

轻工制造

报告日期：2023 年 02 月 05 日

家居龙头 22Q4 业绩强韧性，关注浆厂火灾影响 ——轻工行业周报

投资要点

□ 家居：定制龙头业绩预告收入稳增，欧派“健康+3.0”战略发布

本周部分家居企业发布业绩预告，定制 Q4 收入表现具韧性。零售家居：欧派、索菲亚 22Q4 收入增长中位数 3%，表现预计优于软体；盈利端，Q4 欧派受益控费&提价盈利修复、索菲亚受高费用率+减值影响大。工程家居：皮阿诺、我乐、东鹏控股受 21 年减值基数低影响利润增幅大。出口家居：原材料&海运影响盈利，Q4 汇兑开始转亏，外需不振下不满产拖累毛利率。2-3 月展望：各龙头品牌“开门红”营销活动即将陆续推出，3 月 315 营销活动及 3.19 北京建博会重开，助推家居销售。23 年家居龙头在疫后修复、交房向好、22 年逆势开店和整家趋势下业绩改善确定性高。

推荐标的（估值根据我们盈利预测及 23 年 2 月 3 日收盘价计算）：**欧派家居**（对应 23 年 24X，Q4 业绩展韧性）、**顾家家居**（对应 23 年 17X，低估白马）、**喜临门**（对应 23 年 16X，库存水位低）、**志邦家居**（对应 23 年 15X，客单值提升可期）、**索菲亚**（对应 23 年 13X，估值优势明显），并关注**箭牌家居**（对应 23 年 21X，智能卫浴产品升级）。

欧派“健康+3.0”战略发布。公司提出欧派健康+3.0 打造全场景净醛抗菌健康家，以无醛添加、净醛、抗菌三大功能为核心，并发布今年新的惠民套餐：衣柜“29800 欧派惠民整家套餐”及厨卫“13800 百变优厨套餐”，我们认为欧派推出的套餐和营销折扣力度较大，有望在开门红和 315 活动期间拔得头筹。

□ 造纸：2 月阔叶浆报价下跌，关注 Arauco 火灾停工影响

2 月针叶浆小幅提升，预计后市宽幅波动。加拿大漂针浆雄狮报 940 美金，金狮报 960 美金，均较上月上涨 20 美元。主因木片供应紧张、芬兰工人罢工、加拿大（我国最大针叶浆进口国）针叶浆供给量减少等因素扰动，中长期看预计 23 年针叶浆上涨幅度有限，芬兰 Fiber 或于 23Q3 有新增针叶浆产能，针叶浆有望趋势性走弱。

2 月阔叶浆报价跌幅较大，预计阔叶浆 23Q1-Q2 震荡下跌，Arauco 工厂火灾停产对供给有所扰动。银星面价 920 美元/吨，金星面价 770 美元/吨，明星净价 750 美元/吨，较前期报价下跌 70 美金/吨。Arauco 于 Nueva Aldea 工厂附近发生火灾临时停产，该厂分别拥有 51.3 万吨针/阔叶浆产能，目前停产天数未定，阔叶浆价走势或有波动。

白卡纸率先发出涨价函，预计教辅资料需求提升、文化纸迎来小阳春，浆系原纸成本下行，盈利空间抬升。本周晨鸣、博汇、APP、万国太阳陆续发出白卡纸涨价函，宣布 15 日起白卡纸价格上涨 100 元/吨，预计 23 年需求回暖支撑价格。春季开学教辅等需求提升，文化纸价预计实现提涨，同时阔叶浆下行浆系原纸盈利空间有望提升。本周废纸以稳为主，国废小幅下跌，预计元宵节后恢复正常开工，库存有望加速消化。

博汇纸业发布 22 年业绩预告，22Q4 盈利承压，静待成本下行、需求改善。2022 年归母净利润实现 2.21-2.90 亿元（同比-87%至-83%），预计 22Q4 归母净利润实现-3.92--3.23 亿元（同比-86%至-53%）。主要为价格下行&成本提升挤压吨纸盈利空间，预计 23Q1 末新增纸浆供应到港国内，成本压力可真实缓解，带来吨盈利改善。

关注细分纸种价格催化及左侧布局大宗纸细分龙头的投资机会。23 年国内消费复苏、需求起势，左侧布局大宗纸龙头**太阳纸业**、箱板瓦楞纸龙头**玖龙纸业**、**山鹰国际**，白

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成

执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

相关报告

1 《家居龙头或迎开门红，阔叶浆报价续跌；本周推荐新瑞鹏梳理——轻工行业周报》

2023.01.29

2 《家居迎需求政策催化，关注大宗纸零关税政策出台，本周推荐新巨丰、喜悦智行研究——轻工行业周报》 2023.01.08

3 《扩内需持续看多造纸、家居链条，北京线下消费已现曙光——轻工行业周报》 2022.12.25

卡纸龙头**博汇纸业**等。若 Arauco 受大火影响工厂停工时间较短，23Q1-2 阔叶浆下行幅度或扩大，推荐成本压力缓释、盈利弹性释放的特种纸龙头**仙鹤股份**、**华旺科技**。

□ 必选&电子烟：持续推荐核心资产百亚、晨光、公牛、明月

百亚股份：（1）线下渠道采用扁平结构及人海战术精细化管理，同时让利渠道，百亚线下渠道强于外资竞品；（2）线上发展思路清晰。线上团队不断引进人才并与线下全国扩张产生协同。今年重点聚焦打造爆款及内容营销，学习珀莱雅线上模式。（3）部分头部品牌因管理、产品定位、产品迭代等问题掉队，给予百亚份额提升空间。**晨光股份**：（1）传统核心业务受益疫情走弱及小学汛有望回暖，带动收入及盈利能力修复；

（2）科力普业务持续开发优质客户及优质项目，有望延续高增，且随着规模优势释放盈利能力有望向好；（3）九木杂物社 22 年效率有提升，23 年受益线下场景修复有弹性。**公牛集团**：（1）转换器及墙开两大优势业务 23 年有望迎来量价齐升。（2）照明业务有望延续靓丽表现，无主灯在沐光和公牛双品牌运营及新产能驱动下有望放量。（3）新能源充电枪充电桩线下渠道有望建设提速。**明月镜片**：离焦镜 23Q1 受益疫后前期滞后需求集中释放、开学配镜旺季、去年同期轻松控 Pro 占比低影响有望表现靓丽。

思摩尔发布业绩预告，23 年国内业务有望触底回暖、海外一次性产品放量。2022 年经调整净利 23.85~28.97 亿，同比-46.8%~-56.2%，中位数为 26.41 亿（-51.5%）；对应 22Q4 经调整净利中位数为 4.84 亿（-60.3%），预估全年收入或在 110 亿左右。国内市场受口味禁令影响大，后续有望回暖。海外市场一次性电子烟放量，22 年预计贡献收入近 20 亿（占总收入 15-20%），23 年有望继续兑现高增。换弹式业务表现弱。

□ 包装：新巨丰现金收购纷美包装 28%股权，国产无菌包装龙头起航

新巨丰：公告现金收购纷美包装 28%股权，产业协同可期。本次收购完成后有望贡献利润近 1 亿元，同时利于（1）行业竞争格局优化；（2）蒙牛客户拓展；（3）产业链完善与全球市场拓展。市场或担忧对纷美收购由于纷美管理层以及蒙牛意愿影响最终难以实现双方在客户、产能、技术等方面的协同，我们认为：（1）新巨丰入股后有望赋能纷美生产效率提升，中小股东从而受益。（2）新巨丰收购后有望赋能纷美优化供应链，亦可通过引入蒙牛参股，稳定客户关系，实现蒙牛客户拓展。（3）当前海内外仍有较多闲置产能，可依托上市公司产业地位，加速行业整合驱动业绩提升。**喜悦智行**：新能源支持政策频出，下游需求或超预期同步关注储能盖板业务进展。**昇兴股份**：线下消费场景加速修复铝瓶业务有望持续超预期。

□ 宠物&出口：美联储年内预计不会降息，宠物核心客户持续去库中

美联储预计 23 年内不会降息，海外需求或持续承压。2 月 2 日美联储宣布加息 25bp，市场预期 3 月与 5 月会议中将继续加息 25bp，且美联储会后强调 23 年不会降息。复盘来看，加息周期后期需求端同比增长压力将持续显现，预计需求端压力 23 年将延续。

宠物赛道海外去库顺畅，关注 23Q1-Q2 进入新一轮稳健成长周期。中宠 Q3 海外工厂实现 40%+增长。去库节奏顺畅，2022M9 品谱商品存货为 6.98 亿美元，同比+42.87%；2022 年底 CENT 商品存货为 5.44 亿美元，同比+15.78%。从历史区间看，Q1-3 品谱库销比历史分位数分别为 86%/100%/100%，处于历史高位，仍在去库中。但从已公布 Q4 业绩的中央花园和宠物看，海外去库节奏较快，Q1-Q4 库销比历史分位数分别为 61%/99%/100%/56%。看好 23Q1-2 海外去库完成后，进入新一轮稳健成长周期，低位持续推荐**中宠股份**、**佩蒂股份**。

□ 风险提示：贸易环境持续恶化，地产调控超预期，原材料价格上涨，纸价涨幅低于预期。

正文目录

1 家居龙头 22Q4 业绩强韧性，关注浆厂火灾影响	6
1.1 家居：定制龙头业绩预告收入稳增，欧派“健康+3.0”战略发布	6
1.2 造纸：2 月阔叶浆报价下跌，关注 Arauco 火灾停工影响	7
1.3 必选消费&电子烟：持续推荐核心资产百亚、晨光、公牛、明月	10
1.4 包装：新巨丰现金收购纷美包装 28%股权，国产无菌包装龙头起航	12
1.5 出口&宠物：美联储年内预计不会降息，宠物核心客户持续去库中	13
2 市场行情：三大指数涨跌不一，印刷表现最佳	14
2.1 市场回顾：三大指数涨跌不一，印刷表现最佳	15
2.2 公司公告：重点公司信息跟踪	15
2.3 造纸产业：本周国内废纸到厂平均价格走低	17
2.3.1 价格数据：国内废纸到厂平均价格走低	17
2.3.2 库存数据：原纸库存各有增减，木浆库存减少	19
2.3.3 贸易数据：纸浆 12 月进口同比上升 23.66%，环比下降 5.14%	19
2.3.4 固定资产：造纸业 22 年 12 月固定资产投资完成额累计增速 8.30%	20
2.4 家具产业：社零数据公布，12 月家具零售额同比下降 5.80%	21
2.4.1 销售数据：22 年 12 月家具零售额同比下降 5.80%	21
2.4.2 地产数据：12 月房屋新开工面积同比下降 39.40%	22
2.4.3 原料数据：本周 TDI、纯 MDI 走高	23
2.5 必选消费&包装：日用品类零售额 7,511 亿元，同比下降 0.70%	24
2.5.1 文娱行业：22 年 12 月办公用品零售额同比下降 0.30%	24
2.5.2 烟草行业：22 年 12 月卷烟产量累计同比上升 0.60%	24
2.5.3 消费类电子：22 年 11 月国内智能手机出货量同比下降 36.2%	25
2.5.4 日用消费：22 年 12 月日用品类零售额 7511 亿元，累计同比下降 0.70%	25
2.5.5 金属包装：镀锡板、铝材走高	26
2.5.6 塑料包装：原油期货走低	27
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 下周解禁公司情况一览	27
3.3 板块估值情况一览	28
4 风险提示	29

