

轻工行业2024年中期投资策略

布局出口链和内需优质个股

西南证券研究发展中心
轻工研究团队
2024年7月

核心观点

□ 投资主线：

- **消费**：在消费弱复苏预期下，部分品类仍体现出较强的成长韧性。以自由点（百亚股份）、冷酸灵（登康口腔）、润本（润本股份）、公牛（公牛集团）为代表的国货品牌兼具性价比和优质产品力，持续抢占外资品牌份额，在产品结构优化和渠道扩张中实现增长。家居消费板块，1-5月商品住宅销售面积累计同比下滑19.8%，由于地产销售承压、终端需求偏弱，整体竞争压力仍然较大，成长性较好的智能门锁、智能坐便器等高单值家居产品也面临不同程度价格竞争。中长期看，智能家居品类渗透率仍然偏低，且功能属性强，客单价天花板高，仍然具备较好成长空间。虽然短期家居板块处于需求收缩导致的增长困境中，但行业集中度提升的趋势仍在持续推进，龙头优势进一步夯实。推荐百亚股份、登康口腔、公牛集团。
 - **出海**：1-6月CCFI欧线海运指数上涨约143%，受海运、关税等不确定性因素增加影响，出海板块分化或加大，优选抗风险能力较强的两条主线：品牌出海和优质代工。品牌出海标的市场扩容、需求持续性较强，对上下游议价力和成本转嫁力较强，成长逻辑持续兑现。部分代工标的由于品类景气度较高，生产竞争力强，在全球市占率稳步提升，成长性显现。推荐嘉益股份、乐歌股份。
 - **造纸**：2024年初以来纸浆价格先涨后跌，1-6月纸浆期货涨幅2.5%，纸企盈利能力企稳。考虑到下半年全球浆线新增产能投放较多，在需求偏弱情况下纸浆价格压力较大，预计纸企盈利能力维持稳定。优选供需格局较好、纸价相对坚挺的文化纸标的，同时关注特种纸标的的产能投放节奏。推荐太阳纸业。
- **风险提示**：地产竣工不及预期的风险；原材料价格波动的风险；终端需求疲弱的风险；汇率波动的风险；关税、海运不确定性增加的风险。

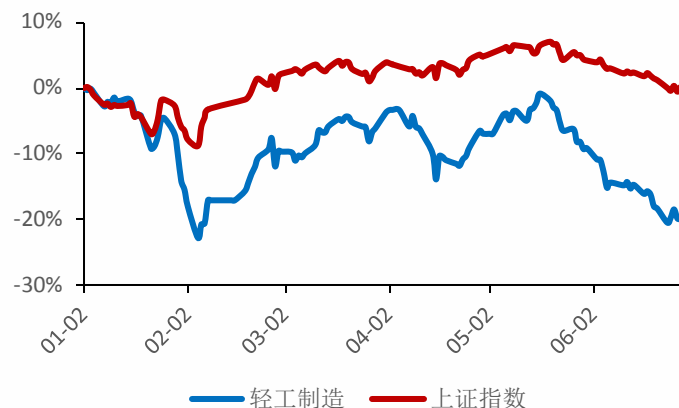
目录

- ◆ **板块数据回顾**
- ◆ **消费：成长性标的为首选**
- ◆ **出海：关注品牌出海和优质代工两条主线**
- ◆ **造纸：优选文化纸等供需格局较好品种**
- ◆ **2024年中期推荐标的与估值**

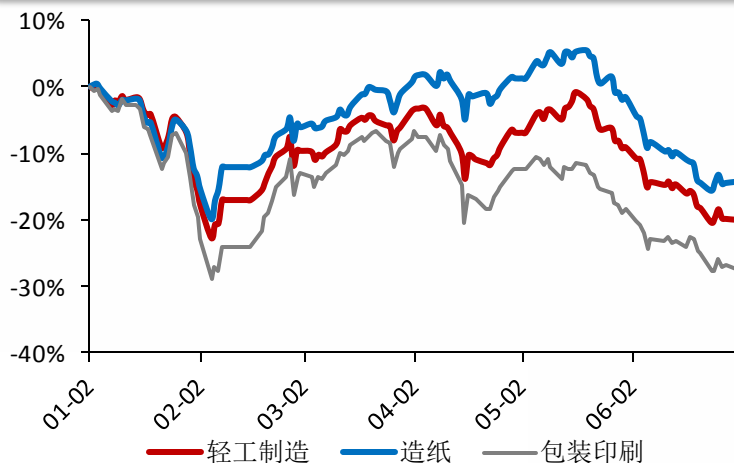
板块及个股收益率复盘

- 2024年1-6月SW轻工制造板块整体收益率-19.6%，跑输上证指数19.9pp。其中，家居和造纸板块表现好于轻工板块整体，板块收益率分别为-15.8%和-14.3%，包装和文娱板块收益率分别为-27.5%和-27.3%。
- 分子板块来看，家居板块4-5月受房地产利好政策预期催化，板块情绪修复，政策落地后市场关注基本面兑现，5月下旬后板块压力较大。造纸板块2月以来受益于纸价上涨，纸企吨盈利修复，进入6月传统淡季浆纸价格回落，板块收益率承压。

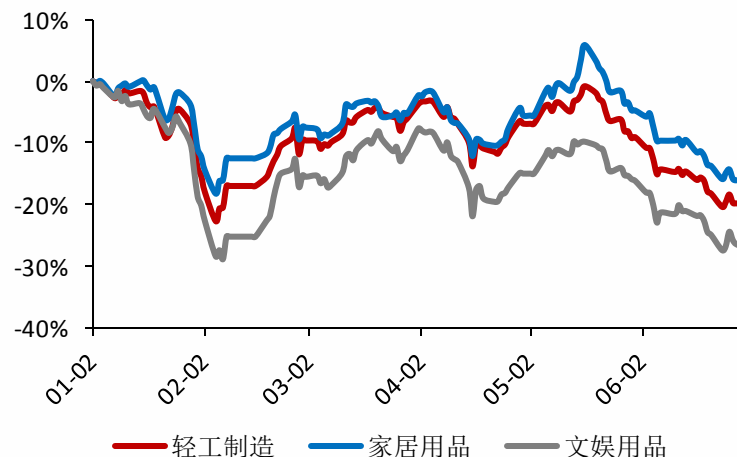
24年初以来轻工制造VS上证指数累计收益率



24年初以来轻工制造各子板块累计收益率



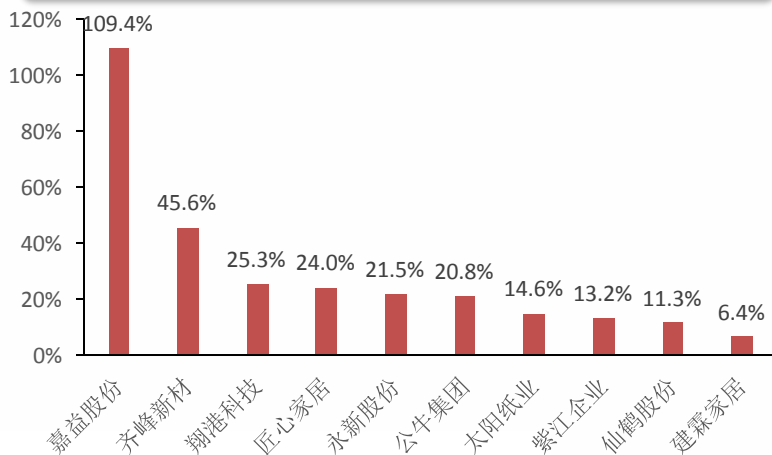
24年初以来轻工制造各子板块累计收益率



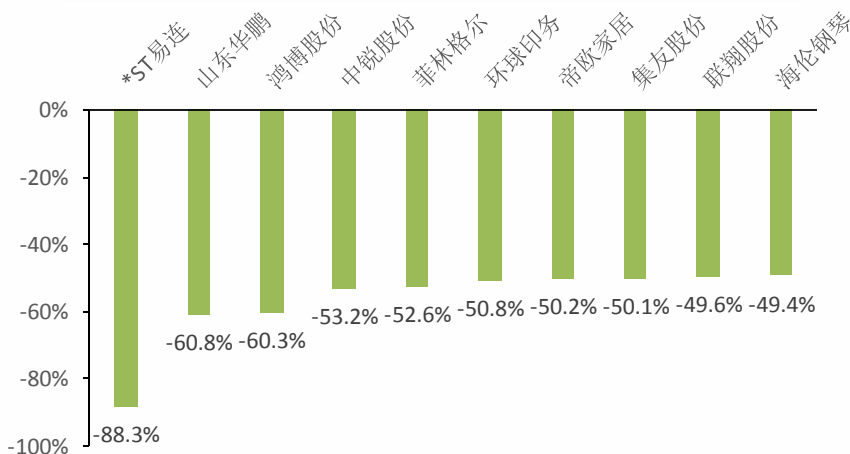
板块及个股收益率复盘

- 个股层面来看，2024年上半年个股涨幅与基本面相关度较高。**2024年1-6月涨幅居前个股主要为嘉益股份、齐峰新材、匠心家居、永新股份、公牛集团、太阳纸业、仙鹤股份等，主要集中在造纸、出口板块及高股息主题。其中嘉益股份受益于海外保温杯品类高景气，收入在高基数下继续保持较快增长；匠心家居持续拓展下游新客户，自主品牌发力成长逻辑较强；永新股份属于高股息个股；公牛集团在市场需求压力下保持稳健经营，并扎实开拓新业务；太阳纸业、齐峰新材、仙鹤股份受益于木浆成本同比下降，业绩改善。
- 2024年1-6月跌幅前十个股中以各板块业绩压力较大的小市值标的为主。**

