

轻工制造

地产政策频发，家居预期修正，重视长久期资产低位配置机会

出口：布局结构成长，关注 Q2 高增企业。 海外需求平稳、库存低位，出口公司 Q2 订单预计环比/同比均维系增长、但增长趋势分化。其中，**嘉益股份、家联科技、恒林股份、致欧科技、乐歌股份、涛涛车业、西大门、共创草坪**等高增态势有望保持；**永艺股份**受益于新客户、新产品导入，增长有望提速；**浩洋股份、浙江自然、久祺股份、盈趣科技**等受益于行业补库周期滞后或自身经营改善亦有望于 Q2 增长提速；**匠心家居、哈尔斯、建霖科技、松霖科技**等环比仍稳健增长，但基数攀升、同比增速或回落。**恒林股份、永艺股份、匠心家居、嘉益股份**等有能力上修业绩预期或成长逻辑加强；**哈尔斯、建霖科技、西大门**等估值低位、经营趋势向上；**成长品种共创草坪、致欧科技、浩洋股份、涛涛车业、家联科技、浙江自然、久祺股份、盈趣科技、乐歌股份**等值得关注，**松霖科技、麒盛科技、梦百合、天振股份**等地产后周期需求弹性有望显现。

家居：地产政策频发，悲观预期逐步修正。 本周中央及地方层面均出台地产呵护政策，涉及收储、保交楼、贷款条件等，风险底逐步出现；4月地产数据延续承压，房地产开发投资额、商品住宅新开工面积、商品住宅销售面积、住宅竣工面积同比下滑，家具零售额同比小幅上升。我们预计4月定制、沙发企业订单下滑幅度收窄，床垫增长幅度收敛，24Q2 整体业绩或呈现承压，其中床垫和智能家居或可正增长。敏华控股 FY2024H2 营业收入同比+18.4%，归母净利润同比+41.7%，表现靓丽，全球功能沙发领导者地位稳固，大家居雏形初显。推荐**顾家家居、欧派家居、索菲亚、志邦家居、喜临门、慕思股份、金牌厨柜、敏华控股、曲美家居**；智能家居推荐**公牛集团、瑞尔特、好太太**等。

大宗纸：浆价延续上行，纸价底部企稳。 当前木浆&美废价格持续提升，纸企成本攀升，但步入淡季后价格压力仍存。预计 24Q2 文化纸价格维稳、白卡预计低位震荡，浆纸系吨盈利预计呈下滑态势；废纸价格 Q2 预计延续磨底，产销量改善情况下龙头吨盈利有望小幅改善。推荐底层利润夯实的**太阳纸业**，关注**玖龙纸业、山鹰国际、博汇纸业、岳阳林纸、晨鸣纸业**等。

特种纸：本周更新全球规模，结构性增长可期。 根据造纸信息援引 Smithers《特种纸 2028 年发展前景》数据，2018-2023 年特种纸产量从 2423 万吨增至 2652 万吨（CAGR 为 1.8%），预计 2023-2028 年特种纸消费量年均增长 2.1%。分产品来看，包装领域成长预计最优，标签盒&离型纸、工业滤纸等产品受益于下游需求扩张，亦将有优异表现。行业稳步扩容，推荐**仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸**，关注**冠豪高新、恒达新材、齐峰新材**等。

消费：龙头产品势能向上，品牌效应持续放大。 百亚股份 24 年发力益生菌升级款&裤型卫生巾产品，新品上市在即，有望延续益生菌爆品势能，同时以益生菌爆品流量赋能安睡裤/日光裤新品，完善产品矩阵，24H2 公司有望进入品牌效应&规模效应释放阶段，利润增长有望开始超收入增长。公牛产品持续升级，智能化&年轻化创新，接连推出轨道插座、小电枪插座、无叶电风扇灯等新品，并针对性选择代言人强化流量赋能、树立品牌调性。推荐**公牛集团、百亚股份、倍加洁**等，关注**博士眼镜、明月镜片、乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、豪悦护理、依依股份、齐心集团、源飞宠物、天元宠物、康耐特光学、可靠股份**等。

包装：永新股份经营稳健，裕同科技持续改善。 消费弱复苏趋势下，永新彩印业务经营小幅承压，依托优质下游客户布局，销量保持逆势增长，但价格端受损于消费需求、预计小幅下降；薄膜业务逐步修复，受益于 BOPE/BOPP 新材料投产贡献增量利润，全年盈利能力有望保持相对稳定。裕同 24Q1 收入、利润超预期，主要系 3C 板块稳步复苏，全年 3C 表现仍需跟踪下半年旺季订单情况；烟包 2024 年招标机会增加，有望实现较好增长；酒包短期延续承压；环保板块 2023 年受 3C 拖累，2024 年有望受益于餐包表现，实现稳健增长。推荐**永新股份、裕同科技、新巨丰**等，关注**昇兴股份、奥瑞金、上海艾录**等。

风险提示： 消费复苏不及预期，地产超预期下滑，浆价波动高于预期，测算具备误差。

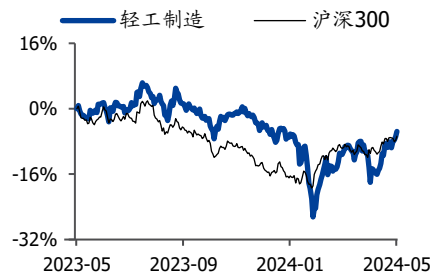
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301061.SZ	匠心家居	买入	3.18	3.85	4.71	5.53	22.05	18.21	14.89	12.68
603600.SH	永艺股份	买入	0.89	1.00	1.24	1.48	13.37	11.90	9.60	8.04
603661.SH	恒林股份	买入	1.89	3.93	4.68	5.53	27.34	13.15	11.04	9.35
603733.SH	仙鹤股份	买入	0.94	1.52	2.04	2.56	21.33	13.19	9.83	7.83
603833.SH	欧派家居	买入	4.98	5.28	5.85	6.53	15.56	14.68	13.25	11.87
603816.SH	顾家家居	买入	2.44	2.69	2.97	3.30	15.66	14.20	12.86	11.58
603195.SH	公牛集团	买入	4.34	4.98	5.75	6.64	29.07	25.33	21.94	19.00
002078.SZ	太阳纸业	买入	1.10	1.37	1.62	1.75	14.22	11.42	9.65	8.94

资料来源：Wind、国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：出口持续改善，内需结构分化》2024-05-11
- 《轻工制造：美国降息预期推迟，内需企稳修复，布局结构成长机会》2024-04-07
- 《轻工制造：美国地产数据超预期，国内浆纸同涨》2024-03-25



内容目录

1 重点推荐：重视长久期资产低位配置机会	5
1.1 家居：地产政策频发，悲观预期逐步修正	5
1.2 造纸：浆价延续上行，纸价底部企稳	7
1.2.1 浆纸系：浆价延续上行，纸价底部企稳	7
1.2.2 废纸系：淡季需求疲软，预计纸价偏弱整理	13
1.2.3 特种纸：本周更新全球规模，结构性增长可期	15
1.3 消费：龙头产品势能向上，品牌效应持续放大	16
1.4 出口：持续布局结构成长，关注 Q2 高增企业	18
1.5 包装：永新股份经营稳健，裕同科技拐点可期	19
2 市场行情回顾	21
3 重点板块数据跟踪	22
3.1 造纸：成本攀升，纸价淡季回落	22
3.1.1 价格数据：原材料上行，纸价磨底	22
3.1.2 库存数据：4月库存小幅提升	24
3.2 消费：2024年1-4月我国社会消费品零售总额累计 15.6 万亿元（同比+4.1%）	25
3.3 包装：2024年1-4月必选消费延续弱复苏	27
3.4 出口：人民币平稳，海运高企	29
4 风险提示	30

图表目录

图表 1：家居公司经营数据变化	5
图表 2：累计房屋竣工面积及同比数据	6
图表 3：单月房屋竣工面积及同比数据	6
图表 4：累计房屋新开工面积及同比数据	6
图表 5：单月房屋新开工面积及同比数据	6
图表 6：累计房屋销售面积及同比	6
图表 7：单月商品房销售面积及同比（万平方米）	6
图表 8：家具及其零件月度出口金额及同比（亿美元，%）	7
图表 9：限额以上家具类批发和零售业零售额及同比（亿元，%）	7
图表 10：外盘浆价（美元/吨）	8
图表 11：内盘浆价（元/吨）	8
图表 12：欧洲港口木浆库存	8
图表 13：国内港口木浆库存（万吨）	8
图表 14：世界 20 主要产浆国商品化学浆分国家出货量同比变动	8
图表 15：世界 20 主要产浆国商品化学浆分产品出货量同比变动	8
图表 16：近期纸浆外盘报价梳理	9
图表 17：文化纸价格走势（元/吨）	10
图表 18：白卡纸价格走势（元/吨）	10
图表 19：浆纸系开工率情况（%）	10
图表 20：浆纸系社会库存情况（万吨）	10
图表 21：文化纸及白卡纸供需平衡表（万吨）	11
图表 22：近期浆纸系涨价函梳理	12
图表 23：国废价格走势（元/吨）	13

图表 24: 东南亚外废价格走势 (美元/吨)	13
图表 25: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)	13
图表 26: 白板纸价格走势 (元/吨)	13
图表 27: 废纸系开工率情况 (%)	14
图表 28: 废纸系社会库存情况 (万吨)	14
图表 29: 箱瓦纸供需平衡表 (万吨)	14
图表 30: 近期废纸系涨价函梳理	15
图表 31: 特种纸细分品类供需平衡表&竞争格局	16
图表 32: 自由点裤型新品	17
图表 33: 公牛无叶风扇灯创新产品	17
图表 34: 公牛小电舱插座创新产品	17
图表 35: 美国 CPI (%)	18
图表 36: 美国房价指数	18
图表 37: 美国新房销售 (万套)	19
图表 38: 美国成屋销售 (万套)	19
图表 39: 美国分行业零售&批发库存销售比	19
图表 40: 行业涨跌幅	21
图表 41: 2024年5月12日-5月17日涨跌幅	21
图表 42: 2024年5月12日-5月17日个股涨跌榜 (%)	21
图表 43: 外盘浆价 (美元/吨)	22
图表 44: 2019-2024年固废黄板纸价格走势 (元/吨)	22
图表 45: 2019-2024年进口针叶浆价格走势 (美元/吨)	22
图表 46: 2019-2024年进口阔叶浆价格走势 (美元/吨)	22
图表 47: 2019-2024年双胶纸价格走势 (元/吨)	23
图表 48: 2019-2024年铜版纸价格走势 (元/吨)	23
图表 49: 2019-2024年箱板纸价格走势 (元/吨)	23
图表 50: 2019-2024年瓦楞纸价格走势 (元/吨)	23
图表 51: 2019-2024年白卡纸价格走势 (元/吨)	23
图表 52: 2019-2024年白板纸价格走势 (元/吨)	23
图表 53: 双胶纸库存 (万吨)	24
图表 54: 铜版纸库存 (万吨)	24
图表 55: 箱板纸库存 (万吨)	24
图表 56: 瓦楞纸库存 (万吨)	24
图表 57: 白板纸库存 (万吨)	25
图表 58: 白卡纸库存 (万吨)	25
图表 59: 社会消费品累计零售额及同比 (亿元, %)	25
图表 60: 日用品类累计零售额及同比 (亿元, %)	25
图表 61: 文化办公用品累计零售额及同比 (亿元, %)	26
图表 62: 家具累计零售额及同比 (亿元, %)	26
图表 63: 实物商品网上累计零售及同比 (亿元, %)	26
图表 64: 当月实物商品网上零售额占比 (%)	26
图表 65: 中国电商物流指数	26
图表 66: 规模以上快递业务量 (万件, %)	26
图表 67: 零售额: 日用品类: 累计值 (亿元)	27
图表 68: 零售额: 粮油、食品类: 累计值	27
图表 69: 零售额: 粮油、食品类: 当月值	27

图表 70: 零售额: 化妆品类: 累计值.....	28
图表 71: 零售额: 化妆品类: 当月值.....	28
图表 72: 零售额: 饮料类: 累计值.....	28
图表 73: 零售额: 饮料类: 当月值.....	28
图表 74: 零售额: 烟酒类: 累计值.....	28
图表 75: 零售额: 烟酒类: 当月值.....	28
图表 76: 产量: 白酒: 累计值.....	29
图表 77: 产量: 卷烟: 累计值.....	29
图表 78: 人民币汇率变动.....	29
图表 79: 海运费变动.....	29

1 重点推荐：重视长久期资产低位配置机会

1.1 家居：地产政策频发，悲观预期逐步修正

地产政策频发，悲观预期逐步修正。1) 收储：5月14日，杭州市临安区住房和城乡建设局公告，在临安区范围内收购一批商品住房用作公共租赁住房，自4月30日中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产”后，杭州市临安区“托底收储”提振市场信心；2) 保交楼：5月17日，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰于全国切实做好保交房工作视频会议中指出，商品房库存较多的城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房；3) 金融手段：央行取消全国层面首套/二套商贷利率下限，并下调首套/二套商业性个人住房贷款最低首付比例。

风险底逐步出现，市场底仍需观察。2024年4月地产延续承压，房地产开发投资额同比-7.3%，商品住宅新开工面积同比-13.7%，商品住宅销售面积同比-17.1%，住宅竣工面积同比-13.4%，家具零售额同比+1.2%。

订单延续承压，下滑幅度收窄，软体优于定制。我们预计2024年4月定制、沙发企业订单同比下滑、但下滑幅度收窄，床垫同比增长、但增长幅度收敛；考虑5-6月基数进一步下行，预计订单增长压力趋缓。我们预计2024Q2整体业绩承压，其中床垫和智能家居预计可实现正增长。

标的推荐：业绩分化或加速，长期布局底部位置模糊出现，持续推荐渠道变革能力突出龙头企业**顾家家居、欧派家居、索菲亚**等，推荐成长周期向上的**志邦家居、金牌厨柜、森鹰窗业**等，推荐更新需求占比较高的**喜临门、慕思股份、敏华控股**等，智能家居推荐**公牛集团、瑞尔特、好太太**等。

