

轻工制造 2024 年投资策略

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

布局长跑冠军，把握国货机遇

核心观点：

展望 2024 年，轻工行业依然充满挑战，长跑冠军领先优势愈发明显：1) 24 年竣工承压，看好家居龙头“苦练内功”，通过整装化、多角度截取流量改善竞争格局，存量房更新带动智能家居渗透率提升；2) 消费需求逐步回暖有望拉动造纸产业链景气度改善，龙头纸企盈利能力有望修复；3) 国货品牌成为消费者首选，抓住细分领域市占率持续提升的国货品牌投资机会。

家居：行业弱复苏，龙头集中度有望提升

2023 年家居板块整体估值经历三轮上下波动，与地产和业绩高度相关。2024 年竣工端承压或将制约家居业绩，老旧小区改造有望成为家装需求发力点，同时消费信心逐渐恢复，预计国内将呈弱复苏状态。海外去库存基本结束，海外工厂正式投产推动外销增长。整装化趋势持续，头部综合优势驱动集中度提升；电商、门店布局多角度截取流量成为未来发展关键。智能坐便器契合存量房卫浴改造场景，看好智能家居更新需求和渗透率提升逻辑。

造纸：需求回暖，景气度有望震荡上行

木浆回归产能扩张周期，纸企成本端有望持续改善；纸业整体盈利能力已经触及历史低点，后续有望震荡上行。从细分纸种来看，文化纸由于有党政以及教材教辅等刚需需求支撑，纸价相对更为稳定；白卡纸同样进入供给扩张周期，短期供需失衡的压力大；而箱板瓦楞纸的产能扩张周期进入尾声，供需关系逐步改善，价格有望逐步回升，盈利能力有望得到修复。特种纸方面，装饰原纸等部分细分赛道景气度较高，龙头份额持续提升。

日用消费：优质国货品牌市占率有望提升

在经济腾飞和文化赋能双重作用下，以 90 后和 00 后为代表的年轻人对国家和民族有着强烈认同感和高度的文化自信，国货品牌认可度持续提升。国货品牌也通过提升自身产品力，抓住中国消费者痛点，逐步形成了竞争优势；同时兴趣电商等新兴渠道赋能国货品牌，给予其弯道超车的机会。

投资建议：维持行业“强于大市”评级。

1) 家居：看好行业集中度提升背景下综合 α 优势较强的传统家居龙头，建议关注欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居和敏华控股；智能家居建议关注瑞尔特、箭牌家居、好太太和王力安防。2) 造纸：文化纸建议关注攻守兼备的行业龙头太阳纸业；黑纸建议关注产能优势明显的玖龙纸业和山鹰国际；特种纸优选细分赛道龙头和转型潜力标的如华旺科技、仙鹤股份、冠豪高新和齐峰新材。3) 日用消费品：建议关注优质国货品牌如登康口腔、明月镜片、百亚股份和晨光股份等。

风险提示：宏观经济增速放缓导致居民收入预期复苏不达预期的风险；地产销售、竣工数据不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险。

相对大盘走势



作者

分析师：管泉森
 执业证书编号：S0590523100007
 邮箱：guanqs@glsc.com.cn
 分析师：孙珊
 执业证书编号：S0590523110003
 邮箱：sunshan@glsc.com.cn
 分析师：戚志圣
 执业证书编号：S0590523120002
 邮箱：qizhsh@glsc.com.cn

相关报告

1、《轻工制造：需求复苏带动，行业或迎业绩拐点》2023.02.08
 2、《轻工制造：轻工制造 2023 年度策略》2023.01.19

正文目录

1. 2023 年轻工板块行情回顾	4
1.1 轻工跑赢大盘，印刷表现优异	4
1.2 2023 年 Q3 基金持股环比下行	5
2. 家居：行业弱复苏，集中度有望提升	7
2.1 家居：行业弱复苏，政策托底存量成主需	7
2.2 展望：龙头集中度提升，智能化前景广阔	11
3. 造纸：需求回暖，景气度震荡上行	13
3.1 回顾：木浆回归扩张周期，纸业触及低点	13
3.2 造纸：估值历史底部，龙头盈利趋于稳定	15
3.3 细分：文化纸供需弱平衡，黑纸盈利望修复	16
3.4 展望：文化纸盈利稳定，包装纸静待拐点	23
4. 日用消费：国货品牌市占率有望提升	24
4.1 趋势：国强造就归属需求，国货蔚然成风	24
4.2 渠道：国牌电商弯道超车，解决消费痛点	25
4.3 展望：文化自信赋能，优质国货崛起	27
5. 包装：下游消费需求逐步回暖	28
5.1 无菌包装：国产替代大有可为	28
6. 投资建议：维持行业“强于大市”评级	29
6.1 家居：智能家居渗透率提升	29
6.2 造纸：优中选优看好长跑冠军	29
6.3 日用消费品：把握国货消费新势力	29
6.4 包装：和优质客户共生长	30
7. 风险提示	30

图表目录

图表 1：轻工制造板块年初至今上涨 3.44% (%)	4
图表 2：印刷板块表现优异，大宗纸板块其次 (%)	4
图表 3：SW 轻工制造跑赢沪深 300 指数 4.54pct	4
图表 4：2023 年轻工板块涨幅居前个股 (%)	4
图表 5：轻工板块主要上市公司经营数据以及估值一览	5
图表 6：2023Q3 轻工板块基金重仓持股比例环比下降	5
图表 7：轻工子行业中家居造纸增配、文娱减配	5
图表 8：2023Q3 末轻工板块基金重仓市值前 15 名标的一览	6
图表 9：轻工板块重要标的北上南下资金持股变化	6
图表 10：2023 年家居板块估值 (PE-TTM) 与地产和业绩高度相关	7
图表 11：2023 年竣工同比增长，新开工和销售疲软	8
图表 12：九城二手房住宅成交面积同比增长 (平方米)	8
图表 13：2018-2023E 存量房是装修市场主力需求	8
图表 14：2035 年改善需求占比将达 57% (亿平方米)	8
图表 15：近三年全国新开楼盘项目套数下滑幅度较大	9
图表 16：新开盘精装修规模呈双位数下滑	9
图表 17：2023 年房地产相关政策汇总	9
图表 18：2023M10 中国家具类零售额累计+2.9%	11
图表 19：2023M10 家具及零部件出口累计同比-8.5%	11
图表 20：2019-2023E 整装规模及渗透率不断提升	11
图表 21：整装成为消费者最青睐的装修模式	11

图表 22:	欧派推出 699、29800 套餐	12
图表 23:	欧派整装大家居持续发力	12
图表 24:	家居企业优化和扩店并行以恢复渠道盈利水平	12
图表 25:	2023 年智能家居设备市场规模双位数增长	13
图表 26:	智能家居设备精装修配套率仍有发展空间	13
图表 27:	国内木浆价格走势 (元/吨)	14
图表 28:	外盘木浆价格走势 (美元/吨)	14
图表 29:	造纸工业生产者出厂价格指数于 2023.08 触及历史低点	15
图表 30:	造纸行业估值处于历史底部	15
图表 31:	造纸行业 PB-Band	15
图表 32:	A 股造纸板块主要上市公司财务情况&估值情况	16
图表 33:	全球新增商品浆产能统计 (截至 2023.12.08)	17
图表 34:	中国纸浆港口库存 (万吨)	17
图表 35:	文化纸价格走势 (元/吨)	18
图表 36:	中国非涂布文化纸市场格局持续好转 (万吨)	18
图表 37:	文化纸新增产能统计 (万吨, 截至 2023.12.08)	18
图表 38:	太阳纸业 PB-Band	19
图表 39:	白卡纸价格走势 (元/吨)	20
图表 40:	中国白卡纸市场格局高度集中 (万吨)	20
图表 41:	白卡纸新增产能统计 (万吨, 截至 2023.12.08)	20
图表 42:	箱板纸价格走势 (元/吨)	21
图表 43:	瓦楞纸价格走势 (元/吨)	21
图表 44:	箱板瓦楞纸新增产能统计 (万吨, 截至 2023.12.08)	22
图表 45:	玖龙纸业 PB-Band	22
图表 46:	山鹰国际 PB-Band	22
图表 47:	2022 年中国 GDP 突破 120 万亿元	25
图表 48:	2022 年人均可支配收入突破 3 万元	25
图表 49:	90 后和 00 后国家荣誉感强 (单位: %)	25
图表 50:	90 后和 00 后国家认同感强 (单位: %)	25
图表 51:	消费者在日用百货领域偏好国产知名品牌 (%)	26
图表 52:	全域兴趣电商的架构	26
图表 53:	冷酸灵医研抗敏牙膏&牙齿脱敏剂	27
图表 54:	明月“轻松控 Pro”青少年近视管理镜片	27
图表 55:	日用消费品主要上市公司财务数据&估值情况	28
图表 56:	2016-2021 中国软饮料和液态奶产量	29
图表 57:	2017-2021 中国无菌包装消费量快速提升	29

图表5：轻工板块主要上市公司经营数据以及估值一览

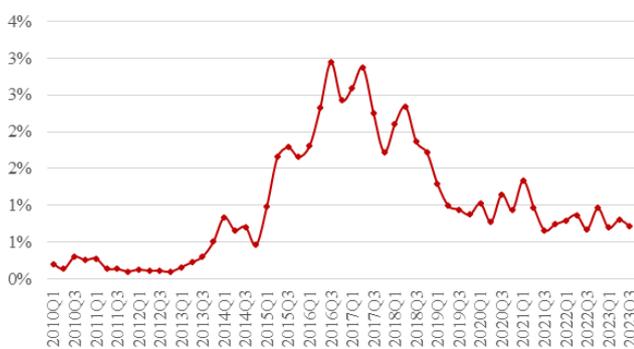
板块	股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	营收			营收同比增速			净利润			净利润同比增速			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
家居	603833.SH	欧派家居*	415.02	240.05	272.79	309.33	6.8%	13.6%	13.4%	30.90	35.36	40.46	14.9%	14.4%	14.4%	13.4	11.7	10.3
	603816.SH	顾家家居*	295.06	198.57	228.26	260.80	10.3%	15.0%	14.3%	20.62	23.98	27.74	13.8%	16.3%	15.7%	14.3	12.3	10.6
	603801.SH	志邦家居*	73.69	61.84	71.36	82.20	14.7%	15.4%	15.2%	6.20	7.23	8.36	15.6%	16.5%	15.6%	11.9	10.2	8.8
	605268.SH	王力安防*	43.25	28.06	34.90	42.32	27.4%	24.4%	21.2%	1.64	2.45	3.15	481.2%	49.7%	28.6%	26.4	17.6	13.7
	603208.SH	江山欧派*	55.37	40.59	49.17	57.91	26.5%	21.1%	17.8%	4.01	4.92	5.95	234.2%	22.9%	20.8%	13.8	11.2	9.3
	603313.SH	梦百合*	55.29	83.05	95.87	110.25	3.6%	15.4%	15.0%	2.53	4.35	5.95	512.4%	71.6%	36.9%	21.8	12.7	9.3
	001322.SZ	箭牌家居*	116.41	80.82	92.57	105.73	7.6%	14.5%	14.2%	5.61	6.84	8.23	-5.4%	21.9%	20.3%	20.7	17.0	14.1
	002790.SZ	瑞尔特*	46.30	22.88	27.08	31.78	16.8%	18.3%	17.3%	2.53	3.03	3.61	20.1%	19.8%	19.1%	18.3	15.3	12.8
	603848.SH	好太太*	62.77	16.68	19.95	23.51	20.7%	19.6%	17.9%	3.25	3.93	4.66	48.5%	21.0%	18.7%	19.3	16.0	13.5
	002078.SZ	太阳纸业*	328.10	402.79	440.65	471.31	1.3%	9.4%	7.0%	30.48	36.07	41.08	8.5%	18.3%	13.9%	10.8	9.1	8.0
造纸	600567.SH	山鹰国际*	91.20	346.64	395.37	444.60	1.9%	14.1%	12.5%	1.96	10.64	15.20	108.7%	442.1%	42.9%	46.5	8.6	6.0
	600963.SH	岳阳林纸*	110.52	104.36	114.75	131.35	6.7%	10.0%	14.5%	6.10	7.82	9.20	-0.8%	28.0%	17.7%	18.1	14.1	12.0
	600966.SH	博汇纸业*	85.29	193.47	219.55	248.72	5.4%	13.5%	13.3%	2.18	9.29	11.89	-4.2%	325.2%	28.1%	39.0	9.2	7.2
	603733.SH	仙鹤股份*	120.44	87.01	112.56	137.61	12.4%	29.4%	22.3%	6.47	10.76	13.83	-8.9%	66.4%	28.6%	18.6	11.2	8.7
	605377.SH	华旺科技*	61.39	40.01	46.52	56.52	16.4%	16.3%	21.5%	5.71	6.75	8.05	22.1%	18.3%	19.3%	10.8	9.1	7.6
包装	002831.SZ	裕同科技*	240.26	161.88	187.94	216.72	-1.1%	16.1%	15.3%	15.17	17.91	20.94	1.9%	18.1%	16.9%	15.8	13.4	11.5
	301296.SZ	新巨丰*	46.07	18.82	23.62	29.24	17.0%	25.5%	23.8%	1.88	2.80	3.49	11.0%	48.8%	24.8%	24.5	16.5	13.2
	601968.SH	宝钢包装*	59.94	90.88	99.47	110.95	6.4%	9.5%	11.5%	2.92	3.39	3.79	8.9%	15.8%	12.1%	20.5	17.7	15.8
日用消费	603899.SH	晨光股份*	347.57	239.39	287.03	339.52	19.7%	19.9%	18.3%	15.81	19.13	22.70	23.3%	21.0%	18.7%	22.0	18.2	15.3
	001328.SZ	登康口腔*	48.36	14.44	16.67	19.31	9.9%	15.4%	15.8%	1.51	1.81	2.12	12.3%	19.4%	17.2%	32.0	26.8	22.9
	301101.SZ	明月镜片*	77.14	7.65	9.36	11.31	22.8%	22.3%	20.9%	1.68	2.12	2.66	23.3%	26.1%	25.7%	45.9	36.4	29.0
	003006.SZ	百亚股份*	66.08	20.36	25.04	30.37	26.3%	23.0%	21.3%	2.52	3.13	3.85	34.7%	24.1%	23.1%	26.2	21.1	17.1
	002511.SZ	中顺洁柔*	138.39	97.46	108.78	119.83	13.7%	11.6%	10.2%	4.07	5.75	7.04	16.4%	41.2%	22.4%	34.0	24.1	19.7
	300888.SZ	稳健医疗*	222.95	91.63	104.83	118.44	-19.3%	14.4%	13.0%	24.00	13.90	16.29	45.4%	-42.1%	17.2%	9.3	16.0	13.7

