

优选逆周期的制造, 寻底消费白马

——轻工行业周报

✍️ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
☎️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
👤 联系人: 傅嘉成
✉️ : shifanke@stocke.com.cn

投资要点

□ 净利率存潜在修复预期, 市场份额持续提升的细分龙头

关注原料、海运、汇兑综合影响, 盈利能力处于历史低位的优质产能。由于海运费、原材料价格、汇兑影响, 轻工部分细分赛道龙头 Q1-Q3 收入高增, 但利润表现不佳。核心关注**裕同科技**、**梦百合**、**乐歌股份**等。海运费受损标的业绩弹性或更为突出。从海运费高位回落看出口公司潜在的盈利修复空间, **乐歌股份** (海外自主品牌占比 6 成, 21H1 海运费占营业成本双位数, 而 19 年仅 2.5%, 大幅攀升)、**敏华控股** (20/21 财年海运费占营业成本 9.5%, 而 19/20 财年为 7.7%, 上升 1.8pct)、**顾家家居** (20 年运输费用占营业成本 4.77%, 19 年为 2.47%, 上升 2.3pct)、**梦百合** (20 年海运费占营业成本 9.43%, 18 年为 6.77%, 上升 2.66pct, 因海外工厂布局海运费于 19 年已经抬升)、**久祺股份** (20 年海运费占营业成本 2.41%, 19 年为 1.68%, 上升 0.73pct) 等。综合来看若后续海运费高位下行, 成本占比较高的**乐歌股份**、**梦百合**、**敏华控股**将率先受益。

□ 下游逆周期高景气, 细分赛道差异化实力积累的优质制造

部分细分制造龙头 21H1 规模高速增长, 同时展现出较强的业绩弹性。持续推荐**浙江自然** (24 年末国内、海外总产能预计达 23-25 亿, 预期未来 3 年收入和利润 CAGR 达 39.5%和 37.8%)、**上海艾录** (22 年末奶酪棒包材产能预计实现同比翻倍、工业纸包产能同比增长近 80%, 预期 21-23 年收入复合增速 30%+、利润复合增速 35%+)。新型烟草创新大势不改, 期待后续政策落地格局优化。从全球发展趋势来看, 我们认为新型烟草持续成长动力强劲, 近期(1)国内烟草总局发文助力烟草科技创新, 期待国内 HNB 发力。建议持续关注**华宝国际**、**华宝股份**、**劲嘉股份**、**东风股份**; (2) 海外 FDA 更新 PMTA 规则, 审核效率提升。**思摩尔国际**在美国销售封闭式尼古丁传输系统产品的全部客户都已进入 PMTA 第三阶段的审核环节, 政策的落地必将利好格局优化。

□ 优质消费资产底部配置, 关注必选复苏&家居份额提升

疫情反复扰动消费降速, 关注必选消费韧性。部分必选消费的表现靓丽 (文具消费增长稳健、生活纸企业开始收缩促销力度)。首选**晨光文具** (预计 22 年净利润 18.76 亿元、对应 22 年 PE 仅 34.83X); **百亚股份** (预计 22 年净利润 2.96 亿元, 对应 22 年 PE 仅 28.46X); **维达国际** (预计 22 年 20.40 亿元, 对应 22 年 PE 仅 13.68X)。地产 β 悲观预期已经较为充分, 把握家居龙头市场份额提升的 α 。推荐布局具有份额提升持续成长动力的优质零售资产**顾家家居** (预计

细分行业评级

轻工制造 看好

相关报告

- 1《周观点: 21H1 综述: 表现分化, 精选个股》2021.9.3
- 2《周观点: 供应链效率为核, 聚集软体份额集中》2021.7.25
- 3《周观点: 6 月竣工表现靓丽, 包装纸旺季将至》2021.7.18
- 4《周观点: 聚焦中报兑现, 家居维持景气、造纸期待旺季》2021.7.11
- 5《周观点: 从慕思申报看软体发展, 持续强调新型烟草景气》2021.6.27

报告撰写人: 史凡可、马莉

联系人: 傅嘉成

22年+25%、对应22年PE仅18X)、**欧派家居**(预计22年+20%、对应22年PE为24X)、**敏华控股**(预计22年业绩增长30+%、对应22年PE仅12-13X)。

□ 双控限电或成新常态，左侧关注格局改善、纸价拐点

双控加码收缩供给，部分纸种止跌回弹。9月双控政策再度加码，考虑部分造纸大省如江苏(9月拉闸停产)、广东(开二停五错峰轮休)、广西、福建均为双红色预警区域，后续限产存在进一步升级预期，我们判断21Q4旺季造纸供给将大幅收缩，从而对后市纸价形成提振。短期关注区位优势 and 细分纸种弹性，中期关注格局优化。建议首选具备区位及自备能源优势的**太阳纸业**(基地位于绿色区域山东&广西二期陆续开始投产&箱板提价有动力)、**山鹰国际**(广东产能相对有限&箱瓦纸种具提价动力)、**仙鹤股份**(下游需求相对较好)，关注**博汇纸业**(白卡纸种提价弹性)、**晨鸣纸业**(白卡纸种提价弹性)。

□ **风险提示:** 贸易环境持续恶化，地产调控超预期，纸价涨幅低于预期，双控政策加剧

正文目录

1. 21Q4 优选逆周期的制造，寻底消费核心资产	6
1.1. 净利率存潜在修复预期、市场份额持续提升的细分龙头.....	6
1.2. 下游逆周期高景气、细分赛道差异化实力积累的优质制造.....	8
1.3. 优质消费资产底部配置，关注必选复苏&家居份额提升.....	11
1.4. 双控限电或成新常态，左侧关注格局改善、纸价拐点.....	13
2. 市场行情：大盘略有回升，文娱用品板块上涨	14
2.1. 市场回顾：文娱用品板块本周表现靓丽.....	14
2.2. 公司公告：重点公司信息跟踪.....	15
2.3. 造纸产业：本周废纸系止跌回弹，浆系略有下探.....	17
2.3.1. 价格数据：废纸系成品纸止跌回弹，纸浆价格略有走弱.....	17
2.3.2. 库存数据：木浆库存环比上涨，箱板瓦楞纸库存环比上涨.....	18
2.3.3. 贸易数据：纸浆 8 月进口同比下降 0.81%.....	19
2.3.4. 固定资产：造纸业 21 年 7 月固定资产投资完成额累计增速 19.70%.....	20
2.4. 家具产业：社零数据公布，销售额小幅上涨.....	20
2.4.1. 销售数据：21 年 8 月家居零售额同比上升 0.15%.....	20
2.4.2. 地产数据：8 月一线城市成交同比下降 1.90%，二线城市成交同比下降 16.33%.....	21
2.4.3. 原料数据：TDI 价格上升；CTI 指数小幅波动，LTI 指数上升.....	22
2.5. 必选消费&包装：日用品类零售额 2843.00 亿，同比上升 23.03%.....	23
2.5.1. 文娱行业：21 年 8 月办公用品零售额 346.50 亿，同比增长 20.4%.....	23
2.5.2. 烟草行业：21 年 7 月卷烟产量累计同比上升 2.10%.....	23
2.5.3. 消费类电子：8 月国内智能手机出货量同比下降 9.9%.....	23
2.5.4. 日用消费：日用品类 8 月零售额 4672.00 亿元，同比上升 17.31%.....	24
2.5.5. 金属包装：螺纹钢价格显著上涨.....	25
2.5.6. 塑料包装：原油、聚乙烯价格小幅上涨.....	25
3. 板块解禁和估值情况梳理	27
3.1. 下周公司股东大会情况一览.....	27
3.2. 板块估值情况一览.....	27
4. 风险提示	29

图表目录

图 1: 软体上游 TDI/MDI 价格走势 (单位: 元/吨)	7
图 2: 裕同原材料价格走势 (单位: 元/吨)	7
图 3: 2018-2021 年中国出口集装箱运价指数	7
图 4: 2018-2021 年上海出口集装箱运价指数	7
图 5: 2018-2021 年中国出口集装箱运价指数	7
图 6: 2018-2021 年上海出口集装箱运价指数	7
图 7: 久祺海运费及占比	8
图 8: 乐歌股份毛利率、净利率	8
图 9: 顾家家居海运费及占比	8
图 10: 敏华控股海运费及占比	8
图 11: 梦百合海运费及占比	8
图 12: 麒盛科技海运费及占比	8
图 13: 奶酪行业 CR5	10
图 14: 社零当月同比增速	12
图 15: 8 月商品住宅销售面积同比-17.6%	12
图 16: 8 月商品住宅新开工面积同比-14.63%	12
图 17: 箱板/瓦楞库存	13
图 18: 文化纸库存	13
图 19: 白卡/白板库存	14
图 20: 本周市场涨跌幅 (%)	15
图 21: 板块单周涨跌幅前二十的股票 (%)	15
图 22: 板块单月涨跌幅前二十的股票 (%)	15
图 23: 板块年度涨跌幅前二十的股票 (%)	15
图 24: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)	17
图 25: 白卡、白板纸价格走势 (元/吨)	17
图 26: 文化纸价格走势 (元/吨)	17
图 27: 生活用纸价格走势 (元/吨)	17
图 28: 国废价格走势 (元/吨)	18
图 29: 外废价格走势 (美元/吨)	18
图 30: 针叶浆、阔叶浆、化机浆历史价格 (美元/吨)	18
图 31: 内盘浆、溶解浆平均价格 (元/吨)	18
图 32: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)	18
图 33: 粘胶纤维市场价 (元/吨)	18
图 34: 木浆库存情况 (万吨, 天)	19
图 35: 文化纸库存情况 (万吨, 天)	19
图 36: 箱板瓦楞纸库存情况 (万吨, 天)	19
图 37: 白板白卡纸库存情况 (万吨, 天)	19
图 38: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)	19
图 39: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)	20
图 40: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)	20
图 41: 造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比(亿元, %)	20

图 42: 全国家具当月零售额及同比 (亿元, %)	21
图 43: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)	21
图 44: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)	21
图 45: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)	21
图 46: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)	22
图 47: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	22
图 48: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	22
图 49: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	22
图 50: 精装房月度开盘套数及同比 (万套, %)	22
图 51: 精装房年度累计开盘套数及同比 (万套, %)	22
图 52: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)	23
图 53: 定制家具上游价格指数变化趋势	23
图 54: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	23
图 55: 文教、工美、体育和娱乐用品营收 (亿元, %)	23
图 56: 产量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	23
图 57: 销量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	23
图 58: 全球智能手机出货量 (百万部, %)	24
图 59: 国内智能手机出货量 (百万部, %)	24
图 60: 全球平板电脑出货量 (百万部, %)	24
图 61: 全球 PC 出货量 (百万部, %)	24
图 62: 限额以上日用品当月零售额(亿元, %)	25
图 63: 全国啤酒月度产量 (万千升, %)	25
图 64: 全国软饮料月度产量 (万吨, %)	25
图 65: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	25
图 66: 硅锰水洗铁价格走势 (元/吨)	25
图 67: 国际原油价格走势 (美元/桶)	26
表 1: 软体上游 MDI/TDI 价格走势变化 (元/吨)	6
表 2: 浙江自然财务数据总览	9
表 3: 浙江自然营收拆分及预测	9
表 4: 上海艾录历史财务数据一览	10
表 5: IPO 募投项目	10
表 6: 国内新型烟草政策一览	11
表 7: 细分赛道社零表现	12
表 8: 家居龙头业绩&估值一览	12
表 9: 分省份双控政策一览	13
表 10: 核心红色预警区域产能一览	13
表 11: 双控后涨价函一览	14
表 12: 下周股东大会一览表	27
表 13: 公司估值 (10 月 8 日收盘价)	27

1. 21Q4 优选逆周期的制造，寻底消费核心资产

近期我们梳理 21Q3 前瞻并对 21Q4 进行展望，建议四季度在优选逆周期、高景气优质制造的同时开始关注核心消费资产的配置，具体投资机会梳理如下：（1）前期海运费、原材料等多重因素的压制下净利率受损、但中期成长逻辑依然通顺的优质个股，左侧建议关注拐点机会，核心标的**裕同科技、梦百合、乐歌股份**等；（2）下游高景气、逆周期，持续专注细分领域差异化实力打造的优质产能，新型烟草重点关注政策变化，其他领域跟踪客户绑定粘性、运营质量变化（如自动化水平&垂直一体化能力）、产能扩张进度，核心标的**浙江自然、上海艾录、华宝国际、思摩尔国际**等；（3）优质消费资产寻底，关注细分必选龙头复苏、以及部分家居优质个股通过市场份额提升从而实现稳健成长，核心标的**晨光文具、百亚股份、顾家家居、欧派家居、敏华控股**等；（4）限电双控升级、能源成本上涨背景下的格局改善，核心标的**太阳纸业、山鹰国际**等。