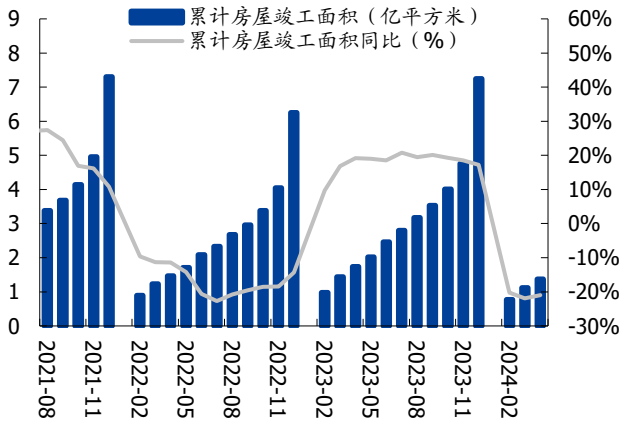
图表 1：家居公司经营数据变化

证券代码	公司名称	PE (TTM)	收入 (百万元)				归母净利润 (百万元)				毛利率			销售费用率			净利率			ROE					
			2019	2023	绝对值增长率	CAGR	2019	2023	绝对值增长率	CAGR	2019	2023	变化	2019	2023	变化	2019	2023	变化	2019	2023	变化			
603801.SH	志邦家居	14	2962	6116	106%	20%	329	595	81%	16%	39%	37%	-1%	26%	24%	-1%	13%	13%	0%	11%	10%	-1%	17%	19%	2%
002790.SZ	瑞尔特	23	1109	2184	97%	18%	182	219	20%	5%	30%	30%	-1%	13%	19%	6%	18%	11%	-7%	16%	10%	-7%	11%	11%	-1%
603208.SH	江山欧派	14	2027	3738	84%	17%	261	390	49%	11%	32%	26%	-6%	16%	14%	-2%	16%	12%	-4%	13%	10%	-3%	22%	26%	5%
603008.SH	喜临门	18	4871	8678	78%	16%	380	429	13%	3%	35%	34%	0%	25%	27%	2%	10%	7%	-3%	8%	5%	-3%	15%	12%	-3%
603816.SH	顾家家居	15	11094	19212	73%	15%	1161	2006	73%	15%	35%	33%	-2%	24%	21%	-3%	11%	12%	1%	11%	11%	0%	22%	22%	0%
603180.SH	金牌厨柜	14	2125	3645	72%	14%	242	292	20%	5%	36%	30%	-6%	25%	23%	-2%	11%	7%	-5%	11%	8%	-3%	22%	11%	-11%
603833.SH	欧派家居	15	13533	22782	68%	14%	1839	3036	65%	13%	36%	34%	-2%	21%	18%	-2%	15%	16%	1%	14%	13%	0%	21%	18%	-4%
605268.SH	王力安防	72	1951	3044	56%	12%	212	55	-74%	-29%	29%	27%	-2%	17%	17%	1%	13%	9%	-3%	11%	2%	-9%	25%	3%	-22%
1999.HK	敏华控股	12	11444	17404	52%	11%	1364	1915	40%	9%	34%	38%	4%	0%	0%	0%	34%	38%	4%	12%	11%	-2%	22%	16%	-6%
002572.SZ	索菲亚	16	7686	11666	52%	11%	1077	1261	17%	4%	37%	36%	-1%	20%	20%	0%	17%	16%	-1%	14%	11%	-3%	21%	20%	-1%
001323.SZ	慕思股份	17	3862	5579	44%	10%	333	802	141%	25%	53%	50%	-3%	41%	33%	-9%	12%	17%	5%	9%	14%	6%	38%	18%	-20%
300749.SZ	顶固集创	251	930	1284	38%	8%	78	20	-75%	-29%	39%	28%	-11%	29%	24%	-4%	10%	3%	-7%	8%	1%	-7%	10%	3%	-7%
603848.SH	好太太	19	1260	1688	34%	8%	279	327	17%	4%	50%	51%	2%	25%	28%	3%	24%	23%	-1%	22%	19%	-3%	20%	15%	-5%
301227.SZ	森鹰窗业	17	728	940	29%	7%	76	146	92%	18%	38%	36%	-2%	23%	12%	-10%	16%	24%	8%	10%	16%	5%	13%	8%	-5%
603326.SH	我乐家居	16	1332	1711	28%	6%	154	157	2%	0%	44%	46%	2%	30%	32%	2%	14%	14%	0%	12%	9%	-2%	17%	14%	-3%
001322.SZ	箭牌家居	32	6658	7648	15%	4%	556	425	-24%	-7%	32%	28%	-4%	19%	21%	2%	13%	7%	-6%	9%	6%	-4%	46%	9%	-37%
603709.SH	中顺家居	70	1070	1101	3%	1%	34	21	-37%	-11%	29%	25%	-4%	25%	22%	-3%	4%	3%	-1%	3%	2%	-1%	6%	4%	-2%
603898.SH	好莱客	14	2225	2265	2%	0%	365	217	-40%	-	40%	35%	-5%	22%	26%	4%	18%	9%	-9%	16%	10%	-6%	15%	7%	-8%
603216.SH	梦天家居	26	1348	1317	-2%	-1%	188	96	-49%	-16%	38%	28%	-10%	22%	19%	-3%	17%	9%	-7%	14%	7%	-7%	51%	5%	-46%
603818.SH	西菱家居	-9	4279	4028	-6%	-2%	82	-304	-470%	-	44%	32%	-12%	41%	37%	-5%	3%	-5%	-7%	2%	-8%	-10%	6%	-15%	-21%
000910.SZ	大亚圣象	12	7298	6532	-10%	-3%	720	333	-54%	-18%	36%	26%	-10%	24%	19%	-5%	12%	7%	-5%	10%	5%	-5%	15%	5%	-10%
002853.SZ	皮阿诺	22	1471	1316	-11%	-3%	175	86	-51%	-16%	36%	29%	-6%	20%	20%	-1%	15%	10%	-6%	12%	6%	-5%	16%	7%	-9%
600337.SH	美克家居	-6	5588	4182	-25%	-7%	464	-463	-200%	-	53%	43%	-10%	43%	54%	12%	10%	-12%	-21%	8%	-11%	-19%	10%	-12%	-22%
300616.SZ	尚品宅配	50	7261	4900	-33%	-9%	528	65	-88%	-41%	42%	35%	-7%	34%	33%	-1%	8%	2%	-6%	7%	1%	-6%	16%	2%	-14%
603389.SH	亚振家居	-13	372	198	-47%	-15%	-125	-129	4%	1%	49%	35%	-14%	71%	93%	22%	-22%	-58%	-35%	-35%	-67%	-32%	-17%	-29%	-12%

资料来源：Wind，国盛证券研究所（截至2024年5月17日）

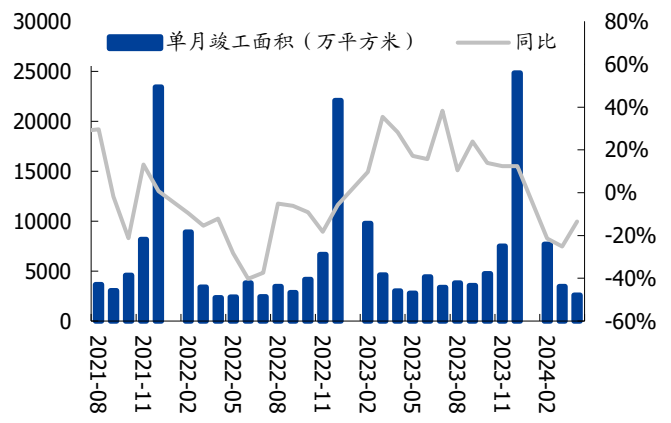
2024年1-4月房屋竣工面积1.37亿平方米，累计同比-21.0%；单4月房屋竣工面积0.26亿平方米，同比-13.4%。

图表 2: 累计房屋竣工面积及同比数据



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

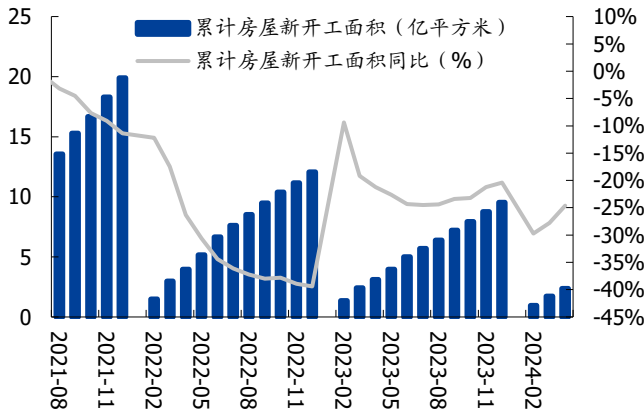
图表 3: 单月房屋竣工面积及同比数据



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

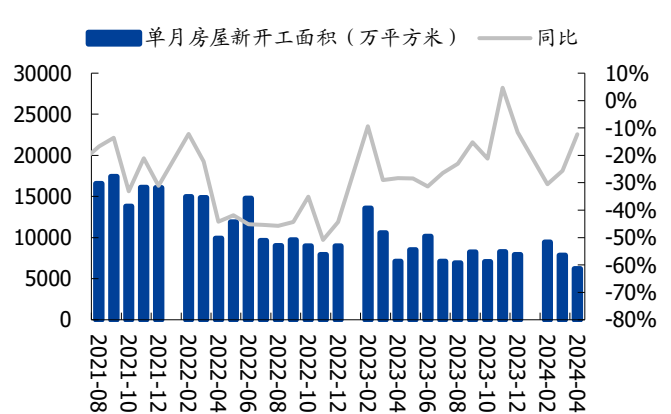
2024年1-4月房屋新开工面积 2.35 亿平方米, 累计同比-24.6%; 单4月房屋新开工面积 0.62 亿平方米, 同比-12.3%。

图表 4: 累计房屋新开工面积及同比数据



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

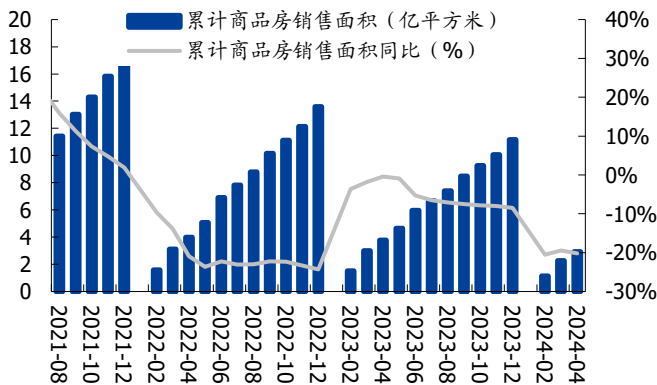
图表 5: 单月房屋新开工面积及同比数据



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

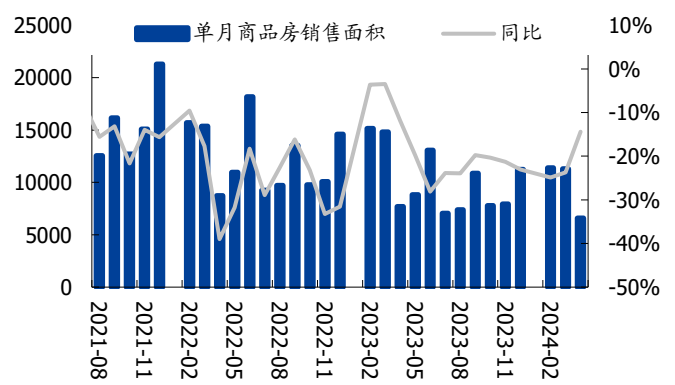
2024年1-4月商品房销售面积 2.93 亿平方米, 累计同比-20.2%; 单4月商品房销售面积 0.66 亿平方米, 同比-14.4%。

图表 6: 累计房屋销售面积及同比



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

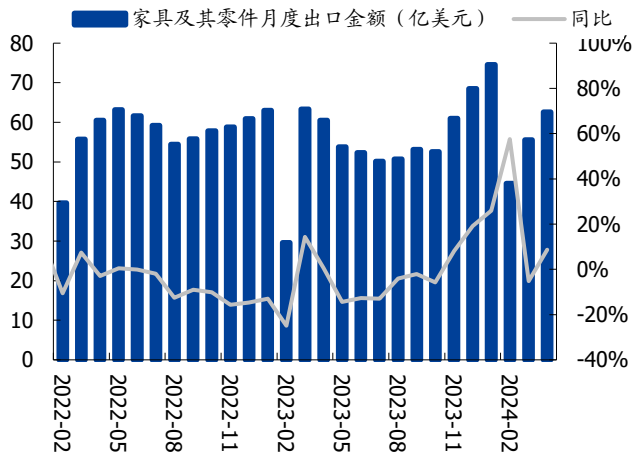
图表 7: 单月商品房销售面积及同比 (万平方米)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

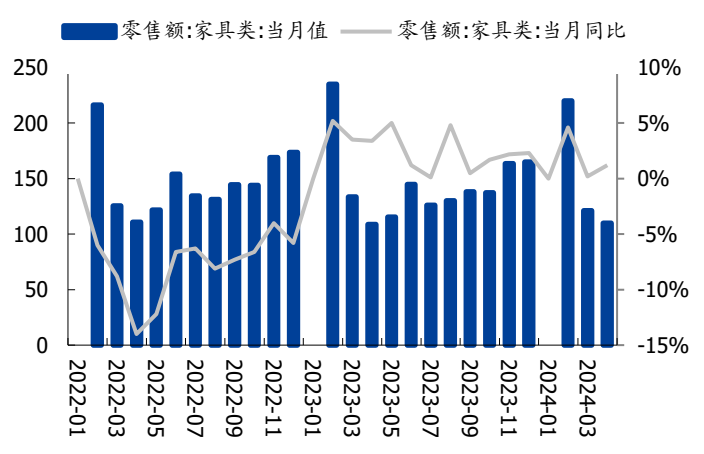
2024年4月，家具及零件出口金额为62.6亿美元，同比+8.7%；2024年4月家具类社会零售额110亿元，同比+1.2%。

图表8: 家具及其零件月度出口金额及同比(亿美元, %)



资料来源: Wind, 海关总署, 国盛证券研究所

图表9: 限额以上家具类批发和零售业零售额及同比(亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

本周更新:

敏华控股: 公司发布 FY2024 财报, FY2024 实现营业收入 184.11 亿港元(同比+6.1%), 归母净利润 23.02 亿港元(同比+20.2%); 单 H2 营业收入同比+18.4%, 归母净利润同比+41.7%, 经营业绩表现靓丽; **内销方面,** FY2024 实现内销收入 119.87 亿港元(同比+8.1%, 人民币口径+12.8%), 其中沙发及配套实现收入 77.82 亿港元(同比+3.1%), 床垫及配套实现收入 29.88 亿港元(同比+9.6%); 截至 2024 年 3 月 31 日, 公司拥有门店 7236 家(净+765 家), 产品端持续创新, 凸显智能+时尚+性价比, 线上、线下渠道布局深化, 拥抱直播等新渠道新模式, 通过“老带新, 强带弱”遴选&培育优秀经销商; **外销方面,** FY2024 实现外销收入 61.53 亿港元(同比+3.2%), 其中北美市场收入 42.84 亿港元(同比+2.3%), FY2024H2 订单恢复至双位数增长(H2 北美市场收入同比+38.3%); 欧洲及其他市场收入 11.95 亿港元(同比+2.9%), 我们预计毛利率显著提升、主要受益于原材料成本下降, FY2024H2 订单恢复至双位数高增长(H2 欧洲及其他市场收入同比+34.9%); 海外产能布局逐渐完善, 越南设计产能 3500 柜/月, 墨西哥设计产能 1000 柜/月, 全球竞争力持续加强。

1.2 造纸: 浆价延续上行, 纸价底部企稳

1.2.1 浆纸系: 浆价延续上行, 纸价底部企稳

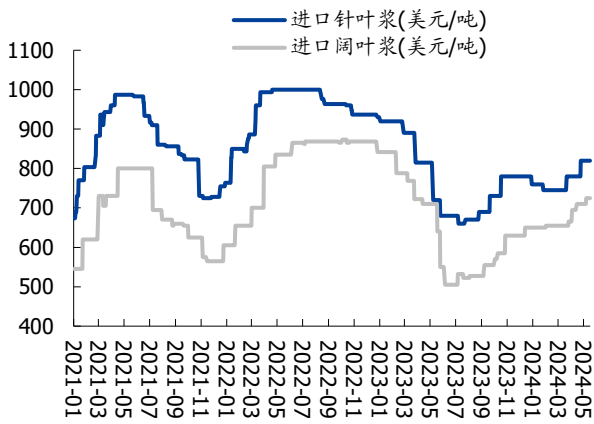
纸浆跟踪: 浆价延续上行。 2024 年 5 月 Arauco 针叶浆外盘报价 820 美元/吨(较上轮报价+40 美金/吨), 阔叶浆外盘报价 740 美元/吨(较上轮报价+30 美元/吨), Mercer 宣布 5 月中国市场针叶浆价格调涨 30 美元/吨; Suzano 亚洲市场报价上涨 30 美元/吨, 欧洲市场报价上涨 60 美元/吨, 北美市场报价上涨 80 美元/吨。海外补库延续, 短期浆价预计依然偏强, 6 月报价预计上涨。

