

轻工制造

报告日期：2023年06月11日

家居造纸底部机会，掘金高增低估和股息率个股

——轻工行业 2023 年中期策略

投资要点

□ 核心观点：四条主线，掘金高增低估和股息率个股

当前国内弱复苏，海外需求有韧性，轻工细分赛道大多经营逐渐好转、Q2 业绩预期兑现较好，且 22H2 低基数下增长确定性较高，而估值分位来看仍在底部区间，推荐配置优质个股，以下 4 条主线：1) 低估值板块的绩优个股：推荐**志邦家居**、**顾家家居**、**华旺科技**、**太阳纸业**；2) 产品结构升级、盈利能力提升的必选个股：持续看好**晨光股份**、**公牛集团**、**百亚股份**、**登康口腔**、**明月镜片**；3) 具独立逻辑的高成长个股：推荐**箭牌家居**、**海象新材**、**匠心家居**、**嘉益股份**、**中宠股份**；4) 高股息率高分红标的：关注**冠豪高新**、**慕思股份**、**永新股份**、**敏华控股**

□ 家居：把握龙头估值机遇，看好 Q2 兑现催化

板块估值进入历史底部，基本面承压已充分定价，推荐布局。短期催化关注：地产政策或有催化；618 家居零售回暖；Q2 业绩兑现高确定性；下半年低基数。核心推荐**欧派家居**（对应 23 年 PE 为 19.3X，下同，经历组织调整后重新焕发增长活力），**顾家家居**（15.1X，一体化整家+中低端产品矩阵放量有望超预期），**志邦家居**（11.9X，南下战略+整装/门墙高增），**索菲亚**（11.3X，卫浴/门窗新品发布、整装/米兰纳高增），**慕思股份**（16.9X，套餐战略客单值提升明显、渠道营销优化），**喜临门**（14.5X，费用投放优化，社区/样板间新流量渠道开拓），**敏华控股**（8.1X，估值历史低位、内贸订单拐点向上）。

家居两大产业趋势变化：1) 性价比需求凸显，品牌商专注降本增效。家居消费性价比趋向明显，套餐竞争白热化，龙头加强性价比需求布局，如顾家今年中低端产品矩阵推出天禧派、乐活，同时欧派、志邦等专注供应链降本增效，预计小品牌将持续出清。2) 家居智能化，成长性凸显。家居智能化蔚然成风，渗透率低位高成长，推荐重点关注智能马桶赛道，市场规模最大，处于渗透率早期行业集中度提升+国产替代趋势明显，渠道壁垒更高，推荐关注**箭牌家居**。

□ 造纸：浆价低位震荡，布局盈利弹性可期的特种纸

复盘造纸 PPI-库存周期来看，造纸行业 2022 年 2 月至今仍处于主动去库阶段，我们认为本轮周期需求弱复苏压制造纸 PPI，关注下半年旺季催化：1) 特种纸：超跌浆逐步到库，H2 盈利弹性显著。2) 大宗纸：终端需求弱复苏，静待 H2 旺季催化。

推荐布局盈利逐季改善、业绩弹性明确的特种纸板块，大宗纸底部位置安全边际较高，关注价格催化，建议左侧布局。持续推荐中高端装饰原纸龙头**华旺科技**（对应 23 年 PE 为 12X，PB 为 1.9X 处于历史 30%分位），特种纸平台型龙头**仙鹤股份**（对应 23 年 PE 为 12X，PB 为 2.3X 处于历史 0.8%分位）。**太阳纸业**、**玖龙纸业**等 PB 均处于历史 5%分位以内，底部位置安全边际较高。

□ 必选：推荐必选龙头、消费升级、成本改善三条主线

主线一：把握必选龙头估值低位，后续业绩有望持续改善的布局良机。1) **晨光股份**：业绩低点已过，后续大学汛催化传统核心业务复苏加速；2) **公牛集团**：经营韧性强，中长期成长动能充沛。

主线二：持续演绎消费升级逻辑的优质必选消费标的。疫后居民消费力及消费意愿复苏相对偏弱，市场普遍担心“消费降级”对消费类企业的扰动。我们认为当前消费降级趋势对必选消费品类的扰动不明显。我们认为消费升级逻辑在低单值的必选消费品类仍在演绎，主要原因为：1) 如卫生巾、生活纸、牙膏等必选品类单价偏低，消费者对价格变动不敏感，推荐关注**百亚股份**、**登康口腔**；2) 如近视防控镜片等具有强

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

研究助理：曾伟
zengwei@stocke.com.cn

研究助理：褚远熙
chuyuanxi@stocke.com.cn

相关报告

- 《618 大促开启、零售需求顺势修复，持续推荐低估高增个股》 2023.06.05
- 《家居预期低位、浆价小幅反弹，优选低估高增个股》 2023.05.29
- 《家居重视细分龙头变革成效，造纸把握盈利拐点》 2023.05.15

功能、低渗透率、需求偏刚性的产品同样使得相关企业产品结构升级优化趋势延续。
推荐关注**明月镜片**。

主线三：受益原材料成本回落盈利弹性释放的生活纸&个护代工龙头。推荐关注维达国际、中顺洁柔、恒安国际、豪悦护理**等。**

□ 出口：汇兑弹性值得期待，关注低估值高成长个股

库存端：有序去化，Q3 或能恢复常态；需求端：可选环比维持韧性，必选高通胀下环比略有下行；利润端：人民币贬值，出口盈利弹性可期。考虑需求端或有压力，本轮推荐关注此前业绩压力大，目前低估值预期高成长在海外需求压力期仍有望展现 α 的优质个股，推荐**海象新材、匠心家居、嘉益股份、中宠股份**。

□ 包装：原材料下行，静待需求修复

金属包装：两片罐海外产能盈利优势显著，国内格局缓慢优化，推荐关注**奥瑞金、昇兴股份、宝钢包装**。

塑料包装：原油价格进一步下行，塑料循环包装渗透趋势不改，推荐关注**永新股份、喜悦智行**。

□ **风险提示：贸易环境恶化，地产波动风险，原材料价格上涨，纸价涨幅低于预期。**

正文目录

1 2023 中期策略：家居造纸底部机会，掘金高增低估和股息率个股.....	5
2 家居：把握龙头估值机遇，看好 Q2 兑现催化.....	6
2.1 行业展望：估值历史底部，个股分化业绩为王.....	6
2.2 产业趋势一：性价比需求凸显，品牌商专注降本增效.....	8
2.3 产业趋势二：家居智能化，成长性凸显，重点关注箭牌家居.....	10
3 造纸：浆价低位震荡，布局盈利弹性可期的特种纸.....	10
3.1 特种纸：超跌浆逐步到库，H2 盈利弹性显著.....	13
3.2 大宗纸：终端需求弱复苏，静待 H2 旺季催化.....	15
4 必选：推荐必选龙头、消费升级、成本改善三条主线.....	17
5 出口：汇兑弹性值得期待，关注低估值高成长个股.....	21
6 包装：原材料下行，静待需求修复.....	24
7 风险提示.....	25

图表目录

图 1: 二手房重要城市成交情况 (周度数据/套)	6
图 2: 30 大中城市新房成交情况 (周度数据/万平方米)	6
图 3: 京东 618 开门红活动定制 TOP10	7
图 4: 天猫 618 预售软件品牌 TOP10	7
图 5: 降本增效下志邦毛利率持续提升	9
图 6: 家居亏损企业个数增多	9
图 7: 造纸 PPI 及库存周期复盘	11
图 8: 白卡纸及文化用纸出口量 (万吨)	12
图 9: 白卡纸及文化用纸出口量 (万吨)	12
图 10: 文娱办公用品板块整体呈弱复苏趋势	18
图 11: 2010-2022 年我国出生人口数量 (万人)	18
图 12: 公牛集团财务数据一览 (亿元)	18
图 13: 公牛集团当前估值处于历史相对低位	18
图 14: 2016-2021 年我国卫生巾片均价稳步提升 (元/片)	19
图 15: 消费者关注口腔护理产品功能性	19
图 16: 我国近视人口及近视发生率 (亿人)	20
图 17: 我国青少年儿童近视率距离政策目标仍有差距	20
图 18: 对美出口额增速与美国零售商库存增速	21
图 19: 美国耐用品库存与增速	22
图 20: 美国非耐用品库存与增速	22
图 21: 美国批发商耐用品销售额与增速	22
图 22: 美国批发商非耐用品销售额与增速	22
图 23: 市场利率预期	23
图 24: 离岸美元兑人民币	23
图 25: 测算人民币贬值 1%对 Q2 净利率影响	23
图 26: 核心原材料价格走势	24
图 27: 啤酒罐化率	24
图 28: 原油价格走势	25
表 1: 轻工制造高股息率标的一览	5
表 2: 家居板块重点公司估值表	8
表 3: 315 期间 (包含 3.8 女王节、男人下厨节等) 各家套餐优惠情况	9
表 4: 智能家居行业梳理概览	10
表 5: 纸浆新增产能梳理	13
表 6: 细分各纸种及原料价格	13
表 7: 特种纸龙头业绩表现	14
表 8: 特种纸新增产能投放	15
表 9: 大宗纸龙头业绩表现	16
表 10: 箱板瓦楞纸近期部分调价函	16
表 11: 造纸龙头估值表	17

1 2023 中期策略：家居造纸底部机会，掘金高增低估和股息率个股

2022 年下半年疫情放开后国内消费经历 2-3 月的脉冲式反弹后、当前进入弱复苏阶段，海外在通胀加息环境下可选消费需求仍然保持韧性，上游大宗商品原材料同比下行、低位震荡。从需求&成本端来看，轻工细分赛道大多经营逐渐好转、Q2 业绩预期兑现较好，且 22H2 低基数下增长确定性较高，而估值分位来看仍在底部区间，推荐配置优质个股，以下 4 条主线：

主线一：低估值板块的绩优个股。家居、造纸估值分位较低，且经营预期 Q2 起逐步向好，从业绩为王角度配置兑现预期较优的个股：1) 家居推荐**志邦家居**（订单成长&稳定性优于同行，整家&整装潜力高）、**顾家家居**（内贸增长回归、外贸恢复，中低端产品线&定制有望超预期）；2) 造纸布局纸浆盈利弹性，推荐**华旺科技**（盈利逐季改善、中高端装饰原纸稳价能力强）、**太阳纸业**（PB 均处于历史 5%分位）。

主线二：产品结构升级、盈利能力提升的必选个股。必选消费下游需求稳健，龙头更多精力聚焦中高端产品线延伸以及规模效应释放，以收获利润率的超额成长，持续看好**晨光股份**（产品开发减量提质+提高自制比例）、**公牛集团**（依托产品功能化升级持续兑现稳健增长）、**百亚股份**（费用投放效率提升、加大中高端大健康系列推广）、**登康口腔**（产品持续高端化升级及多元化品类布局）、**明月镜片**（离焦镜渗透率提升推动产品结构升级）。

主线三：具独立逻辑的高成长个股。1) 智能家居低渗透高成长，智能马桶赛道最优，出现渗透率提升+国货崛起+集中度提升三大产业趋势，推荐**箭牌家居**（智能马桶高增、渠道持续下沉、电商起量）；2) 海外需求具韧性、库存 Q3 或能恢复常态、汇率破 7.1 带来盈利弹性，推荐具备独立逻辑经营有望超预期的高成长标的**海象新材**（供给格局大幅改善、大客户拓展）、**匠心家居**（自主品牌建设发力）、**嘉益股份**（Stanley 订单饱满）、**中宠股份**（宠食 4 月出口额+11%、国内 618 打法卓有成效）。

主线四：高股息率高分红标的。弱复苏背景和经济环境预期下，高股息率高分红标的能带来确定性较高的投资回收期，参考固收类品种有望得到增配：轻工中**冠豪高新**（对应 22 年报分红的股息率为 7.4%，下同）、**慕思股份**（5.96%）、**永新股份**（4.76%）、**敏华控股**（4.95%）兼具业绩成长与高分红，以上股息率基于 6 月 9 日收盘价计算。

表1：轻工制造高股息率标的一览

单位：%	股息率（对应2022年报）
冠豪高新	7.3964
好莱客	6.8672
劲嘉股份	6.5253
慕思股份	5.9577
柏星龙	5.2597
京华激光	5.2338
新宏泽	5.2219
美之高	5.1370
敏华控股	4.9505
紫江企业	4.9020
永吉股份	4.8309
永新股份	4.7619
龙竹科技	4.6422
建霖家居	4.4173
索菲亚	4.1032

注：敏华控股报告期不同，财报数据为 22/23 年财年数据（截至 2023.3.31）

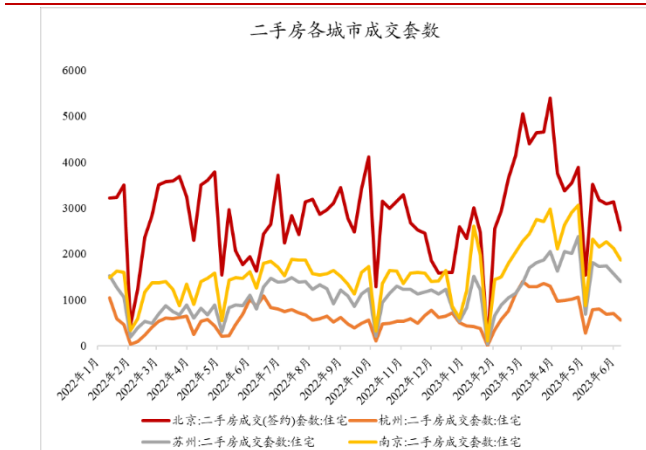
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 家居：把握龙头估值机遇，看好 Q2 兑现催化

2.1 行业展望：估值历史底部，个股分化业绩为王

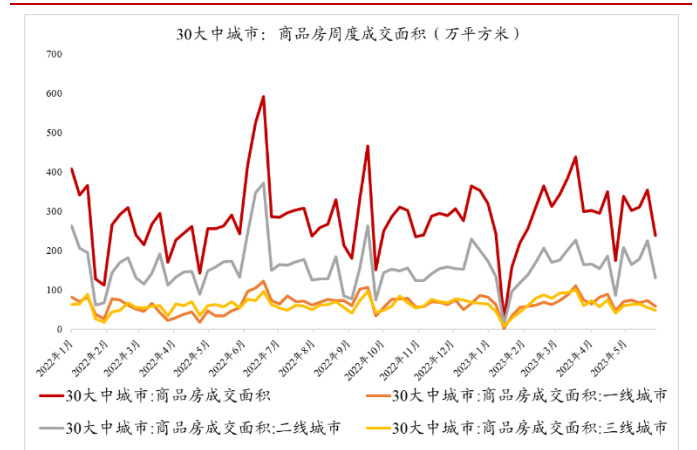
板块估值进入历史底部，基本面承压已充分定价。家居（中信）指数 3 月以来-17.8%，同期上证指数-2.01%（截至 23 年 6 月 8 日），市场此前对家居企业 Q1 业绩触底+地产数据环比走弱已充分定价，多数个股估值体系回到 22 年 10 月水平或更低。推荐布局，短期催化关注：地产政策或有催化；618 家居零售回暖；Q2 业绩兑现高确定性；下半年低基数。

图1： 二手房重要城市成交情况（周度数据/套）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 30大中城市新房成交情况（周度数据/万平方米）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

地产政策或有放松催化。6月1日，青岛市住房和城乡建设局、中国人民银行青岛市中心支行、中国银行保险监督管理委员会青岛监管局联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，核心内容为：1)降低限售条件：新建商品房出售条件由网签满5年变更为网签满3年，取证满2年；二手房出售条件由取证满2年变更为取证满1年；2)降低非限购区域首付比：首付比例首套最低调整为20%、二套最低调整为30%。6月6日，中国经济时报发布文章《一线城市房地产限购应适时优化调整》，鼓励采取一区一策优化限购政策，促进非核心区去库存，同时不影响核心区房价。

家居零售 618 顺势回暖，龙头优势明显。我们预计前端门店客流与成交环比4月有回落，一方面前期货压需求脉冲式释放结束，另一方面家居行业进入不促不销状态、消费者等待大促活动再采购的意愿增强。5月下旬开始，各龙头品牌陆续开展618营销活动，从本轮预售情况来看，龙头品牌强者恒强、仍然占据线上消费者主要心智，定制品牌中索菲亚、兔宝宝、欧派领先，同时顾家定制也跻身前10；软体品牌中喜临门、源氏、顾家、芝华仕持续领先，4家占据预售份额超过40%，集中度更高。同时618线下卖场大促活动也正在进行中，期待6月家居终端零售迎来回暖。

图3: 京东 618 开门红活动定制 TOP10

京东618开门红品牌榜	
时间: 5月31日 20:00—6月1日 23:59	
1	索菲亚
2	兔宝宝
3	欧派
4	尚品宅配
5	百安居
6	逸美格全屋定制
7	我乐家居
8	好莱客
9	顾家家居定制
10	全友全屋定制

资料来源: 京东, 浙商证券研究所

图4: 天猫 618 预售软体品牌 TOP10

天猫618预售软体品牌榜		
预售统计截至5月30日		
排名	品牌	份额
1	sleemon/喜临门	15.56%
2	源氏木语	12.51%
3	kuka/顾家家居	7.28%
4	cheers/芝华仕	6.26%
5	airland/雅兰	5.76%
6	林氏家居	3.86%
7	quanu/全友	3.06%
8	serta/舒达	2.51%
9	sealy/丝涟	2.44%
10	de rucci/慕思	2.00%

资料来源: 天猫, 浙商证券研究所

Q2 业绩兑现支撑强, 下半年低基数弹性大。此前我们跟踪到家居龙头 2-3 月开门红, 315 活动前端预售订单增速普遍较高, 家居验收端将在 Q2 充分体现, 同时 4 月各家工厂订单普遍增长较好, 叠加 5.1 大促、618 营销活动等, 23Q2 业绩兑现度预期较高。**从 Q2 兑现来看: 1) 软体**利润增速预期更优, 原材料低位+汇兑+盈利能力较低业务的剥离 (如顾家-玺堡、慕思-直销), 收入端此前 315 定制销售旺季的消费者开始采购沙发、床垫等软体家居。**2) 定制企业**中志邦、索菲亚预计营收兑现较优, 且其整装业务合作装企数量抬升势头较强, 整家客单值潜力较大 (志邦); 欧派家居组织架构逐渐清晰、增长韧性强。下半年在去年低基数情况下, 业绩弹性较大。

把握板块低估值机遇, 个股分化业绩为王。当前时点线下消费场景更加清晰、企业经营信心更足, 对于有持续业绩增长动能且当前估值性价比突出的优质龙头可以更为积极, 推荐**欧派家居** (对应 23 年 PE 为 19.3X, 下同, 经历组织调整后重新焕发增长活力), **顾家家居** (15.1X, 一体化整家+中低端产品矩阵放量有望超预期), **志邦家居** (11.9X, 南下战略+整装/门墙高增), **索菲亚** (11.3X, 卫浴/门窗新品发布、整装/米兰纳高增), **慕思股份** (16.9X, 套餐战略客单值提升明显、渠道营销优化), **喜临门** (14.5X, 费用投放优化, 社区/样板间新流量渠道开拓), **敏华控股** (8.1X, 估值历史低位、内贸订单拐点向上), **箭牌家居** (24.9X, 智能渗透+配套率提升拉动)。

表2: 家居板块重点公司估值表

股票名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE	
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2023E	2024E
家居									
欧派家居	601	224.80	259.25	302.83	26.88	31.13	36.17	19.3	16.6
yoy		10%	15%	17%	1%	16%	16%		
顾家家居	316	180.10	207.33	242.85	18.12	20.98	24.81	15.1	12.8
yoy		-2%	15%	17%	9%	16%	18%		
喜临门	96	78.39	95.00	115.00	2.38	6.62	8.00	14.5	12.0
yoy		1%	21%	21%	-57%	179%	21%		
索菲亚	157	112.23	130.59	150.24	10.64	13.23	15.58	11.9	10.1
yoy		8%	16%	15%	768%	24%	18%		
志邦家居	100	53.89	63.60	75.67	5.37	6.45	7.75	15.5	12.9
yoy		5%	18%	19%	6%	20%	20%		
敏华控股	198	173.51	205.31	234.77	19.15	24.02	27.42	8.2	7.2
yoy		-19%	18%	14%	-15%	25%	14%		
慕思股份	135	58.13	66.70	80.68	7.09	8.03	9.59	16.9	14.1
yoy		-10%	15%	21%	3%	13%	19%		
箭牌家居	177	75.13	86.45	99.61	5.93	7.12	8.55	24.9	20.7
yoy		-10%	15%	15%	3%	20%	20%		
金牌厨柜	52	35.53	44.54	53.12	2.77	3.96	4.81	13.0	10.7
yoy		3%	25%	19%	-18%	43%	21%		
皮阿诺	34	14.52	20.28	24.94	1.54	2.30	3.49	15.0	9.9
yoy		-20%	40%	23%		49%	52%		
瑞尔特	37	19.60	23.70	28.08	2.11	2.44	3.01	15.0	12.2
yoy		5%	21%	18%	51%	16%	23%		
江山欧派	70	32.09	43.51	53.30	-2.99	4.22	5.23	16.7	13.5
yoy		2%	36%	23%			24%		
王力安防	44	30.46	37.82	45.30	-0.43	2.94	3.66	15.1	12.1
yoy		15%	24%	20%			25%		

注: 红色采用Wind一致预期

注: 敏华控股为港币口径

资料来源: Wind, 截至 2023 年 6 月 8 日, 浙商证券研究所

2.2 产业趋势一: 性价比需求凸显, 品牌商专注降本增效

家居消费性价比趋向明显, 套餐竞争白热化。我们通过对家居 315 及 618 大促观察, 需求结构有向哑铃型发展的趋势, 刚需和升级类单品和大容单值套餐的销售增长优于中间层次的消费, 同时消费者价格敏感, 性价比趋势明显。对此, 各品牌商家居套餐销售竞争白热化, 买沙发送餐厅、买主卧送次卧, 套餐加价购冰洗、智能马桶等频发。**顾家家居**原定价体系偏中高端, 今年加强中低端产品矩阵建设, 注重独立运作的轻时尚子品牌天禧派 23 年将加速招商下沉, 同时顾家体系内中低端系列“乐活”23 年将加速开拓。

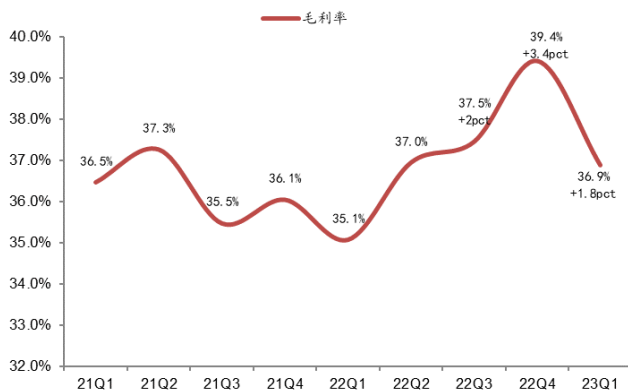
表3: 315期间(包含3.8女王节、男人下厨节等)各家套餐优惠情况

品牌	优惠套餐	其他活动
欧派家居	<p>衣柜-1) 29800元高颜值定制套餐。搞定20m定制柜、11件全屋家具、3m背景墙。2) 19800元22m全屋柜体套餐。</p> <p>厨柜: 13800元优厨套餐, 3米地柜+3米台面+1米吊柜, 送配套抽油烟机+燃气灶</p> <p>39800元全屋套餐在29800基础上送厨柜</p> <p>厨衣新品-1) 安缇全屋定制19700元: 22m自由定制+7大空间+升级E0板材, 另加999元送4m轻奢墙板。2) 百变全能12999元: 3.6+3.6+1.5厨柜套餐+老板大吸力烟灶。</p>	<p>加价2199元送欧派软床+金可儿床垫(原价2.1万) 加价3000元送对开门冰箱+洗烘一体机。</p> <p>派送1000元惠民消费券</p>
志邦家居	<p>全屋套餐-1) 欧洲甄选定制9999元: 8m活动套餐。2) 百变全屋12700元: 10m活动套餐。</p> <p>木门套餐-1) 布拉格Xmy22系列: 999元/樘(3樘起售 不含五金) 2) 圆舞曲系列: 1699元/樘(3樘起售 不含五金)</p> <p>全屋套餐: 39800整家套餐·送橱柜: 20m²定制柜+客餐卧家居11件套+橱柜+马桶/木门。</p>	<p>预交送礼: 厨柜预交2000送1299元松下电饭煲, 预交1万元送5180元3M净水器; 衣柜预交2000送1580元美国丝涟静眠被, 预交1万元送3580元喜临门床垫</p> <p>满额+换购礼: 厨柜满2万+999送6999元老板洗碗机, 满5万+1999送7490元松下对开门冰箱; 衣柜满2万+1999送6999元松下智能洗衣机, 满4万+3999送26570元丝涟静眠皮床+床垫</p>
索菲亚	<p>柜体: 1)19800/22m²自由定, 2) 16999/16m²任选全屋家具·送乳胶枕, 不限户型, 毛坯、精装、二手房均可, 家具款式任意定(电视柜、餐柜、酒柜、衣柜、衣帽间、储物柜、书柜、隔断柜、入户柜、玄关柜)。</p>	<p>满减券柜类、橱柜类、家品券、门窗券满10000减200; 电视机满6万减3999, 四件套满4.5万减2680, 床头柜满3.5万减1260, 试衣镜满2.2万减680</p>
金牌橱柜	<p>衣柜: 18000元花语系列20m²柜体, 送2999喜临门床垫</p> <p>厨柜: 花语系列2399元/延米, 低至10888元套餐</p>	<p>特权定金99抵500</p> <p>满赠: 满赠扫地机30套; 满赠餐桌椅20套</p> <p>直播间活动: 加赠399金牌餐具</p>

资料来源: 各公司天猫、官网, 浙商证券研究所

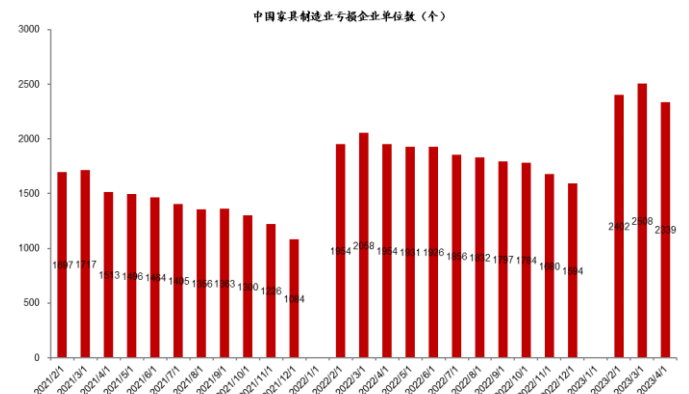
品牌商专注降本提效, 行业集中度持续提升。欧派家居近期进行组织架构调整, 考核权重调整为利润>收入(22年收入>利润); 志邦家居供应链降本持续落地, 22Q3/22Q4/23Q1毛利率同比+2/+3.4/+1.8pct, 具体降本措施包括生产端BC端以及各品类转为共线生产, 生产自动化程度提升, 设计、研发新品做标准化规划、SKU控制; 份额提升下供应链采购议价权提升。家居龙头降本效应逐渐发挥, 终端降价提市占空间扩大, 小品牌持续出清, 行业集中度持续提升, 2023年以来中国家具制造业亏损企业个数均在2000以上。

图5: 降本增效下志邦毛利率持续提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 家居亏损企业个数增多



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 产业趋势二：家居智能化，成长性凸显，重点关注箭牌家居

家居智能化蔚然成风，渗透率低位成长性凸显。1) 智能马桶：2025年234亿市场，21-25年复合增速12%，核心由渗透率提升带动量增驱动，其中量+18%，价-5%，渗透率还处于低位，2021年以保有量计渗透率为4%，相比海外成熟国家日本/韩国/美国渗透率90%/60%/60%还有很大空间；2) 智能晾衣架：2025年180亿市场，21-25年复合增速20%，核心由渗透率提升带动量增驱动，2019年渗透率约10%，相比日韩成熟市场约40%还有很大空间；3) 智能门锁：2025年186亿市场规模，21-25年复合增速9%，核心由渗透率提升带动量增驱动，2022年渗透率10%，对标海外成熟国家欧美/日韩渗透率25%/70%；4) 家用智能摄像头：2025年149亿市场规模，核心由渗透率提升带动量增驱动，2021年中国民用安防市场规模占整体安防11%，长期对照美国50%渗透率。

推荐重点关注智能马桶赛道。智能家居各赛道对比中，智能马桶属性最优：市场规模最大，处于渗透率早期，行业格局未定，行业集中度提升+国产替代趋势明显，渠道壁垒更高，传统卫浴公司具备明显的产能+成本+渠道布局优势，竞争格局受互联网品牌等跨界企业冲击较小。

推荐箭牌家居，看好公司龙头地位稳固，且市占率持续提升：1) 短期看，智能马桶处于激烈价格战阶段，公司采取积极的价格策略抢份额，今年主推千元左右轻智能马桶，618预售期（5月31日-6月3日）AKE1131轻智能马桶销售量超6000件，箭牌位列轻智能马桶品牌排名第一，总销售额突破5000万元。同时，公司精简SKU、提高自产化率、提高门店数字化率等降本增效措施持续落地，成本优势释放带来更大的进攻空间；2) 中长期看，线下渠道是卫浴行业重要流量来源及品牌展示窗口，箭牌相比同行有身位优势，2022年拥有超过13000多家网点，多渠道多店态运营能力强，城市下渗能力强，短时间难被超越，该渠道优势会在长期竞争中日益显著。我们看好公司在智能马桶高增、网点持续下沉、电商家装新渠道高增中持续兑现业绩，推荐关注。

表4：智能家居行业梳理概览

产品品类	产品特性	行业所处阶段	市场规模（亿元）			量		价		核心驱动力	渗透率	竞争格局
			2021	2025	5年CAGR	5年CAGR	5年CAGR					
智能马桶	1) 产品特性：需要安装与售后，零售渠道有一定壁垒 2) 格局：传统卫浴公司在产能产线+成本+零售渠道优势有优势，受跨界企业冲击小	产品技术已基本成熟（国货在质量稳定性还有差距），渗透率快速提升，格局未定，价格战初期	147	234	12%	18%	-5%			2022年渗透率以销售额计17%，2021年以保有量计4%，长期对照欧美日韩渗透率60-90%	格局未定，国货崛起，行业持续集中，智能马桶一体机中箭牌/九牧/恒洁/希箭/松下市占率13%/12%/8%/6%/4%	
智能门锁	1) 产品特性：与门连带销售，工程端定重要渠道之一； 2) 格局：竞争者包括家居/互联网/传统门锁企业	产品技术已成熟，渗透率快速提升，2018年低渗透阶段360和小米掀起价格战，完成初步市场出清，但仍有新企业不断进入	132	186	9%	9%	0%		由渗透率提升带动量增驱动为主	2022年渗透率10%，对标海外成熟国家欧美/日韩渗透率25%/70%	CR3 30-40%，CR3为德施曼（外资），凯迪仕（国牌），小米（国牌）	
智能摄像头	1) 产品特性：安装简易，线上占比高，渠道壁垒不强； 2) 格局：互联网品牌易进入冲击	产品技术基本成熟，部分渗透率快速提升，格局已出清稳定	89	149	14%	14%	0%			2021年中国民用安防市场规模占整体安防11%，长期对照美国50%渗透率	双寡头格局较稳定，萤石/小米/乐橙/360/创米市占率分别为27%/23.4%/7.9%/7.2%/2.2%	
智能晾衣架	1) 产品特性：安装简易，线上占比高，渠道壁垒不强；客单价小，连带销售是重要探索方向； 2) 格局：竞争者包括家居企业如欧派顾家九牧；互联网企业如小米；民用企业如公牛	产品技术已成熟，渗透率快速提升，完成初步市场出清	87	180	20%	20%	0%			2019年渗透率约10%，相比日韩成熟市场约40%还有很大空间	CR3超30%，出货量市占率前三的好太太、好易点、来家年	

资料来源：Wind，奥维云网，艾媒咨询，观研天下，头豹，洛图科技，浙商证券研究所

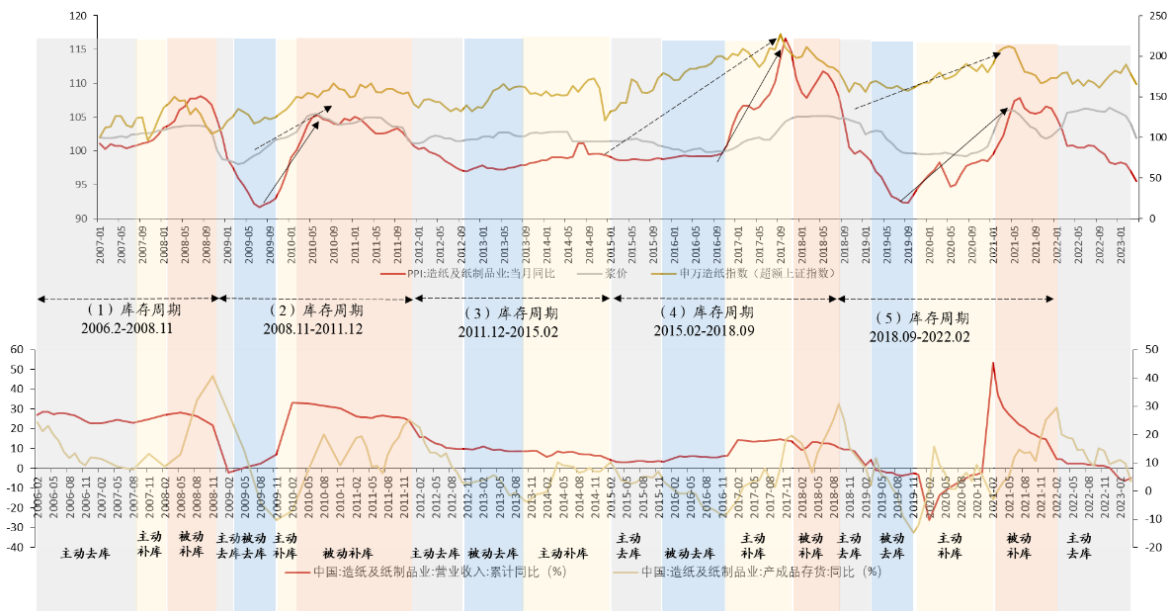
3 造纸：浆价低位震荡，布局盈利弹性可期的特种纸

特种纸价格韧性较强，H2 盈利弹性可期，当前位置回调建议布局。复盘造纸 PPI-库存周期来看，造纸行业 2022 年 2 月至今仍处于主动去库阶段，我们认为本轮周期需求弱复苏压制造纸 PPI，关注下半年旺季催化，当前底部位置安全边际较高，建议左侧布局。

纸浆系：浆价自 22 年底边际走弱，5 月浆价主流厂商报价出现大幅下调，纸厂补库需求刺激浆价短期反弹，但我们判断缺乏持续上行条件，UPM 阔叶浆新增产能逐步运抵中国市场，预计供需矛盾压制浆价反弹、H2 低位震荡为主。考虑 23H2 逐步使用低价浆库存，特种纸等浆系纸盈利弹性显著。文化纸出版招标订单释放平缓，社会面新单不足且浆价下跌拖累价格，铜版纸、双胶纸价格处近 5 年 5.90%、22.10% 历史分位；白卡纸国内需求平淡且出口转弱（2023 年 4 月白卡及白板纸出口量 26.79 万吨，环比-8.17%、同比-12.18%），叠加联盛开机后新增产能投放压力较大，价格底部下探。特种纸价格韧性较强，中高端装饰原纸等品类供需格局较优订单饱满，Q2 价格支撑较强，H2 存在下调预期但价格调整幅度小于浆价跌幅，超跌低价浆预计 Q3-Q4 逐步使用，特种纸等浆系纸吨盈利逐季改善业绩弹性可期。

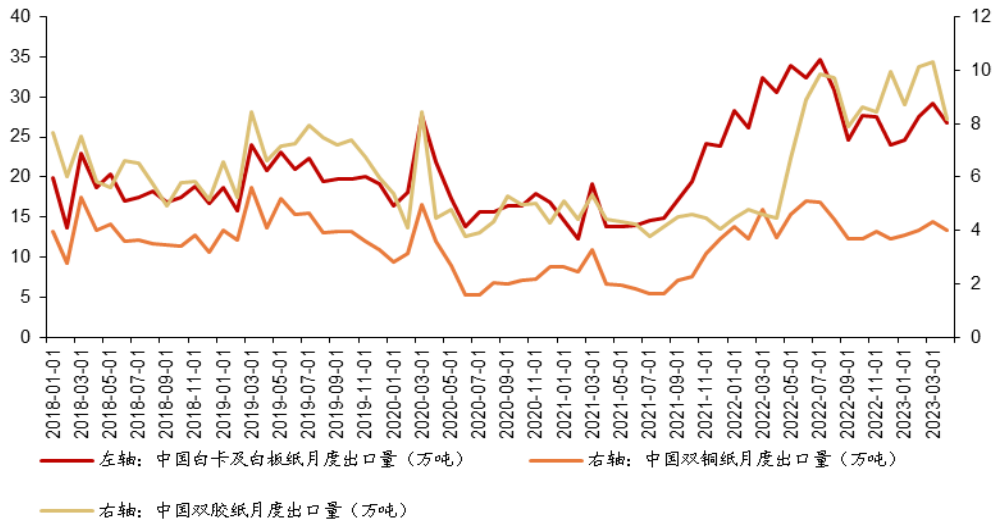
废纸系：4 月以来玖龙、理文等规模纸厂部分小幅探涨、刺激部分包装厂阶段性补库，但终端需求仍疲弱缺乏持续上涨条件，5-6 月规模纸厂连续下调出厂价，且固废成本价格局部下调成本支撑趋弱，判断短期内废纸价格弱整理为主。进口冲击方面，4 月箱瓦纸进口环比收窄，2023 年 4 月箱板纸进口量 42.37 万吨，环比+5.42%，同比+65.90%；瓦楞纸进口量 26.68 万吨，环比-16.81%，同比+49.42%，前期国内龙头应对进口纸的价格战损伤贸易商盈利，4 月国内纸价虽小幅探涨，下游阶段性补库结束后，需求无明显增量支撑，国内成品纸价格继续走低，进口纸价格优势不再明显，进口纸对国产纸的冲击性也在减弱。关注下半年终端需求复苏对价格的支撑情况、吨盈利伴随价格提涨有望改善。

图7：造纸 PPI 及库存周期复盘



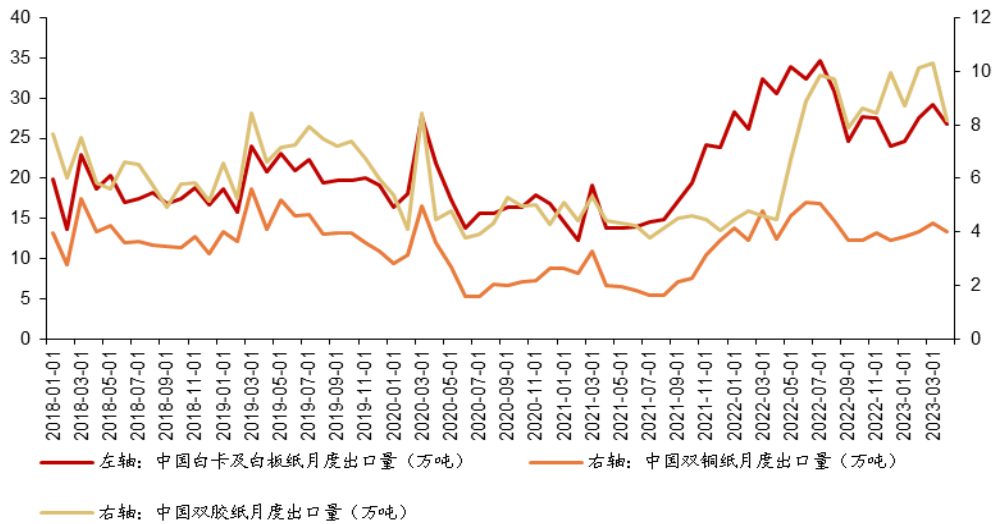
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8: 白卡纸及文化用纸出口量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 浙商证券研究所

图9: 白卡纸及文化用纸出口量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 浙商证券研究所

表5: 纸浆新增产能梳理

年份	国家	集团	产能/万吨	浆种	预计时间	2021年纸浆新增产能/万吨	2022年纸浆新增产能/万吨	2023年纸浆新增产能/万吨	2024年纸浆新增产能/万吨
2021	芬兰	斯道拉恩索	15	本色浆	21Q1	15			
	巴西	Bracell	160	阔叶浆	21Q4		160		
	美国	Domtar	15	本色浆	21Q1	22			
	美国	Domtar	-22	针叶浆	22Q1		-22		
	美国	Resolute	-10	阔叶/针叶浆	22Q1		-10		
2022	中国	亚太森博	-20	阔叶浆	22Q1		-20		
	智利	Arauco	-29	阔叶浆	22Q1		-29		
	芬兰	斯道拉恩索	63	阔叶/针叶浆	22Q1		63		
	中国	亚太森博	-10	阔叶/针叶浆	22Q4		-10		
	智利	Arauco	156	阔叶浆	22Q4-23Q1			156	
	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	22Q3		50		
	乌拉圭	UPM	210	阔叶浆	23Q1			210	
	中国	联盛	10	阔叶浆	2023年			10	
2023	越南	VNT19	35	阔叶浆	23Q4			35	
	巴西	CMPC	35	阔叶浆	23Q4			35	
	芬兰	Metsa Fiber	88	针叶浆	23Q3			88	
2024	巴西	Suzano	230	阔叶浆	23Q4-24Q1				230
2025	巴拉圭	Paracel	180	阔叶浆	2025年				
其他	巴西	Eldorado	230	阔叶浆					
	巴西	Euca Energy	210	阔叶浆	尚未确定				
23年后合计新增产能			1434			197	22	534	230

资料来源: RISI, 浙商证券研究所

表6: 细分各纸种及原料价格

	铜版纸	双胶纸	白卡纸	针叶浆	阔叶浆	化机浆	溶解浆	箱板纸	瓦楞纸	国债
21Q1	6476	6457	8441	850	640	588	7113	4930	4074	2288
21Q1同比	9.13%	0.47%	42.44%	44.07%	33.89%	22.76%	31.72%	14.65%	12.60%	4.71%
21Q1环比	16.02%	17.66%	24.49%	32.96%	33.40%	24.13%	26.82%	5.98%	8.47%	6.83%
21Q2	6835	6644	9087	984	781	661	8664	4960	3994	2225
21Q2同比	29.35%	19.30%	63.76%	63.73%	63.73%	27.36%	60.44%	27.93%	24.85%	16.19%
21Q2环比	5.54%	2.90%	7.65%	15.76%	22.03%	12.41%	21.81%	0.61%	-1.96%	-2.75%
21Q3	5446	5458	6173	873	697	510	7681	5104	4165	2392
21Q3同比	3.69%	0.74%	6.50%	48.72%	50.22%	7.82%	44.38%	14.13%	15.06%	12.20%
21Q3环比	-20.32%	-17.85%	-32.07%	-11.28%	-10.76%	-22.84%	-11.35%	2.90%	4.28%	7.51%
21Q4	5362	5517	6021	770	591	485	6826	5170	4248	2431
21Q4同比	-3.92%	0.53%	-11.20%	20.50%	23.13%	2.45%	21.72%	11.16%	13.10%	13.52%
21Q4环比	-1.54%	1.08%	-2.46%	-11.80%	-15.21%	-4.90%	-11.13%	1.29%	1.99%	1.63%
22Q1	5484	5886	6124	855	652	564	7275	4883	3856	2307
22Q1同比	-15.32%	-8.84%	-27.45%	0.59%	1.88%	-4.08%	2.28%	-0.95%	-5.35%	0.83%
22Q1环比	2.28%	6.69%	1.71%	11.04%	10.32%	16.29%	6.58%	-5.55%	-9.23%	-5.10%
22Q2	5592.10	6155.23	6372.05	1005.00	756.00	741.00	8730.00	4844.07	3724.21	2342.00
22Q2同比	-18.18%	-7.36%	-29.88%	2.13%	-3.20%	12.10%	0.76%	-2.34%	-6.75%	5.26%
22Q2环比	1.97%	4.57%	4.05%	17.54%	15.95%	31.38%	20.00%	-0.80%	-3.42%	1.52%
22Q3	5490.00	6253.00	5632.00	994.00	793.00	729.00	9300.00	4699.00	3458.00	2110.00
22Q3同比	0.81%	14.57%	-8.76%	13.86%	13.77%	42.94%	21.08%	-7.93%	-16.97%	-11.79%
22Q3环比	-1.83%	1.59%	-11.61%	-1.09%	4.89%	-1.62%	6.53%	-2.99%	-7.15%	-9.91%
22Q4	5657.74	6662.55	5299.19	954.15	827.99	674.33	8228.36	4478.66	3320.52	1969.23
22Q4同比	5.52%	20.76%	-11.99%	23.92%	40.10%	39.04%	20.54%	-13.37%	-21.83%	-19.00%
22Q4环比	3.06%	6.55%	-5.91%	-4.01%	4.41%	-7.50%	-11.52%	-4.69%	-3.98%	-6.67%
23Q1	5689.34	6693.90	5105.97	933.91	789.27	655.45	7286.36	4262.25	3126.10	1668.16
23Q1同比	3.74%	13.73%	-16.62%	9.23%	21.05%	16.22%	0.16%	-12.71%	-18.93%	-27.69%
23Q1环比	0.56%	0.47%	-3.65%	-2.12%	-4.68%	-2.80%	-11.45%	-4.83%	-5.86%	-15.29%

注: 针叶浆、阔叶浆以美元计价, 其余以人民币计价

资料来源: 卓创, 浙商证券研究所

3.1 特种纸: 超跌浆逐步到库, H2 盈利弹性显著

Q1 综合承压, Q2 环比改善, H2 使用超跌浆库存、盈利弹性显著, 当前位置建议布局。23Q1 以消化高价木浆库存为主, 同时终端需求修复节奏较缓, 细分纸种下游景气度差异导致龙头表现有分化, 华旺科技表现靓丽, 22Q4 环比 22Q3 有所改善, 23Q1 同比基本持平, 公司所处的中高端装饰原纸赛道景气度较高, 国内温和修复&出口增长旺盛, 支撑部分优势

产品 Q1 有所提价, Q2 订单饱满、供需格局良好, 预计产品价格盘稳定。Q2 因纸浆价格大幅下滑、主流厂家开展价格博弈导致前期提价较多的热转印纸、格拉辛纸等品种价格有所下跌。综合来看, 特种纸价格韧性较强、渠道黏性较高, 预计纸价调整幅度远小于浆价下跌幅度, 判断 H2 浆价低位震荡为主, 木浆继续拖累特种纸价格大幅下跌的概率较低, 随 Q3-Q4 逐步使用低价浆, 特种纸业绩有望逐季改善。

表7: 特种纸龙头业绩表现

冠豪高新	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	华旺科技	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	6.41	6.06	41.98	19.52	17.21	20.93	20.74	21.97	16.25	营业总收入	6.33	6.96	6.74	9.37	7.56	8.50	8.83	9.47	9.14
YoY	38%	-3%	568%	172%	168%	245%	-51%	13%	-6%	YoY	127%	78%	58%	82%	19%	22%	31%	1%	21%
归母净利润	0.28	0.47	1.18	-0.54	0.38	1.11	1.02	1.35	0.08	归母净利润	0.98	1.21	1.01	1.29	1.12	1.15	1.04	1.37	1.08
YoY	18%	20%	192%	-172%	37%	138%	-13%	-350%	-79%	YoY	174%	108%	28%	48%	15%	-5%	2%	6%	-4%
毛利率	19.15%	17.50%	16.67%	23.21%	14.54%	17.44%	14.12%	10.99%	10.00%	毛利率	25.28%	26.60%	23.56%	14.79%	21.42%	19.83%	15.63%	17.55%	14.08%
YoY	-2.60%	-2.55%	-7.33%	-4.05%	-4.61%	-0.06%	-2.55%	-12.22%	-4.54%	YoY	3.13%	1.30%	-3.84%	-8.13%	-3.86%	-6.77%	-7.92%	2.76%	-7.35%
净利率	4.23%	7.66%	5.73%	4.24%	4.12%	7.38%	5.34%	6.27%	0.22%	净利率	15.36%	17.24%	14.93%	13.67%	14.83%	13.42%	11.68%	14.37%	11.72%
YoY	-0.79%	1.51%	-0.60%	-6.17%	-0.11%	-0.28%	-0.39%	2.03%	-3.90%	YoY	2.52%	2.44%	-3.54%	-3.13%	-0.53%	-3.82%	-3.25%	0.69%	-3.10%
民丰特种纸	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	仙鹤股份	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	3.74	3.58	3.57	4.38	3.87	3.66	4.63	4.56	3.82	营业总收入	15.26	13.60	14.76	16.55	16.78	19.20	19.12	22.28	18.37
YoY	21%	8%	4%	18%	4%	2%	30%	4%	-1%	YoY	69%	21%	13%	10%	10%	41%	30%	35%	10%
归母净利润	0.16	0.16	0.24	0.03	0.16	0.04	-0.04	-0.01	0.03	归母净利润	2.80	3.29	2.94	1.14	1.46	2.08	2.13	1.43	1.22
YoY	99%	-9%	19%	-9%	2%	-74%	-116%	-126%	-79%	YoY	167%	85%	39%	-49%	-48%	-37%	-28%	26%	-16%
毛利率	20.25%	16.80%	17.76%	16.75%	13.69%	12.96%	7.81%	14.15%	10.01%	毛利率	22.45%	27.78%	19.67%	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%
YoY	-0.13%	-4.70%	-4.75%	-4.30%	-6.56%	-3.84%	-9.95%	-2.61%	-3.68%	YoY	-1.08%	3.62%	-3.55%	-1.94%	-10.92%	-13.58%	-7.86%	-2.64%	-1.53%
净利率	4.16%	4.49%	6.62%	0.70%	4.09%	1.16%	-0.84%	-0.18%	0.88%	净利率	18.38%	24.26%	20.00%	6.84%	8.73%	10.90%	11.24%	6.47%	6.67%
YoY	1.62%	-0.82%	0.84%	-0.08%	-0.07%	-3.33%	-7.46%	-0.88%	-3.21%	YoY	6.78%	8.45%	3.70%	-7.96%	-9.66%	-13.36%	-8.76%	-0.37%	-2.05%
恒丰纸业	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	五洲特纸	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	5.00	5.07	4.88	5.27	5.47	5.62	5.78	7.69	6.34	营业总收入	7.61	8.74	10.49	10.05	13.31	16.42	15.77	14.12	12.58
YoY	31%	-6%	8%	16%	9%	11%	19%	46%	16%	YoY	41%	42%	28%	53%	75%	88%	50%	40%	-5%
归母净利润	0.38	0.45	0.24	-0.05	0.23	0.26	0.47	0.34	0.25	归母净利润	1.13	1.48	0.53	0.76	1.03	1.11	0.10	-0.19	-0.30
YoY	138%	1%	-45%	-120%	-40%	-43%	94%	-723%	11%	YoY	16%	113%	-32%	-20%	-9%	-25%	-81%	-125%	-129%
毛利率	28.44%	27.33%	22.68%	4.36%	16.36%	15.86%	19.32%	17.87%	14.42%	毛利率	28.99%	21.58%	11.07%	11.14%	16.44%	14.10%	8.42%	-4.22%	3.42%
YoY	0.43%	-3.11%	-9.33%	-27.18%	-12.08%	-11.46%	-3.36%	13.51%	-1.95%	YoY	-0.66%	-0.87%	-7.01%	-13.57%	-12.55%	-7.48%	-2.65%	-15.37%	-13.02%
净利率	8.08%	9.52%	5.03%	-1.04%	4.27%	4.88%	8.18%	4.86%	4.05%	净利率	14.84%	16.96%	5.05%	7.56%	7.74%	6.73%	0.65%	-1.33%	-2.37%
YoY	3.55%	0.96%	-4.47%	-8.15%	-3.80%	-4.63%	3.15%	5.90%	-0.22%	YoY	-3.13%	5.64%	-4.36%	-6.81%	-7.09%	-10.22%	-4.40%	-8.89%	-10.11%
宜宾纸业	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	宜宾纸业	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	5.46	4.73	6.11	4.87	5.75	5.80	6.42	5.04	6.07	营业总收入	5.46	4.73	6.11	4.87	5.75	5.80	6.42	5.04	6.07
YoY	181%	27%	51%	-46%	5%	23%	5%	3%	5%	YoY	181%	27%	51%	-46%	5%	23%	5%	3%	5%
归母净利润	0.10	0.13	0.02	0.03	0.04	0.09	0.14	0.02	0.06	归母净利润	0.10	0.13	0.02	0.03	0.04	0.09	0.14	0.02	0.06
YoY	-130%	-144%	-105%	-55%	-58%	-29%	545%	-32%	51%	YoY	-130%	-144%	-105%	-55%	-58%	-29%	545%	-32%	51%
毛利率	11.12%	14.70%	8.94%	11.18%	8.09%	8.84%	7.88%	10.09%	8.28%	毛利率	11.12%	14.70%	8.94%	11.18%	8.09%	8.84%	7.88%	10.09%	8.28%
YoY	-2.96%	4.64%	6.04%	11.15%	-3.03%	-5.86%	-1.06%	-1.09%	0.18%	YoY	-2.96%	4.64%	6.04%	11.15%	-3.03%	-5.86%	-1.06%	-1.09%	0.18%
净利率	1.87%	2.66%	0.36%	0.69%	0.74%	1.54%	2.20%	0.45%	1.06%	净利率	1.87%	2.66%	0.36%	0.69%	0.74%	1.54%	2.20%	0.45%	1.06%
YoY	19.14%	10.29%	11.50%	-0.14%	-1.13%	-1.12%	1.84%	-0.24%	0.32%	YoY	19.14%	10.29%	11.50%	-0.14%	-1.13%	-1.12%	1.84%	-0.24%	0.32%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

产能拓张龙头集中度提升, 关注细分赛道供需格局变化。仙鹤股份 30 万吨食品白卡已于 23 年 4 月初投产、10 万吨特种纸产能预计 5 月投产, 未来广西 (250 万吨林浆纸)、湖北 (250 万吨林浆纸) 逐步推进; 五洲特纸已于 23 年初投产 2.2 万吨热转印纸, 预计 23Q2 转产 20 万吨格拉辛纸, 1.8 万吨描图纸、30 万吨化机浆于 23 年内陆续投产, 湖北一期规划 70 万吨箱板瓦楞纸及配套浆产能, 产业链向上延伸、打开中期成长空间; 华旺科技马鞍山 18 万吨特种纸一期 8 万吨装饰原纸产能预计 23 年 6 月投产。

表8: 特种纸新增产能投放

公司名称	纸种	拟新增产能(万吨/年)	预计投产时间
仙鹤股份	30万吨食品卡纸+10万吨特种纸	40	30万吨食品卡已于2023年4月投产, 10万吨特种纸预计5月投产
	湖北石首年产250万吨高性能纸基新材料项目	250	预计2024年完成一期投产
	广西来宾年产250万吨林浆纸一体化	250	预计2024年完成一期投产
华旺科技	18万吨特种纸项目 (8万吨装饰原纸+10万吨特种纸)	18	8万吨装饰原纸预计2023年中投产
	年产30万吨高性能纸基新材料 (食品、医疗及工业用纸)	30	-
五洲特纸	转印纸	2	2023年初已经投产
	描图纸	2	预计2023年9月投产
	武穴年产660万吨浆纸一体化项目 (410万吨特种纸)	660	-
	汉川年产449万吨浆纸一体化项目 (294万吨机制纸)	449	一期在建70万吨箱板瓦楞纸+配套浆预计24年底投产
冠豪高新	年产6万吨特种纸项目(热升华转印纸、特种包装纸)	6	预计2024年投产
	高档涂布白卡纸(食品包装纸)	30	预计2024年投产
民丰特纸	高档铝箔衬纸和离型原纸、烟用接装原纸、高档医用包装纸、仿透贴花纸等特种纸	3	预计2023年完成
	防油原纸和食品包装纸、离型原纸、热转印纸(非原纸)、透析纸和果袋纸	3	预计2023年完成
齐峰新材	装饰原纸	20	预计2025年完成
恒达新材	5万吨原纸项目、1万吨医疗和食品纸加工项目	6	预计2023-2024年投产
	新型包装用纸生产线项目	3	预计2024年投产

资料来源: 纸业联讯, 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 大宗纸: 终端需求弱复苏, 静待 H2 旺季催化

Q1 盈利筑底, Q2 环比改善, H2 需求旺季催化价格回暖, 底部位置建议左侧布局。文化纸 Q1 下游教辅教材、党建需求旺季略有提涨, Q2 受浆价大幅下滑&社会面订单不足影响, 价格向下调整; **白卡纸** H1 需求平平, 渠道库存较高, 5 月联盛开机后新增产能投放压力较大, 叠加木浆大幅下滑, 价格底部震荡。**箱板瓦楞纸** Q1 龙头停产压价应对进口冲击, 纸价下跌为主, 4 月规模纸厂小幅探涨以刺激下游补库, 但阶段性补库后终端需求未有明显起色, 5-6 月价格转跌, 国内市场动能不足、国产纸价格下探进口纸优势不再明显, 4 月进口量环比转弱, 关注 H2 需求旺季对价格的催化。用浆成本逐季下行&需求有序修复, 估值底部左侧布局。

龙头产能投放集中、长尾产能出清后, 格局有望优化, 太阳、玖龙、山鹰投放积极。太阳纸业预计于 23Q3 投产南宁一期 100 万吨箱板纸产能配套 50 万吨本色浆产能; 博汇纸业江苏基地年产 80 万吨特种纸、100 万吨高档包装纸板项目正在有序建设中; 山鹰国际 23 年公司预计新增原纸产能 107 万吨(浙江山鹰 77 万吨, 吉林山鹰 30 万吨瓦楞纸项目), 配套各造纸基地 50 万吨木纤维和 10 万吨秸秆浆产能。产业深度亏损阶段规模纸企逆势扩张, 本轮周期箱板瓦楞纸、白卡纸、双胶纸等细分新增产能较多, 长尾中小产能逐步出清后, 格局有望进一步优化。

表9: 大宗纸龙头业绩表现

玖龙纸业	19H1	19H2	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	太阳纸业	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	304.10	243.82	288.70	226.55	309.36	308.29	345.41	302.12	312.77	营业总收入	76.43	81.70	79.02	82.82	96.67	101.88	97.85	101.26	98.05
YoY	18%	-11%	-5%	-7%	7%	36%	12%	-2%	-9%	YoY	38%	68%	52%	26%	25%	24%	22%	22%	1%
归母净利润	22.59	16.00	22.79	18.90	40.02	30.99	27.75	5.01	-13.89	归母净利润	11.08	11.24	5.37	1.89	6.75	9.84	6.09	5.41	5.66
YoY	-48%	-55%	1%	18%	76%	64%	-31%	-84%	-150%	YoY	107%	181%	20%	-67%	-39%	-12%	13%	187%	-16%
毛利率	15.54%	15.44%	17.05%	17.58%	20.90%	18.99%	13.58%	10.83%	2.20%	毛利率	23.44%	22.14%	14.42%	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%
YoY	-8.98%	-6.51%	1.52%	2.14%	3.85%	1.40%	-7.32%	-8.15%	-11.38%	YoY	-1.15%	-0.59%	-8.15%	0.69%	-9.47%	-3.26%	0.08%	3.33%	-0.46%
净利率	7.49%	7.08%	7.94%	8.21%	12.95%	11.61%	8.09%	5.11%	-4.47%	净利率	14.54%	13.78%	6.82%	2.29%	6.99%	9.67%	6.24%	5.39%	5.80%
YoY	-9.35%	-7.76%	0.46%	1.13%	5.01%	3.40%	-4.86%	-6.49%	-12.56%	YoY	4.85%	5.51%	-1.86%	-7.36%	-7.55%	-4.12%	-0.58%	3.10%	-1.19%
荣晟环保	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	晨鸣纸业	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	4.70	5.84	6.01	7.60	6.09	6.85	6.39	6.30	5.41	营业总收入	102.06	69.67	85.89	72.58	85.15	81.61	86.80	66.48	61.56
YoY	35%	29%	35%	69%	30%	17%	6%	-17%	-11%	YoY	68%	-7%	1%	-16%	-17%	17%	1%	-8%	-28%
归母净利润	0.72	0.67	0.40	1.05	0.80	0.27	0.28	0.33	0.82	归母净利润	11.79	8.42	1.61	-1.17	1.14	1.16	0.10	-0.51	-2.75
YoY	39%	7%	-30%	75%	11%	-59%	-31%	-69%	2%	YoY	481%	169%	-71%	-118%	-90%	-86%	-94%	-56%	-342%
毛利率	17.98%	19.24%	12.04%	13.65%	10.05%	5.60%	5.53%	11.28%	13.20%	毛利率	29.08%	33.64%	15.25%	16.20%	16.19%	15.23%	12.36%	14.09%	10.52%
YoY	1.31%	2.21%	-5.48%	1.88%	-7.92%	-13.65%	-6.51%	-2.37%	3.14%	YoY	0.84%	11.07%	-8.91%	-2.61%	-12.89%	-18.41%	-2.89%	-2.11%	-5.67%
净利率	15.38%	11.43%	6.68%	13.85%	13.14%	3.96%	4.37%	5.25%	15.07%	净利率	12.21%	11.77%	0.72%	-0.53%	1.55%	1.74%	0.32%	0.24%	-4.35%
YoY	0.44%	-2.26%	-6.28%	0.45%	-2.25%	-7.47%	-2.31%	-8.60%	1.93%	YoY	8.74%	5.77%	-5.92%	-8.41%	-10.66%	-10.03%	-0.40%	0.77%	-5.90%
山鹰国际	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	博汇纸业	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	68.29	83.71	88.55	89.79	79.61	87.07	87.81	85.65	63.51	营业总收入	40.53	39.51	39.32	43.40	41.40	47.29	49.77	45.16	41.62
YoY	78%	40%	23%	13%	17%	4%	-1%	-5%	-20%	YoY	55%	26%	9%	-7%	2%	20%	27%	4%	1%
归母净利润	4.74	5.31	3.03	2.09	2.00	-0.72	-0.73	-23.11	-3.41	归母净利润	8.11	7.04	4.03	-2.11	1.81	2.52	1.80	-3.85	-4.97
YoY	106%	96%	-37%	-48%	-58%	-114%	-124%	-1207%	-271%	YoY	337%	760%	55%	-169%	-78%	-64%	-55%	82%	-375%
毛利率	14.91%	13.53%	9.61%	11.42%	10.70%	7.87%	7.14%	3.45%	7.72%	毛利率	33.42%	34.63%	21.81%	3.50%	14.92%	18.82%	14.79%	-2.32%	-4.60%
YoY	-8.21%	0.28%	-6.99%	-4.99%	-4.21%	-5.65%	-2.47%	-7.97%	-2.98%	YoY	11.76%	20.52%	2.41%	-11.16%	-18.50%	-15.81%	-7.01%	-5.82%	-19.52%
净利率	7.13%	6.64%	3.45%	2.28%	2.37%	-1.19%	-0.64%	-27.81%	-5.92%	净利率	20.00%	17.81%	10.24%	-4.86%	4.36%	5.33%	3.62%	-8.52%	-11.94%
YoY	1.16%	2.08%	-3.19%	-2.86%	-4.76%	-7.84%	-4.09%	-30.09%	-8.29%	YoY	12.89%	15.19%	3.00%	-11.45%	-15.64%	-12.48%	-6.62%	-3.65%	-16.31%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表10: 箱板瓦楞纸近期部分调价函

企业	纸种	调价函内容情况	
		通告时间	具体内容
重庆理文纸业	废纸	2023/6/2	自2023/6/2起, 价格将下调30元/吨
浙江嘉兴山鹰(吉安)纸业	白废	2023/6/1	自2023/6/1起, 价格将下调30元/吨
江西九江理文纸业	废纸	2023/6/1	自2023/6/1起, 价格将下调20元/吨
安徽马鞍山山鹰纸业	白废	2023/6/1	自2023/6/1起, 价格将下调30元/吨
江苏太仓玖龙纸业	废白废类	2023/6/1	自2023/6/1起, 价格将下调20元/吨
湖北荆州玖龙纸业	白废	2023/5/31	自2023/5/31起, 价格将下调30元/吨
福建漳州龙海联盛纸业	黄废	2023/5/30	自2023/5/30起, 价格将下调30元/吨
福州泉州玖龙纸业	黄废	2023/5/30	自2023/5/30起, 价格将下调30元/吨
广东东莞理文纸业	黄废一级	2023/5/30	自2023/5/30起, 价格将下调30元/吨
广东东莞玖龙纸业	黄废纸	2023/5/30	自2023/5/30起, 价格将下调30元/吨
华南山鹰基地	部分产品	2023/5/29	自2023/5/29起, 价格将下调20-50元/吨
四川乐山玖龙纸业	废纸	2023/5/27	自2023/5/27起, 价格将下调20元/吨
重庆玖龙纸业	白废	2023/5/27	自2023/5/27起, 价格将下调30元/吨
广东肇庆山鹰纸业	废纸	2023/5/26	自2023/5/26起, 价格将下调30元/吨
山东淄博博汇纸业	废纸	2023/5/26	自2023/5/26起, 价格将下调15-30元/吨
沈阳玖龙纸业	所有产品		自2023/5/26起, 价格将下调80元/吨
东莞玖龙纸业	涂布牛卡		自2023/5/26起, 价格将下调150元/吨
	白面牛卡		自2023/5/26起, 价格将下调100元/吨
	再生牛卡/瓦纸	2023/5/26	自2023/5/26起, 价格将下调30元/吨
	地牛		自2023/5/26起, 价格将下调50元/吨
泉州玖龙纸业	牛/地		自2023/5/26起, 价格将下调30元/吨

资料来源: 隆众资讯, 浙商证券研究所

推荐布局盈利逐季改善、业绩弹性明确的特种纸板块, 大宗纸底部位置安全边际较高, 关注价格催化, 建议左侧布局。持续推荐中高端装饰原纸龙头**华旺科技**(对应23年PE为12X, PB为1.9X处于历史30%分位), 特种纸平台型龙头**仙鹤股份**(对应23年PE为12X, PB为2.3X处于历史0.8%分位)。**太阳纸业**、**玖龙纸业**等PB均处于历史5%分位以内, 底部位置安全边际较高。

表11: 造纸龙头估值表

股票名称	总市值 (亿)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PB		PE	
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	PB	PB历史分位	2023E	2024E
造纸											
太阳纸业	293	397.67	401.17	442.23	28.09	29.96	35.94	1.24	0.50%	9.8	8.1
yoy		24%	1%	10%	-5%	7%	20%				
山鹰国际	101	340.14	409.57	458.49	-22.56	10.41	14.96	0.79	13.70%	9.7	6.8
yoy		3%	20%	12%	-249%	-146%	44%				
玖龙纸业	226	647.53	622.41	787.42	32.75	-14.24	42.80	0.43	1.50%	-15.8	5.3
yoy		5%	-4%	27%	-54%	-143%	-				
荣晟环保	44	25.63	28.75	38.19	1.68	3.49	4.76	2.14	38.90%	12.7	9.3
yoy		6%	12%	33%	-41%	107%	36%				
晨鸣纸业	109	320.04	343.60	357.71	1.89	13.66	22.10	0.81	16.90%	8.0	4.9
yoy		-3%	7%	4%	-91%	622%	62%				
仙鹤股份	155	77.38	96.22	120.12	7.10	11.79	15.95	2.30	0.80%	13.1	9.7
yoy		29%	24%	25%	-30%	66%	35%				
华旺科技	67	34.36	39.75	44.91	4.67	5.65	6.74	1.88	30.30%	11.8	9.9
yoy		17%	16%	13%	4%	21%	19%				
五洲特纸	57	59.62	72.21	85.28	2.05	5.55	7.41	2.80	3.00%	10.2	7.6
yoy		62%	21%	18%	-47%	171%	34%				
民丰特纸	19	16.71	-	-	0.15	-	-	1.34	41.70%	-	-
yoy		10%	-	-	-74%	-	-			-	-
恒丰纸业	23	24.56	-	-	1.29	-	-	0.95	40.10%	-	-
yoy		21%	-	-	27%	-	-			-	-
冠豪高新	63	80.86	80.09	98.11	3.87	4.81	6.09	1.29	5.90%	13.0	10.3
yoy		9%	-1%	22%	179%	24%	27%				

注: 红色采用Wind一致预期, 截至2023年6月9日

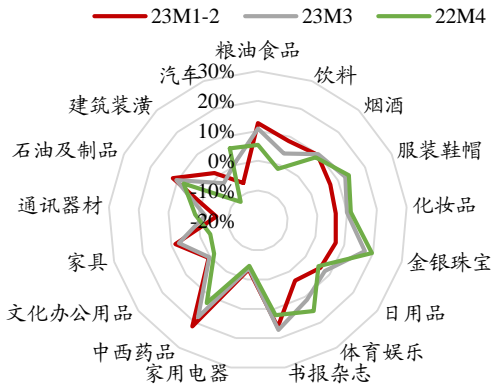
资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 截至2023年6月8日, PB为近5年历史分位

4 必选: 推荐必选龙头、消费升级、成本改善三条主线

主线一: 把握必选龙头估值低位, 后续业绩有望持续改善的布局良机。(1) 晨光股份: 业绩低点已过, 后续大学汛催化传统核心业务复苏加速。受23年1月疫情对线下消费及学校恢复正常教学秩序扰动, 文具需求整体呈弱复苏态势, 对23Q1晨光传统核心业务修复仍产生一定影响。展望后续, 我们认为晨光传统核心业务修复节奏有望逐步提速。原因主要为:

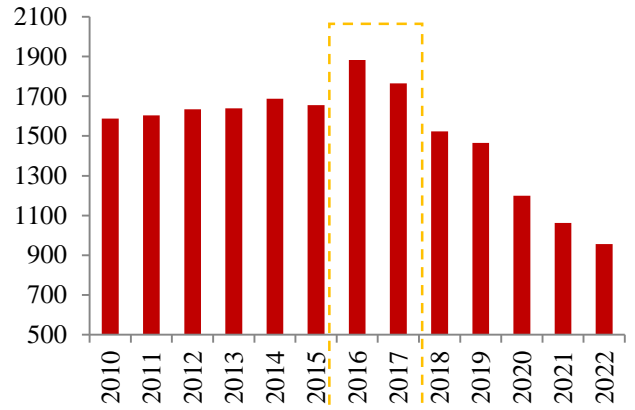
(1) 22Q2受外部环境影响低基数; (2) 疫情影响减弱, 线下消费有序复苏, 叠加学校恢复正常教学秩序, 对文具产品需求逐渐回暖; (3) 受益二胎政策, 2016-2017年出生人口数量为我国近年高点, 且今年2016-2017年出生儿童将达到入学年龄, 预计为9月大学汛带来可观文具增量需求。盈利端受益产品结构优化、产品开发减量提质、提高部分品类自制比例、内部精益管理等方式盈利能力持续修复。(23Q1归母净利润+21.02%)。我们预计23/24年归母净利润为17.61/22.06亿元, 对应PE分别为23X/18X。当前估值水平位于历史低位, 布局安全边际充足, 持续推荐。

图10: 文娱办公用品板块整体呈弱复苏趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图11: 2010-2022年我国出生人口数量(万人)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

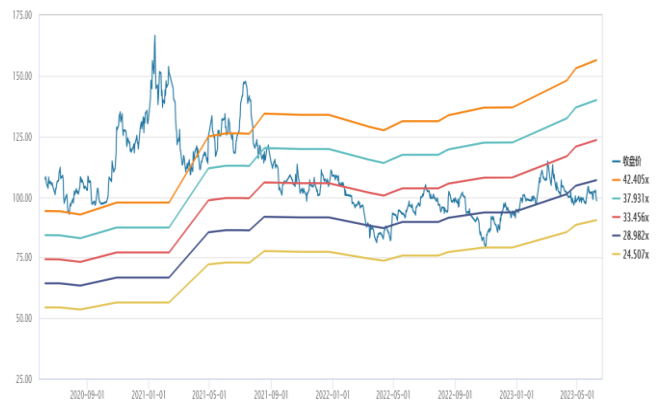
(2) 公牛集团: 经营韧性强, 中长期成长动能充沛。23Q1 受疫情、春节放假、及墙开在出货层面对经销商结构性欠货(23Q1 合同负债 8.66 亿元, 较 22 年末+100.46%) 等因素影响, 致使公司收入端增速略有放缓。我们认为后续随着疫情影响消散以及发货端逐步恢复正常, 公司 Q2 收入端增速环比 Q1 或有明显改善, 看好公司后续收入端恢复相对较快的增长趋势。从中长期角度看, 公司成长动能十分充沛。现金牛转换器业务份额绝对领先, 依托产品功能化升级持续兑现稳健增长。墙开份额已居行业首位, 并且在性价比和高端产品的 SKU 不断丰富, 对于水电等渠道布局日益完善影响下仍有望延续较快增速; LED 照明及其他生活电器产品受益装饰渠道综合化专卖化下与墙开联单率提升以及灯饰和电器产品矩阵不断完善目前增长动能强劲, 公司电工照明第二成长曲线持续兑现。智能无主灯及新能源业务行业空间广阔且增长迅速, 后续随着公牛份额提升对收入端贡献潜力深厚。我们预计 23-24 年公司归母净利润分别为 37.43/ 43.33 亿元, 对应 PE 分别为 23/20X。同时公司分红比例高, 2022 年公司现金分红比例达 62.21%, 上市以来现金分红比例长期高于 50%。考虑到公司中长期业绩成长动能充沛, 当前估值性价比突出及高分红, 持续重点推荐!

图12: 公牛集团财务数据一览(亿元)

公牛集团	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	30.78	37.60	36.36	36.07	33.34
YoY	20%	16%	14%	7%	8%
归母净利润	6.41	8.66	8.54	8.27	7.36
YoY	6%	6%	9%	44%	15%
毛利率	34.47%	37.13%	38.94%	40.98%	37.15%
YoY	-3.30%	-0.12%	-1.99%	8.71%	2.68%
净利率	20.80%	23.04%	23.42%	22.94%	22.06%
YoY	-2.78%	-2.06%	-1.17%	5.92%	1.26%
销售费用率	5.25%	4.81%	6.08%	6.57%	6.37%
管理+研发费用率	7.57%	6.59%	8.61%	8.18%	7.85%
财务费用率	-0.88%	-0.78%	-0.56%	-0.87%	-0.64%
经营性现金流	4.34	7.11	8.36	10.77	14.39
合同负债	0.00	3.80	4.85	4.32	8.66
应收账款	2.57	2.49	2.06	2.27	2.19
存货	12.35	14.26	13.47	12.85	9.71
ROE	5.79%	7.88%	7.73%	6.92%	5.76%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 公牛集团当前估值处于历史相对低位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

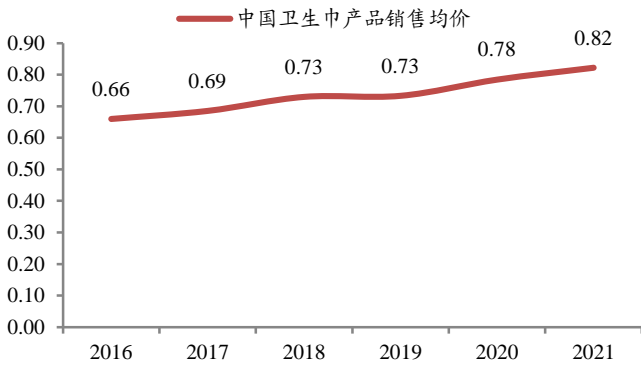
主线二：持续演绎消费升级逻辑的优质必选消费标的。疫后居民消费力及消费意愿复苏相对偏弱，市场普遍担心“消费降级”对消费类企业的扰动。我们认为当前消费降级趋势对必选消费品类的扰动不明显。原因主要为：

(1) 如卫生巾、生活纸、牙膏等必选品类单价偏低，消费者对价格变动不敏感，并且消费者仍然愿意为更具功能化、质量更优的产品付出一定溢价。例如近年来我国卫生巾产品片均价仍不足 1.0 元，且呈持续提升趋势。消费者对于口腔护理产品的功能性要求也更加细化，推动口腔护理产品向功能化方向持续升级。**因此我们认为消费升级逻辑在低单值的必选消费品类仍在演绎，推荐关注百亚股份、登康口腔。**

百亚股份：全国化扩张逻辑持续兑现，费用投放效率提升带动盈利显著提高，持续重点推荐！公司在核心五省品牌势能强劲且份额对标重庆仍然有宽广成长空间，线上渠道持续实现高速增长，外围省份协同线上渠道有序扩张，公司全国化扩张逻辑持续兑现。同时公司今年加大对中高端大健康系列推广力度，驱动渠道费用投放效率明显提升，公司盈利能力伴随产品结构优化、费用投放效率提升、规模效应释放显著改善。我们预计 23/24 年公司归母净利润分别为 2.73/3.52 亿元，对应 PE 分别为 26/20X，持续重点推荐。

登康口腔：公司为抗敏牙膏领域绝对龙头，后续通过产品持续高端化升级及多元化品类布局，渠道端进一步完善下沉市场布局并切入抖音等势能强劲线上平台，预计 23 年收入及利润均表现稳健。中长期公司拟向口腔大健康全产业链延伸，切入口腔医疗、口腔诊所、口腔正畸、口腔美容等领域，未来公司业务成长空间宽广。我们预计 23/24 年公司归母净利润分别为 1.59/1.86 亿元，对应 PE 分别为 38/33X。

图 14： 2016-2021 年我国卫生巾片均价稳步提升（元/片）



资料来源：Euromonitor，华经产业研究院，浙商证券研究所

图 15： 消费者关注口腔护理产品功能性

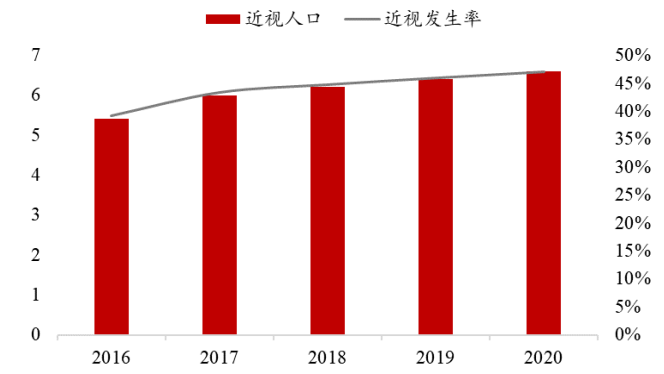


资料来源：《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，浙商证券研究所

(2) 如近视防控镜片等具有强功能、低渗透率、需求偏刚性的产品同样使得相关企业产品结构升级优化趋势延续。我国近视防控需求旺盛，近视管理产品销售有望持续高增。我国对于儿童青少年近视防控需求旺盛。近视人口方面：根据国家卫健委及欧睿咨询《中国镜片行业白皮书》中披露数据，至 2020 年我国近视人口数量已达 6.6 亿人，近视发生率已高达 47.1%。政策方面：我国《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出至 2030 年我国 6 岁儿童近视率控制在 3%左右，小学生近视率下降到 38%以下，初中生近视率下降到 60%以下，高中生近视率下降到 70%以下。因此在近视人口数量及政策双重催化下，我们认为 OK 镜、离焦镜、阿托品等对延缓近视增长具有良好效果的产品需求端有坚实支撑。同时目前离焦镜产

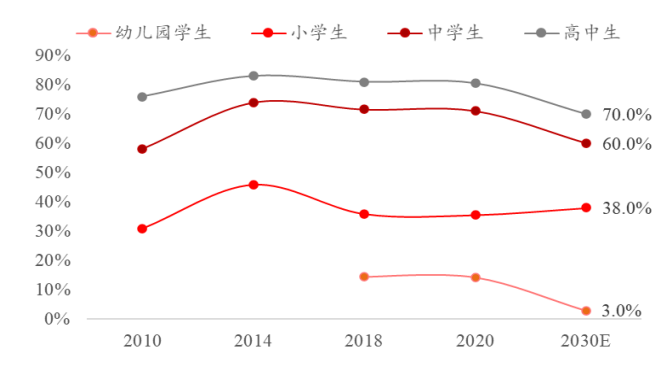
品不断推新, OK 镜拟降低验配渠道门槛及纳入集采等举措, 在一定程度上都有望推动近视管理类产品渗透率及消费者认知度的快速提高。推荐关注受益离焦镜渗透率提升推动产品结构升级优化盈利显著改善的**明月镜片**。

图16: 我国近视人口及近视发生率(亿人)



资料来源: 欧睿咨询《中国镜片行业白皮书》, 浙商证券研究所

图17: 我国青少年儿童近视率距离政策目标仍有差距



资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所

明月镜片: 公司为我国国产镜片龙头, 产品力、渠道力、品牌力均行业领先。同时公司充分卡位高景气离焦镜赛道, 产品端公司轻松控 Pro 12 个月临床数据表现优异, 产品力得到持续验证。并且公司离焦镜产品 SKU 已扩充至 18 个, 覆盖 1.60、1.67、1.71 三个折射率, 价格带覆盖 1500-3000 元+, 产品矩阵日益丰富。渠道端, 公司推动直销、经销、医疗渠道协同发展。其中零售渠道公司直接与间接合作的终端门店数量达数万家, 其中八成客户已开始销售轻松控系列产品。公司后续资源会进一步聚焦 Top 级客户, 给予一定营销资源、物料等方面的倾斜, 促进公司在 Top 级客户端份额占比提升。医疗渠道已与多家代理商签订合同, 成为公司离焦镜销售重要渠道补充。我们预计 23/24 年公司归母净利润分别为 1.68/2.12 亿元, 对应 PE 分别为 52/42X。

主线三: 受益原材料成本回落盈利弹性释放的生活纸&个护代工龙头。 22 年受石油、纸浆等大宗原料价格持续高位运行影响, 生活用纸企业及部分个护代工企业利润端承压显著。22H2 石油价格逐步回落, 22 年底浆价有所松动, 23Q2 后受 Arauco 及 UPM 产能投放影响浆价加速回落。考虑到生活用纸企业木浆库存, 我们预计低价浆有望于 23Q2 后逐步反应在报表端, 带动盈利弹性快速释放。同时从收入端看, 受益疫后消费复苏生活用纸企业收入端平稳修复, 23Q1 维达收入同比+15.5% (按固定汇率计算), 洁柔收入同比+9.35%。我们预计下半年随着生活纸企盈利改善, 在促销端或更为积极, 催化收入端增速进一步向上修复。22 年疫情压力下中小品牌商加速出清, 以宝洁、苏菲、尤妮佳等头部个护品牌份额进一步提升, 豪悦护理等头部个护代工企业凭借其优质客户资源优势代工业务快速回暖, 23Q1 豪悦收入同比+23%, 预计全年收入快速增长表现延续。推荐**维达国际、中顺洁柔、恒安国际、豪悦护理**等生活纸及个护代工龙头。

维达国际: 公司运营稳健, 高端化进展顺利&电商龙一地位稳固, 个护品类开始逐步放量, 且受益浆价回落下半年利润弹性有望大幅改善。同时我们认为公司控股股东减持计划对公司实际生产经营端影响有限, 包括 Tempo 在内的品牌授权均为永久免费授权, 并不会因股东减持计划而有所改变。因此, 我们看好公司在产品持续高端化升级、个护产品稳健向好、

电商渠道持续快速增长等因素驱动下份额稳定向上，仍然看好公司长期成长。我们预计 23/24 年公司归母净利润分别为 13.5/ 16.5 亿港元，对应 PE 分别为 17/14X。

中顺洁柔: 公司为我国生活用纸龙头，内部管理得到理顺，品牌及产品端持续优化升级，且盈利弹性有望随浆价回落及提价和渠道优化释放。我们预计 23/24 年归母净利润分别为 6.73/ 8.19 亿元，对应 PE 分别为 23/19X。

恒安国际: 公司为我国生活纸及个护产品龙头，近年来持续推进产品升级及品牌高端化策略，并加强电商、新零售等快速发展渠道建设，助力公司份额稳中有升。利润端也有望随木浆价格回落，于 23H2 逐步释放利润弹性。我们预计 23/24 年归母净利润 29.32/32.74 亿元，对应 PE 分别为 12/11X。

豪悦护理: 公司是婴儿纸尿裤领域 ODM 的绝对第一，研发和制造能力突出、核心客户深度绑定，23 年新产品易穿脱经期裤/拉拉裤、透气新型材料的推广均值得期待。利润端受益石化及木浆相关原料价格回落，新品推出优化产品结构有望改善。我们预计 23/24 年公司归母净利润分别为 5.43/ 6.71 亿元，对应 PE 分别为 14/11X。

5 出口：汇兑弹性值得期待，关注低估值高成长个股

1) 库存：有序去化，Q3 或能恢复常态

库存增速与我国出口增速关联度较高，本轮海运周期影响出口增速提前下行。复盘看我国对美出口增速与美国库存增速关联度较大，累库阶段（库存增速上行）对应我国出口增速持续上行，去库阶段（库存增速下行）对应我国出口承压。21-22 年海运周期出现较大变化，对应我国出口增速周期变化略有提前。

图 18： 对美出口额增速与美国零售商库存增速

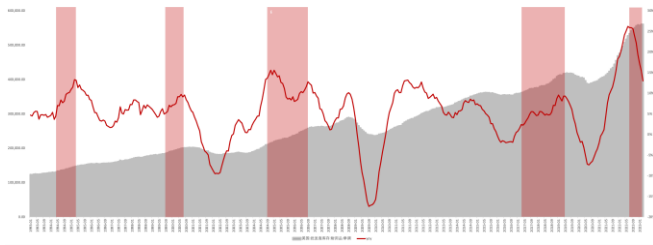


资料来源：Wind，浙商证券研究所

库存增速优化， Q3 或能恢复常态。 随着基数扩大与库存消化，库存增速维持快速下行趋势。23 年 4 月，**美国批发商可选品库存：** 5635 亿美元（yoy+11.1%），环比绝对值维度去库实际一般，但库存增速随基数扩大从 22 年 6 月最高点 26.18% 快速下行；**批发商必选品库存：** 3522 亿美元（yoy-0.49%），环比缓慢去库中，库存增速从 22 年 6 月最高点

24.68%已快速下降。展望 Q3，随着基数扩大与环比库存下行，库存增速将持续下行趋势并于 Q3 下降至 0%左右，其中必选品库存增速预计将更早恢复常态。

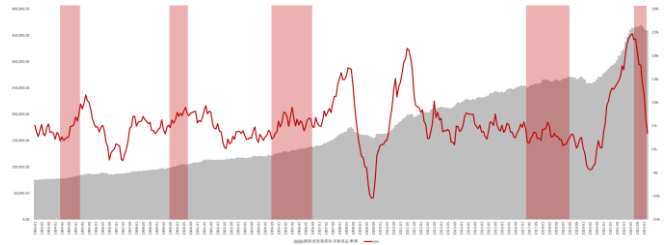
图19: 美国耐用品库存与增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 红色区域为加息周期

图20: 美国非耐用品库存与增速



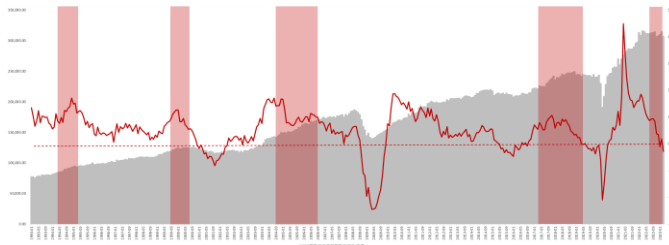
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 红色区域为加息周期

2) 需求: 可选环比维持韧性, 必选高通胀下环比略有下行

需求仍维持韧性。需求端表现看, 持续加息下需求端实际维持稳定。分品类维度, 可选品环比维持稳定, 同比随基数扩大, 增速下行, 23 年 4 月增速下行至 -3.51%, 必选品环比或受通货膨胀及加息影响环比下降, 同比增速截至 4 月下降至 -3.39%, 已经进入负增长区间, 但整体仍维持在较高水平, 增速变化主要系基数影响。

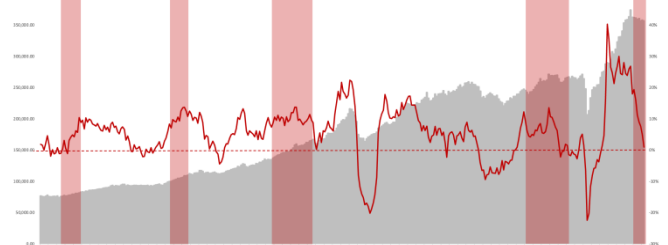
图21: 美国批发商耐用品销售额与增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 红色区域为加息周期

图22: 美国批发商非耐用品销售额与增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 红色区域为加息周期

降息预期延后, 23 年利率或持续维持高位, 本轮仍需持续关注需求端对库存周期影响。根据 FedWatch, 预计 24 年 1 月会议开始才能进入降息周期, 我们复盘历史, 历轮加息周期后期需求端压力多有持续扩大趋势, 本轮虽去库周期或逐步结束, 但仍需观察需求端变化对补库周期影响。

图23: 市场利率预期

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.8%	25.2%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.0%	52.3%	13.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	36.2%	47.6%	12.1%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	19.1%	41.5%	31.0%	6.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	10.6%	30.5%	36.2%	18.5%	3.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.0%	25.0%	34.6%	23.4%	7.4%	0.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.8%	22.3%	33.1%	25.2%	10.0%	1.9%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.8%	23.7%	32.0%	23.2%	8.9%	1.7%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	6.4%	18.8%	29.3%	26.1%	13.6%	4.1%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.8%	5.6%	17.0%	27.8%	26.6%	15.4%	5.4%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.6%	4.5%	14.3%	25.2%	26.9%	18.1%	7.8%	2.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.5%	3.5%	11.7%	22.3%	26.4%	20.4%	10.6%	3.7%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: FedWatch, 浙商证券研究所

3) 利润: 人民币贬值, 出口盈利弹性可期

汇率破 7.1, 测算盈利弹性突出。截至 6 月 9 日, 美元人民币汇率 7.13, 环比 Q1 均值下跌 4.21%。我们测算, 人民币每跌 1%, 对匠心家居、海象新材等出口个股的 Q2 净利率贡献将超 1%, 看好出口赛道强 α 个股 Q2 业绩兑现。

图24: 离岸美元兑人民币



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 测算人民币贬值 1% 对 Q2 净利率影响

公司	测算人民币贬值1%对Q2净利率影响
匠心家居	1.37%
海象新材	1.27%
玉马遮阳	1.42%
共创草坪	1.47%
嘉益股份	1.47%

资料来源: 浙商证券研究所测算

4) 标的: 推荐低估值高成长具有独立逻辑的优质个股

考虑需求端或有压力, 本轮推荐关注此前业绩压力大, 目前低估值预期高成长在海外需求压力期仍有望展现 α 的优质个股。

海象新材: 大客户拓展&供应链转移受益, 业绩有望持续释放。公司 22H2 切入海外品牌商龙头 SHAW, 23 年大客户有望持续放量驱动产能消化, 此外核心竞争对手受制裁, 越南供需格局大幅改善, 保证盈利能力维持高位, 当前 PE 10X。

匠心家居: 下游客户稳健去库, 自主品牌建设发力。22 年海外客户持续去库, 公司业绩承压, Q1 环比改善趋势明显, 叠加部分新品表现亮眼, 预计 Q2 延续快速修复。自主品牌 23 年渠道端建设发力, 有望驱动长期成长, 当前 PE 14X, 在手现金 23 亿+, 股息率 3%, 性价比较高。

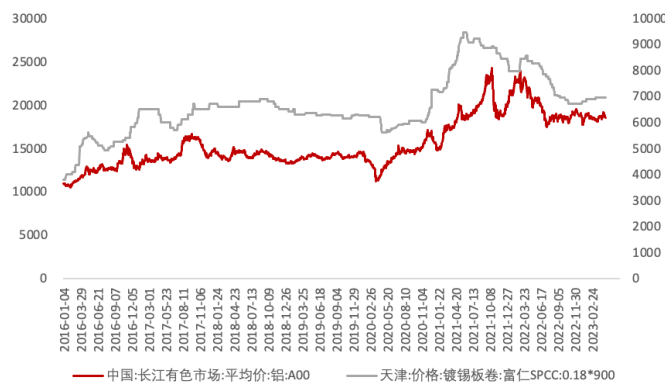
嘉益股份: Stanley 订单饱满, 积极扩产成长确定性高。嘉益 22 年伴随 Stanley 实现爆发增长, 23 年订单依旧饱满, Stanley 在美国呈现持续缺货状态, TikTok 等社交平台热度持续维持高位, 24 年越南产能投产扩张国际供应链。

中宠股份: 2H2 宠食海外进入去库阶段, 行业出口额持续下滑, 23M4 随着海外库存有序去化, 宠物食品出口额+11%, 去库压力期结束, 行业将回到稳步成长阶段。从上市龙头看中宠 4 月出口明显改善, 5 月实现正增长, 边际改善趋势显著, 考虑宠食需求韧性, 预计库存消化完毕后行业将恢复稳健成长。国内市场方面, 本轮 618 爆品打法卓有成效, 顽皮主推 62%鲜肉添加猫粮产品, 618 表现靛眼, 展现强 α 。

6 包装: 原材料下行, 静待需求修复

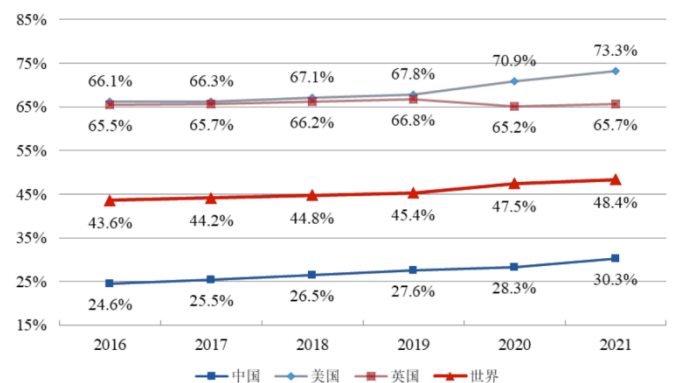
金属包装: 两片罐海外产能盈利优势显著, 国内格局缓慢优化。金属包装行业格局历经多年出清行业格局略有优化, 但龙头产能仍持续扩张, 整体格局优化缓慢, 奥瑞金预期二片罐每年新增 10+亿罐, 昇兴股份云南项目释放+现有产能技改, 宝钢包装预期每年新增 10-20 亿罐, 行业年产能增量或超 25 亿罐。而产业行业核心下游啤酒罐化率每提升 1pct, 2 片罐需求预计增长 11.54 亿罐, 截至 21 年我国两片罐罐化率 30.3%, 同比+2pct, 对比美英仍有明显差异, 长期增长空间广阔, 但产能预期增量将充分消化新增需求, 国内格局优化相对缓慢, 叠加行业淡季对应 22Q4、23Q1 跟随铝价下行分别下调价格 1-2 分, 部分压制收入、利润释放。对比来看拥有高需求景气度、高盈利能力东南亚产能的企业业绩表现更佳。展望 23H2, 东南亚产能预计持续贡献核心利润, 国内市场年度维度供需保持相对稳定, 但 Q2-Q3 进入两片罐核心下游旺季需或存在供需短期紧张, 叠加原材料低位震荡, 23H2 龙头盈利值得期待。

图26: 核心原材料价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 啤酒罐化率



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

塑料包装: 原油价格进一步下行, 塑料循环包装渗透趋势不改。布伦特原油截至 5 月 31 日收 72.6 美元/桶, 相比 3 月 31 日下跌 9%, 预计塑料包装中**永新股份**等石油反周期属性较为明显的个股 Q2-Q3 盈利有望延续修复趋势。**喜悦智行**塑料循环包装租赁业务快速渗透, 新能源汽车、光伏等行业持续内卷下塑料循环包装作为降本增效重要来源行业成长性

依然值得期待，从公司维度看下游宁德时代新订单 Q3 有望开始加速出货，公司亦在持续推进医药、光伏等领域客户拓展，当前市值下建议关注。

图28: 原油价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7 风险提示

- 1) 贸易环境恶化，主要影响出口相关企业。
- 2) 地产波动风险。家居下游需求主要来自新房二手房，受地产销售及竣工波动影响。
- 3) 原材料价格上涨，包括浆价、木材、TDI、MDI等影响。
- 4) 纸价涨幅低于预期。纸价主要受下游需求影响。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>