资料来源：Wind、国联证券研究所整理（截止 2023/12/8，带*的公司盈利预测为 Wind 一致预期）

1.2 2023 年 Q3 基金持股环比下行

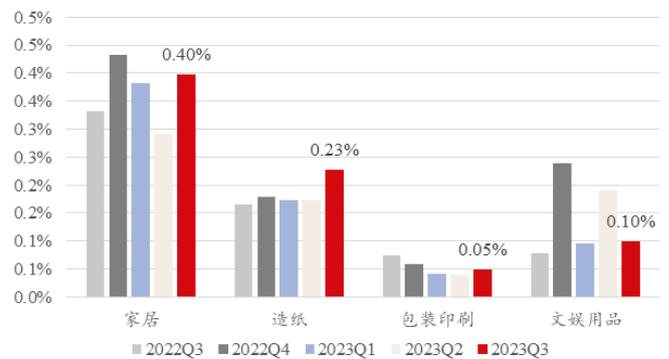
2023 年 Q3，轻工板块基金重仓持股比例环比-0.08pct 至 0.72%，前值为+0.10pct 至 0.80%。从细分赛道来看，表现出家居造纸增配、文娱减配的情况，造纸(环比+0.44pct，下同)、家居(+0.05pct)、包装印刷(+0pct)、文娱用品(-0.19pct)、其他轻工(+0.01pct)。个股里面，环比加仓前五的分别为公牛集团(+0.06pct)/太阳纸业(+0.04pct)/索菲亚(+0.02pct)/瑞尔特(+0.02pct)/欧派家居(+0.02pct)。

图表6：2023Q3 轻工板块基金重仓持股比例环比下降



资料来源：Wind、国联证券研究所整理

图表7：轻工子行业中家居造纸增配、文娱减配



资料来源：Wind、国联证券研究所整理

图表8：2023Q3 末轻工板块基金重仓市值前 15 名标的一览

	持股数量 (亿股)	持股总市值 (亿元)	重仓持股比例	重仓市值占比变动	重仓基金数量	重仓基金数量变动
太阳纸业	3.40	41.65	0.21%	0.04%	43	18
欧派家居	0.22	20.63	0.10%	0.02%	50	16
公牛集团	0.13	13.79	0.07%	0.06%	18	4
顾家家居	0.32	12.81	0.06%	0.00%	55	7
晨光股份	0.31	11.33	0.06%	-0.10%	18	-13
志邦家居	0.49	11.31	0.06%	-0.01%	29	-3
裕同科技	0.31	7.69	0.04%	0.01%	11	-1
索菲亚	0.34	6.45	0.03%	0.02%	26	9
泡泡玛特	0.27	5.81	0.03%	0.01%	9	4
瑞尔特	0.38	4.74	0.02%	0.02%	15	10
江山欧派	0.13	4.61	0.02%	0.01%	13	5
明月镜片	0.08	2.88	0.01%	0.01%	14	-2
华旺科技	0.09	2.02	0.01%	0.01%	30	27
敏华控股	0.28	1.38	0.01%	0.00%	7	3
博汇纸业	0.18	1.20	0.01%	0.00%	4	2

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

年初至今，北上资金主要增持个股为渗透率有望持续提升的智能家居板块的箭牌家居、好太太，基本面好转的出口链板块中的梦百合、致欧科技，以及日用消费品中市占率持续提升的百亚股份和登康口腔。南下资金则主要增持了估值处于历史底部，未来潜在弹性大的玖龙纸业和理文造纸。

图表9：轻工板块重要标的北上南下资金持股变化

北上资金持股占A股标的自由流通股比例							
	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/29	2023/12/8	2023年至今变化
欧派家居	20.68%	17.82%	19.14%	16.62%	14.49%	12.57%	-5.24%
顾家家居	9.64%	9.69%	10.07%	11.89%	10.96%	9.58%	-0.11%
志邦家居	3.62%	5.60%	6.27%	5.16%	6.35%	2.74%	-2.86%
索菲亚	16.85%	21.72%	25.51%	20.41%	23.66%	19.87%	-1.85%
江山欧派	1.36%	1.25%	0.74%	3.81%	5.10%	3.86%	+2.60%
箭牌家居	0.00%	0.00%	1.42%	12.76%	11.28%	6.11%	+6.11%
好太太	0.00%	0.00%	0.00%	2.37%	1.48%	2.43%	+2.43%
梦百合	1.13%	0.56%	0.68%	1.18%	5.22%	4.64%	+4.09%
致欧科技	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.91%	4.95%	+4.95%
太阳纸业	3.90%	3.42%	3.26%	2.94%	2.85%	3.89%	+0.47%
山鹰国际	1.76%	1.83%	1.79%	2.17%	1.48%	1.37%	-0.46%
博汇纸业	1.03%	4.35%	2.76%	1.85%	2.19%	2.28%	-2.07%
晨光股份	18.91%	20.75%	24.61%	19.93%	15.60%	12.92%	-7.83%
百亚股份	0.95%	0.31%	2.71%	4.60%	12.01%	10.53%	+10.22%
登康口腔	0.00%	0.00%	0.00%	0.71%	1.08%	1.20%	+1.20%
中顺洁柔	7.40%	7.51%	8.69%	7.87%	5.94%	6.88%	-0.63%
明月镜片	0.00%	0.00%	1.14%	1.77%	0.67%	0.64%	+0.64%

南下资金持股占港股标的流通股比例							
	2022/9/30	2022/12/30	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/29	2023/12/8	2023年至今变化
敏华控股	20.33%	20.27%	17.70%	16.20%	16.59%	16.75%	-3.52%
玖龙纸业	2.41%	4.19%	5.19%	6.59%	8.55%	9.11%	+4.92%
理文造纸	1.44%	1.58%	2.16%	4.20%	5.15%	5.64%	+4.06%
恒安国际	1.76%	1.72%	1.89%	1.81%	2.33%	2.48%	+0.76%
维达国际	1.18%	1.08%	1.80%	1.67%	1.53%	1.25%	+0.17%

资料来源：Wind、国联证券研究所整理（截止 2023/12/8）

2. 家居：行业弱复苏，集中度有望提升

2.1 家居：行业弱复苏，政策托底存量成主需

2023 年家居板块整体估值经历三轮涨跌波动，与宏观地产政策和业绩表现高度相关。2023 年 1-3 月，地产需求集中得到释放，现房销售同比提升 20+%，市场预期处于高位，带动整体家居板块估值上行；3-6 月现房销售累计同比涨幅收窄，二手房成交面积环比下降，实际需求低于年初预期，叠加新开工持续疲弱，家居板块估值走低。5-7 月东鹏控股等个股业绩增长驱动瓷砖地板估值上行，8 月底认房不认贷及限购放宽政策陆续出台，家居整体估值走高，但后续受政策催化略低于预期影响，叠加市场对 2024 年地产的悲观情绪扰动，估值又有所回落。地产情绪已经有所消化，当前家居估值维持相对稳定状态。

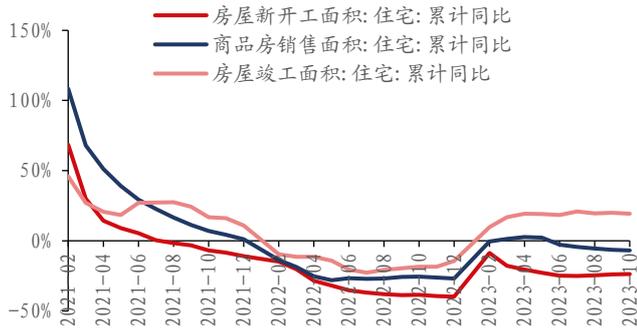
图表10：2023 年家居板块估值（PE-TTM）与地产和业绩高度相关



资料来源：Wind，国联证券研究所

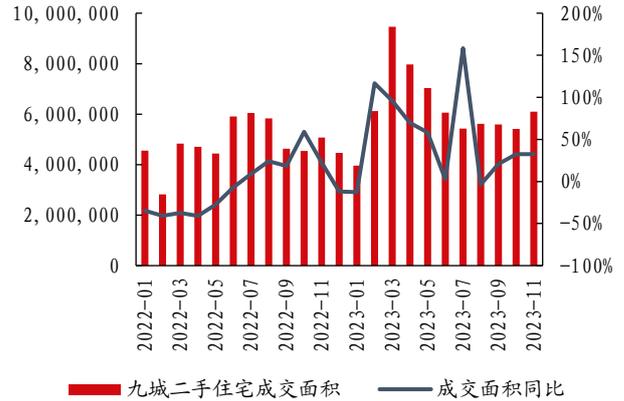
保交楼及限购政策的放开使得 2023 年竣工端及现房销售端同比增长，但新开工和期房销售自 2022 起持续疲软，开工传导至竣工以 2 年时间计算，预计 2024 年竣工情况有所承压。保交楼政策支持下竣工累计面积自 2023 年起持续保持同比增长趋势。但受制于经济环境和需求低迷，居民购房信心降至低位，商品房销售面积延续下滑。近期“认房不认贷”及限购政策放开，使居民刚性和改善性住房需求得到一定满足，2023 年现房销售累计面积维持同比双位数增长，但新开工面积和期房销售自 2022 年起便持续下滑，假设开工传导至竣工需要 2 年时间，那么尽管保交楼能够呈现一定缓冲作用，预计 2024 年竣工情况会有所承压。

