

轻工制造

2023Q4 业绩前瞻：造纸延续改善、家居增长提速，消费、出口整体平稳

家居：2023Q4 低基数增长或提速，盈利预计稳健提升。收入方面，零售端 2023Q4 订单保持稳定增长，龙头经营稳健，逆行周期更具韧性；工程端竣工延续靓丽，2023Q4 高基数下增长拉动趋弱。利润方面，原料价格低位、降本增效推进，预计盈利提升稳健。智能家居推荐瑞尔特（预计 2023Q4 收入同比+20%，利润增长高于收入），传统家居推荐顾家家居（预计 2023Q4 收入同比+20%，利润增长高于收入）、志邦家居（预计 2023Q4 收入同比+10%，利润增长高于收入）、欧派家居（预计 2023Q4 收入同比+0%-5%，利润增长高于收入）、索菲亚（预计 2023Q4 收入同比+10%，利润增长高于收入）、金牌厨柜（预计 2023Q4 收入同比+5%-10%，利润增长高于收入）、曲美家居（预计 2023Q4 收入同比转正，利润扭亏）、好太太（预计 2023Q4 收入同比+40%-50%、利润同比约翻倍）、喜临门（预计 2023Q4 收入同比+10%，利润环比稳定）、敏华控股、慕思股份（预计 2023Q4 收入、利润同比+5%-10%）等，关注江山欧派（预计 2023Q4 收入同比+5%，利润同比翻倍以上）、尚品宅配、王力安防、皮阿诺等。

大宗纸：浆纸系价格承压，废纸系价格平稳。当前纸浆短期需求偏弱，纸厂采买纸浆积极性减弱，预计浆价弱势运行。浆纸系需求延续平淡，1月部分规模纸厂报价下调，预计价格承压运行；废纸系短期供需格局相对稳定，预计纸价平稳运行。Q4 造纸盈利环比改善，当前优选底层利润夯实向上的太阳纸业（预计 2023Q4 盈利 9.5-10.0 亿元），关注博汇纸业（预计 2023Q4 盈利 3.0-3.5 亿元）、晨鸣纸业等、箱板纸行业龙头玖龙纸业（预计 2023Q4 亏损收窄）、山鹰国际（预计 2023Q4 盈利环比改善），林业碳汇开放，关注岳阳林纸。

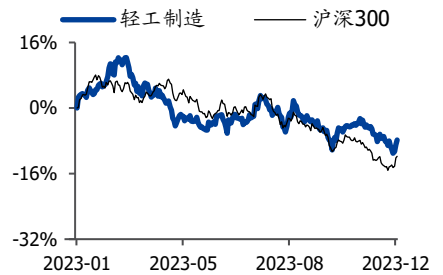
特种纸：产销景气、提价落地、盈利分化。Q4 旺季需求稳健、龙头纸企产销有望维系高位，且受益于下游景气&外盘木浆提价，涨价函落地幅度预计较优。持续推荐仙鹤股份（预计 2023Q4 利润为 2.5-3.0 亿元，Q3 为 2.0 亿元）、华旺科技（预计 2023Q4 利润为 1.6-1.7 亿元，环比稳定）、五洲特纸（预计 2023Q4 利润为 1.5-2 亿元，Q3 为 1.2 亿元）、冠豪高新（预计 2023Q4 利润约 0.5 亿元，Q3 为 -0.2 亿元）、恒达新材（预计 2023Q4 利润约 0.3 亿元，Q3 为 0.3 亿元）。

消费：把握结构性成长机遇，关注高成长、抗周期的宠物赛道。消费环境延续弱复苏，总量扩张逻辑趋弱下建议把握结构性成长机会。1) 推荐战略布局稳步推进、业务多点开花的公牛集团（预计 2023Q4 收入同比+10%-15%，利润增长高于收入），传统核心稳健增长、产品及渠道结构优化的晨光股份（预计 2023 收入同比+20%，利润增长 10%-20%）；2) 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（预计 2023Q4 收入同比+0%-5%，利润+35%-40%）、源飞宠物、天元宠物等；3) 推荐国产替代逻辑顺畅的百亚股份（预计 2023Q4 收入同比+30%，利润同比承压）；4) 聚焦高景气赛道，近视防控长期渗透率提升逻辑顺畅，推荐明月镜片（预计 2023Q4 收入同比+15%-20%，利润增长高于收入）、博士眼镜（预计 2023Q4 收入、利润同比均+15%-20%）。

出口：订单平稳，结构补库逻辑有望持续演绎。Q4 由于终端需求承压、海外订单环比维持稳定。当前节点，海外整体库存水平仍维系平稳，伴随终端消费需求回暖，补库逻辑预计于 2024 年持续演绎。推荐恒林股份（预计 2023Q4 收入同比+25%，利润同比+25%）、永艺股份（预计

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

- 1、《轻工制造：宠物赛道高成长、抗周期，国货崛起正当时》2023-12-27
- 2、《轻工制造：布局出口轮动补库机会，关注价值修复及成长高确定性标的》2023-12-24
- 3、《轻工制造：关注出口结构性补库及美国地产后期修复机会，包装行业整合加速》2023-12-18



2023Q4 收入同比+20%+, 利润同比+35%+)、匠心家居(预计2023Q4 收入同比约+45%, 利润同比约+20%)、盈趣科技(预计2023Q4 收入同比+5%, 利润同比-25%), 关注嘉益股份、致欧科技、家联科技、梦百合、麒盛科技、哈尔斯、共创草坪、浙江自然、乐歌股份、久祺股份(预计2023Q4 收入同比持平, 利润同比+175%)等。

包装: 下游持续复苏, 关注高分红标的。 下游需求温和复苏, 利好头部包装企业订单拐点向上; 利润端受益于成本红利延续、表现预计较优, 优选高分红预期标的永新股份(2022年股息率5%)、裕同科技(2023-2025年预计股息率为3.7%/4.3%/5.1%)。推荐永新股份(预计2023Q4 收入同比+5%, 利润同比+10%-20%)、裕同科技(预计2023Q4 收入持平、利润同比+5%-10%)、新巨丰(预计2023Q4 收入同比+10%-20%, 利润同比正增长)、奥瑞金(预计2023Q4 收入同比+5%、利润同比翻倍以上)、上海艾录。

新型烟草: 国内市场承压, 海外一次性仍占主要份额。 1) 国内: Q4受制于国标自身产品、口味限制, 以及海外进口果味冲击, 市场规模预计环比平稳略下降。2) 海外: 美国9月一次性小烟市占率仍处高位, 预计Q4其仍压制合规换弹市场复苏; 欧洲一次性行业增速Q4有望放缓, 但预计仍占据主要市场份额。持续推荐思摩尔国际、雾芯科技、盈趣科技(预计2023Q4 收入同比+5%, 利润同比-25%)。

风险提示: 消费复苏不及预期, 地产超预期下滑, 浆价波动低于预期, 盈利预期测算存在误差。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603818.SH	曲美家居	买入	0.06	-0.19	0.35	0.60	90.00	-28.42	15.43	9.00
603180.SH	金牌厨柜	买入	1.80	1.95	2.36	2.79	13.94	12.87	10.63	8.99
603733.SH	仙鹤股份	买入	1.01	0.87	1.59	2.19	15.98	18.55	10.15	7.37
002831.SZ	裕同科技	买入	1.60	1.60	1.89	2.18	17.19	17.19	14.56	12.62
603833.SH	欧派家居	买入	4.41	5.24	5.95	6.77	15.78	13.28	11.70	10.28
603816.SH	顾家家居	买入	2.20	2.48	2.91	3.38	15.91	14.11	12.03	10.36
603195.SH	公牛集团	买入	3.58	4.29	5.03	5.84	26.72	22.30	19.02	16.38
002078.SZ	太阳纸业	买入	1.01	1.13	1.35	1.57	12.05	10.77	9.01	7.75