24年上半年申万轻工板块涨跌幅TOP10



24年上半年申万轻工板块跌幅TOP10



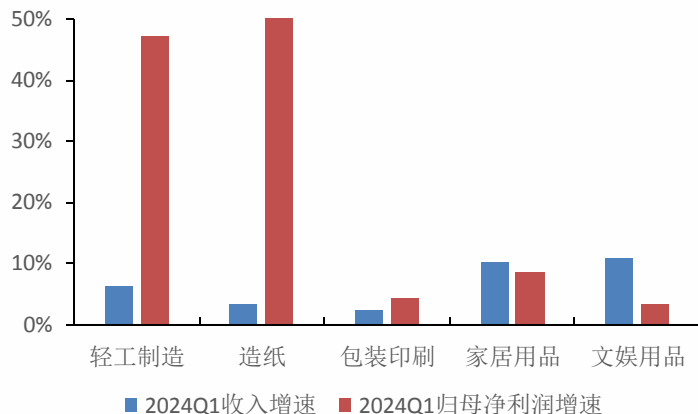
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理，截至2024/6/30，剔除北交所标的和年内新上市标的

数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理，截至2024/6/30

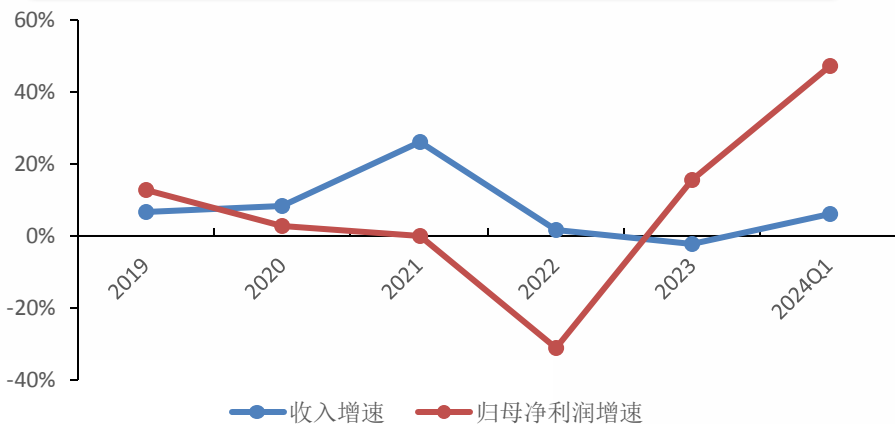
板块数据回顾

□ 轻工板块2024年Q1收入利润增速总体回升，其中造纸板块盈利修复最为明显。2024Q1申万轻工板块实现收入1346.8亿元（同比+6.3%），实现净利润76.8亿元（同比+47.3%）。分子板块来看，24Q1造纸/包装/家居/文娱板块收入增速分别为+3.6%/+2.4%/+10.3%/+10.8%，净利润增速分别为+1933.6%/+4.4%/+8.8%/+3.4%。其中家居板块收入和利润均保持稳健增长，造纸板块盈利能力修复明显。

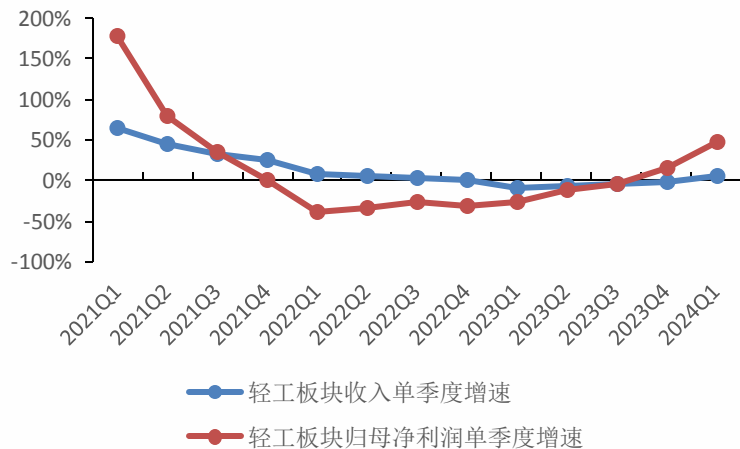
2024Q1各子板块收入/净利润增速



19-24Q1申万轻工板块收入/利润增速



单季度申万轻工板块收入/净利润增速



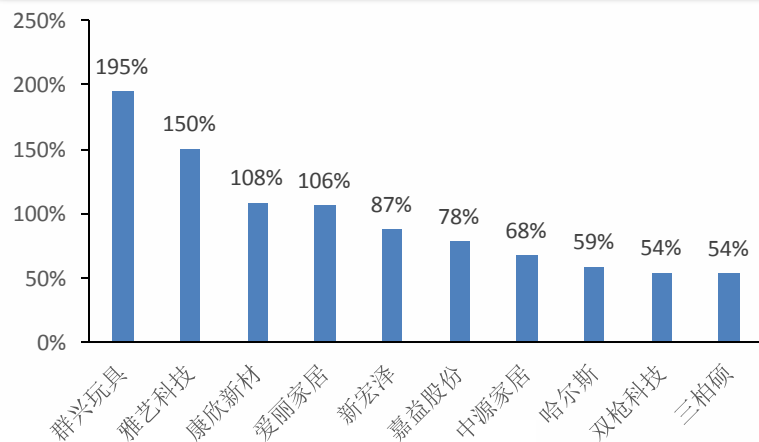
数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

www.swsc.com.cn

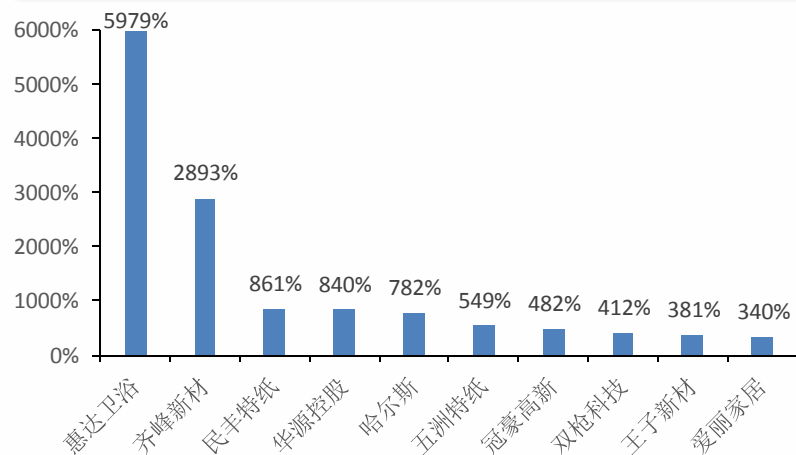
板块数据回顾

- 从个股基本面来看，24Q1轻工板块收入涨幅TOP5为群兴玩具、雅艺科技、康欣新材、爱丽家居、新宏泽。净利润涨幅TOP5为惠达卫浴、齐峰新材、民丰特纸、华源控股、哈尔斯。
- 收入涨幅居前的主要为出口标的，由于出口企业去年同期普遍基数较低，同时今年下游渠道恢复正常补库，出口板块收入及利润增速均表现亮眼。
- 净利润增速居前的企业主要集中在造纸行业，由于23H1木浆价格偏高，24Q1浆价成本同比下行，吨盈利明显改善。

24Q1年申万轻工板块收入增速TOP10



24Q1申万轻工板块净利润增速TOP10



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

www.swsc.com.cn

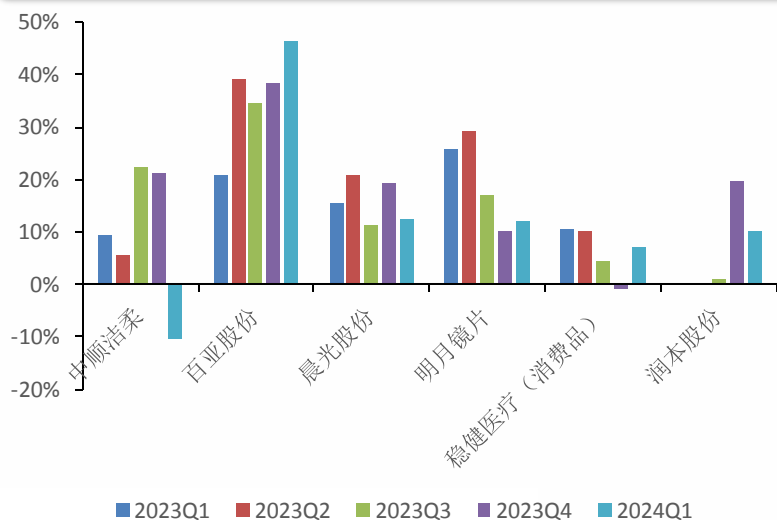
目 录

- ◆ 板块数据回顾
- ◆ **消费：成长性标的为首选**
- ◆ 出海：关注品牌出海和优质代工两条主线
- ◆ 造纸：优选文化纸等供需格局较好品种
- ◆ 2024年中期推荐标的与估值

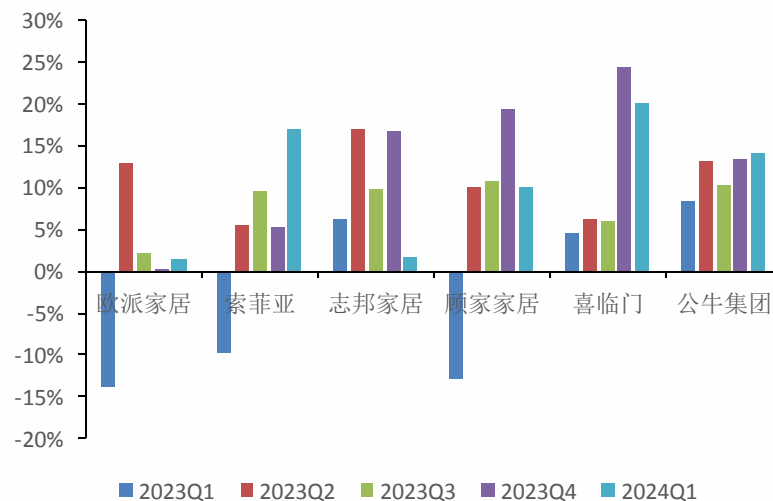
消费：成长性标的为首选

- 对比必选消费品和可选消费品来看，轻工板块必选消费品增长稳定性较强，部分必选消费品在2024Q1保持了良好成长性，如百亚股份连续4个季度单季度收入增长30%以上。可选消费品主要为家居品类，低基数下2024Q1家居品牌呈现阶段性恢复增长。但当前时点地产销售仍显疲软，装修需求不足，导致家居企业收入增速仍有承压。