图表11: 2023年竣工同比增长, 新开工和销售疲软



资料来源: Wind, 国联证券研究所

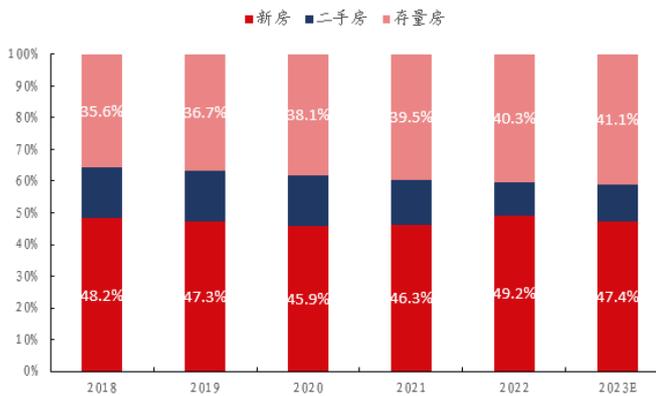
图表12: 九城二手房住宅成交面积同比增长(平方米)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

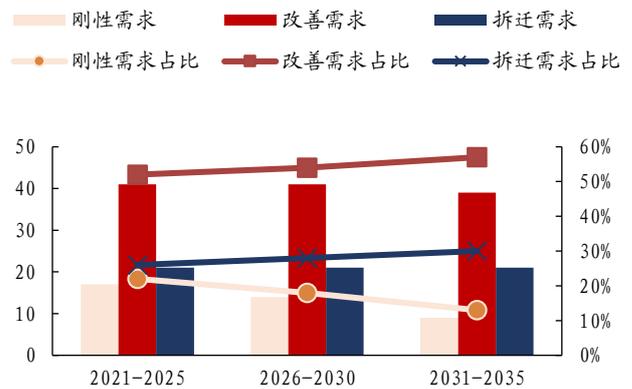
新房市场增长萎靡以及近年来装修习惯的改变使得精装修规模下滑, 存量房改善成为装修市场主力需求。我国家装市场结构以新房和存量房为主。自2019年起新房需求走低导致宅地成交量下滑, 传导至前端, 新开盘项目套数也呈下降趋势。据奥维地产大数据, 2023上半年新开盘1663个项目, 合计121.19万套, 同比下跌32.6%。精装修规模从2019年326万套已经下降至2023H1的38万套, 同比2022H1下滑45%。精装率也维持在35%左右不再提升。未来存量房将成为家装主要市场, 据贝壳研究院预计, 未来15年我国改善性需求将不断提升, 2035年占比将达到57%。

图表13: 2018-2023E 存量房是装修市场主力需求



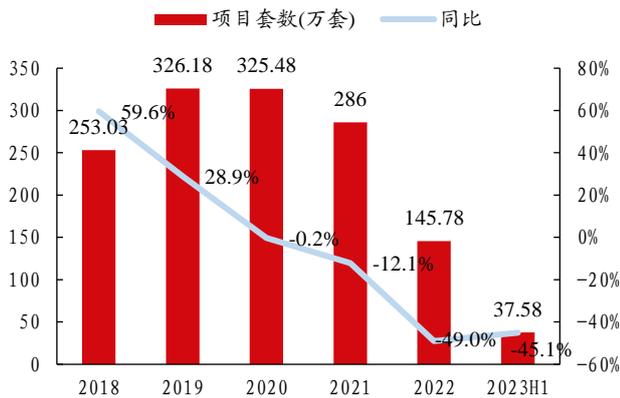
资料来源: 奥维云网《2023年中国房地产精装修暨家装生态白皮书》, 国联证券研究所

图表14: 2035年改善需求占比将达57%(亿平方米)



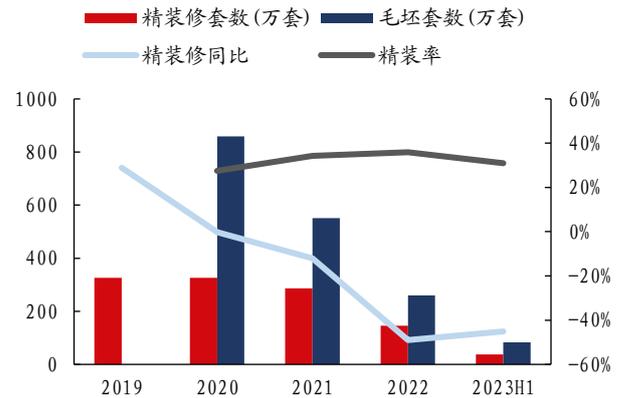
资料来源: 贝壳研究院, 国联证券研究所

图表15: 近三年全国新开盘项目套数下滑幅度较大



资料来源: 奥维云网《2023年中国房地产精装修暨家装生态白皮书》, 国联证券研究所

图表16: 新开盘精装修规模呈双位数下滑



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2024年地产托底政策将持续支持行业需求修复, 老旧小区、城中村改造等方向有望成为短期家装需求发力点。2015年中央城市工作会议明确提出加快老旧小区改造, 此后每年投资额超过1万亿元, 全国100亿平方米老旧小区共计投资约10万亿元, 改造获得较大成果。2023年为贯彻落实方针、进一步满足居民改善性住房需求, 7月住建部等七部门联合持续推进老旧小区改造计划实施, 重点改造2000年底前建成需改造城镇老旧小区, 并将2000年底、2005年底建成后小区列入改造范围。此后, 各地政府也印发相关通知, 以推进城中村、老旧小区和农房改造。在政策托底下, 预计2024年城中村和老旧小区将成为短期家装需求的发力点。

图表17: 2023年房地产相关政策汇总

时间	政策	主要内容
2023. 1. 5	人民银行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市, 可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2023. 1. 10	《关于加快住房公积金数字化发展的指导意见》	2025年我国将基本确立住房公积金数字化发展新模式
2023. 4. 26	全国自然资源和不动产确权登记工作会议召开	覆盖所有国土空间, 涵盖所有不动产权的不动产统一登记制度全面建立
2023. 7. 10	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	综合考虑当前房地产市场形势, 为引导金融机构继续对房地产企业存量融资展期, 加大保交楼金融支持, 中国人民银行、国家金融监督管理总局决定, 延长有关政策适用期限至2024年12月31日。
2023. 7. 12	商务部等13部门关于促进家居消费若干措施的通知	将居民提取公积金用于家装电梯等自住住房改造政策的支持范围, 从居民本人扩大到本人及配偶双方父母自住住房加装电梯等改造。
2023. 8. 18	《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	自2024年1月1日至2025年12月31日, 对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人, 对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2023. 7. 21	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 更好发挥政府作用, 加大对城中村改造的政策支持, 积极创新改造模式, 鼓励和支持民间资本参与, 努力发展各种新业态, 实现可持续运营
2023. 8. 25	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定	贯彻落实党中央、国务院决策部署, 坚持房子是用来住的、不是用来炒

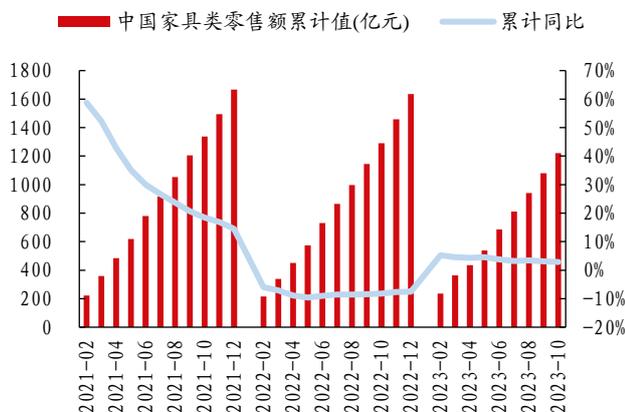
	定标准的通知》	的定位，因城施策用好政策工具箱，优化个人住房贷款中住房套数认定标准，更好满足居民刚性和改善性住房需求，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。
2023. 8. 31	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	落实党中央、国务院决策部署，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序
2023. 8. 31	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	统一全国商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限。不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限统一为不低于 20% 和 30%。将二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点。首套住房利率政策下限仍为不低于相应期限 LPR 减 20 个基点。
2023. 9. 28	《关于保障性住房有关税费政策的公告》	从 2023 年 10 月 1 日起，对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税；对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征。
2023. 11. 14	广州住房公积金实行“认房不认贷”	11 月 14 日，广州优化住房公积金贷款政策，公积金贷款实施“认房不认贷”；首套住房申请公积金贷款最低首付比例由 30% 调整至 20%。截至 11 月 13 日，今年各地已出台公积金相关政策超 250 条，已有三十余城对于公积金贷款“认房又认贷”标准进行优化，其中超二十城执行公积金“认房不认贷”，多地降低公积金首付比例。
2023. 11. 17	中国人民银行 金融监管总局 中国证监会联合召开金融机构座谈会	满足房地产企业合理融资需求，继续用好“第二支箭”支持民营企业发债融资。支持房企通过资本市场合理股权融资。加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革。
2023. 11. 24	《关于印发广东省进一步提振和扩大消费若干措施的通知》	扩大保障性住房供给，支持刚性和改善性住房需求，以及推进城中村、老旧小区和农房改造。支持广州、深圳、佛山、东莞等超大特大城市积极稳步推进城中村改造。允许住宅专项维修资金用于老旧小区改造和老旧住宅电梯更新改造，支持城镇老旧小区居民提取本人住房公积金用于本人及配偶双方父母的自住房加装电梯等改造，2023 年新开工城镇老旧小区改造工程不少于 1100 个。鼓励有条件的地区对既有住宅加装电梯给予补贴，推行广州老旧小区成片连片加装电梯模式。深入实施农房质量安全风貌提升行动，大力推行装配式农房和绿色农房建设。
2023. 11. 27	2023 年第三季度中国货币政策执行报告	房地产风险方面，国内优化调整房地产金融政策效果初显，房地产金融风险外溢性有限，“切实防范化解重点领域金融风险”“积极稳妥支持地方债务风险化解”也呼应了中央金融工作会议对防范化解金融风险的有关要求。

资料来源：中国政府网、各省政府官网，国联证券研究所

2024 年竣工制约家居业绩，消费信心恢复释放部分需求，预计国内将呈弱复苏状态；海外去库存基本结束，随着企业海外工厂正式投产，外销将成为 24 年增长动力。2023 年受国内地产及终端需求疲软影响，家居行业景气度低迷，随着 2022 年新开工和期房销售下滑逐渐显现，预计 2024 年竣工端承压将进一步拖累家居业绩，但在宏观经济逐渐改善和居民消费信心恢复下，2023 年被压制的房屋装修需求有望得到部分释放，因此判断 2024 年家居行业整体将呈现弱复苏状态。海外方面，高通胀对消费者需求影响仍存在，但去库存阶段基本完成，海运和原材料也已经处于相对低位，随着企业越南、美国工厂的正式投产，地缘政治压力减弱，预计外销将成为 2024

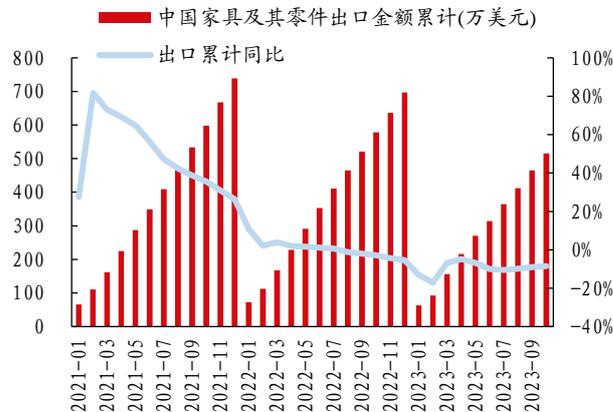
年增长动力。

图表18: 2023M10 中国家具类零售额累计+2.9%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 2023M10 家具及零部件出口累计同比-8.5%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 展望: 龙头集中度提升, 智能化前景广阔