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内容目录

1.重点推荐：出口结构性补库、成长确定及价值修复标的.....	7
1.1 家居：Q4 低基数增长或提速，盈利预计稳健提升.....	7
1.2 造纸：浆纸系价格承压，废纸系价格平稳.....	8
1.2.1 浆纸系：市场需求平淡，浆纸价格下行.....	8
1.2.2 废纸系：供需格局稳定，预计纸价以稳为主.....	15
1.2.3 特种纸：产销景气、提价落地、盈利分化.....	18
1.3 消费：把握结构性成长机遇，关注高成长、抗周期的宠物赛道.....	19
1.4 出口：订单平稳，结构补库逻辑有望持续演绎.....	23
1.5 包装：下游持续复苏，关注高分红标的.....	25
1.6 新型烟草：国内市场承压，海外一次性仍占主要份额.....	28
2 市场行情回顾.....	29
2.1 市场涨跌概览.....	29
2.2 重点公告.....	30
3 重点板块数据跟踪.....	32
3.1 家居：11月地产竣工稳健，家具零售额同比上升.....	32
3.1.1 地产数据：11月竣工上行、销售同比下滑.....	32
3.1.2 家居企业数据：11月家具制造业收入及利润同比下滑.....	34
3.1.3 原材料价格：钢材、涤纶、TDI 环比上升，五金、MDI、环比下降.....	36
3.2 造纸：浆纸系价格承压，11月国内港口木浆库存环比下降.....	38
3.2.1 价格数据：浆纸系价格承压，废纸系价格平稳.....	38
3.2.2 库存数据：11月国内港口木浆库存环比下降.....	40
3.2.3 进出口数据：11月木浆进口同比上升、废纸系进口同比上升.....	42
3.3 消费：11月社零同比上升7.2%，增速环比+0.3pct.....	43
3.4 包装：11月必选消费弱复苏，烟酒增速持续上行.....	45
4 风险提示.....	48

图表目录

图表 1: 北京、上海 12 月 14 日新政前后新房、二手房成交量对比 (单位: 套).....	7
图表 2: 中国智能坐便器精装修配套规模及增速.....	7
图表 3: 中国精装修项目智能坐便器配套率.....	7
图表 4: 家居原材料价格情况.....	8
图表 5: 外盘浆价 (美元/吨).....	9
图表 6: 内盘浆价 (元/吨).....	9
图表 7: 欧洲港口木浆库存.....	9
图表 8: 国内港口木浆库存 (万吨).....	9
图表 9: 世界 20 主要产浆国商品化学浆分国家出货量同比变动.....	9
图表 10: 2023 年世界 20 主要产浆国商品化学浆分产品出货量同比变动.....	9
图表 11: 近期纸浆外盘报价梳理.....	10
图表 12: 文化纸价格走势 (元/吨).....	11
图表 13: 白卡纸价格走势 (元/吨).....	11
图表 14: 浆纸系开工率情况 (%).....	12
图表 15: 浆纸系社会库存情况 (万吨).....	12
图表 16: 文化纸及白卡纸供需平衡表 (万吨).....	12

图表 17: 近期浆纸系涨价函梳理.....	12
图表 18: 浆纸系各细分纸种和原料价格走势 (元/吨)	14
图表 19: 国废价格走势 (元/吨)	15
图表 20: 东南亚外废价格走势 (美元/吨)	15
图表 21: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)	15
图表 22: 白板纸价格走势 (元/吨)	15
图表 23: 废纸系开工率情况 (%)	16
图表 24: 废纸系社会库存情况 (万吨)	16
图表 25: 箱瓦纸供需平衡表 (万吨)	16
图表 26: 近期废纸系涨价函梳理.....	16
图表 27: 废纸系各细分纸种和原料价格季度走势 (元/吨)	18
图表 28: 龙头均价、销量、吨盈利变化.....	19
图表 29: 中国宠物行业规模及增速、人均 GDP 拟合.....	19
图表 30: 中国宠物市场细分品类占比.....	19
图表 31: 部分国家宠物渗透率.....	20
图表 32: 部分国家单只宠物年食品消费金额 (单位: 美元)	20
图表 33: 2016 年中国宠物食品前十品牌市占率	20
图表 34: 2021 年中国宠物食品前十品牌市占率	20
图表 35: 雀巢宠物板块收入及增速	21
图表 36: 品谱宠物护理板块收入及增速.....	21
图表 37: 部分全品类及宠物零售商库存情况.....	21
图表 38: 天猫、抖音、京东双十一全周期榜单汇总.....	22
图表 39: 零售商&品牌商销售、库存梳理 (亿美元)	23
图表 40: 美国各行零售商、批发商库销比	23
图表 41: 美国长期利率与房地产消费拟合	24
图表 42: 轻工出口数据概览.....	24
图表 43: 主要原材料变化.....	25
图表 44: 人民币汇率 (中间价)	25
图表 45: CCFI 各航线走势	25
图表 46: 包装下游零售额跟踪 (亿元, %)	26
图表 47: 中国社零总额累计值及累计同比	26
图表 48: 中国消费者预期收入、消费意愿指数.....	26
图表 49: 中国不同价格段手机销量 (单位: 千台)	26
图表 50: 2023Q3 中国不同价格段手机销量同比增速.....	26
图表 51: 瓦楞纸价.....	27
图表 52: 白卡纸价.....	27
图表 53: 镀锡板卷价格.....	27
图表 54: 原油价格.....	27
图表 55: 美国 2023 年各月份不同产品市占率.....	28
图表 56: 行业涨跌幅	29
图表 57: 2023 年 12 月 25 日-12 月 29 日日内涨跌幅.....	30
图表 58: 2023 年 12 月 25 日-12 月 29 日个股涨跌榜 (%)	30
图表 59: 累计房屋竣工面积及同比数据.....	32
图表 60: 单月房屋竣工面积及同比数据.....	32
图表 61: 累计房屋新开工面积及同比数据	32
图表 62: 单月房屋新开工面积及同比数据	32

图表 63: 累计房屋销售面积及同比	33
图表 64: 单月商品房销售面积及同比 (万平方米)	33
图表 65: 三十大中城市商品房累计成交套数 (累计值, 万套)	33
图表 66: 三十大中城市商品房累计成交面积 (累计值, 万平方米)	33
图表 67: 三十大中城市商品房周成交套数 (单周值, 套)	34
图表 68: 三十大中城市周成交面积 (单周值, 万平方米)	34
图表 69: 家具制造业营业收入 (亿元) 及同比数据 (累计值)	34
图表 70: 家具制造业利润总额 (亿元) 及同比数据 (累计值)	34
图表 71: 家具制造业企业数量 (单位: 个)	35
图表 72: 亏损企业数量 (单位: 个)	35
图表 73: 家具制造业单月收入及同比 (亿元, %)	35
图表 74: 家具制造业单月利润总额及同比 (亿元, %)	35
图表 75: 建材家居卖场销售额累计值 (亿元) 及同比数据 (累计)	36
图表 76: 建材家居卖场销售额单月值 (亿元) 及同比数据 (单月数据)	36
图表 77: 家具及其零件月度出口金额及同比 (亿美元, %)	36
图表 78: 限额以上家具类批发和零售业零售额及同比 (亿元, %)	36
图表 79: 五金材料价格指数 (单位: 点)	37
图表 80: 钢材价格指数	37
图表 81: 粘胶长丝与粘胶短纤价格 (单位: 元/吨)	37
图表 82: 涤纶短纤、涤纶长丝价格 (单位: 元/吨)	37
图表 83: MDI 价格 (单位: 元/吨)	38
图表 84: TDI 价格 (单位: 元/吨)	38
图表 85: 浓缩乳胶价格 (单位: 元/吨)	38
图表 86: 软泡聚醚价格 (单位: 元/吨)	38
图表 87: 外盘浆价 (美元/吨)	39
图表 88: 2018-2023 年国废黄板纸价格走势 (元/吨)	39
图表 89: 2018-2023 年进口针叶浆价格走势 (美元/吨)	39
图表 90: 2018-2023 年进口阔叶浆价格走势 (美元/吨)	39
图表 91: 2018-2023 年双胶纸价格走势 (元/吨)	39
图表 92: 2018-2023 年铜版纸价格走势 (元/吨)	39
图表 93: 2018-2023 年箱板纸价格走势 (元/吨)	40
图表 94: 2018-2023 年瓦楞纸价格走势 (元/吨)	40
图表 95: 2018-2023 年白卡纸价格走势 (元/吨)	40
图表 96: 2018-2023 年白板纸价格走势 (元/吨)	40
图表 97: 国内港口木浆库存 (万吨)	41
图表 98: 文化纸库存 (万吨)	41
图表 99: 箱板纸库存及库存天数 (万吨, 天)	41
图表 100: 瓦楞纸库存及库存天数 (万吨, 天)	41
图表 101: 白板纸库存及库存天数 (万吨, 天)	41
图表 102: 白卡纸库存及库存天数 (万吨, 天)	41
图表 103: 针叶木片进口量 (万吨, %)	42
图表 104: 非针叶木片进口量 (万吨, %)	42
图表 105: 针叶浆及阔叶浆进口量 (万吨, %)	42
图表 106: 双胶纸进出口量 (万吨, %)	42
图表 107: 铜版纸进出口量 (万吨, %)	43
图表 108: 箱板纸进出口量 (万吨, %)	43