1.1. 净利率存潜在修复预期、市场份额持续提升的细分龙头

关注原料、海运、汇兑综合影响，盈利能力处于历史低位的优质产能。从上半年到第三季度的业绩表现来看，由于海运费、原材料的大幅上涨以及一定的汇兑影响，轻工部分细分赛道龙头收入高增、但利润表现不佳，一方面受益于份额集中、一方面盈利处于历史底部区域。具体从三个因素来分析，（1）**海运费**：以中国-美西和中国-欧洲出口集装箱运价指数为例，21年9月运价指数分别为 2249.98 / 5388.46，较年初上升 73.28% / 81.32%。通过和交运团队沟通，考虑 9 月往后是欧美海运传统旺季，且海外港口堵塞问题依旧严重，预计海运费从短期到年底仍将维持高位震荡，明年年初开始价格有望回落。（2）**原材料**：9 月 29 日纸包装上游白板纸/白卡纸/铜版纸/双胶纸价格较年内高点回落 14.18%/37.17%/26.5%，Q3 纸价疲软下行；软体家居上游 TDI/MDI 相对年内高点价格分别回落 27.03%/21.05%，Q3 期间上涨动能已经明显不足；看好后续**裕同科技、梦百合**等龙头毛利率压力缓解。（3）**汇兑减亏**：20H2 人民币升值幅度达 7%，**梦百合、裕同科技、盈趣科技**等带来的汇兑亏损均超过 1 亿，21 年以来人民币升值趋势已经走平（9 月 30 日美元/人民币汇率为 6.4452，较年初-1.27%，较 6 月 30 日-0.18%），对应 21H1 上述企业汇兑亏损均收窄至 0.3-0.4 亿，看好 21H2 继续减亏。综合来看，考虑中长期的成长潜力，核心关注**裕同科技**（Q2 单季度利润率 5%、正常年份净利率 10+%），**梦百合**（Q2 单季度利润率-2.31%、正常年份净利率 9-10%），**乐歌股份**（Q2 单季度利润率 7.05%、正常年份净利率 10-11%）等。

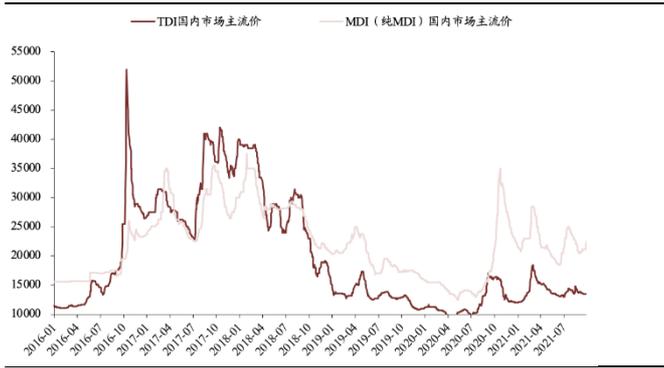
表 1：软体上游 MDI/TDI 价格走势变化（元/吨）

单位：元/吨		时间节点价格变化						
原材料	2021/1/1	2021/9/30	年初至今涨跌幅	年内高点	较年内最高点	Q3期初价（21/7/1）	Q3期末价（21/9/30）	Q3期间涨跌幅
TDI	12000	13500	12.50%	18500	-27.03%	13,200.00	13,500.00	2.27%
MDI	21500	22500	4.65%	28500	-21.05%	21,000.00	22,500.00	7.14%

单位：元/吨		期间均价变化						
原材料	Q1均价	Q2均价	Q3均价	Q1-Q3均价	同比涨跌幅	21Q3同比20Q3	21Q3环比21Q2	
TDI	14574	13981	13850	14125	24.53%	6.78%	-0.94%	
MDI	24145	20280	22414	22273	51.57%	47.68%	10.52%	

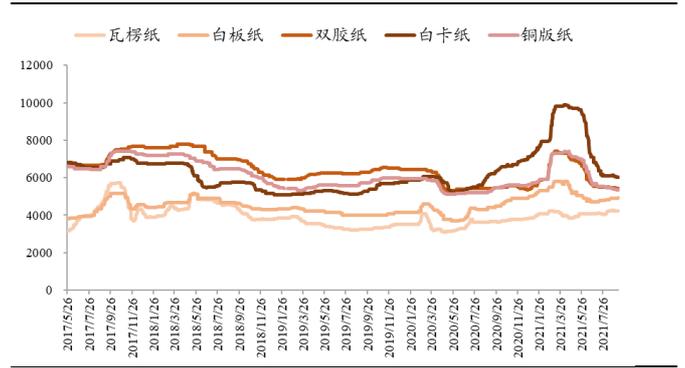
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 1: 软体上游 TDI/MDI 价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

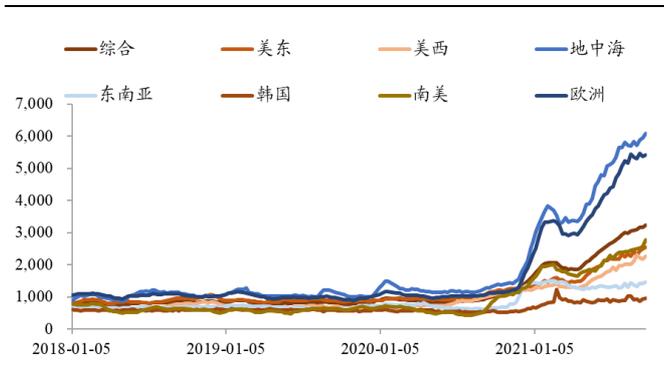
图 2: 裕同原材料价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

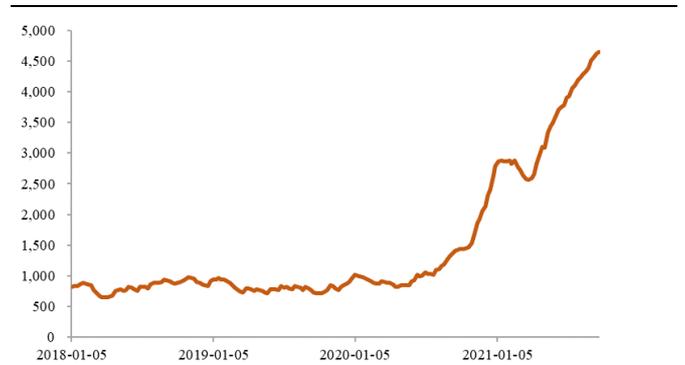
海运费受损标的业绩弹性或更为突出。从海运费高位回落角度看出口公司潜在的盈利修复空间, 我们梳理得到**乐歌股份** (海外自主品牌占比 6 成, 据我们沟通 21H1 海运费占营业成本双位数, 而 19 年仅 2.5%, 大幅攀升)、**敏华控股** (20/21 财年海运费占营业成本 9.5%, 而 19/20 财年为 7.7%, 上升 1.8pct)、**顾家家居** (20 年运输费用占营业成本 4.77%, 19 年为 2.47%, 上升 2.3pct)、**梦百合** (20 年海运费占营业成本 9.43%, 18 年为 6.77%, 上升 2.66pct, 因海外工厂布局海运费于 19 年已经抬升)、**久祺股份** (20 年海运费占营业成本 2.41%, 19 年为 1.68%, 上升 0.73pct) 等。综合来看若后续海运费高位下行, 成本占比较高的**乐歌股份**、**梦百合**、**敏华控股**将率先受益。

图 3: 2018-2021 年中国出口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 2018-2021 年上海出口集装箱运价指数



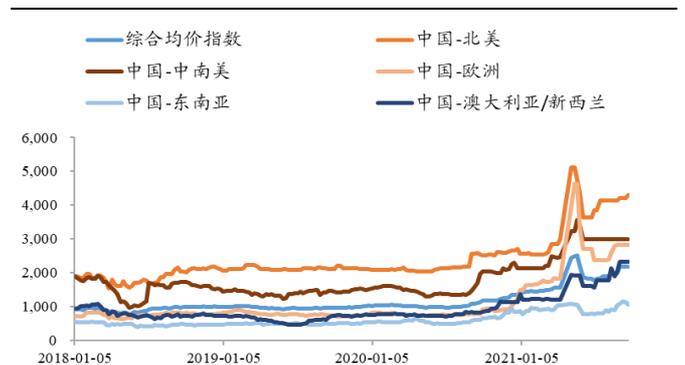
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 2018-2021 年中国出口集装箱运价指数



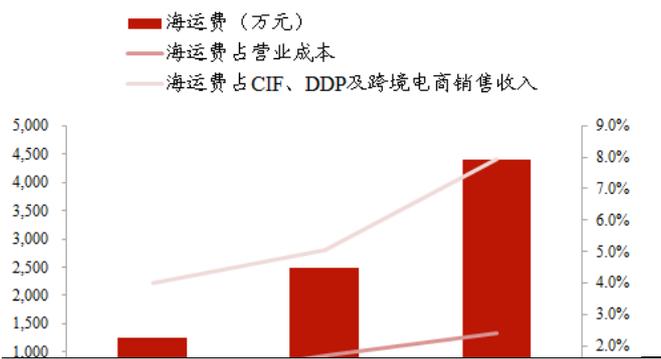
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 2018-2021 年上海出口集装箱运价指数



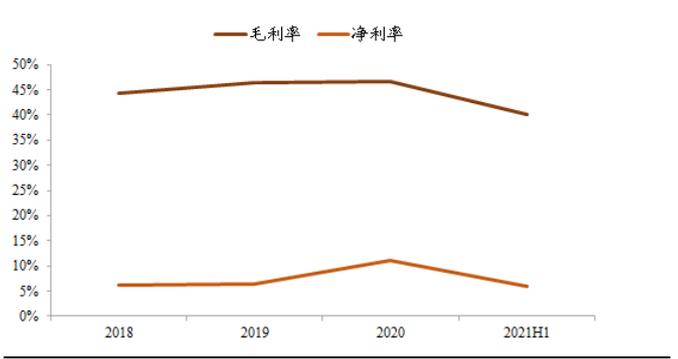
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 久祺海运费及占比



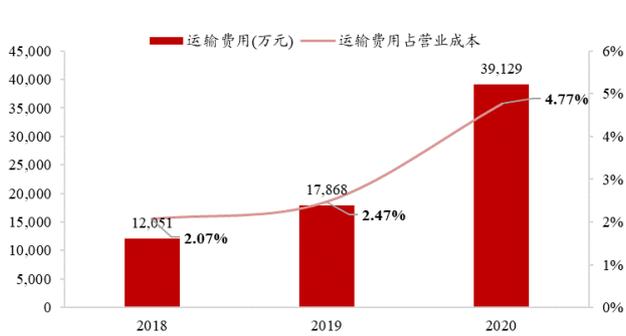
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 乐歌股份毛利率、净利率



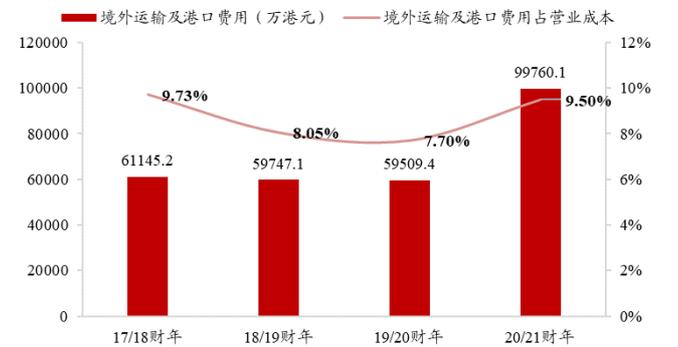
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 顾家家居海运费及占比



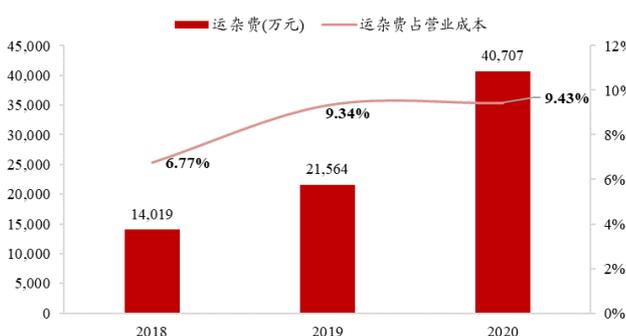
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 敏华控股海运费及占比



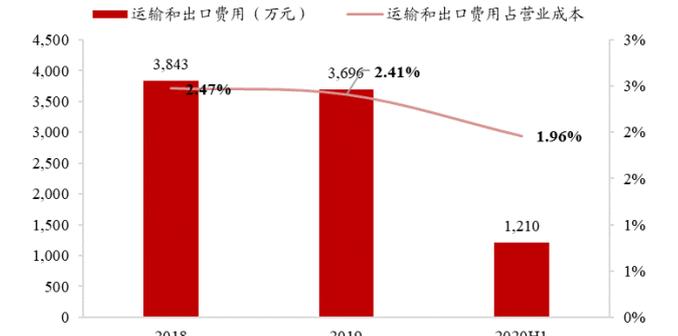
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 11: 梦百合海运费及占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 12: 麒盛科技海运费及占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2. 下游逆周期高景气、细分赛道差异化实力积累的优质制造

部分细分制造龙头 21H1 规模高速增长，同时展现出较强的业绩弹性。纵观这类企业：1) 下游均处在疫后较好的景气赛道，例如长期居家隔离激发人们对户外活动的需求，2020 年美国户外运动参与人数达 1.6 亿，渗透率创历史新高 53%，拉动全球户外体育的需求增长等；2) 垂直一体化布局、全生产线自动化实力突出，能够保证较好的交付反馈和供应链效率，同时具备细分赛道差异化竞争的储备。展望后市，我们认为部分细分龙头将保持较好的成长动力，新型烟草期待政策向上的催化。