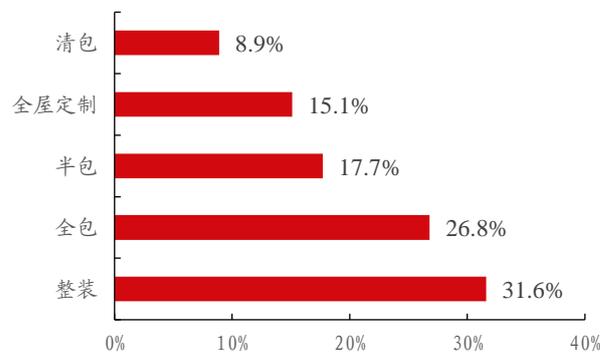
家居套系化、整装化趋势持续, 头部品牌综合优势强劲有望驱动未来集中度提升。近几年消费环境持续疲软, 各大家居品牌通过推出降价、引流套餐吸引客户, 包括但不限于索菲亚 39800 整家定制套餐、顾家 49800 拎包品质套餐等。2023 年欧派重磅推出“699 定制”“29800 全案大家居套餐”, 取得优异成绩, 订单量创历史新高。通过低价套餐抢占流量入口的同时, 整装逐渐成为主流趋势, 目前已成为定制企业获取客流重要途径之一。预计 2023 全年整装市场规模将达 9473 亿元, 同比+24.1%, 其中欧派大家居 2023Q3 末门店首次突破 1000 家, 经销商接近 900 家。2024 年各大龙头将持续向整装进发, 通过与装企、家电、互联网公司合作, 打通设计、施工及硬软装环节。全案及整装对品牌产业链优势及综合实力提出挑战, 预计未来头部品牌将强者恒强, 带动家居行业集中度提升。

图表20: 2019-2023E 整装规模及渗透率不断提升



资料来源: 奥维云网《2023 年中国房地产精装修暨家装生态白皮书》, 国联证券研究所

图表21: 整装成为消费者最青睐的装修模式



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所
注: 数据来自 2022 年消费者调研, 样本量=2500

图表22: 欧派推出 699、29800 套餐



资料来源: 家居头条, 国联证券研究所

图表23: 欧派整装大家居持续发力



资料来源: 香港名典装饰官网, 国联证券研究所

多角度截取流量、恢复渠道盈利水平成为关键因素。近年传统卖场渠道逐渐疲弱, 流量获取渠道愈发多元化和碎片化, 各家品牌着手发力电商渠道, 并打造线上营销团队, 通过自播等方式增强品牌推广。同时受终端需求和行业价格竞争加剧影响, 线下门店盈利能力承压, 如何优化门店布局、恢复渠道盈利成为亟待解决的问题。欧派于 2023 年转向零售大家居战略, 索菲亚调整司米品牌终端门店和经销商网络布局, 同时继续扩大招商规模。优化和扩店并行, 坐商变行商, 以提高坪效和渠道盈利水平。通过线上把握新兴电商渠道、线下优化门店布局等方式多角度截取流量成为未来家居企业发展关键所在。

图表24: 家居企业优化和扩店并行以恢复渠道盈利水平

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023Q3	Q3 较年初增减
定制家居								
欧派家居	6708	6486	7154	7934	7615	7532	7376	-239
索菲亚	2600	2501	4000+	4364	4100	3743	3794	-306
金牌厨柜	1759	2144	2493	3062	1792	4019	4076	347
志邦家居	2363	2827	3232	3742	4231	4542	4603	407
尚品宅配	2100	2327	2326	2326	2431	2063	-	-
软体家居								
顾家家居	6076	6486	6691	6456	6743	-	-	-
敏华控股	2614	2874	4122	5968	6471	6888	6888	0
喜临门	2387	2620	2843	4495	5273	5425	5637	364

资料来源: 各公司公告, 国联证券研究所

看好智能家居未来发展前景, 关注智能坐便器相关标的。智能家居具有较强的更新换代属性, 据 CSHIA 统计测算, 2023 年智能家居市场规模可达 7157 亿元, 同比

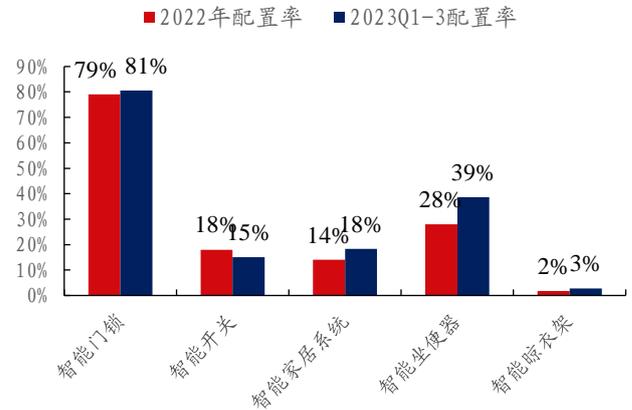
实现双位数增长。其中智能坐便器消费属性强，而且存量房改造场景主要位于厨房和卫浴，产品契合改善需求。当前 2023Q1-3 智能坐便器配置率为 39%，相较 2022 年提升 11pct，但对比智能门锁配置率仍处于较低水平，看好产品未来发展空间。

图表25：2023 年智能家居设备市场规模双位数增长



资料来源：CSHIA，国联证券研究所

图表26：智能家居设备精装修配套率仍有发展空间



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

综上，看好整装趋势下综合优势强劲的传统家居龙头，以及新兴渠道下崛起、适合于存量房改造场景、未来发展空间大的智能家居相关标的。行业下行趋势下传统家居龙头具有较强的抵御能力，同时整装逐渐成为行业主要趋势，对家居企业的产业链一体化能力提出挑战，因此建议关注行业趋势下综合α优势较强的传统家居龙头欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居和敏华控股；同时智能家居更新换代属性较强，其中智能坐便器契合存量房的卫浴改造场景，当前渗透率和精装修率均仍处于较低水平，看好未来智能坐便器更新需求和渗透率提升逻辑，建议关注主营智能坐便器产品、发力电商渠道的瑞尔特，以及智能家居相关标的箭牌家居、王力安防。

3. 造纸：需求回暖，景气度震荡上行

3.1 回顾：木浆回归扩张周期，纸业触及低点

10 年木浆周期复盘——回归产能扩张周期

根据联合国粮食及农业组织（FAO）数据，2020 年全球纸浆产量（不含废纸浆）达 1.89 亿吨；含废纸浆纸浆产量大约在 4 亿吨左右。按生产工艺来看，全球化学木浆产量最大，2020 年达到 1.48 亿吨，约占总产量的 38%；其中漂针浆产量占化学木浆比重约为 17%，漂阔浆产量占比约为 25%。作为造纸行业最重要的原材料，阔叶浆与针叶浆的价格走势基本趋同，价差区间约为 200 元-1200 元/吨。由于木浆的原料是木片，属于资源型产业，木浆价格长期维持超低位的可能性不大。

复盘纸浆周期：

- **2012-2016: 木浆产能扩张期。**木浆供给短缺修复，浆价整体平稳，维持在底部徘徊，进口木浆价格由 2011 年高点（接近 900 美金/吨）下跌至 600 美金/吨。
- **2016-2020: 木浆产能收缩期。**印尼 OKI 等浆厂投产低于预期，同时纸价快速上涨拉动木浆价格上涨，外盘木浆价格上涨至 800 美金/吨。18 年 H2 开始受中美关系影响，终端需求走弱，纸价下跌导致浆价同步下跌。海外浆厂陆续公布扩产计划，也影响了市场对未来浆价的信心，外盘木浆价格下跌至 500 美金/吨。
- **2020-2022: 木浆产能平稳期。**木浆期货上市后，木浆价格波动加大。21 年海外疫情结束后，强通胀预期，引发一轮大涨并高位横盘近一年。21 年年底通胀预期落空，浆价下跌。然而受俄乌战争影响，通胀预期转化为实际通胀，浆价重新上涨。
- **2023-Now: 木浆产能扩张期。**2023 年上半年浆价快速下跌，至底部后开始反弹。进入 10 月后由于纸价反弹，木浆价格上涨加速。但由于木浆产能已经进入扩张周期，我们预计后续木浆价格无法持续上涨，2024 年 Q1 后会面临一定的下行压力。

图表27：国内木浆价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

图表28：外盘木浆价格走势（美元/吨）

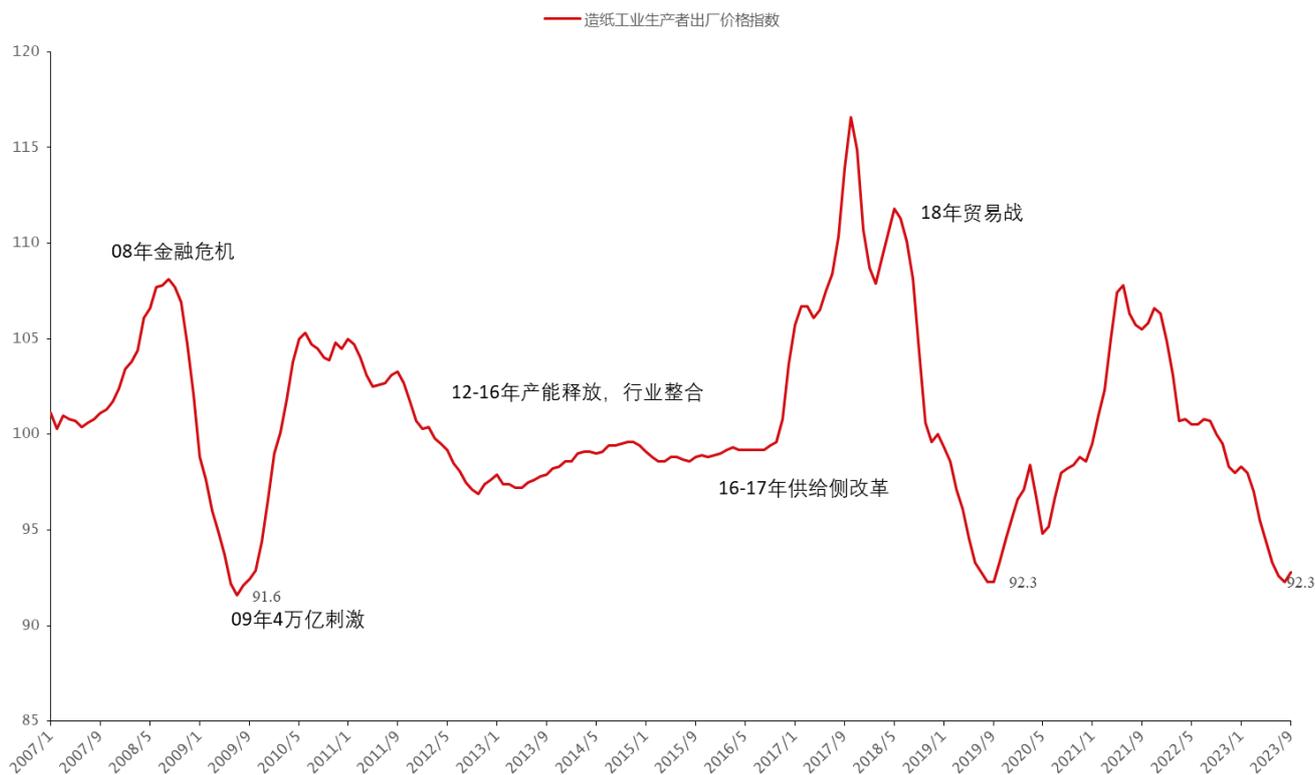


资料来源：卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

纸业 15 年周期波动——触及行业历史低点

截止 2023 年 10 月，中国造纸及纸制品业实现营业收入 11318 亿元，同比下滑了 3.1%，实现利润总额 284.4 亿元，同比下降 13.6%，行业整体表现承压。根据国家统计局的数据，造纸工业生产者出厂价格指数于 2023 年 8 月已触及历史低点，并于 9 月开始小幅反弹，我们预计后续有望逐月改善（造纸工业生产者出厂价格指数反映行业整体盈利能力）。