图表 109: 瓦楞纸进出口量 (万吨, %)	43
图表 110: 白板及白卡进出口量 (万吨, %)	43
图表 111: 社会消费品累计零售额及同比 (亿元, %)	44
图表 112: 日用品类累计零售额及同比 (亿元, %)	44
图表 113: 文化办公用品累计零售额及同比 (亿元, %)	44
图表 114: 家具累计零售额及同比 (亿元, %)	44
图表 115: 实物商品网上累计零售及同比 (亿元, %)	44
图表 116: 当月实物商品网上零售额占比 (%)	44
图表 117: 中国电商物流指数	45
图表 118: 规模以上快递业务量 (万件, %)	45
图表 119: 零售额:日用品类:累计值 (亿元)	45
图表 120: 零售额:粮油、食品类:累计值	46
图表 121: 零售额:粮油、食品类:当月值	46
图表 122: 零售额:化妆品类:累计值	46
图表 123: 零售额:化妆品类:当月值	46
图表 124: 零售额:饮料类:累计值	46
图表 125: 零售额:饮料类:当月值	46
图表 126: 零售额:烟酒类:累计值	47
图表 127: 零售额:烟酒类:当月值	47
图表 128: 产量:白酒:累计值	47
图表 129: 产量:卷烟:累计值	47

1.重点推荐：出口结构性补库、成长确定及价值修复标的

1.1 家居：Q4 低基数增长或提速，盈利预计稳健提升

京沪新政有效提振市场，新房、二手房表现分化。据 CRIC 监测，新政落地后半月北京新房成交套数日均约 248 套，较新政出台前 12 月前 14 天日均 119 套增长 108%，与 11 月日均 147 套相比增长 69%；上海日均新房成交套数从新政出台前 12 月前 14 天日均的 143 套增至新政出台后半月的 146 套。京沪降首付、降利率、调整普宅标准等利好政策出台短期内巩固市场信心，其中对于二手房的利好作用大于新房，主要体现一方面业主挂牌积极性回升，价格增幅不显著；另一方面短期内成交升温，二手房成交套数稳步增长，置换需求激活。房产新政对于新房市场的影响区域分化显著，多数客群对于高杠杆态度较为保守，希望通过“卖旧换新”的方式进行改善。伴随新政后脉冲式行情趋于平稳，新房市场热度延续仍有待二手房市场置换需求的逐步传导。

图表 1：北京、上海 12 月 14 日新政前后新房、二手房成交量对比（单位：套）

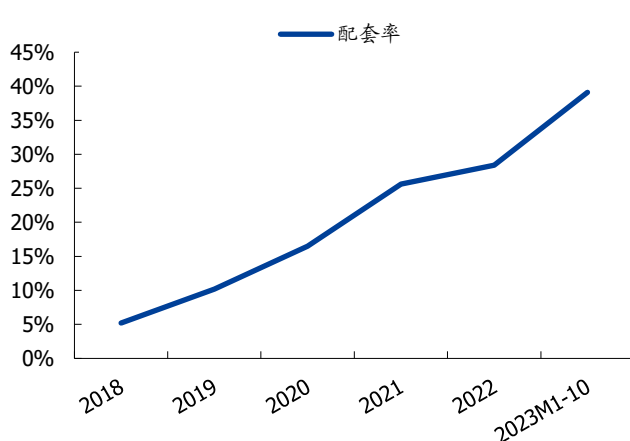
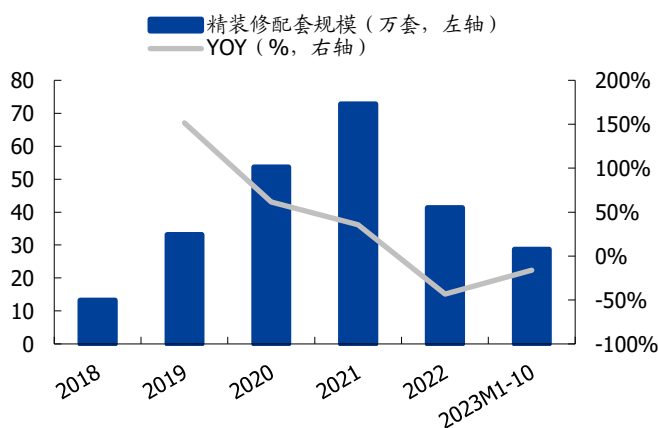
类型	时间段	北京	上海
新房	新政前：2023年11月日均	147	159
	新政前：2023年12月1-14日日均	119	143
	新政后：2023年12月15-27日日均	248	146
二手房	新政前：2023年11月日均	-	531
	新政前：2023年12月1-14日日均	359	466
	新政后：2023年12月15-27日日均	424	608

资料来源：克而瑞研究中心，CRIC 中国房地产决策咨询系统，国盛证券研究所

智能坐便器加速渗透，价格逐步企稳。根据今日家具调查数据，二手房旧房空间改造需求中，卫生间（42.86%）、厨房（40.82%）改造需求最为突出，其中卫浴家具、橱柜换新需求占比达 60.22%、46.24%。根据奥维云网数据，2023 年 1-10 月智能坐便器精装规模 28.7 万套（同比-16.1%），配置率 39.1%（同比+10.2%），渗透提速明显。此外，2023 年以来智能坐便器价格竞争激烈，伴随均价逐步探底（根据中怡康 GFK 数据，智能坐便器均价同比+1.0%至 2326 元），盈利能力有望边际改善。

图表 2：中国智能坐便器精装修配套规模及增速

图表 3：中国精装修项目智能坐便器配套率



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

2023Q4 前瞻：Q4 收入增长或提速，盈利能力延续提升

零售端：Q4 订单保持稳定增长，龙头经营稳健。1-11 月家具零售额累计为 1377 亿元（同比+2.8%），单 10、11 月实现 137/164 亿元（同比+1.7%/+2.2%），家居行业分化明显，家居龙头 11 月订单保持稳定增长，管理改善、渠道改革、品类融合优势突出，逆行周期更具韧性。我们预计伴随供需两端政策持续催化，市场信心有望提振，叠加二手房局改需求扩张，支撑家装需求稳健释放，Q4 低基数下家居龙头业绩增长有望提速。

工程端：竣工延续靓丽，Q4 高基数下增长拉动趋弱。2023 年以来受益于保交付项目顺利推进，1-11 月住宅竣工面积为 4.76 亿平方米（同比+18.5%），单 10、11 月实现 4760/7501 万平方米（同比+14.0%/+12.5%），Q4 预计受 2022Q4 较高基数影响，大宗渠道整体增长拉动趋弱。

利润端：原料价格低位、降本增效推进，预计盈利提升稳健。原材料价格延续低位，TDI、钢材、五金、软泡聚醚等价格 Q4 同比均有回落。此外，消费疲软背景下家居龙头重视管理赋能，持续推进成本及生产效率变革，定制家居龙头推进齐套交付模式，板材利用率稳步提升，定制家居中**欧派家居**组织变革红利显现、费用管控及资金利用效率持续提升；软体家居中**顾家家居**内贸供应链持续优化、仓配服务稳步推进，外贸越南及墨西哥生产效率持续提升，盈利能力有望稳步提升。