供给方面, 2024 年 2 月世界 20 产浆国出货量同比+12.8%, 其中对中国发货量同比+25.0%, 对北美/西欧/东欧发货量分别+4.9%/-1.1%/+8.4%, 但近期 APP 印尼 Jambi 浆纸厂(110 万吨阔叶浆&25 万吨生活用纸)因锅炉爆炸暂时停产、智利罢工影响仍存, 供给端扰动持续。

需求方面, 根据卓创资讯, 本周(2024 年 5 月 10 日-5 月 16 日)国内港口纸浆库存量 176.93 万吨(较上周-0.5%), 库存环比下降。此外, 下游原纸偏弱运行, 纸企成本压

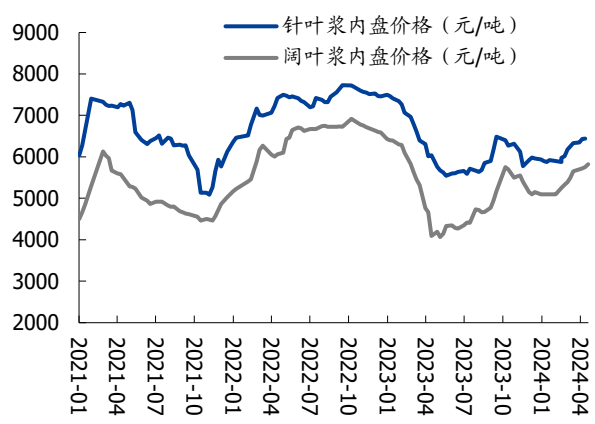
力不减，采浆需求不足。

图表 10: 外盘浆价 (美元/吨)



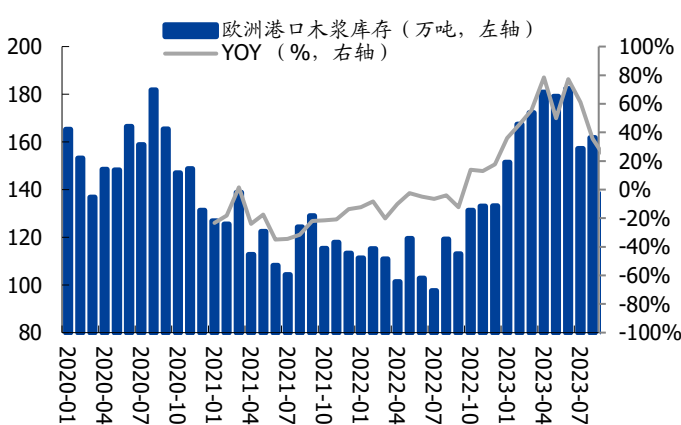
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 11: 内盘浆价 (元/吨)



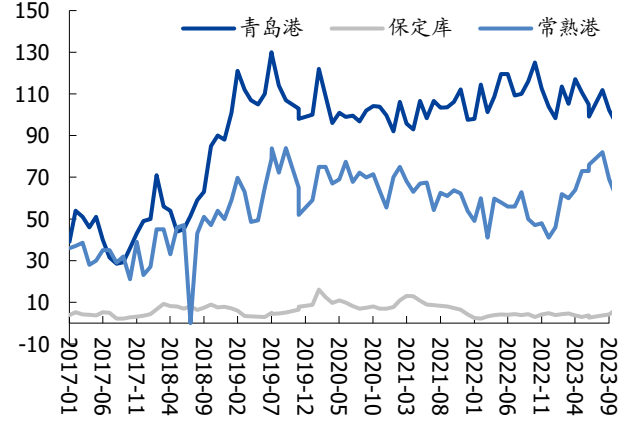
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 12: 欧洲港口木浆库存



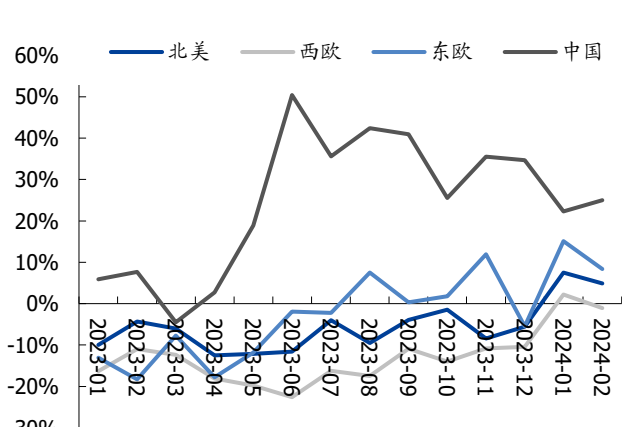
资料来源: Europulp, 国盛证券研究所

图表 13: 国内港口木浆库存 (万吨)



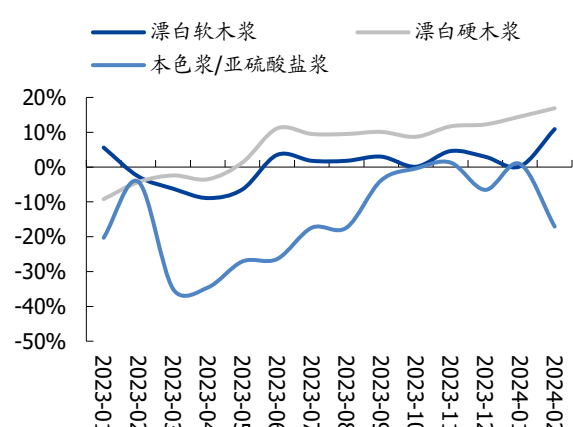
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 14: 世界 20 主要产浆国商品化学浆分国家出货量同比变动



资料来源: PPC, 国盛证券研究所

图表 15: 世界 20 主要产浆国商品化学浆分产品出货量同比变动



资料来源: PPC, 国盛证券研究所

图表 16: 近期纸浆外盘报价梳理

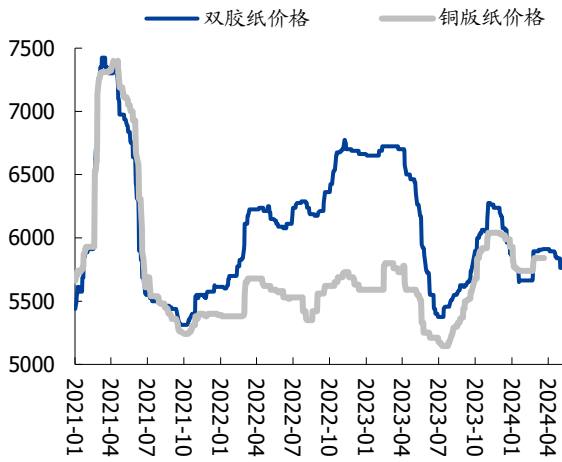
纸浆供应商	品种	执行日期	调价幅度
Mercer	针叶浆	2024年5月	所有针叶浆品牌上调 30 美元/吨
智利 Arauco	木浆	2024年5月	针叶浆银星 820 美元/吨 (+40 美元/吨) 阔叶浆明星 740 美元/吨 (+30 美元/吨)
Suzano	桉木浆	2024年5月	亚洲 +30 美元/吨; 欧洲 +60 美元/吨; 北美 +80 美元/吨
智利 Arauco	木浆	2024年4月	针叶浆银星 780 美元/吨 (+35 美元/吨) 阔叶浆明星 710 美元/吨 (+60 美元/吨)
Suzano	桉木浆	2024年4月	亚洲市场报价上涨 30 美元/吨 欧洲市场报价上涨 80 美元/吨 北美市场报价上涨 100 美元/吨
Mercer	针叶浆	2024年4月	所有针叶浆品牌上调 50 美元/吨
Suzano Eldorado Klabin	桉木浆	2024年3月	北美和欧洲市场桉木浆报价上涨 80 美元/吨, 亚洲市场报价上涨 30 美元/吨
Bracell	桉木浆	2024年3月	桉木浆报价上涨 30 美元/吨
智利 Arauco	木浆	2024年3月	针叶浆银星 745 美元/吨 (持平) 阔叶浆明星 650 美元/吨 (持平)
智利 Arauco	木浆	2024年2月	针叶浆银星 745 美元/吨 (-15 美元/吨) 阔叶浆明星 650 美元/吨 (持平)
智利 Arauco	木浆	2024年1月	针叶浆银星 760 美元/吨 (-20 美元/吨) 阔叶浆明星 650 美元/吨 (持平)
智利 Arauco	针叶浆	12月	银星 780 元/吨 (持平)
智利 Arauco	木浆	11月	针叶浆银星 780 美元/吨 (+50 美元/吨) 阔叶浆明星 630 美元/吨 (+50 美元/吨)
巴西 Aracmz Celulose	阔叶浆	2023年10月	小鸟 590 美元/吨 (+30 美元/吨)
加拿大 West Fraser Timber	针叶浆	2023年10月	凯利普 780 美元/吨 (+50 美元/吨)

资料来源: 卓创资讯, 浆易通, 全纸联纸品汇, 国盛证券研究所

文化纸: 浆价持续上涨, 纸价淡季回落。本周(5月13日-5月17日)双胶纸均价 5747.5 元/吨, 环比-25 元/吨; 铜版纸均价 5730 元/吨, 环比-10 元/吨, 成本端浆价持续上涨, 文化纸龙头 5 月 300 元/吨涨价函齐发, 预计纸价 6 月企稳。开工及库存方面, 本周双胶纸/铜版纸开工率环比-0.95pct/-5.53ct, 库存天数+0.9%/+0.4%。华东个别产线有检修动作, 整体开工有所下降; 下游需求逐步渐入淡季, 去库压力仍存。从供需格局来看, 伴随联盛、亚太森博、华泰纸业等产能增量逐渐消耗, 后续行业预计有望维系供需平衡。

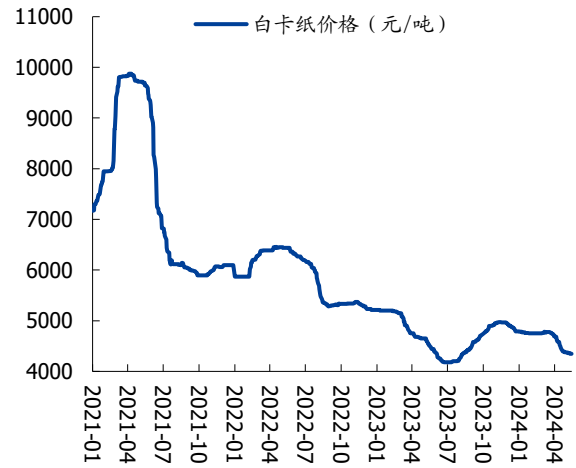
白卡纸: 成本压力不减, 纸价稳定为主。本周均价 4352 元/吨, 环比-12 元/吨, 成本压力不减, 下游需求改善幅度较小, 预计短期价格稳定为主。开工及库存方面, 本周白卡纸开工率环比+7.4pct, 库存环比+1.5%。月初部分停机产线陆续复产、产量整体增加, 但需求未显改善、下游拿货谨慎。从供需格局来看, 前期纸价及盈利低迷导致部分行业龙头计划延迟投产, 中期玖龙 120 万吨、联盛 100 万吨、博汇 80 万吨等仍处建设周期, 预计未来供需延续压力。

图表 17: 文化纸价格走势 (元/吨)



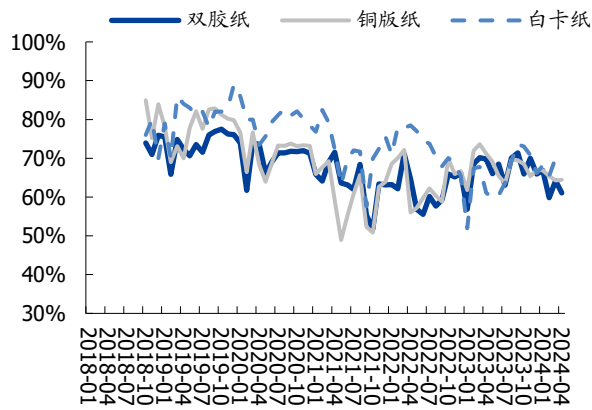
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 18: 白卡纸价格走势 (元/吨)



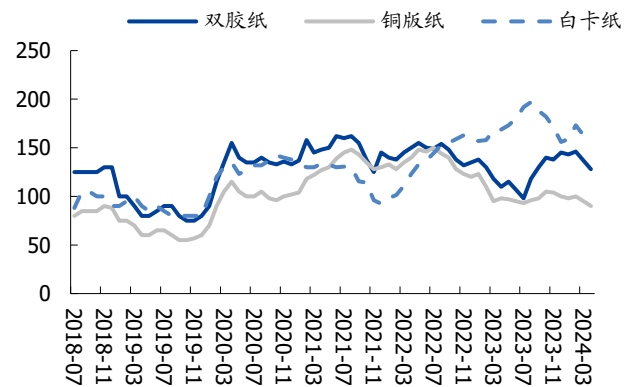
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 19: 浆纸系开工率情况 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 20: 浆纸系社会库存情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 21: 文化纸及白卡纸供需平衡表 (万吨)

	2022	2023	2024E	2025E	中期判断
文化纸					
新增产能	亚太森博45 金东纸业30 博汇纸业45	玖龙纸业55 亚太森博40 联盛纸业50	岳阳林纸45 华泰纸业12	五洲特纸30 玖龙纸业60	
国内供给增量	120	145	57	90	供需平衡
国内需求增量	-137	142	13	13	
进口增量	-93	-13	-10	-7	
出口增量	108	17	51	60	
供给-需求	56	-26	-16	10	
白卡纸					
新增产能	广西金桂90 玖龙纸业60 泰鼎纸业30	亚太森博100 联盛纸业100 仙鹤股份30	玖龙纸业120 博汇纸业80 联盛纸业100 冠豪高新30 金桂浆纸业90	亚太森博120 宁波亚洲浆纸100 新乡新亚纸业40 金天和纸业30 理文造纸30	
国内供给增量	180	230	420	320	供过于求
国内需求增量	-53	28	32	34	
进口增量	-48	2	2	2	
出口增量	150	1	18	19	
供给-需求	35	203	372	270	

资料来源: 卓创资讯, 福伊特造纸, 玖龙财报, 如皋发布, 造纸信息网, 亚太森博广东纸业公众号, 江门市人民政府官网, 日照新闻网, 中轻建设公众号, 维美德公众号, 镇江新区行政审批局, 玖龙 2024 财年中报, 岳阳市生态环境局, 岳阳林纸关于投资建设提质升级综合技改项目一期年产 45 万吨文化纸项目的公告, 中华纸业网, 《关于玖龙纸业东莞基地 PM32 投产白卡纸的告知函》, 曼谈纸业, 纸业网, 纸业联讯, Wind, 德州泰鼎新材料科技有限公司公众号, 金光大道纸业网交所, 广西纸业, 广东省造纸行业协会, 国盛证券研究所预测