图表29：造纸工业生产者出厂价格指数于2023.08触及历史低点



资料来源：国家统计局、国联证券研究所整理

3.2 造纸：估值历史底部，龙头盈利趋于稳定

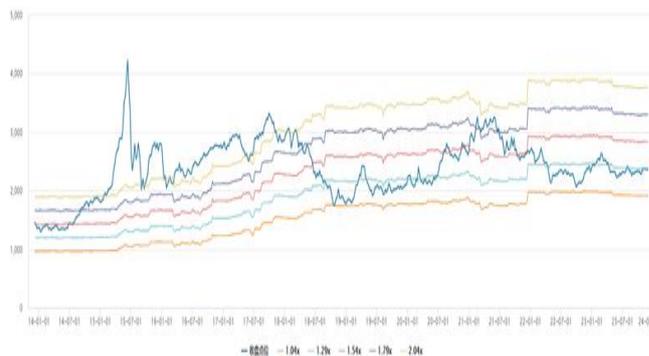
2023 年前三季度，A 股造纸板块上市公司共实现营收 1397.5 亿元，同比下降 8.34%，实现归母净利润 29.86 亿元，同比下滑了 51.44%。受原材料库存周期的影响，2023 年 H1 纸厂依然需要消化去年的高价浆库存是利润下滑的主要原因。由于造纸行业盈利能力承压，行业估值也处于历史底部。目前造纸行业 PB 为 1.39X，低于历史 1/4 分位。截至 2023/12/08，预测 PE (2023) 为 14.52X，略高于历史 1/4 分位。玖龙纸业、山鹰国际、晨鸣纸业等行业龙头 PB 均低于 1X。

图表30：造纸行业估值处于历史底部

	PB	2023预测PE
当前值	1.39	14.52
最大值	4.25	96.26
最小值	1.16	4.50
四分之一位数	1.43	14.21
四分位差	0.73	20.95
四分之三位数	2.16	35.16
中位数	1.67	17.34

资料来源：Wind、国联证券研究所整理（截止 2023/12/8）

图表31：造纸行业 PB-Band



资料来源：Wind、国联证券研究所

具体到公司来看，大宗纸中的龙头太阳纸业业绩表现稳定，2023 年前三季度实现了营收 292.03 亿元，同比下滑了 1.48%，实现归母净利润 21.37 亿元，同比仅下降了 5.79%，其利润端的表现远远优于行业，展现出公司稳步构建“林浆纸一体化”全产业链的成效以及建立起的内部治理优势。特种纸中，处于景气赛道装饰原纸的华旺科技以及齐峰新材实现了靓丽的业绩表现。华旺科技 2023 年前三季度实现了营收 29.84 亿元，同比增长 19.86%，实现归母净利润 3.97 亿元，同比增长 20.02%。齐峰新材 2023 年前三季度实现了营收 27.13 亿元，同比增长 10.37%，实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 4134.88%。

单季度看，随着高价库存浆的持续消化，低价浆开始陆续使用，造纸企业的成本端得到较大改善，大部分造纸板块上市公司在 2023 年 Q3 实现了环比增长，行业底部或已确认。我们预计随着需求的回暖，造纸企业的盈利能力也将得到持续改善。

图表32：A 股造纸板块主要上市公司财务情况&估值情况

	23年前三季度营收 (亿元)	同比	23年前三季度归母 净利润(亿元)	同比	2023年Q3归母净利润 (亿元)	同比	环比	年初至今股 价涨跌幅	PB
太阳纸业	292.03	-1.48%	21.37	-5.79%	8.85	45.46%	29.10%	3.82%	1.30
山鹰国际	213.12	-16.26%	-1.16	-312.04%	1.55	311.40%	120.42%	-17.74%	0.71
岳阳林纸	66.20	3.06%	1.16	-75.51%	0.13	-92.44%	-14.62%	14.90%	1.22
博汇纸业	136.78	-1.21%	-0.93	-115.16%	2.53	40.60%	68.08%	-27.99%	1.34
晨鸣纸业	197.22	-22.22%	-7.68	-419.36%	-0.80	-868.74%	80.56%	-21.08%	0.68
仙鹤股份	62.13	12.75%	3.82	-32.65%	2.01	-5.45%	243.86%	-43.20%	1.78
华旺科技	29.84	19.86%	3.97	20.02%	1.61	55.33%	25.27%	-22.73%	1.60
冠豪高新	53.84	-8.58%	-0.69	-127.76%	-0.19	-118.99%	67.30%	-9.79%	1.38
五洲特纸	46.64	2.50%	1.07	-52.27%	1.19	1053.77%	573.53%	-20.45%	2.83
齐峰新材	27.13	10.37%	1.57	4134.88%	1.09	1002.03%	119.80%	58.17%	1.06

资料来源：Wind、国联证券研究所整理（截止 2023/12/8）

3.3 细分：文化纸供需弱平衡，黑纸盈利望修复

木浆：超跌后短期走强，但中长期不具备大幅上涨的动力

- 复盘：木浆价格自 2022 年底边际走弱，主流厂商报价于 2023 年 3 月出现大幅下调。浆价的走弱，主要原因是 2023 年上半年海外商品浆新增产能较多，Arauco 在 1 月新增 156 万吨商品浆产能，而 UPM 在 4 月新增 210 万吨商品浆产能，木浆供给短期增加明显，各大浆厂均采取了降价促销的策略，外盘木浆价格于 2023 年 4 月见底。5 月起由于纸厂补库需求刺激浆价开始小幅反弹，而在进入 Q4 后随着纸价的上涨浆价反弹加速。值得注意的是，虽然外盘木浆价格于 4 月见底，然后受纸厂原材料库存周期的影响，低价商品浆对纸厂盈利能力的修复在 2023 年 Q3 才开始体现。
- 展望：考虑到 2023 年已经进入木浆产能扩张周期，2023 年 9 月 20 日芬林集团凯米生物制品厂和纸板厂扩建项目正式投产运营，每年可生产 150 万

吨针叶浆和阔叶浆，而未来两年海外预计还会新增 690 万吨的商品浆产能，同时国内也有较多的木浆产能投放或将降低造纸行业对海外商品浆的整体需求。从木浆港口库存上看，2023 年 11 月国内木浆港口库存已经增长至 193 万吨，处于中枢偏上的位置，浆价继续大幅上涨缺乏基本面的支撑。而目前外盘木浆报价在巴西港口拥堵以及红海停运等消息的影响下保持强势，价格也处于相对高位。短期看，我们预计随着红海航运恢复以及巴西港口拥堵情况好转，木浆价格或将在 2024 年 Q1 下旬冲高回落。中长期看，参考历史上木浆周期的表现，在 2012-2016 年木浆产能处于扩张周期时，木浆价格整体平稳，处于底部震荡的态势。我们预计随着海外新增商品浆产能的投放，未来两年木浆价格整体维持会在低位震荡，造纸行业整体的成本压力相较于 2023 年会有所缓解。

图表33：全球新增商品浆产能统计(截至 2023. 12. 08)

投产厂家	投产规模	投产时间
Arauco	156	2023年1月
UPM	210	2023年4月
芬林	88	2023年10月
Suzano	260	2024年年底
Parace	180	2024年启动
Arauco	250	预计2025年

资料来源：必胜印刷网、UPM 纸浆、纸引未来网、四川省造纸行业协会、香港印刷业协会、国联证券研究所整理

图表34：中国纸浆港口库存(万吨)



资料来源：隆众资讯、国联证券研究所整理

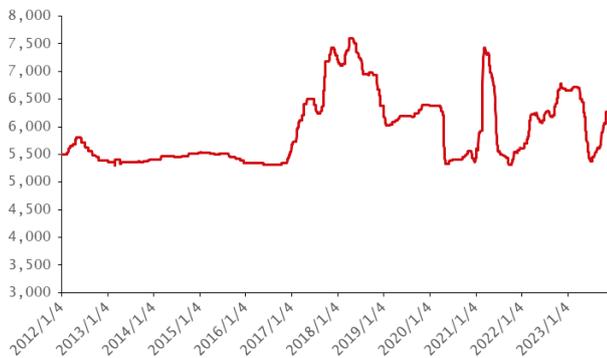
文化纸：需求稳定性较高，行业集中度持续改善

- 复盘：2023 年上半年，文化纸价格走势与往年表现大相径庭。在 Q1 淡季，文化纸价格相对坚挺，而进入 Q2 传统旺季后，文化纸价格开始走弱。反差的表现，主要是因为年初下游出版社预期疫情放开后，文化纸价格可能会大幅上涨，因此把招标提前。而部分党政需求也在 Q1 同时释放，文化纸的整体需求较旺。而由于出版招标提前，Q2 文化纸的出版订单减少，而社会订单又严重低于市场预期（文化纸社会订单与包装纸需求趋同），文化纸短期供需失衡。进入 7 月后，由于湛江晨鸣发生意外，工厂被迫停机（工厂拥有文化纸产能 95 万吨），下游经销商及印厂预期文化纸短期供应偏紧，因此开始补库，文化纸价格触底反弹。进入 8 月后，华北洪灾导致部分图书需要重印，而 9 月又进入了文化纸的传统旺季，出版社招标订单开始释放，同时，受益于 2023 年海外国家大选较多，新兴市场的用纸需求也在逐步增加，截止 2023 年 10 月，文化纸出口量达到了 92 万吨，同比增长 32.02%，有效缓解了国内文化纸的供需压力。文化纸价格强势提涨，2023 年 11 月双胶

纸出厂价相较于7月上漲了700-800元/吨,是短期表现最好的大宗纸品种。

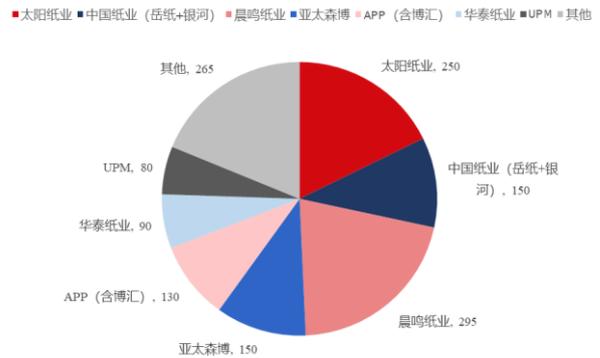
- 展望：短期看，文化纸厂2023年12月的订单接单情况有所下滑，不过由于年底是经销商完成业绩考核的重要时间节点，同时头部纸厂库存依然处于低位，我们预计文化纸的出厂价会保持相对平稳，而纸厂库存可能会有小幅上涨。中长期看，我们认为文化纸价格会有季节性的正常波动，但大幅下行的风险较小。2023年Q4-2024年，文化纸预计依然有超过150万吨的新增产能投放，供给端将面临一定的压力，不过此后暂无新产能投放，供给端压力随之减弱。而在需求端，国内出版订单和党政订单相对稳定，社会订单也有望逐步回暖（基于经济复苏的假设）。同时，2024年依然是海外大选大年（包括美国大选），新兴市场的用纸量也在逐步提升，而海外大厂的文化纸产能在逐年减少，我们预计文化纸出口依然将保持一定的增长，文化纸整体供需可能会处于弱平衡的状态。并且随着文化纸集中度的快速提升（截止2023年，国内双胶纸CR5已经提升至63.49%），文化纸行业的竞争格局持续好转，也有助于文化纸价格维持稳定。我们预计2024年Q1文化纸价格下跌幅度有限，2024年文化纸的整体盈利水平或与2023年持平。