图表 4：家居原材料价格情况

	皮革	MDI	TDI	钢材	五金	软泡聚醚	乳胶
2023年涨跌幅	0.7%	-8.0%	-0.6%	-9.3%	0.1%	-16.0%	-11.6%
2023年Q4同比涨跌幅	1.0%	4.4%	-11.3%	-0.7%	-0.5%	-34.2%	13.4%
2023年Q4环比涨跌幅	0.5%	-6.3%	-6.1%	0.5%	-1.7%	-4.8%	14.6%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

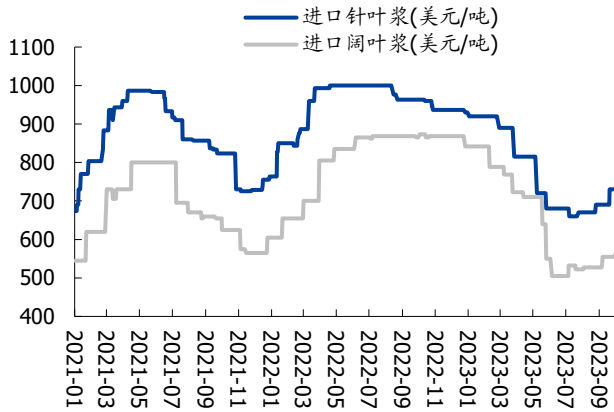
2023Q4 业绩前瞻：1) 智能家居渗透率提升逻辑明确，优选产品结构升级的**瑞尔特**（预计 2023Q4 收入同比+20%，利润增长高于收入）、**好太太**（预计 2023Q4 收入同比+40%-50%、利润同比约翻倍）、**箭牌家居**（预计 2023Q4 收入、利润均持平）等；2) 增长模型矩阵化背景下家居企业能力要求升级，优选中期成长逻辑顺畅、组织管理变革能力领先的**顾家家居**（预计 2023Q4 收入同比+20%，利润增长高于收入）、**欧派家居**（预计 2023Q4 收入同比+0%-5%，利润增长高于收入）、**索菲亚**（预计 2023Q4 收入同比+10%，利润增长高于收入）等；3) 积极强化空白及下沉市场布局，优选仍处渠道和产品成长红利期的**志邦家居**（预计 2023Q4 收入同比+10%，利润增长高于收入）、**金牌厨柜**（预计 2023Q4 收入同比+5%-10%，利润增长高于收入）、**曲美家居**（预计 2023Q4 收入同比转正，利润扭亏）、**喜临门**（预计 2023Q4 收入同比+10%，利润环比稳定）、**慕思股份**（预计 2023Q4 收入、利润同比+5%-10%）等；4) 保交楼稳步推进、地产竣工延续复苏，中期格局优化，优选供应链能力突出、客户结构优异的**江山欧派**（预计 2023Q4 收入同比+5%，利润同比翻倍以上）、**王力安防**、**皮阿诺**等。

1.2 造纸：浆纸系价格承压，废纸系价格平稳

1.2.1 浆纸系：市场需求平淡，浆纸价格下行

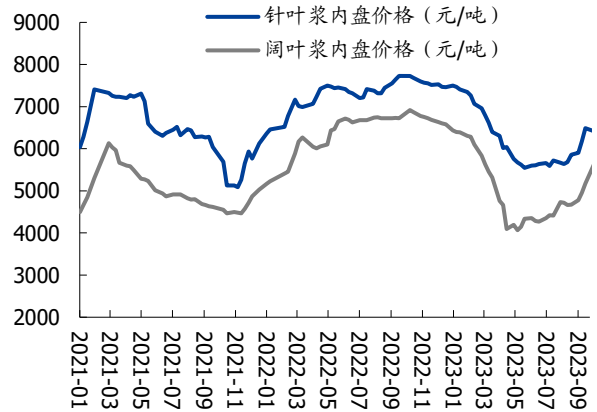
纸浆跟踪：内盘浆价环比小幅上涨，预计纸浆价格偏弱运行。2024 年 1 月外盘木浆报价维持稳定，**Arauco** 针叶浆外盘报价为 780 美元/吨（较上轮报价持平），阔叶浆外盘报价为 650 美元/吨（较上轮+20 美元/吨）；2023 年 12 月 16 日-12 月 22 日内盘针叶浆/阔叶浆价格分别环比+1.1%/+1.0%。供给方面，11 月世界 20 产浆国出货量同比+8.3%、环比+5.3%，全球发货环比提升，其中对中国发货量同比+35.5%；需求方面，2023 年 12 月 22 日-12 月 28 日国内港口纸浆库存量 170.99 万吨（环比+1.1%），库存窄幅提升但仍处低位。短期下游需求偏弱，纸厂采买纸浆积极性有限，预计浆价维持弱势运行。

图表 5: 外盘浆价 (美元/吨)



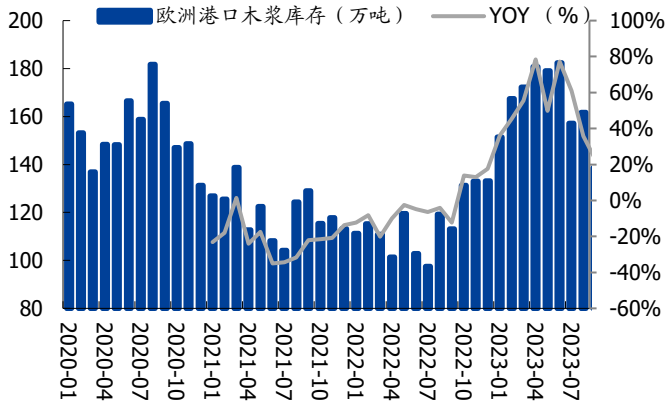
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 6: 内盘浆价 (元/吨)



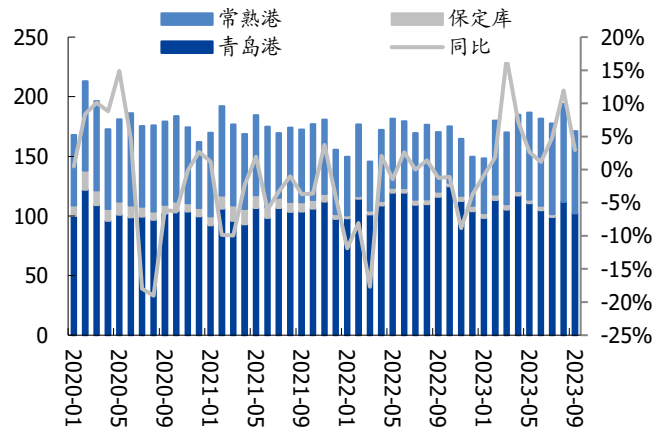
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 欧洲港口木浆库存



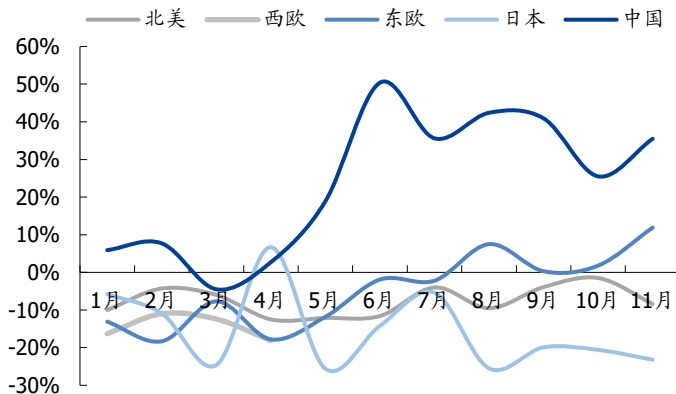
资料来源: Europulp, 国盛证券研究所

图表 8: 国内港口木浆库存 (万吨)