图表目录

图 1: 欧派“健康+3.0”全新套餐	7
图 2: 中国针叶浆月度进口量情况 (万吨)	7
图 3: 2022 年中国针叶浆进口国分布 (%)	7
图 4: 中国阔叶浆月度进口量情况 (万吨)	8
图 5: 2022 年中国阔叶浆进口国分布 (%)	8
图 6: 我国女性护理行业主要玩家策略复盘	11
图 7: 品谱商品存货情况	14
图 8: CENT 商品存货情况	14
图 9: 本周市场涨跌幅 (%)	15
图 10: 板块单周涨跌幅前二十的股票 (%)	15
图 11: 板块单月涨跌幅前二十的股票 (%)	15
图 12: 板块年度涨跌幅前二十的股票 (%)	15
图 13: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)	17
图 14: 白卡、白板纸价格走势 (元/吨)	17
图 15: 文化纸价格走势 (元/吨)	17
图 16: 生活用纸价格走势 (元/吨)	17
图 17: 国废价格走势 (元/吨)	18
图 18: 外废价格走势 (美元/吨)	18
图 19: 针叶浆、阔叶浆、化机浆历史价格 (美元/吨)	18
图 20: 溶解浆平均价格 (元/吨)	18
图 21: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)	18
图 22: 粘胶纤维市场价 (元/吨)	18
图 23: 木浆库存情况 (万吨, 天)	19
图 24: 文化纸库存情况 (万吨, 天)	19
图 25: 箱板瓦楞纸库存情况 (万吨, 天)	19
图 26: 白板白卡纸库存情况 (万吨, 天)	19
图 27: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)	20
图 28: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)	20
图 29: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)	20
图 30: 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, %)	21
图 31: 全国家具当月零售额及同比 (亿元, %)	21
图 32: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %).	21
图 33: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %).	22
图 34: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %).	22
图 35: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)	22
图 36: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	22
图 37: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	23
图 38: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	23
图 39: 精装房月度开盘套数及同比 (万套, %)	23
图 40: 精装房年度累计开盘套数及同比 (万套, %)	23
图 41: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)	24
图 42: 定制家具上游价格指数变化趋势	24

图 43: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	24
图 44: 文教、工美、体育和娱乐用品营收 (亿元, %)	24
图 45: 产量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	24
图 46: 销量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	24
图 47: 全球智能手机出货量 (百万部, %)	25
图 48: 国内智能手机出货量 (百万部, %)	25
图 49: 全球平板电脑出货量 (百万部, %)	25
图 50: 全球 PC 出货量 (百万部, %)	25
图 51: 限额以上日用品当月零售额 (亿元, %)	26
图 52: 全国啤酒月度产量 (万千升, %)	26
图 53: 全国软饮料月度产量 (万吨, %)	26
图 54: 镀锡板卷价格走势 (元/吨)	26
图 55: 铝材价格走势 (元/吨)	26
图 56: 国际原油价格走势 (美元/桶)	27

表 1: 家居 2022A 预告梳理	6
表 2: 纸浆新增产能梳理	8
表 3: Arauco 产能分布	9
表 4: 本周白卡纸涨价函情况	9
表 5: 纸企龙头估值一览表	10
表 6: 截至中报纷美管理层持股约 15%	13
表 7: 联邦基金利率概率分布	13
表 8: 下周股东大会一览表	27
表 9: 下周解禁公司一览表	27
表 10: 公司估值 (2 月 3 日收盘价)	28

1 家居龙头 22Q4 业绩强韧性，关注浆厂火灾影响

1.1 家居：定制龙头业绩预告收入稳增，欧派“健康+3.0”战略发布

本周部分家居企业发布业绩预告，定制 Q4 收入表现具韧性。本周家居指数（中信）延续上周的调整趋势（-1.79%，上证指数-0.04%），主要系短期没有新的地产政策催化，以及 22A 业绩预告和 1 月订单数据暂不支持业绩改善逻辑，部分获利盘了结。

1、业绩预告速览。零售家居：欧派、索菲亚 22Q4 收入增长中位数 3%，在 12 月感染高峰影响下难能可贵，表现预计优于软体（沙发、床垫 12 月占比 Q4 较定制更重）；盈利端，Q4 欧派在控费&提价落地盈利修复能力显著修复，索菲亚因费用率较高+减值影响 Q4 利润绝对值，好莱客因剥离千川木门产生较高投资收益。工程占比较高的家居：皮阿诺、我乐家居、东鹏控股因 21 年计提信用减值导致基数较低，因而 22 年预告利润增幅较大。出口家居：原材料、海运费扰动全年盈利表现，汇兑 Q2-Q3 虽有正贡献，但 Q4 开始产生亏损，外需不振导致的不满产影响毛利率。

2、2-3 月展望来看，多营销节点助推销售：自 1 月 30 日起，各龙头品牌“开门红”营销活动即将陆续推出，结合前期 12 月-1 月因感染高峰积压的需求得到释放，2 月订单有望呈现反弹式增长（12-1 月订单普遍较差）。3 月 315 主题营销活动（基本贯穿 3.1-3.20）蓄水全年客流，3.19-3.22 三大建博会之一的北京建博会将重新举办（2022 年因疫情取消），对家居品牌招商开店形成拉动，看好零售家居龙头订单增长逐月提速。

3、23 年业绩改善的确定性依旧很高：疫后线下场景复苏+交房向好是两个大背景，此外龙头在 22 年普遍逆势开店、23 年渠道端会有贡献，同店层面在整家趋势下龙头客单值的抬升，坪效表现较 22 年会有提升。

维持对家居板块的推荐，标的上建议从工程逐渐向零售过渡：欧派家居（对应 23 年 24X，Q4 业绩展现韧性）、顾家家居（对应 23 年 17X，低估白马）、喜临门（对应 23 年 16X，库存水位相对较低）、志邦家居（对应 23 年 15X，客单值提升可期）、索菲亚（对应 23 年 13X，估值优势明显），并关注箭牌家居（对应 23 年 21X，智能卫浴产品升级）。（估值根据我们盈利预测及 23 年 2 月 3 日收盘价计算）

表1：家居 2022A 预告梳理

证券简称	2022A利润下限	2022A利润上限	2022A利润中位数	22Q4利润中位数	22Q4收入中位数（如有）	主要原因
欧派家居	0%	5%	27.32亿（+2.5%）	7.42亿（+34%）	32.54亿（+3%）	Q4提价落地+控费成效显著
索菲亚	675%	797%	10.25亿（+736%）	2.22亿（+131%）	62.17亿（+3%）	21年减值计提低基数
皮阿诺	121%	123%	1.6亿（+122%）	0.49亿（+105%）	-	21年减值计提低基数
江山欧派	-236%	-197%	3亿（-217%）	-3.31亿（-872%）	-	22年减值计提较多
王力安防	-127%	-118%	-0.31亿（-123%）	-0.42亿（-293%）	-	22年减值计提较多
曲美家居	-80%	-70%	0.44亿（-80%）	-1.17亿	-	原材料、海运费、债务利率上行
麒盛科技	-93%	-91%	0.29亿（-93%）	-1.38亿（-230%）	-	销售费用投放、投资亏损
好莱客	520%	620%	4.38亿（+570%）	0.57亿（+134%）	-	21年减值、22年出售千川投资收益
梦百合	112%	118%	0.42亿（+115%）	-0.57亿（+41%）	-	21年利润受损严重
我乐家居	178%	193%	1.38亿（+185%）	0.44亿（+117%）	-	21年减值计提低基数
东鹏控股	11%	66%	2.13亿（+38%）	0.19亿（+108%）	-	21年减值计提低基数

资料来源：Wind，浙商证券研究所

欧派“健康+3.0”战略发布。2月3日“绿色家居进万家 健康普惠中国行”2023欧派健康+3.0战略发布会暨健康普惠中国行（公益行动）启动仪式在广州欧派集团总部举办，公司提出欧派健康+3.0 打造全场景净醛抗菌健康家，以无醛添加、净醛、抗菌三大功能为核心（1.0

是普及 E0 级、倡导无醛添加+净醛板材，2.0 是整柜净醛)。同时，发布今年新的惠民套餐：
1) 衣柜 “29800 欧派惠民整家套餐”，包含 20 m²定制柜类、4 件客厅家具、5 件餐厅家具、
2 件卧室寝具，原价 59800 元。2) 厨卫 “13800 百变优厨套餐”，包含抗菌橱柜、烟机、灶
具、水槽、龙头、拉篮，原价 24580 元。此外，欧派还携手人民日报生活惠购季，派发 1 亿
消费券，每户可领无门槛 1000 元消费券，两个套餐皆可叠加使用，我们认为欧派推出的套
餐和营销折扣力度较大，有望在开门红和 315 活动期间拔得头筹。

图1：欧派“健康+3.0”全新套餐

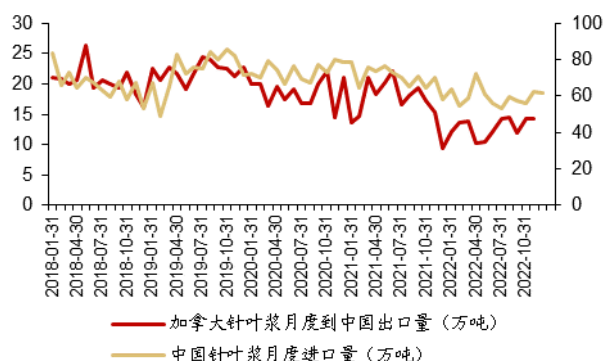


资料来源：欧派公众号，浙商证券研究所

1.2 造纸：2 月阔叶浆报价走跌，关注 Arauco 火灾停工影响

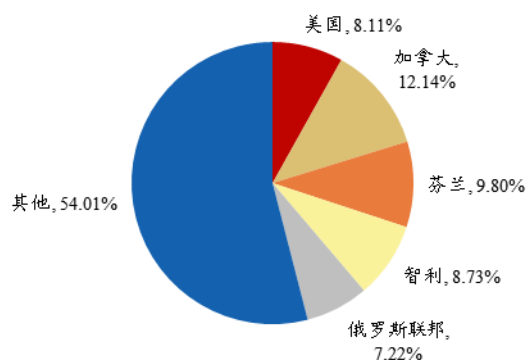
2 月针叶浆小幅提升，预计后市宽幅波动。1 月 31 日，加拿大漂针浆雄狮报 940 美金，
金狮报 960 美金，均较上月上涨 20 美元。短期看针叶浆价格存在阶段性波动，主因木片供
应紧张、芬兰工人罢工、加拿大（我国最大针叶浆进口国）针叶浆供给量减少等因素扰动，
中长期看，22 年浆价高位企稳一年以上，造纸厂盈利承压需求转弱，预计 23 年针叶浆上涨
幅度有限，芬兰 Fiber 或于 23Q3 有新增针叶浆产能投放，针叶浆有望趋势性走弱。

图2：中国针叶浆月度进口量情况（万吨）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

图3：2022 年中国针叶浆进口国分布（%）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

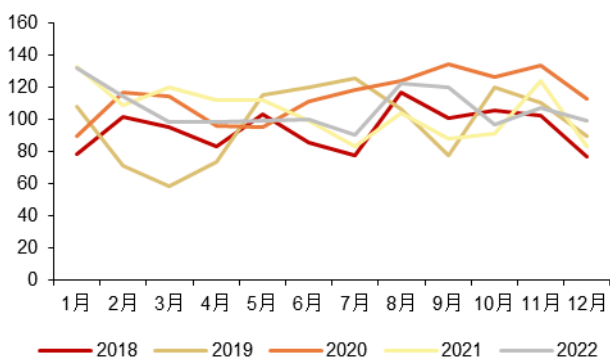
表2：纸浆新增产能梳理

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

资料来源：RISI，浙商证券研究所

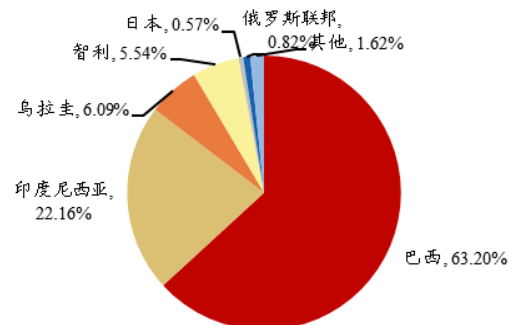
2月阔叶浆报价跌幅较大，预计阔叶浆23Q1-Q2震荡走跌，Arauco工厂火灾停产对供给有所扰动。2月2日，智利Arauco公布2023年2月份报盘，银星面价920美元/吨，金星面价770美元/吨，明星净价750美元/吨，较前期报价下跌70美金/吨，预计MAPA第一批产线生产顺利，产能持续爬坡。2月3日，Arauco于Nueva Aldea工厂附近发生森林火灾，工人疏散工厂临时停产，Nueva Aldea工厂位于Nuble地区Ranquil市，拥有约51.3万吨针叶浆、51.3万吨阔叶浆产能，目前工厂停产天数未定，阔叶浆价走势或有波动，若工厂停工时间较短，预计恢复生产后，阔叶浆价格持续下行。