图表35：文化纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

图表36：中国非涂布文化纸市场格局持续好转（万吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

图表37：文化纸新增产能统计（万吨，截至2023.12.08）

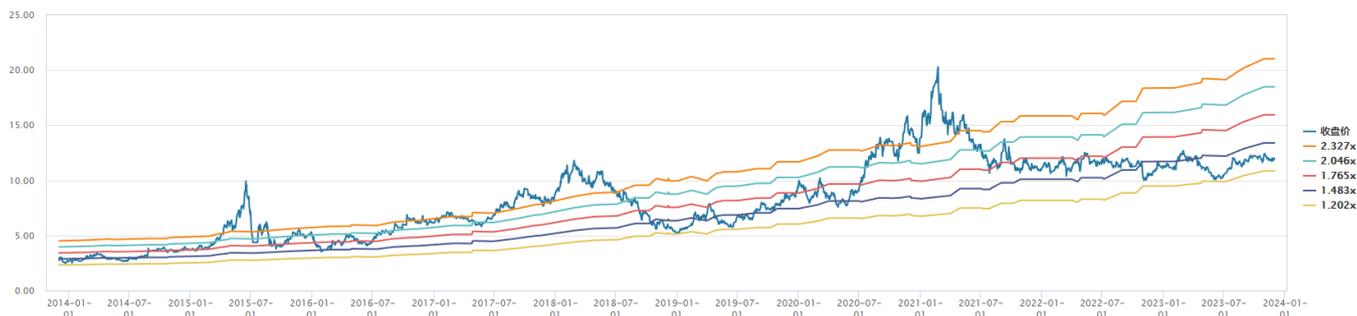
投产厂家	投产规模	投产时间
亚太森博	50.00	2023年8月投产
华泰纸业	52.00	预计2023年12月（新闻纸改产）
玖龙纸业	55.00	预计2023年12月
联盛纸业	40.00	2023年6月投产
岳阳林纸	45.00	预计2024年年底
博汇纸业	45.00	2022年10月投产

资料来源：上观网大众日报、造纸化学品、纸视界、中国产业经济信息网、星宇耐力官网、中国造纸杂志网、国联证券研究所整理

建议关注太阳纸业：公司产能扩张保障成长，林浆纸一体化优势突出。新增产能方面，公司广西南宁工厂20万吨文化纸、20万吨竹浆已分别投产，一共100万吨箱

板纸也分别于 2023 年 8 月 12 日和 9 月 6 日投产，配套本色浆 50 万吨，公司预计在 2023 年 10 月就能实现满产满销。南宁工厂规划产能为 525 万吨，以保障公司业绩增长。原料端，公司自建化学浆/化机浆产线，自给率持续提高，并通过海外老挝林浆纸一体化项目建设巩固自身生产成本优势。公司广西基地的优势较多，并且能够补足公司原来在南方市场的短板。考虑到 2023 年新投的产能将在 2024 年完全运行，根据 Wind 一致盈利预测，公司 2024 年能实现归母净利润 35.97 亿元，EPS 为 1.29 元，公司目前市值为 331 亿元，对应 PE 仅为 9.33X。

图表38：太阳纸业 PB-Band

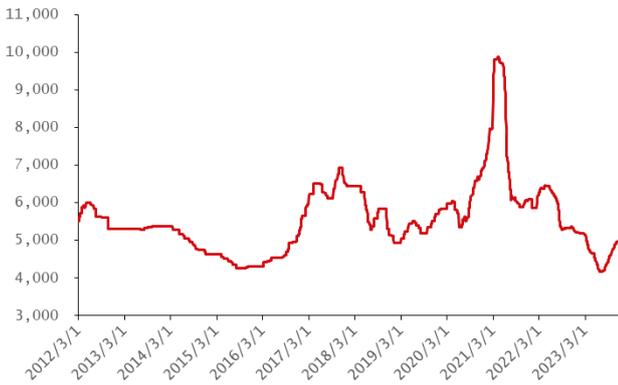


资料来源：Wind、国联证券研究所

白卡纸：中期依然面临较大供需失衡的压力。

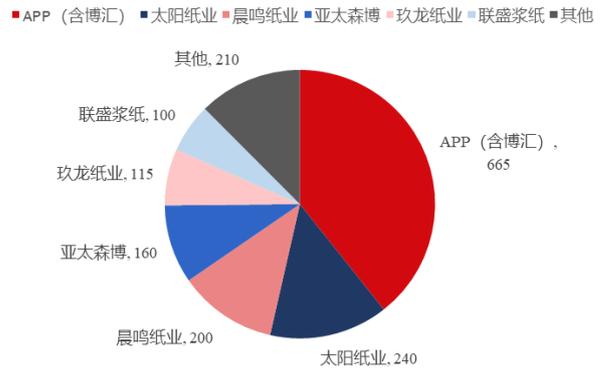
- **复盘：**今年上半年白卡纸国内需求平淡，在 2023 年 Q1 由于有对未来经济复苏的预期，因此价格相对平稳。进入 Q2 后，国内需求持续疲软，叠加联盛开机后新增产能投放压力较大，价格底部下探。Q3 受湛江晨鸣停机的消息影响，市场情绪有所修复，出口需求也开始出现好转，白卡纸价格开始触底反弹，但上涨幅度低于文化纸。随着下游补库告一段落，白卡纸价格有所承压。
- **展望：**亚太森博 100 万吨新产能已于 2023 年 10 月投产，而且下游需求较为平淡，市场整体对白卡纸较为谨慎。中长期看，白卡纸依然面临较大的供需压力，未来几年每年预计都将有超过 200 万吨的新产能投放，且自 2021 年起，行业没有产能退出。虽然白卡纸行业竞争格局高度集中，但受到行业产能扩张大周期的影响（2021-2026 为白卡行业产能集中扩张期），我们预计 2024 年白卡纸价格依然会面临较大的压力。

图表39: 白卡纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

图表40: 中国白卡纸市场格局高度集中 (万吨)



资料来源: 卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

图表41: 白卡纸新增产能统计 (万吨, 截至 2023. 12. 08)

投产厂家	投产规模	投产时间	产品
新乡新亚纸业集团股份有限公司	50	2024年	白卡纸
江苏博汇纸业有限公司	160	2024-2025年	白卡纸
亚太森博 (江苏) 浆纸有限公司	220	两期 (一期100万吨2023年投产)	白卡纸
宁波亚洲浆纸业有限公司	150	三期	白卡纸
金鹰 (江西) 产业园赛得利高档白卡纸	120	一期	白卡纸
联盛浆纸 (漳州) 有限公司	200	两期, 一期100万吨2023年投产	白卡纸
广西金桂浆纸业有限公司	190	2024-2025年	白卡纸
玖龙纸业 (北海) 有限公司	120	2024年	白卡纸
广西建晖纸业有限公司	120	二期	白卡纸
广西理文浆制造有限公司	160	一期	白卡纸
广西仙鹤新材料有限公司	60	两期	食品卡
亚太森博 (广东) 纸业有限公司	200	两期	白卡纸
黄冈晨鸣纸业科技有限公司	176	两期	白卡纸
玖龙纸业 (湖北) 有限公司	120	2024-2025年	白卡纸
景兴 (江苏) 环保科技有限公司	100	2025年	白卡纸
湖北社星纸业	80		食品卡
冠豪高新	30	2024年	白卡纸
湛江中纸纸业	102	2025年	白卡纸

资料来源: 如皋市长江镇人民政府办公室、广西壮族自治区生态环境厅、云上汉川网、纸箱网、一览造纸网、纸业网、人民资讯网、钢联数据、纸业联讯、看北海公众号、国联证券研究所整理

箱板瓦楞纸: 产能扩张周期将过, 盈利能力有望修复, 潜在弹性大

- 复盘: 包装纸下游主要为消费行业, 今年整体需求较为疲软, 而零关税政策导致进口纸大幅增加冲击市场 (截止 23 年 11 月箱板/瓦楞纸累计进口 481 万吨/323 万吨, 同比+48.1%/+46.9%), 箱板瓦楞纸的价格表现较为乏力。2023 年 4 月, 玖龙、理文等箱板瓦楞纸龙头纸厂尝试小幅探涨, 希望以此刺激下游包装厂补库, 但由于终端需求持续疲弱, 下游补库并不积极, 纸厂去库艰难, 纸价也在小幅上涨后转向下跌。进入 Q3 后, 终端厂商由于库存

过低，被动补库的需求陆续释放，箱板瓦楞纸价格开始反弹，配合前期纸厂的一些停机检修，纸厂的去库完成。

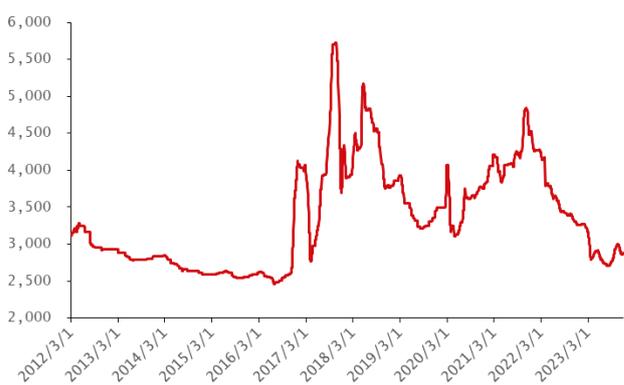
- **展望：箱板瓦楞纸潜在弹性大。**短期看，箱板瓦楞纸 10 月的涨价主要是由于下游终端的被动补库行为，终端需求暂未出现大幅好转的迹象。但由于纸厂去库已经完成，我们对 2023 年 Q4 箱板瓦楞纸企业的提价和盈利改善较为乐观。中长期看，2018-2024 年为箱板瓦楞纸的集中扩产期，目前已进入扩产期尾声，同时行业每年均有部分老旧产能退出市场（2022 年约有 224 万吨老旧产能退出市场），行业的供给压力会得到缓解。在需求端，由于箱板瓦楞纸是顺周期品种，随着国家经济的增长以及消费行为的复苏，我们预计箱板瓦楞纸的需求在未来有望持续向好，行业的供需关系则会加速改善。近两年箱板瓦楞纸的盈利水平处于历史底部区间，我们认为随着行业供需关系的改善，行业向上周期有望重启，箱板瓦楞纸的盈利能力有望得到快速修复。

图表42：箱板纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

图表43：瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、隆众资讯、国联证券研究所整理

图表44：箱板瓦楞纸新增产能统计（万吨，截至 2023. 12. 08）

企业名称	纸种	年产能（万吨）	投产时间
陕西东方智慧能源有限公司/ 陕西武功东方纸业集团有限公司	箱板瓦楞纸	90	预计2023年投产
玖龙纸业（北海）	高档牛卡纸	80	预计2023年投产
四川华侨凤凰纸业	瓦楞纸	40	预计2023年投产
浙江山鹰纸业	箱板纸	77	预计2023年投产
山鹰纸业（吉林）	瓦楞纸	30	预计2023年投产
山东仁丰特种材料	瓦楞纸	30	预计2023年投产
玖龙纸业（湖北）	高档牛卡纸	60	预计2024年投产
玖龙纸业（湖北）	瓦楞纸	60	预计2024年投产
玖龙纸业（北海）	白面牛卡纸	45	预计2024年投产
玖龙纸业（北海）	高档牛卡纸	30	预计2024年投产
山东丰源集团	箱板纸	50	预计2023-2025年投产
山东丰源集团	T纸	40	预计2023-2025年投产
安徽荣晟环保纸业有限公司	箱板纸	30	预计2024-2025年投产
安徽荣晟环保纸业有限公司	瓦楞纸	90	预计2024-2025年投产
南宁太阳	箱板纸	120	预计2025-2026年投产
山鹰纸业（宿州）	包装纸	180	预计2024-2025年投产