轻工必选消费品牌单季度收入增速



轻工可选消费品牌单季度收入增速



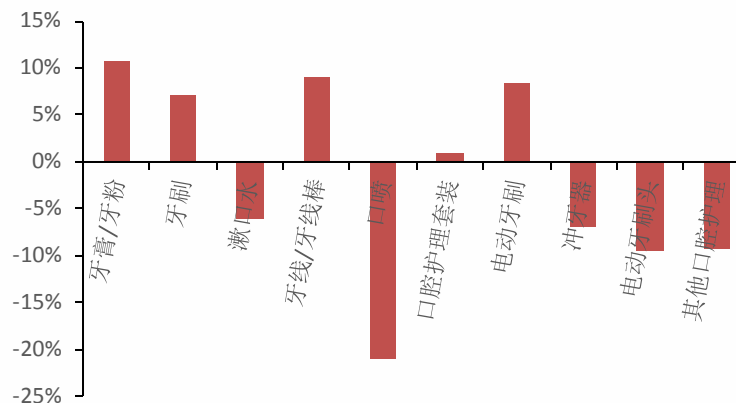
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

必选消费：口腔护理产品升级，行业格局逐步优化

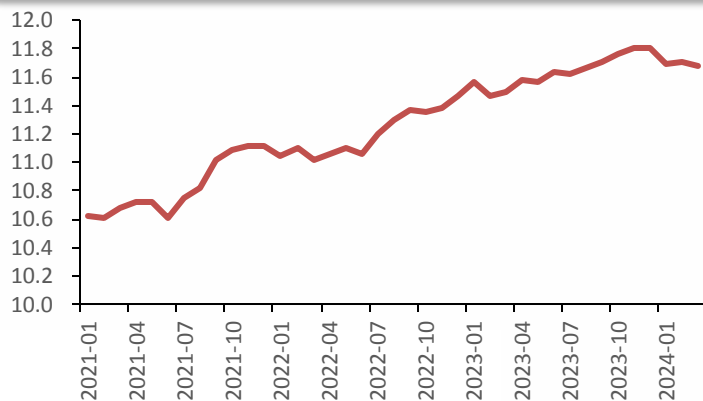
- 必选消费中个护类需求韧性较强，其中口腔护理、女性护理、婴童护理等产品结构仍有优化空间，成长品牌市场份额稳步提升。
- 口腔护理产品刚需属性较强，行业格局缓慢集中。牙膏品类偏刚需，价格总体稳中有升，2024年初以来价格基本稳定在11.7-11.8元/盒。作为传统产品，牙膏品类线上渗透率逐步提升，2023年线上渠道零售额增长较快，增速为10.8%。竞争格局来看，国产龙头品牌如云南白药、冷酸灵等市占率仍在提升中，行业格局逐步优化。

2023年口腔护理各品类线上零售规模增速



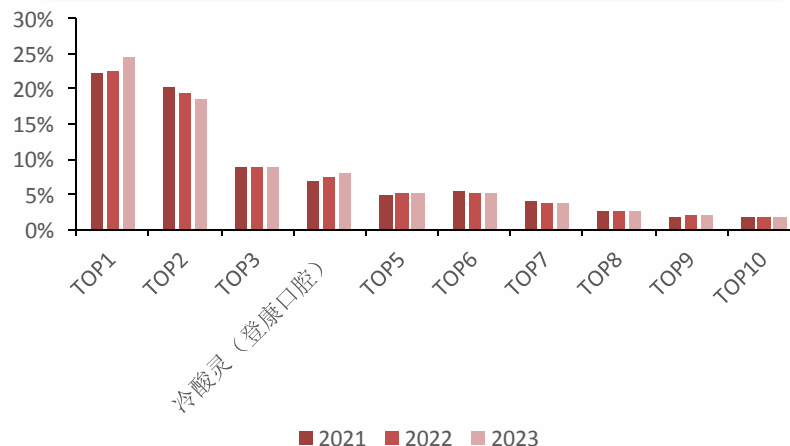
数据来源：中国口腔护理协会，西南证券整理

牙膏平均价格走势



— 36个大中城市牙膏平均价格(普通120克左右，元/盒)

牙膏品牌线下销售额市场份额

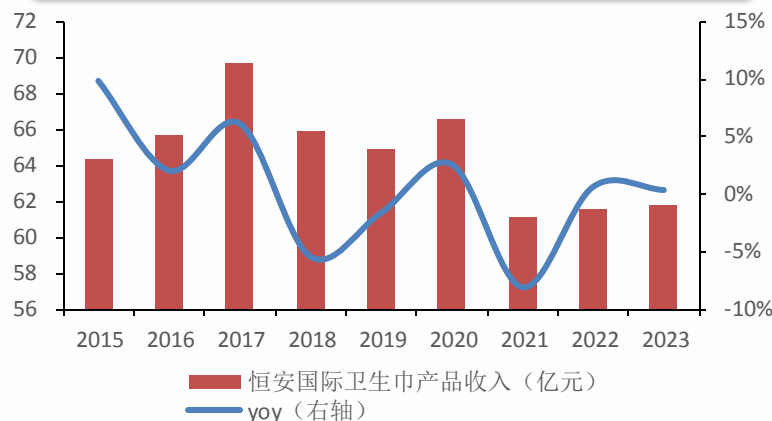


数据来源：尼尔森，登康口腔公告，西南证券整理

必选消费：女性卫生用品产品结构持续优化

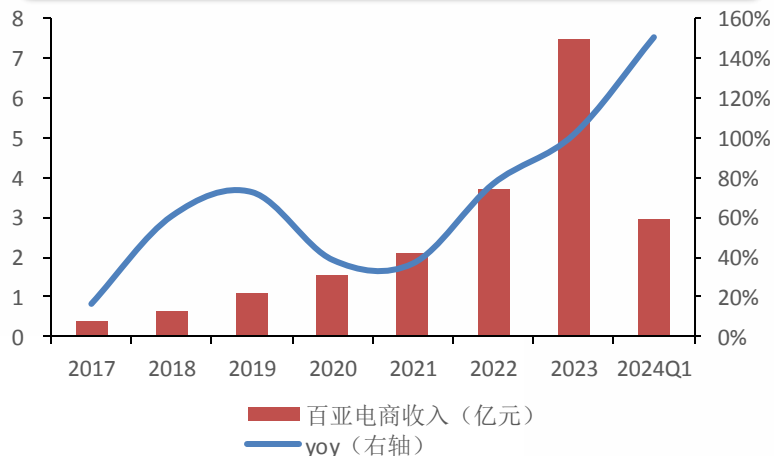
□ 女性卫生用品兼具成长性和刚需属性，产品结构持续优化。各品牌普遍推出中高端新品，迎合消费者悦己需求，提升品牌均价，如百亚股份2023年片单价提升8%左右。国产新锐品牌重点培育直播电商等新赛道，品效合一，实现销售弯道超越的同时扩大品牌影响力，2024Q1百亚股份电商渠道增速突破150%。新产品和新渠道拉动下卫生巾赛道成长性突出。

恒安国际卫生巾产品收入及增速

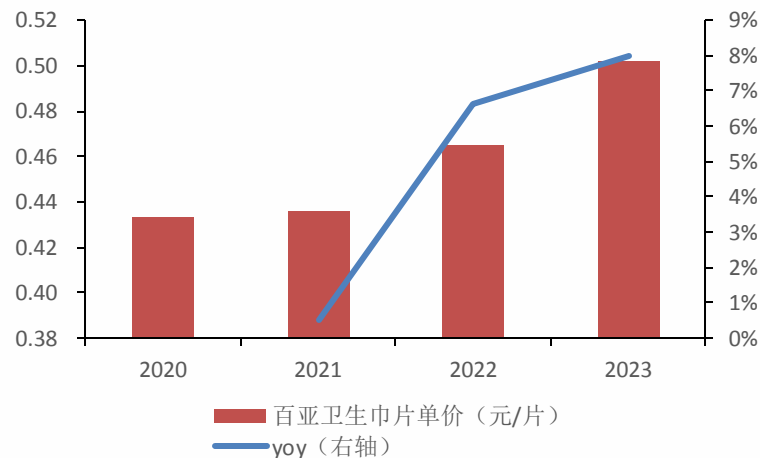


数据来源：Wind，西南证券整理

百亚股份电商收入及增速



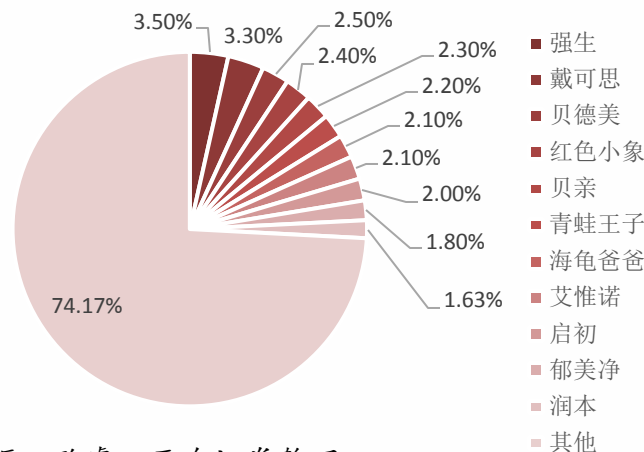
百亚股份产品均价



必选消费：婴童护理仍有较大提升空间

□ 婴童护理赛道处于精细化、专业化趋势的早期，行业新品迭出，单童消费仍有较大提升空间，头部品牌有望取得先发优势。婴童护理产品中，适合不同年龄层的儿童防晒、舒缓面霜、儿童洁面产品等新品迭出。2017-2023年单童个护消费从90元上涨至170元左右，CAGR为11%，消费金额提升较快。目前婴童护理品牌格局较为分散，随着部分国产品牌深耕产品开发，借助线上渠道扩大品牌影响力，有望取得先发优势。