户外体育代工优质产能，热熔接技术加速变现。浙江自然深耕户外体育代工，产业链环节深度覆盖产品设计、面料制作、聚氨酯软泡发泡、成品制作全流程，前期基于TPU复合面料技术培养出较强的客户粘性，通过快速稳定的交付、高品质及性价比的供应，目前是迪卡侬热熔接事业部唯一战略合作伙伴(已制定未来五年合作规划、贡献公司稳定订单)。除了户外充气床垫核心优势品类(收入占比7成)，21年末预计防水&保温箱包、PVC冲浪板等新品也将大力推广，发展空间广阔，收入利润增长均有望实现提速。考虑后续的扩产计划，24年末国内、海外总产能预计达23-25亿，预期未来3年收入和利润CAGR达39.5%和37.8%(营收8.40/11.53/15.79亿，归母净利润2.25/3.09/4.17亿)，对应21-23年估值分别为27.79X/20.27X/15.01X，公司属于优质稀缺产能，持续推荐。

表 2: 浙江自然财务数据总览

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
营业总收入	338.80	424.55	508.52	544.95	581.34	495.29
YOY		25.31%	19.78%	7.10%	6.68%	44.72%
毛利率	36.10%	36.09%	35.06%	39.83%	40.68%	40.75%
归母净利润	65.38	89.44	81.67	131.38	159.54	137.38
YOY		36.80%	-8.69%	60.87%	21.43%	44.73%
归母净利润率	19.30%	21.07%	16.06%	24.11%	27.44%	27.74%
扣非归母净利润	61.66	61.93	93.99	122.89	137.07	131.91
YOY		0.44%	51.77%	30.75%	11.54%	46.83%
期间费用	46.03	94.54	56.44	67.08	70.00	40.33
期间费用率	13.59%	22.27%	11.10%	12.31%	12.04%	8.14%
销售费用率	3.70%	4.21%	3.35%	3.35%	2.73%	2.47%
管理费用率	6.10%	12.07%	5.11%	5.34%	4.66%	3.90%
研发费用率	4.08%	3.58%	3.62%	3.60%	3.58%	2.14%
财务费用率	-0.30%	2.40%	-0.99%	0.03%	1.08%	-0.37%
经营性现金流净额	90.02	287.46	62.75	85.78	205.71	84.67
较上年同期增减		197.44	-224.71	23.03	119.93	(19.70)
资本开支	12.89	31.75	108.96	101.28	98.52	50.66
较上年同期增减		18.86	77.21	-7.68	-2.76	0.90
应收票据及应收账款	44.80	46.85	72.39	81.99	94.14	176.93
较上年同期增减		2.05	24.34	7.39	14.44	33.10
应付票据及应付账款	62.67	72.93	71.31	101.81	96.55	126.13
较上年同期增减		-23.60	-1.12	29.88	-10.93	58.26
存货	207.41	82.57	109.40	155.11	146.63	121.87
较上年同期增减		-124.84	26.83	45.71	-8.48	24.02
ROE	25.85%	50.03%	21.41%	25.46%	23.62%	8.94%
同比(±)		24.18%	-28.62%	4.05%	-1.84%	-6.60%
资产负债率	51.24%	57.76%	35.03%	27.96%	21.39%	11.04%
同比(±)		6.52%	-22.73%	-7.07%	-6.57%	-11.77%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 3: 浙江自然营收拆分及预测

单位: 百万元	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	338.80	424.55	508.52	544.95	581.34	840.22	1,153.45	1,573.00
YOY		25.31%	19.78%	7.10%	6.68%	44.53%	37.28%	36.38%
营业成本	216.49	271.34	330.23	327.90	344.83	488.43	669.53	911.30
YOY		25.34%	21.70%	-0.71%	5.10%	41.64%	37.08%	36.11%
毛利润	122.31	153.21	178.29	217.05	236.51	351.79	483.89	661.70
毛利率	36.10%	36.09%	35.06%	39.83%	40.68%	41.87%	41.95%	42.07%
营收拆分								
充气床垫	239.29	313.38	370.29	376.62	432.03	637.97	853.28	1,141.26
YOY		30.80%	18.10%	1.71%	14.71%	47.67%	33.75%	33.75%
占主营收入比重	70.63%	73.81%	72.82%	69.13%	74.32%	75.93%	73.98%	72.55%
毛利	80.92	118.03	134.67	158.32	193.07	287.08	388.24	524.98
毛利率	33.82%	37.66%	36.37%	42.04%	44.69%	45.00%	45.50%	46.00%
销售量(万件)	379.56	379.56	379.56	379.56	381.30	526.19	657.74	822.18
YOY		-0.00%	-0.00%	-0.00%	0.44%	38.00%	25.00%	25.00%
平均单价(件/元)	97.56	97.56	97.56	100.80	113.31	121.24	129.73	138.81
YOY		9.47%	6.10%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
户外箱包	57.03	54.66	65.20	69.94	69.50	96.41	165.05	264.90
YOY		-3.81%	19.01%	7.12%	-0.20%	39.12%	71.20%	60.60%
占主营收入比重	16.83%	12.92%	12.84%	12.83%	11.92%	11.47%	14.31%	16.84%
毛利	24.34	15.32	16.71	18.98	19.81	28.44	49.51	79.47
毛利率	42.68%	27.93%	25.99%	27.14%	28.59%	29.50%	30.00%	30.00%
销售量(万件)	119.29	119.29	115.50	115.50	118.84	154.49	247.19	370.78
YOY		-3.13%	-3.13%	-2.84%	3.00%	60.00%	60.00%	50.00%
平均单价(件/元)	54.73	60.44	60.44	58.32	62.40	66.77	71.44	71.44
YOY		10.43%	-3.51%	-3.51%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
其他	28.33	42.05	45.35	64.15	40.54	62.82	78.66	99.11
YOY		48.43%	7.85%	41.46%	-16.05%	63.99%	26.00%	26.00%
占主营收入比重	8.36%	9.90%	8.92%	11.77%	6.97%	7.43%	6.82%	6.30%
毛利	11.84	12.12	15.66	27.61	16.09	24.97	31.46	39.64
毛利率	41.79%	28.82%	34.55%	43.04%	39.69%	40.00%	40.00%	40.00%
销售量(万件)	212.02	212.02	212.02	209.32	134.05	187.67	225.20	270.24
YOY		-1.27%	-3.96%	-1.27%	-35.96%	40.00%	20.00%	20.00%
平均单价(件/元)	21.39	30.64	30.64	30.24	33.26	34.93	36.67	36.67
YOY		43.28%	-1.31%	-1.31%	10.00%	5.00%	5.00%	
其他	14.15	14.26	27.59	34.24	39.47	43.42	56.44	67.73
YOY		0.78%	93.48%	24.10%	15.27%	10.00%	30.00%	20.00%
占主营收入比重	4.18%	3.36%	5.43%	6.28%	6.79%	5.17%	4.89%	4.31%
毛利	5.21	7.74	11.25	12.14	7.54	11.29	14.67	17.61
毛利率	36.82%	54.28%	40.78%	35.46%	19.10%	26.00%	26.00%	26.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

工业纸袋&复合塑料包装龙头，切入奶酪成长赛道。上海艾录是工业纸包&软塑包装细分龙头，下游对接化工、建材、奶酪棒等高景气赛道，2018年切入妙可蓝多奶酪棒包材供应体系后迎来业绩高成长阶段。公司技术实力突出，复合塑料包装兼具高性价比和快速服务响应，率先实现国产替代，且已切入常温奶酪棒供应，后市展望乐观；工业纸包产能亚洲第一，深度绑定雨虹、立邦等优质客户，募投项目打开产能瓶颈。考虑公司技术实力、规模化供应业内领先，22年末奶酪棒包材产能预计实现同比翻倍、工业纸包产能同比增长近80%，预期21-23年收入复合增速30%+、利润复合增速35%+，21、22年对应PE分别为37X、26X，持续建议关注。

表 4: 上海艾录历史财务数据一览

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
营业收入	291.42	337.75	458.90	546.44	645.02	774.91	515.74
YOY	16.49%	15.90%	35.87%	19.08%	18.04%	20.14%	57.04%
归母净利润	45.17	23.90	57.49	51.77	64.08	111.16	78.60
YOY	25.60%	-47.10%	140.59%	-9.96%	23.80%	73.45%	75.50%
扣非归母净利润	41.85	21.41	54.76	48.53	57.54	107.49	75.77
YOY	26.12%	-48.84%	155.79%	-11.38%	18.56%	86.81%	78.24%
毛利率	35.03%	35.88%	34.20%	30.40%	29.68%	33.94%	33.74%
期间费用率	15.90%	19.36%	18.16%	19.41%	17.26%	17.62%	16.48%
销售费用率	6.23%	6.59%	5.58%	5.36%	4.97%	4.87%	5.05%
管理+研发费用率	9.06%	12.53%	11.41%	13.19%	10.89%	10.97%	10.06%
财务费用率	0.60%	0.24%	1.16%	0.87%	1.40%	1.78%	1.37%
归母净利率	15.50%	7.08%	12.53%	9.47%	9.94%	14.34%	15.24%
存货	55.93	90.22	129.03	158.79	144.38	192.08	281.42
较上年同期增减	12.28	34.29	38.80	29.76	-14.41	47.71	107.72
存货周转天数	94.66	121.49	130.70	136.23	120.30	118.30	124.70
较上年同期增减	3.14	26.82	9.21	5.53	-15.92	-2.00	-4.18
应收账款及票据	87.92	106.37	132.56	179.78	156.36	226.50	194.17
较上年同期增减	24.33	18.45	26.19	47.21	-23.41	70.14	27.76
应收账款周转天数	89.69	96.96	84.94	92.77	88.96	88.93	73.41
较上年同期增减	13.18	7.27	-12.02	7.83	-3.81	-0.02	-15.04
应付账款及应付票据	24.21	30.88	37.33	47.87	89.55	141.02	182.92
较上年同期增减	1.27	6.67	6.45	10.54	41.68	51.46	67.47
应付账款周转天数	43.39	45.79	40.66	40.33	54.53	70.52	67.53
较上年同期增减	-5.10	2.40	-5.13	-0.33	14.21	15.99	-11.47
预收账款(合同负债)	1.76	13.08	12.22	10.89	7.74	7.74	17.74
较上年同期增减	1.06	11.32	-0.86	-1.33	-3.11	-0.04	7.70
经营性现金流净额	41.31	34.23	37.51	46.09	92.73	108.77	21.73
较上年同期增减	13.79%	-17.13%	9.57%	22.89%	101.18%	17.30%	-72.43%
筹资性现金流净额	186.27	28.20	82.98	31.43	71.93	13.30	-7.25
较上年同期增减	-2759.24%	-84.86%	194.31%	-62.13%	128.90%	-81.51%	-84.21%
资本开支	129.43	168.68	84.22	80.08	130.03	120.84	48.20
较上年同期增减	122.89	39.25	-84.45	-4.14	49.95	-9.19	-2.25
ROE	9.32%	4.92%	10.58%	8.36%	9.80%	14.53%	9.31%
YOY (±)	-14.10%	-4.40%	5.66%	-2.22%	1.44%	4.73%	2.91%
ROIC	13.38%	4.87%	9.81%	7.16%	7.57%	11.78%	7.68%
YOY (±)	-6.45%	-8.51%	4.94%	-2.65%	0.41%	4.21%	2.62%
资产负债率	12.38%	24.56%	28.82%	32.10%	39.79%	40.86%	41.25%
YOY (±)	-30.42%	12.17%	4.26%	3.28%	7.69%	1.07%	4.39%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 5: IPO 募投项目

序号	项目名称	项目投资总额/万元	拟募投资金/万元	备注
1	工业用环保纸包装生产基地扩建项目	41,112.00	21,906.89	新增工业用环保纸阀口袋生产能力 8,000 万条/年。
2	复合环保包装新材料生产线技改项目	9,765.53	6,921.09	通过引进国内外先进的复合环保包装新材料生产线,对现有生产基地进行技术改造和提升,形成FFS重载膜及片膜生产能力2,200吨/年、PE阀口袋生产能力2,500万条/年。
3	智慧工厂信息化升级改造项目	2,320.00	2,320.00	
	合计	53,197.53	31,147.98	

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 13: 奶酪行业 CR5



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

新型烟草创新大势不改, 期待后续政策落地格局优化。从全球发展趋势来看, 我们认为新型烟草持续成长动力强劲(英美烟草 21H1 新型烟草产品营收同比+40.4%, PMI 在 21H1 减害产品营收+39.1%)。近期 (1) 国内烟草总局发文助力烟草科技创新, 期待国内 HNB 发力。9 月 27 日国家烟草专卖局党组印发指导意见, 强调以面向世界烟草科技前沿、面向中式卷烟主战场、面向行业重大需求、面向降焦减害为战略方向, 坚持以科技创新与体制机制创新“双轮驱动”。建议持续关注加热不燃烧(HNB)的持续发展, 核心标的**华宝国际、华宝股份、劲嘉股份、东风股份**; (2) 海外 FDA 更新 PMTA 规则, 审核效率提升。10 月 5 日 FDA 发布新型烟草产品上市前审查(PMTA)的最终规则, 预计在 11 月 4 日开始生效。生效日期后提交的申请必须在申请中包含三类信息(申请的新型烟草产品是否将保护公众健康、产品的制造包装是否符合相关法案、产品标签是否存在错误或误导群众的情况), 以便 FDA 完成对申请的实质性审查。我们预期规则的修改一定程度能够提升审核效率, **思摩尔国际**在美国销售封闭式尼古丁传输系统产品的全部客户都