资料来源：公司公告、咸阳视听网、纸业网、中华纸业网、纸视界、国联证券研究所整理

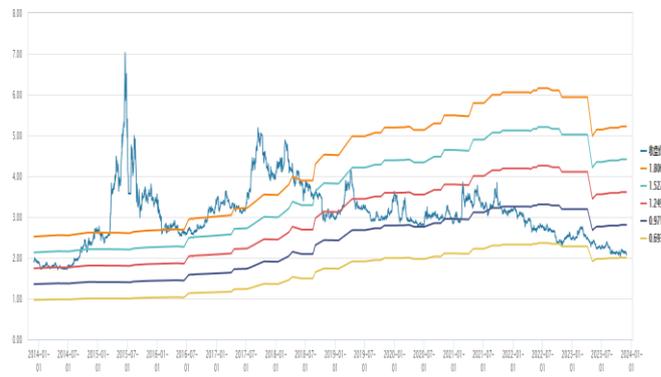
玖龙纸业目前浆纸产能超过2000万吨，未来依然有大约200万吨纸+200万吨浆的新增产能规划，截至2023年12月8日，公司市值164亿元，对应2024年PE仅为4.56X（Wind一致预期）；山鹰国际现有落地产能约750万吨，吉林、浙江产能还会陆续投产，截至2023年12月8日，公司市值为93亿元，对应2024年PE仅为5.17X（Wind一致预期）。综上，建议关注玖龙纸业、山鹰国际。

图表45：玖龙纸业 PB-Band



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表46：山鹰国际 PB-Band



资料来源：Wind、国联证券研究所

特种纸：关注需求快速增长的细分赛道

- 复盘：与大宗纸情况相同，2023年Q1特种纸厂以消化高价木浆库存为主，同时终端需求修复节奏较缓，细分纸种景气度表现有所分化。其中装饰原纸

赛道景气度较高，产品价格相对较为稳定。Q2 因木浆价格大幅下滑，而下游需求恢复依然较慢，产业链上下游开始价格博弈，景气度较弱的部分特种纸价格有所下跌。随着低价木浆的陆续使用，特种纸厂业绩普遍在 Q3 得到修复。

- **展望：**特种纸具备较高的功能性，是造纸行业的小而美赛道。特种纸细分品类较多，在消费分级、环保政策、国产替代等因素作用下，食品包装纸、格拉辛纸、热敏纸等均有望持续扩容，具备一定的成长性。考虑到 2024 年成本端木浆价格将大概率在低位震荡，需求快速增长的赛道值得关注。

3.4 展望：文化纸盈利稳定，包装纸静待拐点

大宗纸：两条主要投资策略

1) 文化纸确定性较高：由于出版订单接近尾声，文化纸即将进入消费淡季，短期纸价会有一些的压力。不过受巴西码头、红海海运等消息面的影响，我们预计外盘木浆价格在 2024 年 Q1 不会出现大幅下跌，从而对文化纸价格形成一定的支撑。中长期看，2023 年 Q4-2024 年，文化纸预计依然有超过 150 万吨的新增产能投放，供给端将面临一定的压力，不过此后暂无新产能投放，供给端压力随之减弱。而在需求端，国内出版订单和党政订单相对稳定，社会订单也有望逐步回暖（基于经济复苏的假设）。同时，2024 年依然是海外大选大年（包括美国大选），新兴市场的用纸量也在逐步提升，而海外大厂的文化纸产能在逐年减少，我们预计中国文化纸出口依然将保持一定的增长，文化纸整体供需有望处于弱平衡的状态。并且随着文化纸集中度的快速提升（截止 2023 年，国内双胶纸 CR5 已经提升至 63.49%），文化纸行业的竞争格局持续好转，也有助于文化纸价格维持稳定。整体上，我们预计 2024 年文化纸价格会有季节性的正常波动，大幅下跌的可能性不大，而盈利水平或与 2023 年持平。

建议关注：太阳纸业。

2) 箱板瓦楞纸潜在弹性大：随着 2023 年 Q4 纸价的上涨，箱板瓦楞纸厂的去库已经完成。短期看，由于终端需求依然偏弱，导致产业链上下游的博弈加剧，在打破平衡前，价格整体可能相对平稳。中长期看，2018-2024 年为箱板瓦楞纸的集中扩产期，目前已进入扩产期尾声，同时行业每年均有部分老旧产能退出市场（2022 年约有 224 万吨老旧产能退出市场），行业的供给压力会得到缓解。在需求端，由于箱板瓦楞纸是顺周期品种，随着国家经济的增长以及消费行为的复苏，我们预计箱板瓦楞纸的需求在未来有望持续向好，行业的供需关系则会加速改善。近两年箱板瓦楞纸的盈利水平处于历史底部区间，我们认为随着行业供需关系的改善，行业向上周期有望重启，箱板瓦楞纸的盈利能力有望得到快速修复。**建议关注：玖龙纸业，山鹰国际。**

特种纸：龙头产能持续扩张，优选潜力黑马标的

特种纸具备较高的功能性，是造纸行业的小而美赛道。特种纸细分品类较多，在消费升级、环保政策、国产替代等因素作用下，食品包装纸、格拉辛纸、热敏纸等均有望持续扩容，具备一定的成长性。从资本开支表现来看，仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸、冠豪高新均处于产能扩张阶段。同时考虑到明年成本端木浆价格将大概率在低位震荡，需求快速增长的赛道值得关注。**建议关注：华旺科技、冠豪高新、仙鹤股份。**此外，考虑到特种纸各种细分品类市场容量有限，目前部分特种纸企业遭遇了一定的发展瓶颈，未来产能的扩张更多的选择了竞争激烈的大宗纸产品，企业的盈利能力有可能受到一定的影响。在此情况下，我们认为优选在原有特种纸赛道中依然具备较大发展潜力或者以新材料为拓展方向的潜力标的。**建议关注：齐峰新材，荣晟环保。**

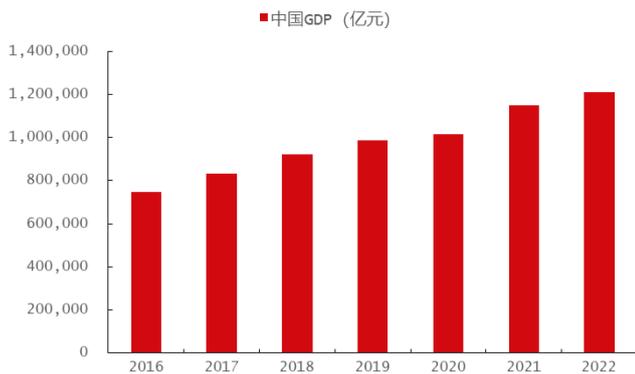
4. 日用消费：国货品牌市占率有望提升

4.1 趋势：国强造就归属需求，国货蔚然成风

随着中国经济实力增强以及国内整体制造业创新能力提升，当下本土国货品牌崛起迅速，进口大牌的领先优势在快速消失。

2020年中国经济运行持续稳定恢复，经济总量迈上百万亿元新台阶，2022年中国GDP突破120万亿元。同时，根据国家统计局统计数据，初步测算2021年世界人均GDP是1.21万亿美元左右，中国人均GDP按年均汇率折算为12551美元，我国已经超过了世界人均GDP水平。经济总量和人均水平持续提高，意味着我国的人民生活水平进一步提升以及国民消费水平的提升。根据国家统计局统计数据，2019-2022年全国居民人均可支配收入均突破3万元。目前，中国制造业正在经历技术变革和优化升级，提高质量、效率效益，促进我国制造业迈向全球价值链中高端。参考日本韩国等国家的发展历程，后发国家在赶超过程中，都会伴随本土品牌的崛起。国货当道与国潮涌动，也正是中国经济经历高速发展后向高质量发展转型的缩影。中国制造与中国产品正日益升级为中国创造与中国品牌，不断展现出大国崛起的新形象。

图表47：2022年中国GDP突破120万亿元



资料来源：国家统计局、国联证券研究所整理

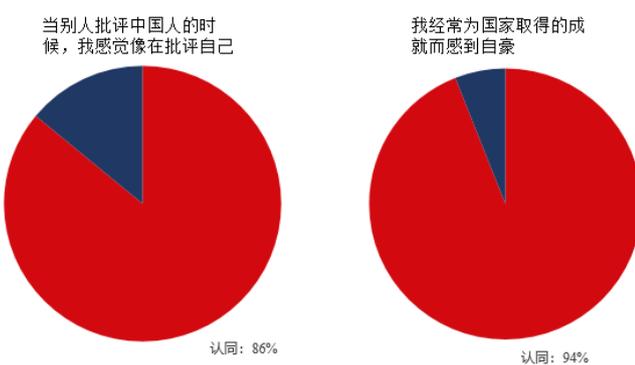
图表48：2022年人均可支配收入突破3万元



资料来源：国家统计局、国联证券研究所整理

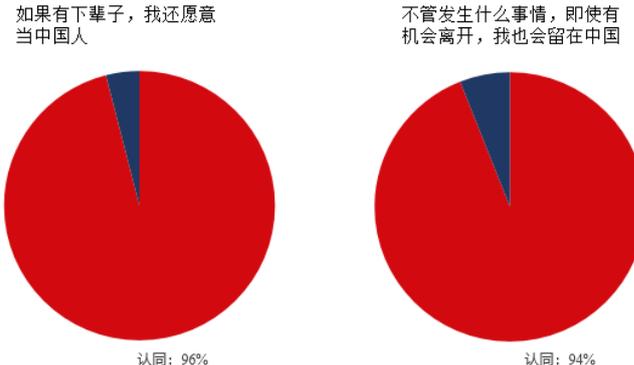
据 2021 新国货白皮书问卷调研结果，2021 年购买国货的人群占比超半成，较 2020 年上涨 15.1%。而新华网和得物 App 在 2022 年 6 月发布的《国潮年轻消费报告》显示，相比同类进口产品，有近 80% 的消费者更偏好选择中国品牌。因为在“90 后”“00 后”成长的阶段，正是中国经济蓬勃发展的时期，本土品牌无论是从数量还是质量上，都在快速增长和提升，年轻消费者对本土品牌拥有更强的信心。而年轻人从心底里认同中国传统文化的优越性，因此，融合了中国文化和价值观的国货产品，很容易得到年轻消费者的接受。在经济实力腾飞和文化赋能的双重作用下，以 90 后和 00 后为代表的年轻人对国家和民族形成强烈认同，形成了高度的文化自信。因此相较于海外品牌，国货品牌更能满足国内年轻消费者的归属需求。在这个过程中，新兴品牌抓住机会趁势崛起，传统品牌也在慢慢“苏醒”，开始找到发展的“第二曲线”。

图表49：90后和00后国家荣誉感强（单位：%）



资料来源：极光调研、前瞻产业研究院，国联证券研究所整理

图表50：90后和00后国家认同感强（单位：%）



资料来源：极光调研、前瞻产业研究院，国联证券研究所整理

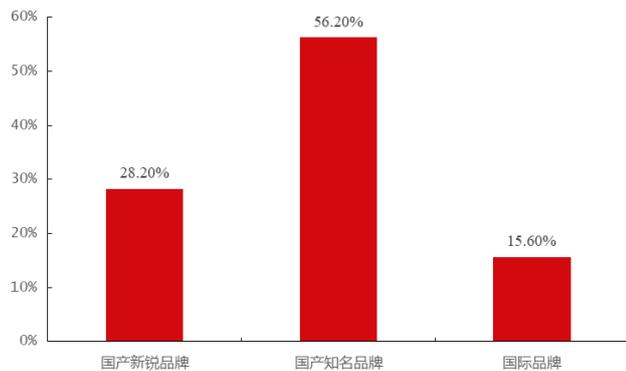
4.2 渠道：国牌电商弯道超车，解决消费痛点

数字经济发展至全域兴趣电商，国货进一步出圈，带来新一轮消费模式的结构变迁。

近年来，以兴趣电商为代表的新渠道表现亮眼。2023 年上半年电商销售额同比增长 10.2%，兴趣电商份额占比由 2022 年底的 6.4% 上升至 9%，传统电商占比则从