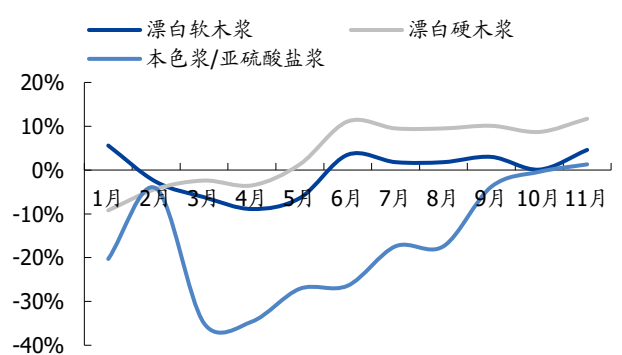
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 9: 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 10: 2023 年世界 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 11: 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
智利 Arauco	木浆	1月	针叶浆银星 780 美元/吨 (持平) 阔叶浆明星 650 美元/吨 (+20 美元/吨)
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	10月	小鸟 590 美元/吨 (+30 美元/吨)
加拿大 West Fraser Timber	针叶浆	10月	凯利普 780 美元/吨 (+50 美元/吨)
加拿大 Catalyst	针叶浆	10月	雄狮 770 美元/吨 (+20 美元/吨)
智利 Arauco	木浆	10月	针叶浆银星 730 美元/吨 (+40 美元/吨) 阔叶浆明星 580 美元/吨 (+30 美元/吨)
巴西 Aracmz Celulose	阔叶浆	9月	小鸟 560 美元/吨 (+20 美元/吨)
加拿大 Catalyst	针叶浆	9月	雄狮 730 美元/吨 (+10 美元/吨)
智利 Arauco	木浆	9月	针叶浆银星 690 美元/吨 (+20 美元/吨) 阔叶浆明星 550 美元/吨 (+25 美元/吨) 本色浆金星 660 美元/吨 (+30 美元/吨)
巴西 Bracell	阔叶浆	8月	巴丝 +20 美元/吨
巴西 Suzano	阔叶浆	8月	金鱼 +30 美元/吨
加拿大 Catalyst	针叶浆	8月	雄狮 720 美元/吨 (+20 美元/吨) 金狮 750 美元/吨 (+20 美元/吨)
智利 Arauco	木浆	8月	针叶浆银星 670 美元/吨 (+10 美元/吨) 阔叶浆明星 525 美元/吨 (+10 美元/吨) 本色浆金星 630 美元/吨
智利 Arauco	木浆	7月	针叶浆银星 660 美元/吨 (-20 美元/吨) 阔叶浆明星 515 美元/吨 (-20 美元/吨) 本色浆金星 630 美元/吨
智利 Arauco	木浆	7月	针叶浆银星 680 美元/吨 阔叶浆明星 535 美元/吨 (+30 美元/吨) 本色浆金星 630 美元/吨 (+20 美元/吨)
巴西 Suzano	阔叶浆	7月	金鱼 +30 美元/吨
智利 Arauco	木浆	6月	针叶浆银星 680 美元/吨 阔叶浆明星 505 美元/吨 (+30 美元/吨) 本色浆金星 610 美元/吨
智利 Arauco	木浆	5月	针叶浆银星 680 美元/吨 (-40 美元/吨) 阔叶浆明星 475 美元/吨 (-75 美元/吨) 本色浆金星 610 美元/吨 (-20 美元/吨)
加拿大 Catalyst	针叶浆	5月	雄狮 800 美元/吨 (-140 美元/吨)
智利 Arauco	木浆	4月	针叶浆银星 720 美元/吨 (-170 美元/吨) 阔叶浆明星 550 美元/吨 (-140 美元/吨) 本色浆金星 630 美元/吨 (-110 美元/吨)
智利 Arauco	木浆	3月	针叶浆银星 920 美元/吨 阔叶浆明星 730 美元/吨 (-20 美元/吨) 本色浆金星 770 美元/吨
加拿大 Weyerhaeuser	针叶浆	2月	虹鱼 960 美元/吨 (+30 美元/吨)
巴西 Bracell	阔叶浆	2月	巴丝 760 美元/吨

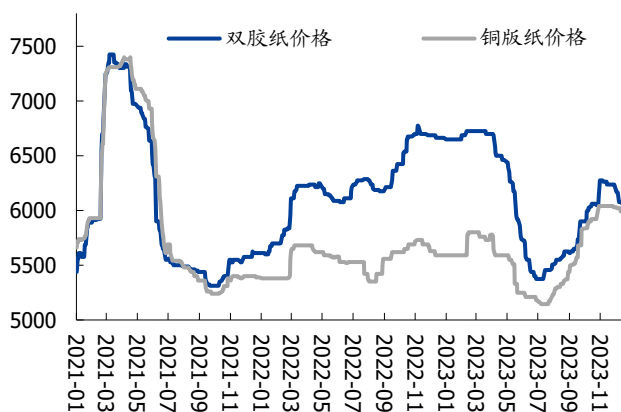
加拿大 West Fraser Timber	针叶浆	2月	凯利普 940 美元/吨 (+30 美元/吨)
加拿大 Mercer Celgar	针叶浆	2月	月亮 930 美元/吨 (+30 美元/吨)
智利 Arauco	木浆	2月	针叶浆银星 920 美元/吨 阔叶浆明星 750 美元/吨 (-95 美元/吨) 本色浆金星 770 美元/吨 (-10 美元/吨)
加拿大 Northwood	针叶浆	2月	北木 970 美元/吨 (+30 美元/吨)
巴西 Aracmz Celulose	阔叶浆	1月	小鸟 750-760 美元/吨 (-70 美元/吨至-60 美元/吨)
加拿大 Harmac	针叶浆	1月	马牌 930 美元/吨 (+30 美元/吨)
加拿大 Catalyst	针叶浆	1月	雄狮 940 美元/吨 (+20 美元/吨)
加拿大 Northwood	针叶浆	1月	北木 940 美元/吨
智利 Arauco	针叶浆	1月	银星 920 美元/吨 (-20 美元/吨)

资料来源：卓创资讯，中纸联，纸引未来网，国盛证券研究所

文化纸：需求延续平淡，预计纸价弱势运行。2023年12月22日-12月28日双胶/铜版均价 5928/5966 元/吨，环比-98/-30 元/吨，市场交投延续淡季氛围，社会需求疲弱、供应偏宽松，1月部分规模纸厂报价有下调计划，预计文化纸价格承压运行。开工及库存方面，2023年12月22日-12月28日双胶纸/铜版纸开工率环比+1.45pct/持平，库存天数环比+0.62%/+0.25%，下游订单需求不足、贸易商补货节奏偏慢，企业库存延续增加。从供需格局来看，年内联盛、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弱平衡，成本端对价格驱动力更强。

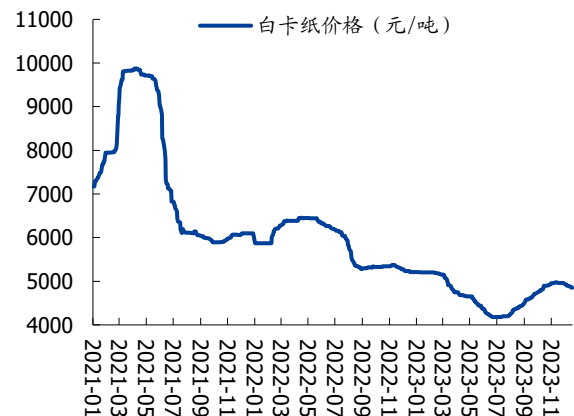
白卡纸：价格承压，中期供需矛盾延续。2023年12月22日-12月28日均价 4800 元/吨，环比-62 元/吨，市场需求未有改善，产业存看空心态，成交让利空间扩大，预计纸价承压运行。开工及库存方面，2023年12月22日-12月28日白卡纸开工率环比-1.95pct，库存环比+1.64%，下游需求平淡，贸易商拿货积极性不高，纸厂出货减缓、库存增加。从供需格局来看，前期纸价及盈利低迷导致部分行业龙头计划延迟投产（玖龙 120 万吨由 2024Q1 推迟至 2024Q3 投产），中长期玖龙 120 万吨、联盛 100 万吨、博汇 80 万吨等仍处建设周期，预计未来供需延续压力。

