

# 中期策略：下半年关注疫后修复及盈利企稳两条主线

## ——行业专题报告

✍ 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 执业证书编号：S1230521090001  
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

### 行业评级

轻工制造 看好

### 投资要点

#### □ 2022 中期策略：把握疫后需求修复及盈利企稳主线

下半年投资思路：(1) 严格的疫情封控有望在 6 月迎来好转，推荐关注消费品需求修复，尤其是疫情期间受损较为严重、线下体验依赖度较高的消费赛道，例如家居板块优质个股以及晨光股份；(2) 2-3 月受俄乌战争影响部分上游原材料价格大幅上涨，但 4-5 月部分上游开始出现回落态势，关注前期盈利受损较为严重、有望迎来利润率拐点的中游优质制造。考虑经过本轮调整板块底部预期充分、估值处于历史低点，推荐具有长线成长逻辑的核心龙头及赛道个股，重点推荐顾家家居、欧派家居、索菲亚、晨光股份、思摩尔国际、太阳纸业、裕同科技、浙江自然等。

#### □ 家居：22H2 业绩兑现确定性高，龙头估值底部

1、业绩展望：22Q3-Q4 有望复刻 20Q2-Q3 需求复苏表现，软体早于定制。1) 家居需求对线下场景高度依赖，疫情对 Q2 需求扰动显著；2) 龙头应对经验充足，预期本轮业绩波动幅度会小于 2020 年；3) 软体韧性好于定制、复苏早于定制。2、估值展望：4-5 月地产筑底，政策刺激 H2 数据改善提振家居板块估值。3、格局展望：行业逆势下龙头份额加速提升，且增长主要由零售拉动，驱动力来自同店表现+整家战略，小品牌难以复制。4、成本端展望：原材料价格高位回落，软体毛利率韧性好于定制。

当前家居板块整体处于历史估值 10%分位左右，安全边际明显、性价比突出，建议首选欧派家居（22 年 PE 为 22.2X）、顾家家居（22 年 PE 为 18.9X）、索菲亚（22 年 PE 为 13.3X），重点关注志邦家居（22 年 PE 为 10.2X）、喜临门（22 年 PE 为 14.2X）。

#### □ 必选：需求疫后边际修复，成本压力逐渐缓解

多地疫情影响，消费综合承压、必选仍具韧性。主线一：疫情常态化防控、渠道流量分化，把握疫后修复。我们认为，本轮疫后消费反弹幅度或将小于上轮：(1) 居民消费意愿下移、必选消费增速受损相对上轮更低；(2) 疫情常态化防控，疫后线下客流回补力度预期小于上轮。其中必选消费的韧性更为突出，建议把握本轮疫情受损较为严重的、消费回补力度更强且积极应对渠道流量变化的必选龙头，如晨光股份（22 年 PE 25X），关注维达国际、百亚股份、明月镜片。主线二：关注成本下行带来的盈利改善。本轮疫情必选消费企业成本压力显著高于 20 年，尤其是生活纸企业原材料纸浆价格处于历史高位，考虑下半年阔叶浆供给释放，纸浆中枢回落可期，建议关注生活纸企盈利改善。

### 相关报告

- 1 《【浙商轻工】电子烟点评：国内政策监管稳步推进中，海外一次性产品需求旺盛》2022.05.27
- 2 《【浙商轻工】21A & 22Q1 综述：行业筑底、龙头突围，重视白马投资价值》2022.05.04
- 3 《【浙商轻工】电子烟：NJOY 主力陶瓷产品获批 PMTA，看好行业集中》2022.04.27
- 4 《【浙商轻工】电子烟点评：国标正式发布，准入门槛提升、行业迎规范》2022.04.13
- 5 《【浙商轻工】家居点评：政策放松信号加强，优选家居 α 成长标的！》2022.04.06

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成、杨舒妍、王倩

### □ 电子烟：国内政策稳健推进，海外一次性需求旺盛

**国内：政策有序推进，各类牌照即将发放。**1) **生产牌照**：预计发放面广、审批较快。因此对思摩尔等生产环节龙头而言，牌照的发放节奏并不会影响公司的生产与出货。2) **零售牌照**：拟发放牌照数量与存量门店大致相当、并保留一定弹性。3) **产品审批**：产品审核周期预计较短，关注新品市场接受度与后续烟民转化。国内电子烟政策措施的落地正在有条不紊的推进，且从**监管态度**来看较此前市场悲观预期更加温和，考虑国内电子烟民渗透率较低不足2%，政策规范发展后，减害需求仍将保障中长期渗透率提升。

**海外：一次性需求旺盛，大麻合法化进程提速。**1) **一次性**：高口味还原、高性价比产品优势与厂商需求驱动爆发，预计22-26年复合增长率有望超28%。我们看好该品类的稳定成长，**思摩尔**有望凭借差异化的FEELM MAX技术充分受益。2) **大麻**：市场空间广阔，合法化进程提速。**思摩尔**最早进入市场，技术及市场地位领先，大麻雾化产品在合法市场份额超50%，有望充分受益，重点推荐。

### □ 造纸：浆价历史高位，产业链盈利弹性由上游向中游过度

浆价高位盘整有回落预期，自给浆配套完善的大宗纸盈利弹性释放，静待特种纸改善。具体来看：**(1) 大宗纸**：22Q1浆价上行，部分有配套纸浆及溶解浆产品的大宗纸龙头盈利弹性释放、环比大幅修复，预期22Q2大宗纸在配套浆红利下延续利润兑现。**(2) 特种纸**：本轮木浆、原料成本高位，导致中游板块为主的特种纸21Q4-22Q1盈利能力受到挤压，对应细分纸种2月开始不同程度地密集提价，22Q2伴随提价落地盈利能力或有边际企稳，下半年盈利向上弹性较大。展望22H2，UPM复产、伊利姆恢复报价、Arauco 156万吨阔叶浆预期Q3投产，纸浆供应端扰动预期逐步修复，看好特种纸行业在原材料价格回落后的利润弹性。持续推荐核心资产**太阳纸业**，关注特种纸龙头**仙鹤股份**、**华旺科技**、**五洲特纸**等。

### □ 包装：静待原料价格拐点，盈利边际修复

成本压制企业盈利，静待原材料回落后的修复。建议关注收入兑现好、盈利弹性大的龙头企业，推荐**裕同科技**，关注格局修复&盈利修复条线的**奥瑞金**、**宝钢包装**等。

### □ 出口：成本高位维稳，期待22H2展现盈利弹性

海外疫后需求红利进入尾声，展望后市，22H2悲观预期或有改善空间。我们认为，22H2出口需求承压相对明确，但近期变化或构成悲观预期的改善因素：1) 欧洲受战争影响逐步减弱；2) 美国一季度经济收缩幅度超预期，美联储加息节奏或有延后；3) 国内疫情逐步改善，部分转移至东南亚的订单有望回流；4) 全国稳住经济大盘会议指出要努力稳住外贸，积极开拓国际市场，预计出口企业经营与海运效率有望得到改善。

细分赛道表现分化，优选户外、电动两轮车等需求韧性较强赛道中高产业地位个股。综合赛道需求韧性与海运费下降、人民币贬值带来的业绩弹性，推荐**浙江自然**、**久祺股份**。

### □ 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。

## 正文目录

1. 2022 中期策略：把握疫后需求修复及盈利企稳主线 .....	5
2. 家居：22H2 业绩兑现确定性高，龙头估值底部 .....	5
3. 必选：需求疫后边际修复，成本压力逐渐缓解 .....	9
4. 电子烟：国内政策稳健推进，海外一次性需求旺盛 .....	10
4.1. 国内：政策有序推进，各类牌照即将发放 .....	11
4.2. 海外：一次性需求旺盛，大麻合法化进程提速 .....	13
4.2.1. 一次性：高性价比产品优势与厂商需求驱动爆发 .....	13
4.2.2. 大麻：市场空间广阔，合法化进程提速 .....	15
5. 造纸：浆价历史高位，产业链盈利弹性由上游向中游过度 .....	16
6. 包装：静待原料价格拐点，盈利边际修复 .....	20
7. 出口：成本高位维稳，期待 22H2 展现盈利弹性 .....	22
8. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：4 月商品住宅销售面积筑底 .....	6
图 2：索菲亚客单价 .....	7
图 3：欧派家居软体配套品收入&占比 .....	7
图 4：软体上游 TDI/MDI 回落趋势显著 .....	8
图 5：钢材（与弹簧、铁架、五金配件成本相关）价格回落 .....	8
图 6：社零增速分化 .....	9
图 7：实体店消费品零售额同比增速 .....	9
图 8：实物商品网上零售额同比增速 .....	9
图 9：沙利文对全球电子烟市场测算 .....	11
图 10：国内电子烟政策实施时间轴 .....	11
图 11：电子烟线上交易管理平台 .....	12
图 12：国内电子烟烟民数与渗透率 .....	13
图 13：封闭式电子烟与一次性产品市场规模及增速 .....	13
图 14：美国一次性电子烟市占率快速提升 .....	14
图 15：全球各地区一次性电子烟市场规模及增速 .....	14
图 16：英国电子烟用户构成 .....	15
图 17：大麻美国各州合法化情况 .....	16
图 18：我国造纸 PPI 的历史周期复盘 .....	17
图 19：白纸板出口情况 .....	18
图 20：牛皮箱板纸进口情况 .....	18
图 21：宝钢包装两片罐单价及毛利率 .....	21
图 22：奥瑞金及宝钢包装二片罐营收对比 .....	21

图 23: 奥瑞金及升兴股份三片罐毛利率 .....	21
图 24: 金属包装原材料价格 .....	21
图 25: 原油现货价格走势 .....	22
图 26: 中国出口金额当月值与出口金额同比 .....	23
图 27: 中国出口美国金额及当月同比 .....	23
图 28: 中国出口欧洲金额及当月同比 .....	23
图 29: 美国家具存货量与同比 .....	24
图 30: 户外用品亚马逊 GMV .....	24
图 31: 电动两轮车出口额及同比增速 .....	24
图 32: 中国-美西运力投入量 (22 年 11 周-22 周) .....	24
图 33: WCI-上海至洛杉矶运价指数 .....	24
表 1: 家居龙头季度内销增速表现对比 .....	5
表 2: 地产政策复盘 .....	6
表 3: 家居龙头业绩超额增速拉大 .....	6
表 4: 家居龙头增长拆分 .....	7
表 5: 开店&同店拆分 .....	7
表 6: 家居板块估值表 .....	8
表 7: 必选消费标的季度收入增速 .....	10
表 8: 生活纸企成本压力明显 .....	10
表 9: 艾瑞咨询对国内电子烟市场测算 .....	11
表 10: 各省零售牌照规划状况 .....	12
表 11: 各地区主要产品价格对比 .....	15
表 12: 各纸种及原料价格 .....	17
表 13: 全球主要国家 PMI .....	18
表 14: 大宗纸龙头业绩表现 .....	19
表 15: 特种纸龙头业绩表现 .....	19
表 16: 海外商品浆投放情况 .....	19
表 17: 纸包装企业主要财务数据 .....	20
表 18: 金属包装行业重点公司财务数据 .....	21
表 19: 软塑包装行业重点公司财务数据 .....	22
表 20: 主要出口企业人民币贬值业绩弹性测算 .....	25

## 1. 2022 中期策略：把握疫后需求修复及盈利企稳主线

下半年投资思路：（1）3-5 月严格的疫情封控有望在 6 月迎来好转，推荐关注消费品需求修复，尤其是疫情期间受损较为严重、线下体验依赖度较高的消费赛道，例如**家居板块优质个股**以及**晨光股份**，预期迎来 1-2 个季度的需求修复，看好 2022Q3-Q4 业绩兑现；（2）此外 2-3 月受俄乌战争影响部分上游原材料价格大幅上涨，但 4-5 月部分上游开始出现回落态势，关注前期盈利受损较为严重、有望迎来**利润率拐点的中游优质制造**。考虑经过本轮调整板块底部预期充分、估值处于历史低点，推荐具有长线成长逻辑的核心龙头及赛道个股，重点推荐**顾家家居、欧派家居、索菲亚、晨光股份、思摩尔国际、太阳纸业、裕同科技、浙江自然**等。

## 2. 家居：22H2 业绩兑现确定性高，龙头估值底部

### 1、业绩展望：22Q3-Q4 有望复刻 20Q2-Q3 需求复苏表现，软体早于定制

1) 家居需求对线下场景高度依赖，疫情对 Q2 需求扰动显著：3 月后半段开始上海疫情封控，4-5 月多地散点+北京疫情，我们沟通终端渠道&上市公司反馈 4-5 月订单增速表现略有承压，对 Q2 业绩造成拖累。

2) 本轮业绩波动幅度会小于 2020 年：本轮疫情封控在局部区域、非疫区需求仍然表现良好，同时龙头品牌已有应对疫情的经验，在封控期间仍然通过线上直播、微信群营销活动提前锁定客户。我们认为 2022Q2 业绩不会出现像上轮较 2020Q1 大比例的下滑，结合 6 月复工复产、利好需求复苏+物流好转拉动验收，大部分龙头 Q2 仍能维持收入持平、甚至略有增长，相对应 2022Q3-Q4 的需求反弹节奏也会相对温和。

3) 软体韧性好于定制、复苏早于定制：从 2020Q1 业绩受损幅度来看，软体明显优于定制，主要得益于消费决策更快、交付更简易、以及沙发&床垫电商销售比定制容易实现。2020Q2 进入需求复苏阶段，定制家居服务流程中的上门量房、安装交付均需要进小区，而小区普遍在当年 6 月才放开管控，因此定制递延需求集中在 2020Q3-Q4 兑现，而软体需求在 2020Q2 已经率先恢复。2022Q3 我们同样看好软体龙头业绩率先反弹，定制在 2022Q4 或许有更大的弹性。

**表 1：家居龙头季度内销增速表现对比**

单季度增速对比		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
软体	喜临门自主品牌零售	-14.0%	22.0%	28.0%	61.0%	207.2%	72.4%	57.9%	38.9%	19.5%
	顾家家居内销	-12.2%	35.1%	44.6%	46.1%	84.3%	40.0%	43.5%	20.4%	15.0%
	敏华控股内销（半年度）			45.3%		76.5%		55.9%		15.1%
定制	欧派家居	-35.1%	6.9%	18.4%	25.3%	130.7%	38.6%	30.1%	20.6%	25.6%
	索菲亚	-35.6%	-8.5%	17.1%	37.2%	130.6%	41.8%	15.9%	-2.9%	13.5%
	志邦家居	-21.2%	22.2%	41.9%	46.2%	109.1%	36.5%	23.2%	24.7%	11.2%
	金牌厨柜	-3.9%	10.7%	30.7%	38.7%	81.5%	49.9%	13.5%	19.9%	17.2%

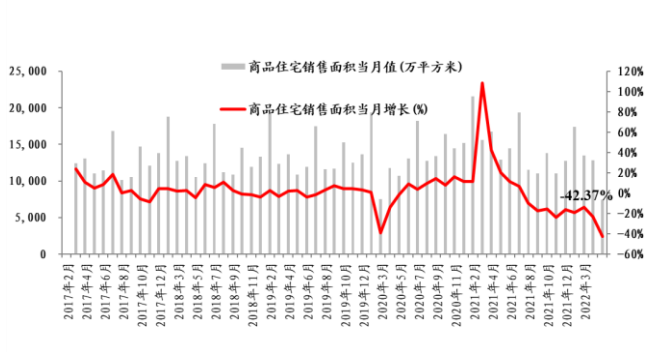
注：敏华控股为半年度数据

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2、估值展望：4-5月地产筑底，政策刺激 H2 数据改善提振家居板块估值

4-5月地产数据受疫情影响未如期修复，政策宽松力度持续加大。21年10月以来监管层持续积极表态及多轮降准、降息落地表明政策正在筑底，但受疫情封控影响截至22年4月地产数据仍在磨底阶段：4月商品住宅新开工面积-45%（3月-25%），竣工-12%（3月-15%），销售-43%（3月-23%）。我们认为政策将持续加码至数据实质改善，疫情得到控制后地产销售有望出现企稳。5月15日人民银行、银保监会调降首套房贷利率下限20BP，释放需求端积极信号，有助于地产数据改善，带动家居板块估值体系上移。

图 1：4月商品住宅销售面积筑底



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

表 2：地产政策复盘

	区间	具体
第一轮	2008年下半年-2009年底（放松）	为对冲金融危机影响，2008年下半年开始刺激房地产市场
	2009年底-2011年底（收紧）	房地产市场过热，2009年10月“国四条”标志着房地产调控政策转向
第二轮	2011年底-2013年初（放松）	稳增长压力下，2011年底部分地方政府开始微调放松房地产政策，本轮无明显全国性放松
	2013年2月-2014年6月（收紧）	2013年2月“新国五条”，放松终止
第三轮	2014年6月-2016年9月（放松）	(1) 2014年930新政代表中央政策层转向放松；(2) 2015年8月，住建部推动棚改货币化安置去库存
	2016年9月-2021年底（收紧）	“房住不炒”政策基调，收紧时间长，期间于2018年底、2020年初出现两次短暂的地方性政策微调。
第四轮	2021年底至今（放松）	2021年底，稳增长主线下，中央各部委对于地产开始宽松表态，地方围城政策加速。

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

3、格局展望：行业逆势下龙头份额加速提升，且增长驱动小品牌难以复制

1) 赛道龙头 $\alpha$ 显著，业绩分水岭、马太效应凸显。在20Q4高基数背景下，21Q4家居龙头普遍实现了20%+的收入成长，剔除2020年疫情影响2019-2021单季度的复合收入、利润增速更为可观；对比过去2年家居行业细分赛道的复合增长率均仅有个位数，疫情期间龙头逆势增长、疫后与行业二三线小品牌差距持续拉大，22Q1季报中该趋势得到延续（社零-7%，龙头普遍双位数增长。欧派最亮眼）。

表 3：家居龙头业绩超额增速拉大

	18A	19A	20A	21A	22Q1
限额以上企业商品零售额累计同比（家具类）	10.10%	5.10%	-7.00%	14.50%	-7.05%
顾家内销		8.36%	28.64%	40.05%	20.05%
喜临门内销	53.54%	19.86%	30.69%	64.78%	20.00%
欧派家居		14.70%	6.04%	39.08%	34.75%
索菲亚	15.22%	1.53%	-1.18%	28.54%	19.49%
志邦家居	15.97%	13.73%	14.78%	31.35%	14.16%

注：欧派、索菲亚、志邦为纯零售端增速（剔除大宗）

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 增长主要由零售拉动，且驱动力来自同店表现+整家战略。从定制龙头的渠道增长拆分来看，21Q4至22Q1内销零售是增长的主要驱动来源，例如欧派家居零售增速分别为20%、35%，索菲亚零售增速分别为14%、20%，高于综合收入表现。同店表现对比：欧派、顾家、志邦、喜临门21A的单店增速分别为29%、19%、17%、34%。

表 4：家居龙头增长拆分

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
欧派家居零售yoy	-38%	0%	17%	23%	146%	40%	30%	20%	35%
欧派家居大宗yoy	-25%	57%	27%	38%	90%	30%	33%	22%	-7%
索菲亚零售yoy	-40%	-10%	12%	14%	114%	36%	13%	14%	20%
索菲亚大宗yoy	13%	5%	71%	210%	226%	87%	34%	-49%	-9%
金牌厨柜零售yoy			17%	7%	87%	31%	13%	32%	13%
金牌厨柜大宗yoy			72%	163%	68%	99%	14%	0%	28%
志邦家居零售yoy	-27%	6%	30%	27%	129%	29%	14%	24%	14%
志邦家居大宗yoy	0%	99%	106%	91%	53%	56%	54%	26%	-2%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

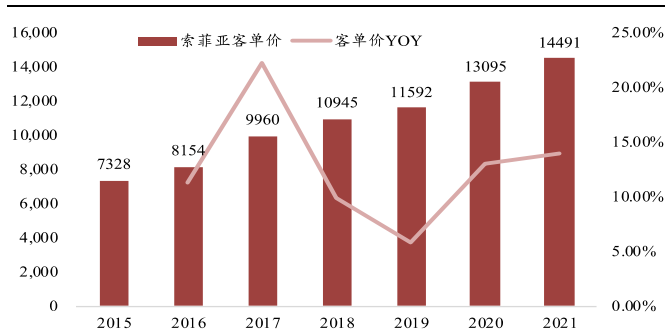
表 5：开店&同店拆分

单位：万元		2019	2020	2021		2019	2020	2021	
欧派家居	门店数量（含整装大家居）	7062	7538	8135	志邦家居	门店数量	2721	2942	3310
	门店数YOY		7%	8%		门店数YOY		8%	13%
	单店收入	161	160	206		单店收入	85	91	106
	YOY		-1%	29%		YOY		6%	17%
顾家家居 (内销收入)	门店数量（系列店）	6250	7250	8563	金牌厨柜	门店数量	2142	2493	3062
	门店数YOY		16%	18%		门店数YOY		16%	23%
	单店收入	98	106	125		单店收入	77	70	75
	YOY		8%	19%		YOY		-9%	7%
索菲亚	门店数量	3723	4409	4863	喜临门	门店数量（床垫+沙发）	3000	3643	4495
	门店数YOY		18%	10%		门店数YOY		21%	23%
	单店收入	186	155	181		单店收入	80	86	115
	YOY		-17%	17%		YOY		8%	34%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

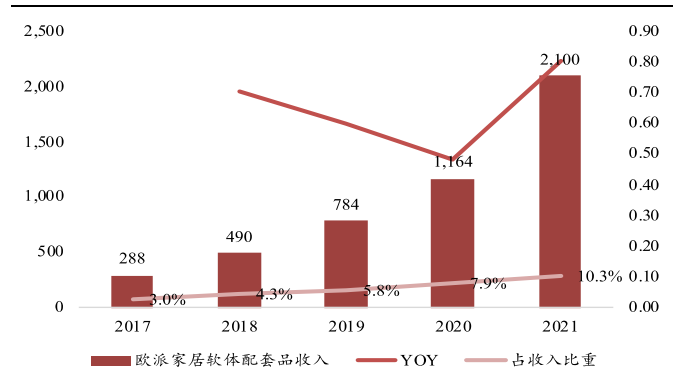
整家趋势确立，客单值+配套增长明显：（1）**欧派家居**：厨柜配套率提升至40%，衣柜配套品的收入从17年2.9亿提升至21年的21亿（占总收入比重从3%提升至10%），22Q1达到4.53亿（同比+54%；占比11%）。（2）**顾家家居**：推49800软体+定制一体套餐，目标客单值从原来只卖软体的2.5万左右逐步提升至5-6万元。（3）**索菲亚**：近年通过配套家具品提升客单值，21年同比+10-15%，22年预计整家套餐（C6计划）对客单值同比实现更大幅度的提升。

图 2：索菲亚客单价



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 3：欧派家居软体配套品收入&占比



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

综上，本轮龙头实现超越行业的增长，与上轮跑马圈地的外生式增长驱动不同，同店增长（门店流量多维度捕获、转化率提升）以及整家战略（对品牌一体化设计能力+供应

链整合实力要求高)均给予了较高的复制难度,行业小品牌出清趋势更显著、龙头份额将顺利提升。

#### 4、成本端展望:原材料价格高位回落,软体毛利率韧性好于定制

受俄乌战争预期影响,2-3月家居上游原材料价格普遍上涨(短期供需失衡),但4-5月价格持续回落,考虑到龙头普遍备有2-3个月原材料库存,预计受到影响有限。软体家居龙头经历去年多轮提价后、利润率稳定能力较强,从顾家、喜临门Q1利润率表现可验证。定制家居龙头利润率则展现一定压力:(1)五金配件成本压力预计缓解、但板材价格仍在高位;(2)整套套餐低毛利配套品占比的提升;(3)大宗业务净利率同比仍有下滑。

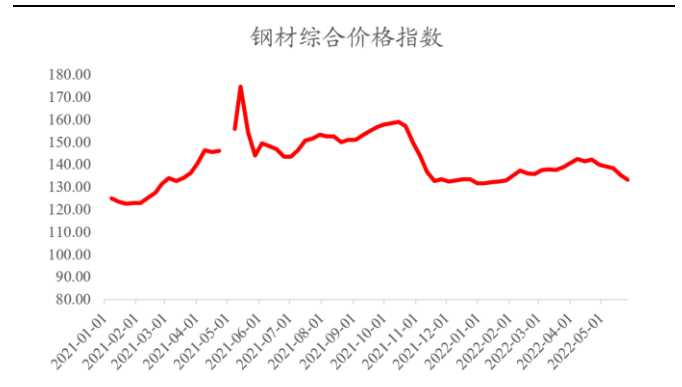
综合来看,软体龙头盈利能力有望持续保持稳定,定制家居龙头如欧派、索菲亚虽然在3-4月陆续完成产品价格上调,但由于负项因素仍然较多,22Q2利润率表现预期弱于软体。

图 4:软体上游 TDI/MDI 回落趋势显著



资料来源:Wind, 浙商证券研究所

图 5:钢材(与弹簧、铁架、五金配件成本相关)价格回落



资料来源:Wind, 浙商证券研究所

#### 5、标的推荐:客单提升的优质白马、渠道尚处下沉阶段的床垫个股

首推α实力突出的白马龙头,把握弹性标的业绩向上修复的戴维斯双击。当前家居板块整体处于历史估值10%分位左右,安全边际明显、性价比突出,我们建议首选长期竞争实力突出、份额提升确定性最强的**欧派家居**(22年PE为22.2X)、**顾家家居**(22年PE为18.9X),经营拐点、客单价提升顺利的**索菲亚**(22年PE为13.3X);并重点关注前期因疫情受损、行业低迷估值深度回调的**志邦家居**(22年PE为10.2X)、**喜临门**(22年PE为14.2X),在Q3-Q4业绩弹性释放时有望迎来戴维斯双击。

表 6:家居板块估值表

单位:亿元	市值	2021年归母净利润	2022年预期归母净利润	2022年预期PE	2022年预期PE历史分位数(近5年)	
定制家居	欧派家居	678	26.7	30.5	22.2	10.1%
	索菲亚	187	1.2	14.1	13.3	1.2%
	志邦家居	62	5.1	6.1	10.2	历史底部
	金牌厨柜	39	3.4	4.2	9.2	历史底部
软体家居	顾家家居	389	16.6	20.5	18.9	5.5%
	敏华控股	275	24.0	30.0	9.2	3.3%
	喜临门	102	5.6	7.2	14.2	历史底部
	曲美家居	53	1.8	4.4	12.0	历史底部
建材家居	江山欧派	50	2.6	4.5	10.9	历史底部
	王力安防	42	1.4	2.5	16.8	历史底部

资料来源:Wind, 浙商证券研究所

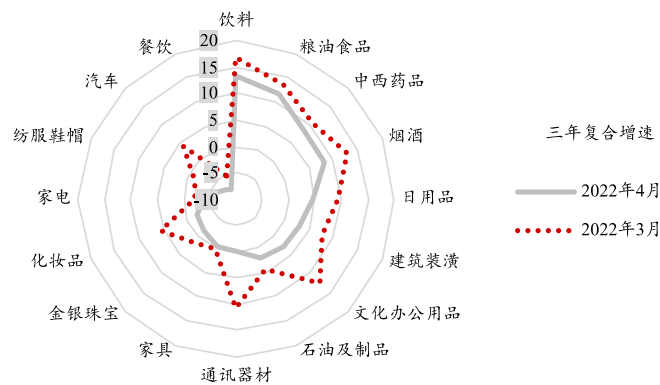
注:红色为一致预期



### 3. 必选：需求疫后边际修复，成本压力逐渐缓解

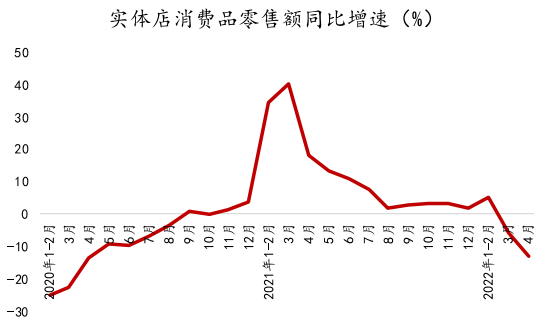
**多地疫情影响，消费综合承压、必选仍具韧性。**（1）社零结构分化、必选具备韧性：从3-4月社零结构上看，由于疫情影响较大，除了必需品消费保持韧性之外，其他类别的消费出现了全面收缩。其中3-4月文化办公用品三年复合增速12.49%、2.66%、日用品三年复合增速9.15%、4.46%。（2）疫情影响，线下受损严重、线上亦有承压：3月起多地疫情影响，3-4月实体店消费品零售额同比增速-5.6%、-13%、线上消费受到物流管控亦有承压，3-4月份实物商品网上零售额同比增速2.9%、-5.2%。

图 6：社零增速分化



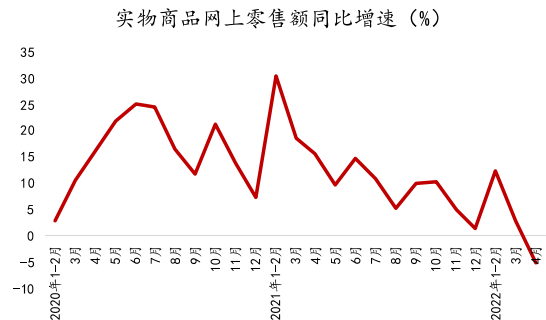
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：实体店消费品零售额同比增速



资料来源：中国商业联合会，浙商证券研究所

图 8：实物商品网上零售额同比增速



资料来源：中国商业联合会，浙商证券研究所

**主线一：疫情常态化防控、渠道流量分化，把握疫后修复。**参考疫情率先获得控制的深圳消费复苏情况来看，疫情常态化防控下线下客流中枢下移（深圳出入公共场所需持72h核酸阴性证明、餐饮和休闲场所限流），4月深圳线下零售客流同比下滑32%（全国线下客流同比下滑56%）。我们认为，本轮疫后消费反弹幅度或将小于上轮：（1）居民消费意愿下移、必选消费增速受损相对上轮更低；（2）疫情常态化防控，疫后线下客流回补力度预期小于上轮。其中**必选消费的韧性更为突出，建议把握本轮疫情受损较为严重的、消费回补力度更强且积极应对渠道流量变化的必选龙头，如晨光股份**（文具消费刚性、疫后复学&大学汛将至业绩回补力度强，华东工厂复工复产、物流逐步恢复正常，参考20年疫情表现，20Q1-Q4传统核心业务收入增速分别为-12%/+1%/+20%/+22%，下半年消费

回补明显；且公司积极应对渠道流量变迁，发力线上化&优质终端的渠道建设，DTC 转型加速，预计 22/23 年实现利润 17.6/20.8 亿元，对应 PE 25X/22X，持续推荐），关注**维达国际**（生活用纸线上龙头）、**百亚股份**（线上化渠道改革、区域扩张顺利，推新带动结构上行）、**明月镜片**（发力近视防控镜片高增赛道的国产镜片龙头）。

表 7：必选消费标的季度收入增速

营业收入增速		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
文化用品	晨光股份	12%	8%	21%	44%	33%	45%	18%	19%	11%
	齐心集团	42%	41%	39%	17%	35%	9%	1%	27%	4%
	明月镜片	-	-	-	-	10%	-	9%	0%	3%
生活用纸	中顺洁柔	8%	19%	18%	25%	26%	10%	5%	27%	10%
	维达国际	16.18%	10.58%	-0.21%	16.16%	30.74%	9.49%	7.21%	8.66%	2.15%
	恒安国际	1%	-	-2%	-	-	-9%	-	-6%	-
个护用品	百亚股份	-	16%	22%	5%	35%	16%	8%	10%	7%
	可靠股份	-	-	-	-	6%	39%	46%	20%	3%
	依依股份	-	-	-	-	41%	28%	10%	5%	4%
	洁雅股份	-	-	-	-	-	-	9%	44%	48%
	豪悦护理	-	-	19%	12%	8%	38%	14%	48%	3%

\*新股、港股无季度数据的，按照半年度数据计算

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**主线二：关注成本下行带来的盈利改善。** 比对 20 年疫情，本轮疫情之下必选消费企业成本压力显著高于上一轮，尤其是生活纸企业，生活纸核心原料纸浆价格受到短期全球供应收缩影响处于历史高位，针叶浆、阔叶浆价格分别处于历史 98%、78%分位。考虑下半年阔叶浆供给释放，纸浆中枢回落可期，建议关注生活纸企盈利改善。

表 8：生活纸企成本压力明显

净利率		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
文化用品	晨光股份	10.35%	8.71%	11.79%	7.48%	8.66%	8.62%	10.17%	7.61%	6.76%
	齐心集团	3.44%	5.98%	2.31%	-2.10%	2.62%	0.71%	2.34%	-49.66%	2.61%
	明月镜片	-	-	14.27%	22.26%	12.81%	15.73%	16.02%	18.30%	17.85%
生活用纸	中顺洁柔	10.98%	13.84%	11.29%	10.33%	12.90%	6.34%	3.81%	3.36%	7.07%
	维达国际	11.03%	12.71%	10.60%	11.04%	12.37%	8.97%	6.50%	7.39%	7.53%
	恒安国际	20.68%	-	20.40%	-	18.65%	-	13.07%	-	-
个护用品	百亚股份	18.29%	11.27%	13.53%	15.10%	20.03%	14.46%	12.00%	13.91%	12.80%
	可靠股份	15.78%	17.63%	8.96%	12.21%	12.66%	9.58%	0.87%	-10.40%	0.39%
	依依股份	12.86%	22.60%	16.99%	8.21%	10.74%	10.28%	11.61%	2.90%	5.20%
	洁雅股份	-	-	28.40%	21.68%	23.68%	19.68%	25.53%	20.53%	26.27%
	豪悦护理	19.43%	31.33%	17.92%	19.82%	16.67%	18.76%	6.31%	16.52%	10.67%

\*新股、港股无季度数据的，按照半年度数据计算

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4. 电子烟：国内政策稳健推进，海外一次性需求旺盛

**全球雾化市场稳健成长、一次性产品 21 年爆发。**（1）**全球需求**：根据沙利文统计，2021 年全球电子雾化设备出厂端规模 93.35 亿美元（+22%），并预计 2022-2026 年有望保持 25.3%的复合增长。2021 年我国电子烟总产值 1383 亿人民币（+180%），其中 65%为一次性电子烟产品（900 亿），出口美国占比超过 50%。（2）**国内需求**：根据艾瑞咨询统计，2021 年国内雾化弹+雾化杆销售规模 204 亿元（+4%），上半年增长预计有 50%以上，但下半年在国内监管政策扰动下有明显下滑。

图 9：沙利文对全球电子烟市场测算



资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

表 9：艾瑞咨询对国内电子烟市场测算

	2018	2019	2020	2021e
人口总规模 万人	140541.0	141008.0	141178.0	141358.0
电子烟渗透率 %	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%
换弹式小烟用户占比 %	87%	88%	90%	91%
换弹式小烟用户规模 万人	661.35	868.61	1397.66	1672.19
新用户人均雾化杆持有数 个	4	4	4	3
换弹式小烟雾化杆零售均价 元	200	200	180	180
换弹式小烟雾化杆销售规模 亿元	14.67	20.58	38.09	14.82
单用户平均换弹周期 天	6	5.9	5.8	5.8
雾化弹平均消耗量 颗	60.8	61.9	62.9	62.9
雾化弹均价 元	18	18	18	18
雾化弹市场规模 亿元	66.94	96.72	158.32	189.42

资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

### 4.1. 国内：政策有序推进，各类牌照即将发放

自 5.1 《电子烟管理办法》正式执行后，近期电子烟产业链生产、零售、品牌商均在提交经营牌照的申请材料。9 月 30 日过渡期截止前，所有厂商、品牌、门店均可正常生产、销售包括口味烟在内的电子烟产品，过渡期结束后将全面按管理办法和国标执行。

图 10：国内电子烟政策实施时间轴



资料来源：国家烟草专卖局，浙商证券研究所

**生产牌照：预计发放面广、审批较快。**生产牌照分为电子烟产品（工厂和品牌）类、雾化物（烟油）类、电子烟用烟碱（尼古丁）三类。对于大多数将提交电子烟产品生产牌照的厂商而言，其多同时代工国内和海外客户产品，为保障出口顺畅、我们认为生产端的电子烟产品牌照发放会比较宽松、也会尽快给出批复，过渡期内大概率全部下发完毕。因此对思摩尔等生产环节龙头而言，牌照的发放节奏并不会影响公司的生产与出货。当前已有 14 家企业提交申请，包含电子烟用烟碱 4 家，雾化物 8 家，电子烟产品生产 14 家，思摩尔国际、悦刻尚未提交申请。

**零售牌照：拟发放牌照数量与存量门店大致相当、并保留一定弹性。**截止 5 月 21 日，全国 31 个省、直辖市、自治区和单列市省级烟草单位公布了本区域的电子烟零售许可证数量，已规划 48740 张（上海、山东尚未发布）。根据《2021 电子烟零售业态蓝皮书》，截止 21 年底国内电子烟专卖店数量 4.75 万家，当前规划数量与存量门店数量相当，保证现存专卖店的有序经营。规划中还有 2 次重要细则：1) 多地要求传统卷烟门店的烟草专卖零售许可证若仍在有效期内，不得办理电子烟零售许可，即电子烟暂时不进入传统烟草

零售渠道；2) 零售点数量总量实施动态管理，部分地区设置总量上下浮动与备案门店不纳入总量控制等要求。综合来看，我们认为渠道端的监管相对温和，预计6月15日前多数门店将获得零售许可证。

表 10：各省零售牌照规划状况

省份	规划数量	省份	规划数量
福建	1916	吉林	1023
安徽	1877	内蒙古	1000
湖北	1623	新疆	998
重庆	1520	江西	988
黑龙江	1469	贵州	980
广西	1461	海南	635
辽宁	1415	天津	600
山西	1355	甘肃	590
云南	1306	大连	450
北京	1212	宁夏	270
深圳	1172	青海	218
湖南	1121	西藏	115
山东	预计4500以上	上海	因疫情推迟公布规划正式版和数量

资料来源：各省烟草专卖局，浙商证券研究所

**产品审批：关注新品市场接受度与后续烟民转化。**以悦刻为代表的品牌厂商正在严格按照电子烟国标要求、针对烟草口味研发新的 SKU 并提交申请材料，此举类似美国 PMTA 但据我们与产业专家沟通，产品审核周期预计较短，在9月30日过渡期截止前部分符合国标的产品将通过审核并面市，从而保证平稳过渡。

**电子交易平台试点：**当前交易管理平台已在厦门、惠州进行试点，6月15日电子烟零售主体将可以通过烟草局交易管理平台进行烟草口味产品交易。从试点情况看，线上订货系统操作简单，产品售价上与此前经销商进货模式保持一致，保证生产商与品牌商利益；订货无要求，不强制配比进货，头部品牌仍有优势；物流采用第三方，保证效率。

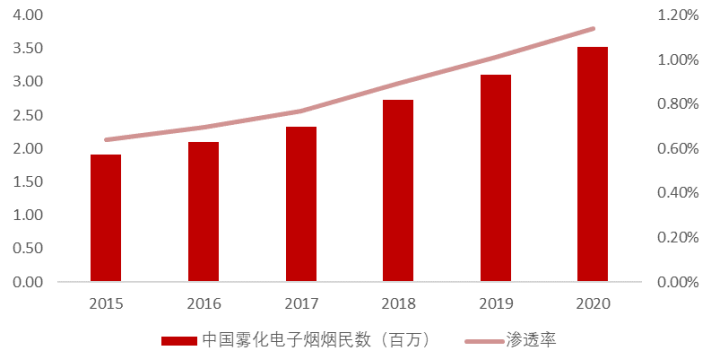
图 11：电子烟线上交易管理平台



资料来源：蓝洞新消费，浙商证券研究所

国内电子烟政策措施的落地正在有条不紊的推进，且从监管态度来看较此前市场悲观预期更加温和，考虑到国内电子烟民渗透率较低不足2%，政策规范发展后，减害需求仍将保障中长期渗透率提升。

图 12：国内电子烟烟民数与渗透率



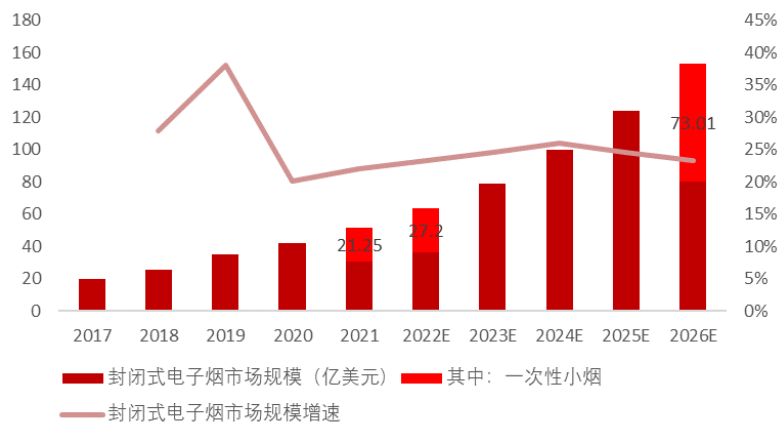
资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

## 4.2. 海外：一次性需求旺盛，大麻合法化进程提速

### 4.2.1. 一次性：高性价比产品优势与厂商需求驱动爆发

一次性小烟市场快速成长，22-26 年复合增长率有望超 28%。2020 年以来，一次性小烟全球市场规模快速增长，根据弗若斯特沙利文数据，21 年该类产品市场规模约 21 亿美元，占全球电子烟设备市场规模 22.7%，预计 22 年将增长至 27 亿美元，占封闭式电子烟产品市场规模超 43%。预计 22-26 年一次性小烟将保持 28% 以上的复合增长率，增速高于封闭式电子烟的同期复合增速。