注: 我们假设文化纸国内需求总量保持相对平稳, 白卡纸需求有望受益于国内经济复苏及“以纸代塑”政策催化, 此外海外进入补库周期有望促进文化纸和白卡纸出口规模提升 (2024 和 2025 年数据均为测算数据, 存在误差风险)

图表 22: 近期浆纸系涨价函梳理

品类	企业	纸种	执行日期	调价幅度
文化纸	江河纸业	胶版纸系列（双胶纸等）	2024.06.01	+300 元/吨
	华泰纸业	文化纸系列	2024.06.01	+300 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸系列	2024.06.01	+300 元/吨
	亚太森博	双胶纸、静电复印原纸	2024.06.01	+300 元/吨
	亚太森博	双胶纸、静电复印原纸	2024.4.1	+200 元/吨
	岳阳林纸	文化纸全系产品	2024.4.1	+200 元/吨
	太阳纸业	文化纸全系产品	2024.4.1	+200 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸产品	2024.3.15	+200 元/吨
	太阳纸业	文化纸全系产品	2024.3.1	+200 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸全系产品	2024.3.1	+200 元/吨
	太阳纸业	文化纸全系产品	2024.2.1	+100 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸全系产品	2024.2.1	+100 元/吨
	亚太森博	双胶纸、静电复印原纸	2023.12.1	+200 元/吨
	太阳纸业	非涂类全系产品	2023.12.1	+200 元/吨
	太阳纸业	涂布类全系产品	2023.12.1	+200 元/吨
	APP	复印纸	2023.12.1	+200 元/吨
	五洲特纸	文化纸	2023.11.16	+200 元/吨
	华泰纸业	文化纸、铜版纸	2023.11.15	+200 元/吨
	岳阳林纸	文化纸	2023.11.15	+200 元/吨
	APP	金东、金海生产的全系列	2023.11.1	+300 元/吨
白卡纸	亚太森博	江苏基地白卡产品	2024.4.1	+200 元/吨
	太阳纸业	所有产品	2024.4.1	+200 元/吨
	晨鸣纸业	所有卡纸类产品	2024.4.1	+200 元/吨
	APP	白卡纸	2024.4.1	+200 元/吨
	玖龙纸业	白卡纸	2024.4.1	+200 元/吨
	玖龙纸业	白卡纸	2024.3.1	+200 元/吨
	晨鸣纸业	所有卡纸类产品	2024.3.1	+200 元/吨
	太阳纸业	白卡纸	2024.2.28	+200 元/吨
	玖龙纸业	白卡纸	2024.2.1	+100 元/吨
	晨鸣纸业	所有卡纸类产品	2024.2.1	+100 元/吨
生活用纸	太阳纸业	生活用纸原纸	2024.3.26	+200 元/吨
	亚太森博	生活用纸原纸全系列产品	2024.3.26	+200 元/吨
	APP	生活用纸原纸	2024.3.25	+200 元/吨
	太阳纸业	生活用纸原纸	2024.2.1	+100 元/吨
	亚太森博	生活用纸原纸	2024.1.30	+100 元/吨
	太阳纸业	生活用纸原纸	2024.1.16	+100 元/吨
	亚太森博	生活用纸原纸	2024.1.16	+100 元/吨
	晨鸣集团	生活用纸所有产品	2024.1.16	+100 元/吨

资料来源：博卫资讯，纸视界，纸引未来网，龙琨好包装，广西造纸，财富纸业传媒，国盛证券研究所

1.2.2 废纸系：淡季需求疲软，预计纸价偏弱整理

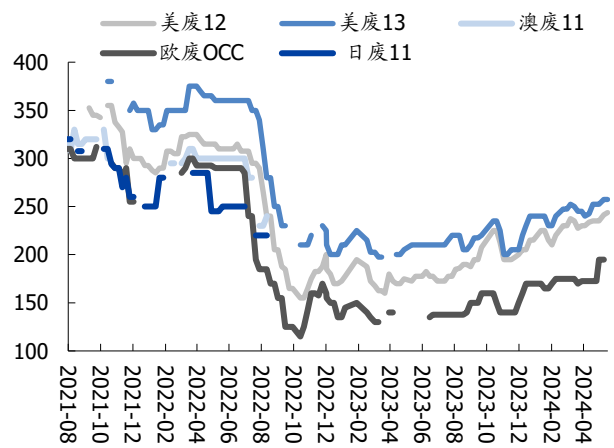
废纸系：淡季需求疲软，预计纸价磨底。1) 国内方面，本周国废均价 1439 元/吨，环比持平，伴随高考后供给增加，预计价格缓慢下行；箱板/瓦楞价格为 3630/2610 元/吨，环比-10/-14 元/吨，部分市场延续让利、下游适量补库为主，预计后续偏弱磨底。开工及库存方面，本周箱板/瓦楞纸开工负荷率环比-4.11pct/+3.20pct，企业库存环比-0.81%/-1.65%。2) 海外方面，本周东南亚美废 12#均价为 243.8 美元/吨，较上周+2.5 美元/吨，海运成本提升、美国本土需求增加&供应减弱，预计外废短期偏强运行。

图表 23: 国废价格走势 (元/吨)



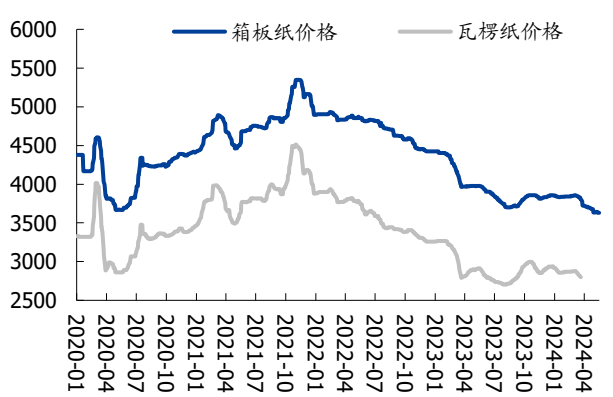
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 24: 东南亚外废价格走势 (美元/吨)



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 25: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)



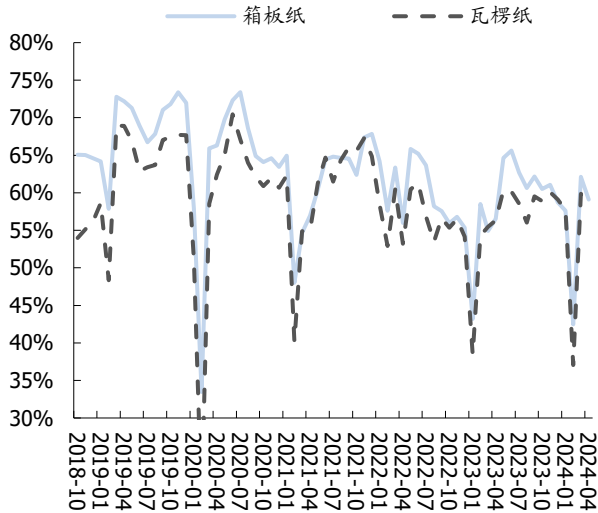
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 26: 白板纸价格走势 (元/吨)



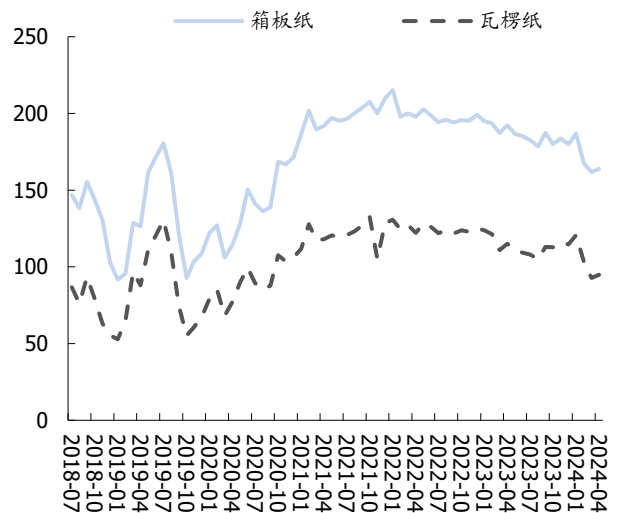
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 27: 废纸系开工率情况 (%)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 28: 废纸系社会库存情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 29: 箱瓦纸供需平衡表 (万吨)

	2022	2023	2024E	中期判断
国内新增产能	广东山鹰100 玖龙纸业60	浙江山鹰77 广西玖龙80 辽宁玖龙65 太阳纸业100	五洲特纸60 山鹰宿州90 吉林山鹰30	
国内供给增量	160	322	180	供需平衡
国内需求增量	-272	478	175	
进口增量	-94	289	45	
出口增量	1	-1	1	
供给-需求	337	134	49	

资料来源: 五洲特纸公司公告, 玖龙纸业 2023 上半年财年年报, 玖龙纸业 2023 财年年报, 2024 财年半年报, 山鹰国际 2023 年报, 太阳纸业 2022 年报, 卓创资讯, 福伊特造纸公众号, 国盛证券研究所预测

注: 我们预计箱板瓦楞纸新增中小产能和行业清退产能保持平衡; 假设箱板瓦楞纸有望受益于国内经济复苏, 此外海外进入补库周期有望促进箱板瓦楞纸出口规模提升, 进口纸冲击逐步消化, 预计 2024 年进口增速放缓(2023 和 2024 年数据均为测算数据, 存在误差风险)

图表 30: 近期废纸系涨价函梳理

品类	企业	纸种	执行日期	调价幅度
箱板瓦楞	重庆玖龙	普通牛卡、再生纸 120-、瓦楞纸 120g-	2024.5.20	+20 元/吨
	重庆玖龙	再生纸 120g+, 瓦楞纸 120g+	2024.5.20	+30 元/吨
	泉州玖龙	海龙牌瓦楞纸 110g+	2024.5.14	+20 元/吨
	东莞玖龙	再生纸、瓦楞纸	2024.5.7	+30 元/吨
	东莞玖龙	黄废类	2024.5.5	+30 元/吨
	东莞玖龙	地牛、海牛、海优、玖牛	2024.4.23	+30 元/吨
	广东山鹰	T 纸、瓦纸	2024.4.15	+30 元/吨
	山鹰国际	所有基地红杉系、T 纸、瓦纸系	2024.4.7	+30 元/吨
	东莞玖龙	牛卡、再生、瓦纸	2024.2.22	+30 元/吨
	太仓玖龙	牛卡、瓦纸	2024.2.22	+30 元/吨
	天津玖龙	牛卡、再生、瓦纸	2024.2.22	+30 元/吨
	沈阳玖龙	所有纸种	2024.2.22	+30 元/吨
	湖北玖龙	所有纸种	2024.2.22	+50 元/吨
	山东世纪阳光	涂布白面牛卡、白面牛卡	2023.12.19	+50 元/吨
	玖龙纸业	天津/河北瓦楞纸、白面牛卡、涂布牛卡、海龙 B 牛卡; 东莞海龙优质生卡、海龙牛卡、地龙牛卡、再生牛卡、瓦楞纸; 太仓再生牛卡、江瓦; 湖北再生纸; 沈阳瓦楞纸、再生纸	2023.12.7- 2023.12.14	+50 元/吨
	山东世纪阳光	瓦楞原纸	2023.12.7	+50 元/吨
	玖龙纸业	再生牛卡	2023.11.29	+30 元/吨
	玖龙纸业	除 90 克以下其他克重玖龙牌瓦纸、海龙牌瓦纸、地龙牌瓦纸; 所有海龙优质牛卡、海龙牛卡、地龙牛卡	2023.11.27	+50 元/吨
	玖龙纸业	90 克以下克重玖龙牌瓦纸	2023.11.23	+50 元/吨
	玖龙纸业	玖龙牌瓦纸	2023.11.22	+30 元/吨
山鹰国际	所有基地产品	2023.11.25	+50 元/吨	
玖龙纸业	重庆、四川玖龙、海龙、地优、地牛、地再、江再等	2023.10.12	+50-100 元/吨	
玖龙纸业	湖北玖龙玖牛、海优、海牛、地优、地牛、地再、江再	2023.10.07	+50 元/吨	
白板纸	玖龙纸业	重庆、四川玖龙灰底白板纸	2023.10.12	+150 元/吨
	东莞建辉	涂布灰底白板纸	2023.10.09	+50 元/吨

资料来源: 华印纸箱彩盒、全纸联纸品汇、废品之家, 纸视界, 纸引未来网, 中纸网, 龙魂好包装, 科印印刷网, 浆纸联, 纸业万事通, 包装, 国盛证券研究所

标的推荐: 预计 24Q2 文化纸价格维稳、白卡预计低位震荡, 浆纸系吨盈利预计呈下滑态势; 废纸价格 Q2 预计延续磨底, 产销量改善情况下龙头吨盈利有望小幅改善。此外, 龙头产能扩张接近尾声, 行业逐步进入 Capex 下行周期。推荐**太阳纸业**, 关注**玖龙纸业**、**山鹰国际**、**博汇纸业**、**岳阳林纸**、**晨鸣纸业**等。

1.2.3 特种纸: 本周更新全球规模, 结构性增长可期

全球规模稳步提升, 包装领域成长最优。根据造纸信息援引 Smithers 《特种纸 2028 年发展前景》数据, 2018-2023 年特种纸产量从 2423 万吨增至 2652 万吨 (CAGR 为 1.8%),

预计 2023-2028 年特种纸消费量年均增长 2.1%。分产品来看，包装领域成长预计最优，受益于限塑&环保意识增强（部分高端品牌追求更环保、性能更高的纸基包材），未来 5 年销量增长预计占行业增长约 1/3；部分产品受益于下游需求扩张，亦将有优异表现，其中 2023-2028 年特种标签盒&离型纸销量有望从 592 万吨增至 654 万吨（CAGR 为 2.0%）；工业滤纸销量 CAGR 为 3.8%；电绝缘、电缆、电池纸、特种打印纸等预计均稳健增长。部分领域下游收窄，其中货币&支票类用纸伴随电子支付渗透率提升，预计需求下滑。