图4：中国阔叶浆月度进口量情况（万吨）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

图5：2022年中国阔叶浆进口国分布（%）



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

表3: Arauco 产能分布

Arauco 纸浆产能分布		产能/万吨	浆种
Licancel		16	UKP (本色浆)
Constitucion		35.5	UKP (本色浆)
Arauco mill	Line1 (2022.3关闭)	29	EKP (漂阔浆)
	Line2	51	BSKP (漂针浆)
MAPA	Line3 (2022.12开工)	156	EKP (漂阔浆)
Nueva Aldea		52	EKP (漂阔浆)
		52	BSKP (漂针浆)
Valdivia		55	EKP (漂阔浆)
Alto Parana		35	BSKP (漂针浆) & Fluff (短纤浆)
Montes Del Plata (Arauco owns 50%)		70.7	EKP (漂阔浆)
总产能		414	
Nueva Aldea 产能占比		25.12%	

*假设MAPA 156万吨开工率30%

资料来源: Arauco 年报, 浙商证券研究所

白卡纸率先发出涨价函, 预计教辅资料需求提升、文化纸迎来小阳春, 浆系原纸成本下行, 盈利空间抬升。本周晨鸣、博汇、APP、万国太阳陆续发出白卡纸涨价函, 宣布 15 日起白卡纸价格上涨 100 元/吨, 2022 年白卡纸成本高位、价格低迷, 预计 23 年需求将持续回暖有望支撑价格。预计春季开学教辅教材资料需求提升, 文化纸价格预计在旺季实现提涨, 同时阔叶浆下行成本压力缓解, 浆系原纸盈利空间有望提升。

博汇纸业发布 22 年业绩预告, 22Q4 盈利承压, 静待成本下行、需求改善。1 月 30 日, 公司公布 2022 年业绩预告: 2022 年归母净利润实现 2.21 亿元至 2.90 亿元 (同比-87%至-83%), 预计 22Q4 归母净利润实现-3.92 亿元至-3.23 亿元 (同比-86%至-53%), 22Q4 针叶浆/阔叶浆分别 954 美元/吨、828 美元/吨, 同比+23.99%/+39.99%, 环比-2.82%/+4.42%, 22Q3-Q4 浆价总体高位运行, 公司吨纸成本环比提升 Q3 有所提升。22Q4 受疫情影响, 下游包装行业需求不旺, 22Q4 白卡纸市场价为 5299 元/吨 (环比-5.91%, 同比-11.98%), 我们预计 22Q4 公司白卡纸价格环比 22Q3 下降 300-400 元/吨, 价格下行&成本提升挤压吨纸盈利空间, 预计 23Q1 末新增纸浆供应到港国内, 成本压力可真实缓解, 带来吨盈利改善。公司作为白卡纸行业龙头, 产能持续成长, 需求复苏&成本下行有望带来盈利改善。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.79/10.47/16.30 亿元, 同比-83.67%/+275.78%/+55.72%; 对应 PE 分别为 39X/10X/7X, 维持“买入”评级。

表4: 本周白卡纸涨价函情况

提价函内容情况		
企业	通告时间	具体内容
晨鸣纸业	2023/2/2	自 2023/2/15 起, 白卡纸价格将上涨 100 元/吨
博汇纸业	2023/2/2	
APP 宁波亚洲, 广西金桂	2023/2/3	
万国太阳	2023/2/2	

资料来源: 包装地带, 浙商证券研究所

本周废纸以稳为主, 国废小幅走跌, 预计元宵节后恢复正常开工, 库存有望加速消化。节前受到感染人数激增影响, 纸企出货量、开工率低于往年, 随着全国快速过峰, 春节后国内各地陆续复工, 预计正月十五后开工恢复正常, 有望消化高位库存。零关税政策实行后,

预计 2 月中下旬进口纸增量陆续到港，小幅压制行业新增供给，预期国内需求增长能够消化，已经在东南亚实现布局的国内龙头玖龙、理文、太阳等具有比较优势。

关注细分纸种价格催化，春季教辅资料需求提升文化纸或最先提振，左侧布局大宗纸细分龙头的投资机会。我们认为 23 年国内消费复苏、需求起势，左侧布局大宗纸龙头**太阳纸业**、箱板瓦楞纸龙头**玖龙纸业**、**山鹰国际**，白卡纸龙头**博汇纸业**等。若 Arauco 受大火影响工厂停工时间较短，23Q1-Q2 阔叶浆下行幅度有望扩大，推荐成本压力缓释、盈利弹性释放的特种纸龙头**仙鹤股份**、**华旺科技**。

表5：纸企龙头估值一览表

单位：亿元		市值	2022E归母净利润	2023E归母净利润	2022年预期PE	2023年预期PE	2022年PE历史分位数（近5年）
大宗纸	太阳纸业	320	27.5	29.7	11.6	10.8	27.8%
	山鹰国际	123	-22.3	10.9	-5.5	11.3	-24.0%
	博汇纸业	107	2.8	10.5	38.5	10.3	35.0%
	玖龙纸业	322	32.8	30.5	9.8	10.6	51.3%
特种纸	华旺科技	78	4.6	5.4	16.9	14.4	61.6%
	五洲特纸	76	3.7	6.2	20.3	12.2	28.9%
	仙鹤股份	214	7.6	12.8	28.4	16.8	36.0%
生活纸	中顺洁柔	164	3.8	7.3	43.9	22.5	72.6%
	维达国际	251	14.5	18.3	17.3	13.7	21.1%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：标红为使用 Wind 一致预期，截至 2023 年 2 月 3 日

1.3 必选消费&电子烟：持续推荐核心资产百亚、晨光、公牛、明月

百亚股份：（1）线下渠道精耕让利。卫生巾行业对线下精耕能力要求高。百亚经销商结构扁平化便于管理，并采取人海战术指导经销商日常促销、进货等，对经销商管理精细化程度高。同时根据百亚招股说明书披露数据，公司出厂价格为终端零售价格的 64 折-72 折，对应经销商利润率水平约 20%~30%，渠道利润率高于七度空间、苏菲等竞品，经销商合作意愿度高。**（2）线上发展思路清晰。**21 年线上渠道调整后，公司线上团队吸引大量人才，线上人群画像聚焦 25-40 岁女性群体，订单多来自于江浙沪、广东等外围省份，与公司线下全国扩张产生充分协同。目前公司线上渠道已初步完成第一阶段战略目标，后续将重点聚焦打造爆款（无感、敏感肌系列）及“大健康”内容营销（有机、无感），学习珀莱雅线上营销打法。

（3）头部品牌掉队给予百亚份额向上空间。复盘我国卫生巾头部品牌发展策略，七度空间、护舒宝、ABC 因管理战略、产品迭代、产品定位等方面不足有所掉队，给予百亚这类在产品推新迭代快、营销推广积极投入、渠道精耕细作的企业成长空间。持续推荐渠道调整进入收获期，充分受益消费复苏后续收入增长超预期有望带动利润增长超预期的百亚股份。

图6：我国女性护理行业主要玩家策略复盘

公司名称	近期战略复盘
恒安	管理： 前些年推行阿米巴改革，从以省为单位的权力体制改为地级市为单位的体制，行业的市场价格混乱，同时市场投入变少，权力下放同时对人员激励考核制度的改变，将销售额和利润进行综合评估，导致人员薪酬不对等，为了个人收益部分负责人折价将自己地区产品销售至他人地盘，同时减少市场投入，导致品牌力下降。 产品： 七度空间产品多年没有升级成功，价格依旧保持在2010年产品8-9元的水平，价格水平低，中间商毛利率下降明显，导致中间商出售意愿降低，市场萎缩； 价格： 定价相对低，无法跟上行业升级趋势，但具有性价比优势，得以在下沉市场中继续保持份额； 渠道： 线下渠道采用人海战术，单一省份投入营销人员300-400人，是其他竞品的10倍，所以线下渠道运营十分精细化。随着线上份额的扩张，公司通过阿米巴将营销人员划归给经销商，经销商无法负担最终裁员，帮助公司减负；
苏菲	营销： 苏菲定价高，产品单价12-13元左右，定位中高端品牌力强，同时公司随着收入规模扩大投入更多费用在小红书种草、线上去做推广，进入品牌力和份额提升的良性循环； 渠道： 不采用人海战术，更类似多层分销。苏菲以省为单位，在省内寻找一个流通市场发达的地级市设置低价批发商，以5.5折低价供货给批发商，再由批发商负责分层批发至全省； 产品： 十分重视产品推新。不断推出安睡裤（行业首推）、口袋魔法（小型卫生巾）、Sofy Cool（冷感系列）、极净肌、草本抑菌等新产品；
高洁丝	渠道： 重视新通路，实现份额增长。高洁丝重视京东新通路、阿里零售通、社区团购等新兴渠道，成功突破在线下寻找经销商困难的限制，将产品铺货至线下中小门店； 营销： 重营销投入，公司目前重点追求收入和份额增长，不追求利润，市场投入力度大。
护舒宝	产品： 前期产品迭代慢，坚持销售网面卫生巾产品（与管理层绩效考核指标不合理有关，考核核心产品销量，因此管理层推新品动力不足），造成份额下滑。近几年从欧美的宝洁请了一位女总裁过来，将中国所有的产品全部推翻，重新开始做高端系列，高端系列定价高且高价高促，例如液体卫生巾、空气棉等，近年来份额有回升； 渠道： 主要聚焦线上及大商超渠道，线下渠道因高定价在流通小店无价格优势。KA渠道近年来受疫情影响也下滑较多。
百亚	产品： 更新迭代快，定价中高端，基本与护舒宝、苏菲等产品价格处于同一梯队。每年都会有推新（2022年新品敏感肌销售反响好），且会对部分核心老品进行包装、芯体材料的升级； 渠道： 线下渠道效仿恒安，主打人海战术，600个经销商配备400个业务人员辅助经销商促销、配货等。给予渠道充分让利，给予经销商利润率比其他竞品品牌要高出10%左右；线上渠道全平台布局，天猫重点打造线上标杆，抖音等快速崛起的新平台承担销售任务，23年预计重点开拓京东平台。后续百亚线上渠道运营聚焦打造爆款和做内容（学习珀莱雅）； 品牌： 重视品牌投入，签约新代言人虞书欣，拉低与头部品牌七度空间和外资品牌的品牌力差距。重视内容营销，提出“经期大健康”概念，未来将在该概念下配合相关卫生巾产品的研发及经期护理衍生品的推出。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

晨光股份：（1）传统核心业务受益疫情走弱及小学汛有望回暖。22年晨光传统业务受疫情冲击严重，23Q1受益去年同期低基数（去年同期无晨光体育业务）及小学汛，传统核心业务有望表现靓丽。展望23年，在数字化能力提升渠道效率、线上专供品开发、产品向体育用品等景气品类扩张及产品高端化推进，看好公司传统核心业务于23年重回10%~15%的增长中枢。同时传统核心业务盈利表现更好，传统核心业务的回暖也将带动公司盈利能力回升。长期来看，随着晨光生产制造能力精进带动的人效提升有望有效对冲低毛利率业务占比提升对公司利润率的影响，长期盈利能力有望维稳。**（2）科力普有望持续高增。**科力普丰富品类场景至MRO等高附加值产品，截至22Q3科力普政府及央企等优质客户占比约60%，在客户开发及项目中标方面持续取得优异进展，看好科力普收入规模及盈利质量持续向好，客户端排名、中标率、议价能力不断提升。**（3）九木杂物社单店效率提升，看好23年修复。**22年九木同样受疫情扰动较大，但公司积极通过单店效率提升对冲终端客流量的下滑，使得九木坪效下滑幅度小于客流量下滑幅度。目前九木运营及营销模式日益成熟，看好23年受益线下消费复苏经营表现显著修复。