已进入 PMTA 第三阶段的审核环节，政策的落地必将利好格局优化。

表 6: 国内新型烟草政策一览

时间	政策/态度
2014.1	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示，高度重视 HNB 等新型烟草制品研发。
2017.1	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示，要深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性产品。
2017.5	国家烟草专卖局发布《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》，将 HNB 烟草制品视为烟草制品，纳入烟草监管体系。
2017.2	国家烟草专卖局发布《关于激发科技创新活力调动“两个积极性”的若干意见》，提出要持续加大研发经费投入力度和科技人才培养力度，健全科技奖励体系，通过制度建设促进 HNB 等新型烟草制品研发。
2018.4	国家烟草专卖局在全国烟草工作会议上表示，扎实推动新型烟草制品依法监管的准备、制品研发的准备、政策措施的准备；密切关注烟草市场新动向，积极研发加热不燃烧烟草制品等新型制品。
2018.8	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局联合发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，建议电商平台对含有“学生”“未成年人”等字样的电子烟产品下架，屏蔽关联关键词。
2018.11	湖北中烟召开会议，提出确保针式加热技术始终处于国内领先地位，成为行业 HNB 产品发展标杆。
2019.2	香港特别行政区立法会颁布《2019 年吸烟（公众卫生）（修订）条例草案》，明确提出禁止进口、制造、售卖、分发和宣传另类吸烟产品。
2019.10	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局联合发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，明确提出禁止线上销售电子烟，并撤回通过互联网发布的电子烟广告。
2019.10	云南省政府发布《云南省支持烟草制品高质量发展若干政策措施》，明确提出要支持发展 HNB 等新型烟草制品、组建云南新型烟草制品公司，推动新型烟草制品实体化、产业化、品牌化、市场化发展。
2020.4	四川中烟召开技术骨干座谈会，提出围绕新型烟草制品技术等攻关方向，重点突破新型烟草制品标准制定等核心课题，以点带面实现公司技术研发水平全面提升。
2020.7	国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局制定了《电子烟市场专项检查行动方案》：全面清理互联网电子烟售卖；强化对互联网平台的监管；保护未成年人身心健康。
2021.3	国家工业和信息化部、国家烟草专卖局起草了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法〉的决定（征求意见稿）》，第六十五条指出，电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。
2021.4	烟草控制框架公约履约工作部际协调领导小组会议在京召开，会议强调将推动解决电子烟监管、税价联动等重点问题。
2021.5	中国国家卫生健康委员会规划司与世界卫生组织驻华代表联合发布《中国吸烟危害健康报告 2020》，报告揭露吸烟与慢性病的关联，并增加电子烟的健康危害章节，指出电子烟会对健康产生危害。
2021.6	为贯彻落实新修订的《中华人民共和国未成年人保护法》关于保护未成年人免受烟（含电子烟）侵害的规定，依法保障和维护未成年人身体健康和合法权益，国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局决定联合开展保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动，并发布了《保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案》（国烟专〔2021〕89号），此专项行动的总体要求、主要任务、时间安排和工作要求进行了部署，提出了明确要求。
2021.9	吴江区检察院牵头区烟草专卖局、市场监督管理局、公安局、卫健委等五部门，召开首次“保护青少年远离电子烟伤害”专题联席会议。会议分析了向未成年人出售电子烟监管方面存在的问题，并就下一步如何厘清职权、加大惩治力度、强化普法宣传、建立线索移送机制、形成监管合力等方面进行交流并达成初步共识。
2021.9	国家烟草专卖局党组印发指导意见，要求全面加强新时代行业科技创新工作，加速实施创新驱动发展战略，加快推进高水平科技自立自强，全力打造自主创新新高地，奋力开创科技创新新局面。指导意见强调，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，以面向世界烟草科技前沿、面向中国式卷烟主战场、面向行业重大需求、面向降焦减害为战略方向，坚持科技创新与体制机制创新“双轮驱动”。
2021.10	沈阳市出台了《沈阳市控制吸烟条例》，将于今年10月1日起正式实施。《条例》共七章二十八条，规定了室内工作场所、公共交通工具内禁止吸烟。室内公共场所禁止吸烟，但餐饮服务场所、住宿休息服务场所和公共娱乐场所可以设置少量供消费者使用的吸烟房间。市卫健委相关专家介绍，《条例》也将电子烟纳入控烟范围。

资料来源：中国烟草官网，浙商证券研究所

1.3. 优质消费资产底部配置，关注必选复苏&家居份额提升

年初至今部分优秀的赛道大白马在经历深度盘整，目前估值处在合理位置，中长期份额提升的成长逻辑依然通顺，Q4 考虑估值切换至 22 年投资性价比更加凸显，长期看好。

疫情反复扰动消费降速，关注必选消费韧性。8 月社零同比增长 2.5%，两年复合增速仅为 1.5%（前值 4.2%），细分消费板块多受到疫情反复影响的拖累较大，但其中部分必选消费的表现仍然较为靓丽（文具消费增长稳健、生活纸企业开始收缩促销力度）。考虑 Q3 必选优质公司如**晨光文具**、**百亚股份**等股价回调幅度较大，已经充分反应高基数基础上单季度较为平淡的增长预期，后续需求韧性值得期待。首选**晨光文具**（预计 22 年净利润 18.76 亿元、对应 22 年 PE 仅 34.83X），传统业务预期增长稳健、科力普延续高增、九木开店加速；**百亚股份**（预计 22 年净利润 2.96 亿元，对应 22 年 PE 仅 28.46X），核心区域增长稳健、次新区域延续高增，电商转型初见成效，Q3 基数较高（疫情延后消费、Q3 本是淡季）叠加费用冲抵收入，预期增速略有承压，伴随 Q4 旺季到来，预期业绩将有较好表现；**维达国际**（预计 22 年 20.40 亿元，对应 22 年 PE 仅 13.68X），公司电商龙一地位稳固、高端化进展顺利、个护打开新成长空间，前期价格战预期已充分反映、公司 Q3 顺利提价且原料价格边际下行，看好公司下半年业绩表现。

图 14: 社零当月同比增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

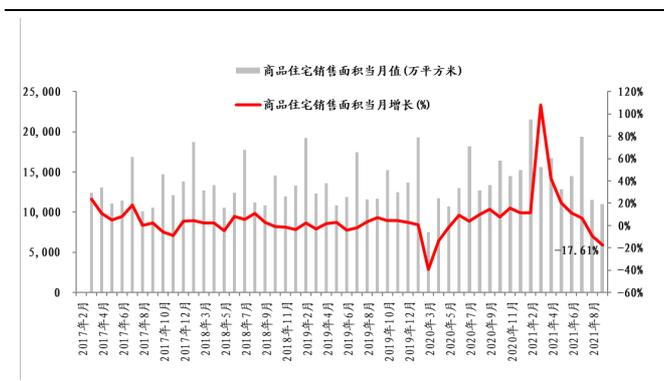
表 7: 细分赛道社零表现

	分行业零售表现														
	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	同比2019-07	同比2019-08
营业收入	-7.0	-2.9	0.8	-0.6	0.4	68.9	91.6	46.4	26.6	20.2	14.3	-4.5	1.7	-1.7	-11.1
商品零售	1.5	4.1	4.8	5.8	5.2	30.7	29.9	15.1	10.9	11.2	7.8	3.3	8.0	4.8	4.8
其中: 粮油、食品类	4.2	7.8	8.8	7.7	8.2	10.9	8.3	6.5	10.6	15.6	11.3	9.5	19.0	14.1	19.0
饮料	12.9	22.0	16.9	21.6	17.1	36.9	33.3	22.3	19.0	29.4	20.8	11.8	33.8	26.8	33.8
烟酒	3.1	17.6	15.1	11.4	20.9	43.9	47.4	26.2	15.6	18.2	15.1	14.4	20.9	17.9	20.9
服装鞋帽针纺织品类	4.2	8.3	12.2	4.6	3.8	47.6	69.1	31.2	12.3	12.8	7.5	-6.0	4.8	-2.1	-6.0
化妆品	19.0	13.7	18.3	32.3	9.0	40.7	42.5	17.8	14.6	13.5	2.8	0.0	12.3	19.0	12.3
金银珠宝	15.3	13.1	16.7	24.8	11.6	98.7	85.2	48.3	31.5	26.0	14.3	7.4	22.9	23.8	22.9
日用品	11.4	10.7	11.7	8.1	8.0	34.6	30.7	17.2	13.0	14.9	13.1	-0.2	20.8	11.2	20.8
家用电器和音像器材	4.3	-0.5	2.7	5.1	11.2	43.2	38.9	6.1	3.1	8.9	8.2	-5.0	5.8	-0.9	5.8
中西药品	6.2	9.6	10.8	12.8	12.1	16.9	11.5	8.0	7.3	8.5	8.6	10.2	14.4	17.0	14.4
文化办公用品	9.4	12.2	11.7	11.2	9.6	38.3	22.2	6.7	13.1	25.9	14.8	20.4	15.4	31.7	15.4
家具类	-4.2	-0.6	1.3	-2.2	0.4	58.7	42.8	21.7	12.6	13.4	11.0	6.7	6.7	2.2	6.7
通讯器材类	25.1	-4.6	8.1	43.6	21.0	53.1	23.5	14.2	8.8	15.9	0.1	-14.9	11.4	6.5	11.4
石油及制品	-14.5	-11.8	-11.0	-11.0	-3.8	21.9	26.4	18.3	20.3	21.9	22.7	13.1	5.6	-3.3	5.6
建筑及装潢材料	-2.9	0.5	4.2	7.1	12.9	52.8	43.9	30.8	20.3	19.1	11.6	13.5	8.8	10.2	8.8
汽车	11.8	11.2	12.0	11.8	6.4	77.6	48.7	16.1	6.3	4.5	-1.8	-7.4	10.3	3.5	10.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

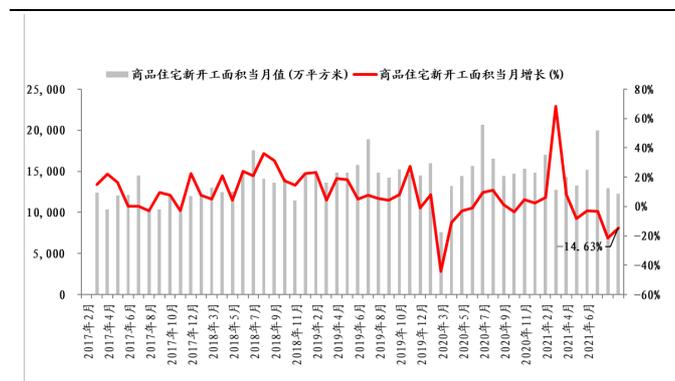
地产 β 悲观预期已经较为充分, 把握家居龙头市场份额提升的 α 。此前市场后续地产链接连违约, 且 5-8 月地产新开工&销售端表现弱势, 后周期家居板块深度回调, 优质的大白马估值显著回撤, 但其长期零售 α 属性仍然凸显、有望兑现穿越周期的成长, 推荐布局具有份额提升持续成长动力的优质零售资产: (1) **顾家家居** (预计 22 年+25%、对应 22 年 PE 仅 18X) 区域零售公司赋能经销商反馈积极, 门店信息化&周转率&客单价&坪效向上, 软体+定制品类融合, 朝精品宜家方向持续迈进。(2) **欧派家居** (预计 22 年+20%、对应 22 年 PE 为 24X), 品类融合顺利、延伸软装&优材平台迈向全屋解决方案, 整装大家居业务开店&接单持续超预期, 信息化系统打通前中后端。(3) **敏华控股** (预计 22 年业绩增长 30+%、对应 22 年 PE 仅 12-13X) 引领国内功能沙发渗透率提升, 六大战区精细化渠道运作, 引进前 IBM 高管冯总担任 CEO 补强信息化能力, 当前估值性价比突出。

图 15: 8 月商品住宅销售面积同比-17.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 8 月商品住宅新开工面积同比-14.63%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 8: 家居龙头业绩&估值一览

单位: 亿元		2021利润	2021利润YOY	2022利润	2022利润YOY	2021PE	2022PE	总市值
定制家居	欧派家居	27.68	34.0%	33.30	20.0%	28.80	23.94	797.20
	索菲亚	14.03	17.7%	16.45	17.2%	10.81	9.22	151.73
	尚品宅配	4.27	321.2%	5.03	17.8%	20.59	17.48	87.93
	志邦家居	5.25	32.9%	6.53	24.4%	12.63	10.15	66.31
	金牌厨柜	3.74	27.9%	4.77	27.9%	12.49	9.80	46.75
	皮阿诺	2.69	36.5%	3.47	29.2%	10.66	8.25	28.65
软体家居	顾家家居	16.84	99.2%	21.05	25.0%	22.53	18.02	379.35
	敏华控股	25.12	30.5%	33.73	34.2%	16.54	12.32	415.53
成品家居	喜临门	5.21	26.6%	8.45	28.1%	18.03	11.12	93.95
	美克家居	5.20	69.7%	6.47	24.5%	9.83	7.90	51.13
出口家居	曲美家居	3.48	235.0%	4.91	41.1%	15.44	10.95	53.74
	梦百合	2.77	-26.9%	7.23	161.4%	24.85	9.52	68.85
	麒盛科技	3.18	16.3%	3.80	19.4%	23.82	19.96	75.79