图表 31: 特种纸细分品类供需平衡表&竞争格局

	2018	2019	2020	2021	2022E	新增供给	2022年竞争格局	龙头纸企	供需状态	
食品包装纸	产量(万吨)	161.2	205.4	236.5	267.0	301.7	厚纸: 1) 2021五洲50万吨食品卡持续爬坡; 2) 2023仙鹤30万吨食品卡; 3) 2024冠豪30万吨食品卡; 4) 金天和30万吨食品卡	厚纸: CR2 32.18%	五洲特纸、冠豪高新	弱平衡
	YOY	6.0%	27.4%	15.1%	12.9%	13.0%	薄纸: 1) 2024年仙鹤广西&湖北项目; 2) 2024年恒达5万吨食品医疗及深加工; 3) 2024-2025年华旺40万吨特种纸; 4) 民丰8、25号机合计技改5万吨	薄纸: CR2 44.5%	仙鹤股份、恒达新材	弱平衡
装饰原纸	销量(万吨)	105.5	108.5	111.3	120.5	105.7	2024仙鹤广西&湖北项目 2024-2025华旺40万吨特种纸 2025齐峰20万吨装饰原纸(首期8万吨)	CR3 76.5%	仙鹤股份、齐峰新材、华旺科技	供大于求
	YOY	8.5%	2.9%	2.6%	3.3%	-12.3%				
格拉辛纸	产量(万吨)	30.2	34.2	38.9	44.3	52.5	2024仙鹤广西&湖北项目 2024-2025华旺40万吨特种纸	CR3 84.1%	仙鹤股份、五洲特纸、UPM	供小于求
	YOY	34.8%	13.2%	13.7%	14.0%	18.3%				
热敏纸	产量(万吨)	49.0	52.0	53.0	53.0	55.1				
	YOY	16.7%	6.1%	1.9%	0.0%	4.0%				
无碳纸	产量(万吨)	46.7	44.7	43.1	42.2	41.4	2024仙鹤广西&湖北项目	CR2 28.5%	仙鹤股份、冠豪高新	弱平衡
	YOY	-0.6%	-4.3%	-3.6%	-2.0%	-2.0%				
热转印	产量(万吨)	19.2	20.4	21.0	23.0	25.0	2023五洲2.2万吨热转印 2024冠豪6万吨热转印 2024仙鹤广西&湖北项目 民丰25号机技改2.5万吨	CR3 83.4%	仙鹤股份、五洲特纸、冠豪高新	弱平衡
	YOY	3.2%	6.4%	2.8%	9.5%	8.7%				
医用用纸	产量(万吨)	13.8	16.2	21.0	23.5	24.2	2024年仙鹤广西&湖北项目 2024年恒达5万吨食品医疗及深加工 2024-2025年华旺40万吨特种纸 民丰8、25号机合计技改5万吨(部分为医疗纸)	CR2 44.1%	仙鹤股份、恒达新材	弱平衡
	YOY	3.1%	17.0%	29.8%	11.9%	3.0%				
烟草配套纸	产量(万吨)	8.8	8.5	9.0	10.5	10.5	2024仙鹤广西&湖北项目 民丰8号机技改2.5万吨&2.6万吨烟用镀铝内衬用纸	CR3 79.8%	仙鹤股份、民丰特纸、恒丰纸业	弱平衡
	YOY	-1.1%	-3.4%	5.9%	16.7%	0.0%				

资料来源: 恒达新材招股书、华经产业研究院、共研网、观研天下、智研咨询、知网文化、中国家居产业、中商情报网、各公司公开投资者交流纪要、各公司公告、湛江经济开发区门户网站、马鞍山慈湖高新区公众微信号、纸视界、国盛证券研究所(供需状态为自行预测)

本周更新:

仙鹤股份: 量价齐升, 盈利稳定。Q2 销量预计稳步增长, 外盘浆价报涨、日用消费旺季, 3-4 月集中提价, 预计涨价落地幅度可观, Q2 均价环比稳步改善; 公司前期加大囤浆力度, 23Q4/24Q1 表观存货体量持续提升(预计 4 月底仍有超 2 个月木浆库存), 尽管浆价高位攀升, 但生产端成本预计增长较为平缓, Q2 吨盈利有望高位维持。此外, 公司广西&湖北项目有序推进, 其中湖北基地预计 24 年投产 4 条造纸产线(PM1&PM2 已在 Q1 开机, 其余将在 Q4 投产); 广西基地预计 24 年底-25 年初投产 5 条造纸产线。同时 24H2 起将有 3 条自制浆线投产, 成本周期有望平滑。

标的推荐: 受益于低价浆库存, 企业成本上升较为平滑, 预计 24Q2 均价向上、成本可控, 吨盈利高位稳定。未来龙头凭规模、产业链一体化布局等强化成本优势, 行业集中度预计持续提升。推荐仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸, 关注冠豪高新、恒达新材、齐峰新材等。

1.3 消费: 龙头产品势能向上, 品牌效应持续放大

百亚股份: 新品推出在即, 产品势能向上。2024 年公司着重发力益生菌升级款及裤型卫生巾产品, 在现有益生菌产品基础上进行功能、面层等方面的升级, 延续益生菌爆品势能; 同时以益生菌爆品流量赋能安睡裤/日光裤新品, 贴合裤型发展趋势, 完善产品矩阵。我们预计公司 2024Q2 收入端增长有望超 30%, 利润增长有望接近收入增长。展望 2024H2, 公司有望进入品牌效应&规模效应释放阶段, 利润增长有望开始超收入增长。

图表 32: 自由点裤型新品



资料来源: 自由点 freemore 公众号, 国盛证券研究所

公牛集团: 产品持续升级, 智能化&年轻化创新。公牛民用电工龙头地位稳固, 产品端持续创新迭代, 接连推出轨道插座、小电舱插座、无叶风扇灯等新品, 并针对性选择代言人强化流量赋能、树立品牌调性。**1) 无叶风扇灯:**首创离心式无叶吹风技术, 主打内外双风效、全光谱照明、轻音不扰眠等特点, 选择秦岚作为代言人, 满足消费者升级需求;**2) 小电舱插座:**创新数显屏幕, 主打新一代氮化镓技术、67W 大功率快速续航, 创新打造“10 口合一”、丰富使用场景; 深度洞察年轻人消费需求, 并选择彭昱畅作为代言人。此外, 公牛针对充电桩产品选择雷佳音作代言人, 针对蝶翼超薄开关二代选择余诗曼等代言人, 产品创新、品牌营销等能力卓越。

图表 33: 公牛无叶风扇灯创新产品



资料来源: 公牛集团公众号, 国盛证券研究所

图表 34: 公牛小电舱插座创新产品



资料来源: 公牛集团公众号, 国盛证券研究所

本周更新:

两轮车: 国内电两马太效应加速显现, 特种车海外需求分化。国内市场方面, 电动两轮车受《新国标》及以旧换新政策的驱动, 格局加速汰换, 尾部出清后龙头份额有望继续提升, 我们认为, 去年初开始的价格战趋缓, 今年市场价格有望回归健康; 海外市场方面, 我们预计小型越野摩托和高尔夫球车在美国市场需求走高, 本土厂商性价比优势下有望持续渗透, 而以欧洲为重点市场的电平衡车和电滑板车则可能受欧洲经济景气度下

行影响，全年销售有所承压，关注本土电两龙头雅迪控股、爱玛科技，及特种车出海厂商涛涛车业。

宠物：玛氏天津宠物干粮产线于本月15日顺利投产，投资近10亿元，占地11万平方米，是目前玛氏在亚洲最大的宠食工厂，满产产能达25万吨，此外，下半年预计启动零食产线，未来还将增加湿粮产能。我们认为，国内宠物行业飞速成长，一方面本土厂商研发能力快速提升，争相抢占海外优质生产资源，另一方面本土市场空间较大，引起外牌投入更多关注，雀巢、玛氏等全球龙头加入本土化竞争，产业格局趋于成熟，推荐关注自主品牌更具影响力及本土营销能力更强的国产龙头乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份等。

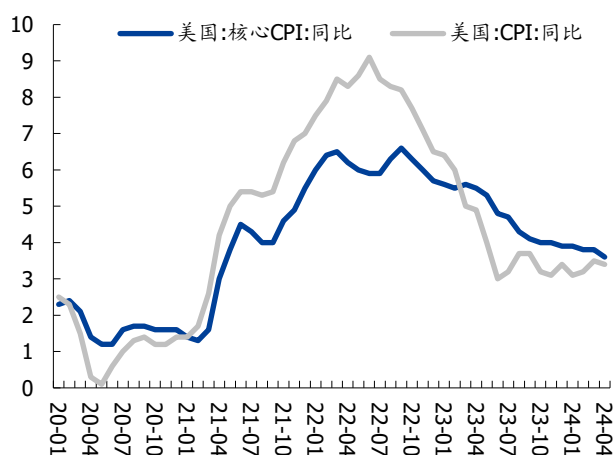
标的推荐：1) 优选经营稳健的消费白马，推荐战略布局稳步推进、业务多点开花的公牛集团，传统核心稳健增长、产品及渠道结构优化的晨光股份；2) 推荐从地区走向全国，国产替代逻辑顺畅的百亚股份等；3) 聚焦陪伴需求旺盛、渗透率及消费力提升空间大的宠物赛道，关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、依依股份、源飞宠物、天元宠物等。4) 推荐代工业务经营稳健、外延并购打开成长空间的倍加洁；5) 高景气赛道，近视防控长期渗透率提升逻辑顺畅，推荐明月镜片、博士眼镜、康耐特光学；6) 办公集采赛道万亿规模、增长潜力充足，关注齐心集团；7) 关注自主品牌快速放量、个人卫生护理用品领域的领先制造商豪悦护理；8) 关注产品渠道稳步扩张、品牌势能提升的可靠股份。

1.4 出口：持续布局结构成长，关注 Q2 高增企业

通胀回落，降息预期仍存。美联储公布4月CPI，未季调CPI年率录得3.4%（低于上月3.5%），核心CPI月率回落至0.3%（去年12月以来新低，6个月来首次降温）。通胀压力降低，市场预期美联储24年仍有望于Q4降息，且英国/欧盟降息概率同步加大。

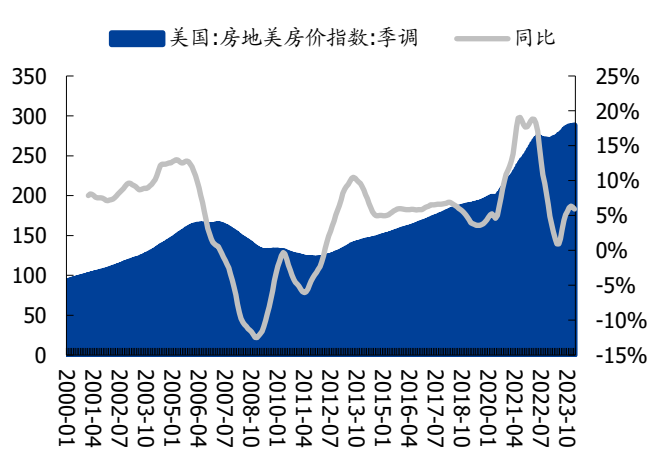
需求韧性突出，主动补库可期。美国借款利率23年底环比下滑，尽管仍处高位，较强经济韧性依然驱动美国地产底部回暖（房价指数提升、新房销售底部抬升、成屋销售企稳回暖）。当前节点，海外需求韧性可观、终端库存优化顺畅（家居零售商/批发商历史库存比位于历史中枢，且相较于其他耐用消费品类，库存相对低位），受益于23H2后被动的补库持续演绎，出口企业估值已普遍修复。若Q4降息顺畅，海外流动性或迎拐点，届时主动补库周期有望显现，各公司业绩预期有望上修。

图表 35: 美国 CPI (%)



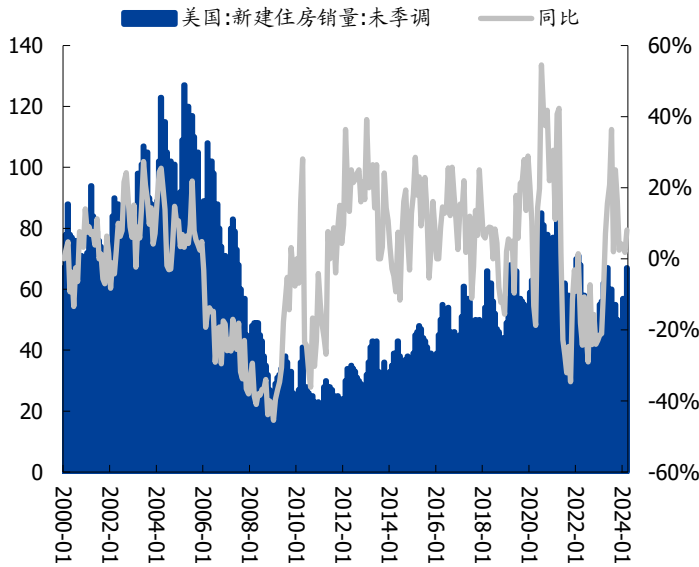
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 美国房价指数



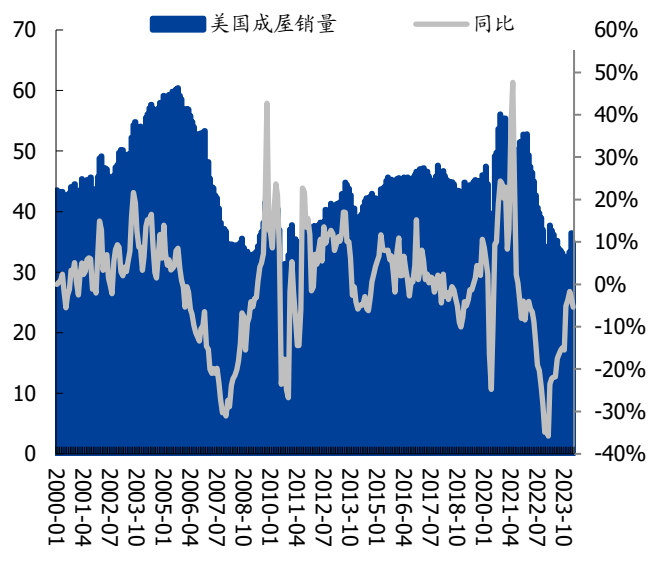
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 美国新房销售 (万套)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 美国成屋销售 (万套)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 美国分行业零售&批发库存销售比

	零售商总体	机动车	家具、家用装饰、电 子和家电	建筑材料、园林设备 和物料	食品饮料	服装服饰	日用品商场				
历史分位	35.85%	43.14%	53.13%	77.59%	20.00%	48.45%	16.28%				
零售商											
2020年至今均值	1.44	1.99	1.68	1.81	0.79	2.43	1.51				
2024-01	1.29	1.83	1.62	1.95	0.75	2.27	1.29				
	批发商: 耐用品	汽车及配件	家居及摆设	木材及建材	专业及商业设备	电脑及外围设备	金属及矿产	电气及电子	五金及水暖	机械设备	耐用品杂项
历史分位	72.22%	44.55%	64.13%	87.34%	81.58%	83.87%	51.88%	31.94%	69.33%	93.33%	43.93%
批发商 (耐用品)											
2020年至今均值	1.59	1.56	1.64	1.40	1.09	0.79	1.97	1.19	2.02	2.52	1.46
2024-01	1.80	1.77	1.92	1.72	1.26	0.92	2.18	1.22	2.25	2.97	1.55
	批发商: 非耐用品	纸及纸制品	药品	服装及面料	食品	农产品	化学品	石油及石油产品	酒类	非耐用品杂项	
历史分位	41.94%	48.65%	12.07%	54.93%	66.67%	23.53%	45.95%	11.11%	96.72%	85.71%	
批发商 (非耐用品)											
2020年至今均值	0.93	1.04	1.14	1.94	0.66	1.24	1.13	0.37	1.26	1.39	
2024-01	0.92	1.01	1.03	2.34	0.71	1.07	1.12	0.28	1.64	1.78	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

Q2 订单延续改善, 关注 Q2 增长提速企业。出口公司 24Q1 低基数下收入表现靓丽, Q2 订单延续改善、预计环比/同比均维系增长, 但增长趋势分化。其中, 嘉益股份、家联科技、恒林股份、致欧科技、乐歌股份、涛涛车业、西大门、共创等高增态势有望保持; 永艺股份受益于新客户、新产品导入, 增长有望提速; 浩洋股份、浙江自然、久祺股份、盈趣科技等受益于行业补库周期滞后或自身经营改善亦有望于 Q2 增长提速; 匠心家居、哈尔斯、建霖科技、松霖科技等环比仍稳健增长, 但基数攀升、同比增速或回落。

标的推荐: 本轮出口以机构定价为主, 估值分化成为常态, 业绩兑现、成长久期和估值匹配度成为核心。恒林股份、永艺股份、匠心家居、嘉益股份等有能力上修业绩预期或成长逻辑加强; 哈尔斯、建霖家居、西大门等估值低位、经营趋势向上; 成长品种共创草坪、致欧科技、浩洋股份、涛涛车业、家联科技、浙江自然、久祺股份、盈趣科技、乐歌股份等值得关注, 松霖科技、麒盛科技、梦百合、天振股份等地产后周期需求弹性有望显现。