公牛集团：（1）转换器、墙开优势业务：公司转换器及墙开业务22年前三季度在疫情、地产压力等扰动因素下仍然通过产品提价、新品推出实现逆势增长，23年疫情走弱及地产在政策托底下逐步企稳复苏，看好公牛两大优势业务在23年实现“量价齐升”的增长表现。**（2）照明业务：**照明业务成为公司增长主要动能，无主灯业务进展顺利。23年公司无主灯业务将通过“沐光”及“公牛”双品牌驱动，其中“沐光”定位专业灯光系统品牌，“公牛”则延续在公司装饰渠道内销售形成渠道协同。供应链端公牛无主灯产能已于22年Q3投产，看好23年公司无主灯业务在双品牌运营及供应链能力得到完善的影响下快速放量，实现3年内成为无主灯行业第一的目标**（3）新能源充电枪充电桩业务：**前三季度新能源充电枪充电桩业务经营进展顺利，预期全年既定目标可顺利完成。渠道端线上线下同步开拓，其中线上渠道在第三方品牌中市占率稳步提升。线下渠道于22H1开始拓展线下ToC及To B渠道，但拓展进度一定程度上受到疫情影响。23年随着线下消费场景修复，公司新能源充电枪充电桩线下渠道建设有望提速。

明月镜片：我们看好 23Q1 公司轻松控产品迎来放量，带动公司收入及利润均实现靓丽表现。原因为：（1）配镜对线下消费场景依赖度高因此受疫情冲击大，但配镜需求偏刚性，往往只会延后不会消失，看好疫情走弱后滞后配镜需求集中释放；（2）开学前及开学后半个月内为配镜小高峰，23Q1 为传统配镜旺季；（3）去年同期高毛利率的“轻松控 Pro”产品销售占比还相对较低，23Q1 我们预计“轻松控 Pro”在优异临床数据背书、丰富 SKU（推出折射率为 1.71 和防蓝光两块新品）、及新代言人刘昊然等共同作用下销售占比提升，拉动公司销售收入及利润率提升。

电子烟：本周思摩尔发布业绩预告，23 年国内业务有望触底回暖、海外一次性产品放量。2022 年经调整净利 23.85~28.97 亿，同比下滑 46.8%~56.2%，中位数为 26.41 亿（-51.5%）；对应 22Q4 经调整净利中位数为 4.84 亿（-60.3%），受 10.1 新国标落地后影响降幅环比扩大，表现符合预期。如果按照 Q4 收入-25%测算，我们预估全年收入或在 110 亿左右，对应利润率中位数在 24%。

国内市场：22 年 10 月 1 日后，非烟草味烟弹禁止销售，我们草根走访线下电子烟门店，反馈电子烟弹销售量显著下降，影响公司 Q4 收入表现（我们估计 Q4 国内收入占比降低至 10%左右，中报时为 30-40%），主要系：1）消费者在 10.1 前囤积了一定的水果味库存；2）散点的水果味不合规销售；3）奶茶杯、可乐杯等一次性调味烟游离监管之外。进入 23Q1，伴随库存去化，以及监管执法力度加大（如 1 月 28 日人民日报点名奶茶杯为三无电子烟要警惕，如 22 年 12 月开启的整治“奶茶杯”“可乐罐”等非国标果味电子烟的专项行动），我们判断国内电子烟销售已经开始回暖，是否能回到之前高位取决于水果口味向烟草口味的转化率，各家在烟油、口感上的改进更值得关注。

海外市场：1）22 年 Q2 思摩尔推出一次性电子烟，并迅速成为了全球 TOP3 供应商，出货量月度环比增长，22 年我们估计贡献收入接近 20 亿（占总收入 15-20%），23 年有望继续兑现高速增长。2）换弹式业务 22 年表现较弱，一方面 FDA 对 PMTA 执法不力导致公司美国客户即使有产品过审、也未能兑现增长，另一方面核心业务 Vuse22 年调价（22H1 英美采购均价下降 17%）+消化库存影响从而有一定下滑，目前价格体系已经稳定，23 年有望重返增长。3）医疗产品 23 年底-24 年有望进入量产贡献业绩阶段。

1.4 包装：新巨丰现金收购纷美包装 28%股权，国产无菌包装龙头起航

新巨丰：公告现金收购纷美包装 28%股权，产业协同可期。本次收购完成后有望贡献利润近 1 亿元，此外收购对于业务拓展的战略意义更为重要，新巨丰未来成长逻辑会更加清晰。**1）行业竞争格局优化：**收购完成后，以 20 年计算，纷美与新巨丰合计市场份额达到 19.3%，市场地位明显转变，有利于市场拓展。**2）蒙牛客户拓展：**新巨丰此前核心客户为伊利，在伊利体系中整体份额约 25%，纷美深度绑定蒙牛。本次收购后新巨丰将成功切入蒙牛体系，并以自身经营管理优势赋能纷美，提升纷美产品性价比，共同提高于蒙牛体系中的份额。**3）产业链完善与全球市场拓展：**全球无菌包装市场超千亿元，但对一体化服务能力要求较高，纷美包装具有一体化服务能力与前端灌装机生产及销售能力（对应 21 年海外收入占比达 31%），本次收购后公司全球化拓展有望提速，打开成长天花板。

市场或担忧对纷美收购由于纷美管理层以及蒙牛意愿影响最终难以实现双方在客户、产能、技术等方面的协同，主要基于纷美管理层相关公告表态以及即使收购完成后新巨丰持股 28%，而管理层仍持有 15%股权。我们认为：1）纷美多年来并未发力增长，股价从 18 年高点到本次收购前下跌幅度近 80%，新巨丰入股后有望赋能纷美生产效率提升推动公司成长，中小股东从而受益，最终实现对纷美改组及进一步提升持股比例。2）蒙牛对纷美等包材供

应商的核心诉求在于供应链稳定与提高议价能力，新巨丰收购后有望赋能纷美优化供应链提高产品性价比，此外参考伊利持股模式已在公司跑通，未来公司亦可通过引入蒙牛参股，稳定客户关系，实现蒙牛客户拓展。3）当前海内外仍有较多 50 亿包左右的闲置产能，公司可依托上市公司产业地位，加速行业整合，应对产能瓶颈，驱动业绩提升。我们持续看好国产无菌包装龙头未来产业链整合与内生持续成长的确定性，维持“买入”评级。

表6: 截至中报纷美管理层持股约 15%

2010/12/31		2022/6/30	
直接/间接持股方	权益占比	直接/间接持股方	权益占比
洪钢	21.02%	毕桦	9.65%
贝恩资本	31.60%	洪钢	5.85%
鼎晖投资基金管理公司	23.90%	怡和洋行	28.22%
高森博	14.50%	福星	9.65%
Wiseland Holdings Ltd	11.90%	Aimia Inc	6.04%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

喜悦智行: 新能源支持政策频出，下游需求或超预期同步关注储能盖板业务进展。2 月 2 日商务部指出 2023 年将聚焦汽车、家居重点消费领域，推动出台一批新的政策。在汽车方面，一是稳定新车消费，二是支持新能源汽车消费，要引导各地在牌照、充电、通行等各个方面，进一步优化新能源汽车使用环境，三是扩大二手车流通，四是畅通汽车报废更新。此外上海市亦推出了置换新能源汽车相关补贴政策。新能源汽车由于产线较新多采用循环包装提升效率节省成本，相关政策推出有望推动公司下游需求与塑料循环包装渗透率提升。

昇兴股份: 线下消费场景加速修复铝瓶业务有望持续超预期。公司铝瓶业务主要应用场景在夜场等公共场所，随着疫情放开，产能利用率快速提升，预计 22Q1-Q3 产能利用率约 55%。当前公司拥有铝瓶产能 2.4 亿罐，23 年随着线下消费场景快速修复，产能利用率有望提升至 80%以上，对应贡献利润增量 0.5-0.6 亿元。

1.5 出口&宠物: 美联储年内预计不会降息，宠物核心客户持续去库中

美联储预计 23 年内不会降息，海外需求或持续承压。2 月 2 日美联储宣布加息 25bp，美国联邦基金利率提高至 4.5%-4.75%。当前市场预期 3 月与 5 月会议中将继续加息 25bp，此后维持稳定，美联储会后强调持续加息是合适的，23 年不会降息。复盘来看，加息周期后期需求端同比增长压力将持续显现，预计需求端压力 23 年将延续。

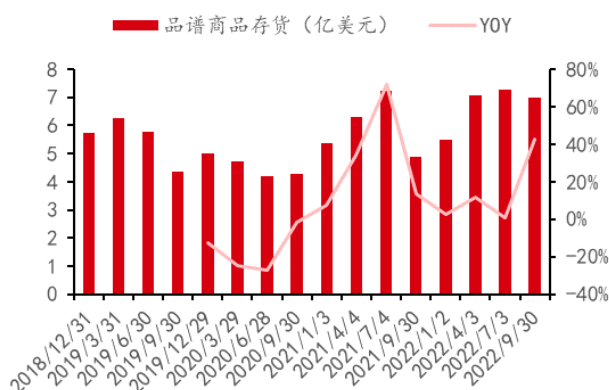
表7: 联邦基金利率概率分布

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	17.3%	82.7%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	44.6%	48.2%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	2.3%	19.3%	45.7%	32.6%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.9%	8.8%	29.3%	40.8%	20.2%
2023/9/20	0.0%	0.3%	3.4%	15.4%	33.0%	34.2%	13.8%
2023/11/1	0.1%	1.6%	8.5%	22.9%	33.5%	25.5%	7.9%
2023/12/13	1.3%	6.9%	19.6%	31.1%	27.3%	11.9%	1.8%

资料来源：CME，浙商证券研究所

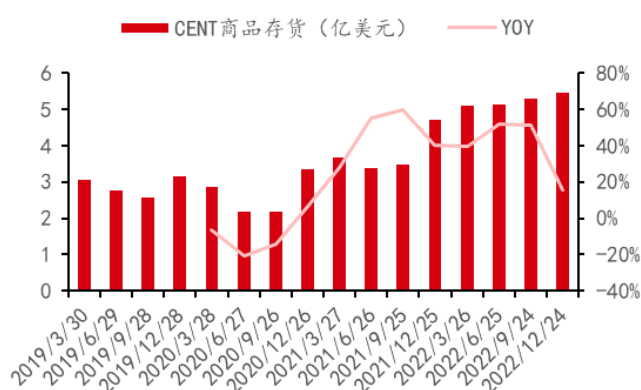
宠物赛道海外去库顺畅，关注 23Q1-Q2 进入新一轮稳健成长周期。22Q3-Q4 宠食出口随着海外库存高位持续承压，实际观察看海外需求表现仍良好，中宠 Q3 海外工厂实现 40%+增长。目前来看去库节奏较为顺畅，2022M9 品谱商品存货为 6.98 亿美元，同比 +42.87%；2022 年底 CENT 商品存货为 5.44 亿美元，同比 +15.78%。从历史区间看，Q1-Q3 品谱库销比历史分位数分别为 86%/100%/100%，处于历史高位，仍在去库中。但从已公布 Q4 业绩的中央花园和宠物看，海外去库节奏较快，Q1-Q4 库销比历史分位数分别为 61%/99%/100%/56%。我们看好 23Q1-Q2 海外去库完成后，进入新一轮稳健成长周期，低位持续推荐中宠股份、佩蒂股份。

图7：品谱商品存货情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：CENT 商品存货情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