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4. 双控限电或成新常态，左侧关注格局改善、纸价拐点

双控加码收缩供给，部分纸种止跌回弹。9月双控政策再度加码，考虑部分造纸大省如江苏（9月拉闸停产）、广东（开二停五错峰轮休）、广西、福建均为双红色预警区域，后续限产存在进一步升级预期，我们判断21Q4旺季造纸供给将大幅收缩，从而对后市纸价形成提振。根据细分纸种产能来看，箱板/瓦楞/白卡/双胶/铜板位于上述四个红色预警区域的产能分别达到1574/1070/500/175/200万吨，占对应总产能比例分别达到42%/34%/44%/22%/34%。其中受影响较大的废纸系率先发布涨价函（玖龙普涨50-150元/吨、山鹰普涨50-200元/吨、小厂跟涨），出厂价表现止跌回弹，箱板/瓦楞月末价格较月中上涨83、75元/吨至5153、4260元/吨；其余纸种如铜版纸、双胶纸、白卡纸库存仍在消化，提涨略有阻力，关注10月下半月表现。

表 9：分省份双控政策一览

分省份双控政策一览		
省份	预警成都	政策细节
江苏	双红色预警	工业用电拉闸，9月15日0点开始执行，暂定15天。
广东	双红色预警	双红色预警。9月16日起“开二停五”，每周五天错峰轮休，错峰日至保留保安用电负荷，保安负荷在总负荷的15%以下。
广西	双红色预警	要求主动错峰用电。
福建	双红色预警	暂时没有详细政策。
安徽	双黄色预警	暂时没有详细政策。
浙江	双黄色预警	造纸四季度预期停产20+天。
山东	双绿色预警	淄博分时限电，限电时间持续升级；枣庄按需用电。

资料来源：各地政府官网，浙商证券研究所

表 10：核心红色预警区域产能一览

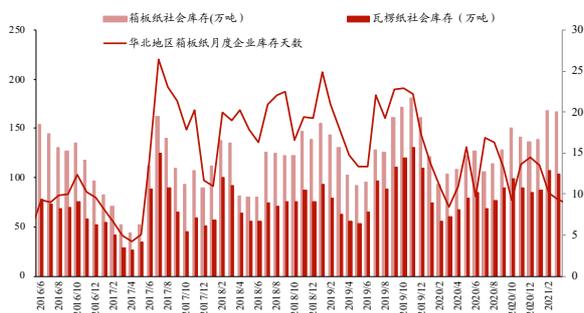
纸种	省份	产能/万吨	占总产能比例
铜版纸	江苏	200	34%
	广东	125	16%
双胶纸	江苏	50	6%
	广东	180	16%
白卡纸	广西	120	11%
	江苏	200	18%
	广东	795	21%
箱板纸	江苏	444	12%
	福建	335	9%
	广东	509	16%
瓦楞纸	江苏	362	12%
	福建	199	6%
	广东	509	16%

*数据来源：卓创，不完全统计

资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

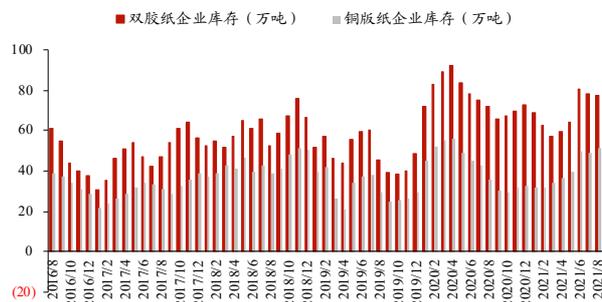
库存压力有所缓解，但仍处于历史同期较高水平。宏观数据来看，PMI 8月数据为50.1%（环比-0.3pct），社零数据8月增速2.5%（环比-6pct），对应造纸下游需求仍然较为疲软。行业前期积累一定库存，本轮停产有所缓解库存压力，但仍处于历史同期较高水平，建议持续关注停产持续性及库存消化情况。根据卓创资讯，截止至9月末，双胶/铜版纸企业库存分别为73.43、48.35万吨，环比减少4.23、3.17万吨，同比+7.73、18.25万吨；白卡纸社会库存93.23万吨，环比-7.74万吨，同比+7.73万吨；箱板/瓦楞社会库存分别为203.66、126.9万吨，环比+3.40、3.75万吨，同比+64.76、39.10万吨。

图 17：箱板/瓦楞库存



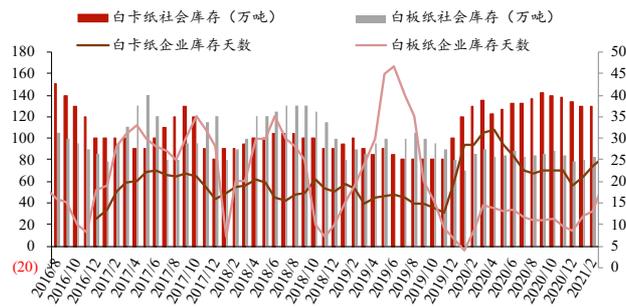
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 18：文化纸库存



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 19: 白卡/白板库存



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

短期关注区位优势和**细分纸种弹性**, **中期关注格局优化**。能源双控或成新常态, 短期持续建议重点跟踪限产持续性及涨价函落地情况(白卡、铜版库存陆续消化且区位供给影响较大, 存在潜在提价预期); 中期来看, 环保政策趋严, 中小产能或将陆续推出、新增产能审批难度加大。标的选择上, 我们建议首选具备区位及自备能源优势的**太阳纸业**(基地位于绿色区域山东&广西二期陆续开始投产&箱板提价有动力)、**山鹰国际**(广东产能相对有限&箱瓦纸种具提价动力)、**仙鹤股份**(下游需求相对较好), 关注**博汇纸业**(白卡纸种提价弹性)、**晨鸣纸业**(白卡纸种提价弹性)。

表 11: 双控后涨价函一览

涨价情况	
东莞玖龙: 牛卡芯纸上涨100元/吨; 玖龙、海龙、地龙白板上涨100元/吨; 江龙白板上涨150元/吨;	
玖龙: 9月24日起普涨50-150元/吨	太仓玖龙: 牛卡纸上调价50元/吨, 瓦楞纸上调100元/吨, 白板上涨100元/吨
	天津玖龙: 白面牛卡上调100元/吨; 涂布纸上调50元/吨; 牛卡纸、再生牛卡纸、瓦楞纸上调价格50元/吨
	泉州玖龙: 牛卡纸、再生纸上调50-100元/吨; 瓦楞纸上调100元/吨;
山鹰: 9月25日起上涨50-200元/吨	山鹰纸业: 紫衫、银衫上调50元/吨; 红衫、T纸、高瓦上调100元/吨; 云衫、水衫上调200元/吨;
小厂跟涨100-200元/吨	山东丰源通达电力有限公司中科生态分公司: 9月24日起高强瓦楞纸价格上涨100元/吨;
	盐城富豪纸业: 从9月23日起, 纸价上涨200元/吨;
	沙河市久发纸业: 从9月24日起, 高强瓦楞纸在原供应价格基础上上调50元/吨;
	保定市三联纸业: 从9月25日起, B1级箱板纸、高强瓦楞纸上调100元/吨;

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

2. 市场行情: 大盘略有回升, 文娱用品板块上涨

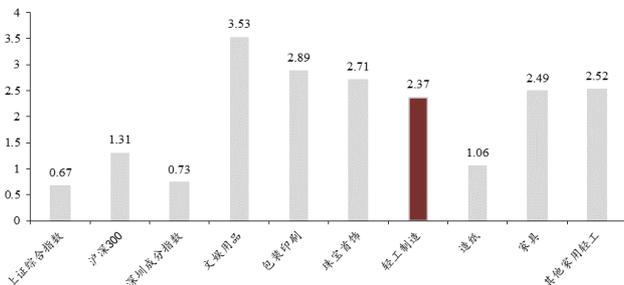
2.1. 市场回顾: 文娱用品板块本周表现靓丽

本周大盘整体表现来看, 上证综指涨 0.67% 收于 3592.17 点; 深证成指涨 0.73% 收于 14414.16 点; 沪深 300 涨 1.31% 收于 4929.94 点。

轻工制造周内涨 2.37%, 细分板块分化较大, 具体来看: 文娱用品 (+3.53%) 本周涨幅最大, 其次包装印刷(2.89%)、珠宝首饰(2.71%)、其他家用轻工(2.52%)、家具(2.49%)、造纸(1.06%)。

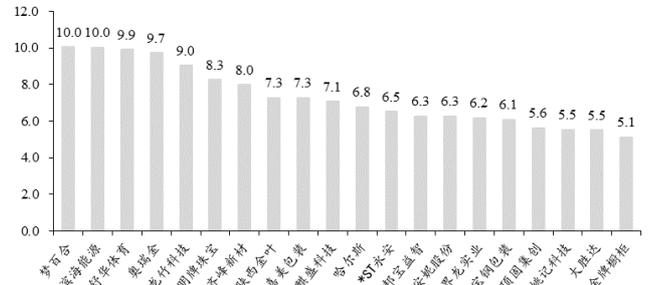
本周个股表现来看，涨幅居前的公司包括梦百合(+10.0%)、滨海能源(+10.0%)、舒华体育(+9.9%)、奥瑞金(+9.7%)、龙竹科技(+9.0%)；跌幅居前的公司包括江山欧派(-3.2%)、海象新材(-1.9%)、万顺新材(-1.5%)、松发股份(-1.4%)、岳阳林纸(-1.4%)。

图 20: 本周市场涨跌幅 (%)



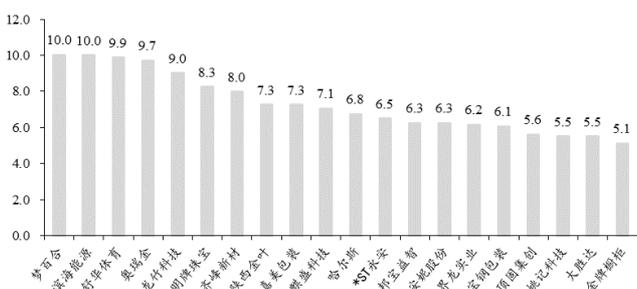
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 板块单周涨跌幅前二十的股票 (%)



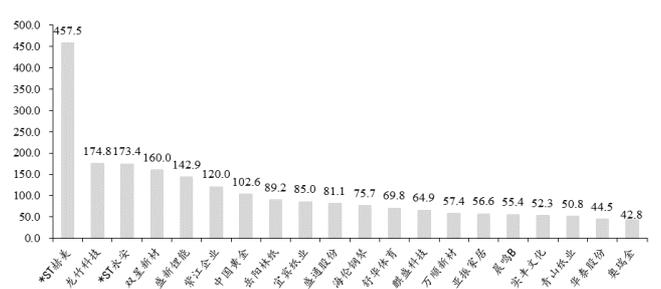
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 22: 板块单月涨跌幅前二十的股票 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 23: 板块年度涨跌幅前二十的股票 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2. 公司公告: 重点公司信息跟踪

公牛集团: 关于收到《行政处罚决定书》的公告。公牛集团股份有限公司于 2021 年 9 月 27 日收到浙江省市场监督管理局出具的《行政处罚决定书》，处 2020 年度中国境内销售额 98.27 亿元 3% 的罚款，计 2.9481 亿元（大写：贰亿玖仟肆佰捌拾壹万元），占公司最近一期经审计净利润的 12.74%。

王力安防: 关于投资设立子公司的公告。王力安防科技股份有限公司基于战略落地和拓展整屋定制家居业务需要，投资人民币 3500 万元设立控股子公司上海王力家居有限公司。

美克家居: 关于控股股东增持公司股份的公告。美克国际家居用品股份有限公司控股股东美克投资集团有限公司于 2021 年 9 月 27 日通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持公司股份 596 万股，占公司当前总股本的 0.37%；并计划自本次增持之日起 6 个月内，按照相关规定，通过上海证券交易所交易系统继续增持公司股份，累计增持比例不超过公司已发行股份总数的 2%（含本次增持）。

海鸥住工: 关于控股孙公司苏州有巢氏家居有限公司签订拆迁补偿协议的公告。广州海鸥住宅工业股份有限公司控股孙公司苏州有巢氏家居有限公司（与苏州市吴中区太湖

街道办事处建设管理科于近日签署了《非住宅类房屋拆迁补偿协议》，太湖街道建设管理科因土地储备项目建设的需要，征用苏州有巢氏位于苏州吴中越溪天鹅荡路 3 号使用权土地面积 3.76 万 m²及拆迁房屋建筑面积 2.17 万 m²，被拆迁房屋补偿总额为人民币 1.44 亿元。

海象新材: 关于首次公开发行前已发行股份上市流通提示性公告。经中国证券监督管理委员会核准，并经深圳证券交易所《关于浙江海象新材料股份有限公司人民币普通股股票上市的通知》同意，公司首次公开发行人民币普通股（A 股）1,834 万股，发行价格 38.67 元/股，并于 2020 年 9 月 30 日起在深圳证券交易所上市交易。

江山欧派: 关于公司拟对外投资并签订增资协议的进展公告。经江山欧派门业股份有限公司与江山欧派安防科技有限公司协商，增资总额 1.92 亿元中 0.54 亿元以土地使用权方式出资，剩余出资额 1.38 亿元以现金方式出资。增资完成后江山欧派门业股份有限公司持有欧派安防公司 72.00% 的股权。