2023年婴童护理品牌市占率



数据来源：欧睿，西南证券整理

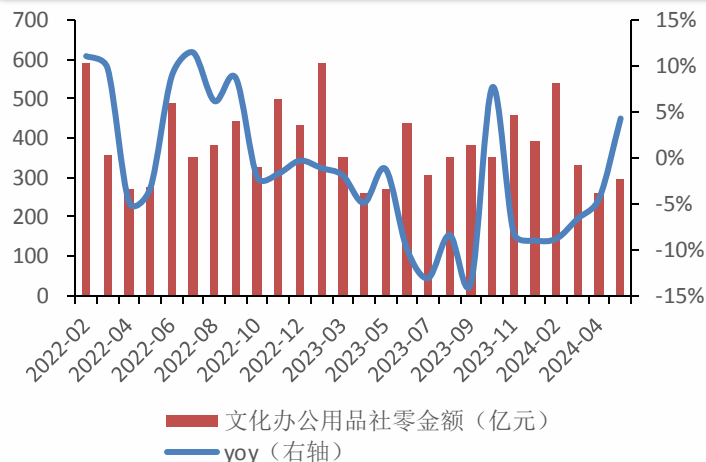
表：国内12岁以下婴童人数和单童个护消费

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国婴童护理行业市场规模（亿元） | 192.97 | 223.05 | 258.52 | 282.17 | 318.26 | 299.49 | 320.05 |
| 同比增速 | | 15.59% | 15.90% | 9.15% | 12.79% | -5.90% | 6.87% |
| 12岁以内婴童人数（亿人） | 2.13 | 2.13 | 2.11 | 2.07 | 2.02 | 1.95 | 1.88 |
| 同比增速 | | -0.4% | -0.6% | -1.9% | -2.6% | -3.3% | -3.6% |
| 单童个护消费（元/人/年） | 90.4 | 105.0 | 122.3 | 136.1 | 157.6 | 153.3 | 169.9 |
| 同比增速 | | 16.1% | 16.6% | 11.2% | 15.8% | -2.7% | 10.8% |

必选消费：文具需求平稳，新场景增长动能充足

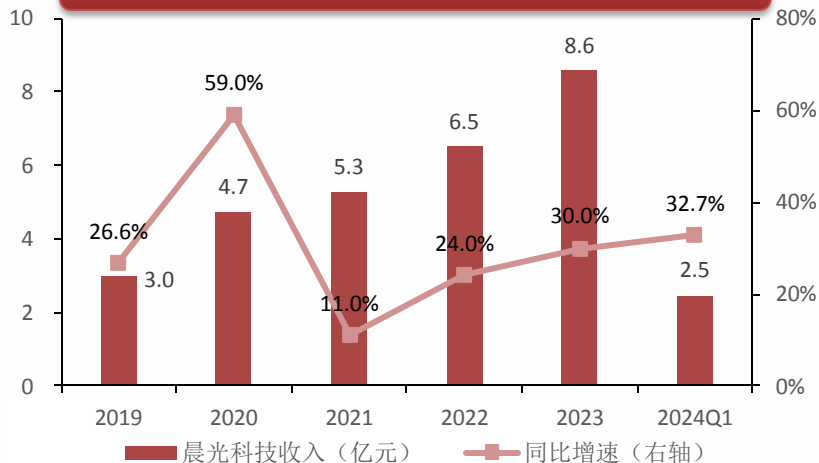
□ **文具需求平稳，新场景增长动能充足。** 2024年初以来，文化办公用品社零金额逐步改善，1-4月社零金额降幅逐步收窄，单5月实现增速转正，下游需求有所修复。从消费场景来看，电商、零售大店等新渠道增长更快，2023年晨光股份电商（晨光科技）及九木杂物社收入分别同比增长30%/52.6%，高于行业增长水平。考虑到头部品牌渠道布局完善，随着行业需求修复，头部品牌有望充分受益。

文化办公用品社零金额及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

晨光科技收入及同比增速



数据来源：晨光股份公告，西南证券整理
www.swsc.com.cn

表：九木杂物社收入及净利润

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 |
|--------|---------|----------|----------|----------|---------|--------|
| 收入(亿元) | 4.60 | 5.58 | 9.49 | 8.13 | 12.40 | 3.48 |
| 同比增速 | 200.9% | 21.3% | 70.0% | -14.4% | 52.6% | 25.1% |
| 利润(万元) | -693.11 | -4207.86 | -2255.78 | -3650.09 | 2572.81 | / |
| 净利率 | -1.5% | -7.5% | -2.4% | -4.5% | 2.1% | / |

数据来源：晨光股份公告，西南证券整理

可选消费：政策持续落地，传导效果仍需时日

- 2024年初以来各地放松限购、降低首付比例和贷款利率、收购存量房等相关政策密集出台。2024年4月政治局会议以来，政策侧重点转向去库存为主，一方面降低有需求人群的购房门槛，另一方面持续推进以旧换新、收储等新方案试点工作。展望后续，收购存量房、加码购房激励政策等手段仍有进一步落地空间，政策效果有望逐步显现。

表：近期保交付/保障房/房贷相关政策

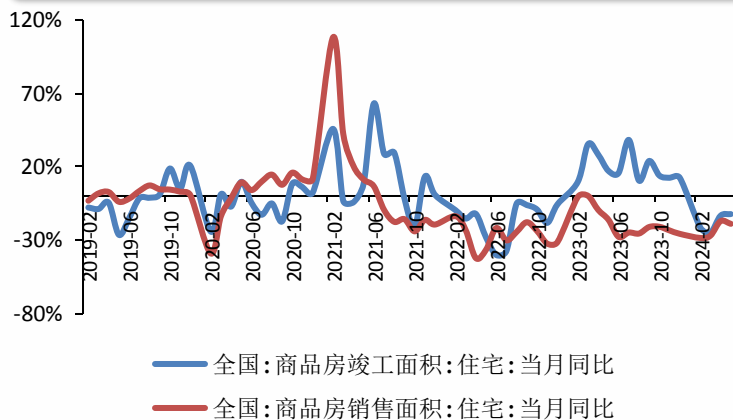
| 日期 | 主体 | 政策内容 |
|------------|--|---|
| 2023年12月 | 国务院、中国人民银行、住房和城乡建设部 | 中央经济工作会议强调房地产市场的重要性，将其列为防范化解重点领域风险的首位，提出要积极稳妥化解房地产风险，确保政策公平对待所有制房地产企业，合理满足其融资需求，同时强调了房地产市场稳定运行的重要性，预示着2024年房地产政策将持续趋向宽松，以促进市场平稳健康发展 |
| 2024年4月30日 | 中央政治局会议 | 继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。 |
| 2024年5月17日 | 中国人民银行 | 《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》明确，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325% |
| 2024年5月17日 | 中国人民银行 | 中国人民银行拟设立保障性住房再贷款，规模3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次。这项政策旨在鼓励金融机构支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作保障性住房 |
| 2024年5月17日 | 中国人民银行、国家金融监督管理总局 | 取消全国层面房贷利率政策下限、下调房贷首付款比例和公积金贷款利率、拟设立保障性住房再贷款。首套和二套房贷的最低首付款比例分别降至不低于15%和不低于25%。 |
| 2024年5月27日 | 上海市住房和城乡建设管理委员会、市房屋管理局、市规划资源局、市税务局等四部门 | 四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，其中提出调整优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策、支持“以旧换新”以及优化土地和住房供应等九条政策措施。 |

数据来源：21世纪经济报道，光明网，中国政府网，西南证券整理

可选消费：政策持续落地，传导效果仍需时日

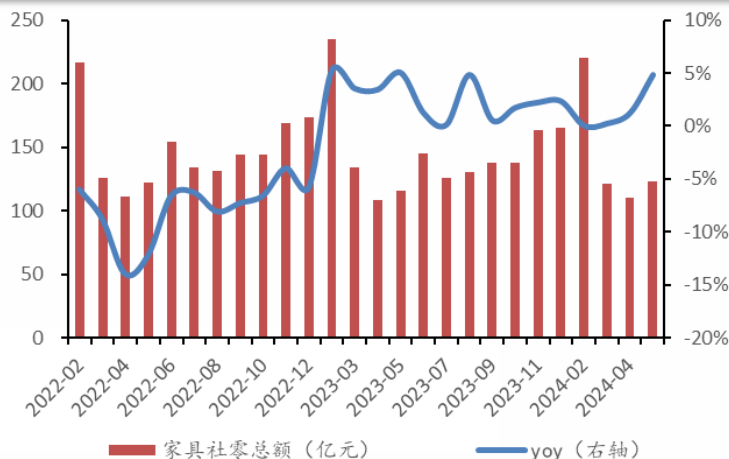
- 4-5月商品住宅销售增速降幅略有收窄，1-5月累计销售面积仍同比下滑。地产政策持续落地一定程度上提振消费者信心，但传导至地产销售及家居企业订单仍需时日。2024年1-5月商品住宅销售面积累计同比下滑19.8%，其中单4月和5月降幅分别为17.1%/19%，较一季度有所收窄。
- 地产销售增速压制下，企业终端接单承压。除公牛集团外，24Q1末合同负债较2022或2023年同期规模均有不同程度下滑。