2 市场行情：三大指数涨跌不一，印刷表现最佳

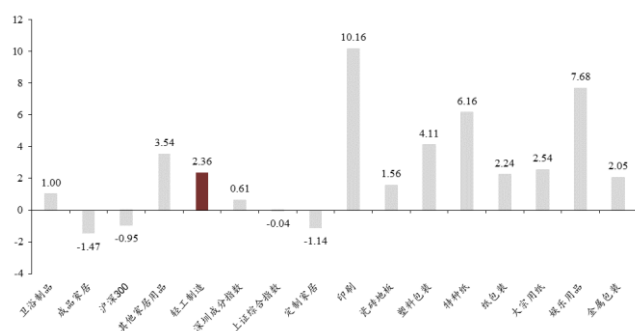
2.1 市场回顾：三大指数涨跌不一，印刷表现最佳

本周大盘整体表现来看，上证综指跌 0.04% 收于 3263.41 点；深证成指涨 0.61% 收于 12,054.30 点；沪深 300 跌 0.95% 收于 4,141.63 点。

轻工制造周内涨 2.36%，具体来看：印刷（10.16%）本周涨幅领先，娱乐用品（7.68%）、特种纸（6.16%）、塑料包装（4.11%）、其他家居用品（3.54%）、大宗用纸（2.54%）、纸包装（2.24%）、金属包装（2.05%）、瓷砖地板（1.56%）、卫浴制品（1.00%）、定制家居（-1.14%）、成品家居（-1.47%）。

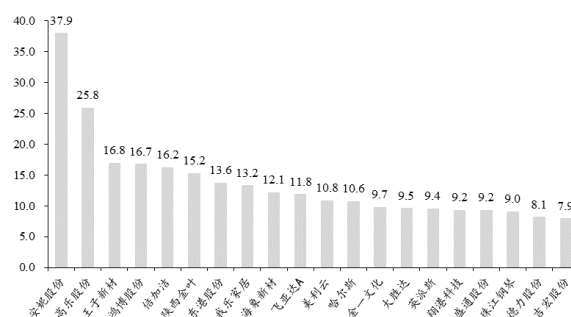
本周个股表现来看，涨幅居前的公司包括安妮股份（37.9%）、高乐股份（25.8%）、王子新材（16.8%）、鸿博股份（16.7%）、倍加洁（16.2%）；跌幅居前的公司包括*ST 金洲（-18.2%）、中顺洁柔（-6.6%）、周大生（-5.9%）、博汇纸业（-5.7%）、喜临门（-5.1%）。

图9：本周市场涨跌幅（%）



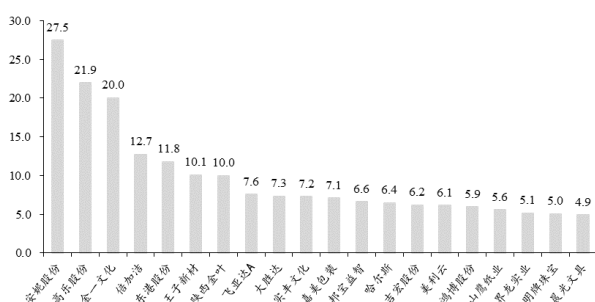
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：板块单周涨跌幅前二十的股票（%）



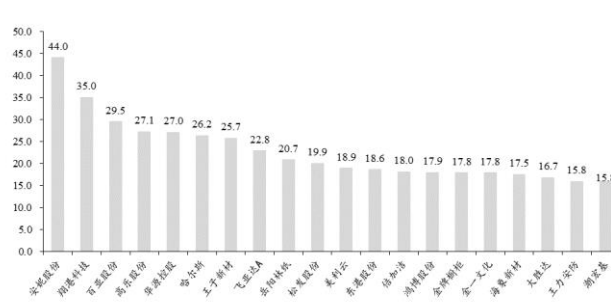
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：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12：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

江山欧派：2022 年归母净利润预计亏损 2.5 亿元--3.5 亿元，上年同期盈利 2.57 亿元，同比转亏；扣非归母净利润预计亏损 3.26 亿元--4.26 亿元，去年同期盈利 2.16 亿元，同比转亏。其中 Q4 归母净利润预计亏损 2.81 亿元--3.81 亿元，扣非归母净利润预计亏损 2.87 亿元--3.87 亿元。

爱丽家居：2022 年归母净利润预计亏损 3250 万元--3950 万元，去年同期盈利 587.98 万元，同比转亏；扣非归母净利润预计亏损 4350 万元--5050 万元，去年同期亏损 459.77 万元。其中 Q4 归母净利润预计亏损 429.98 万元--1129.98 万元，去年同期盈利 185.31 万元，同比

转亏；扣非归母净利润预计亏损 721.55 万元--1421.55 万元，去年同期盈利 149.05 万元，同比转亏。

皮阿诺：2022 年归母净利润预计盈利 1.5 亿元--1.7 亿元，去年同期亏损 7.29 亿元，同比扭亏；扣非归母净利润预计盈利 1.1 亿元--1.3 亿元，去年同期亏损 7.33 亿元，同比扭亏。其中 Q4 归母净利润预计盈利 3860.21 万元--5860.21 万元，去年同期亏损 8.98 亿元，同比扭亏；扣非归母净利润预计盈利 2676.37 万元--4676.37 万元，去年同期亏损 8.92 亿元，同比扭亏。

佩蒂股份：2022 年归母净利润预计盈利 1.38 亿元--1.75 亿元，YOY+129.93%--191.58%，扣非归母净利润预计盈利 1.44 亿元--1.81 亿元，YOY+157.77%--223.84%。其中 Q4 归母净利润预计亏损 1990.11 万元--盈利 1709.89 万元，去年同期亏损 1866.59 万元；扣非归母净利润预计亏损 1879.47 万元--盈利 1820.53 万元，去年同期亏损 1689.44 万元。

梦百合：2022 年归母净利润预计盈利 3400 万元--5000 万元，去年同期亏损 2.76 亿元，同比扭亏；扣非归母净利润预计盈利 2400 万元--3400 万元，去年同期亏损 2.58 亿元，同比扭亏。其中 Q4 归母净利润预计亏损 4875.15 万元--6475.15 万元，去年同期亏损 9542.2 万元；扣非归母净利润预计亏损 5525.16 万元--6525.16 万元，去年同期亏损 1.94 亿元。

海象新材：2022 年归母净利润预计盈利 1.8 亿元--2.15 亿元，YOY+85.62%--121.72%，扣非归母净利润预计盈利 1.82 亿--2.17 亿元，YOY+89.17%--125.55%。其中 Q4 归母净利润预计盈利 4672.79 万元--8172.79 万元，YOY+133.20%--307.88%；扣非归母净利润预计盈利 4575.52 万元--8075.52 万元，YOY+142.27%--327.60%。

曲美家居：2022 年归母净利润预计盈利 3500 万元--5250 万元，YOY-70.49%--80.33%，扣非归母净利润预计亏损 1500 万元--2250 万元，YOY-110.16%--115.24%。其中 Q4 归母净利润预计亏损 1.08 亿元--1.25 亿元，去年同期亏损 347.4 万元；扣非归母净利润预计亏损 1.39 亿元--1.46 亿元，去年同期亏损 1518.13 万元。

博汇纸业：2022 年归母净利润预计盈利 2.21 亿元--2.90 亿元，YOY-83%--87%，扣非归母净利润预计盈利 1.99 亿元--2.68 亿元，YOY-84%--88%。其中 Q4 归母净利润预计亏损 3.23 亿元--3.92 亿元，去年同期亏损 2.11 亿元；扣非归母净利润预计亏损 4.11 亿元--4.42 亿元，去年同期亏损 2.1 亿元。

晨鸣纸业：2022 年归母净利润预计盈利 1.6 亿元--2 亿元，YOY-90.32%--92.25%，扣非归母净利润预计亏损 1.48 亿元--1.88 亿元，YOY-108.49%--110.78%。其中 Q4 归母净利润预计亏损 4057.59 万元--8057.59 万元，去年同期亏损 1.17 亿元；扣非归母净利润预计亏损 3.03 亿元--3.43 亿元，去年同期亏损 2.11 亿元。

中顺洁柔：激励对象首次授予 1566.50 万份股票期权，占公司股本总额 1.31%，行权价格为 9.48 元/股，和 2176.50 万股限制性股票，占公司股本总额 1.77%，授予价格为 6.32 元/股。自首次授予登记完成之日起 14 个月后至 24 个月内为第一次行权期和解禁期，比例均为 40%。公司董事长刘鹏，董事张扬分别获授 150 万股，公司董秘，财务总监和副总裁等管理层分别获授 30 万股到 110 万股不等。预计 2023 年产生财务成本为 2925.64 万元，2024 年为 1827.07 万元，2025 年为 786.51 万元。

王力安防：拟投资 1000 万元与杭州城智未来创业投资合伙企业（有限合伙），占投资标的总股份 6.4103%，主要从事创业投资。

山鹰国际：23 年 1 月国内造纸销量 22.84 万吨，yoy-51.86%，1 月国内造纸均价 3415.89 元/吨，yoy-13.90%。1 月包装纸销量 1.16 亿平方米，yoy-37.44%，1 月包装纸均价 3.52 元/

平方米，yoy-13.94%。

王子新材:拟非公开发行股票不超过 6398.56 万股,不超过发行前公司股本总数的 30%,共募集资金不超过 10.02 亿元。募集资金扣除发行费用后拟全部用于宁波新容薄膜电容器扩建升级项目、中电华瑞研发中心建设项目和补充流动资金。

2.3 造纸产业：本周国内废纸到厂平均价格走低

2.3.1 价格数据：国内废纸到厂平均价格走低

截至 2 月 3 日的原纸价格:箱板纸市场价 4396 元/吨 (周变化-8 元/吨,月变化-29 元/吨);瓦楞纸 3266 元/吨 (周变化+0 元/吨,月变化+7 元/吨);白板纸 4106 元/吨 (周变化+0 元/吨,月变化+0 元/吨);白卡纸 5200 元/吨 (周变化+0 元/吨,月变化-10 元/吨);铜版纸 5590 元/吨 (周变化+0 元/吨,月变化+0 元/吨);双胶纸 6688 元/吨 (周变化+38 元/吨,月变化+38 元/吨)。

截至 2 月 3 日的废纸价格:国内各地废纸到厂平均价格 1706 元/吨 (周变化-58 元/吨,月变化-198 元/吨)。

截至 2 月 2 日的纸浆价格:国际方面阔叶浆外商平均价 788 美元/吨 (周变化-54 美元/吨,月变化-54 美元/吨);针叶浆外商平均价 927 美元/吨 (周变化+0 美元/吨,月变化-8 美元/吨);纸浆期货方面,纸浆 2312 (SP2312) 2 月 3 日收 6278 (周变化+16 元/吨,涨跌幅+0.26%)。

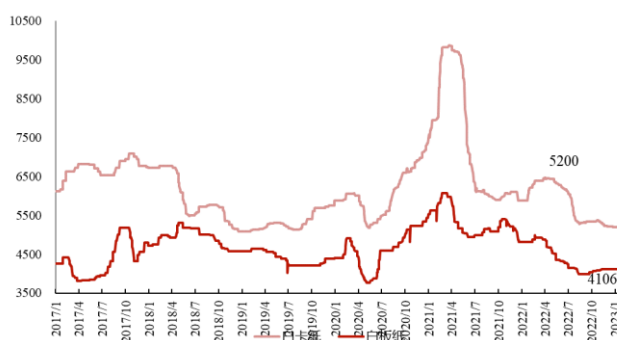
截至 1 月 19 日的溶解浆价格:溶解浆价格 7400 元/吨 (周变化+0 元/吨,月变化-200 元/吨);截至 2 月 3 日,粘胶长丝 43000 元/吨 (周变化+0 元/吨,月变化+0 元/吨);粘胶短纤 13100 元/吨 (周变化+200 元/吨,月变化+300 元/吨)。