图表 12：文化纸价格走势（元/吨）



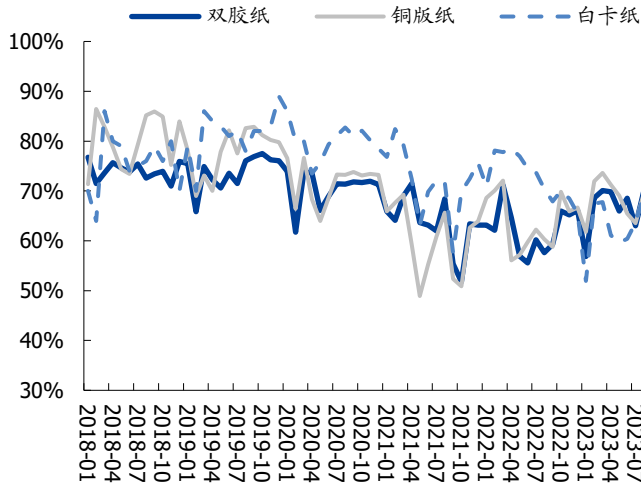
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 13：白卡纸价格走势（元/吨）



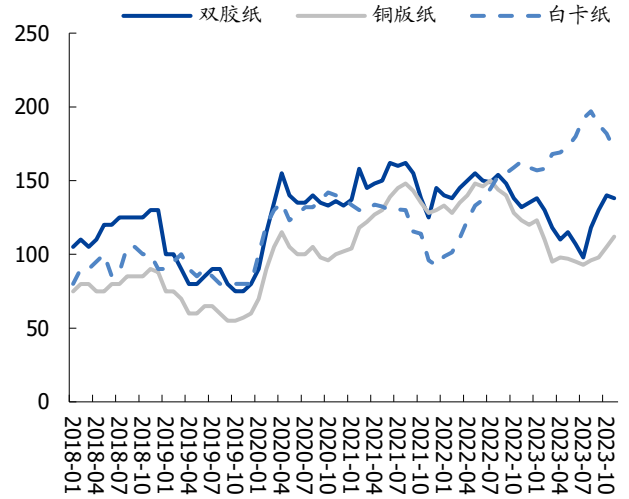
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 14: 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 15: 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 16: 文化纸及白卡纸供需平衡表 (万吨)

	2022	2023E	2024E	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	亚太森博40 玖龙纸业55 联盛纸业50	岳阳林纸45	
国内供给增量	120	145	45	供需平衡
国内需求增量	-138	-22	-11	
进口增量	-88	-13	-9	
出口增量	23	40	49	
供给-需求	147	115	-2	
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+45 博汇纸业80 联盛纸业100 冠豪高新30 金天和纸业30	
国内供给增量	180	230	405	供过于求
国内需求增量	-53	23	24	
进口增量	-55	14	10	
出口增量	128	-84	38	
供给-需求	50	305	353	

资料来源: 卓创资讯, 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 2022/2023 中期报告, 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, 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 (2023 和 2024 年数据均为测算数据, 存在误差风险)

图表 17: 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	亚太森博	双胶纸、静电复印原纸	2023.12.1	+200 元/吨
	太阳纸业	非涂类全系列产品	2023.12.1	+200 元/吨
	太阳纸业	涂布类全系列产品	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

	晨鸣纸业	文化纸	2023.10.22	+300-400 元/吨
	五洲特纸	文化纸	2023.10.23	+300 元/吨
	APP	复印纸	2023.10.01	+300 元/吨
	APP	金东、金海生产的全系列	2023.10.01	+300 元/吨
	亚太森博	双胶纸、静电复印原纸	2023.10.01	+300 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸	2023.09.15	+300 元/吨
	太阳纸业	涂布、非涂布全系列	2023.09.15	+300 元/吨
	银河纸业	文化用纸	2023.09.15	+200 元/吨
	晨鸣纸业	铜版纸	2023.09.13	+300 元/吨
	亚太森博	双胶纸、静电复印原纸	2023.09.01	+200 元/吨
	银河纸业	文化纸	2023.08.10	+200 元/吨
	太阳纸业	涂布、非涂布全系列	2023.07.17	+200 元/吨
	亚太森博	双胶纸、静电复印原纸	2023.07.14	+200 元/吨
	晨鸣纸业	文化纸	2023.07.07	+200 元/吨
	银河纸业	文化纸	2023.07.07	+200 元/吨
	亚太森博	白卡纸	2023.11.01	+300 元/吨
	太阳纸业	白卡、铜卡等全系列普松产品	2023.10.26	+200 元/吨
	太阳纸业	白卡、铜卡等全系列高松产品	2023.10.26	+300 元/吨
	太阳纸业	食品淋膜原纸	2023.10.01	+300 元/吨
	万国太阳	白卡纸	2023.09.26	+200 元/吨
	岳阳林纸	包装纸	2023.09.17	+300 元/吨
	博汇纸业	所有卡纸类产品	2023.09.01	+200 元/吨
	玖龙纸业	白卡纸	2023.09.01	+200 元/吨
	APP	宁波亚洲浆纸业和广西金桂浆纸业生产的所有产品	2023.09.01	+200 元/吨
	万国太阳	全系列产品	2023.08.26	+200 元/吨
白卡纸	晨鸣纸业	白卡纸	2023.08.01	+200 元/吨
	APP	宁波浆纸和广西金桂产品	2023.08.01	+200 元/吨
	博汇纸业	卡纸类	2023.08.01	+200 元/吨
	万国太阳	全系列产品	2023.07.26	+200 元/吨
	APP	工业用纸	2023.07.07	+200 元/吨
	晨鸣纸业	白卡纸	2023.07.07	+200 元/吨
	博汇纸业	卡纸类	2023.07.07	+200 元/吨
	万国太阳	白卡纸	2023.07.06	+200 元/吨
	广州广商包装	APP 系列白卡纸	2023.07.01	+200 元/吨
	金冠纸业	金桂系列、晨鸣系列	2023.07.01	+200 元/吨
	广州建发	白卡纸	2023.07.01	+200 元/吨
	东莞荣兴	白卡纸	2023.07.01	+200 元/吨
	诚昌纸业	白卡纸	2023.07.01	+200 元/吨
	恒安集团	生活用纸部分产品	2023.12.1	/
生活用纸	中顺洁柔	全系列产品	2023.12.1	/
	维达集团	生活用纸部分产品	2023.12.1	/

亚太森博	生活用纸原纸	2023.10.15	+100 元/吨
亚太森博	生活用纸原纸	2023.10.01	+100 元/吨
泰盛纸业	生活用纸原纸	2023.09.26	+200 元/吨
亚太森博	生活用纸原纸	2023.09.25	+100 元/吨
泰盛纸业	生活用纸原纸	2023.09.19	+200 元/吨
金红叶纸业	生活用纸原纸	2023.09.16	+200 元/吨
太阳纸业	生活用纸原纸	2023.09.16	+200 元/吨

资料来源：博卫资讯，纸视界，纸路人平台，纸引未来网，科印印刷网，财联社，京研社，龙骧好包装，广西造纸，纸业网，国盛证券研究所

2023Q4 业绩前瞻：Q4 盈利预计延续修复。价格方面，10-11 月文化纸旺季下游需求稳定，12 月以来伴随需求趋淡价格有所回调，2023Q4 双胶纸/铜版纸价格同比分别-8.2%/-5.6%，环比分别+10.0%/+12.3%；2023Q4 白卡纸价格同比-7.6%、环比+11.8%。成本方面，Q4 内盘浆价环比上涨，2023Q4 内盘针叶浆/阔叶浆价格同比分别-19.0%/-19.6%、环比分别+7.2%/+15.7%。盈利方面，考虑到纸企用浆成本滞后于浆价变化，Q4 或仍耗用部分低价浆，预计文化纸盈利仍具一定韧性；白卡纸行业新增产能较多、供需矛盾延续，价格竞争压制盈利修复，预计 Q4 盈利略有承压。当前优选底层利润夯实向上的**太阳纸业（预计 2023Q4 盈利 9.5-10.0 亿元）**，关注博汇纸业（预计 2023Q4 盈利 3.0-3.5 亿元）、晨鸣纸业等，林业碳汇开放，关注**岳阳林纸**。

