,766	3,054	3,433
净利润增长率	0.86%	12.92%	-8.89%	10.42%	12.42%
EPS（元）	4.41	4.98	4.54	5.01	5.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.29%	16.76%	14.40%	14.16%	14.17%
P/E	16	14	15	14	12
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

4.4 家居板块推荐标的：志邦家居

- 公司介绍：志邦家居是国内定制家居行业的头部公司，2024年前三季度公司实现营收36.8亿元，同比-6.5%，实现归母净利润2.7亿元，同比-23.8%；其中3Q2024实现营收14.6亿元，同比-10.1%，实现归母净利润1.2亿元，同比-30.9%。
- 国内方面，在集成整家的发展战略和新增门店的带动下，公司新业务不断拓展，木门业务收入持续增长；海外方面，公司积极布局新兴海外市场，推进品牌出海，出口收入大幅增长。公司连续8年登陆美国纽约时代广场，凭借强有力的品牌影响力、高品质的产品和优质履约服务能力，产品已远销澳洲、北美、东南亚、中东等多个国家和地区，未来将持续开展招商工作、拓展海外市场。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计2024-2026年公司的归母净利润分别为4.61/5.54/6.38亿元，对应2024-2026年EPS分别为1.06/1.27/1.46元，当前股价对应PE分别为14/12/10倍。公司布局完整的一站式集成整家模式，且产品出海积极推进中，发展势头良好，维持“买入”评级。
- 风险提示：整装业务发展不及预期，市场竞争程度超预期。

表14：志邦家居盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,389	6,116	5,531	6,254	6,978
营业收入增长率	4.58%	13.50%	-9.57%	13.08%	11.56%
净利润（百万元）	537	595	461	554	638
净利润增长率	6.17%	10.87%	-22.47%	20.01%	15.28%
EPS（元）	1.72	1.36	1.06	1.27	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.65%	18.10%	13.40%	14.18%	14.40%
P/E	9	11	14	12	10
P/B	1.6	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31；
注：公司 2022 年末股本数为 3.12 亿股，2023 年 7 月因转增，股本增至 4.37 亿股。

4.4 家居板块推荐标的：顾家家居

- 公司介绍：顾家家居是国内软体家居行业的头部公司，2024年前三季度实现营收/归母净利润分别为138.0/13.6亿元，分别同比-2.4%/-9.5%；3Q2024实现营收/归母净利润分别为48.9/4.6亿元，分别同比-6.9%/-19.9%。
- 国内业务，公司目前已经具备了从定制到软体的全案服务能力，与此同时，公司亦针对市场的分层，拥有了天禧派、顾家、NATUZZI等品牌，分别服务年轻群体、中产家庭和高端用户。门店方面，公司坚定“1+N+X”渠道战略，加速融合大店布局，持续推进全品类大家居的发展。外贸方面，公司通过推进与商超战略大客户的业务开展，抢抓了大批量优势品类订单，并聚焦功能沙发品类，大力进攻美式过渡风格，抢抓了功能单椅的发展机会，外贸业务规模快速增长。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计2024-2026年公司的归母净利润分别为18.17/20.52/23.56亿元，EPS分别为2.21/2.50/2.87元，当前股价对应PE分别为15/13/12倍。目前公司的估值水平处于历史底部位置，维持“买入”评级。
- 风险提示：美国/中国地产销售低于预期，产品销售不及预期。

表15：顾家家居盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18,010	19,212	18,734	20,831	22,997
营业收入增长率	-1.81%	6.67%	-2.49%	11.19%	10.40%
净利润（百万元）	1,812	2,006	1,817	2,052	2,356
净利润增长率	8.87%	10.70%	-9.43%	12.96%	14.81%
EPS（元）	2.20	2.44	2.21	2.50	2.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.40%	20.88%	17.67%	17.29%	17.20%
P/E	15	14	15	13	12
P/B	3.1	2.8	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