图13: 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

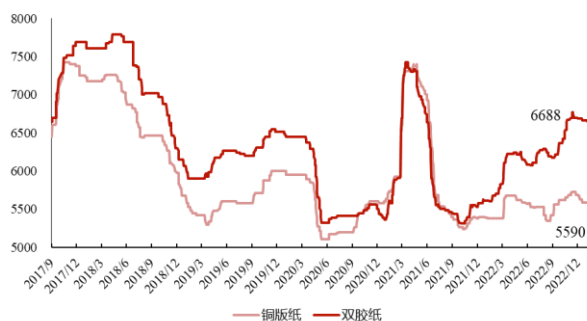
图14: 白卡、白板纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图15: 文化纸价格走势 (元/吨)

图16: 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17： 国废价格走势（元/吨）



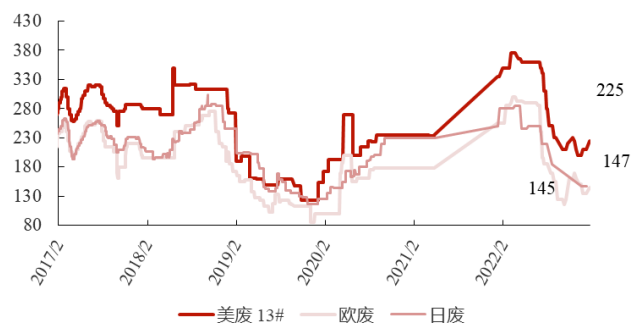
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图18： 外废价格走势（美元/吨）



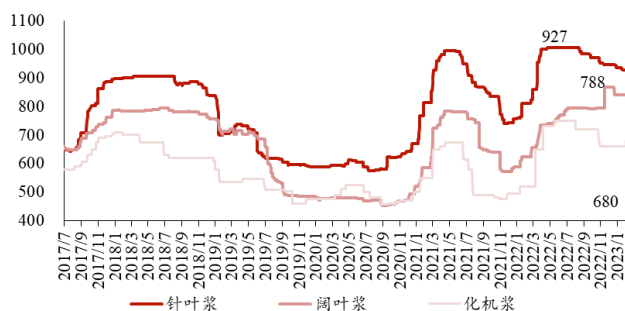
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图19： 针叶浆、阔叶浆、化机浆历史价格（美元/吨）



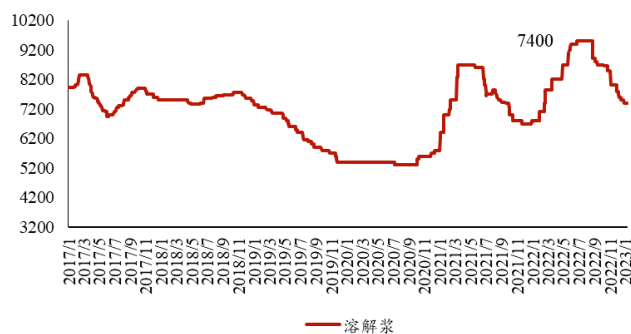
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图20： 溶解浆平均价格（元/吨）



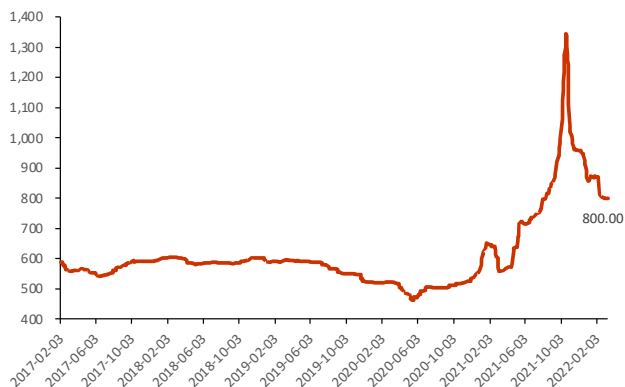
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图21： 国内主要地区煤炭平均价格（元/吨）

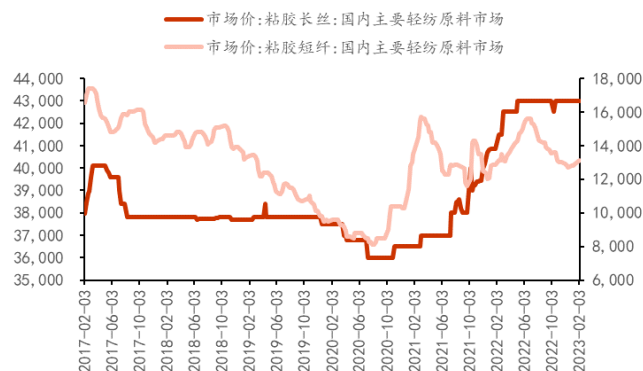


资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图22： 粘胶纤维市场价（元/吨）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



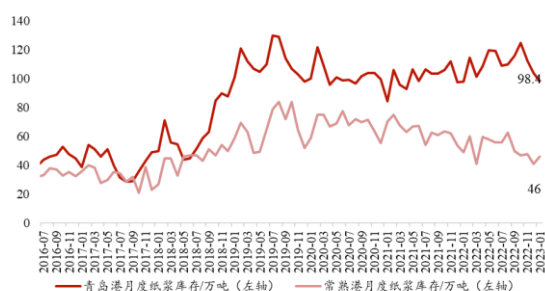
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3.2 库存数据: 原纸库存各有增减, 木浆库存减少

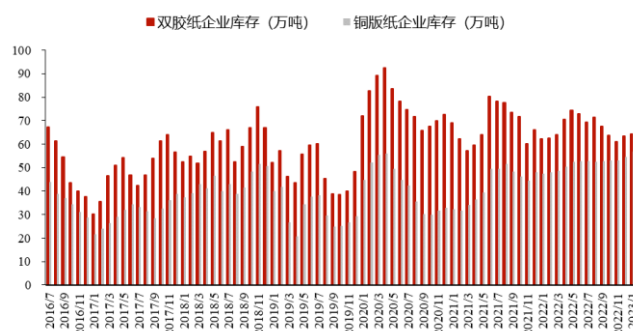
截至1月底, 国内主要港口青岛港、常熟港木浆合计库存 144.4 万吨, 环比减少 0.5 万吨。截至1月底, 双胶纸企业库存 64.29 万吨, 环比增加 0.78 万吨; 铜版纸企业库存 56.9 万吨, 环比增加 2.25 万吨。截至1月底, 瓦楞纸社会库存 123.74 万吨, 环比减少 1.36 万吨; 箱板纸社会库存 194.91 万吨, 环比减少 4.3 万吨; 截至1月底, 白卡纸社会库存 157 万吨, 环比减少 2 万吨。白板纸社会库存 106.8 万吨, 环比减少 7.9 万吨。

图23: 木浆库存情况(万吨, 天)

图24: 文化纸库存情况(万吨, 天)



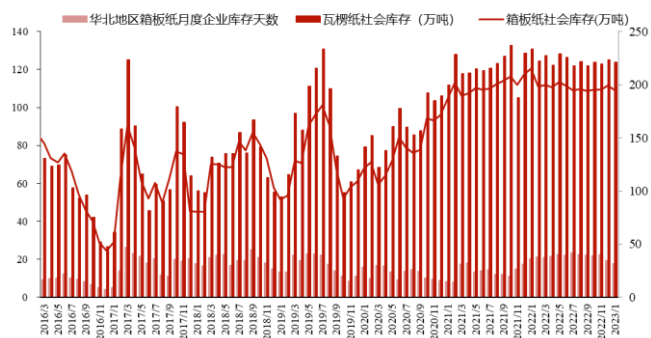
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所



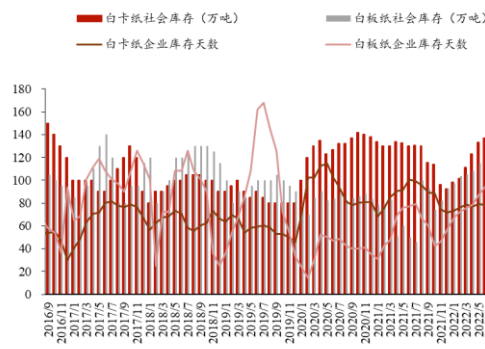
资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

图25: 箱板瓦楞纸库存情况(万吨, 天)

图26: 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

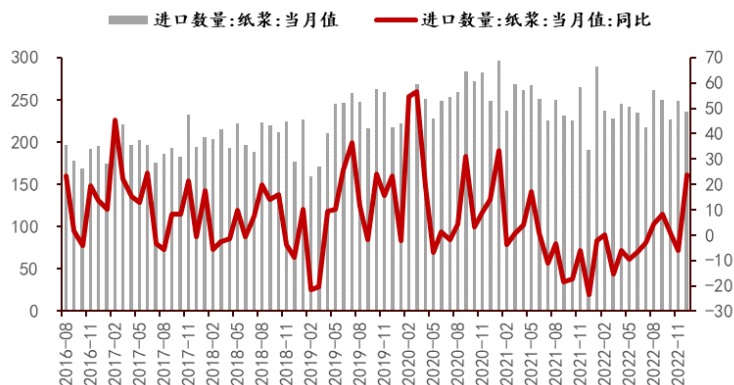


资料来源: 卓创资讯, 浙商证券研究所

2.3.3 贸易数据: 纸浆12月进口同比上升23.66%, 环比下降5.14%

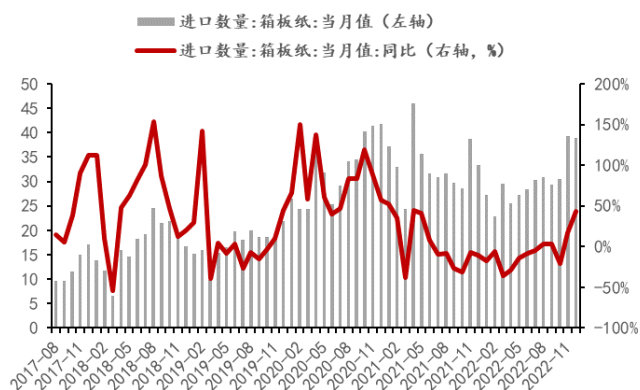
原材料方面，22 年 12 月进口纸浆 236.20 万吨，**同比上升 23.66%，环比下降 5.14%**；成品纸方面，22 年 12 月进口瓦楞纸 23.06 万吨，**同比上升 4.09%**；进口箱板纸 38.99 万吨，**同比上升 43.55%**。

图27： 纸浆月度进口量及同比（万吨，%）



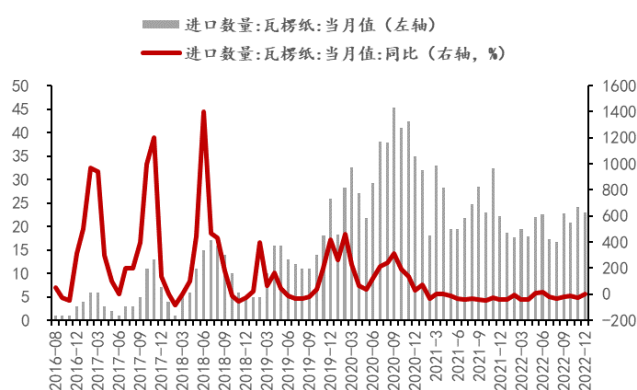
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图28： 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29： 瓦楞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

2.3.4 固定资产：造纸业 22 年 12 月固定资产投资完成额累计增速 8.30%

22 年 12 月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额的**累计增速 8.30%**。

图30: 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, %)



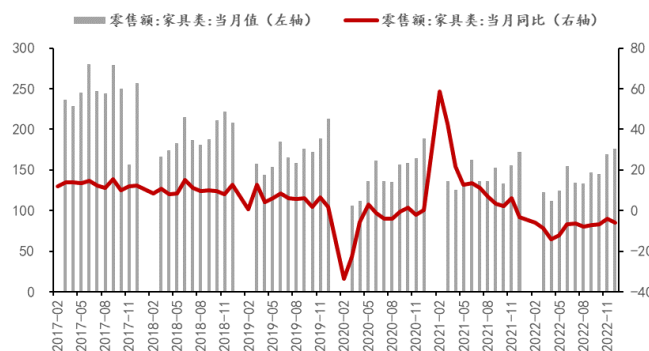
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4 家具产业: 社零数据公布, 12月家具零售额同比下降5.80%