图表 18：浆纸系各细分纸种和原料价格走势（元/吨）

	浆纸系				
	针叶浆	阔叶浆	双胶纸	铜版纸	白卡纸
2022Q1	6753.84	5736.81	5879.81	5482.71	6115.75
同比	0.15%	6.44%	-8.68%	-15.09%	-27.39%
环比	22.31%	23.96%	6.67%	2.28%	1.60%
2022Q2	7367.06	6379.33	6155.65	5592.58	6373.15
同比	5.78%	21.39%	-7.49%	-18.31%	-30.02%
环比	9.08%	11.20%	4.69%	2.00%	4.21%
2022Q3	7389.10	6715.00	6253.08	5490.00	5632.00
同比	16.03%	40.57%	14.62%	0.86%	-8.70%
环比	0.30%	5.26%	1.58%	-1.83%	-11.63%
2022Q4	7612.58	6744.58	6662.30	5658.85	5300.66
同比	37.86%	45.74%	20.87%	5.56%	-11.94%
环比	3.02%	0.44%	6.54%	3.08%	-5.88%
2023Q1	7188.50	6015.42	6693.85	5689.35	5105.97
同比	6.44%	4.86%	13.84%	3.77%	-16.51%
环比	-5.57%	-10.81%	0.47%	0.54%	-3.67%
2023Q2	5857.38	4316.83	6060.48	5429.92	4486.61
同比	-20.49%	-32.33%	-1.55%	-2.91%	-29.60%
环比	-18.52%	-28.24%	-9.46%	-4.56%	-12.13%
2023Q3	5752.63	4687.25	5559.77	5325.87	4380.47
同比	-22.15%	-30.20%	-11.09%	-2.99%	-22.22%
环比	-1.79%	8.58%	-8.26%	-1.92%	-2.37%
2023Q4	6166.67	5425.00	6118.03	5978.03	4899.11
同比	-18.99%	-19.57%	-8.17%	5.64%	-7.58%
环比	7.20%	15.74%	10.04%	12.25%	11.84%

资料来源：卓创资讯，Wind，国盛证券研究所

1.2.2 废纸系：供需格局稳定，预计纸价以稳为主

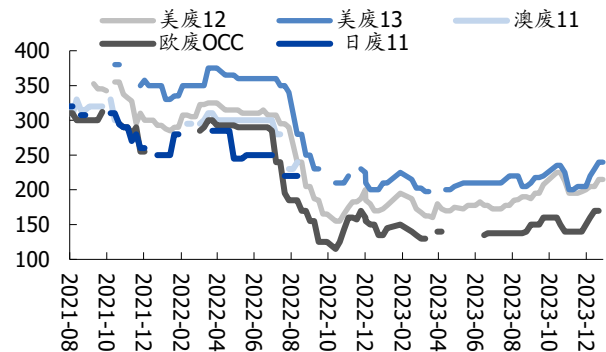
废纸系：废纸系价格维持稳定，预计平稳运行。 1) 国内方面，2023年12月22日-12月28日国废均价1613元/吨，环比+3元/吨，目前纸厂废黄板纸到货较多，预计价格弱势运行；箱板/瓦楞价格为3857/2939元/吨，环比+3/+5元/吨，短期需求波动不大、供应仍显宽松，且成本端支撑偏弱，预计箱板瓦楞纸价整体平稳运行，局部或存下行压力。开工及库存方面，2023年12月22日-12月28日箱板/瓦楞纸开工负荷率环比-0.75pct/-0.77pct，企业库存环比+1.07%/+1.84%。2) 海外方面，2023年12月22日-12月28日东南亚美废12#均价为215美元/吨，圣诞假期美废供应商报盘较少，目前美废供应相对偏少，预计价格以稳为主。

图表 19: 国废价格走势 (元/吨)



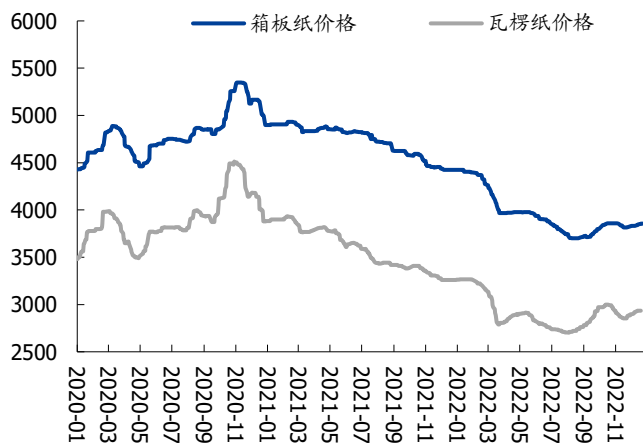
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 20: 东南亚外废价格走势 (美元/吨)



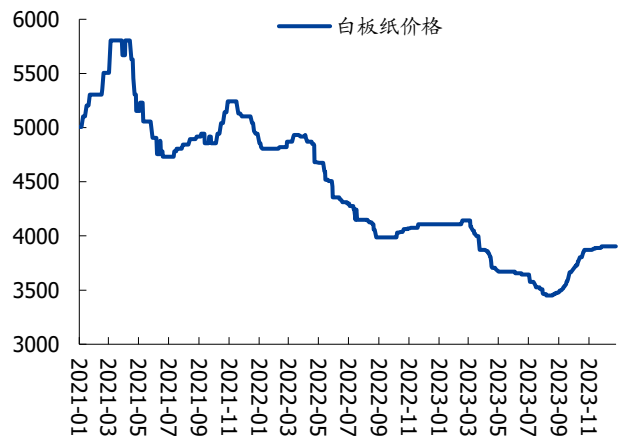
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 21: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)



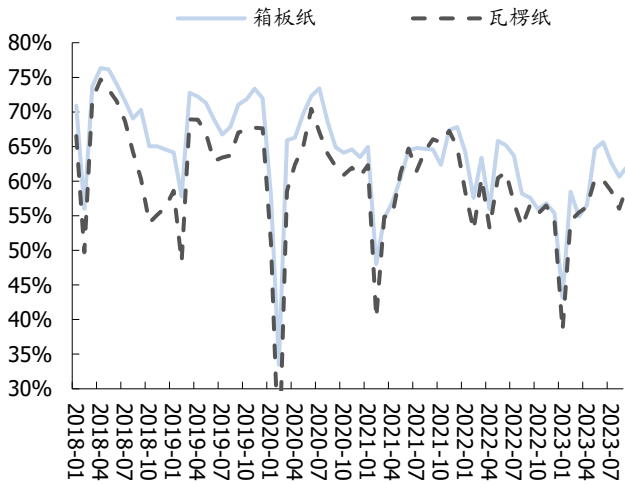
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 22: 白板纸价格走势 (元/吨)



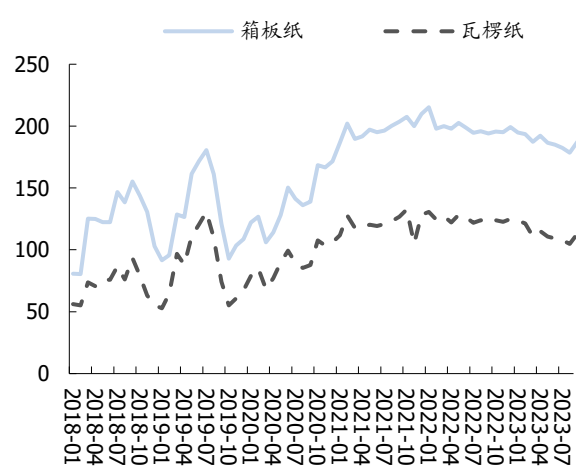
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 23: 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 24: 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 25: 箱瓦纸供需平衡表 (万吨)