商品住宅竣工/销售单月增速

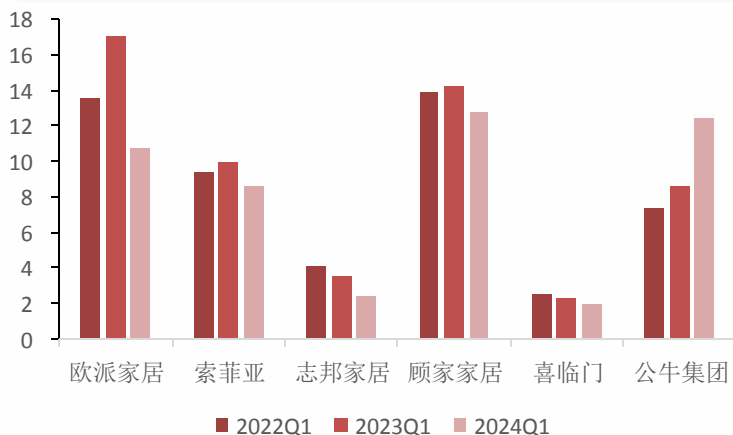


数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

家具社零总额及同比增速



家居企业合同负债金额（亿元）



www.swsc.com.cn

数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

数据来源：Wind，西南证券整理

可选消费：智能家居产品中长期仍具备良好成长空间

- 智能家居产品短期价格竞争较为激烈，中长期仍具备良好成长空间。2023年-2024Q1智能马桶市场销售额增速承压，主要由于终端消费者对轻智能性价比产品偏好增加，行业均价有所回落。根据奥维云网数据，2023年智能马桶一体机均价2502元，同比下滑约14%。智能门锁线上均价也处于2022年以来偏低水平。考虑到智能马桶、智能门锁等智能化产品对传统产品仍存在替代空间，价格竞争缓和后中长期成长性仍然充足。

智能马桶一体机和智能马桶盖销额同比增速

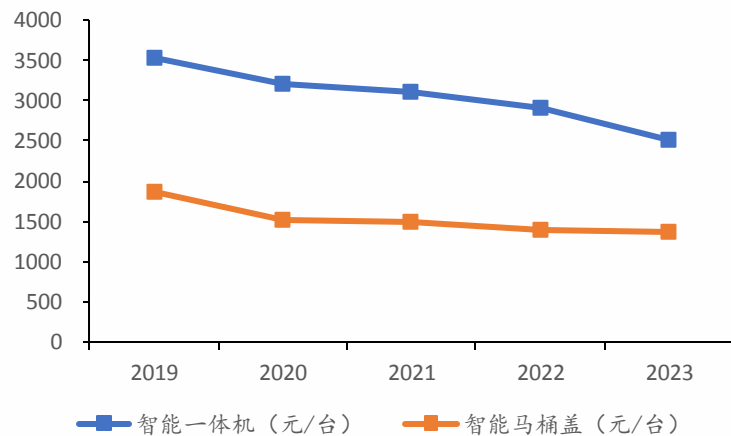


智能门锁线上均价走势 (元/件)



数据来源：洛图科技，西南证券整理

智能马桶均价走势



数据来源：奥维云网，西南证券整理

目录

- ◆ 板块数据回顾
- ◆ 消费：成长性标的为首选
- ◆ 出海：关注品牌出海和优质代工两条主线
- ◆ 造纸：优选文化纸等供需格局较好品种
- ◆ 2024年中期推荐标的与估值

出海：优选抗风险能力较强的品牌出海和优质代工企业

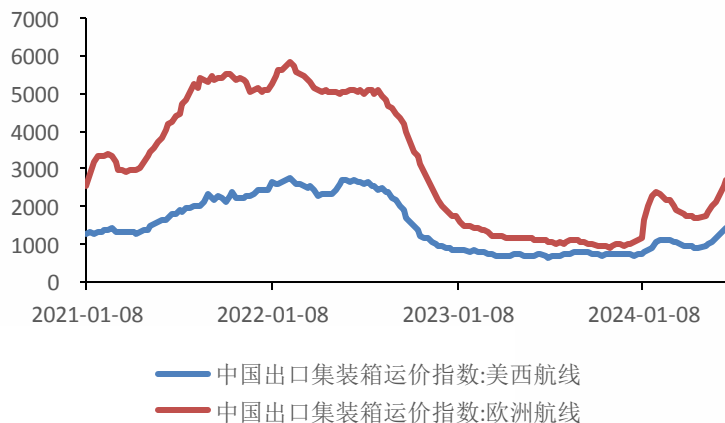
□ 海运、关税等不确定性增加，出口链优选抗风险能力较强的两条主线：品牌出海和优质代工。受红海局势紧张影响，2024年初以来中国出口至欧洲、美国航线运费不同程度上涨，且5月以来涨幅加快。品牌出海企业主要为自主承担运费，海运成本随之上涨；出口代工企业主要由客户承担运费，但发货节奏有不同程度延迟。展望下半年，海运价格、关税政策仍存在不确定性，优选对上下游议价能力较强，可以转嫁部分成本的品牌出海公司；以及代工企业中细分品类持续景气，公司市占率稳步提升的成长企业。

部分出口公司加征关税情况

| 公司 | 对国内关税 |
|------|------------------------------|
| 匠心家居 | 美国加征25%，加拿大加征40.71% |
| 乐歌股份 | 美国加征25%，其余无另外加征 |
| 梦百合 | 中国工厂出口至美国有反倾销税57% |
| 恒林股份 | 美国加征25%，其余无另外加征 |
| 致欧科技 | 大部分产品征收25%，少部分产品豁免 |
| 西大门 | 美国加征25%（但美国收入占比不高），其他外销无加征关税 |

数据来源：各公司公告，西南证券整理

中国出口集装箱运价指数



部分原材料价格波动



出海：品牌出海市场空间仍然充足

□ 出海品牌通过性价比优势快速扩张，市场份额有望逐步提升。美国家具市场成熟，中国出海品牌向上对标本土高端品牌，以性价比优势获取客户；通过产品品质、售后服务等软实力降维打击小品牌，目前成长空间仍然充足。2023年来看，恒林、西大门等新锐出海品牌增势迅猛，致欧、乐歌等成熟品牌稳健扩张。各公司目前仍有新渠道和空白市场等待布局，有望保持成长势头。

跨境出海品牌增速

| 公司 | 2023年跨境电商收入 | 2023年跨境电商增速 |
|------|-------------|-------------|
| 致欧科技 | 60.7亿 | 11% |
| 梦百合 | 9.66亿 | 116% |
| 西大门 | 1.48亿 | 136% |
| 恒林股份 | 16.21亿 | 61% |
| 乐歌股份 | 17.72亿 | 13% |

表：跨境电商品牌VS白牌/本土品牌价格对比

数据来源：各公司公告，西南证券整理

| 出海品牌 | 产品 | 出海品牌价格 | 白牌/其他跨境小卖家 | 白牌价格 | 本土头部品牌 | 本土品牌价格 |
|-------------------|--------|----------------------|----------------------|-----------------|----------|------------------|
| Songmics致欧科技 | 鞋柜 | 40-60美元 | Z&L HOUSE | 25-30美元 | IKEA | 70-80美元 |
| MLily（梦百合） | 床垫 | 139.99-3499美元 | FDW | 109.99-307.8美元 | TEMPUR | 1949.99-4049美元 |
| Persilux（西大门） | 遮阳面料 | 12.99-14.99美元 | Tokblind | 4.99-7.99美元 | Homebox | 29.99-89.99美元 |
| Nouhaus（恒林股份） | 办公椅 | 199.99-689.99美元 | Furmax | 24.99-219.99美元 | IKEA | 199元-2499元 |
| Flexispot（乐歌股份） | 升降桌 | 169.99-699.99美元 | Azonanor | 109.98美元 | FEZIBO | 169.99-688.49美元 |
| Moto Motion（匠心家居） | 电动功能单椅 | 800-1000美元 | Best Choice Products | 229.99-399.99美元 | La-z-boy | 1300-2700美元 |
| HILAND（久祺股份） | 自行车 | 山地自行车179.99-899.99美元 | Dinling | 199.00-259.00美元 | Schwinn | 179.32-2877.46美元 |

数据来源：Amazon，西南证券整理

出海：代工优选景气度较高的细分品类

□ 2024年全年来看，大部分出口链公司收入及利润基数逐步上行，基数影响下收入增长或边际放缓。24Q1部分出口公司在高基数下仍实现高增长，如嘉益股份、恒林股份、玉马遮阳、乐歌股份、西大门等；部分公司在24Q1低基数下增速修复趋势明显，如家联科技、依依股份、匠心家居、共创草坪、永艺股份。关注受基数影响较小，或经营稳健、市占率提升，在高基数下仍能保持较快增长的企业。

