



# 轻工制造行业：造纸关注旺季表现，包装关注细分领域改善机会

2024年6月17日

看好/维持

轻工制造

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	常子杰 电话：010-66554040 邮箱：changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080005
分析师	沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523060001

## 投资摘要：

### 回顾造纸包装行业表现：

**浆纸价格与纸企成本错位运行，23年木浆纸盈利前低后高。**2023年文化纸、白卡纸、特种纸盈利整体承压，分季度来看则呈现前低后高走势，主要影响因素是浆纸价格与纸企成本的错位运行。上半年由于年内浆价短期出现迅速、大幅度地下跌，纸价亦短期承压，而纸企成本回落则相对滞后。下半年随着浆价回暖、旺季到来，纸价获得支撑，而纸企成本红利显现，盈利呈现修复趋势。相对而言，供需关系更好的文化纸、特种纸表现优于白卡纸。截至2024年Q1，纸企成本仍处于相对低位，盈利环比稳健。

**从进口纸冲击到旺季涨价，23年箱瓦纸盈利逐季修复。**受到部分进口纸零关税政策的影响，2023年箱板瓦楞纸进口数量高增，纸企初期受到纸价承压、停机损失增加的冲击，盈利承压明显；后续随着纸企控制度纸采购价格、产销逐步改善、旺季需求释放，纸价和纸企盈利得以改善。当前板块盈利能力仍然较为脆弱，24年Q1淡季下盈利水平相对较低，但好于去年同期。

**纸包装收入疲软，金属包装受益原料降价。**受到需求修复节奏的影响，2023年纸包装板块收入承压，24Q1收入在低基数下同环比持平。由于纸价同比下跌，板块整体毛利增速略好于收入端。2023年金属包装原材料价格下降，尽管售价有所降低拖累收入，但盈利实现较大增长。24Q1板块收入盈利均同比增长，或受益于下游饮料消费较好的景气度。

### 展望未来：

**木浆成本压力考验渐近，关注提价与浆纸一体化。**2024年3月以来，外盘木浆价格持续走高，带动国内浆价上涨。考虑到浆价在纸企成本端的滞后体现，预计纸企用浆成本将在Q2-Q3逐步抬升。展望下半年，尽管阔叶浆方面有较多产能投放，但是针叶浆供给偏紧，同时海外用浆需求景气度或将持续，亦不排除年内仍有供给扰动发生。预计下半年浆价回调速度和幅度有限，纸企成本或难以在年内出现明显回落。因此，纸企盈利需关注产品提价，关注行业供需关系。Q2需求偏淡，文化纸、白卡纸价格出现一定回调。后续来看，需求景气度较高、旺季存在一定刚需、行业新增产能压力较小的，提价更有希望落地，相对看好文化纸、特种纸板块。此外，浆纸一体化程度较高或迎来提升、对外销售木浆/溶解浆的纸企，亦具备应对成本压力的优势。综上，建议关注林浆纸一体化布局、纸浆溶解浆业务有望贡献盈利、旺季有望受益文化纸刚需的**太阳纸业**，以及Q1推动涨价、浆纸一体化程度迎来提升的**仙鹤股份**。

**箱瓦纸价短期疲软，旺季盈利有望回暖。**进入Q2以来，箱板纸、瓦楞纸价格表现疲软，或表明短期需求景气度不足，下游备货较为谨慎。考虑到国废价格同步下跌，废纸浆进口成本或受外废价格支撑，因此判断Q2板块盈利能力仍处于相对低位。展望后续，淡季纸价预计低位震荡，9月左右进入传统旺季后，纸价有望受益于需求释放得到提振。当前美废价格上涨，进口纸成本优势将收窄，对于供给端的影响将趋弱，有利于纸企淡季稳定价格、旺季提价落地。

**包装细分领域盈利改善，同时关注分红表现。**纸包装方面，考虑到下游需求的景气度，消费电子包装有望受益于下游复苏，需求前景相对更优。当前包装纸成本较为稳定，预计包企成本同比来看可控。建议关注龙头公司旺季业绩释放。金属包装方面，预计需求增长相对平稳，成本方面，铝价自2024年4月以来走高，马口铁价格则小幅走弱，预计二片罐盈利或短期承压，而三片罐业务占比较高的包企或有更好盈利表现。此外，部分包装企业近年来实现了稳定的分红，具备较好的股息率水平；一些包装企业度过资本开支高峰期，计划提升分红比例，股息率预计提升。可关注股息率相对较高、业绩稳定或回暖可期的包装公司。建议关注2023年加大分红力度的消费电子包装龙头**裕同科技**。

**风险提示：**经济增长不及预期，原材料价格波动超预期，行业竞争加剧。

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
太阳纸业	1.10	1.33	1.45	1.58	13.36	11.08	10.16	9.33	1.58	推荐
仙鹤股份	0.94	1.54	1.78	2.06	20.11	12.25	10.60	9.18	1.82	推荐
裕同科技	1.55	1.91	2.24	2.59	16.97	13.77	11.73	10.11	2.21	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 业绩总结：造纸盈利前低后高，金属包装优于纸包装</b> .....	<b>4</b>
1.1 造纸板块：23 年盈利逐步改善，24Q1 仍相对景气.....	4
1.1.1 木浆系大宗纸 23 年盈利前低后高，24Q1 进一步改善.....	4
1.1.2 从进口纸冲击到旺季涨价，23 年箱瓦纸盈利逐季修复.....	4
1.1.3 特种纸 23 年亦受价格波动影响，下半年盈利弹性释放.....	4
1.2 包装板块：纸包装收入疲软，金属包装受益原料降价.....	5
<b>2. 造纸板块展望：关注短期盈利压力，期待旺季表现</b> .....	<b>6</b>
2.1.1 木浆成本压力考验渐近，关注提价与浆纸一体化.....	6
2.1.2 箱瓦纸价短期疲软，旺季盈利有望回暖.....	7
<b>3. 包装板块展望：细分领域盈利改善，关注分红表现</b> .....	<b>8</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>9</b>
<b>相关报告汇总</b> .....	<b>10</b>

## 插图目录

<b>图 1： 国际木浆价格走势（美元/吨）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 2： 国内现货木浆价格走势（元/吨）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 3： 双胶纸、铜版纸价格走势</b> .....	<b>7</b>
<b>图 4： 白卡纸价格走势</b> .....	<b>7</b>
<b>图 5： 箱板纸、瓦楞纸价格走势</b> .....	<b>7</b>
<b>图 6： 国废、美废价格走势</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7： 全球智能手机分季度出货量</b> .....	<b>8</b>
<b>图 8： 全球 PC 分季度出货量</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9： 铝、马口铁价格走势</b> .....	<b>8</b>

## 表格目录

<b>表 1： 造纸板块重点公司收入、利润增速</b> .....	<b>5</b>
<b>表 2： 包装板块重点公司收入、利润增速</b> .....	<b>5</b>
<b>表 3： 重点包装公司分红比例和股息率情况</b> .....	<b>9</b>

## 1. 业绩总结：造纸盈利前低后高，金属包装优于纸包装

### 1.1 造纸板块：23 年盈利逐步改善，24Q1 仍相对景气

#### 1.1.1 木浆系大宗纸 23 年盈利前低后高，24Q1 进一步改善

木浆系大宗纸板块 2023 年收入 1067.78 亿元，同比-7.22%；净利润（剔除部分公司单个季度波动较大的利润表科目，下同）19.37 亿元，同比-55.66%。其中 Q4 单季度板块收入 273.81 亿元，同比-3.15%；净利润 9.68 亿元，同比+149.74%。2024 年 Q1 板块收入 267.39 亿元，同比+2.15%；净利润 12.15 亿元，同比扭亏。

2023 年板块收入下降主要受纸价影响，利润下滑幅度超过收入，则主要受到原料成本下降滞后的影响。（1）销量方面，23 年主要纸企的产品销量增减不一，整体需求或仍受到经济逐步修复的影响；太阳纸业、博汇纸业等纸企迎来产能投产和释放，助力销量实现增长。（2）纸价方面，23 年由于上游浆价经历了一轮下跌，纸价普遍跟随回调；白卡纸受到行业产能供过于求的影响，承压更为明显。23 年双胶纸/铜版纸/白卡纸均价分别同比-2.3%/-0.9%/-20.3%。（3）盈利能力方面，上半年纸企盈利承压明显，主要由于浆纸价格下跌，而纸企成本滞后于浆价变化，仍处于相对高位；下半年随着浆纸价格逐步回升，叠加纸企成本红利显现，纸企盈利呈现回升趋势。

进入 24 年 Q1，文化纸价淡季回调、旺季挺价，白卡纸价低位持稳；浆价前期有所回暖，而纸企成本或仍处于相对低位。综合来看，单季度板块盈利得以进一步改善。

#### 1.1.2 从进口纸冲击到旺季涨价，23 年箱瓦纸盈利逐季修复

废纸系大宗纸板块 2023 年收入 394.10 亿元，同比-13.39%；净利润（剔除山鹰国际资产减值损失影响，下同）6.39 亿元，同比扭亏。其中 Q4 单季度板块收入 106.60 亿元，同比-7.22%；净利润 4.40 亿元，同比扭亏。2024 年 Q1 板块收入 89.69 亿元，同比+4.07%；净利润 1.75 亿元，同比扭亏。

2023 年箱板瓦楞纸价承压，导致纸企收入减少，主要系进口纸零关税政策下，进口纸数量大幅增长所致。2023 年板块利润在低基数下（受疫情影响）同比高增，而盈利能力仍处于较低水平。分季度来看，2023 年板块盈利呈现逐季改善趋势。其中 Q1 由于进口纸对供给端的冲击，叠加需求尚在恢复，纸价快速下跌，纸企停机损失增加，板块盈利承压明显；Q2 以来，纸企控制废纸采购价格，低纸价下产销受进口纸影响可控，盈利逐步修复；下半年旺季需求释放下，纸价和纸企盈利进一步回暖。

进入 24 年 Q1，同比来看由于基数较低，板块收入和利润实现正增长；进口纸零关税政策延续，同时板块利润规模和盈利能力仍受行业淡季影响。

#### 1.1.3 特种纸 23 年亦受价格波动影响，下半年盈利弹性释放

特种纸板块（考虑到季度数据可得性，剔除恒达新材）2023 年收入 395.48 亿元，同比+1.19%；净利润 18.57 亿元，同比-20.78%。其中 Q4 单季度板块收入 107.39 亿元，同比+5.96%；净利润 8.15 亿元，同比+74.55%。2024 年 Q1 板块收入 95.10 亿元，同比+6.37%；净利润 7.14 亿元，同比+103.95%。

2023 年板块收入仅小幅增长，判断整体销量受到仙鹤、华旺等纸企产能释放的支撑，但是纸价受到了浆价下跌的影响，部分纸种（例如食品卡纸）还受到产能供过于求的拖累。同样地，特种纸企盈利或也由于成本下