2.4.1 销售数据: 22年12月家具零售额同比下降5.80%

22年12月家具零售额176.0亿元, 同比下降5.80%; 22年12月建材家居卖场销售额718.25亿元, 同比下降39.91%, 环比上升18.00%; 22年12月我国家具及零件累计出口销售额696.8亿美元, 累计同比下降5.3%。

图31: 全国家具当月零售额及同比 (亿元, %)



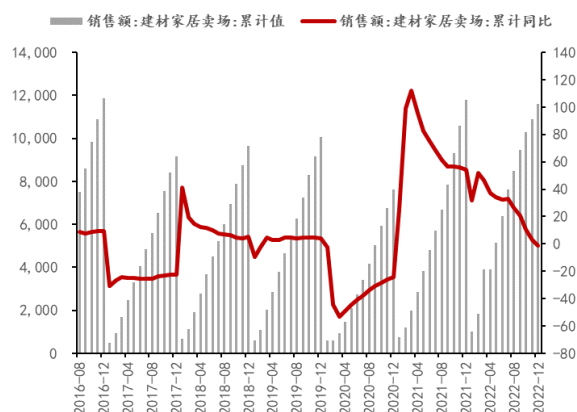
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图32: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)



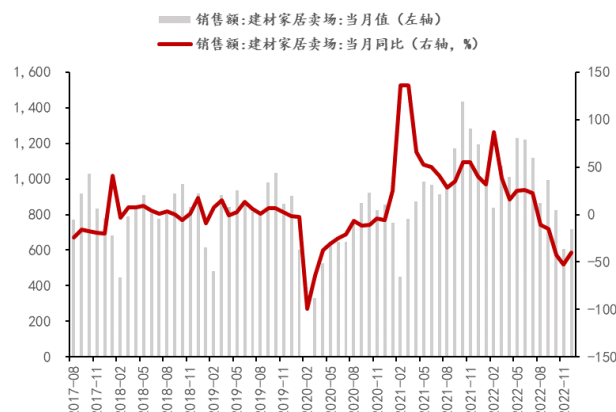
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图33: 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34: 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: 12月房屋新开工面积同比下降39.40%

截至22年12月, 房屋新开工面积累计12.06亿平方米, 同比下降39.40%; 商品房销售面积累计13.58亿平方米, 同比减少24.30%。截止23年1月, 30大中城市中一线城市(北京、上海、广州、深圳)成交20983套, 同比下降32.75%, 环比下降21.27%; 成交面积230.09万平, 同比下降31.40%, 环比下降20.20%; 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37236套, 同比下降45.17%, 环比下降43.37%; 成交面积465.18万平, 同比下降43.93%, 环比下降43.78%; 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18804套, 同比下降32.17%, 环比下降40.74%; 成交面积175.30万平, 同比下降38.76%, 环比下降45.91%。

图35: 房屋新开工面积累计值及同比(万平, %)



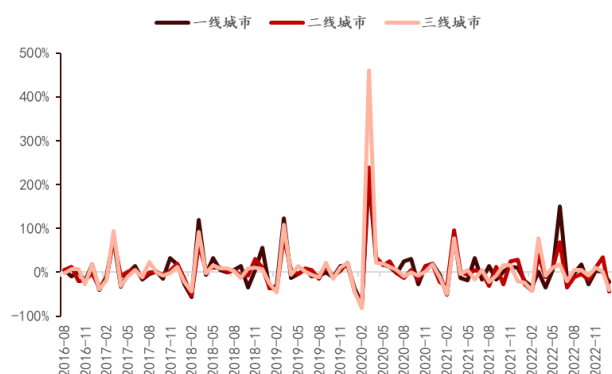
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图36: 商品房销售面积累计值及同比(万平, %)



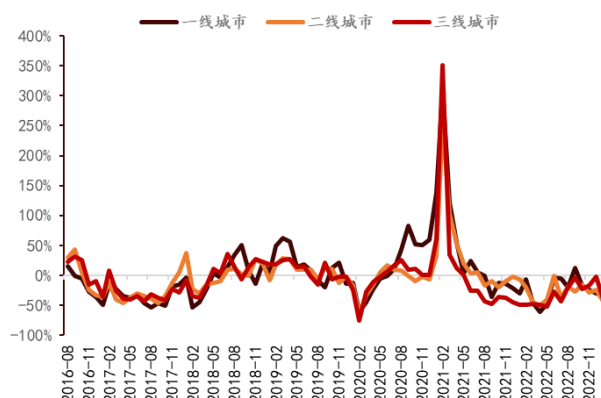
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图37: 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

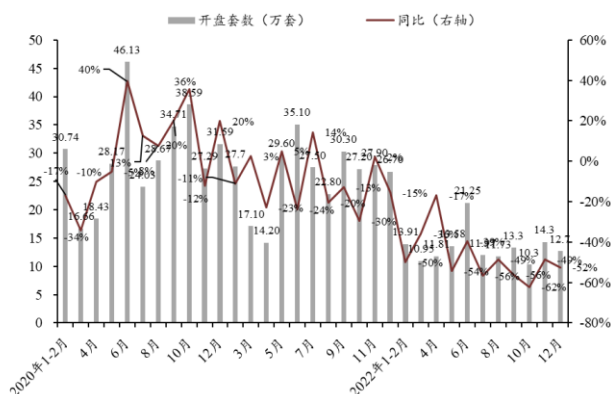
图38: 30大中城市商品房月度成交面积同比(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

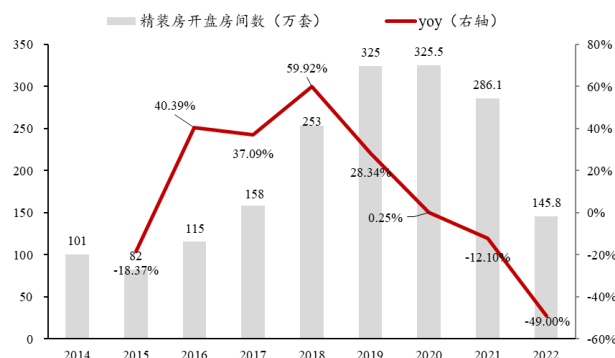
2022年1-12月,中国商品住宅精装项目新开盘累计数量2015个,同比-42.2%;开盘房间累计数量145.8万套,同比-49.0%。在市场结构方面,商品住宅开盘精装项目主要分布在华东、二线城市,占比分别为56.1%和61.4%。

图39: 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40: 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: 本周TDI、纯MDI走高

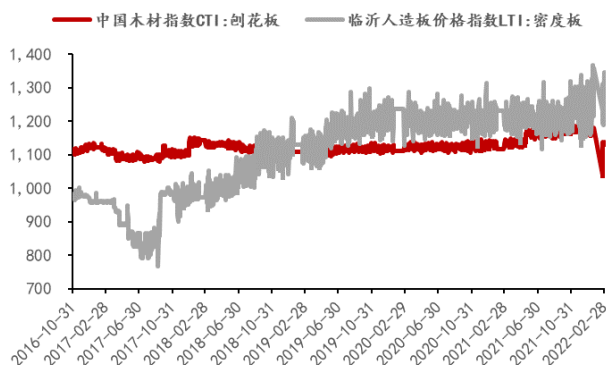
截至2月3日,软体家具TDI国内现货价20700元/吨(周变化+1200元/吨);截至2月3日,纯MDI现货价19400元/吨(周变化+1200元/吨)。

图41: 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42: 定制家具上游价格指数变化趋势



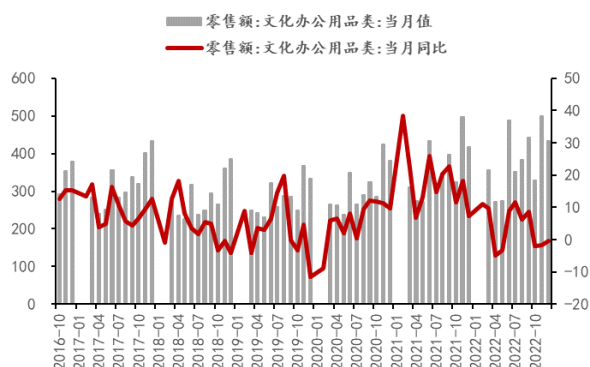
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5 必选消费&包装: 日用品类零售额 7,511 亿元, 同比下降 0.70%

2.5.1 文娱行业: 22 年 12 月办公用品零售额同比下降 0.30%

2022 年 12 月办公用品零售额同比下降 0.30%。

图43: 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44: 文教、工美、体育和娱乐用品营收(亿元, %)

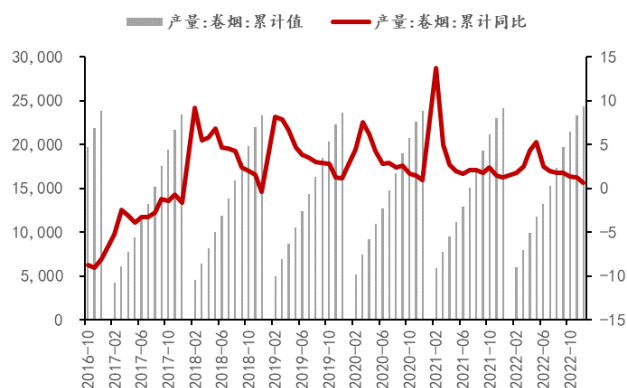


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5.2 烟草行业: 22 年 12 月卷烟产量累计同比上升 0.60%

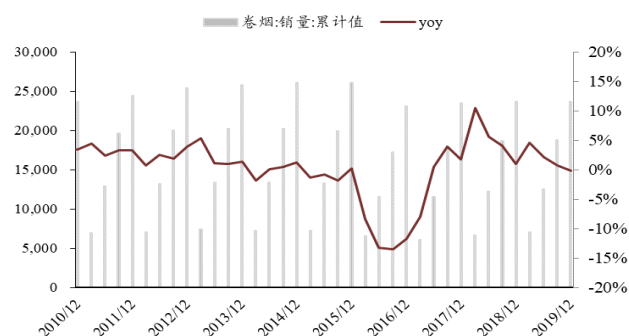
2022 年 12 月卷烟累计产量为 24,321.50 亿支, 累计同比上升 0.60%。

图45: 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46: 销量:卷烟:累计值及同比(亿支, %)



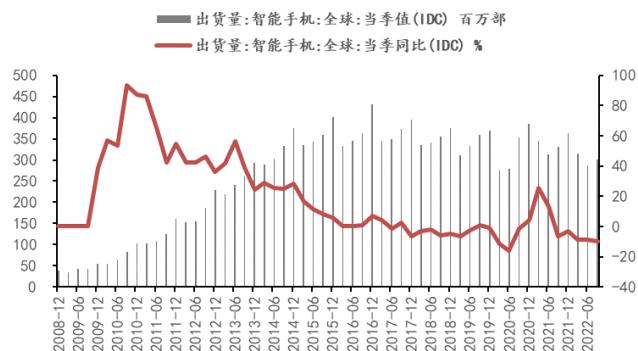
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5.3 消费类电子：22 年 11 月国内智能手机出货量同比下降 36.2%

2022 年 11 月国内智能手机出货量 2221.8 万部，同比下降 36.2%。

2022 年 Q3 全球智能手机出货量 3.02 亿部，同比下降 9.70%；全球平板电脑出货量 3860 万台，同比下降 8.80%；2022 年 Q3 全球 PC 出货量 7425 万台，同比下降 14.31%。