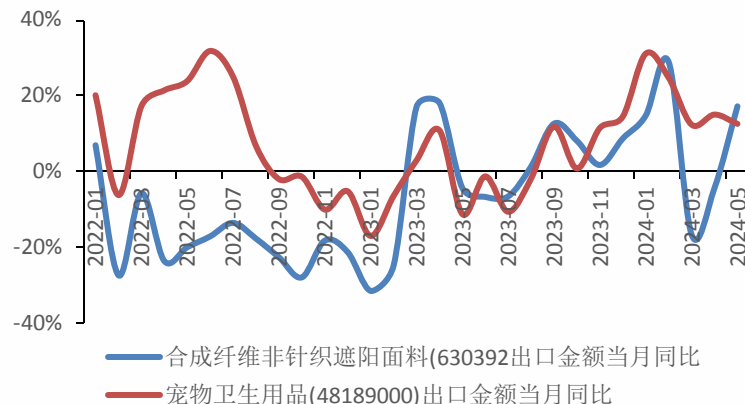
表：出口链企业单季度收入及净利润增速

| 公司 | 收入增速 | | | | | 净利润增速 | | | | |
|------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|---------|---------|
| | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 |
| 嘉益股份 | 32.5% | 49.8% | 51.8% | 29.2% | 78.2% | 61.0% | 105.9% | 85.8% | 51.6% | 102.2% |
| 玉马遮阳 | 14.4% | 22.4% | 18.8% | 28.2% | 21.6% | 0.3% | 4.4% | -2.3% | 19.8% | 35.5% |
| 共创草坪 | -18.0% | 12.2% | 1.4% | 5.2% | 23.1% | 9.8% | 7.5% | -13.4% | -15.1% | 29.4% |
| 匠心家居 | -7.4% | 61.7% | 55.8% | 32.0% | 30.7% | 8.7% | 22.1% | 43.9% | 9.2% | 58.0% |
| 恒林股份 | 20.8% | 25.7% | 27.1% | 28.3% | 39.0% | 7.5% | 32.0% | 21.3% | -269.6% | 31.2% |
| 永艺股份 | -30.9% | -30.2% | -1.4% | 19.7% | 23.0% | 9.5% | 1.2% | -53.4% | 72.4% | -17.5% |
| 致欧科技 | -11.2% | -0.4% | 13.9% | 45.0% | 45.3% | 69.9% | 67.2% | 64.8% | 60.6% | 15.1% |
| 家联科技 | -20.8% | -24.3% | -21.1% | 24.2% | 52.0% | -18.9% | -53.6% | -72.1% | -150.9% | 136.0% |
| 依依股份 | -19.5% | -9.0% | -12.6% | -6.5% | 35.2% | -112.3% | 0.5% | -31.0% | -33.2% | 1974.8% |
| 西大门 | 5.0% | 38.1% | 26.1% | 39.8% | 38.3% | -14.9% | 49.4% | 11.6% | -7.9% | 40.2% |
| 麒盛科技 | -6.4% | 19.9% | 27.2% | 30.0% | 8.5% | -57.4% | 136.1% | -6.2% | 113.8% | 88.0% |
| 梦百合 | -20.7% | -2.0% | 6.5% | 16.0% | 7.1% | -45.6% | 53.0% | 1.5% | 89.0% | 18.2% |
| 建霖家居 | -29.0% | -11.6% | 22.1% | 47.3% | 42.7% | -52.7% | -13.2% | 0.7% | 33.7% | 170.3% |

出海：基数上升，关注经营稳健、细分赛道景气、市占率提升标的

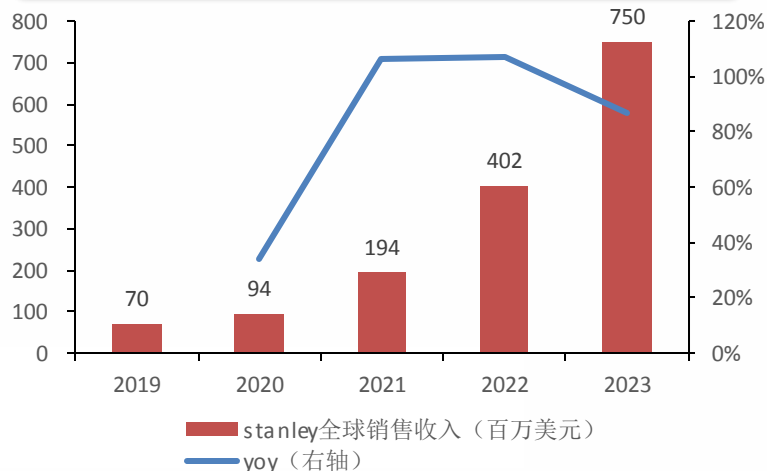
□ 出口品类景气度差异较大，优选下游需求旺盛、或行业渗透率仍有提升空间的品类。出口部分品类保持高景气，如美国保温杯品牌Stanley凭借对爆款杯型的持续运营，延续爆品的生命周期，同时储备开发新爆品，销售额增长迅速，2023年达到7.5亿美元收入，同比增长80%以上，带动上游代工商订单持续高增。部分品类海外市场的渗透率和市场份额仍有提升空间，如人造草坪、宠物卫生用品、功能遮阳面料等。

遮阳面料/宠物卫生用品出口金额增速

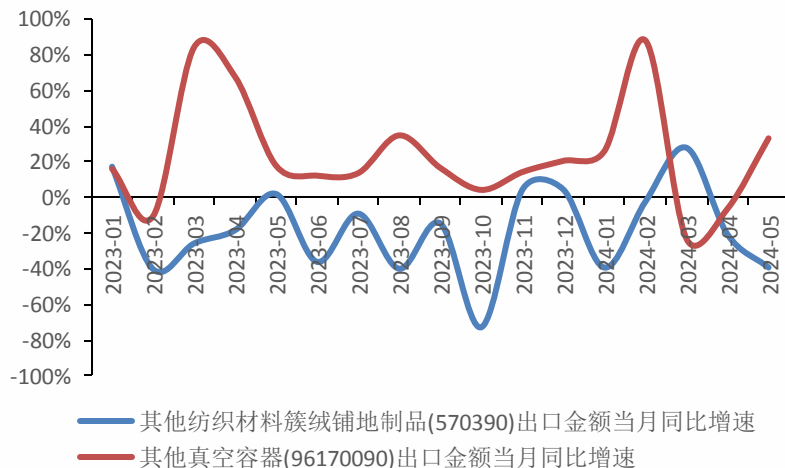


数据来源：Wind，西南证券整理

Stanley品牌收入



人造草/保温杯品类出口金额增速



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

◆ 板块数据回顾

◆ 消费：成长性标的为首选

◆ 出海：关注品牌出海和优质代工两条主线

◆ 造纸：优选文化纸等供需格局较好品种

◆ 2024年中期推荐标的与估值

纸浆：纸浆供给充足，浆价上行压力较小

□ **纸浆：上半年纸浆价格先涨后跌，下半年供给仍然充足。**2024年初以来纸浆价格先涨后跌，从期货价格看，2月初底部（约5670元/吨）至5月高点（约6400元/吨）涨幅约12.9%，主要受欧洲纸浆主产地芬兰工人罢工，影响港口运输，及巴西南部极端降雨天气，开工率下降等供给端扰动影响。进入6月下游需求转淡，浆价回落。展望下半年，国内外纸浆新增供给释放，产能充足。需求端来看，Q3下游部分纸种再度进入旺季，需求有望边际改善，并对浆价形成一定支撑。

SHFE纸浆期货结算价格（元/吨）



数据来源：Wind、西南证券整理

www.swsc.com.cn

表：海外浆厂待投产产能规划

| 浆厂 | 品种 | 设计产能（万吨） | 投产时间 |
|---------------|--------------------|----------|-------|
| 巴西Suzano | 阔叶浆 | 255 | 2024年 |
| 巴拉圭 Parcel SA | 阔叶浆、漂白桉木牛皮纸浆（BHKP） | 180 | 2025年 |
| 巴西CMPC | 漂白硬木牛皮纸浆 | 250 | 2026年 |
| 智利Arauco | 阔叶浆 | 250 | 2028年 |

数据来源：纸业联讯，西南证券整理

表：国内2024年规划投产的浆线

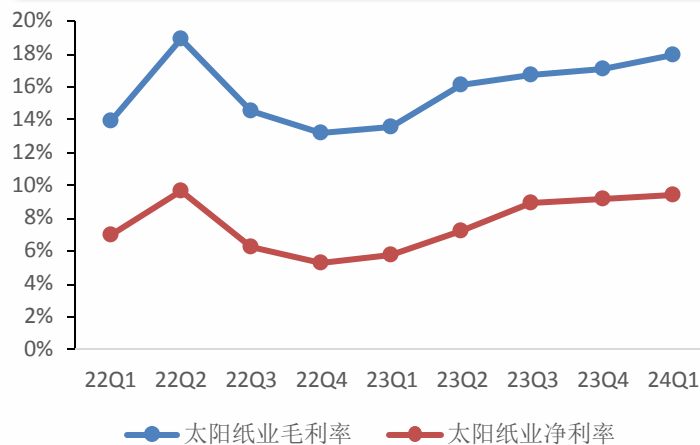
| 企业 | 浆线地点 | 品种 | 设计产能 | 投产时间 |
|----|------|---------|---------|--------|
| 玖龙 | 广西 | 化学浆/化机浆 | 170万吨/年 | 2024Q3 |
| 仙鹤 | 广西 | 特种纸浆线 | 60万吨/年 | 2024Q3 |
| 仙鹤 | 湖北 | -- | 20万吨/年 | 2024Q3 |

数据来源：纸业联讯，西南证券整理

文化纸：供需格局较好，纸企吨盈利稳定

□ 文化纸供给格局较好，头部企业盈利稳定。文化纸每年新增产能稳定，下游教辅教材、党建期刊等需求稳步增长，供需格局良好。2024年下半年文化纸产能预计新增100万吨左右，全年新增200万吨左右，2025年目前规划投产的产能较少，供给增长平稳。预计在需求改善下，下半年旺季文化纸价格有望保持坚挺。太阳纸业24Q1毛利率及净利率均恢复至历史较好水平，公司自给浆比例较高，纸价改善后吨盈利有望回升。

太阳纸业毛利率/净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

表：2024年文化纸已投产产能及2024-2025年待投产产能

| | 企业 | 地点 | 品种 | 设计产能 | 投产时间 |
|-----|------|------|--------------------|--------|------------|
| 已投产 | 山东华泰 | -- | 高档文化纸 | 52万吨/年 | 2024年1月16日 |
| | 玖龙纸业 | 广西北海 | 未涂布文化纸 | 55万吨/年 | 2024年1月25日 |
| 待投产 | 玖龙纸业 | 江苏太仓 | 未涂布文化纸 | 20万吨/年 | 2024-2025 |
| | 玖龙纸业 | 广东东莞 | 未涂布文化纸 | 30万吨/年 | 2024-2025 |
| | 岳阳林纸 | -- | 文化纸 | 45万吨/年 | 2024Q4 |
| | 五洲特纸 | 湖北 | 35-120g/m2定量范围的文化纸 | 30万吨/年 | 2025 |
| | 亚太森博 | 山东日照 | 文化纸 | 50万吨/年 | 2024Q4 |