建霖家居: 关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告。本次回购拟用于实施员工持股计划，拟回购的资金总额不超过人民币 2,000 万元且不低于人民币 1,000 万元，回购股份的价格为不超过人民币 18 元/股。

皮阿诺: 关于对外投资设立全资子公司的公告。董事会同意广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司以自有资金人民币 3,000 万元在海南省投资设立全资子公司“海南皮阿诺科技有限责任公司”。

海象新材: 关于公司部分董事、监事减持股份预披露公告。浙江海象新材料股份有限公司（以下简称“公司”）董事鲁国强先生和监事沈财兴先生发出公告，计划即日起 15 个交易日后 6 个月内以集中竞价方式减持其持有的公司股份，其中鲁国强先生减持不超过 40 万股（占公司总股本的 0.39%），沈财兴先生减持不超过 40 万股（占公司总股本的 0.39%）。

高乐股份: 关于公司大股东减持股份预披露的公告。广东高乐股份有限公司（以下简称“公司”）股东“香港兴昌”（持股 1.87 亿股，占比 19.76%）计划在本公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内以集中竞价方式减持本公司股份不超过 947.2 万股（不超过公司总股本比例的 1%）。

共创草坪: 关于调整 2021 年限制性股票激励计划授予价格的公告。江苏共创人造草坪股份有限公司限制性股票授予价格（含预留）由原 15.11 元/股调整为 14.61 元/股。

思摩尔国际: 关于授出购股权的公告。思摩尔国际控股有限公司及其附属公司（统称“集团”）于 9 月 30 日公告，将依据“购股权计划”，以行使价每股 36.30 港元向集团特定合资格雇员授出合计 973.3 万股购股权。

东易日盛: 关于公司董事、总经理变更的公告。东易日盛家居装饰集团股份有限公司（下称“公司”）9 月 30 日公告，杨劲女士因个人原因，申请辞去公司董事、战略委员会委员、提名委员会委员、薪酬与考核委员会委员、总经理职务；徐建安先生因个人原因辞去公司董事、审计委员会委员、副总经理职务。二人辞职后均不再担任公司任何职务。

江山欧派: 关于评级机构将公司及公司可转债列入观察名单的公告。9 月 30 日，鉴于江山欧派门业股份有限公司（下称“公司”）对“恒大地产”的应收款项规模较大，回收存在较大不确定性，可能对公司盈利水平产生较大不利影响。“中证鹏元”决定将公司主体信用等级及“江山转债”列入信用评级观察名单。

2.3. 造纸产业：本周废纸系止跌回弹，浆系略有下探

2.3.1. 价格数据：废纸系成品纸止跌回弹，纸浆价格略有走弱

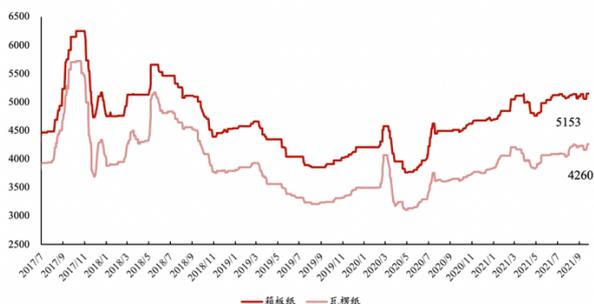
截至9月30日的原纸价格：箱板纸市场价 5153 元/吨（周变化+0 元/吨，月变化+83 元/吨）；瓦楞纸 4260 元/吨（周变化+50 元/吨，月变化+50 元/吨）；白板纸 4855 元/吨（周变化-63 元/吨，月变化-63 元/吨）；铜版纸 5240 元/吨（周变化-20 元/吨，月变化-160 元/吨）；双胶纸 5313 元/吨（周变化+0 元/吨，月变化-137 元/吨）；白卡纸 5940 元/吨（周变化-36 元/吨，月变化-111 元/吨）。

截至9月30日的废纸价格：国内各地废纸到厂平均价格 2376 元/吨（周变化+15 元/吨，月变化-63 元/吨）。

截至9月30日的纸浆价格：国际方面阔叶浆外商均价 639 美元/吨（周变化+0 美元/吨，月变化-16 美元/吨）；针叶浆外商均价 836 美元/吨（周变化+0 美元/吨，月变化-29 美元/吨）；纸浆期货方面，纸浆 2110（SP2110）9月30日收 6220（周变化 0 元/吨，涨跌幅 0.00%），比全年低点上涨幅度为 29.26%。

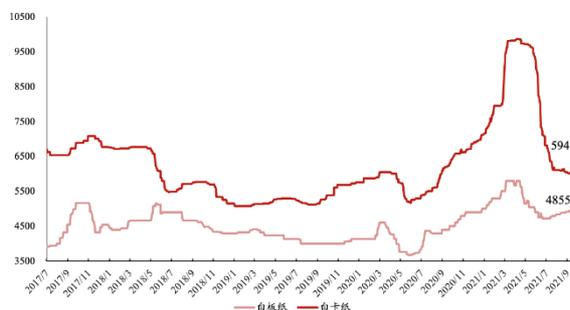
截至9月30日的溶解浆价格：溶解浆价格 7400 元/吨（周变化+0 元/吨，月变化-130 元/吨）；**截至9月24日粘胶长丝 38000 元/吨（周变化+0 元/吨，月变化-200 元/吨）；粘胶短纤 11600 元/吨（周变化-200 元/吨，月变化-1150 元/吨）。**

图 24：箱板瓦楞纸价格走势（元/吨）



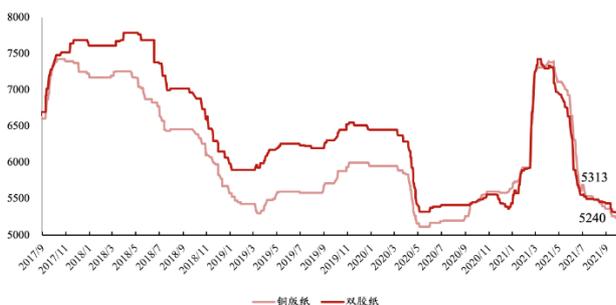
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 25：白卡、白板纸价格走势（元/吨）



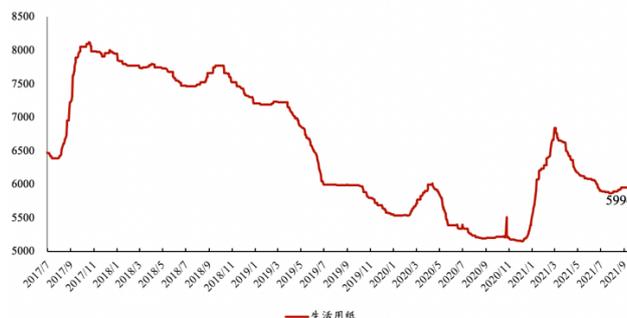
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 26：文化纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 27：生活用纸价格走势（元/吨）



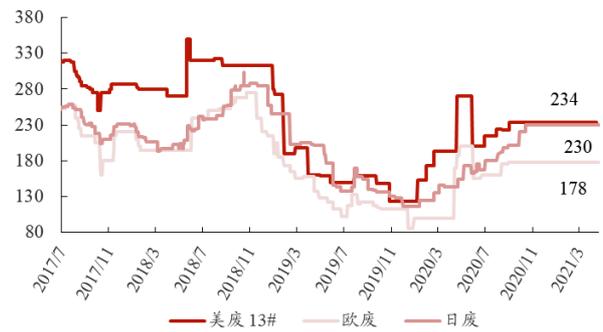
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 28: 国废价格走势 (元/吨)



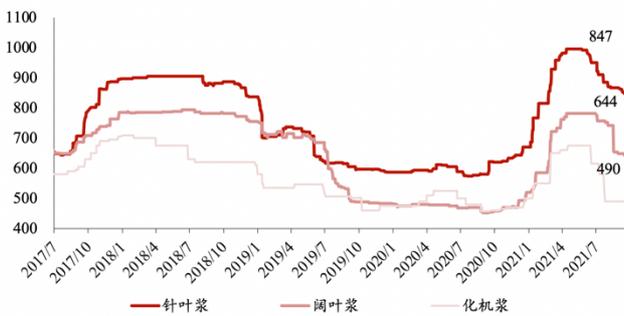
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 29: 外废价格走势 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 30: 针叶浆、阔叶浆、化机浆历史价格 (美元/吨)



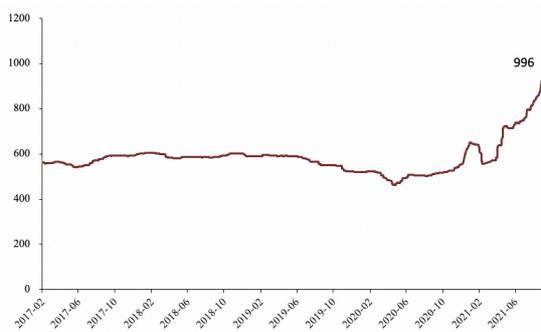
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 31: 内盘浆、溶解浆平均价格 (元/吨)



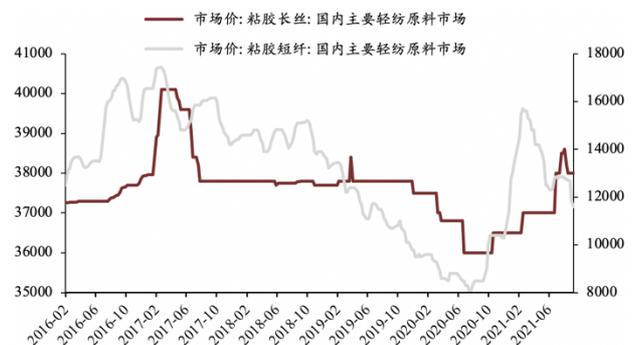
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 32: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 33: 粘胶纤维市场价 (元/吨)

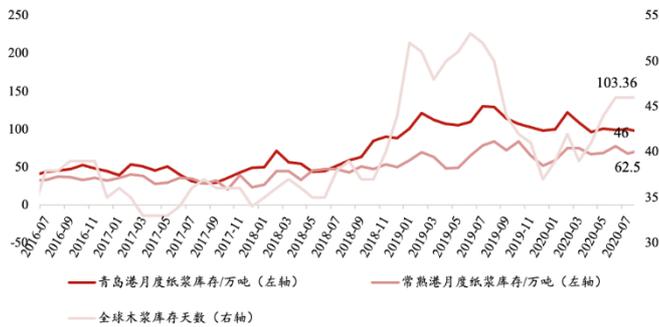


资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

2.3.2. 库存数据: 木浆库存环比上涨, 箱板瓦楞纸库存环比上涨

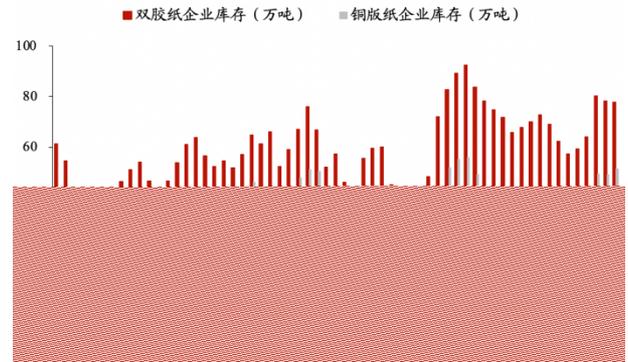
截至 8 月底, 国内主要港口青岛港、常熟港木浆合计库存 165.86 万吨, 环比增加 4.96 万吨。双胶纸企业库存 77.66 万吨, 环比减少 0.57 万吨; 铜版纸企业库存 51.52 万吨, 环比增加 2.12 万吨。瓦楞纸社会库存 123.15 万吨, 环比增加 2.46 万吨; 箱板纸社会库存 200.26 万吨, 环比增加 3.77 万吨; 白板纸社会库存 99.97 万吨, 环比增加 54.17 万吨。白卡纸社会库存 130 万吨, 环比减少 0.5 万吨。

图 34: 木浆库存情况 (万吨, 天)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 35: 文化纸库存情况 (万吨, 天)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 36: 箱板瓦楞纸库存情况 (万吨, 天)

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

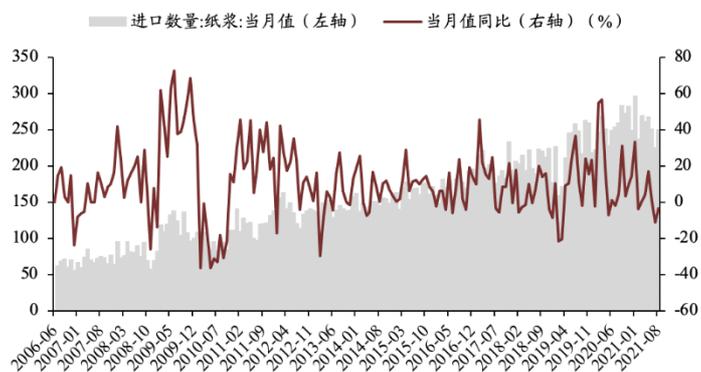
图 37: 白板白卡纸库存情况 (万吨, 天)