图47：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49：全球平板电脑出货量（百万部，%）



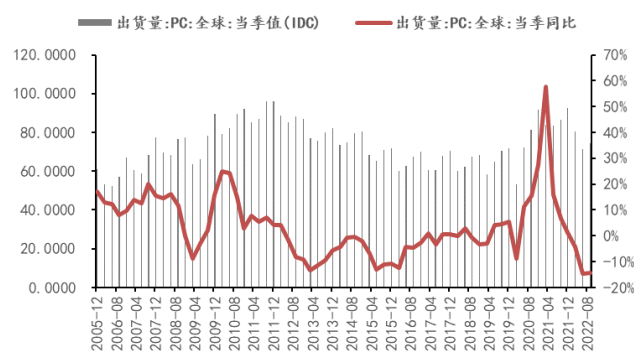
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图48：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50：全球PC出货量（百万部，%）

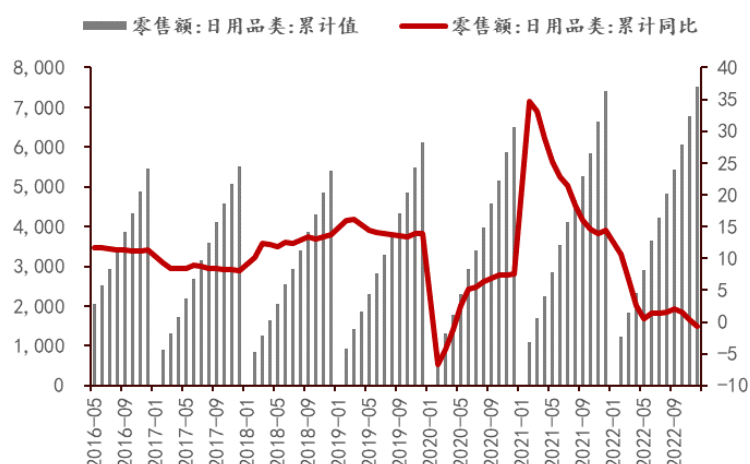


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.5.4 日用消费：22 年 12 月日用品类零售额 7511 亿元，累计同比下降 0.70%

2022 年 12 月限额以上批发零售业日用品类零售额 7511 亿元，累计同比下降 0.70%；2022 年 12 月啤酒产量 254.30 万千升，同比上升 8.50%；2022 年 12 月软饮料产量 1,380.40 万千升，同比上升 4.60%。

图51: 限额以上日用品当月零售额(亿元, %)



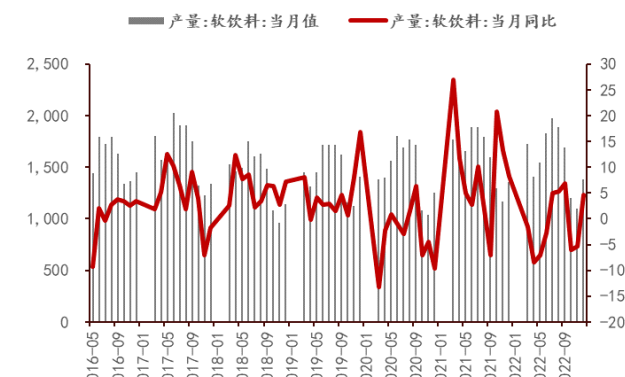
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图52: 全国啤酒月度产量(万千升, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图53: 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: 镀锡板、铝材走高

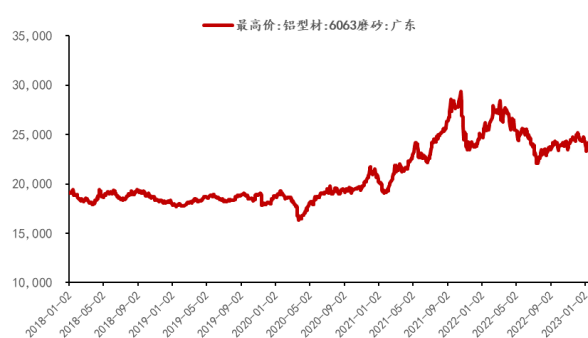
截至2023年2月3日, 镀锡板卷全国主流市场均价为6900元/吨(周变化+100元/吨), 截至2023年2月2日, 铝材日最高价为24850元/吨(周变化+190元/吨)。

图54: 镀锡板卷价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图55: 铝材价格走势(元/吨)

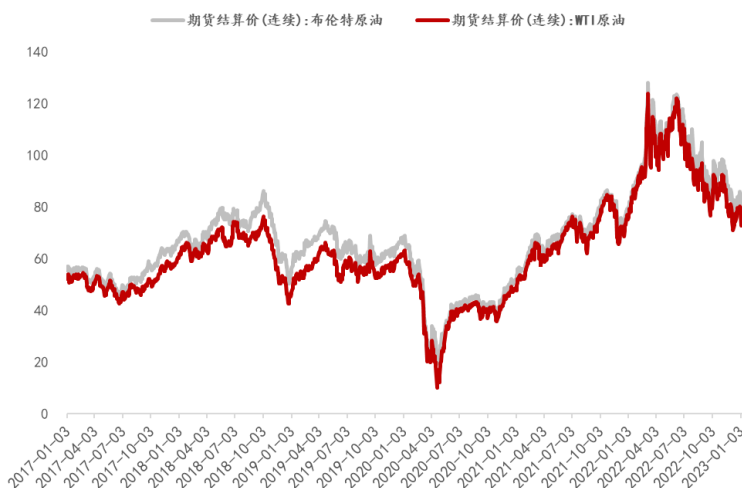


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.5.6 塑料包装：原油期货走低

截至 2023 年 2 月 3 日，BRENT 原油本周均价为 82.36 美元/桶（上周均价为 86.60 美元/桶，-4.89%），WTI 本周均价为 76.14 美元/桶（上周均价为 80.24 美元/桶，-5.12%）；截至 2023 年 2 月 3 日，聚氯乙烯(PVC)本周均价 6318.80 元/吨（上周均价为 6469.60 元/吨，-2.33%）；线型低密度聚乙烯(LLDPE)本周均价 8390.40 元/吨（上周均价为 8329.80 元/吨，+0.73%）。

图56： 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8： 下周股东大会一览表

代码	名称	会议日期	会议类型
002918.SZ	蒙娜丽莎	2023-02-06	临时股东大会
605099.SH	共创草坪	2023-02-06	临时股东大会

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 下周解禁公司情况一览

表9： 下周解禁公司一览表

代码	名称	解禁日期
603195.SH	公牛集团	2023-02-06
831445.BJ	龙竹科技	2023-02-06

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 板块估值情况一览

表10: 公司估值 (2月3日收盘价)

证券简称	总市值 亿元	2021 年净利润 (百万)	2021 年净利润 yoy	PE (2021A)	预测 2022 年 净利润 (百万)	预测 2022 年净利润 yoy	PE (2022A/E)
家具							
欧派家居	761.56	2665.59	29.2%	28.57	2721.35	2.1%	27.98
索菲亚	187.04	122.58	-89.7%	152.59	1025.58	736.7%	18.24
尚品宅配	44.56	89.70	-11.5%	49.68	213.44	137.9%	20.88
志邦家居	94.11	505.52	27.8%	18.62	607.14	20.1%	15.50
金牌厨柜	52.11	337.98	15.4%	15.42	417.96	23.7%	12.47
皮阿诺	39.06	-728.77	-473.0%	-5.36	281.27	-138.6%	13.89
好莱客	38.35	65.31	-76.4%	58.72	360.49	452.0%	10.64
麒盛科技	45.71	357.12	30.6%	12.80	436.70	22.3%	10.47
梦百合	53.77	-275.53	-172.8%	-19.52	417.02	-251.4%	12.89
顾家家居	348.81	1664.45	96.9%	20.96	1908.76	14.7%	18.27
喜临门	122.11	558.75	78.3%	21.85	614.93	10.1%	19.86
大亚圣象	50.91	595.13	-7.9%	8.55	661.05	11.1%	7.70
江山欧派	87.00	256.90	-43.7%	33.87	453.96	76.7%	19.17
帝欧家居	32.26	69.12	-87.8%	46.68	476.14	588.9%	6.78
坚朗五金	313.53	889.38	9.1%	35.25	1080.10	21.4%	29.03
曲美家居	42.47	177.91	71.3%	23.87	436.93	145.6%	9.72
美凯龙	253.45	2047.40	18.3%	12.38	2619.10	27.9%	9.68
东易日盛	30.00	77.54	-56.6%	38.68	159.50	105.7%	18.81
海鸥住工	31.31	85.62	-44.2%	36.57	242.52	183.3%	12.91
永艺股份	32.01	181.33	-22.0%	17.65	243.23	34.1%	13.16
好太太	53.53	300.22	13.0%	17.83	353.80	17.8%	15.13
慕思股份	145.92	686.44	28.0%	21.26	714.49	4.1%	20.42
造纸							
晨鸣纸业	153.75	2065.51	20.6%	7.44	1257.00	-39.1%	12.23
太阳纸业	319.99	2956.84	51.4%	10.82	2750.00	-7.0%	11.64
仙鹤股份	214.33	1016.67	41.8%	21.08	1279.00	25.8%	16.76
博汇纸业	107.48	1705.68	104.5%	6.30	756.00	-55.7%	14.22
山鹰纸业	122.79	1515.67	9.7%	8.10	-2233.00	-247.3%	-5.50
中顺洁柔	164.47	581.10	-35.9%	28.30	375.00	-35.5%	43.86
包装							
裕同科技	289.02	1017.22	-9.2%	28.41	1529.00	50.3%	18.90
劲嘉股份	113.85	1019.74	23.8%	11.16	1264.67	24.0%	9.00
集友股份	58.69	136.89	90.7%	42.87	254.25	85.7%	23.08
东风股份	82.93	785.05	43.4%	10.56	823.27	4.9%	10.07
合兴包装	41.12	218.35	-24.7%	18.83	305.24	39.8%	13.47
奥瑞金	129.18	905.12	27.9%	14.27	889.13	-1.8%	14.53
永新股份	51.88	315.91	4.3%	16.42	364.82	15.5%	14.22
上海艾录	38.52	144.71	30.4%	26.62	180.05	24.4%	21.39
昇兴股份	54.81	170.50	1059.3%	32.14	286.00	59.9%	19.16

文具&其他							
晨光文具	521.86	1517.87	20.9%	34.38	1383.00	-8.9%	37.73
齐心集团	53.88	-562.26	-380.0%	-9.58	229.38	-140.8%	23.49
盈趣科技	151.18	1093.06	5.2%	13.83	1270.29	16.2%	11.90
豪悦护理	76.65	362.67	-39.8%	21.14	363.77	0.3%	21.07
百亚股份	76.94	227.92	24.9%	33.76	188.10	-17.5%	40.91
可靠股份	37.00	39.75	-81.4%	93.09	92.76	133.4%	39.89
浙江自然	48.71	219.51	37.2%	22.19	251.14	14.4%	19.40
久祺股份	42.69	205.21	30.7%	20.81	296.54	44.5%	14.40
玉马遮阳	33.06	140.32	29.9%	23.56	170.77	21.7%	19.36
明月镜片	90.60	82.09	17.3%	110.36	131.24	59.9%	69.03
中宠股份	70.85	115.62	-14.3%	61.28	156.00	34.9%	45.42
港股							
敏华控股	349.14	2247.49	16.8%	15.53	2502.42	11.3%	13.95
玖龙纸业	322.36	7101.14	-0.5%	4.54	5421.71	-23.7%	5.95
理文造纸	151.70	3122.84	-11.4%	4.86	3939.00	26.1%	3.85
维达国际	251.48	1638.36	-12.6%	15.35	706.04	-56.9%	35.62
恒安国际	445.09	3273.60	-28.8%	13.60	3382.91	3.3%	13.16
中粮包装	49.99	462.50	18.8%	10.81	521.50	12.8%	9.59
泡泡玛特	340.30	854.34	63.2%	39.83	976.83	14.3%	34.84
思摩尔国际	683.19	5286.97	35.8%	12.92	2639.00	-50.1%	25.89
时代天使	211.18	285.85	89.4%	73.88	365.39	27.8%	57.79

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、原材料价格上涨
- 4、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“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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

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

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。

未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>