跌滞后于纸价下跌，年内业绩呈现前低后高走势；且由于特种纸企浆纸一体化程度不高，利润率波动也相对更大，盈利表现出更大弹性。

进入 24 年 Q1，在成本压力仍然有限、供需关系支持纸价坚挺的情况下，特种纸盈利能力仍然维持在相对高位，利润同比实现大幅增长。

主要公司的业绩表现情况如下：

**表1：造纸板块重点公司收入、利润增速**

子行业	证券代码	证券名称	23 年收入增速	23 年利润增速	23Q4 收入增速	23Q4 利润增速	24Q1 收入增速	24Q1 利润增速
木浆系 大宗纸	002078.SZ	太阳纸业	-0.56%	9.86%	2.13%	75.51%	3.87%	69.04%
	000488.SZ	晨鸣纸业	-16.86%	转亏	3.59%	转亏	9.84%	扭亏
	600966.SH	博汇纸业	1.80%	-20.27%	11.05%	扭亏	5.69%	扭亏
废纸系 大宗纸	600567.SH	山鹰国际	-13.76%	扭亏	-6.35%	扭亏	5.00%	扭亏
特种纸	603733.SH	仙鹤股份	10.53%	-6.55%	5.05%	96.74%	20.22%	120.14%
	605007.SH	五洲特纸	9.35%	32.97%	31.41%	扭亏	37.17%	扭亏
	605377.SH	华旺科技	15.70%	21.13%	4.74%	23.82%	4.15%	36.59%
	002521.SZ	齐峰新材	17.39%	2690.93%	43.50%	1565.01%	8.27%	扭亏
	600433.SH	冠豪高新	-8.44%	转亏	-8.08%	-82.93%	3.97%	482.38%

资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

## 1.2 包装板块：纸包装收入疲软，金属包装受益原料降价

纸包装板块（剔除\*ST金时）2023 年收入 544.42 亿元，同比-11.43%；其中 Q4 单季度板块收入 145.70 亿元，同比-8.92%。2024 年 Q1 板块收入 124.08 亿元，同比+0.66%。考虑到多家公司净利润受投资收益、减值损失等影响较大，如果考察毛利的话，板块 23 年毛利同比-3.88%，其中 Q4 单季度毛利同比-2.33%；24 年 Q1 板块毛利同比+1.05%。

受到需求修复节奏的影响，23 年纸包装板块收入承压，24Q1 收入在低基数下持平。由于纸价同比下跌，板块整体毛利增速略好于收入端。

金属包装板块 2023 年收入 367.19 亿元，同比-2.10%；净利润 13.12 亿元，同比+581.88%（剔除中锐股份后同比+44.16%）。其中 Q4 单季度板块收入 92.26 亿元，同比-1.59%；净利润 0.90 亿元，同比扭亏（剔除中锐后同比+970%）。2024 年 Q1 板块收入 91.43 亿元，同比+6.98%；净利润 4.84 亿元，同比+46.91%（剔除中锐后同比+54%）。

23 年金属包装板块收入有所减少，判断系原材料金属价格同比下降，包企销售单价有所下调（尤其是二片罐）。而受益于金属价格下降，板块盈利同比实现较大增长，其中三片罐业务占比较多的公司盈利表现相对更好。24Q1 板块收入盈利均同比增长，或受益于下游饮料消费较好的景气度。

主要公司的业绩表现情况如下：

**表2：包装板块重点公司收入、利润增速**

子行业	证券代码	证券名称	23 年收入增速	23 年利润增速	23Q4 收入增速	23Q4 利润增速	24Q1 收入增速	24Q1 利润增速
-----	------	------	----------	----------	-----------	-----------	-----------	-----------

子行业	证券代码	证券名称	23 年收入增速	23 年利润增速	23Q4 收入增速	23Q4 利润增速	24Q1 收入增速	24Q1 利润增速
纸包装	002831.SZ	裕同科技	-6.96%	-3.35%	2.10%	-3.44%	19.37%	20.55%
	002191.SZ	劲嘉股份	-23.96%	-40.03%	-20.57%	38.86%	-23.66%	-24.53%
	002228.SZ	合兴包装	-19.26%	-21.98%	-15.87%	-24.70%	-8.11%	4.72%
	301296.SZ	新巨丰	8.05%	0.39%	3.01%	23.09%	1.04%	25.60%
金属包装	002701.SZ	奥瑞金	-1.59%	37.05%	-2.09%	214.02%	5.95%	32.68%
	002752.SZ	昇兴股份	0.60%	59.25%	3.60%	3174.51%	9.11%	128.00%
	601968.SH	宝钢包装	-9.16%	-18.58%	-16.49%	-71.39%	12.65%	-8.92%

资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

## 2. 造纸板块展望：关注短期盈利压力，期待旺季表现

### 2.1.1 木浆成本压力考验渐近，关注提价与浆纸一体化

浆价坚挺，纸企成本压力考验渐近。2024 年 3 月以来，外盘木浆价格持续走高，带动国内浆价呈上涨趋势。浆价上涨一方面受到供给端扰动事件影响，例如海外运输工人罢工、浆厂事故停机；另一方面则受到欧洲等地木浆需求复苏的支撑，4 月欧洲化学浆同比+19%。考虑到浆价在纸企成本端的滞后体现，我们预计纸企用浆成本将在 Q2-Q3 逐步抬升。考虑到部分纸企或进行了一定的木浆储备，预计 Q3 成本压力可能更为明显。

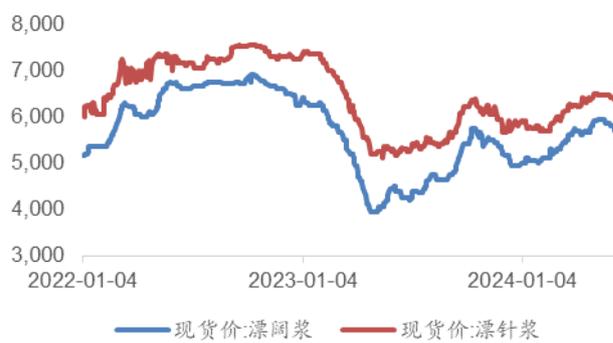
展望下半年浆价，从供给端来看，国内外将有 Suzano 年产 255 万吨和联盛年产 166 万吨阔叶浆产能投放，针叶浆则缺乏新增产能，另外不排除年内仍有供给扰动事件发生；从需求端来看，欧洲经济边际改善，用浆需求修复或将持续，且截至 4 月欧洲港口木浆库存仍处于较低水平。综合来看，下半年浆价若有回调，预计快速、大幅度回调的可能性有限；对于纸企而言，成本或难以在年内出现明显回落，下半年成本压力将持续存在。

图1：国际木浆价格走势（美元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：国内现货木浆价格走势（元/吨）

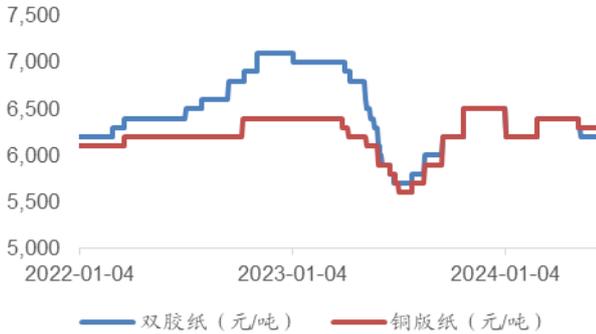


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**供需关系与浆纸一体化决定盈利表现。**在预期的木浆成本压力下，纸企盈利将主要受产品提价的影响。纸价提涨关注供需关系，需求景气度较高、旺季存在一定刚需、行业新增产能压力较小的，提价更有希望落地。同时，浆纸一体化有利于减少浆价对成本的影响，木浆自给程度较高的纸企盈利压力相对较小，新增制浆产能的纸企有望增强成本优势。此外，自身对外销售木浆、溶解浆的纸企，相关业务盈利有助于弥补造纸业务盈利的不足。

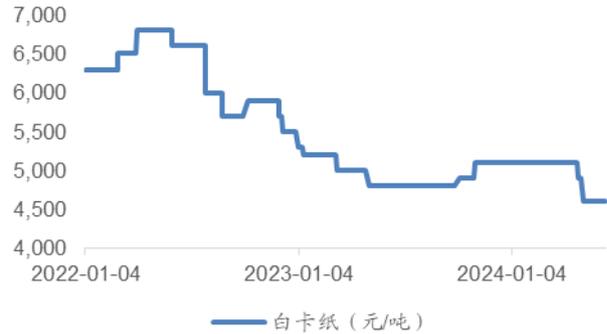
进入 Q2 以来，在浆价相对坚挺的情况下，文化纸、白卡纸价格仍出现一定幅度回调，纸企涨价函效果有限，表明纸品需求整体仍偏疲软。部分特种纸企逐步落实前期涨价计划，预计纸价相对稳定。预计 Q2 纸企盈利或呈平稳或环比小幅承压态势。展望下半年，涨价机会预计主要出现在旺季期间，文化纸、多数特种纸提价预期相对较好，卡纸类产品提价幅度或仍将受制于供过于求的压力。