1.5 包装: 永新股份经营稳健, 裕同科技拐点可期

永新股份: 稳增长&高红利, 逆周期韧性凸显。公司份额持续逆势扩张、经营稳健性优于行业水平。消费弱复苏趋势下, 彩印业务经营小幅承压, 依托优质下游客户布局, 销

量保持逆势增长，但价格端受损于消费需求、预计小幅下降；薄膜业务逐步修复，受益于 BOPE/BOPP 新材料投产贡献增量利润。展望 2024 年全年，原油价格抬升叠加下游需求疲弱或影响盈利能力，但同时伴随海外高毛利业务占比提高、薄膜新产能投产后原材料自给能力提升，公司整体盈利能力有望保持相对稳定。

裕同科技：行业复苏可期，盈利稳步改善。公司 2024Q1 收入、利润超预期，主要系 3C 板块稳步复苏，全年 3C 表现仍需跟踪下半年旺季订单情况；烟包 2024 年投标机会增加，有望实现较好增长；酒包短期延续承压；环保板块 2023 年受 3C 拖累，2024 年有望受益于餐包表现、实现稳健增长。2024 年在低基数效应下，伴随新客户&新产品拓展顺利、原材料价格稳定、内部持续降本增效、智能工厂持续推进、海外产能稳步扩张，公司长期竞争优势放大，盈利能力有望稳健提升。伴随后续资本开支逐步缩减，高分红政策预计延续（2023-2025 年分红比例不低于 60%），红利属性凸显。

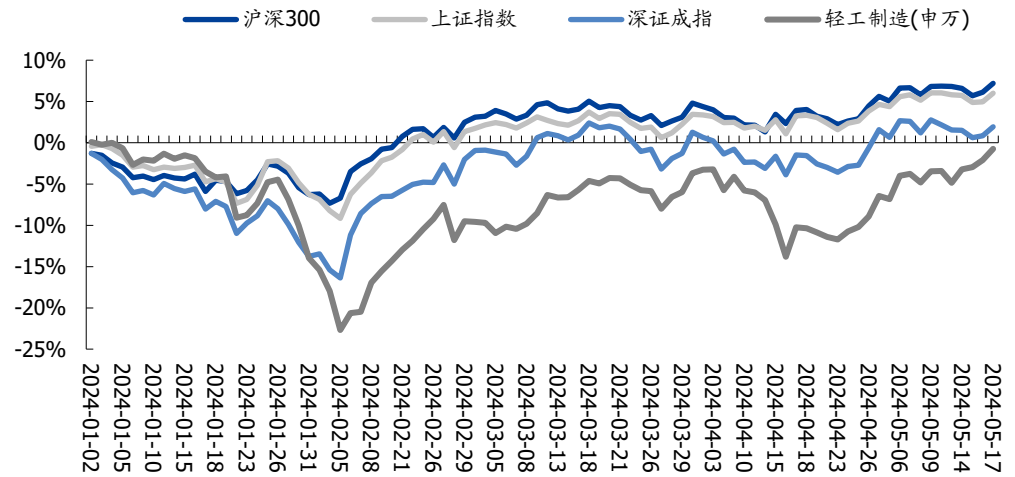
核心标的推荐：消费者收入预期及消费意愿触底回升，叠加稳增长、促消费政策持续落地，2024 年下游需求有望逐步回暖，利好头部包装企业订单拐点向上；推荐**永新股份、裕同科技、新巨丰**等，关注**昇兴股份、奥瑞金、上海艾录**等。

2 市场行情回顾

2024年5月12日-5月17日：上证指数-0.02%，深证成指-0.22%，沪深300+0.32%，轻工制造+2.76%。

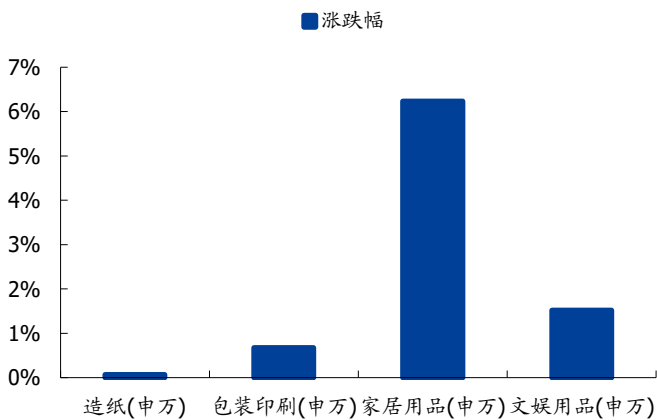
► 细分行业来看，1) 造纸：大宗用纸：+1.8%，特种纸：+0.8%；2) 包装印刷：印刷板块：-2.6%，金属包装：+0.7%，塑料包装：+0.7%，纸包装：+0.3%，综合包装：+1.3%；3) 家居用品：瓷砖地板：+11.1%，成品家居：+6.6%，定制家居：+12.6%，卫浴制品：+4.1%，其他家居用品：+1.1%；4) 文娱用品：文化用品：+1.1%，娱乐用品：+1.7%。

图表 40：行业涨跌幅



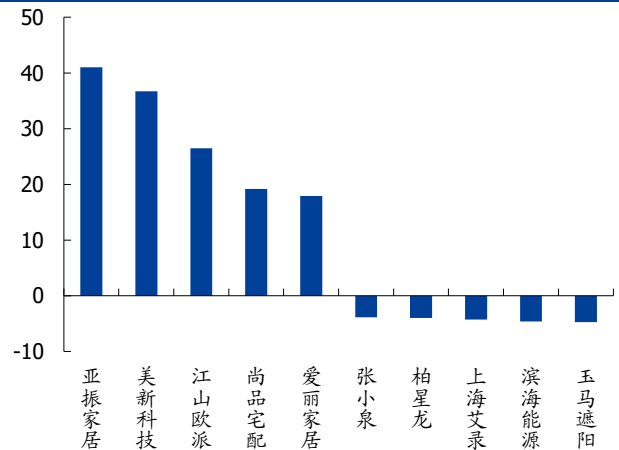
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 41：2024年5月12日-5月17日涨跌幅



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 42：2024年5月12日-5月17日个股涨跌幅榜(%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

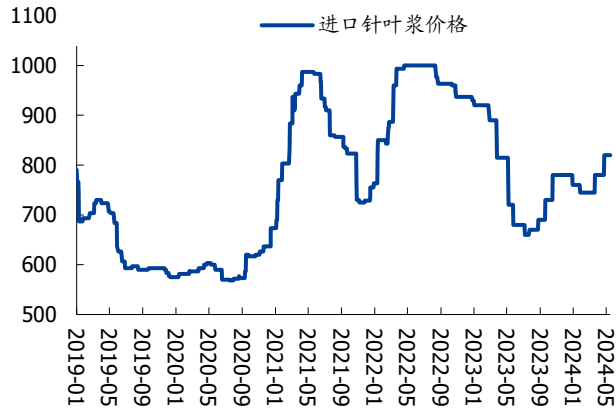
3 重点板块数据跟踪

3.1 造纸：成本攀升，纸价淡季回落

3.1.1 价格数据：原材料上行，纸价磨底

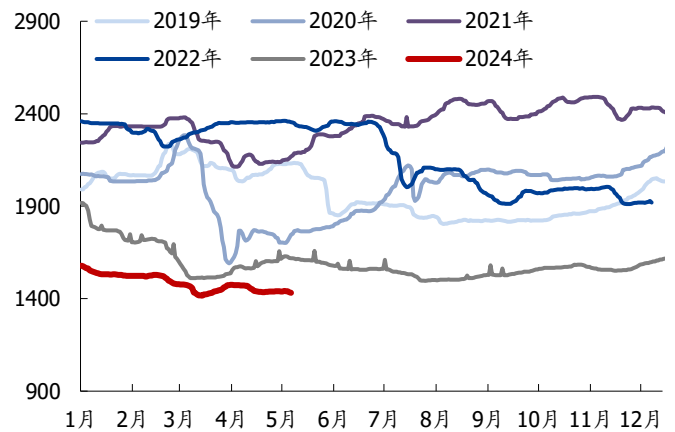
2024年5月外盘浆价上涨。5月 Arauco 针叶浆外盘报价 820 美元/吨(较上轮报价+40 美金/吨)，阔叶浆外盘报价 740 美元/吨(较上轮报价+30 美金/吨)；Mercer 宣布 5 月中国市场针叶浆价格+30 美元/吨；Suzano 亚洲市场报价上涨 30 美元/吨，欧洲市场报价上涨 60 美元/吨，北美市场报价上涨 80 美元/吨。

图表 43: 外盘浆价 (美元/吨)



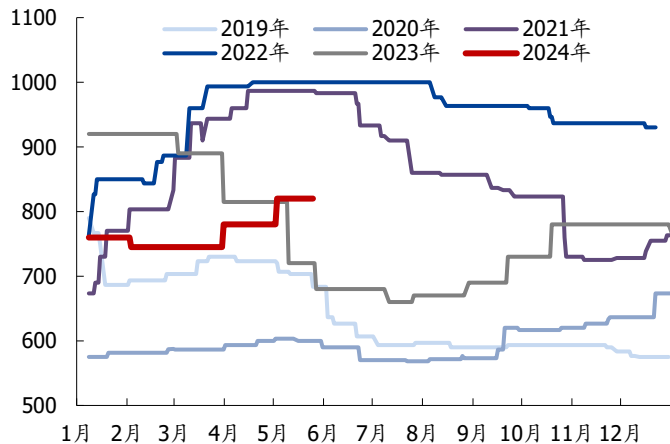
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 44: 2019-2024 年国废黄板纸价格走势 (元/吨)



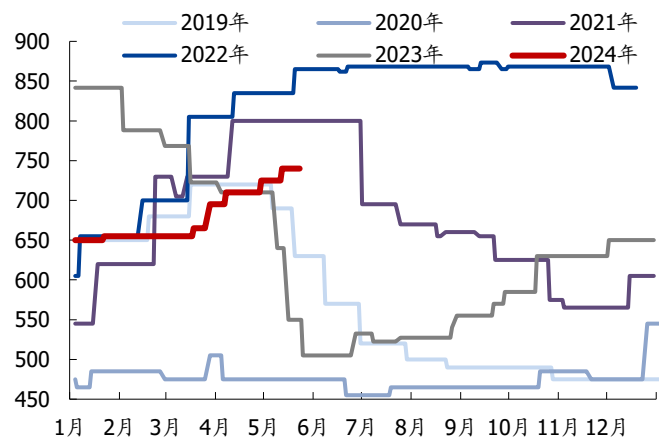
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 45: 2019-2024 年进口针叶浆价格走势 (美元/吨)



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

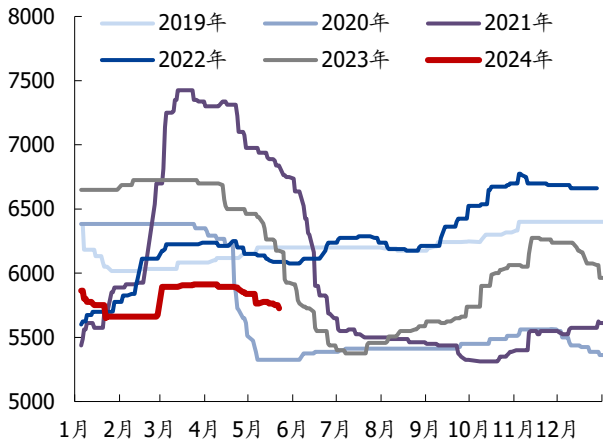
图表 46: 2019-2024 年进口阔叶浆价格走势 (美元/吨)



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

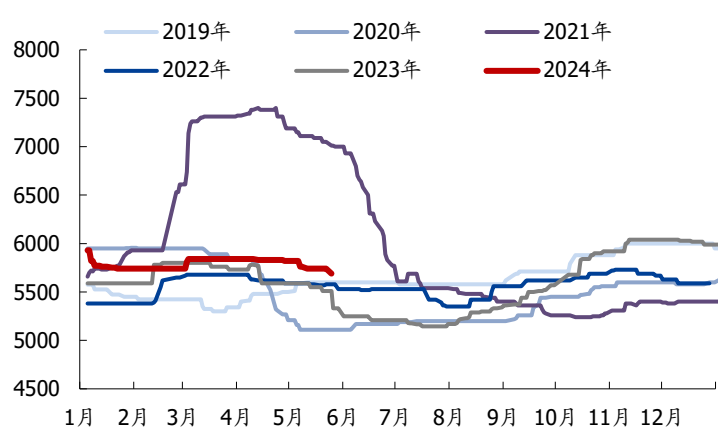
纸价磨底。本周(5月13日-5月17日)双胶纸均价 5747.5 元/吨, 环比-25 元/吨; 铜版纸均价 5730 元/吨, 环比-10 元/吨; 白卡均价 4352 元/吨, 环比-12 元/吨; 箱板/瓦楞价格为 3630/2610 元/吨, 环比-10/-14 元/吨。

图表 47: 2019-2024 年双胶纸价格走势 (元/吨)



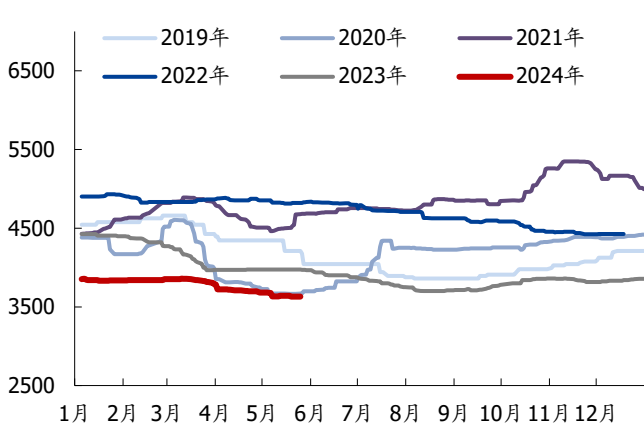
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 48: 2019-2024 年铜版纸价格走势 (元/吨)



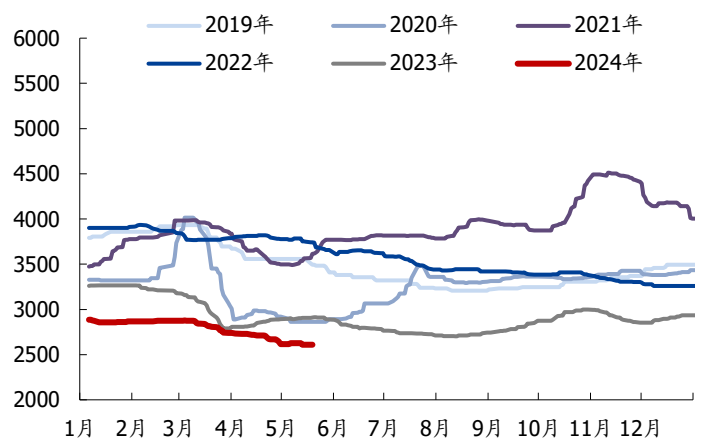
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 49: 2019-2024 年箱板纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 50: 2019-2024 年瓦楞纸价格走势 (元/吨)