数据来源：纸业联讯，西南证券整理

特种纸：受益于浆价低位，盈利能力有望回升

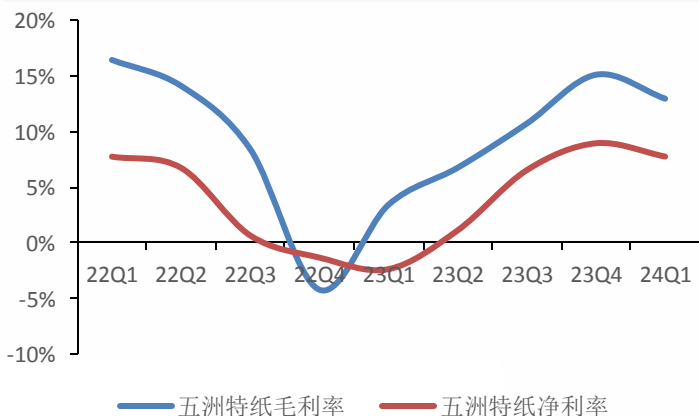
□ 特种纸盈利能力持续恢复。年初以来特种纸部分纸种提价幅度较大，落地成果较好，如热转印纸、格拉辛纸等。随着浆价回落，纸企吨盈利释放，毛利率和净利率均达到历史高位。特种纸由于纸种较多，单一纸种市场集中度较高，纸企对下游有一定议价能力，纸价相对坚挺。展望下半年，浆价平稳情况下，特种纸企盈利有望保持较好水平。

表：特种纸上半年调价函

| 企业 | 内容 |
|------|---|
| 仁丰特纸 | 2024年4月1日发货起，PM6、PM10车间所有产品在2024年3月份价格基础上统一上调300元/吨。 |
| 江河纸业 | 2024年3月11日发货起，数码纸全系产品在现有价格基础上统一上调1000元/吨。 |
| 太阳纸业 | 2024年4月1日起，PM11、PM12、PM40机台产品接单价格在目前执行价格基础上统一调涨300元/吨 |
| 五洲特纸 | 2024年4月1日起针对集团旗下所有单光类白牛产品在现有价格基础上上调300元/吨 |
| 仙鹤纸业 | 2024年4月7日起，本色转移印花原纸全系列产品在现有价格基础上上调500元/吨 |

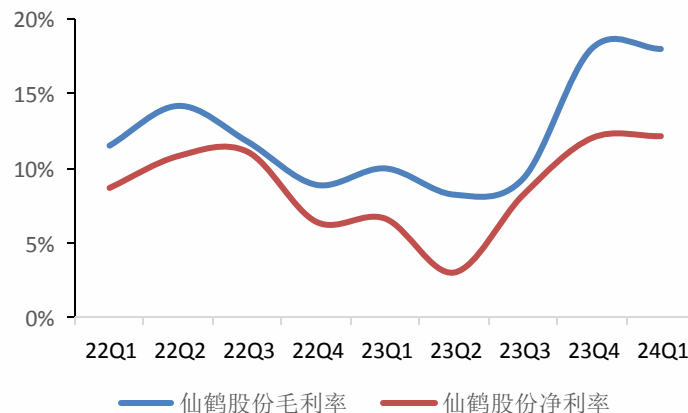
数据来源：中纸网、纸业网，西南证券整理

五洲单季度毛利率/净利率



数据来源：Wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

仙鹤单季度毛利率/净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

- ◆ **板块数据回顾**
- ◆ **消费：成长性标的为首选**
- ◆ **出海：关注品牌出海和优质代工两条主线**
- ◆ **造纸：优选文化纸等供需格局较好品种**
- ◆ **2024年中期推荐标的与估值**

百亚股份 (003006) : 新品迭出、电商高增、区域扩张成长潜力充足

□ 投资逻辑 :

1) 卫生巾产品具备刚需属性,消费量保持稳定增长,行业中高端趋势持续,有望实现量价齐升,公司产品高端化升级成果良好,益生菌、敏感肌等新系列快速打开市场,兼具性价比和产品差异化优势; 2) 百亚核心区域根基深厚,外围省份扩张潜力充足,管理架构调整后外围区域较快成长; 3) 电商持续高增并具备一定规模,电商渠道盈利后有望对整体盈利水平有拉动。

□ 业绩预测与投资建议 :

预计2024-2026年归母净利润分别为3.1亿元、4亿元、5.1亿元,对应PE为33倍、25倍和20倍,维持“买入”评级。

□ 风险提示 :

主要原材料价格大幅波动的风险; 新品推广进展不及预期的风险; 渠道增长不及预期的风险。

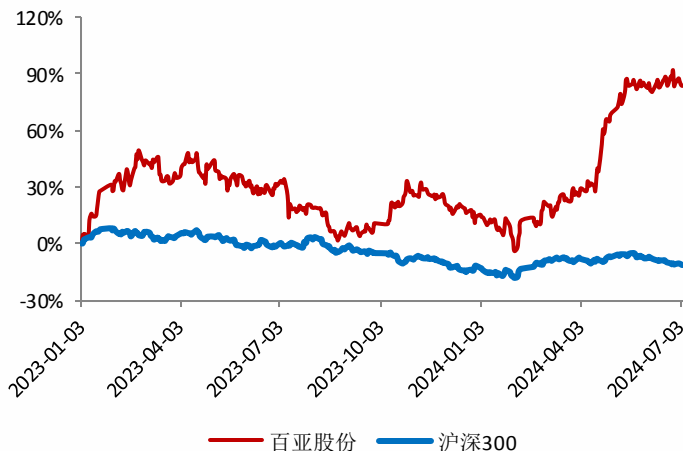
表 : 盈利预测与估值

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 2144.15 | 2721.32 | 3344.55 | 4073.63 |
| 增长率 | 33.00% | 26.92% | 22.90% | 21.80% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 238.25 | 308.89 | 398.25 | 505.52 |
| 增长率 | 27.21% | 29.65% | 28.93% | 26.94% |
| 每股收益EPS (元) | 0.55 | 0.72 | 0.93 | 1.18 |
| 净资产收益率ROE | 17.20% | 19.95% | 22.89% | 25.48% |
| PE | 42 | 33 | 25 | 20 |
| PB | 7.39 | 6.65 | 5.90 | 5.17 |

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



登康口腔（001328）：深耕口腔大健康领域，份额稳步提升

□ 投资逻辑：

1) 冷酸灵品牌知名度高，线下渠道管理精细、壁垒深厚，线下市场仍有进一步渗透空间；2) 牙膏行业定价稳步提升，公司产品价格定位中端，价格带上行空间大，此外新品储备充足，逐步扩展漱口水、口喷、电动牙刷等，品类扩张天花板高；3) 重视抖音等新渠道布局，线上渠道增长提速，品牌认知有望进一步提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为1.6亿元、1.9亿元、2.3亿元，对应PE为26倍、21倍和18倍，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

行业竞争加剧的风险，原材料价格大幅波动的风险，渠道扩张不及预期的风险，产能投放不及预期的风险。

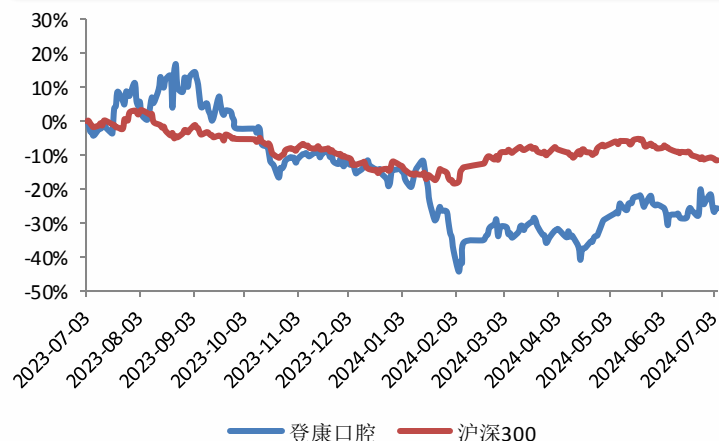
表：盈利预测与估值

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1375.78 | 1530.98 | 1798.87 | 2070.71 |
| 增长率 | 4.76% | 11.28% | 17.50% | 15.11% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 141.30 | 161.49 | 193.76 | 229.56 |
| 增长率 | 4.97% | 14.29% | 19.98% | 18.48% |
| 每股收益EPS（元） | 0.82 | 0.94 | 1.13 | 1.33 |
| 净资产收益率ROE | 10.05% | 11.23% | 12.99% | 14.78% |
| PE | 29 | 26 | 21 | 18 |
| PB | 2.98 | 2.91 | 2.81 | 2.70 |

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



太阳纸业（002078）：林浆纸一体化布局推进，成本优势持续凸显

□ 投资逻辑：

1) 需求端在党建书刊等需求支撑下持续复苏，文化纸行业新增产能较少，供需格局良好；2) 公司产能释放在即，老挝基地已经形成150万吨的浆、纸年生产能力，广西林浆纸一体化项目将逐步投产，产业链优势进一步完善，规模效应有望逐步释放；3) 公司自身成本优势明显，伴随原材料浆价回落、能耗成本压制明显缓解，盈利能力弹性较强。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为37.4亿元、41.2亿元、44.8亿元，对应PE为11倍、10倍和9倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格大幅波动的风险，纸价出现大幅波动的风险，投资项目投产不及预期的风险。