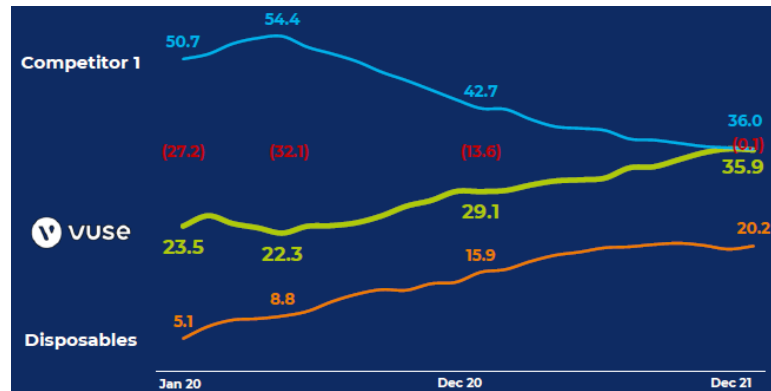
图 13：封闭式电子烟与一次性产品市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，浙商证券研究所

美国市场利用口味烟与合成尼古丁监管漏洞实现快速增长。2019 年 9 月 FDA 宣布将在美国禁止烟草、薄荷味以外的口味烟，并于 2020 年 1 月正式实施，本次禁令并未明确禁止一次性口味烟，政策漏洞给予其快速成长空间。20 年 7 月 FDA 向市场的头部一次性品牌 Puff Bar 等发出警告，由此头部一次性口味烟品牌短暂退出市场，但仍有中小型电子烟品牌在进行口味烟销售。而退出的口味烟品牌如 Puff Bar 在 21 年又利用关于合成尼古丁的监管漏洞重返美国市场。由此美国一次性电子烟市占率从 20 年 1 月 5.1%，到 21 年 12 月增长至 20.2%。

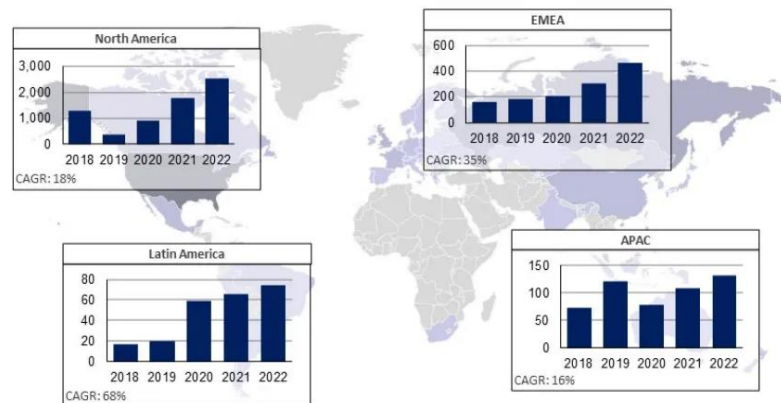
图 14：美国一次性电子烟市占率快速提升



资料来源：BAT，浙商证券研究所

非美市场一次性电子烟同样取得了高速增长。不同于美国市场政策漏洞驱动的成长，一次性电子烟在没有口味烟限制的欧洲等地区也取得了市场规模的快速提升，根据 ecigintelligence 的数据，EMEA、拉丁美洲地区的复合增长率分别达 35%、68%。由此我们认为一次性电子烟近年的爆发不仅是政策漏洞的驱动，也部分依靠于一次性产品自身特性在用户与厂商两方面做到的平衡。

图 15：全球各地区一次性电子烟市场规模及增速



资料来源：ecigintelligence，浙商证券研究所

给予用户高口味还原、更接近吸烟、高性价比的体验。口味还原，由于一次性小烟多采用棉芯，棉芯对烟油本身的口味还原更具优势，可以吸引相应客户。体验更接近真烟，一次性产品用完即仍的体验逻辑类似于真烟，便于传统烟民的转化。高性价比，对比各地区代表一次性产品与换弹式产品的入门门槛，与单口价格，不难发现从消费者衡量角度而言，一次性产品的性价比较为突出。

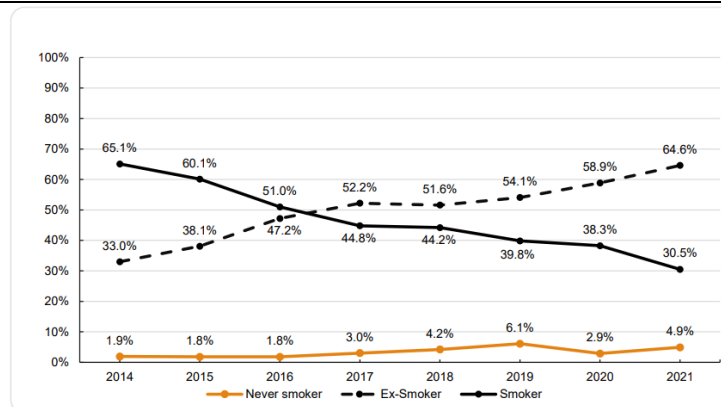
表 11：各地区主要产品价格对比

	一次性			换弹式		
	产品	价格	口数	产品	价格	口数
中国	悦刻幻彩	¥39	300	悦刻无限烟杆+2烟弹	¥329	单烟弹500口
美国	Puff Bar	\$12	400	Vuse Alto+2烟弹	\$25	单烟弹275口
	Puff MAX	\$24	5000			
英国	Elf Bar 600	£5	600	Vuse epen+2烟弹	£11	单烟弹275口
	Elf Bar 5000	£17	5000			

资料来源：Vuse，浙商证券研究所

性价比与真烟体验是消费者的重要需求，驱动非美市场放量。2018 年发布在《Nicotine & Tobacco Research》上的研究显示，高收入群体开始抽电子烟的概率是低收入人群的 2 倍，白人开始抽电子烟的概率是黑人的四倍，这从侧面说明减害特性支撑了电子烟渗透率提升，然而较高的价格会影响低收入人群的使用意愿。实际上虽然单烟弹口数接近于 2.5 包真烟，但从满足感而言只接近一包真烟，以悦刻为例单烟弹价格 33 元，已属于中高档烟类，因此实际上换弹式电子烟相比于真烟更贵，会部分抑制市场需求。一次性电子烟的低门槛，大口数、低价格，具有较强吸引力。正是具有该特点，其在吸引传统烟民的同时，也能通过更接近于真烟的体验，加强使用者粘性，并降低使用门槛。21 年英国电子烟用户中，64.6%都是老烟民，一次性电子烟可以充分吸引这类用户。

图 16：英国电子烟用户构成



资料来源：ASH，浙商证券研究所

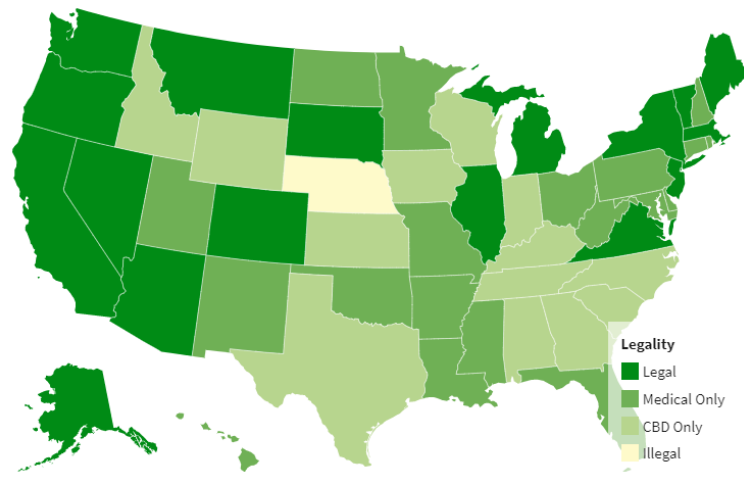
对于厂商而言，一次性电子烟由于以上特性其会是良好的引流产品，厂商可以通过一次性产品吸引用户后再向换弹式进行转化，且对于无法拿到换弹式产品产能的厂商而言，推广一次性产品也为必须的选择，最后一次性产品在监管、流通等方面的要求也更低，厂商可以进行更丰富的个性化设计。一次性产品分别满足了消费者、厂商的需求，我们看好该品类的稳定成长，思摩尔有望凭借差异化的 FEELM MAX 技术充分受益。

#### 4.2.2. 大麻：市场空间广阔，合法化进程提速

4 月美国众议院通过大麻合法化法案，后续仍需参议院的通过，才能实现联邦范围内合法化。但本次通过，表明海外大麻合法化呈现加速态势。当前 CBD 与医用大麻已经在美国地区合法，THC 美国也已 19 州合法，随着合法化进程提速，降税率或进入日程，合

合法市场份额有望加速提升（当前仅 20%）。思摩尔国际最早进入市场，技术及市场地位领先，大麻雾化产品在合法市场份额超 50%，随着合法市场份额提升，其有望充分受益。

图 17：大麻美国各州合法化情况



资料来源：Investopedia，浙商证券研究所

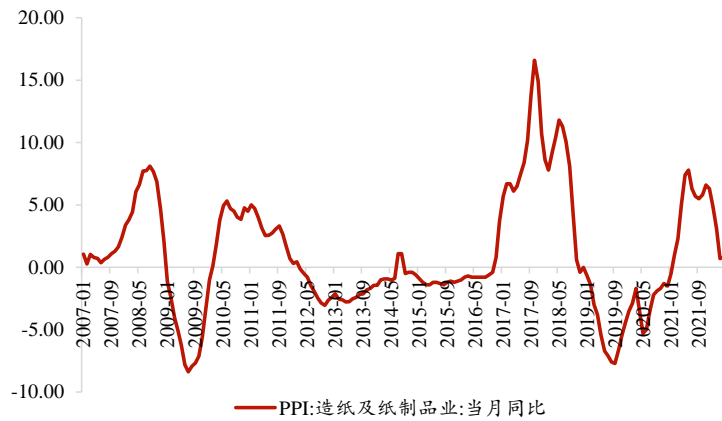
**标的推荐：**重点推荐**思摩尔国际**，公司目前市值水平下国内估值极低，但目前国内电子烟市场表现好于预期（老产品的正常生产出货有望延续至 7-8 月），伴随 Q2 业绩展现韧性、估值有望修复。海外部分一次性电子烟有望贡献增量，并通过差异化、自动化优势保证毛利率水平，大麻有望乘合法化东风。作为新型烟草产业链技术实力领先的绝对龙头，当前估值水平下长期价值凸显，重点推荐。

## 5. 造纸：浆价历史高位，产业链盈利弹性由上游向中游过度

**纸浆价格历史高位，预期仍将高位盘整。**造纸工业 PPI 复盘来看，行业经历了 09-10 年需求景气、15-17 年供给侧改革、20 年疫后修复三轮向上周期，本轮纸价在 21 年 5 月见顶回落，目前综合处于历史 40%分位。详细梳理本轮产业链：**（1）上游纸浆：**22Q1 纸浆成本基于核心纸浆供给国运力不畅、欧洲 UPM 罢工等多重因素压制，21H2 价格环比回落后 22Q1 重新涨至历史高位，22Q1 针叶浆、阔叶浆均价环比提升 11.04%、10.32%，目前针叶浆、阔叶浆价格分别为 1006、764 美元，处于历史 98%、78%分位。**（2）中游原纸：**受到消费需求疲软、供给陆续释放的压制，虽然 22Q1 以来浆系原纸已落实几轮提价，期间铜版、双胶、白卡纸均价环比提升 2.28%、6.69%、1.71%，但是目前白卡纸、箱板纸仍然处在历史 60%分位，双胶纸、铜版纸处在历史 30%分位上下。



图 18：我国造纸 PPI 的历史周期复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 12：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	国废
20Q1	5934	6427	5926	590	478	479	5400	4300	3618	2185
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%
21Q2环比	16.02%	17.66%	24.49%	32.96%	33.40%	24.13%	26.82%	5.98%	8.47%	6.83%
20Q2	5284	5569	5549	601	477	519	5400	3877	3199	1915
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%
20Q3	5252	5418	5796	587	464	473	5320	4472	3620	2132
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%
20Q4	5581	5488	6780	639	480	473	5608	4651	3756	2141
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%
2021	6012	6002	7390	869	678	560	7562	5044	4122	2336
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%
截至5/27	5570	6088	6360	1006	764	750	8700	4825	3669	2334
目前历史分位	27.79%	34.91%	58.19%	98.13%	78.08%	99.32%	95.59%	58.80%	31.62%	58.87%

注：针阔叶浆、化机浆价格以美元计价，其余以人民币计价

资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

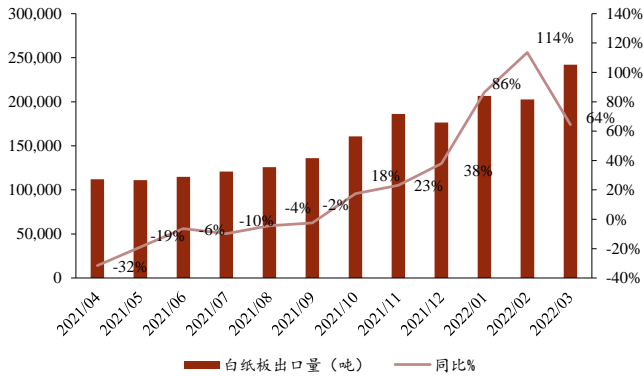
海外纸价高涨，进出口格局好转缓解供需压力。从全球需求来看，目前海外 PMI 疫后均已企稳，美国、法国、英国等国 PMI 持续回升，海外需求成为有力支持。受供应端扰动目前海外细分纸种价格处在高位，对应我国文化纸和箱板纸的进口冲击减退，而白卡纸的出口需求增加，供需格局实质改善。

表 13：全球主要国家 PMI

制造业PMI (%)	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05
全球	53.6	53.9	55.0	55.9	56.0	55.5	55.4	54.1	54.1	54.3	54.2	54.3	53.2	53.7	53.0	52.2	-
美国Market	59.2	58.6	59.1	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3	58.8	59.2	57.5
欧元区	54.8	57.9	62.5	62.9	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.4
德国	57.1	60.7	66.6	66.2	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.7
法国	51.6	56.1	59.3	58.9	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.5
意大利	55.1	56.9	59.8	60.7	62.3	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3	55.8	54.5	-
日本	49.8	51.4	52.7	53.6	53.0	52.4	53.0	52.7	51.5	53.2	54.5	54.3	55.4	52.7	54.1	53.5	-
英国	54.1	55.1	58.9	60.9	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0	55.2	55.8	54.6
中国	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	-
印度	57.7	57.5	55.4	55.5	50.8	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0	54.7	-
巴西	56.5	58.4	52.8	52.3	53.7	56.4	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3	51.8	-
越南	51.3	51.6	53.6	54.7	53.1	44.1	45.1	40.2	40.2	52.1	52.2	52.5	53.7	54.3	51.7	51.7	-
南非	48.3	54.6	57.6	55.2	58.3	54.2	42.8	56.2	56.7	58.3	64.1	51.6	53.3	58.7	59.2	48.3	-

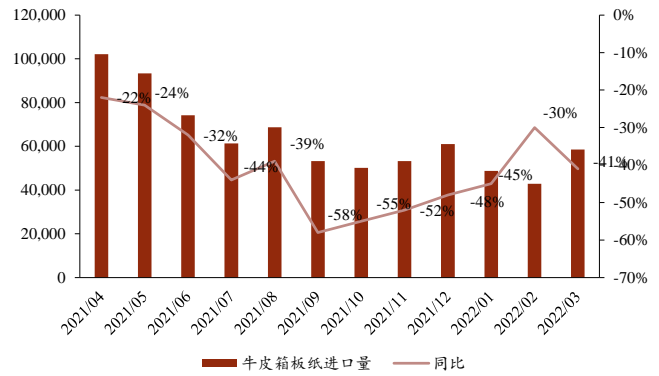
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：白纸板出口情况



资料来源：RISI，浙商证券研究所

图 20：牛皮箱板纸进口情况



资料来源：RISI，浙商证券研究所

浆价高位盘整有回落预期，自给浆配套完善的大宗纸盈利弹性释放，静待特种纸改善。具体来看：（1）大宗纸：22Q1 浆价上行，部分有配套纸浆及溶解浆产品的大宗纸龙头盈利弹性释放、环比大幅修复，预期 22Q2 大宗纸在配套浆红利下延续利润兑现。成本支撑下，22 年以来纸企发布多轮涨价函并实现部分落地，虽然受制于疫情反复、内需疲软文化纸、箱板纸价格近期有所回落，白卡纸出口边际增量贡献价格维持坚挺。（2）特种纸：本轮木浆、原料成本高位，导致中游板块为主的特种纸 21Q4-22Q1 盈利能力受到挤压，对应细分纸种 2 月开始不同程度地密集提价，22Q2 伴随提价落地盈利能力或有边际企稳，下半年盈利向上弹性较大。

展望 22H2，UPM 复产、伊利姆恢复报价、Arauco156 万吨阔叶浆预期 Q3 投产，纸浆供应端扰动预期逐步修复，看好特种纸行业在原材料价格回落后的利润弹性。持续推荐核心资产**太阳纸业**（纸浆配套和溶解浆贡献盈利，行业压力测试底部展现极强抗压能力，广西高效益基地产能投放、525 万吨林浆纸一体化项目扎实推进，中期成长动能充沛），关注特种纸龙头**仙鹤股份**、**华旺科技**、**五洲特纸**等。

表 14：大宗纸龙头业绩表现

		单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
太阳纸业	营业总收入		7,643	8,170	7,902	8,282	9,667
	YOY		37.66%	67.55%	51.65%	39.19%	<b>26.48%</b>
	归母净利润		1,108	1,124	537	189	675
	YOY		106.71%	180.56%	20.43%	-66.98%	<b>-39.08%</b>
晨鸣纸业	营业总收入		10,206	6,967	8,589	7,258	8,515
	YOY		67.71%	-7.28%	1.36%	-16.22%	<b>-16.57%</b>
	归母净利润		1,179	842	161	-117	114
	YOY		481.42%	168.56%	-71.22%	-118.38%	<b>-90.34%</b>
博汇纸业	营业总收入		4,053	3,951	3,932	4,340	4,140
	YOY		55.49%	26.35%	9.42%	-6.76%	<b>2.15%</b>
	归母净利润		811	704	403	-211	181
	YOY		337.24%	759.70%	54.69%	-168.84%	<b>-77.72%</b>
山鹰纸业	营业总收入		6,829	8,371	8,855	8,979	7,961
	YOY		78.02%	39.73%	22.80%	13.19%	<b>16.59%</b>
	归母净利润		474	531	303	209	200
	YOY		105.55%	96.03%	-37.24%	-47.51%	<b>-57.78%</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 15：特种纸龙头业绩表现

		单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
仙鹤股份	营业总收入		1,526	1,360	1,476	1,655	1,678
	YOY		68.89%	20.50%	13.08%	9.92%	<b>9.96%</b>
	归母净利润		280	329	294	114	146
	YOY		167.49%	85.06%	38.79%	-49.03%	<b>-47.81%</b>
五洲特纸	营业总收入		761	874	1,049	1,005	1,331
	YOY		40.95%	42.12%	27.52%	53.02%	<b>74.85%</b>
	归母净利润		113	148	53	76	103
	YOY		16.39%	112.90%	-31.56%	-19.51%	<b>-8.74%</b>
华旺科技	营业总收入		633	696	674	937	756
	YOY		126.90%	78.01%	57.61%	82.19%	<b>19.39%</b>
	归母净利润		98.14	120.74	101.09	128.60	112
	YOY		174.15%	108.33%	27.87%	47.51%	<b>14.62%</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 16：海外商品浆投放情况

年份	国家	集团	产能/万吨	浆种	预计投产时间	木浆新增产能/万吨
2022	智利	Arauco	156	漂桉浆	22Q3	156（不含溶解浆）
	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	22Q3	
2023	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	23Q2	210
2023	芬兰	Metsa Fiber	70	针叶浆	23Q3	70
2024	巴西	Suzano	220	阔叶浆	23Q4-24Q1	220
	巴西	Eldorado	230	漂桉浆		
暂定	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	-	590
	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆		
合计			1296			1246

资料来源：RISI 等，浙商证券研究所

## 6. 包装：静待原料价格拐点，盈利边际修复

成本压制企业盈利，静待原材料回落后的修复。建议关注收入兑现好、盈利弹性大的龙头企业，推荐**裕同科技**（中高端纸包绝对龙头，烟酒等新业务板块放量，人民币贬值利好汇兑，原材料价格同比回落），关注格局修复&盈利修复条线的**奥瑞金**、**宝钢包装**等。具体来看：

**纸包装格局分散，议价能力待提升，盈利压力边际修复。**行业供需分析来看，2021年纸包行业主营收入为3192.03亿元，CR5占比虽近年来保持稳步增长态势，但是仍然仅为14.06%，行业格局分散、议价能力有待提升。22Q1起纸浆价格回升，纸包装企业盈利能力受到压制，考虑下半年纸浆供应释放、原材料成本中枢有望回落，纸包装企业盈利改善。

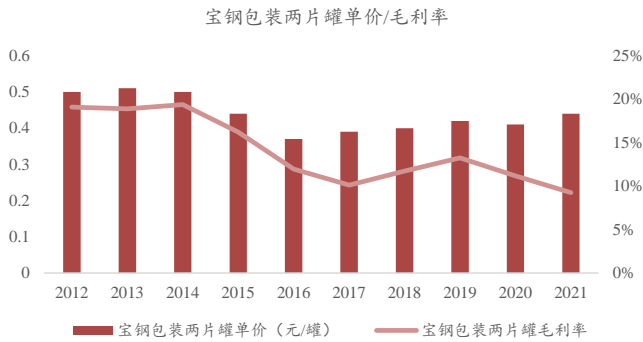
表 17：纸包装企业主要财务数据

裕同科技	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	上海艾录	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业总收入	26.59	33.93	40.03	47.95	33.51	营业总收入	2.41	2.74	2.77	3.27	2.71
YoY	45.83%	36.44%	30.45%	8.73%	26.02%	YoY	-	-	44.31%	28.62%	12.32%
归母净利润	1.66	1.70	3.32	3.50	2.21	归母净利润	0.43	0.36	0.37	0.29	0.32
YOY	17.10%	-8.56%	0.84%	-24.60%	32.68%	YOY	-	-	24.26%	-20.51%	-25.70%
毛利率	23.88%	18.56%	22.96%	21.16%	20.81%	毛利率	32.64%	34.70%	30.84%	18.46%	26.78%
净利率	6.54%	5.22%	8.77%	7.63%	6.72%	净利率	17.72%	12.78%	13.11%	8.68%	11.60%
合兴包装	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	美盈森	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业总收入	37.49	44.65	44.54	48.81	39.09	营业总收入	8.19	8.24	9.08	10.53	9.24
YoY	94.13%	57.58%	34.71%	24.02%	4.28%	YoY	51.56%	2.35%	-0.84%	-4.54%	12.73%
归母净利润	61.12%	89.75%	53.87%	13.62%	52.34%	归母净利润	39.78%	10.42%	28.59%	20.12%	41.15%
YOY	66.17%	-11.50%	-32.32%	-81.17%	-14.36%	YOY	-13.04%	-78.80%	-51.39%	-50.20%	3.46%
毛利率	9.68%	9.43%	8.59%	6.91%	9.11%	毛利率	23.67%	21.87%	22.03%	23.82%	21.35%
净利率	1.96%	2.14%	1.10%	0.28%	1.11%	净利率	4.74%	1.08%	2.82%	1.79%	4.44%
大胜达	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1						
营业总收入	3.65	3.90	4.11	4.99	4.37						
YoY	47.05%	19.35%	13.18%	20.72%	19.88%						
归母净利润	9.75%	23.38%	13.96%	50.46%	24.42%						
YOY	51.57%	-75.79%	2.21%	-68.89%	150.52%						
毛利率	10.60%	13.28%	10.38%	14.12%	13.82%						
净利率	2.59%	5.98%	3.24%	9.72%	5.59%						

资料来源：Wind，浙商证券研究所

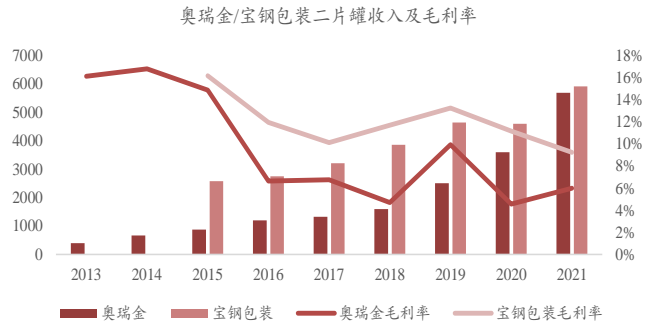
**金属包装：格局改善兑现提价，盈利改善。**行业供需分析来看：（1）**二片罐**：15-16年行业价格战开启，行业整体亏损；历经多年行业整合+中小产能出清，当前格局已有改善（供给600亿罐、需求520亿罐），对应龙头议价能力有所修复，单价逐年提升，参考宝钢包装单价走势，21年单价提升至0.44元/罐（+0.03元/罐）且22H1持续兑现。近期铝价已有回落（22Q2环比-5.45%），行业4月二次提价落地，二片罐盈利改善可期。（2）**三片罐**：供需稳定，新增产能有限；供需相较二片罐更优、对应定价和盈利相对更高，近期主要原材料镀锡板涨价略有压制盈利表现。

图 21：宝钢包装两片罐单价及毛利率



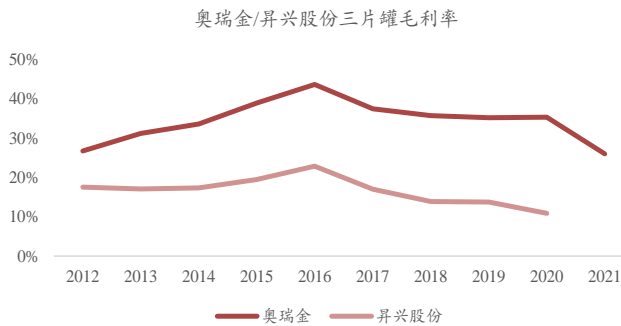
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：奥瑞金及宝钢包装二片罐营收对比



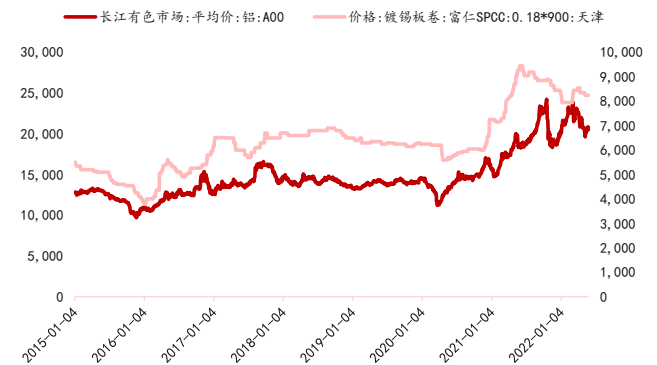
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：奥瑞金及升兴股份三片罐毛利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：金属包装原材料价格



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 18：金属包装行业重点公司财务数据

奥瑞金	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业总收入	30.72	34.77	34.56	38.80	34.37
YoY	64.00%	25.52%	6.79%	44.67%	11.89%
归母净利润	2.96	2.89	2.40	0.80	2.06
YOY	572.51%	109.67%	-20.15%	-64.24%	-30.24%
毛利率	20.08%	17.99%	15.42%	9.81%	13.47%
净利率	9.75%	8.23%	6.84%	1.94%	6.04%
升兴股份	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业总收入	9.98	11.92	13.16	16.60	14.40
YoY	152.54%	104.65%	42.33%	65.89%	44.31%
归母净利润	0.46	0.26	0.52	0.47	0.47
YOY	539.10%	-153.49%	232.09%	17.62%	2.20%
毛利率	13.89%	9.71%	10.81%	9.86%	9.34%
净利率	4.68%	2.12%	3.92%	2.83%	3.36%

宝钢包装	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
营业总收入	15.16	16.72	94.1252	20.14	18.53
YoY	53.83%	8.92%	9.82%	21.57%	22.18%
归母净利润	0.81	0.71	0.51	0.67	0.64
YOY	516.54%	-3.42%	-14.50%	464.76%	-21.24%
毛利率	11.18%	12.06%	9.60%	6.04%	8.22%
净利率	5.96%	4.54%	3.14%	3.38%	3.59%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**其他包装：原材料因素持续压制，景气赛道表现较优。**其他包装主要是复合塑料软包公司，例如永新股份、紫江企业、海顺新材、双星新材等。短期石油价格提升拖累盈利兑现，21Q4、22Q1 期间石油价格分别同比提升 80.19%/67.22%。但是基于下游景气度表现较好提价顺畅，例如紫江企业 21Q4/22Q1 收入+55.58%/+4.41%；利润-1.63%/-2.00%，公司提价对冲原材料涨价，毛利率表现边际改善。

图 25：原油现货价格走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 19：软塑包装行业重点公司财务数据

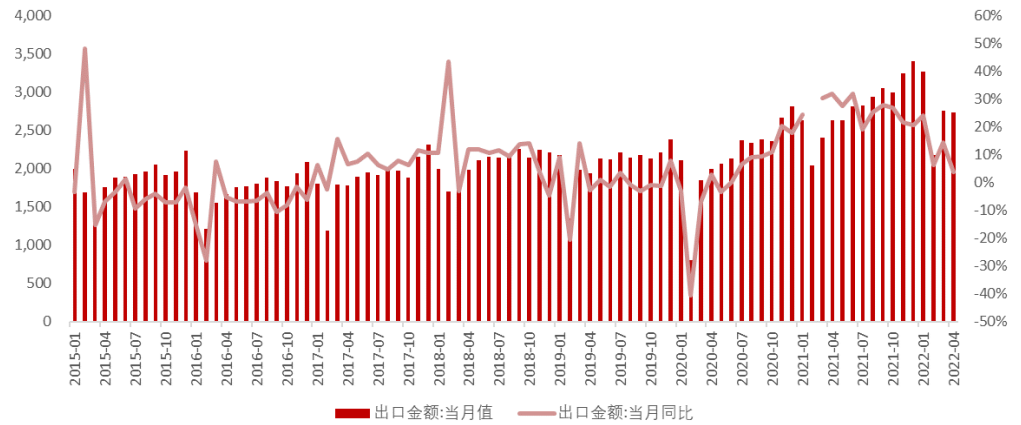
	紫江企业	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	双星新材	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	
塑料包装	营业总收入	22.54	26.17	24.02	22.56	23.53	营业总收入	12.82	13.60	15.99	16.91	17.30	
	YoY	21.59%	2.12%	-5.86%	55.58%	4.41%	YoY	31.11%	16.40%	20.89%	6.15%	35.00%	
	归母净利润	1.24	2.06	1.00	1.23	1.21	归母净利润	2.76	3.28	3.70	4.12	3.59	
	YOY	191.61%	-0.05%	-47.66%	-1.63%	-2.00%	YOY	215.20%	126.93%	69.18%	52.54%	30.01%	
	毛利率	20.36%	22.99%	22.46%	18.60%	19.73%	毛利率	32.71%	34.70%	32.63%	31.71%	30.37%	
	净利率	5.85%	8.47%	4.66%	6.08%	5.80%	净利率	21.56%	24.09%	23.11%	24.37%	20.76%	
		永新股份	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	海顺新材	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
	营业总收入	7.23	6.54	7.58	8.89	7.24	营业总收入	2.24	2.05	1.92	2.36	2.32	
	YoY	36.27%	-8.30%	8.30%	11.94%	0.13%	YoY	43.92%	20.09%	14.94%	7.02%	3.57%	
	归母净利润	0.61	0.65	0.87	1.02	0.65	归母净利润	33.59%	25.03%	20.36%	25.66%	25.48%	
	YOY	23.60%	-13.43%	-4.49%	17.87%	6.93%	YOY	134.10%	-23.66%	-19.74%	-15.57%	-24.13%	
	毛利率	21.21%	21.13%	25.35%	21.24%	20.77%	毛利率	31.71%	26.97%	26.76%	29.40%	26.67%	
净利率	8.54%	10.20%	11.70%	11.71%	9.15%	净利率	15.28%	12.77%	11.01%	11.65%	11.67%		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 7. 出口：成本高位维稳，期待 22H2 展现盈利弹性

**海外疫后需求红利进入尾声。**2020 年 4 月开始，由于海外疫情爆发限制当地供应链制造，叠加多国货币宽松发放消费券刺激消费，国内出口型优质制造实质受益、订单爆发，充分享受海外疫后复苏红利。当前海外补贴政策收缩，国内疫情爆发对生产、物流产生负面影响，4 月中国出口金额 2736 亿美元，同比增长 3.9%，增速已回落至 2020 年 7 月以来的低值。

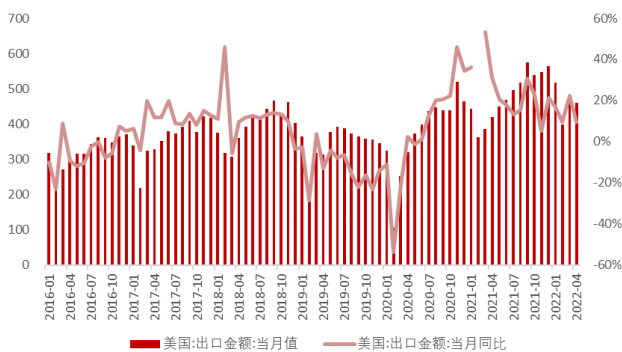
图 26：中国出口金额当月值与出口金额同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

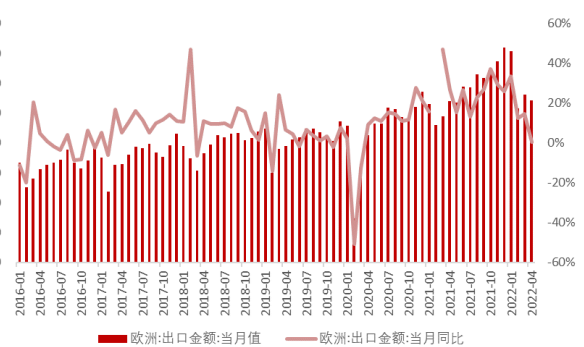
**展望后市，22H2 悲观预期或有改善空间。**4 月我国出口美国 460.1 亿美元，同比增长 9.42%，整体增速延续下降趋势，出口欧洲 543.2 亿元，同比增长 0.63%，受通货膨胀及俄乌战争影响较大，需求承压有所体现。叠加加息预期与国内疫情影响下，市场对 22H2 海外整体需求较悲观。我们认为，22H2 出口需求承压相对明确，但近期变化或构成悲观预期的改善因素：1) 欧洲受战争影响逐步减弱；2) 美国一季度经济收缩幅度超预期，美联储加息节奏或有延后；3) 国内疫情逐步改善，部分转移至东南亚的订单有望回流；4) 全国稳住经济大盘会议指出要努力稳住外贸，积极开拓国际市场，畅通国际航线，为外企人员来往提供便利，预计出口企业经营与海运效率有望得到改善。

图 27：中国出口美国金额及当月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

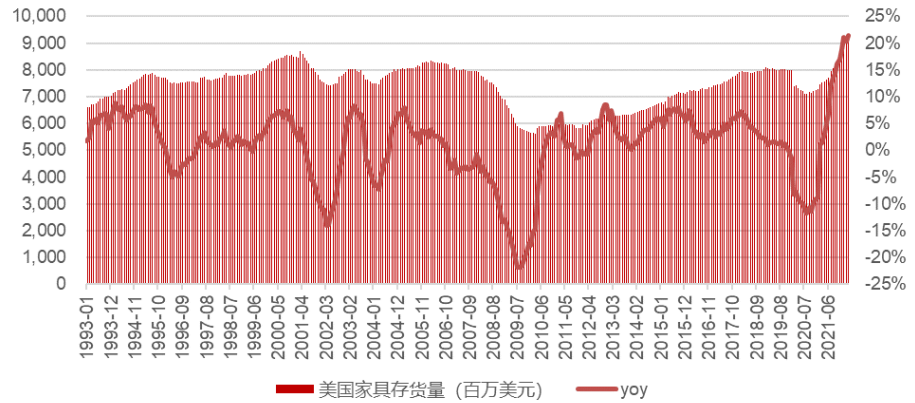
图 28：中国出口欧洲金额及当月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

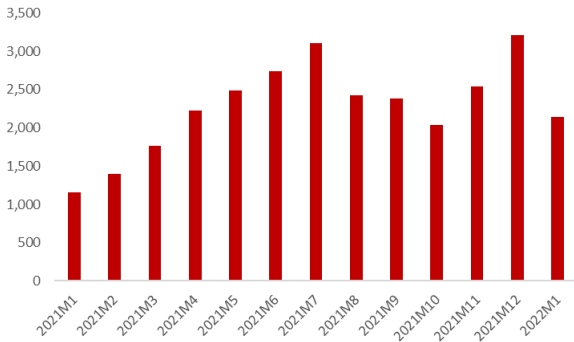
**细分赛道表现分化，优选需求韧性较强赛道中高产业地位个股。****家具：**库存高位，需求承压。20 年下半年欧美居家&补贴刺激下家具耐用品需求大幅提升，截至 2022 年 3 月美国家具库存量达 91.23 亿美元，同比+21.36%，达历史新高，22 年伴随加息政策落地与高通胀率，美国家具市场或部分进入去库存周期，家具需求承压。**户外用品：**疫后需求反弹，Q1 海外需求旺盛。亚马逊线上户外用品交易额自海外复产复工后快速提升，2022M1 同比增长达 85%。**电动两轮车：**Q1 同比正增长，需求韧性凸显。根据海关数据，22Q1 我国电动两轮车出口 12.18 亿美元，同比增长 17.95%，近三个季度增速分别为 18.26%/18.40%/17.95%，需求韧性突出。

图 29：美国家具存货量与同比



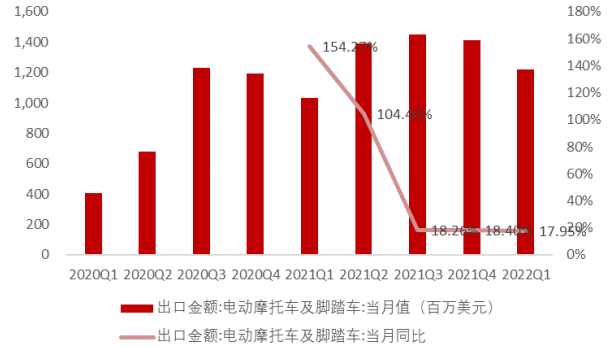
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：户外用品亚马逊 GMV



资料来源：久谦数据，浙商证券研究所

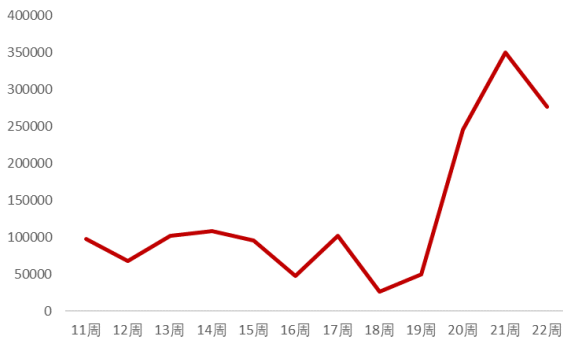
图 31：电动两轮车出口额及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

运力投放加大，海运费高位回落，22H2 有望贡献业绩增量。22 年随着非航运联盟船公司运力投入加大，海运资源快速提升，运价呈现快速下降趋势。根据维运网数据，22 年第 21 周（5 月 10 日-5 月 16 日）中国-美西航线投放运力总量达 34.9 万 TEU，而第 19 周总运力仅为 5.0 万 TEU。运力的快速提升，致上海至洛杉矶的运价指数下降至 8700 点，相比 21 年初下降 20.9%。

图 32：中国-美西运力投入量（22 年 11 周-22 周）



资料来源：维运网，浙商证券研究所

图 33：WCI-上海至洛杉矶运价指数



资料来源：Drewry，浙商证券研究所



**人民币快速贬值有望贡献高利润弹性。**随着加息预期持续增强，人民币兑美元汇率快速走低，4月人民币环比贬值3.8%，同比贬值1.9%，利好板块出口的同时有望为个股带来汇兑收益，经测算在不考虑其他因素影响下，以21年年报数据计算，人民币每贬值1%，主要出口企业净利率普遍将提升0.5%以上，21年利润将提升10%以上，利润弹性较大。

**表 20：主要出口企业人民币贬值业绩弹性测算**

	美元收入占比	21年净利润 (百万元)	21年净利率	以21年为基础，人民币贬值1%的影响			
				预计产生的汇兑收益 (百万元)	汇兑收益对净利润的 影响	贬值对净利润的综合 影响	贬值对净利率的综合 影响
顾家家居	38%	1664.45	9.07%	20.81	1.03%	4.45%	0.40%
麒盛科技	85%	357.12	12.04%	11.22	2.74%	8.89%	1.06%
恒林股份	59%	337.66	5.84%	9.70	2.54%	11.45%	0.67%
久祺股份	90%	205.21	5.53%	8.02	3.20%	16.51%	0.91%
共创草坪	80%	380.29	16.52%	6.99	1.79%	6.49%	1.06%
永艺股份	70%	181.33	3.89%	6.32	0.79%	20.53%	0.79%
敏华控股	35%	1649.75	11.71%	5.93	0.30%	2.75%	0.32%
梦百合	56%	-275.53	-	5.33	-	-	0.55%
匠心家居	90%	298.44	15.50%	5.25	1.54%	6.62%	1.02%
海象新材	90%	96.97	5.39%	4.07	4.04%	20.10%	1.07%
乐歌股份	85%	184.68	6.43%	2.80	1.38%	13.43%	0.86%
浙江自然	75%	219.51	26.06%	2.58	1.01%	3.48%	0.90%
玉马遮阳	70%	140.32	26.97%	1.22	0.75%	2.98%	0.80%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：计算基于21年年报数据

**标的推荐：**综合赛道需求韧性与海运费下降、人民币贬值带来的业绩弹性，推荐户外运动用品代工龙头**浙江自然**与电助力自行车出口龙头**久祺股份**。

## 8. 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。

## 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“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>