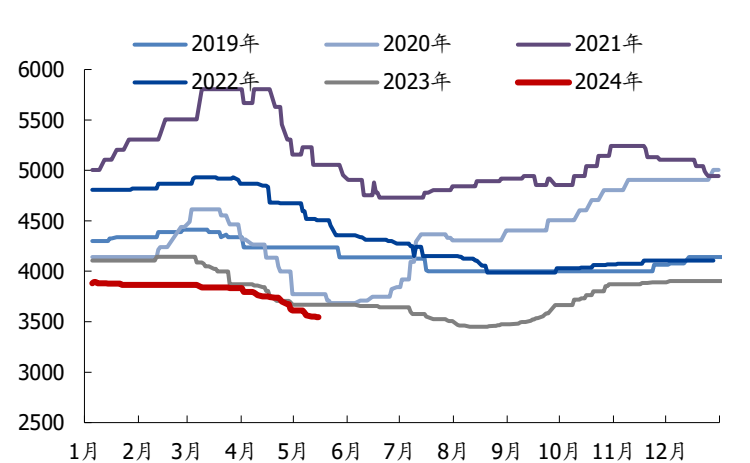
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 51: 2019-2024 年白卡纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 52: 2019-2024 年白板纸价格走势 (元/吨)

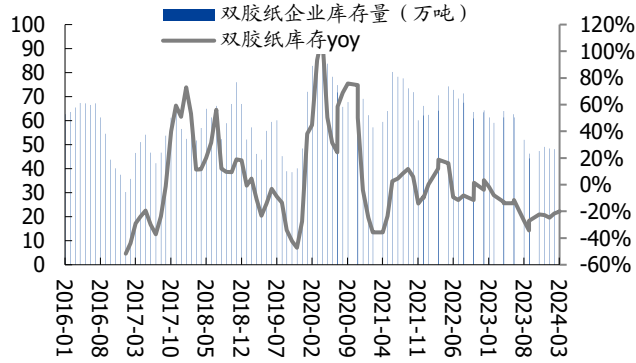


资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

3.1.2 库存数据：4月库存小幅提升

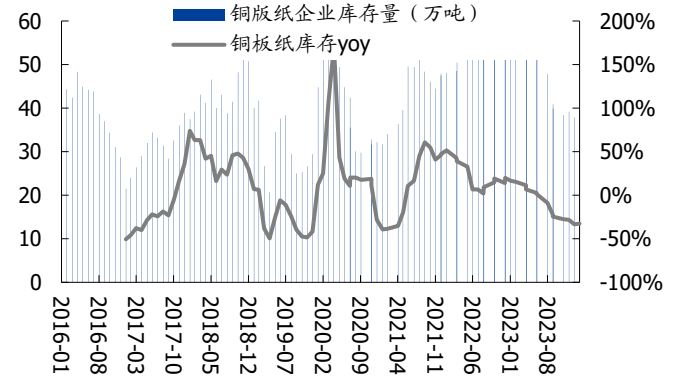
2024年4月各品类库存小幅提升。2024年4月双胶纸/铜版纸企业库存分别为49/38万吨(环比+4%/+3%);箱板纸/瓦楞纸企业库存分别为153/90万吨(环比+9%/+16%);白板纸/白卡纸企业库存分别为65/70万吨环比+6%/+3%)。

图表 53: 双胶纸库存 (万吨)



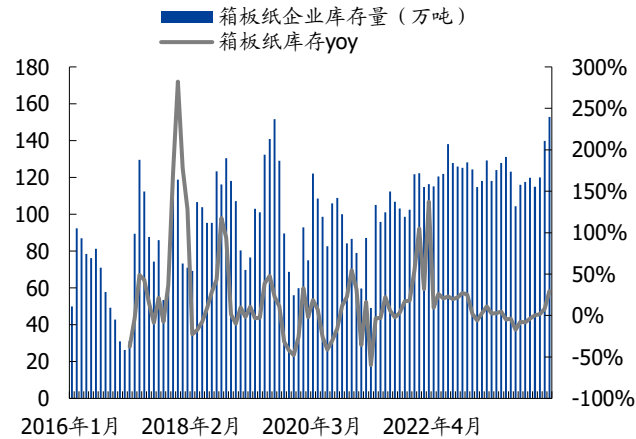
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 54: 铜版纸库存 (万吨)



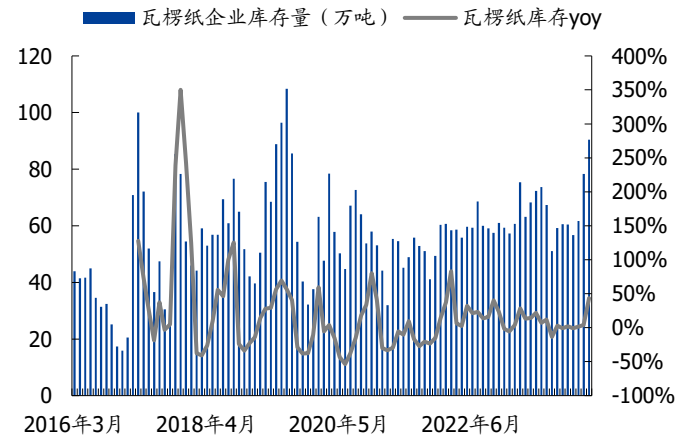
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 55: 箱板纸库存 (万吨)



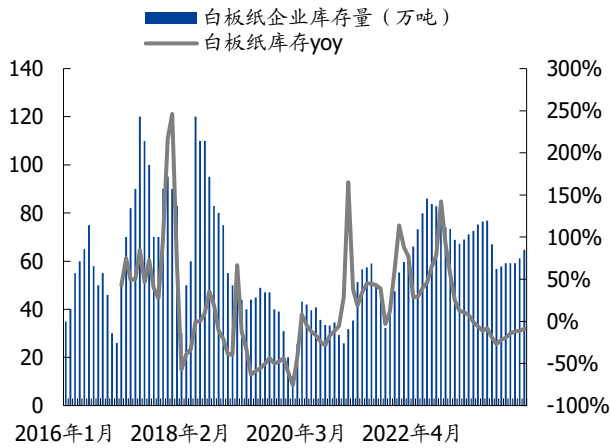
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 56: 瓦楞纸库存 (万吨)



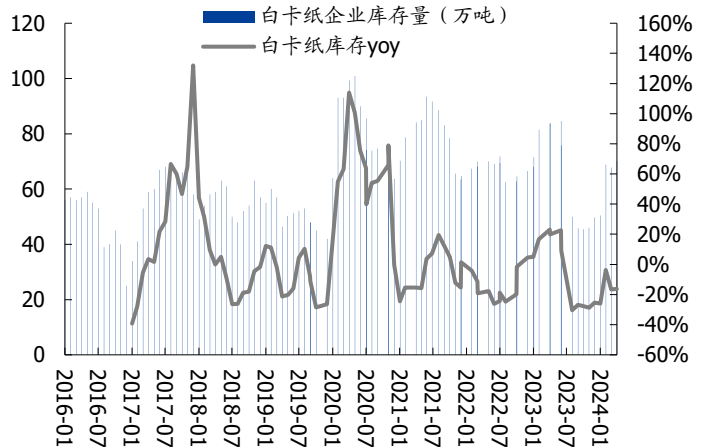
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 57: 白板纸库存 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 58: 白卡纸库存 (万吨)

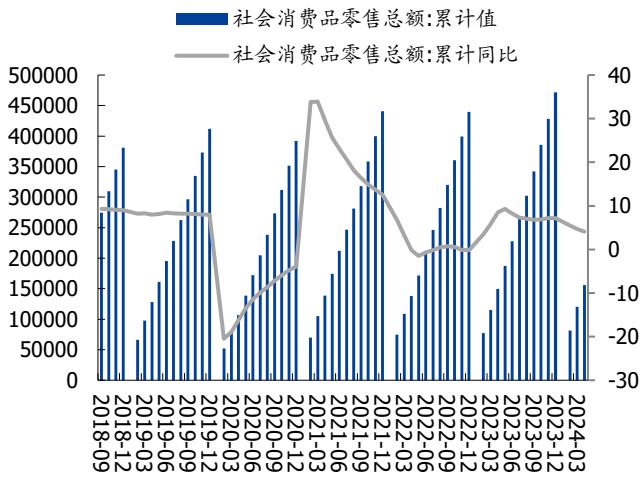


资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

3.2 消费: 2024 年 1-4 月我国社会消费品零售总额累计 15.6 万亿元 (同比+4.1%)

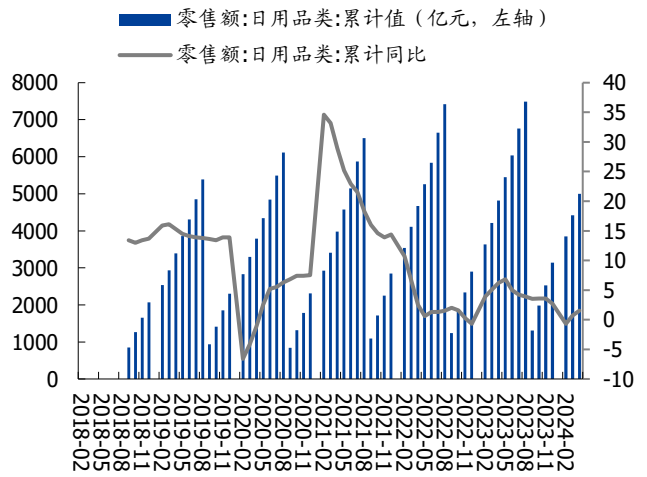
2024 年 1-4 月我国社会消费品零售总额累计 15.6 万亿元 (同比+4.1%)，其中限额以上批发零售业日用品类零售额 5000 万亿元 (同比+1.5%)；办公用品零售额 2479 万亿元 (同比-7.2%)；家具零售额 974 万亿元 (同比+2.5%)。

图表 59: 社会消费品零售总额及同比 (亿元, %)



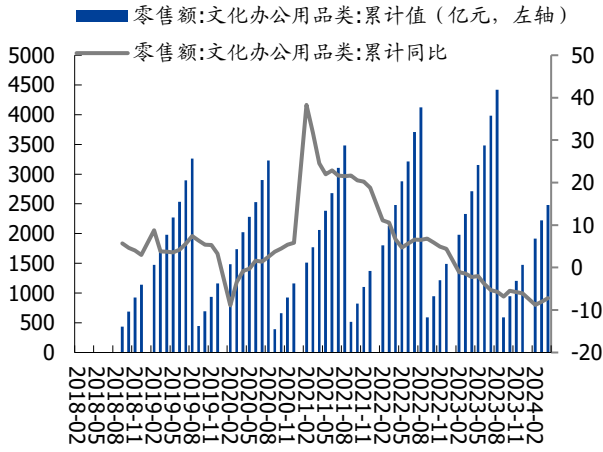
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 60: 日用品类零售额及同比 (亿元, %)



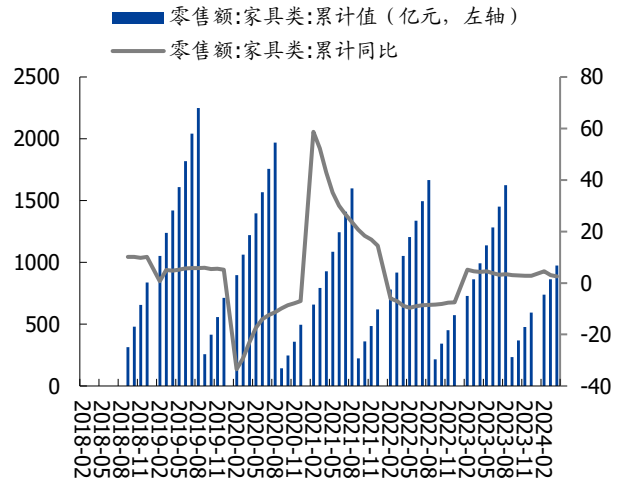
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 61: 文化办公用品累计零售额及同比 (亿元, %)



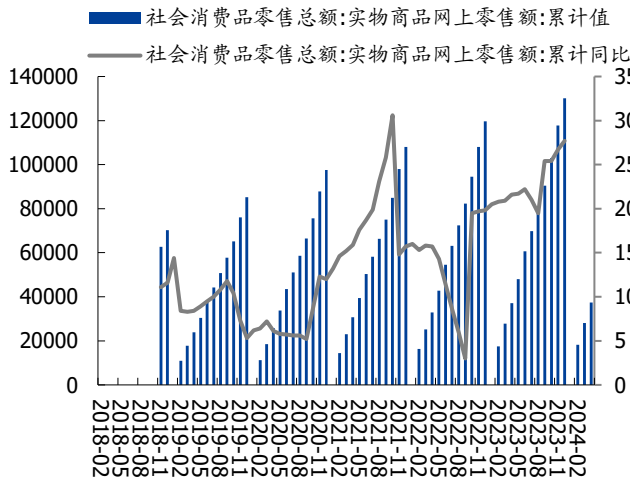
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 62: 家具累计零售额及同比 (亿元, %)



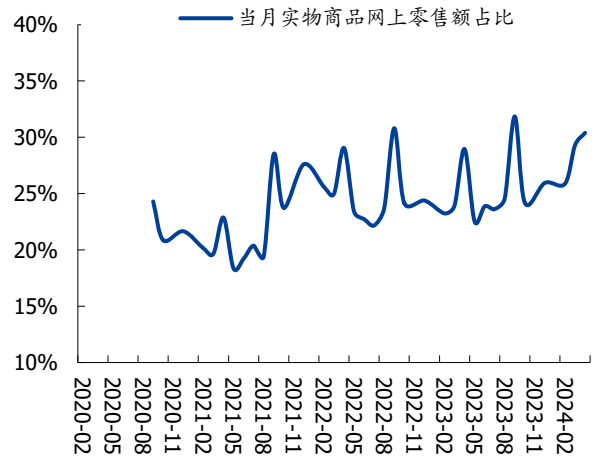
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 实物商品网上累计零售及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

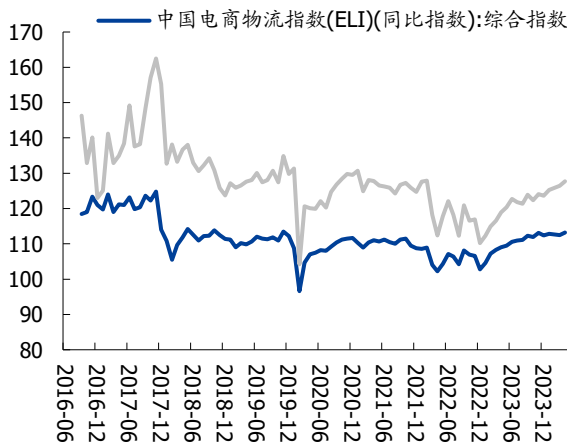
图表 64: 当月实物商品网上零售额占比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

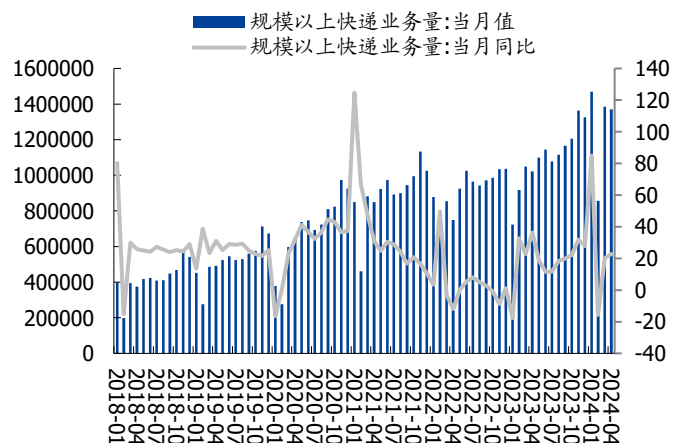
2024年4月物流同、环比均上升。2024年4月电商物流综合指数同比+4.5%、环比+0.6%；2024年4月规模以上快递业务量为137.0亿件，同比+34.2%、环比-1.1%。