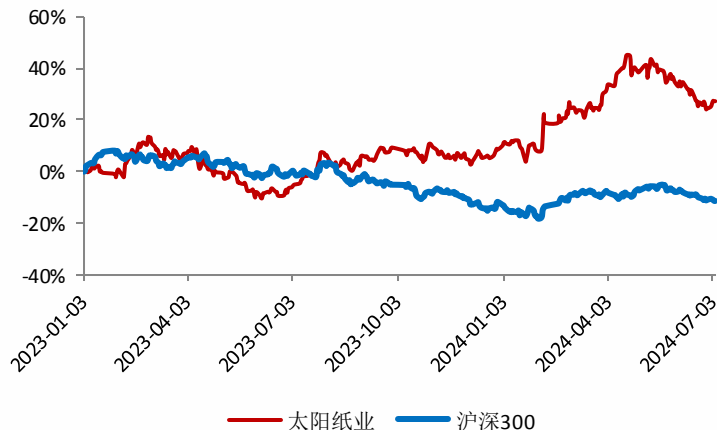
表：盈利预测与估值

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 39544.34 | 44148.96 | 47781.33 | 50767.75 |
| 增长率 | -0.56% | 11.64% | 8.23% | 6.25% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 3085.69 | 3736.19 | 4123.95 | 4479.45 |
| 增长率 | 9.86% | 21.08% | 10.38% | 8.62% |
| 每股收益EPS（元） | 1.10 | 1.34 | 1.48 | 1.60 |
| 净资产收益率ROE | 11.86% | 12.80% | 12.38% | 11.86% |
| PE | 13 | 11 | 10 | 9 |
| PB | 1.52 | 1.35 | 1.19 | 1.05 |

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



公牛集团（603195）：各品类齐头并进，经营稳健尽显龙头本色

□ 投资逻辑：

1) 传统电连接产品系列趋于丰富，市场地位难以撼动，现金牛属性依然强大，高端品占比有望持续提升；2) 照明业务顺应消费者一站式需求，整合全屋前装产品，渠道端持续推动装饰渠道的专卖化和综合化，把握装饰渠道流量入口，网点有望持续加密，进一步提升市占率；3) 新能源家用充电桩、充电枪业务开拓以来，产品矩阵不断扩容，收入保持高增长，市场空间充足，有望逐步贡献收入增量。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为45亿元、51.8亿元、59.2亿元，对应PE为21倍、18倍和16倍，维持“持有”评级。

□ **风险提示**：原材料价格大幅波动的风险；市场竞争加剧的风险；业务拓展不及预期风险。

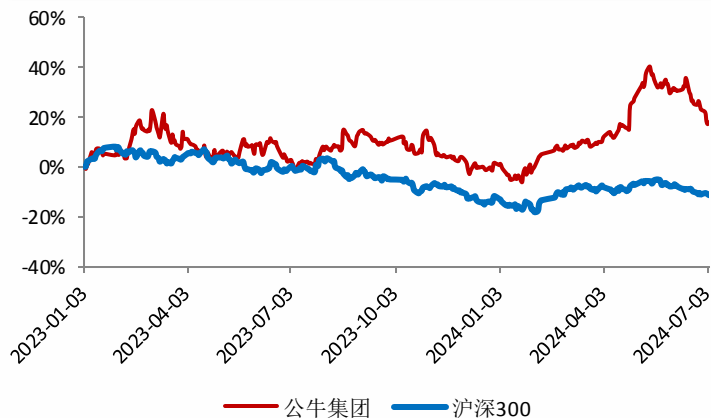
表：盈利预测与估值

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 15694.76 | 18064.56 | 20586.81 | 23166.98 |
| 增长率 | 11.46% | 15.10% | 13.96% | 12.53% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 3870.14 | 4500.19 | 5175.50 | 5922.14 |
| 增长率 | 21.37% | 16.28% | 15.01% | 14.43% |
| 每股收益EPS（元） | 2.99 | 3.48 | 4.00 | 4.58 |
| 净资产收益率ROE | 26.72% | 26.88% | 26.80% | 26.66% |
| PE | 25 | 21 | 18 | 16 |
| PB | 6.65 | 5.74 | 4.98 | 4.33 |

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



嘉益股份（301004）：爆款保温杯景气延续，产能逐步释放

□ 投资逻辑：

1) 第一大客户PMI订单仍保持亮眼增速，爆款单品仍供不应求，产能利用率维持高水平，在手订单充足。目前大客户已开发并营销新杯型，品牌高增趋势有望延续；2) 中长期来看，公司新品开发响应及时，表面处理工艺具备差异化优势，大客户粘性高，公司供货比例有望继续提升；3) 公司国内及越南新增产能逐步落地，突破产能瓶颈，接单能力有望进一步提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为5.8亿元、7.2亿元、8.7亿元，对应PE为15倍、12倍和10倍，维持“买入”评级。

□ **风险提示**：行业竞争加剧、汇率大幅波动、原材料价格大幅波动、新品开发不及预期等风险。

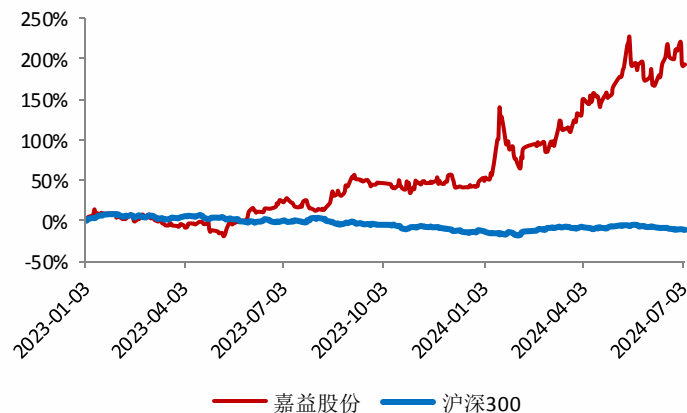
表：盈利预测与估值

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1775.40 | 2197.94 | 2669.97 | 3205.04 |
| 增长率 | 40.96% | 23.80% | 21.48% | 20.04% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 472.03 | 583.71 | 716.92 | 872.81 |
| 增长率 | 73.60% | 23.66% | 22.82% | 21.74% |
| 每股收益EPS（元） | 4.54 | 5.61 | 6.89 | 8.39 |
| 净资产收益率ROE | 36.14% | 33.18% | 30.87% | 28.99% |
| PE | 19 | 15 | 12 | 10 |
| PB | 6.86 | 5.10 | 3.86 | 2.98 |

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



乐歌股份（300729）：跨境电商品牌力突出，海外仓收入延续高增长

□ 投资逻辑：

1) 海外仓延续高景气，公司海外仓业务受益于国内跨境出海景气度提升，收入高增长，目前公司海外仓利用率高，2024年新开德国仓和美国芝加哥仓，仓库面积进一步提高，且随着仓库运营成熟海外仓利润率逐步改善；2) 跨境电商业务品牌力逐步显现，公司独立站平台运营成熟，与竞品相比性价比突出，美国零售客户逐步进入产品更新周期，跨境自主品牌预计较快增长；3) 代工业务新进入大客户供应体系，逐步贡献增量，恢复稳健增长。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为4.5亿元、5亿元、5.6亿元，对应PE为10倍、10倍和9倍，维持“持有”评级。

□ **风险提示：**中美贸易摩擦加剧的风险，海外仓扩张进展不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险，汇率波动的风险。

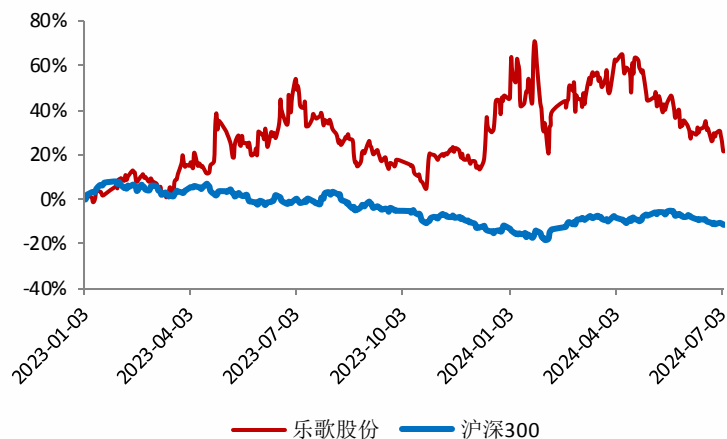
表：盈利预测与估值

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 3901.71 | 5010.07 | 6198.81 | 7305.41 |
| 增长率 | 21.61% | 28.41% | 23.73% | 17.85% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 633.69 | 451.77 | 503.51 | 558.10 |
| 增长率 | 189.72% | -28.71% | 11.45% | 10.84% |
| 每股收益EPS（元） | 2.03 | 1.44 | 1.61 | 1.78 |
| 净资产收益率ROE | 20.86% | 13.93% | 13.96% | 13.94% |
| PE | 7 | 10 | 9 | 8 |
| PB | 1.58 | 1.48 | 1.33 | 1.20 |

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



推荐标的估值表

| 代码 | 公司 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 投资 评级 |
|--------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 003006 | 百亚股份 | 23.55 | 0.55 | 0.72 | 0.93 | 42 | 33 | 25 | 买入 |
| 001328 | 登康口腔 | 24.00 | 0.82 | 0.94 | 1.13 | 29 | 26 | 21 | 持有 |
| 002078 | 太阳纸业 | 14.27 | 1.10 | 1.34 | 1.48 | 13 | 11 | 10 | 买入 |
| 603195 | 公牛集团 | 73.99 | 2.99 | 3.48 | 4.00 | 25 | 21 | 18 | 持有 |
| 301004 | 嘉益股份 | 85.94 | 4.54 | 5.61 | 6.89 | 19 | 15 | 12 | 买入 |
| 300729 | 乐歌股份 | 14.53 | 2.03 | 1.44 | 1.61 | 7 | 10 | 9 | 持有 |

数据来源：Wind，西南证券（截止2024/7/4）



分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭
执业证号：S1250522080002
电话：023-67511807
邮箱：zhl@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|-----|------|-------------|---------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理/销售总监 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | zmyf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 高级销售经理 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn | | | | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn | | | | |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn | | | | |