

## 基本面底部向上，把握龙头价值低估

轻工制造行业

推荐 (维持评级)

### 核心观点:

#### ● 家居：需求稳步复苏，把握龙头价值低估

1) 地产端仍然向好，存量房需求逐步释放。销售维持弱复苏态势，4月以来边际有所放缓；竣工在保交楼带动下快速修复，未来将对家居需求形成支撑。同时，存量房需求逐步释放，二手房交易市场存在较大发展空间，旧房翻新需求将跟随商品房销售历史趋势快速增长。

2) 家居需求持续复苏，看好 Q2 业绩表现。疫后线下客流明显复苏，前期延期需求得到集中释放，家居消费稳步复苏。家居龙头信心十足，积极推动营销策划，对整家套餐内容及性价比进行升级，315 活动前端销售订单反馈表现良好，预计将于 Q2 体现至报表端。

3) 品类融合提高客单值，整装拓展空间广阔。家居龙头持续拓展完善产品布局，品类延伸支撑业绩增长，橱柜系企业位于装修顺序前端，品类拓展更为顺利。同时，整家战略推动品类协同，客单价提升效果突出，未来产品升级&品类协同&空间拓展等仍具备较大空间。定制龙头持续加码整装渠道，同装企建立合作，实现流量前置，进而拓展增量空间。

家居估值处于底部，龙头性价比突出，2023 年 6 月 21 日，家居用品板块 10 年 PE 分位点为 3.82%，欧派家居/顾家家居上市以来 PE 分位点为 1.06%/4.98%。建议关注：定制龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌厨柜】；软体龙头【顾家家居】、【慕思股份】。

#### ● 造纸：浆价降至低位，关注盈利弹性释放

1) 浆纸系：浆价快速下行，看好高端文化纸&特种纸需求。Arauco 156 万吨、UPM 210 万吨木浆产能均已投产，带动浆价降至低位。成本下降&需求疲软，成品纸价格下滑、盈利能力回落。预计印刷新规出台将使教辅教材需求增长 10%~20%，且二十大以后党建刊物需求将逐步释放，高端文化纸需求有望保持坚挺。同时，特种纸竞争格局优良，下游需求稳健扩张，有望在浆价下行中实现盈利弹性。

2) 废纸系：需求表现疲软，静待经济复苏。废黄板纸价格企稳，库存水平降至历史低位，预计后续将产生补库需求。瓦楞纸产能增长有限，箱板纸 2023 年产能增长预计超 10%。同时，终端需求疲软导致库存水平维持高位，成品纸价格持续下滑，盈利能力整体呈现震荡态势。

建议关注：浆纸系龙头【太阳纸业】、【岳阳林纸】，特种纸龙头【仙鹤股份】。

#### ● 风险提示：宏观经济下行；房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧。

### 分析师

陈柏儒

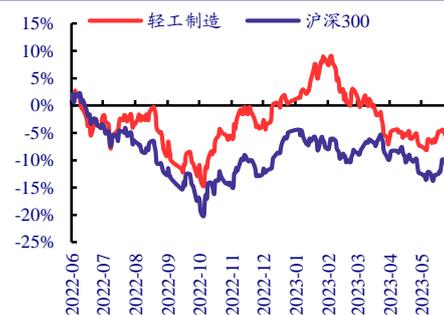
☎: 010-80926000

✉: chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

### 行业数据

2023-06-21



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院整理

## 目录

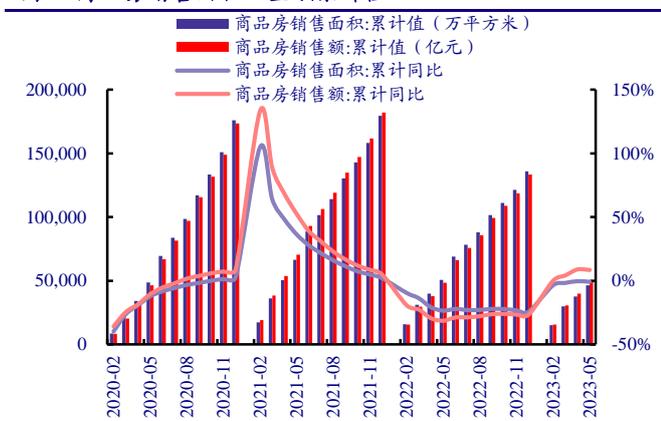
<b>一、家居：需求稳步复苏，把握龙头价值低估</b> .....	<b>2</b>
（一）地产端仍然向好，存量房需求逐步释放.....	2
（二）家居需求持续复苏，看好 Q2 业绩表现.....	4
（三）品类融合提高客单值，整装拓展空间广阔.....	5
<b>二、造纸：浆价降至低位，关注盈利弹性释放</b> .....	<b>9</b>
（一）浆纸系：浆价快速下行，看好高端文化纸&特种纸需求.....	9
（二）废纸系：需求表现疲软，静待经济复苏.....	14
<b>三、风险提示</b> .....	<b>16</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>17</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>18</b>

## 一、家居：需求稳步复苏，把握龙头价值低估

### (一) 地产端仍然向好，存量房需求逐步释放

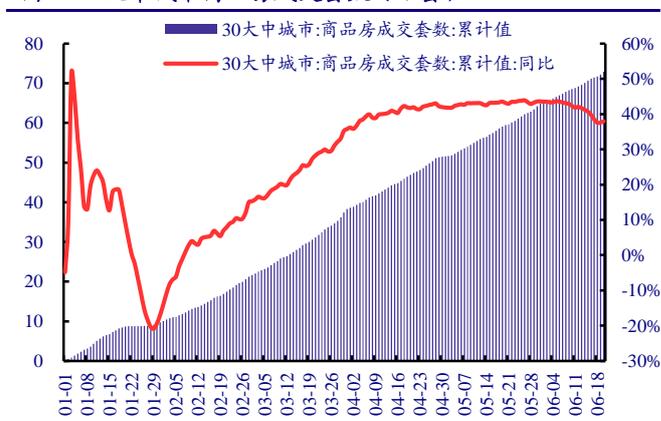
新房销售维持弱复苏，边际有所放缓。政策支持下合理住房需求稳步释放，带动地产销售实现复苏，2023年1~5月，商品房销售面积及金额分别达到4.64亿平方米、4.98万亿元，分别同比变动-0.9%、+8.4%。30大中城市数据来看，自春节节后以来，新房市场实现快速修复，累计增速自底部攀升至40%+，4月以来边际放缓，截至2023年6月20日，30大中城市成交套数为72.92万套，同比增长37.95%。

图 1. 商品房销售面积及金额累计值



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

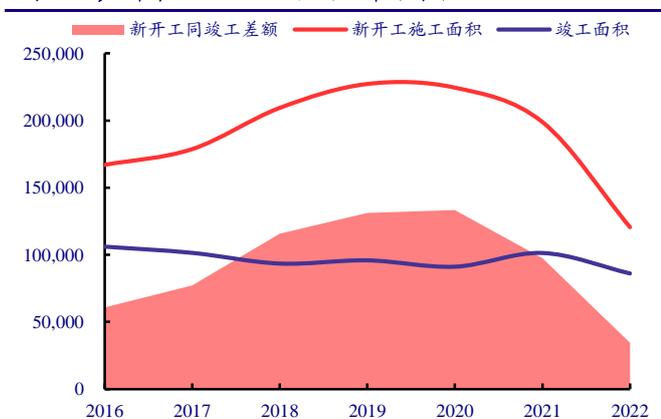
图 2. 30 大中城市商品房成交套数（万套）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

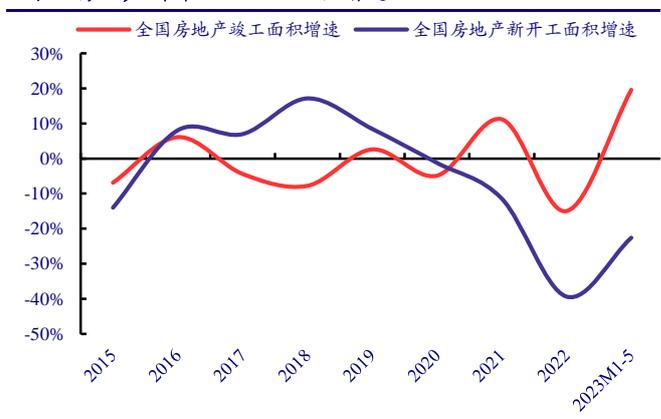
保交楼推动竣工修复，家居需求有望得到提振。2022年7月，中共中央政治局会议首次提出“保交楼”工作任务，各地先后提出相关政策措施，随后中央层面多次发布政策支持房企融资需求。2023年以来，伴随保交楼政策的落地实施，前期积累的大量未完工项目加快完工，竣工面积实现快速修复，2023年1~5月，全国房屋竣工面积达到2.78亿平方米，同比增长19.6%，其中5月单月实现竣工0.41亿平方米，同比增长24.38%。

图 3. 地产新开工、竣工面积（万平方米）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 4. 房地产新开工、竣工面积增速



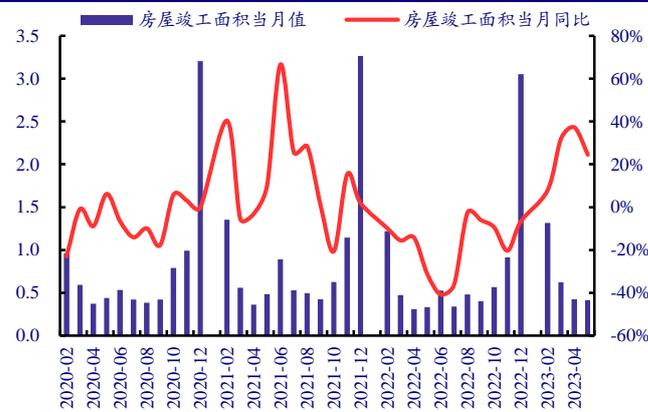
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 5. 房屋竣工面积累计值及同比 (亿平方米)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 6. 房屋竣工面积当月值 (亿平方米)



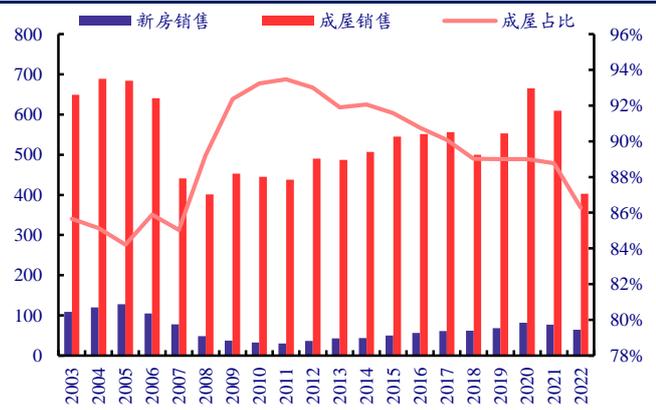
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

**存量房需求逐步释放, 二手房交易&旧房翻新支撑长期需求。** 存量房需求可被划分为二手房交易需求和旧房翻新需求。

二手房交易方面, 我国目前已经处于城镇化进程的中后期, 一线城市的新建住房市场趋于饱和, 房地产行业逐步迈入存量时代。对标美国, 我国二手房交易市场还存在较大发展空间, 美国成屋销售占有所有房屋销售比例保持在 85% 以上, 而我国 2020 年商品房住宅销售中二手房仅占比 43.7%。

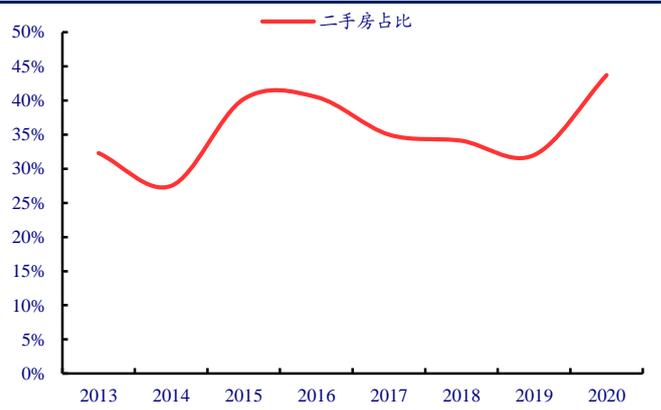
旧房翻新方面, 据智研咨询统计数据显示, 有 78.32% 的人群期望二次装修年限在 5-15 年之间。而自 2007 年起, 我国商品房销售面积快速增长, 预计随着时间的推移, 未来旧房翻新需求将跟随商品房销售历史趋势同步增长。

图 7. 美国房地产市场销售结构 (万套)



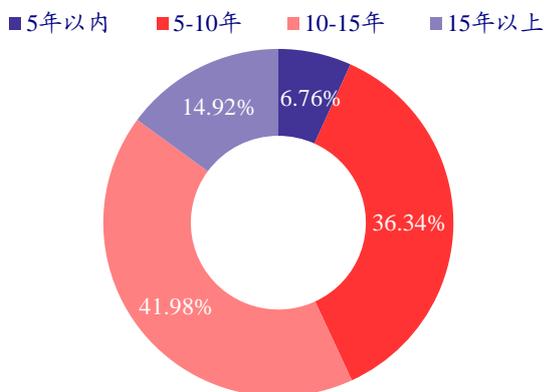
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 中国二手房销售额占比



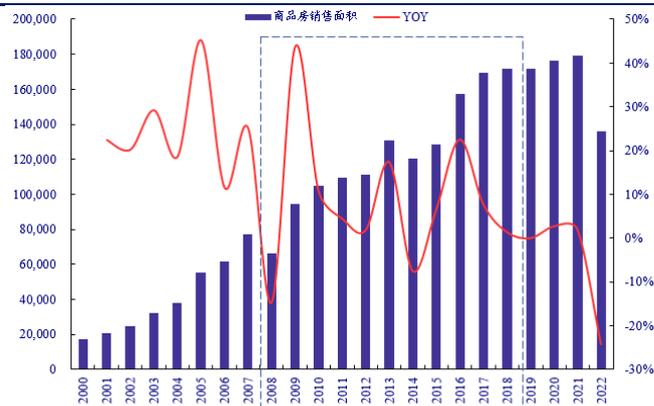
资料来源: 贝壳研究院, 中国银河证券研究院

图 9. 重新装修期望年限



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

图 10. 历年来中国商品房销售面积 (万平方米)



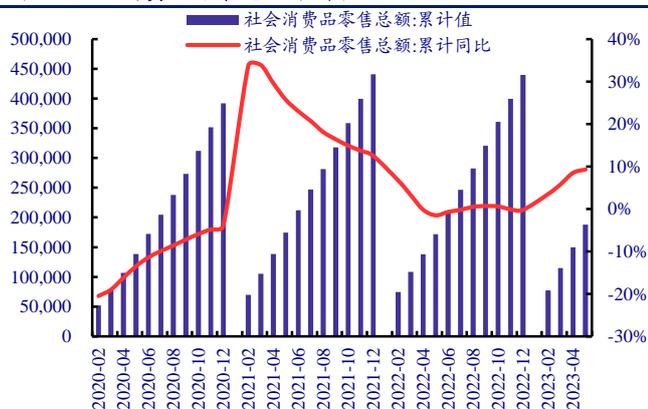
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**看好政策持续托底, 地产修复趋势料将延续。**青岛 6 月 2 日发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》, 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; 非限购区域首付比例首套最低调整为 20%、二套最低调整为 30%。我们认为, 后续政府仍有望针对地产发布一定支持政策, 带动地产端景气度持续修复。

## (二) 家居需求持续复苏, 看好 Q2 业绩表现

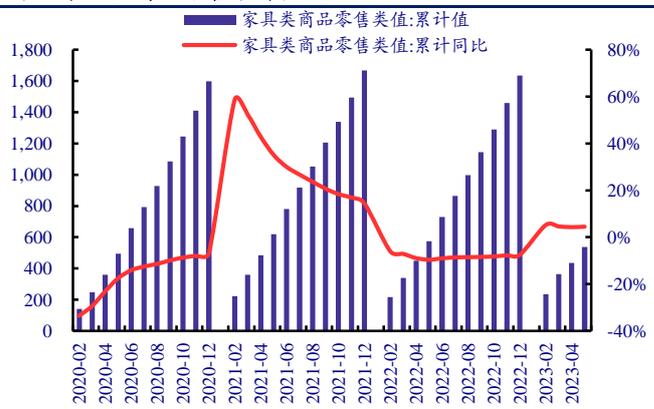
**消费需求稳步复苏, 家居需求持续回暖。**整体来看, 疫后线下客流明显复苏, 消费需求快速释放, 2023 年 1~5 月, 社零总额为 18.76 万亿元, 同比增长 9.3%, 其中 5 月单月实现 3.78 万亿元, 同比增长 12.7%。家居方面, 前期疫情反复降低消费意愿, 线下消费流程受到抑制, 家具行业重线下消费, 定制、软体线下渠道占比预计超 8 成, 且大部分家居需求为刚需, 因此造成大量积压。伴随疫情制约因素解除, 2023 年延期需求集中释放, 家居需求持续回暖, 2023 年 1~5 月, 家具零售额为 537.5 亿元, 同比增长 4.5%, 其中 5 月单月实现 115.4 亿元, 同比增长 5%。

图 11. 社会消费品零售总额累计值 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 3. 家具类商品零售累计值 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

**行业集中度持续提升, 家居龙头规模稳步扩张。**整体来看, 家居龙头在行业稳步发展阶段具备更好的业绩表现, 而在行业承压有所下滑时则表现稳健。2022 年, 家居类零售额同比

下降 7.5%，而家居龙头大多维持正增长。2023Q1 整体业绩表现弱于行业，主要是因为 2022 年第四季度因外部因素导致家居需求受阻，而前端订单承压体现至 2023Q1 报表端。

**表 1. 家居行业及企业营收增速**

YOY	2019	2020	2021	2022	2023Q1
社零总额	8.00%	-3.90%	12.50%	-0.20%	5.80%
家具类零售额	5.10%	-7.00%	14.50%	-7.50%	4.60%
欧派家居	17.59%	8.91%	38.68%	9.97%	-13.85%
索菲亚	5.13%	8.67%	24.59%	7.84%	-9.70%
志邦家居	21.75%	29.65%	34.17%	4.58%	6.20%
金牌厨柜	24.90%	24.20%	30.61%	3.06%	1.08%
尚品宅配	9.26%	-10.29%	12.22%	-27.30%	-25.50%
顾家家居	20.95%	14.17%	44.81%	-1.81%	-12.92%
喜临门	15.68%	15.43%	38.21%	0.86%	4.47%
慕思股份	21.16%	15.29%	45.56%	-10.31%	-23.10%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**2023 年疫后持续复苏，看好二季度业绩表现。**2023 年伴随疫后消费复苏&地产端景气度修复，家居龙头信心十足，积极推动营销策划，对整家套餐内容及性价比进行升级。此前因疫情延期的需求得到集中释放，315 活动期间客流实现显著复苏，前端销售订单反馈表现良好，预计将于 Q2 体现至报表端。

**表 2. 家居龙头合同负债情况 (亿元)**

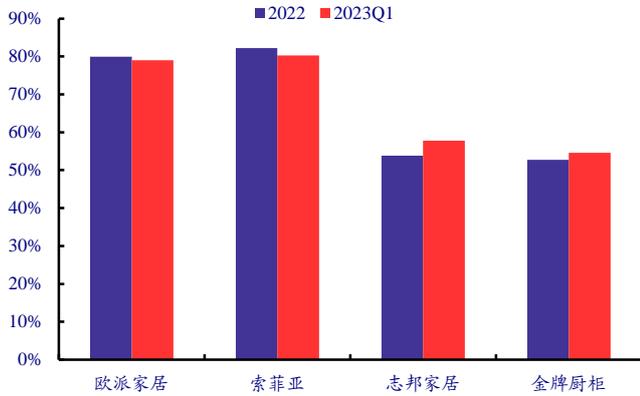
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
欧派家居	13.58	18.44	18.68	7.82	17.02
索菲亚	9.43	10.07	10.46	7.02	9.98
志邦家居	4.08	4.30	4.39	4.36	3.59
金牌厨柜	3.03	4.05	3.43	3.27	2.81
尚品宅配	7.56	8.43	8.08	6.22	7.07
顾家家居	13.92	15.43	13.58	15.31	14.20
喜临门	2.49	1.87	2.52	3.69	2.28
慕思股份	2.16	1.86	1.69	1.17	1.67

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 品类融合提高客单值，整装拓展空间广阔

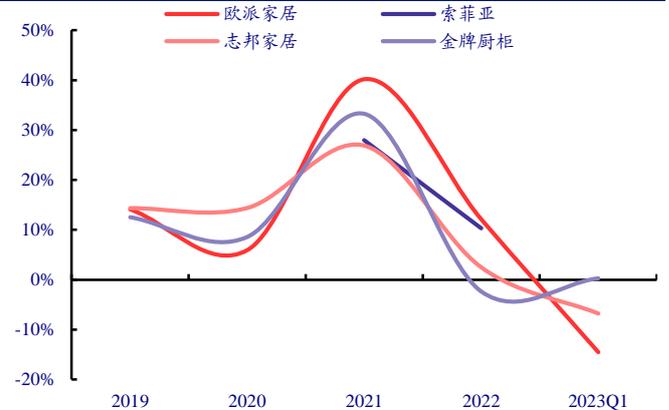
**经销渠道为主要营收来源，业务实现稳健扩张。**整体来看，经销渠道为家居企业主要渠道，其中欧派家居及索菲亚经销渠道占主营业务收入比例为 80%左右，志邦家居（直营、其他）及金牌厨柜（大宗、境外）渠道结构相对更多元，经销渠道占比 50%+。家居龙头经销渠道实现稳健成长，2022 年在外部环境承压背景下仍表现稳健、实现扩张，23Q1 反映 22Q4 压力，预计后续业绩有望逐季好转，全年实现亮眼增长。

图 13. 经销渠道占主营业务收入比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4. 经销渠道营收增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**持续拓展完善产品布局，定制、软体互相渗透。**家居龙头持续推进大家居战略布局，通过多品类集成满足消费者一站式购物需求。整体来看，定制和软体均在完成自身领域相关品类布局后，向对方领域进行渗透：定制企业从橱柜或衣柜单品类定制出发，完成橱、衣、木等定制品类拓展，并进一步向软体、家电延伸；软体企业从沙发或床垫出发，完成沙发、床垫、软床等软体品类拓展，并逐步向定制延伸。

**品类延伸支撑业绩增长，橱柜系企业表现更优。**伴随核心业务发展逐渐趋缓，家居龙头均通过品类开拓开启新的成长曲线。装修顺序来看，前端销售时更易为后端带来联动，以前端业务为基础开拓后端业务更有优势，而定制在软体前端，定制中橱柜在衣柜前端。因此，橱柜系企业品类拓展表现最优，2022 年欧派、志邦及金牌衣柜业务营收增长在 20%左右。

表 3. 2022 年家居龙头分品类营收及增速（亿元）

	橱柜		衣柜（含配套）		木门	
	营收	YOY	营收	YOY	营收	YOY
欧派家居	71.73	-4.73%	121.39	+19.34%	13.46	+8.85%
索菲亚	12.72	-10.41%	91.77	+10.98%	4.34	-5.26%
志邦家居	27.37	-6.73%	21.03	+19.49%	2.28	+34.17%
金牌厨柜	23.63	-4.71%	9.61	+20.09%	1.49	+77.27%
	沙发		床类		定制	
	营收	YOY	营收	YOY	营收	YOY
顾家家居	89.72	-3.19%	35.57	+6.58%	7.62	+15.35%
喜临门	9.02	-14.45%	67.37	5.59%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

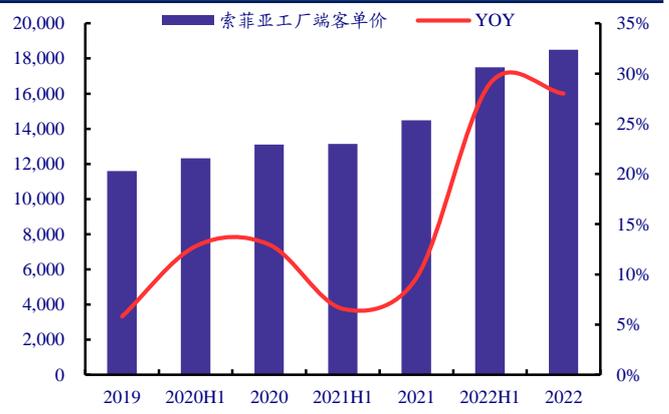
**整家战略实现品类协同，客单价增长未来可期。**家居龙头推出整家战略实现品类协同，将单一空间定制扩大至整个家居环境，既满足消费者一站式购物需求，又充分挖掘客流消费潜力，实现客单价提升，以索菲亚为例，2022 年，索菲亚工厂端平均客单价达到 18,498 元，同比增长 28%。我们认为，后续家居龙头客单价仍有较大提升空间，各家居龙头均做出长期规划，有望持续通过产品升级&品类协同&空间拓展等方式提升单客消费。

图 15. 欧派整家 2.0 套餐



资料来源：公开资料，中国银河证券研究院

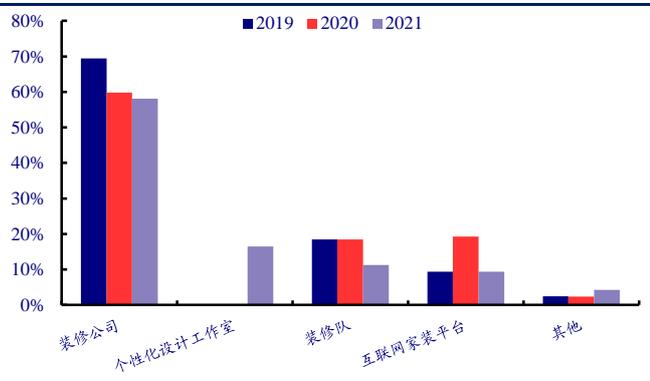
图 16. 索菲亚品牌客单价（元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

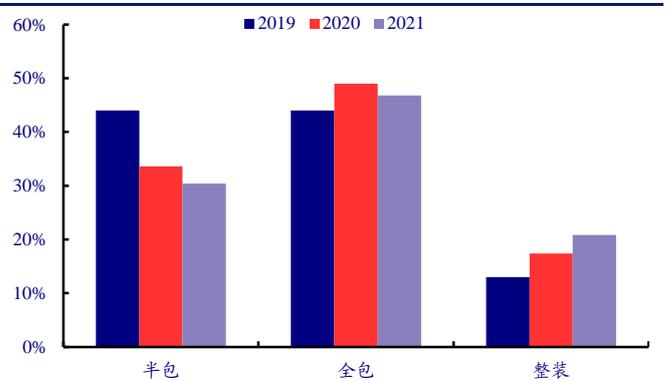
**家居企业实现流量前置，多方受益共同推动整装发展。**整装是以整体设计为基础，为客户提供从基装到软装、家电等的一站式解决方案，满足消费者对省时、省心及高性价比的需求。家装公司通过整装可实现品类扩充，在全包的基础上增加软装及家电部品的销售，从而实现客单价提升。对家居企业而言，家装公司在流量获取具备绝对优势（58.1%的消费者选择装修公司进行装修），且位于家居企业前端，通过与之合作，可实现流量前置，从而拓展增量空间。根据中装协住宅产业分会数据显示，消费者选择整装模式比例持续提升，2021 年已达到 20.9%。

图 17. 消费者装修主体选择



资料来源：中装协住宅产业分会，中国银河证券研究院

图 18. 消费者装修模式选择



资料来源：中装协住宅产业分会，中国银河证券研究院

**流量前置获取增量，三种模式实现拓展。**定制龙头通过同装企建立合作，以自身产品、品牌、供应链等优势进行赋能，进而开拓整装渠道，实现流量前置。目前来看，家居龙头切入整装渠道，针对不同的合作对象主要有三种模式：1) 供货商模式；2) 服务商模式；3) 直供模式。

表 4. 整装渠道主要合作模式

	定制企业功能	经销商功能	装企功能
供货商模式	客户管理、经销商管理	前端销售、后端服务	提供位置、客户引流
服务商模式	销售政策支持、产品供货支持、合作过程管理	后端服务（下单、运输、安装、售后）	前端销售（团队组建、开店、设计、销售）
直供模式	家装经销商合作管理		前端销售、后端服务

资料来源：欧派厨卫&欧派衣柜品质整装“千城千亿计划”发布会，中国银河证券研究院

**持续加码整装渠道，家居龙头快速扩张。**欧派家居凭借自身品牌及产品优势，在行业内率先开展整装渠道拓展，于 2018 年开始试点推进，在探索中实现快速发展，2022 年预计整装大家居实现营收超 25 亿元，同比增长约 37%。索菲亚于 2019 年开发整装渠道，2020 年开始起步，后续表现亮眼，2022 年整装渠道实现同比增长 115.14%，直营整装事业部已合作装企数量 160 个，门店数量 425 家，覆盖全国 93 个城市及区域。

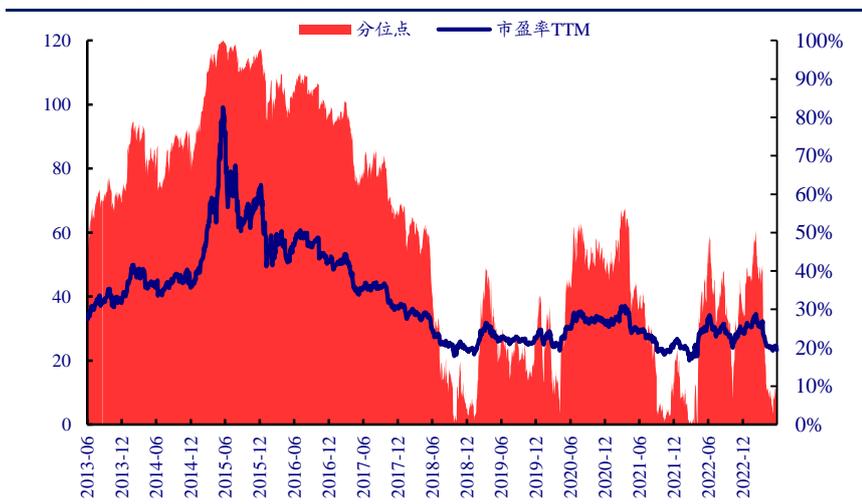
**表 5. 家居龙头整装渠道情况梳理**

	最新整装渠道发展情况
欧派家居	1) 整装大家居品牌焕新为“铂尼思”，在行业内率先提出“一站式超级集成服务商”的愿景。 2) 22H1，欧派衣柜合作各地头部装企数量超 600 家，实现整装业绩超 6 亿元，业绩翻两倍增长。 3) 发布“千城千亿计划”，欧派衣柜计划于 2022-2025 年合作装企数量超 3,000 家，开设 800-1000 家“欧派高颜定制整装店”，助力装企突破亿元产值；欧派厨卫计划 2022 年完成全国 5,000 家装企战略合作，优选开设 3,000 家“欧派厨卫品质整装店”。 4) 2022 年预计整装大家居实现营收超 25 亿元，同比增长约 37%。
索菲亚	2022 年整装渠道实现同比增长 115.14%，直营整装事业部已合作装企数量 160 个，门店数量 425 家，覆盖全国 93 个城市及区域。
志邦家居	1) 发布“超级邦”装企服务战略，2022 年下半年拟通过设立“超级邦”区域服务中心，建立星级服务团队和评价体系，建立设计、生产、配送、仓储、安装、交付为一体的全托级服务标准。 2) 2022 年，寻求全国核心区域整装合作机会，实现渠道营收同比增长近 20%。
尚品宅配	1) 2021 年，公司整装模式实现营收 11.09 亿元，同比增长 53.69%。其中，广州、佛山、成都、南京、深圳五地圣诞岛整装交付 2,703 户，同比增长约 35%。 2) 2022 年，公司整装模式实现营收 7.5 亿元，受地产及疫情影响，同比下降 32.4%。

资料来源：公司公告，欧派厨卫&欧派衣柜品质整装“千城千亿计划”发布会，中国银河证券研究院

**家居估值处于底部，龙头性价比突出。**受地产数据边际走弱等因素影响，家居用品板块行情持续下跌，估值降至历史低位，2023 年 6 月 21 日，家居用品板块 10 年 PE 分位点为 3.82%。个股来看，欧派家居/顾家家居上市以来 PE 分位点为 1.06%/4.98%。

**图 19. 家居用品板块估值及分位点**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

建议关注：

1) 定制龙头方面，大举推进大家居战略，产品、品牌、渠道优势持续赋能的**欧派家居 (603833.SH)**；多品牌矩阵结构清晰稳步发展，品类协同驱动客单价提升，全渠道布局不断深化的**索菲亚 (002572.SZ)**；持续推进品类拓展&渠道布局，成长路径清晰的**志邦家居**

(603801.SH); 持续深化全品类、全渠道战略布局, 品类拓展表现亮眼, 渠道实力不断增强的金牌厨柜(603180.SH)。

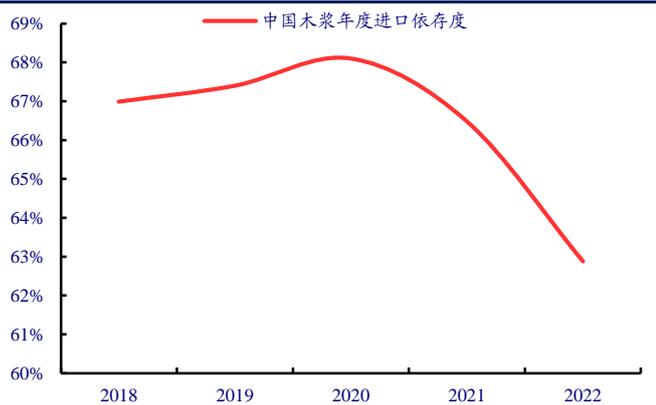
2) 软体龙头方面, 多渠道、多品类拓展, 致力于打造一体化整家的顾家家居(603816.SH); 聚焦中高端市场打造高端品牌形象, 以优势床类产品为基础向外进行品类延伸, 并稳健推进渠道布局的慕思股份(001323.SZ)。

## 二、造纸：浆价降至低位，关注盈利弹性释放

### (一) 浆纸系：浆价快速下行，看好高端文化纸&特种纸需求

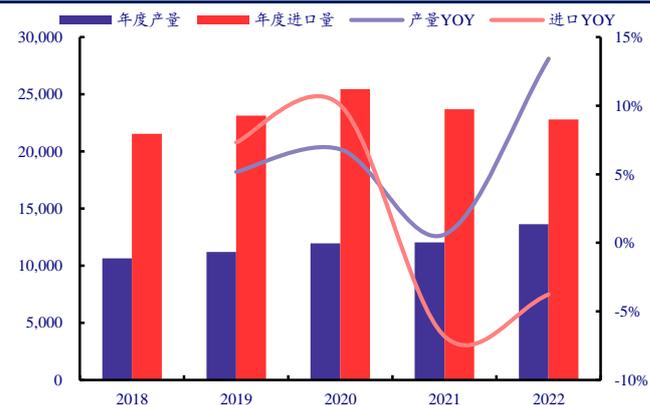
中国纸浆供应主要源于进口，进口依存度超 60%。受制于自然资源差异，国外进口木浆原料纤维成分含量高于国内，中国纸浆供应主要源于进口，对外依存度处于较高水平，2022 年木浆依存度为 62.88%。具体而言，2022 年，中国木浆年度表观消费量为 3,628 万吨，同比增长 1.74%，进口量为 2,281 万吨，同比下降 3.77%，产量为 1,364 万吨，同比增长 13.43%。

图 20. 中国木浆进口依存度



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

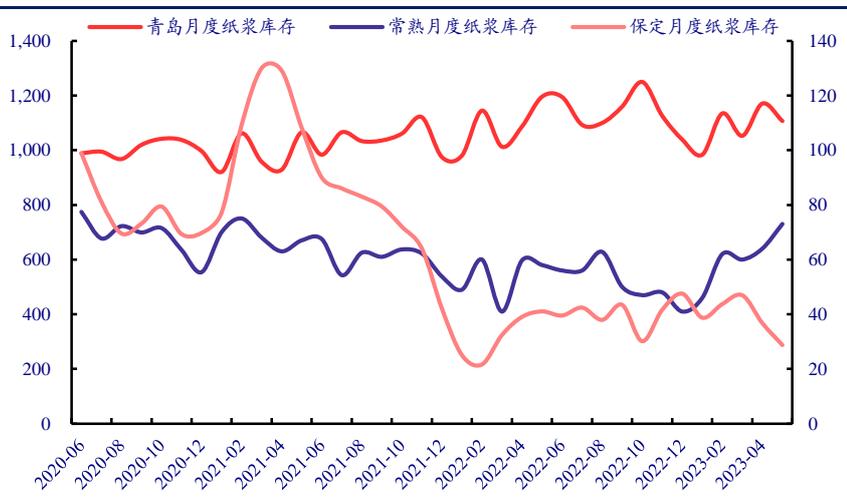
图 21. 中国木浆年度产量及进口量(千吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

纸浆港口库存环比有所提升。2023 年以来，青岛、常熟、保定三大港口整体纸浆库存持续增长，截至 2023 年 5 月，三大港口纸浆总库存达到 186.57 万吨，环比增长 1.8 万吨，较 2023 年 1 月增长 38.3 万吨。其中，2023 年 5 月，青岛港纸浆库存为 110.7 万吨，环比下降 6.4 万吨；常熟港纸浆库存为 73 万吨，环比增长 9 万吨；保定港纸浆库存为 2.87 万吨，环比下降 0.8 万吨。

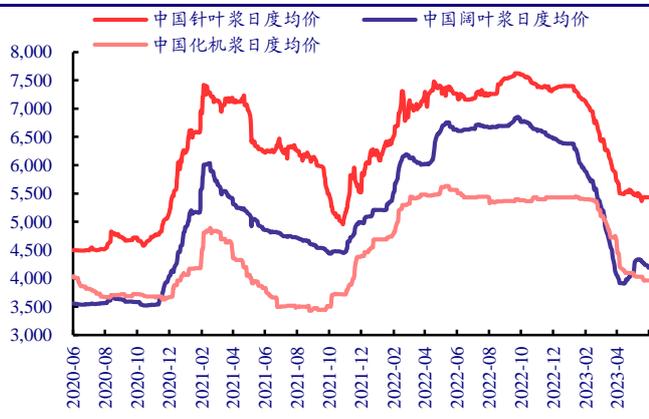
图 22. 纸浆港口库存水平 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

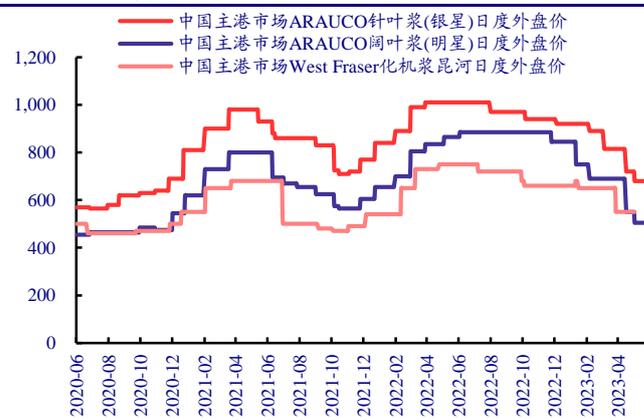
**产能如期投放, 浆价快速降至低位。**Arauco 156 万吨木浆产能已于 1 月 20 日生产出第一批桉木浆; UPM 210 万吨木浆产能已于 4 月 15 日投产, 首批约 5 万吨桉木浆已于 5 月 26 日启航, 预计将于 7 月抵达中国。截至 2023 年 6 月 21 日, 中国针叶浆、阔叶浆和化机浆价格分别为 5,432.14、4,188.64、3,966.67 元/吨, 较高点下降 28.73%、38.87%、29.59%。截至 2023 年 6 月 20 日, 针叶浆银星、阔叶浆明星外盘价分别为 680、505 美元/吨; 5 月 24 日, 化机浆昆河外盘价为 550 美元/吨。

图 23. 纸浆价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 24. 纸浆外盘价格 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