资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

2.3.3. 贸易数据: 纸浆 8 月进口同比下降 0.81%

原材料方面, 21 年 8 月进口纸浆 250 万吨, 环比上升 11.11%, 同比下降 0.81%; 成品纸方面, 21 年 8 月进口瓦楞纸 24.79 万吨, 同比下降 34.52%; 进口箱板纸 29.7 万吨, 同比下降 13.73%。

图 38: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)



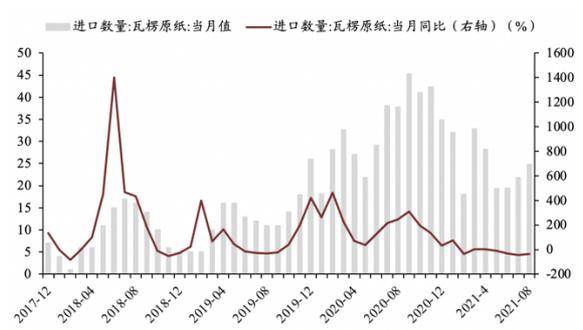
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 39: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图 40: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3.4. 固定资产: 造纸业 21 年 7 月固定资产投资完成额累计增速 19.70%

21 年 7 月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额的累计增速 19.70%。

图 41: 造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比(亿元, %)

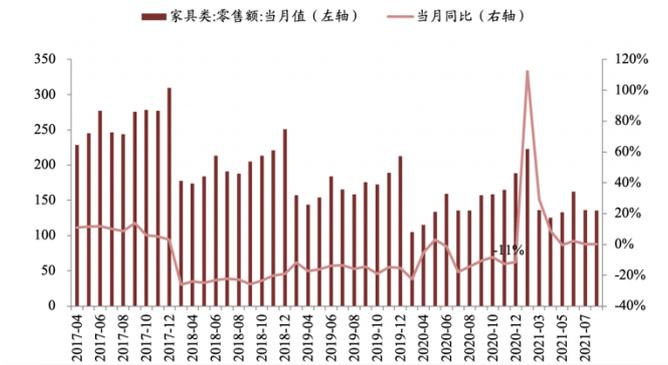
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4. 家具产业: 社零数据公布, 销售额小幅上涨

2.4.1. 销售数据: 21 年 8 月家居零售额同比上升 0.15%

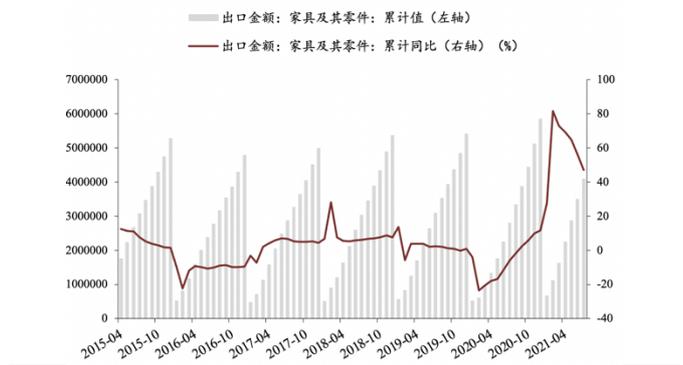
21 年 8 月家具零售额 135.8 亿元, 同比上升 0.15%, 环比下降 0.29%; 21 年 7 月, 建材家居卖场销售额 912.6 亿元, 同比上升 40.74%, 环比下降 5.82%; 21 年 1-8 月我国家具及零件累计出口销售额 471.58 亿美元, 累计同比上升 42.30%。

图 42: 全国家具当月零售额及同比(亿元, %)



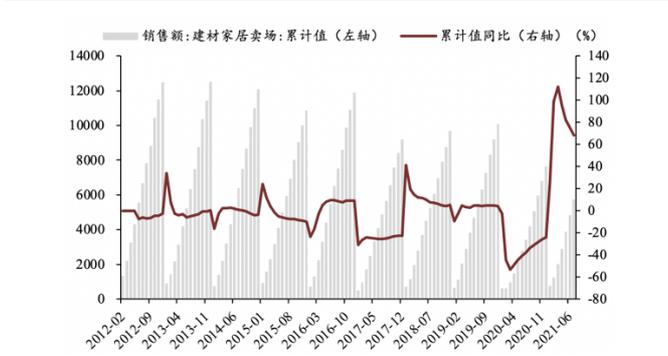
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 43: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)



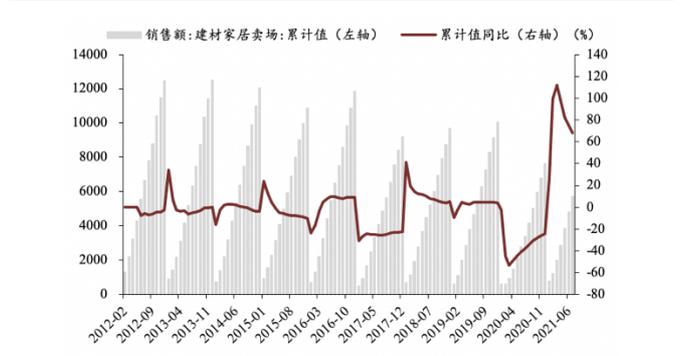
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 44: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 45: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)

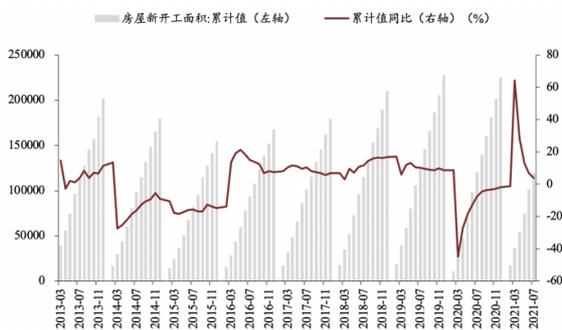


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4.2. 地产数据: 8 月一线城市成交同比下降 1.90%, 二线城市成交同比下降 16.33%

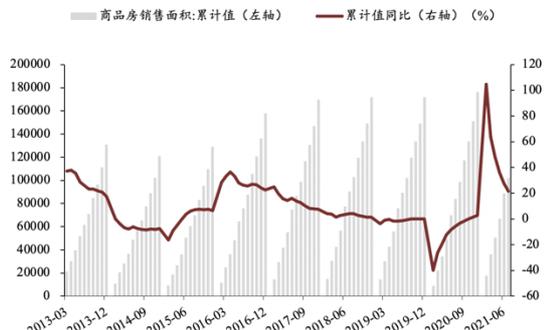
截至 21 年 8 月, 房屋新开工面积累计 135,502.00 万平方米, 同比下降 0.90%; 商品房销售面积累计 101648.18 万平方米, 同比增加 21.54%。21 年 8 月, 30 大中城市中**一线城市**(北京、上海、广州、深圳)成交 36576 套, 同比下降 1.90%, 环比上涨 14.58%; 成交面积 391.03 万平, 同比下降 1.21%, 环比上涨 14.13%。**二线城市**(天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春)成交 53068 套, 同比下降 16.33%; 成交面积 584.85 万平, 同比下降 17.71%。**三线城市**(无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴)成交 35914 套, 同比下降 37.33%; 成交面积 328.46 万平, 同比下降 43.53%。

图 46: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)



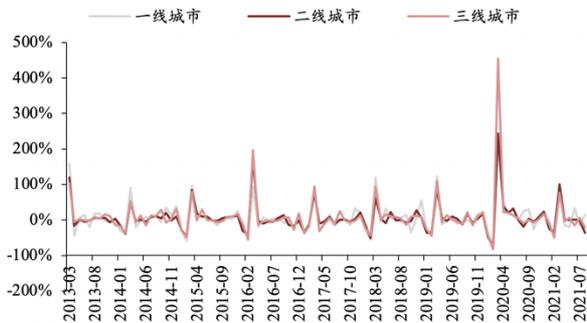
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 47: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)



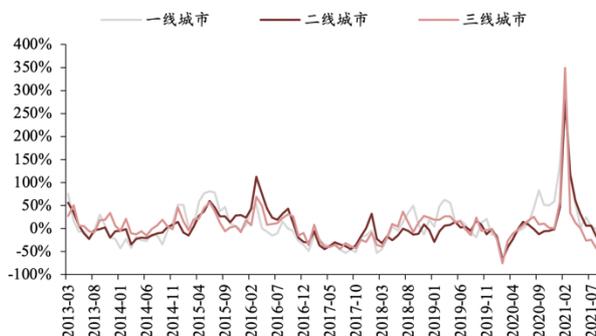
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 48: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

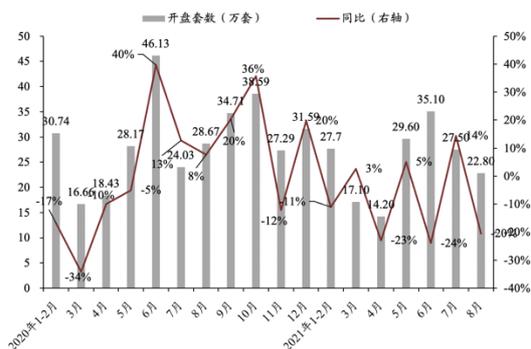
图 49: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2021 年 8 月精装房开盘套数 22.8 万套, 环比下降 20%。

图 50: 精装房月度开盘套数及同比 (万套, %)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图 51: 精装房年度累计开盘套数及同比 (万套, %)

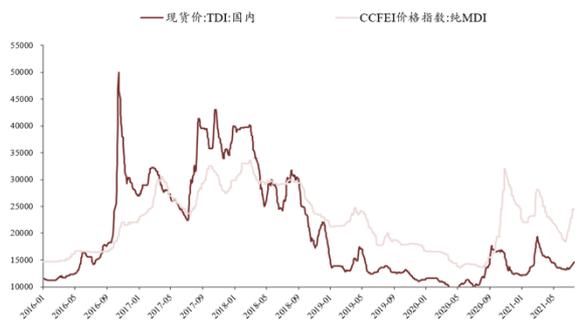


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

2.4.3. 原料数据: TDI 价格上升; CTI 指数小幅波动, LTI 指数上升

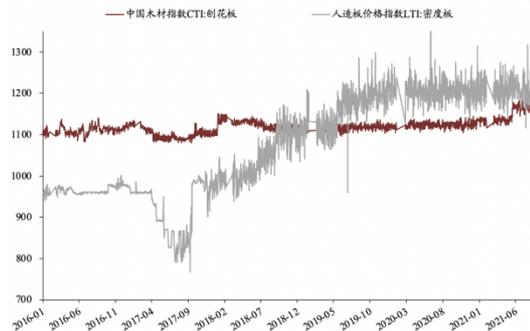
截至 9 月 30 日, 软体家具 TDI 国内现货价 13650 元/吨 (周变化-150 元/吨); 截至 9 月 30 日, 纯 MDI 现货价 21700 元/吨 (周变化+400 元/吨)。截至 9 月 30 日, CTI 刨花板指数为 1163.86 (周涨幅+0.43%)。

图 52: 软体家具上游价格变化趋势(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 53: 定制家具上游价格指数变化趋势



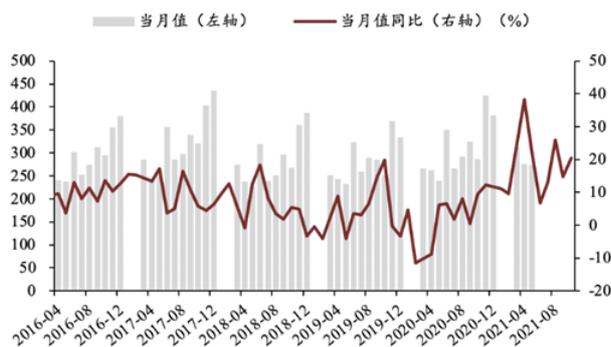
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5. 必选消费&包装: 日用品类零售额 2843.00 亿, 同比上升 23.03%

2.5.1. 文娱行业: 21 年 8 月办公用品零售额 346.50 亿, 同比增长 20.4%

2021 年 8 月办公用品零售额 346.50 亿, 同比增长 20.4%。

图 54: 办公用品当月零售额及同比(亿元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 55: 文教、工美、体育和娱乐用品营收(亿元, %)

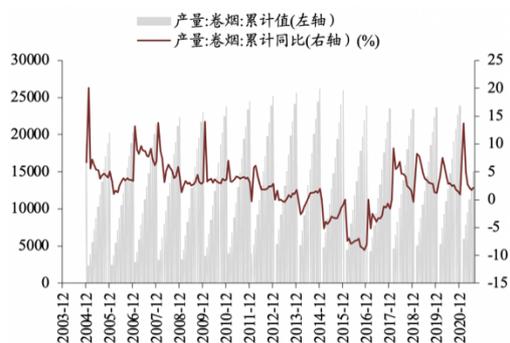


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5.2. 烟草行业: 21 年 7 月卷烟产量累计同比上升 2.10%

2021 年 7 月卷烟累计产量为 15024.30 亿支, 累计同比上升 2.10%。

图 56: 产量:卷烟:累计值及同比(亿支, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 57: 销量:卷烟:累计值及同比(亿支, %)