4.4 家居板块推荐标的：匠心家居

- 公司介绍：公司是一家主要从事智能电动沙发、智能电动床及其核心配件的研发、设计、生产和销售的高新技术企业，产品主要销往北美，目前拥有越南和国内两大生产基地。公司目前正从ODM积极向OBM模式转型。
- 2024年前三季度实现营收18.5亿元，同比+27.1%，实现归母净利润4.3亿元，同比+33.6%，剔除股份支付费用影响后同比+36.3%。3Q2024实现营收6.4亿元，同比+26.1%，实现归母净利润1.5亿元，同比+19.9%。
- 公司产品创新实力和客户开拓能力强劲，海外自主品牌建设稳步推进，截至3Q2024末，公司已在美国零售客户的门店内建成了150余个中小规模的店中店，坚定迈出海外OBM建设步伐。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计公司2024-2026年的归母净利润分别为5.54/6.74/8.41亿元，2024-2026年EPS分别为3.33/4.05/5.05元，对应PE分别为18/15/12倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：美国地产复苏程度不及预期，美元从升值周期进入贬值周期。

表16：匠心家居盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,463	1,921	2,447	3,064	3,786
营业收入增长率	-24.02%	31.37%	27.35%	25.23%	23.56%
净利润（百万元）	334	407	554	674	841
净利润增长率	11.95%	21.93%	35.98%	21.63%	24.75%
EPS（元）	2.61	3.18	3.33	4.05	5.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.38%	13.56%	15.86%	16.84%	18.12%
P/E	23	19	18	15	12
P/B	2.9	2.6	2.9	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

注：- 2022 年末/2023 末公司股本数分别为 128.0/128.0 百万股，预计 2024-2026 年公司股本数为 166.4 百万股

4.4 家居板块推荐标的：梦百合

- 公司介绍：公司是全球记忆棉床垫行业的领先企业，2024年前三季度公司实现营收61.3亿元，同比+7.2%，归母净利润-1.5亿元。3Q2024公司实现营收21.8亿元，同比+3.0%，归母净利润-2.1亿元。
- 展望后市，北美市场方面，美联储9月已宣布降息，美国本土家居需求景气度有望回升，此外公司也在积极开拓海外大宗客户，公司美国直营的Mor收入端有望得到修复，大宗业务亦有望延续增长；国内市场方面，近期地产及消费补贴政策暖风频吹，国内家居市场景气度有望回升，我们看好公司在北美和国内家居行业景气度共振上行的背景下业绩弹性的释放。
- 盈利预测、估值与评级：我们维持预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为-0.57/4.04/5.16亿元，当前股价对应2025-2026年PE分别为9/7倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：美联储降息节奏不及预期，美国工厂开工率不及预期，原材料价格波动超预期的风险，汇率波动的风险。

表17：梦百合盈利预测与估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,017	7,976	8,413	9,747	11,161
营业收入增长率	-1.50%	-0.52%	5.48%	15.85%	14.51%
净利润（百万元）	41	107	-57	404	516
净利润增长率	-115.01%	157.74%	/	/	27.70%
EPS（元）	0.09	0.19	-0.10	0.71	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.39%	2.74%	-1.50%	9.58%	11.05%
P/E	75	34	/	9	7
P/B	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31

注：2022-2023 年末公司股本为 485.3/570.6 百万股

表18：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
002078.SZ	太阳纸业	13.01	1.10	1.16	1.31	12	11	10	买入
603733.SH	仙鹤股份	18.66	0.94	1.54	1.96	20	12	10	买入
605007.SH	五洲特纸	13.70	0.68	1.08	1.43	20	13	10	买入
002572.SZ	索菲亚	19.38	1.31	1.43	1.67	15	14	12	买入
603833.SH	欧派家居	70.20	4.98	4.54	5.01	14	15	14	买入
603801.SH	志邦家居	14.99	1.36	1.06	1.27	11	14	12	买入
603816.SH	顾家家居	33.08	2.44	2.21	2.50	14	15	13	买入
301061.SZ	匠心家居	60.63	3.18	3.33	4.05	19	18	15	买入
603313.SH	梦百合	6.35	0.19	-0.10	0.71	34	/	9	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-31；汇率按1HKD=0.915CNY换算

- 国内宏观经济增速低于预期的风险：若宏观经济增速低于预期，则消费增长低于预期，导致轻工板块的经营业绩低于预期。
- 美国地产复苏进程低于预期的风险：如果美国房地产复苏的进程低于预期，对轻工板块中，对美出口家居的相关公司的经营业绩带来不利影响。
- 原料价格上涨风险：如果原料价格的上涨超预期，将导致轻工板块的经营业绩低于预期。

衷心 感谢

光大证券研究所



轻工&新消费研究团队

姜浩（分析师）

 执业证书编号：S0930522010001

 电话：021-52523680

 邮件：jianghao@ebscn.com

吴子倩（联系人）

 电话：021-52523872

 邮件：wuziqian@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

的 进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。