27.8%下降至 25.8%。2023 年 1-10 月，抖音电商实现 GMV 近 2 万亿元，同比增速接近 60%。线上渠道结构进一步向抖音、快手等为代表的兴趣电商转移。国货品牌则以兴趣电商为抓手，迅速抢占市场。根据《2022 国货市场发展报告》，2021 年 4 月至 2022 年 3 月，抖音电商国货品牌商品数同比增长 508%；在爆款榜上，国货品牌数量占比 92%，国货商品数量占比 93%。日用百货、服饰鞋包、美妆、食品饮料、个护家清等领域成为国货消费热门品类。根据《2022 抖音电商国货发展年度报告》，2021 年 11 月至 2022 年 11 月，国货品牌销量持续增长，国货商品相关搜索量同比提升 165%，国货短视频数量同比提升 3652%。直播观看浏览量同比增长 2106%，平台国货品牌销售量同比增长 110%，其中老字号品牌销量同比增长 156%，新锐品牌销量同比增长 84%。相较于外资品牌普遍在 KA 以及传统电商上发力，兴趣电商的崛起能够赋能国货品牌，给予其弯道超车的机会。

图表51：消费者在日用百货领域偏好国产知名品牌(%)



资料来源：2022 国货市场报告、国联证券研究所整理

图表52：全域兴趣电商的架构



资料来源：36 氪、国联证券研究所整理

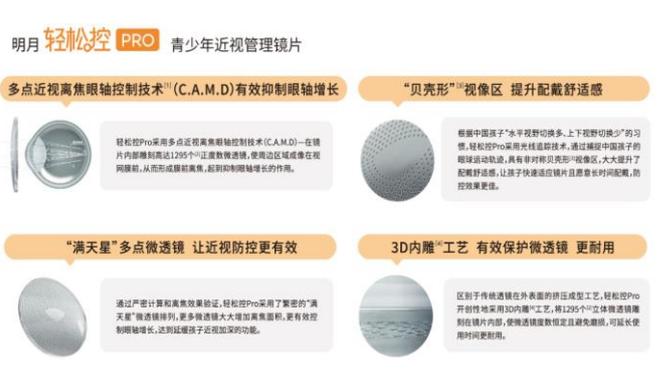
产品力提升，国货品牌着力于解决消费者痛点。登康口腔的冷酸灵牙膏，主打抗牙本质敏感的功效。公司针对国人的牙齿敏感问题及其常见诱因，研发打造出了包含预防牙齿敏感、缓解敏感症状并治疗牙本质敏感问题功效的全产品矩阵。产品涵盖了抗敏牙膏、抑菌膏和脱敏剂等多类产品。明月镜片在 2021 年推出了采用周边离焦眼轴控制技术 (C. A. R. D) 及多点近视离焦眼轴控制技术 (C. A. M. D) 的“轻松控”及“轻松控 Pro”，通过形成膜前离焦控制眼轴过快增长，有效延缓近视加深。百亚股份推出的益生菌、敏感肌系列主打保护女性 V 区健康、平衡菌群等新功效。国货品牌通过自身产品力的提升，抓住中国消费者的痛点，逐步完成了对海外品牌的替代与赶超。

图表53: 冷酸灵医研抗敏牙膏&牙齿脱敏剂



资料来源: 天猫, 国联证券研究所整理

图表54: 明月“轻松控 Pro”青少年近视管理镜片



资料来源: 公司官网、国联证券研究所整理

4.3 展望：文化自信赋能，优质国货崛起

2023年1-10月，中国社会消费品零售总额同比增长6.8%，10月社零整体同比增长了7.6%，增速环比提升了2.1pct。2023年H1，消费对经济增长的贡献率达到77.2%。中国快消品市场重回增长轨道。我们认为，借助文化自信的赋能、新兴渠道的崛起以及产品力和品牌力的提升，优质国货品牌有望顺利突围，成为未来的主要投资主线之一。

登康口腔：公司核心品牌冷酸灵通过持续的研发投入以及围绕应用场景的创新，打造抗敏3.0技术矩阵，把提升产品力作为品牌发展的根基，再通过品牌升级抢占消费者心智。同时，公司卡位下沉市场，并大力布局抖音电商等新兴渠道，实现渠道多元并进全域协同，从而赋予品牌新活力，实现“老一辈用的性价比牙膏”向“国货潮品”的转型过渡。

明月镜片：公司深耕镜片行业多年，不断研发新产品、新工艺，向市场提供各种光度、折射率和功能的镜片。公司日常通用镜片覆盖1.56、1.60、1.67、1.71、1.74全部常用折射率，并率先推出了1.71高折射率&高阿贝数镜片。公司还推出了专为中国孩子设计的青少年近视防控镜片——“轻松控”及“轻松控Pro”，两款产品分别采用周边离焦眼轴控制技术(C.A.R.D)及多点近视离焦眼轴控制技术(C.A.M.D)，通过形成膜前离焦控制眼轴过快增长，有效延缓近视加深。随着行业渗透率提升，镜片市场空间也会不断扩容。

百亚股份：公司专注于卫生巾和纸尿裤产品的研发、生产和销售，旗下拥有自由点、好之、丹宁等品牌。公司实施了“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的发展策略，建立了有序拓展、层次分明的销售渠道。2022年，公司推出了“大健康”爆品系列，产品升级推动公司营收结构改善。

晨光股份：公司业务包括传统文具以及科力普办公直销业务和九木新零售大店业务。传统文具方面，文具线下消费有望随着线下复学、客流恢复逐步改善。科力普

则受益于办公集采，通过优先发力大中型客户，进入利润收获期。九木新零售的模式也逐步成熟，潮玩领域受经济周期波动影响较小。海外市场方面，公司通过向非洲派驻高级别项目团队，因地制宜推广公司产品和业务模式，目前已初步形成适合当地国情的渠道模式和产品开发，海外市场探索初见成效。

图表55：日用消费品主要上市公司财务数据&估值情况

	23年前三季度营收 (亿元)	同比	23年前三季度归母 净利润 (亿元)	同比	年初至今股价 涨跌幅	净利率	ROE	预测PE (对应 2024年业绩)
晨光股份	158.60	15.52%	10.94	16.99%	-26.93%	7.36%	15.30%	19.24
稳健医疗	60.10	-21.35%	21.48	71.78%	-22.02%	36.37%	17.32%	16.57
百亚股份	14.76	30.70%	1.82	44.59%	21.10%	12.38%	13.97%	22.56
明月镜片	5.63	23.80%	1.22	40.34%	-6.56%	23.68%	8.11%	37.25
登康口腔	10.11	3.58%	1.08	1.74%	-48.49%	10.65%	11.25%	27.32
中顺洁柔	68.23	11.60%	1.65	-39.74%	-21.43%	2.41%	3.15%	24.92

资料来源：Wind、国联证券研究所整理（截止2023年11月30日）

5. 包装：下游消费需求逐步回暖

包装行业的下游主要以大消费为主，包装行业的景气度与社会消费需求关联性相对较大。下游快速增长能够为包装公司带来新增订单，从而推动公司业绩快速增长。纸包装的下游主要为食品饮料、烟酒以及日用品领域而金属包装的下游主要为饮料和啤酒。根据国家统计局的数据，2023年11月，在限额以上批发和零售业商品零售额中，粮油食品类/饮料类/烟酒类/日用品零售额分别同比+4.4%/+6.3%/+16.2%/+3.5%，累计同比+5.1%/+2.8%/+10.9%/+3.6%，下游需求逐步回暖。此外，优质的客户资源一般能给包装公司带来更加稳定的订单以及相对更高的盈利水平，是包装龙头长期发展的根基所在。

5.1 无菌包装：国产替代大有可为

无菌包装行业属于中高端食品包装行业，对厂商的生产工艺和技术水准、研发实力、质量控制、产能供应、资金实力和售后服务管理有着严格要求，行业门槛较高。中国无菌包装市场在过去几年经历了快速增长，根据益普索出具的研究报告，2018年至2021年中国无菌包装市场销售量增速达到8.3%。无菌包装主要运用于液体乳制品上。据国家奶牛产业技术网统计，我国液态奶产量在14年间显著增长，由2007年的1441万吨提升至2021年的2843万吨，整体产量接近翻倍，CAGR为5%。除应用于乳制品外，无菌包装还可以用于非碳酸饮料中。近年来，我国软饮料市场规模不断扩大、品类也在不断扩宽，目前已经成为全球最大的软饮料市场之一。根据国家统计局，我国软饮料产量由2010年的1.0亿吨提升至2021年的1.83亿吨，CAGR为5.7%。

竞争格局上，原先国际无菌包装企业凭借其先发优势，在无菌包装市场处于主导地位。21 世纪以来，我国无菌包装行业发展取得了较大进步。中国本土无菌包装生产商在材料、技术和生产工艺等方面努力取得突破，在与国际巨头的竞争中拥有性价比和本地化优势。随着竞争力的不断提高，中国本土无菌包装生产商的市场份额逐渐提升。

新巨丰：公司在辊式无菌包材行业深耕十余年，已形成了技术壁垒和核心竞争力。作为内资无菌包装龙头企业，公司的市场占有率有望得到进一步提升。目前，公司已与下游知名液态奶和非碳酸软饮料生产商建立了长期良好的合作关系，主要客户有伊利、新希望、夏进乳业、妙可蓝多、三元食品、辉山乳业、欧亚乳业、庄园牧场等国内知名液奶生产商和王老吉、椰树、东鹏饮料、加多宝、维维集团等知名非碳酸软饮料生产商。优质客户开拓叠加原有客户业务发展，带动公司业绩提升。

图表56：2016-2021 中国软饮料和液态奶产量



资料来源：国家统计局、奶牛产业技术网、国联证券研究所整理

图表57：2017-2021 中国无菌包装消费量快速提升



资料来源：IPSOS、新巨丰公告、国联证券研究所整理

6. 投资建议：维持行业“强于大市”评级

6.1 家居：智能家居渗透率提升

家居：看好行业集中度提升背景下综合 α 优势较强的传统家居龙头，建议关注欧派家居、索菲亚、顾家家居、志邦家居和敏华控股；同时智能家居更新换代属性较强，渗透率依然有较大的提升空间，建议关注瑞尔特、箭牌家居和王力安防。

6.2 造纸：优中选优看好长跑冠军

造纸：文化纸盈利稳定，建议关注林浆纸一体化的行业龙头太阳纸业；黑纸盈利能力处于历史底部，潜在向上弹性大，建议关注产能优势明显的玖龙纸业和山鹰国际；特种纸优选细分赛道龙头和潜力标的，建议关注华旺科技、仙鹤股份、冠豪高新、齐峰新材和荣晟环保。

6.3 日用消费品：把握国货消费新势力

日用消费品：借助文化自信的赋能、新兴渠道的崛起以及产品力和品牌力的提升，优质国货品牌有望顺利突围。建议关注**登康口腔、明月镜片、百亚股份和晨光股份**。

6.4 包装：和优质客户共生长

包装：无菌包装行业属于中高端食品包装行业，下游液体乳制品以及非碳酸饮料快速增长。建议关注内资无菌包装龙头企业**新巨丰**。

7. 风险提示

宏观经济增速放缓导致居民收入预期复苏不达预期的风险：若国内宏观经济增速发生较大波动，居民收入预期可能依然向下，消费意愿承压从而导致社零数据下滑。则造纸及包装印刷行业等上游企业存在订单大幅下降、收入端大幅回落、盈利大幅下滑的风险。

地产销售、竣工数据不及预期的风险：家居行业受地产景气因素影响较为明显，若地产销售、竣工数据不及预期，将影响家居行业产品的销售情况，则家居企业的收入和盈利均存在大幅波动的风险。

原材料价格大幅上涨的风险：造纸与包装行业处于产业链的中上游，行业里的企业盈利能力受原材料价格波动的影响较大。假设原材料价格大幅上涨，则企业盈利能力存在大幅下滑的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