**文化纸产能新增有限, 白卡纸产能规划较多。**据卓创资讯统计, 文化纸后续新增产能有限, 双胶纸 2022 年累计总产能为 1,698.5 万吨, 预计仅 2023 年新增联盛浆纸、北海玖龙、亚太森博共 155 万吨产能; 双铜纸 2022 年累计总产能为 770 万吨, 后续无新增产能; 白卡纸 2022 年累计总产能为 1,708 万吨, 后续产能规划较多, 预计 23 年有 260 万吨产能投放, 24、25 年分别有 428、257.6 万吨产能投放。

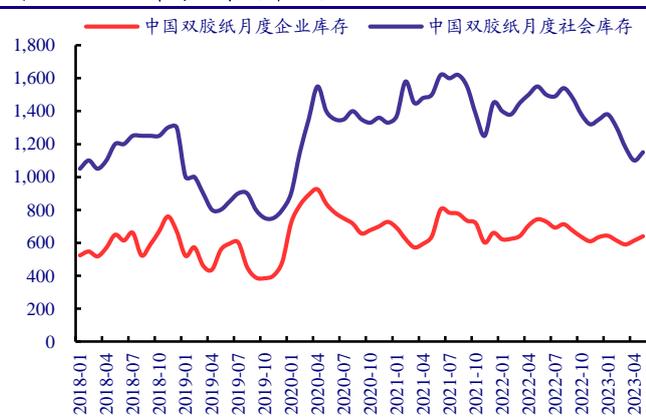
表 6. 中国白卡纸产能规划

时间	纸企	产能 (万吨/年)	投产时间
2023	仙鹤股份	60	23Q2
	联盛浆纸	100	23Q1
	亚太森博	100	23Q4
2024	联盛浆纸	100	24Q4
	黄冈晨鸣	138	24Q4
	江苏博汇纸业	100	24Q4
	广西金桂	90	24Q4
2025	新乡新亚纸业	40	25Q1
	亚太纸业	100	25Q4
	黄冈晨鸣	36	25Q4
2026	亚洲浆纸	81.6	25Q4
2026	亚洲浆纸	71.4	26Q4
2027	亚太纸业	100	27Q4
2029	广西恩索	45	29Q3
合计		1162	

资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

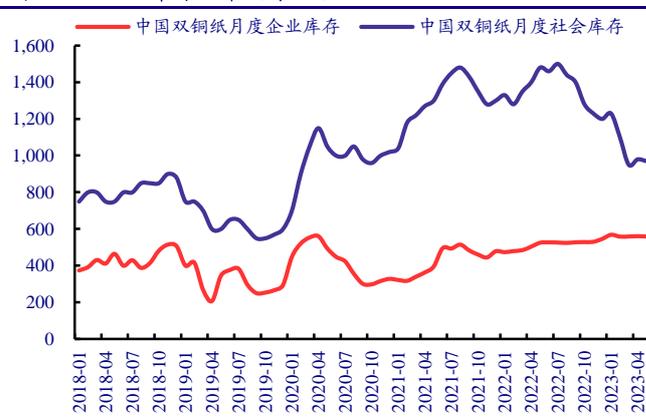
双胶纸库存稳中趋降, 双铜纸库存出现分化, 白卡纸库存持续增长。双胶纸库存水平稳中趋降, 5月略有回升, 企业库存、社会库存分别为 63.97、115 万吨, 环比分别回升 2.61、5 万吨。双铜纸企业库存、社会库存出现分化, 企业库存维持在 56 万吨左右的高位, 社会库存整体维持下滑趋势, 5月略有企稳, 达到 97 万吨。白卡纸库存持续向上延伸, 5月企业库存、社会库存分别达到 83.85、173 万吨, 环比提升 0.15、4 万吨。

图 25. 双胶纸库存水平 (千吨)



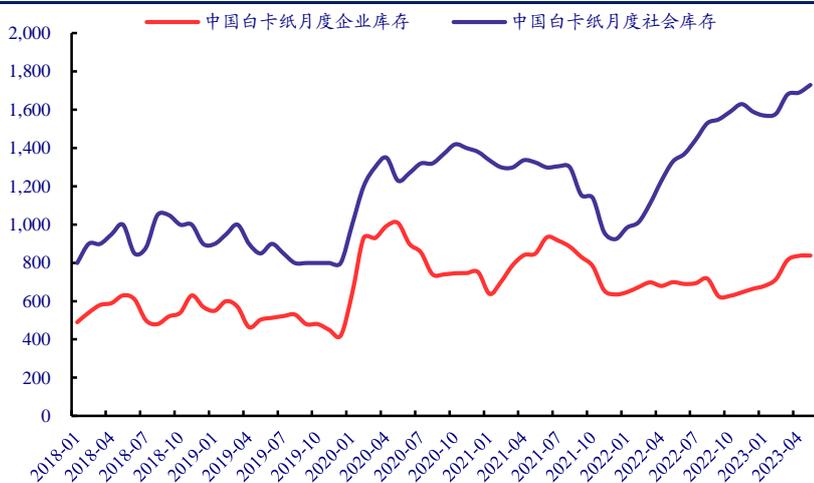
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 26. 双铜纸库存水平 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

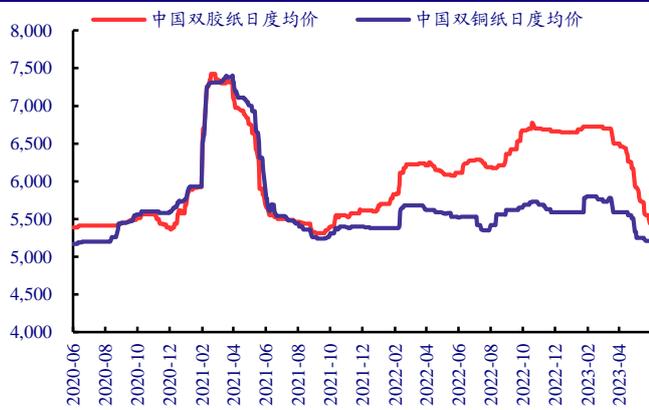
图 27. 白卡纸库存水平 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

**成本下降&需求疲软, 带动浆纸系成品纸价格持续下滑。**4月以来, 伴随浆价快速下行, 文化纸价格开启下跌, 截至6月21日, 双胶纸、双铜纸日度均价分别为5,437.5、5,210元/吨, 分别较4月初下跌18.84%、9.78%。白卡纸方面, 下游需求表现疲软, 库存水平持续向上延伸, 白卡纸价格不断下跌, 浆价下行期间有所提速, 截至6月21日, 白卡纸日度均价为4,190元/吨, 较上月末下跌4.56%。

图 28. 文化纸日度均价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

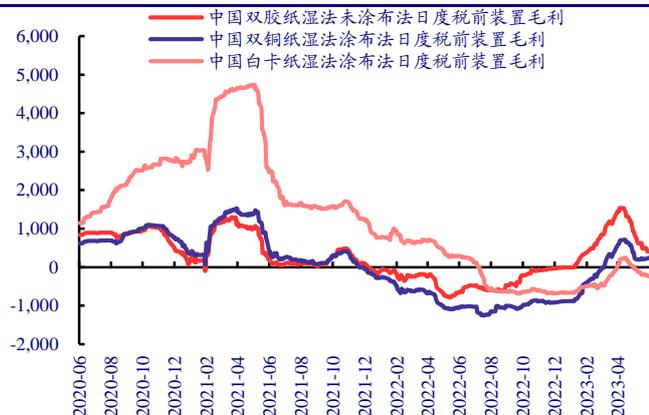
图 29. 白卡纸日度均价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

**浆价企稳反弹&纸价下行, 成品纸盈利持续回落。**23年以来, 伴随浆价快速下行, 成品纸盈利能力快速修复。4月成品纸价格虽然开始下跌, 但更快的浆价下行速度仍驱动盈利能力上涨。5月以来, 浆价到达低点后企稳反弹, 成品纸价格延续下跌, 盈利能力快速回落。截至2023年6月21日, 双胶纸、双铜纸、白卡纸税前装置毛利分别为414.27、242.29、-236.47元/吨, 日度毛利率分别为7.62%、4.65%、-5.64%。

图 30. 浆纸系成品纸税前毛利 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

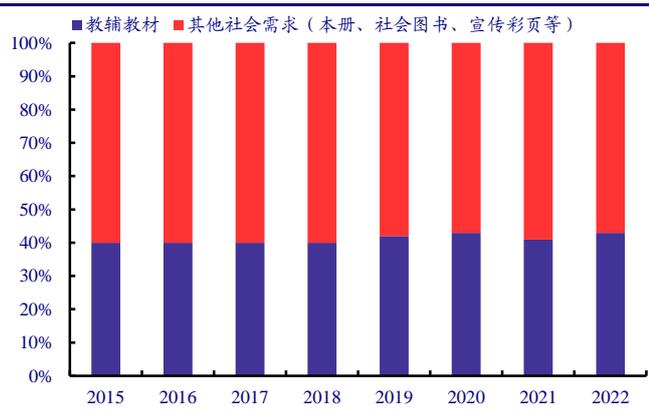
图 31. 浆纸系成品纸日度毛利率



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

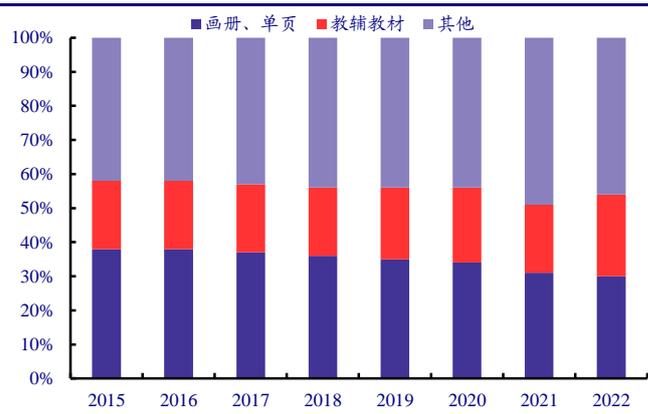
文化纸应用以教辅教材为主, 高端文化纸需求有望保持坚挺。2022 年, 教辅教材分别在双胶纸、双铜纸消费结构中占比 43%、24%, 其他应用主要包括本册、画册等。展望全年, 印刷新规出台预计将使教辅教材需求增长 10%~20%, 且预计二十大以后党建刊物需求将逐步释放, 高端文化纸需求有望保持坚挺。

图 32. 双胶纸需求结构



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

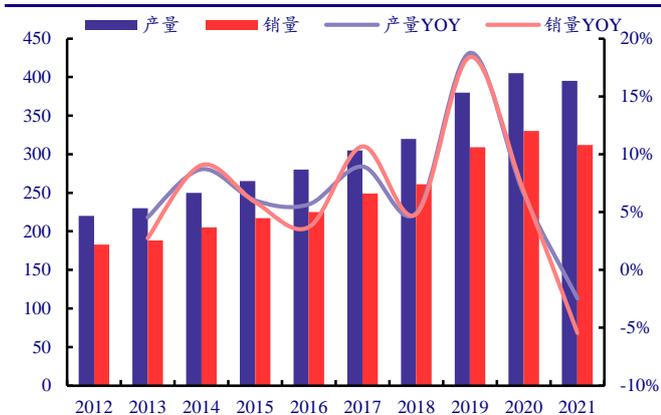
图 33. 双铜纸需求结构



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

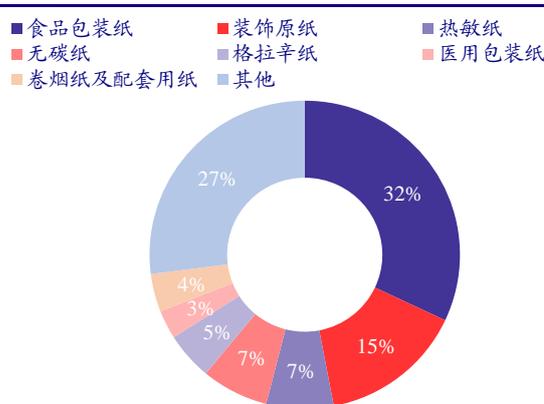
特种纸行业属性优良, 看好浆价下行背景下的盈利弹性。特种纸行业具备定制化特征, 行业龙头同下游大客户深度绑定, 竞争格局优良, 且受益于下游应用需求稳健扩张, 行业供需保持良性发展。龙头企业稳步推进产能扩张, 成长性突出。同时, 在浆价下行中, 特种纸价格有望保持一定坚挺, 支撑纸企盈利表现。

图 34. 中国特种纸产销量 (万吨)



资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

图 35. 中国特种纸产品结构 (2020 年)



资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

## (二) 废纸系: 需求表现疲软, 静待经济复苏

废黄板纸价格企稳, 库存水平降至低位。废黄板纸价格自 3 月中旬到达低点以来企稳反弹, 截至 6 月 21 日, 废黄板纸价格达到 1,562 元/吨, 较低点上涨 3.58%。库存水平来看, 废黄板纸周度库存天数为 6.5 天, 已到达历史低位, 预计后续将产生补库需求, 未来废黄板纸价格下降空间有限。

图 36. 废黄板纸日度均价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

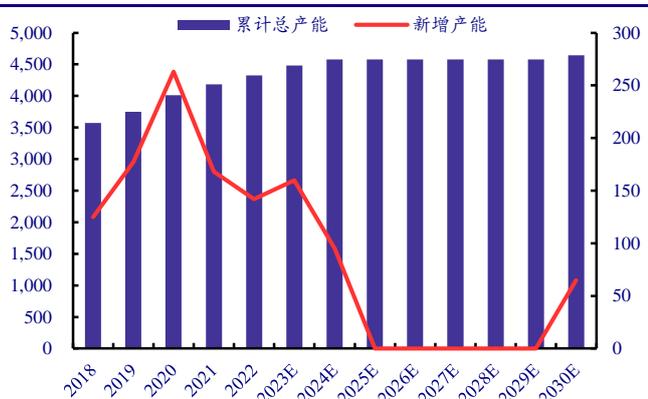
图 37. 废黄板纸周度库存天数 (天)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

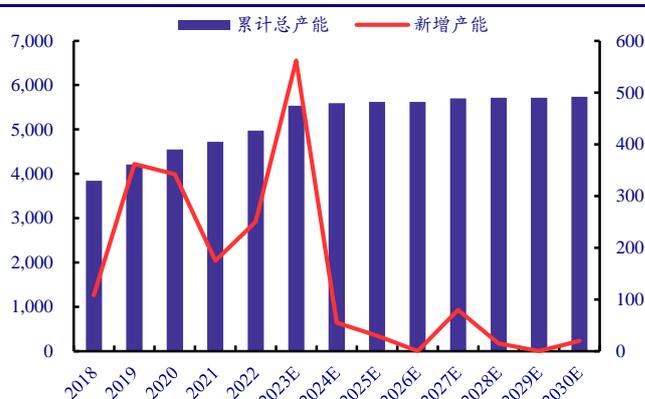
瓦楞纸产能增长有限, 箱板纸 2023 年产能增长超 10%。根据卓创资讯统计, 瓦楞纸 2022 年累计总产能达到 4,323.8 万吨, 预计 2023 年将增加产能 160 万吨, 2024 年增加 95 万吨; 箱板纸 2022 年累计总产能达到 4,974.4 万吨, 预计 2023 年将增加产能 562 万吨, 同比增长 11.3%, 2024 年、2025 年分别增加 55、30 万吨。

图 38. 瓦楞纸产能情况 (万吨/年)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

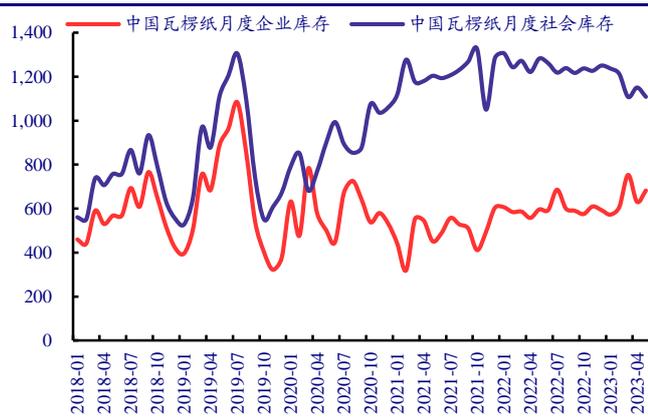
图 39. 箱板纸产能情况 (万吨/年)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

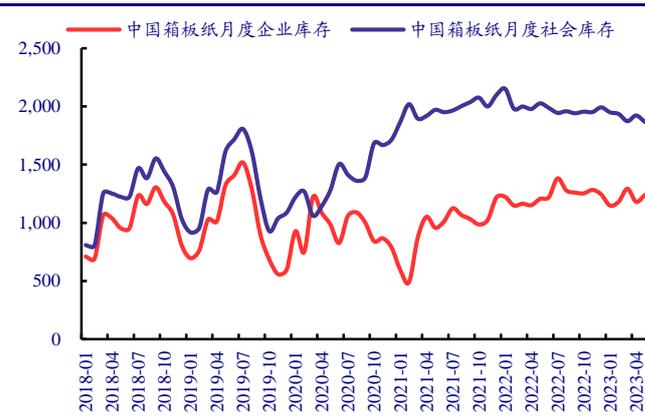
**包装纸库存水平维持高位。**整体来看，宏观经济存在一定压力，终端消费需求疲软，包装纸下游需求仍待复苏，库存水平维持高位。2023 年 5 月，瓦楞纸月度企业库存、社会库存分别为 68.24、110.86 万吨，分别环比变动+5.14、-4.24 万吨；箱板纸月度企业库存、社会库存分别为 123.91、186.6 万吨，分别环比变动+5.91、-5.6 万吨

图 40. 瓦楞纸库存水平 (千吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

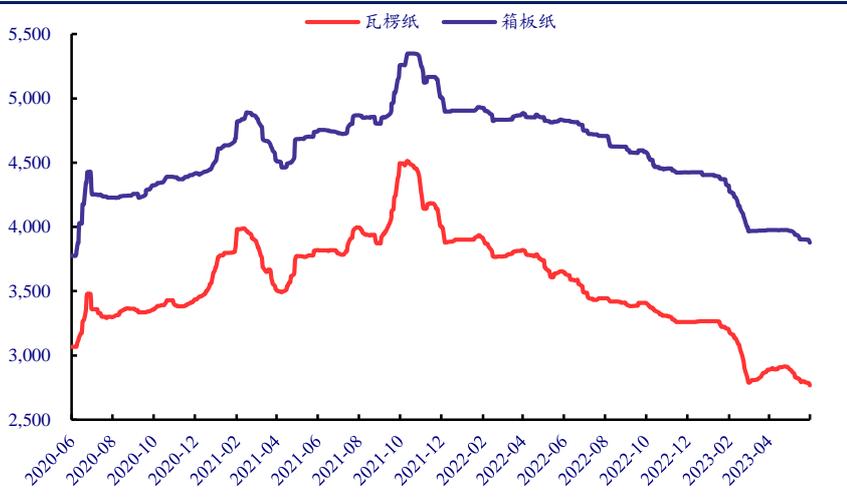
图 41. 箱板纸库存水平 (千吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**瓦楞纸、箱板纸价格持续下滑。**瓦楞纸及箱板纸以废黄板纸为主要原材料，被广泛用于各类产品的外包装。受原材料价格下降及终端需求疲软影响，包装纸价格持续下滑，截至 2023 年 6 月 21 日，瓦楞纸、箱板纸日度均价分别为 2,766.25、3,878 元/吨，同比下降 24.15%、19.68%。

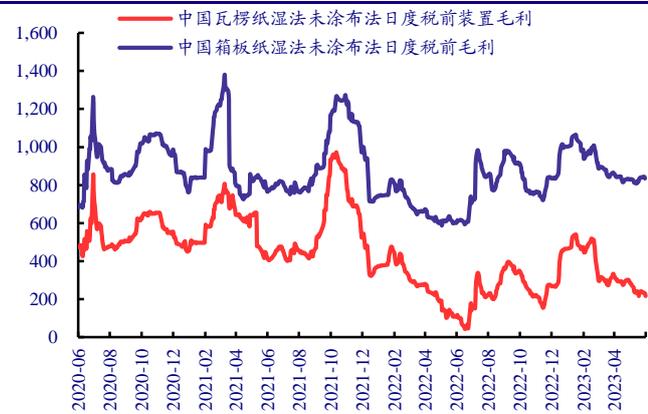
图 42. 瓦楞纸、箱板纸日度均价 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

瓦楞纸盈利持续震荡，箱板纸盈利波动上行。整体来看，瓦楞纸盈利能力低位波动，目前持续向下延伸；箱板纸盈利能力波动上行，目前已呈现企稳态势。截至 2023 年 6 月 20 日，瓦楞纸、箱板纸税前装置毛利分别为 229.17、834.31 元/吨，日度毛利率分别为 8.24%、21.43%。

图 43. 废纸系成品纸税前毛利 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 44. 废纸系成品纸日度毛利率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

建议关注：林浆纸一体化布局，规模效应及成本优势不断扩大的**太阳纸业 (002078.SZ)**；不断优化造纸业务运营效率，加快产业布局，未来有望充分受益于碳汇业务成长的**岳阳林纸 (600963.SH)**；品类扩张持续推动业绩成长，多品种协同提高经营效率的**仙鹤股份 (603733.SH)**。

### 三、风险提示

宏观经济下行；房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧。

## 插图目录

图 1. 商品房销售面积及金额累计值 .....	2
图 2. 30 大中城市商品房成交套数 (万套) .....	2
图 3. 地产新开工、竣工面积 (万平方米) .....	2
图 4. 房地产新开工、竣工面积增速 .....	2
图 5. 房屋竣工面积累计值及同比 (亿平方米) .....	3
图 6. 房屋竣工面积当月值 (亿平方米) .....	3
图 7. 美国房地产市场销售结构 (万套) .....	3
图 8. 中国二手房销售额占比 .....	3
图 9. 重新装修期望年限 .....	4
图 10. 历年来中国商品房销售面积 (万平方米) .....	4
图 11. 社会消费品零售总额累计值 (亿元) .....	4
图 12. 家具类商品零售累计值 (亿元) .....	4
图 13. 经销渠道占主营业务收入比例 .....	6
图 14. 经销渠道营收增速 .....	6
图 15. 欧派整家 2.0 套餐 .....	7
图 16. 索菲亚品牌客单价 (元) .....	7
图 17. 消费者装修主体选择 .....	7
图 18. 消费者装修模式选择 .....	7
图 19. 家居用品板块估值及分位点 .....	8
图 20. 中国木浆进口依存度 .....	9
图 21. 中国木浆年度产量及进口量 (千吨) .....	9
图 22. 纸浆港口库存水平 (千吨) .....	10
图 23. 纸浆价格 (元/吨) .....	10
图 24. 纸浆外盘价格 (美元/吨) .....	10
图 25. 双胶纸库存水平 (千吨) .....	11
图 26. 双铜纸库存水平 (千吨) .....	11
图 27. 白卡纸库存水平 (千吨) .....	12
图 28. 文化纸日度均价 (元/吨) .....	12
图 29. 白卡纸日度均价 (元/吨) .....	12
图 30. 浆纸系成品纸税前毛利 (元/吨) .....	13
图 31. 浆纸系成品纸日度毛利率 .....	13
图 32. 双胶纸需求结构 .....	13
图 33. 双铜纸需求结构 .....	13
图 34. 中国特种纸产销量 (万吨) .....	14
图 35. 中国特种纸产品结构 (2020 年) .....	14
图 36. 废黄板纸日度均价 (元/吨) .....	14
图 37. 废黄板纸周度库存天数 (天) .....	14
图 38. 瓦楞纸产能情况 (万吨/年) .....	15
图 39. 箱板纸产能情况 (万吨/年) .....	15
图 40. 瓦楞纸库存水平 (千吨) .....	15

图 41. 箱板纸库存水平（千吨） .....	15
图 42. 瓦楞纸、箱板纸日度均价（元/吨） .....	16
图 43. 废纸系成品纸税前毛利（元/吨） .....	16
图 44. 废纸系成品纸日度毛利率 .....	16

## 表格目录

表 1. 家居行业及企业营收增速 .....	5
表 2. 家居龙头合同负债情况（亿元） .....	5
表 3. 2022 年家居龙头分品类营收及增速（亿元） .....	6
表 4. 整装渠道主要合作模式 .....	7
表 5. 家居龙头整装渠道情况梳理 .....	8
表 6. 中国白卡纸产能规划 .....	11

## 分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐曼玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)