图表 65: 中国电商物流指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 规模以上快递业务量 (万件, %)

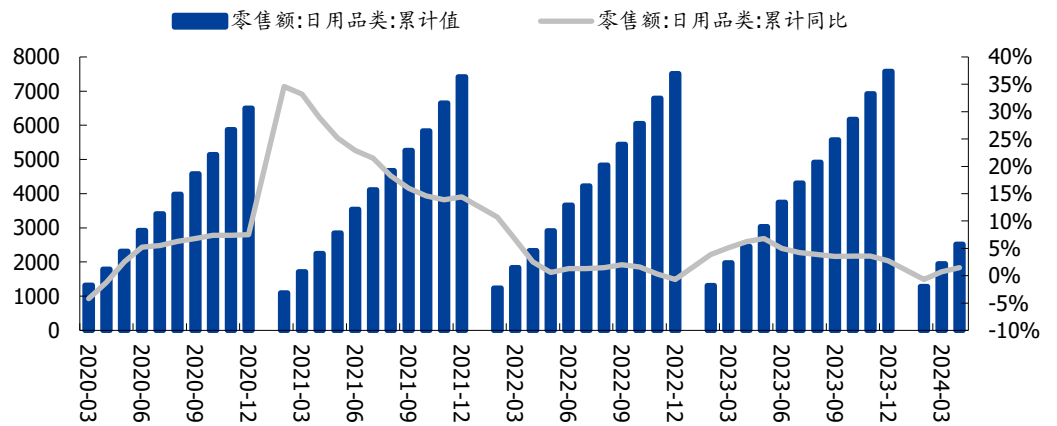


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 包装：2024年1-4月必选消费延续弱复苏

2024年1-4月日用品累计零售额 2521 亿元，累计同比+1.5%；单4月日用品当月零售额 570 亿元，同比+3.9%。

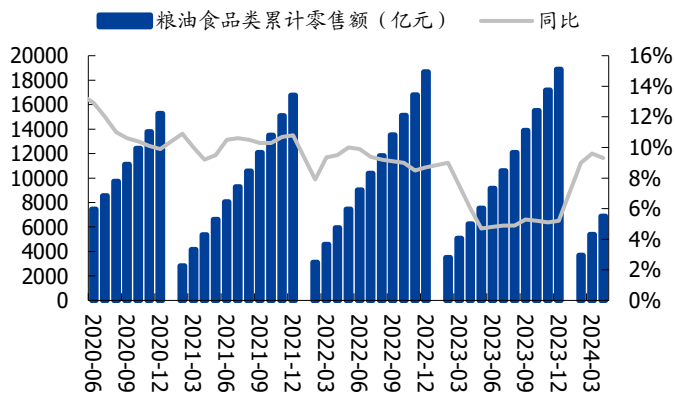
图表 67: 零售额: 日用品类: 累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

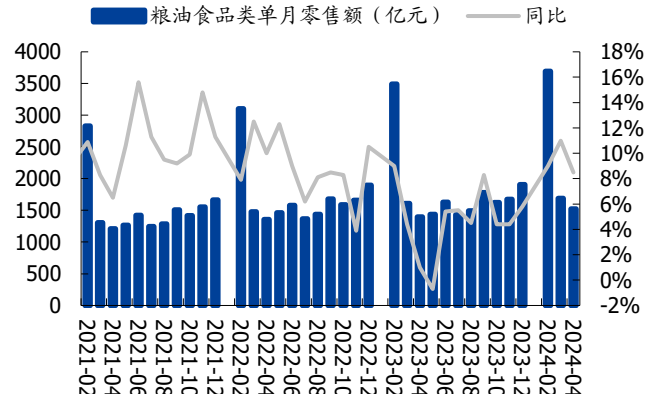
2024年1-4月粮油食品类累计零售额 6883 亿元，累计同比+9.3%；单4月粮油食品类零售额 1521 亿元，同比+8.5%。

图表 68: 零售额: 粮油、食品类: 累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

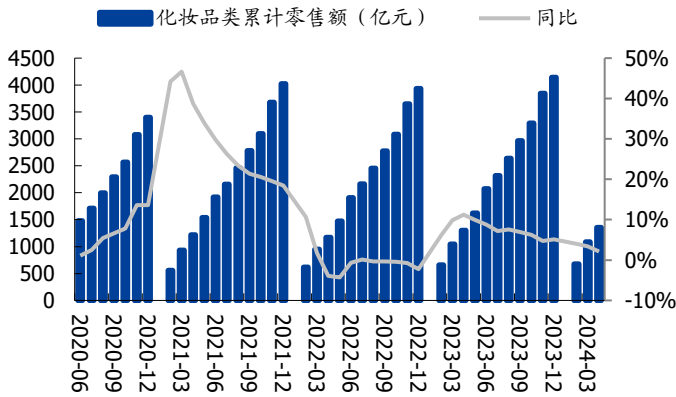
图表 69: 零售额: 粮油、食品类: 当月值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

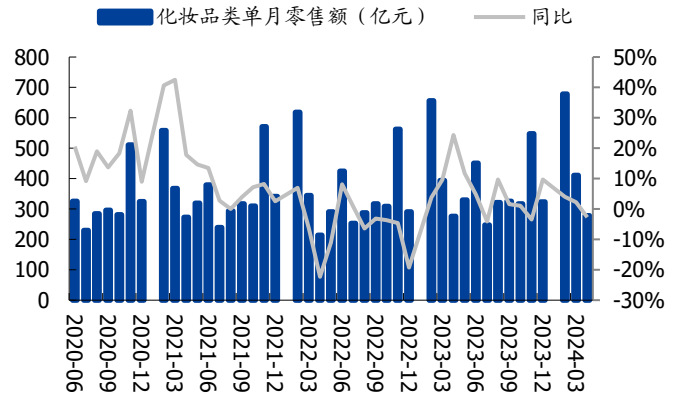
2024年1-4月化妆品类累计零售额 1357 亿元，累计同比+2.1%；单4月化妆品类零售额 278 亿元，同比-2.7%。

图表 70: 零售额: 化妆品类: 累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

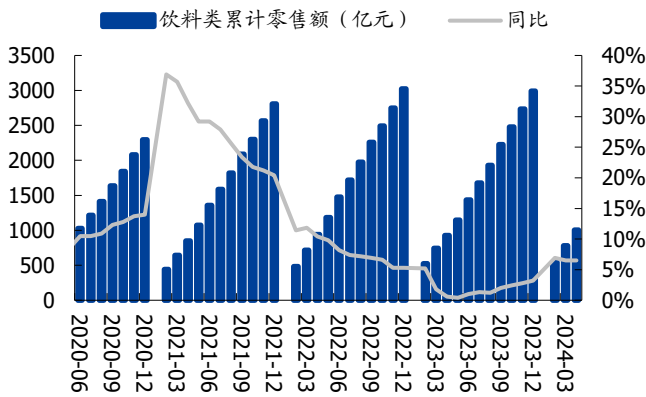
图表 71: 零售额: 化妆品类: 当月值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

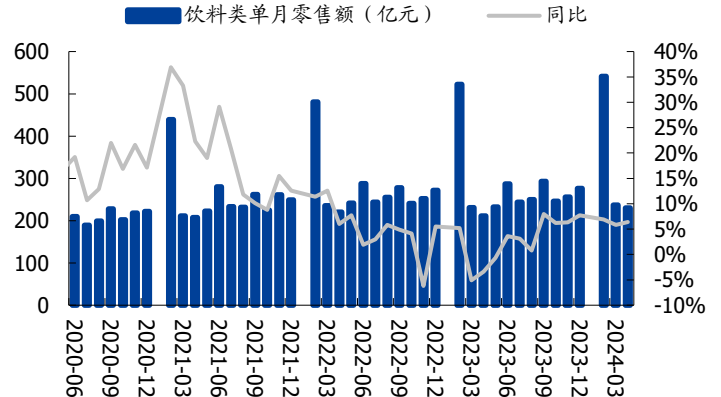
2024年1-4月饮料类累计零售额1004亿元, 累计同比+6.5%; 单4月化妆品类零售额230亿元, 同比+6.4%。

图表 72: 零售额: 饮料类: 累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

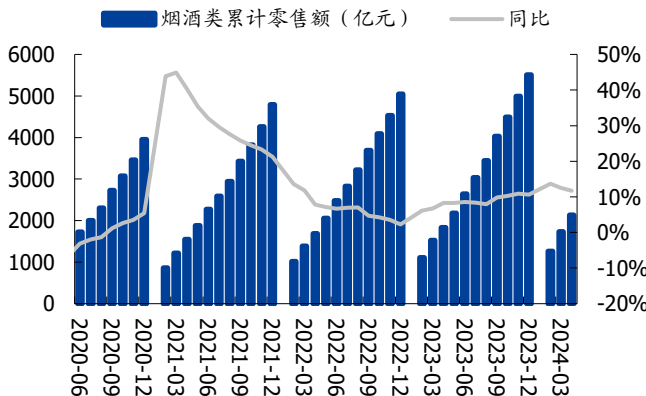
图表 73: 零售额: 饮料类: 当月值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

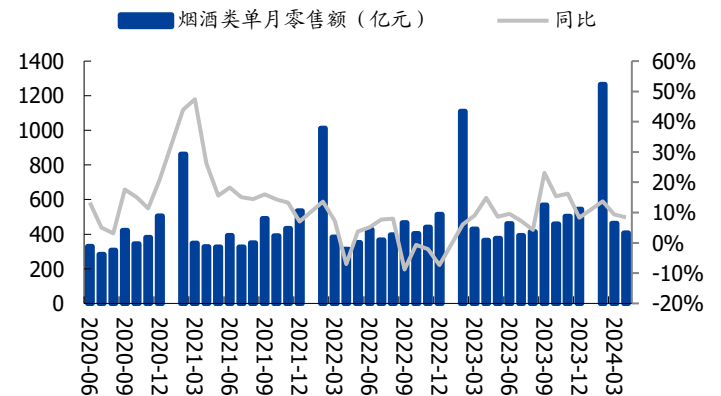
烟酒: 2024年1-4月烟酒类累计零售额2130亿元, 累计同比+11.7%。1-3月卷烟产量为8402.7亿支, 累计同比+2.9%。1-3月白酒产量125.6万千升, 累计同比+6.0%。

图表 74: 零售额: 烟酒类: 累计值



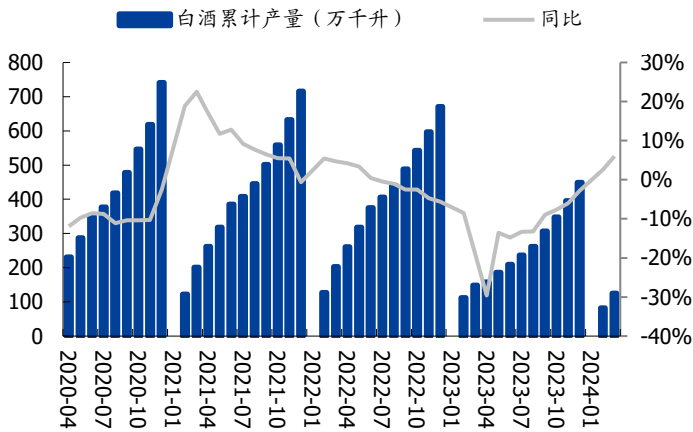
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 75: 零售额: 烟酒类: 当月值



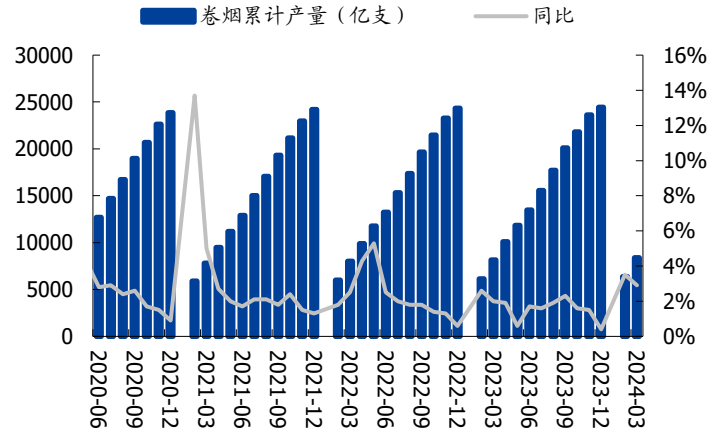
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 76: 产量: 白酒: 累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 77: 产量: 卷烟: 累计值

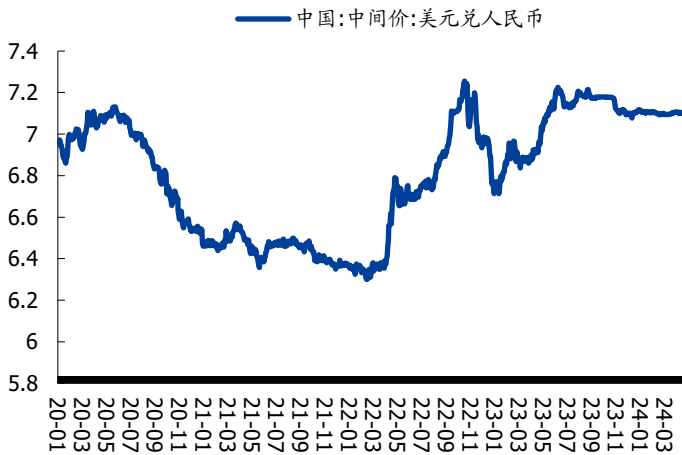


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 出口: 人民币平稳, 海运高企

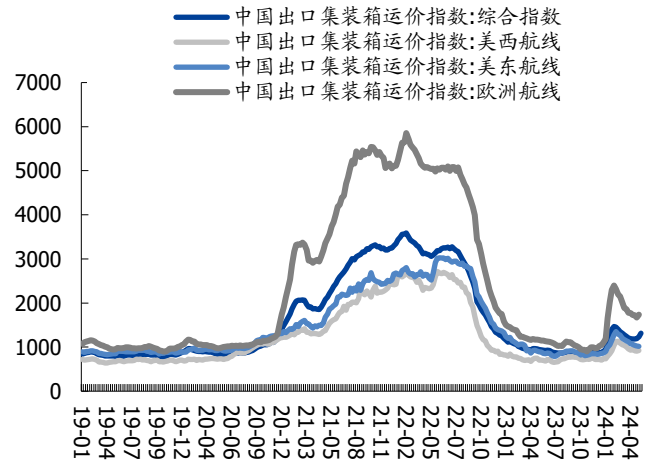
人民币平稳, 海运高企。人民币汇率 Q1 末至今保持平稳, 但海运费受地缘摩擦影响加剧、急速攀升, 预计影响部分自主品牌出海公司盈利能力。

图表 78: 人民币汇率变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 79: 海运费变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4 风险提示

消费复苏不及预期。下游消费疲软将压制企业成长。

地产超预期下滑。家居公司作为地产后周期企业，地产销售下行将影响下游需求。

浆价波动高于预期。上游木浆价格大幅波动将令中游造纸企业盈利承压。

测算具备误差。文中部分数据为测算数据，存在误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com