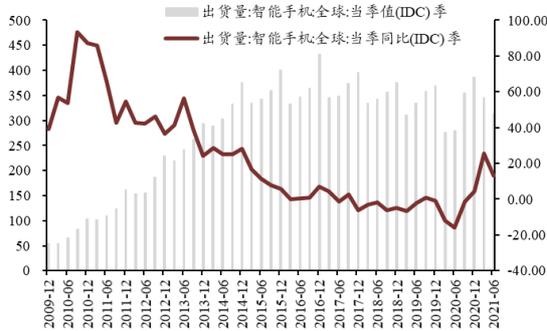
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5.3. 消费类电子: 8 月国内智能手机出货量同比下降 9.9%

2021 年 8 月国内智能手机出货量 2308.00 万部, 同比下降 9.9%。

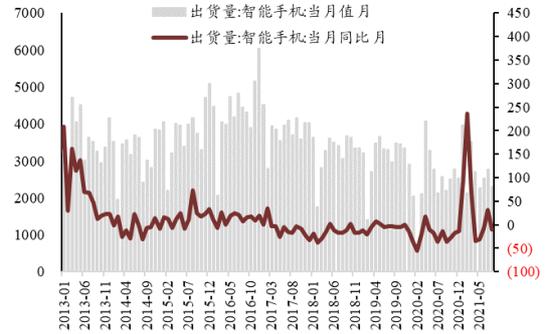
2021年Q2全球智能手机出货量3.13亿部，同比上升13.20%；全球平板电脑出货量4050万台，同比上升4.20%；全球PC出货量8361.40万台，同比上升28.92%。

图 58: 全球智能手机出货量 (百万部, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 59: 国内智能手机出货量 (百万部, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 60: 全球平板电脑出货量 (百万部, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 61: 全球 PC 出货量 (百万部, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5.4. 日用消费: 日用品类 8 月零售额 4672.00 亿元, 同比上升 17.31%

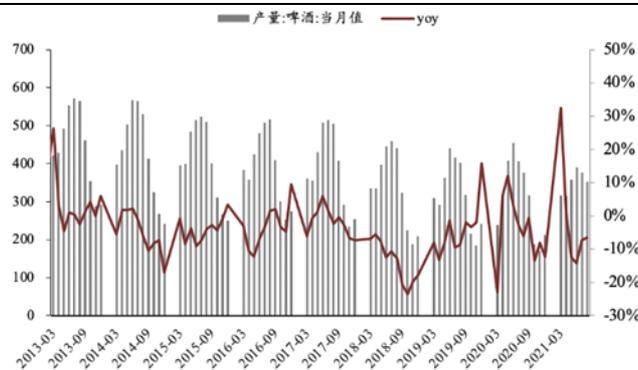
2021年8月限额以上批发零售业日用品类零售额4672.00亿元，同比上升17.31%；2021年8月啤酒产量352.90万千升，同比上涨6.57%；2021年7月软饮料产量1,790.80万千升，同比上涨1.40%。

图 62: 限额以上日用品当月零售额(亿元, %)



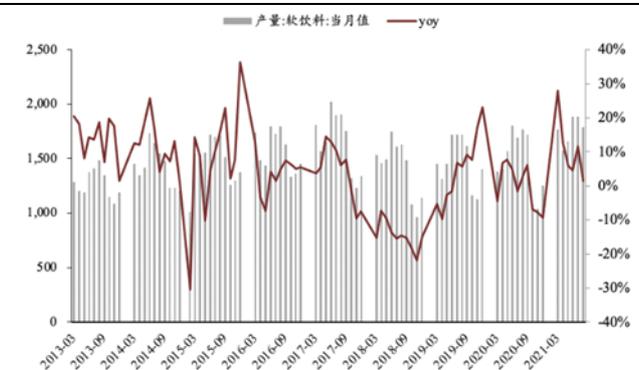
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 63: 全国啤酒月度产量(万千升, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 64: 全国软饮料月度产量(万吨, %)

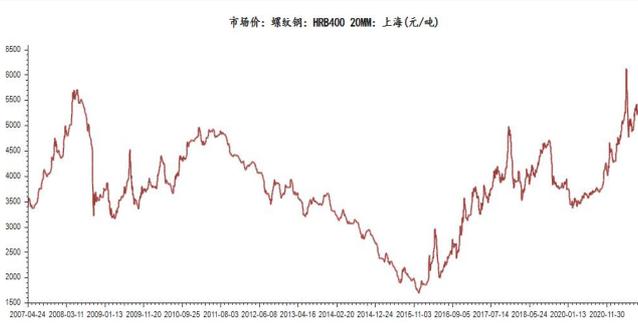


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5.5. 金属包装: 螺纹钢价格显著上涨

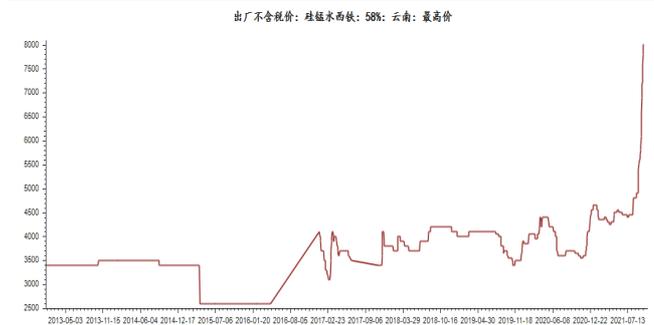
截至 2021 年 10 月 09 日, 螺纹钢全国主流市场均价为 5980 元/吨 (周变化+500 元/吨), 截至 2021 年 10 月 08 日, 硅锰水洗铁当日最高价为 8000 元/吨 (周变化+2500 元/吨)。

图 65: 螺纹钢价格走势(元/吨)



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

图 66: 硅锰水洗铁价格走势(元/吨)



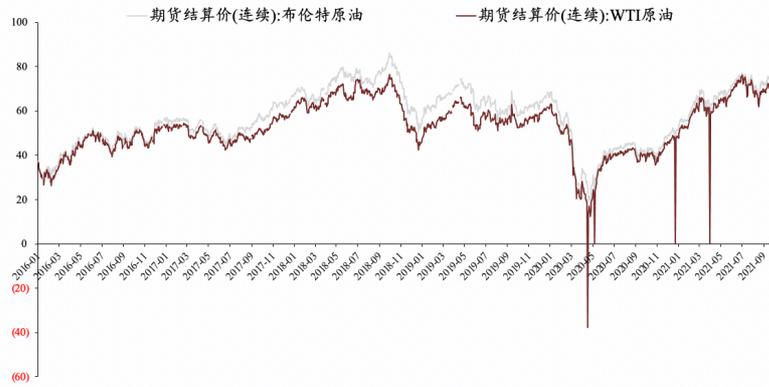
资料来源: Choice, 浙商证券研究所

2.5.6. 塑料包装: 原油、聚乙烯价格小幅上涨

截至 2021 年 10 月 03 日, BRENT 原油本周均价为 79.01 美元/桶 (上周均价为 75.96 美元/桶, +4.02%), WTI 本周均价为 75.30 美元/桶 (上周均价为 72.06 美元/桶, +4.49%);

聚氯乙烯(PVC)本周均价 12015.00 元/吨 (上周 10645.00 元/吨, +12.87%); 线型低密度聚乙烯(LLDPE)本周均价 9327.00 元/吨 (上周 8758.00 元/吨, +6.50%)。

图 67: 国际原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3. 板块解禁和估值情况梳理

3.1. 下周公司股东大会情况一览

表 12: 下周股东大会一览表

代码	名称	会议日期	会议类型
002836.SZ	新宏泽	2021-10-15	临时股东大会
301061.SZ	匠心家居	2021-10-15	临时股东大会
600539.SH	狮头股份	2021-10-13	临时股东大会
603838.SH	四通股份	2021-10-13	临时股东大会
001206.SZ	依依股份	2021-10-12	临时股东大会
600612.SH	老凤祥	2021-10-12	临时股东大会
900905.SH	老凤祥 B	2021-10-12	临时股东大会
002599.SZ	盛通股份	2021-10-11	临时股东大会
301055.SZ	张小泉	2021-10-11	临时股东大会

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2. 板块估值情况一览

表 13: 公司估值 (10月8日收盘价)

证券简称	总市值 亿元	2020 年净利 润 (百万)	2020 年净利润 yoy	PE (2020A)	预测 2021 年净 利润 (百万)	预测 2021 年净 利润 yoy	PE (2021A/E)
家具							
欧派家居	806.70	2062.63	12.1%	39.11	2900.00	40.6%	27.82
索菲亚	158.30	1192.25	10.7%	13.28	1371.00	15.0%	11.55
尚品宅配	90.79	101.41	-80.8%	89.53	424.00	318.1%	21.41
志邦家居	68.86	395.44	20.2%	17.41	519.00	31.2%	13.27
金牌厨柜	49.14	292.93	20.8%	16.78	341.00	16.4%	14.41
皮阿诺	29.06	195.40	11.5%	14.87	268.90	37.6%	10.81
好莱客	35.92	276.14	-24.3%	13.01	365.17	32.2%	9.84
麒盛科技	81.14	273.43	-23.4%	29.67	493.02	80.3%	16.46
梦百合	75.76	378.59	1.3%	20.01	239.00	-36.9%	31.70
顾家家居	383.78	845.47	-27.2%	45.39	1696.00	100.6%	20.04
喜临门	94.03	313.40	-17.6%	30.00	519.00	65.6%	18.12
大亚圣象	67.06	646.17	-10.3%	10.38	753.24	16.6%	8.90
江山欧派	64.45	456.52	74.7%	14.12	482.00	5.6%	13.37
帝欧家居	52.19	566.58	0.1%	9.21	657.00	16.0%	7.94
坚朗五金	426.36	815.43	85.6%	52.29	1194.84	46.5%	35.68
美克家居	51.94	306.41	-38.6%	16.95	550.54	79.7%	9.44
曲美家居	54.73	103.85	26.4%	52.70	347.89	235.0%	15.73
美凯龙	372.54	1730.58	-61.4%	21.53	3655.89	111.3%	10.19
东易日盛	29.28	178.49	109.8%	16.41	201.25	12.8%	12.89

海鸥住工	32.64	153.33	17.1%	21.29	236.19	54.0%	13.82
永艺股份	33.37	232.50	28.2%	14.35	299.49	28.8%	11.14
好太太	49.84	265.75	-4.9%	18.76	312.75	17.7%	15.94
造纸							
晨鸣纸业	240.23	1712.03	3.3%	14.03	2700.00	57.7%	8.90
太阳纸业	319.75	1953.11	-10.3%	16.37	3400.00	74.1%	9.40
仙鹤股份	231.70	717.16	63.0%	32.31	1250.71	74.4%	18.53
博汇纸业	153.34	834.07	522.4%	18.38	2200.00	163.8%	6.97
山鹰纸业	159.71	1381.10	1.4%	11.56	1800.00	30.3%	8.05
中顺洁柔	234.97	905.89	50.0%	25.94	9.06	0.0%	25.93
包装							
裕同科技	277.76	1120.16	7.1%	24.80	1142.00	1.9%	24.32
劲嘉股份	158.50	823.59	-6.1%	19.24	1017.71	23.6%	15.57
集友股份	87.95	71.78	-64.4%	122.53	160.53	123.6%	54.79
东风股份	97.68	547.48	32.9%	17.84	697.68	27.4%	14.00
美盈森	54.06	194.09	-63.7%	27.85	269.00	38.6%	20.10
合兴包装	45.33	290.08	7.6%	15.63	358.00	23.4%	12.66
奥瑞金	169.82	707.43	3.4%	24.00	930.00	31.5%	18.26
永新股份	41.38	303.03	12.7%	13.65	361.00	19.1%	11.46
上海艾录	62.74	111.00	-58.9%	56.52	158.00	42.3%	39.71
文具&其他							
晨光文具	653.60	1255.43	18.4%	52.06	1550.00	23.5%	42.17
齐心集团	57.84	200.84	-20.0%	28.80	374.10	86.3%	15.46
盈趣科技	264.22	1039.22	6.8%	25.42	1300.00	25.1%	20.32
豪悦护理	86.11	601.98	90.9%	14.30	492.76	-18.1%	17.48
百亚股份	84.40	183.51	43.1%	45.99	228.00	24.2%	37.02
可靠股份	57.63	214.01	144.7%	26.93	185.19	-13.5%	31.12
浙江自然	62.62	160.00	244.7%	39.13	225.00	40.6%	27.83
港股							
敏华控股	428.98	1,925.00	17.5%	22.28	2512.27	30.5%	17.08
玖龙纸业	452.80	4168.46	13.4%	10.86	7138.86	71.3%	6.34
理文造纸	238.63	3523.82	8.9%	6.77	4530.00	28.6%	5.27
维达国际	279.27	1874.33	64.7%	14.90	1820.00	-2.9%	15.34
恒安国际	508.83	4594.81	17.6%	11.07	3917.75	-14.7%	12.99
中粮包装	45.32	389.39	28.9%	11.64	447.45	14.9%	10.13
泡泡玛特	756.35	523.50	33.0%	144.48	1128.15	115.5%	67.04
思摩尔国际	2,016.28	3893.00	71.9%	51.79	6198.00	59.2%	32.53
华宝国际	459.34	418.40	-62.40%	109.78	1205.00	188.0%	38.12
时代天使	556.50	150.93	123.00%	368.72	260.60	72.7%	213.55

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4. 风险提示

- 1、贸易环境持续恶化
- 2、地产调控超预期
- 3、纸价涨幅低于预期
- 4、双控政策加剧

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>