图3：双胶纸、铜版纸价格走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图4：白卡纸价格走势



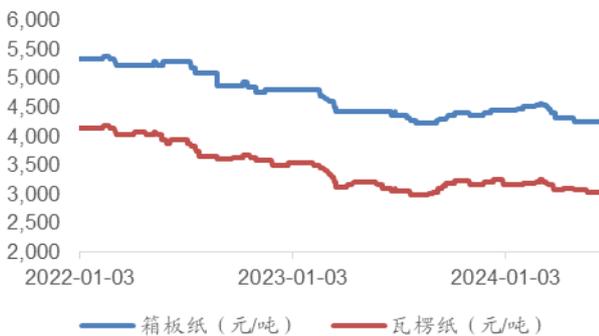
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**投资建议：**综上所述，建议关注林浆纸一体化布局、纸浆溶解浆业务有望贡献盈利、旺季有望受益文化纸刚需的**太阳纸业**，以及 Q1 推动涨价、浆纸一体化程度迎来提升的**仙鹤股份**。

### 2.1.2 箱瓦纸价短期疲软，旺季盈利有望回暖

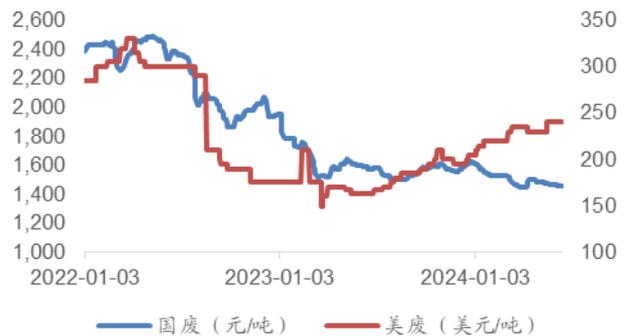
进入 Q2 以来，箱板纸、瓦楞纸价格表现疲软，4-5 月均价相比 Q1 分别下跌 4.4%、3.2%。纸价未能在节日、购物节消费预期下得到提振，或表明短期需求景气度不足，下游备货较为谨慎。与此同时，国废价格 4-5 月均价相比 Q1 下跌 3.3%，美废则上涨 4.6%，预计支撑 Q2 废纸浆进口成本。尽管 Q2 纸企停机相比 Q1 或有所减少，但判断盈利能力仍处于相对低位。

图5：箱板纸、瓦楞纸价格走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图6：国废、美废价格走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

展望未来，6 月以来纸企发布涨价函，不过 6-8 月预计仍是需求淡季，纸价短期预计低位震荡，可能随下游补库有阶段性起伏。预计 9 月左右行业进入传统旺季，届时纸价有望受益于需求释放得到提振。进口纸的影响方面，考虑到美废价格上涨，进口纸价格优势将有所收窄；预计进口纸数量对于供给端的影响将趋弱，有利于纸企淡季稳定价格、旺季提价落地。

综上所述，我们看好下半年旺季箱瓦纸企盈利提振。

### 3. 包装板块展望：细分领域盈利改善，关注分红表现

消费电子包装需求改善，三片罐或受益成本回落。

纸包装方面，从下游需求的景气度来看，我们认为消费电子包装需求相对更优，有望受益于下游复苏。例如2023年全球智能手机、PC的出货量同比-3.4%、-13.8%，2024年Q1出货量同比达到+7.7%、+5.1%；机构预测2024年全球智能手机出货量同比约+3%，PC出货量则同比持平或小幅增长。建议关注龙头公司旺季业绩释放。纸包装成本压力相对有限，原材料中文化纸成本或受浆价支撑，但是瓦楞纸、白卡纸成本预计较为稳定。

图7：全球智能手机分季度出货量



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

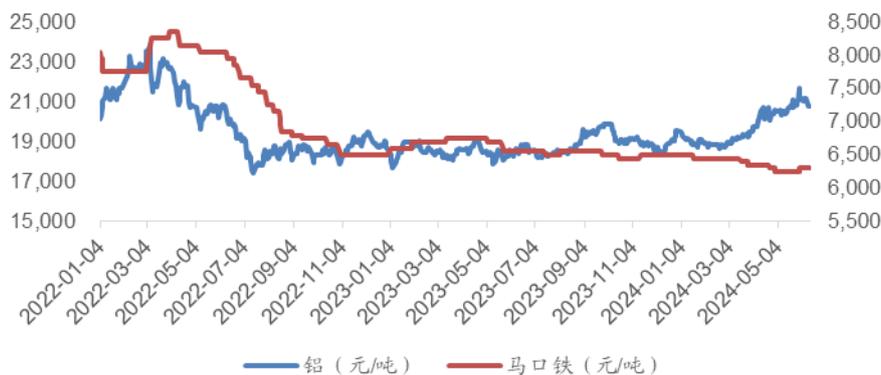
图8：全球PC分季度出货量



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

金属包装方面，预计需求增长相对平稳，主要来自于啤酒罐化率的提升和功能饮料的增长。主要包企跟随大客户布局产能，支撑产销增长。成本方面，原材料金属价格走势分化。铝价自2024年4月以来走高，4-5月均价相比Q1上涨7.6%，对应二片罐盈利或短期承压。马口铁价格小幅走弱，4-5月均价相比Q1下滑2.4%，有利于三片罐盈利。因此，三片罐业务占比较高的包企或有更好盈利表现。

图9：铝、马口铁价格走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**关注包装企业分红表现。**部分包装企业近年来实现了稳定的分红，具备较好的股息率水平。同时一些包装企业度过资本开支高峰期，计划提升分红比例，股息率预计提升。可关注股息率相对较高、业绩稳定或回暖可期的包装公司。

**表3：重点包装公司分红比例和股息率情况**

证券代码	证券名称	分红比例	分红比例	分红比例	分红比例	分红比例	股息率	股息率	股息率	股息率	股息率
		2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
002014.SZ	永新股份	73.25%	84.22%	80.78%	67.52%	82.56%	4.03%	5.06%	5.79%	4.98%	6.59%
600210.SH	紫江企业	61.38%	67.09%	68.55%	62.86%	67.77%	5.31%	5.75%	2.72%	5.00%	5.32%
002831.SZ	裕同科技	23.32%	23.26%	19.99%	20.14%	60.29%	1.05%	0.91%	0.65%	0.97%	3.39%

资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

注：股息率按报告期末最后一个收盘日价格计算；紫江企业2023年分红比例及股息率按利润分配预案计算

**投资建议：**综上所述，建议关注消费电子包装龙头**裕同科技**，公司业绩有望回暖，同时2023年以来加大分红力度，股息率有所提升。

## 4. 风险提示

经济增长不及预期，原材料价格波动超预期，行业竞争加剧。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	家居行业年报及一季报总结：内销龙头高股息率，外销拐点已现	2024-05-20
行业普通报告	轻工制造行业：文化纸涨价落地，关注纸企旺季盈利表现	2024-03-01
行业普通报告	轻工制造行业：美国1月成屋销售乐观，有望支撑家居需求	2024-02-29
行业普通报告	家居行业：LPR下调有望提振地产销售，家居需求预期改善可期	2024-02-23
行业普通报告	轻工制造行业：CCER交易市场启动，关注林业碳汇发展	2024-01-31
行业普通报告	家居行业：12月家居出口增长提速，外销有望持续向好	2024-01-26
行业普通报告	家居行业：海外家具库存改善，补库需求有望带动外销持续向暖	2023-12-28
行业普通报告	东兴轻纺&商社周观点：京沪地产政策放宽，同时关注家居外销改善	2023-12-19
行业普通报告	家居行业：11月出口数据回暖，出口业务高弹性值得期待	2023-12-14
行业普通报告	东兴轻纺&商社周观点：整装模式持续拓展，家具出口有望向好	2023-12-14

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526