	2022	2023E	2024E	中期判断
		箱板瓦楞纸		
		浙江山鹰77		
		吉林山鹰30		
国内新增产能	广东山鹰100 玖龙纸业60	广西玖龙80 辽宁玖龙65 太阳纸业100	湖北玖龙120	
国内供给增量	160	352	120	供需弱平衡
国内需求增量	-272	268	282	
进口增量	-95	301	127	
出口增量	1	-1	2	
供给-需求	336	385	-37	

资料来源: 玖龙纸业 2023 上半年财年年报, 玖龙纸业 2023 财年年报, 山鹰、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 26: 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	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、	2023.10.12	+50-100 元/吨

	地再、江再等			
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	
玖龙纸业	天津/河北玖龙海瓦、地瓦、江瓦	2023.09.25	+50 元/吨	
玖龙纸业	重庆玖龙瓦楞纸	2023.09.25	+50 元/吨	
玖龙纸业	太仓玖龙海龙T牛卡、再生牛卡、瓦楞纸	2023.09.25	+50 元/吨	
玖龙纸业	东莞玖龙地龙牛卡、海龙牛卡、玖龙牛卡等	2023.09.25	+50 元/吨	
玖龙纸业	东莞玖龙再生纸、瓦楞纸	2023.09.22	+100 元/吨	
玖龙纸业	湖北玖龙、泉州玖龙、沈阳玖龙、天津/河北玖龙基地	2023.09.19	+50 元/吨	
玖龙纸业	东莞玖龙牛卡纸、再生纸、瓦楞纸、白板纸	2023.09.18	+50 元/吨	
玖龙纸业	泉州玖龙地龙牛卡纸，海龙瓦楞纸，地龙瓦楞纸	2023.09.12	+30-50 元/吨	
玖龙纸业	湖北玖龙地牛，地优，地再，江龙再生牛卡纸	2023.09.11	+30 元/吨	
山鹰纸业	广东山鹰 100g 以下瓦楞纸	2023.09.11	+30 元/吨	
山鹰纸业	广东山鹰所有高瓦，T 纸	2023.09.08	+50 元/吨	
玖龙纸业	太仓玖龙再生纸、瓦楞纸	2023.09.08	+30 元/吨	
玖龙纸业	东莞玖龙所有再生纸、瓦楞纸；沈阳玖龙瓦楞纸	2023.09.08	+50 元/吨	
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	
玖龙纸业	太仓玖龙灰底白板纸	2023.09.25	+100 元/吨	
东莞建辉	涂布灰底白板纸	2023.09.23	+50 元/吨	
东莞建辉	涂布灰底白板纸	2023.09.22	+100 元/吨	
玖龙纸业	重庆玖龙江龙、地龙等	2023.09.12	+50 元/吨	
白板纸	华侨凤凰纸业	白板纸	2023.09.12	+50 元/吨
	新乡鸿泰	涂布灰底白板纸	2023.08.28	+50 元/吨
	江苏凯盛	涂布灰底白板纸	2023.08.28	+50 元/吨
	河南兴泰	涂布灰底白板纸	2023.08.28	+50 元/吨
	江苏富星	灰底白板纸	2023.08.26	+50 元/吨
	江苏凯盛	A 级、AA 级灰底涂布白板纸	2023.07.05	+50 元/吨

资料来源：纸视界，纸引未来网，中纸网，龙琨好包装，科印印刷网，浆纸联，纸业万事通，国盛证券研究所

2023Q4 业绩前瞻：价格环比修复，静待需求复苏。2023Q4 国废价格同比/环比分别-19.8%/+3.2%，宏观环境压力仍存，国废价格仍处低位、较 Q3 低点小幅上涨；2023Q4 箱板纸/瓦楞纸价格同比分别-14.2%/-11.9%，环比分别+2.5%/+5.9%，伴随国内开工率及库存优化，Q4 龙头持续发布涨价函，预计 Q4 盈利环比改善。关注箱板纸行业龙头玖龙纸业（预计 2023Q4 亏损收窄）、山鹰国际（预计 2023Q4 盈利环比改善）。

图表 27: 废纸系各细分纸种和原料价格季度走势 (元/吨)

	废纸系			
	国废	瓦楞纸	箱板纸	白板纸
2022Q1	2317.31	3857.09	4883.78	4848.75
同比	0.67%	1.60%	4.16%	-10.93%
环比	-4.72%	-9.26%	-5.43%	-4.94%
2022Q2	2344.63	3724.95	4844.19	4589.02
同比	5.02%	1.31%	4.62%	-11.25%
环比	1.18%	-3.43%	-0.81%	-5.36%
2022Q3	2112.86	3458.21	4699.06	4106.63
同比	-12.07%	-11.02%	-2.11%	-15.23%
环比	-9.89%	-7.16%	-3.00%	-10.51%
2022Q4	1962.74	3321.66	4479.54	4078.18
同比	-19.30%	-21.86%	-13.26%	-20.04%
环比	-7.11%	-3.95%	-4.67%	-0.69%
2023Q1	1666.16	3125.88	4277.41	4078.79
同比	-28.10%	-18.96%	-12.42%	-15.88%
环比	-15.11%	-5.89%	-4.51%	0.01%
2023Q2	1584.03	2847.80	3945.43	3702.44
同比	-32.44%	-23.55%	-18.55%	-19.32%
环比	-4.93%	-8.90%	-7.76%	-9.23%
2023Q3	1526.24	2763.30	3748.30	3522.99
同比	-27.76%	-20.09%	-20.23%	-14.21%
环比	-3.65%	-2.97%	-5.00%	-4.85%
2023Q4	1574.66	2926.54	3843.23	3864.34
同比	-19.77%	-11.90%	-14.20%	-5.24%
环比	3.17%	5.91%	2.53%	9.69%

资料来源: 卓创资讯, Wind, 国盛证券研究所

1.2.3 特种纸: 产销景气、提价落地、盈利分化

价格端: 小幅多频提价, 落地幅度较优。Q4 龙头提价趋势呈现小幅多频, 受益于下游景气&外盘木浆挺价, 涨价落地幅度预计较优。此外, 食品卡、热转印等日用消费品类前期均价跌至历史低位, 目前价盘已自低点恢复。

销量端: 旺季产销稳健, 中长期成长动能充沛。Q4 旺季需求稳健、龙头纸企新产能稳步爬坡, 整体产销有望维系高位。展望未来, 龙头产能规划清晰, 中长期成长动能充沛, 其中仙鹤股份 2024 年合计预计将有超 60 万吨造纸新产能落地 (以及配套浆线); 五洲特纸 30 万吨化机浆 23Q4 落地、有效夯实成本优势; 华旺科技 40 万吨特纸 2024-2025 年逐步投产; 冠豪高新 30 万吨食品卡预计 2024 年 5 月投产; 恒达新材 5 万吨原纸+1 万吨深加工项目 2023 年底-2024 年逐步投产。

盈利端: 趋势分化, 仙鹤股份有望超预期复苏。Q4 均价向上、成本稳定, 仙鹤股份、五洲特纸吨盈利预计延续向上修复趋势, 其中仙鹤股份多项盈利干扰因素趋弱 (汇率、食品卡产能利用率不足), 盈利有望超预期复苏; 冠豪高新受益于低价浆入库改善成本, 白卡盈利底部修复, 吨盈利有望扭亏; 华旺科技由于低价浆库存支撑、木浆贸易扭亏, 尽管钛白粉涨价, 但整体利润环比预计稳定。

图表 28: 龙头均价、销量、吨盈利变化

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
仙鹤股份	销量(万吨)	19.1	20.0	19.5	22.5	18.1	20.9	29.8
	吨价(元/吨)	8764.4	9583.0	9804.6	9904.1	10151.8	9242.3	8208.6
	吨盈利(元/吨)	598.9	829.2	978.9	486.5	433.3	69.4	368.8
华旺科技	销量(万吨)	5.2	5.8	6.0	6.1	6.7	7.1	8.1
	吨价(元/吨)	10906.5	10996.6	11017.6	10848.1	10708.4	10681.9	11022.5
	吨盈利(元/吨)	1946.9	1778.0	1551.1	1990.9	1604.6	2011.4	1986.4
五洲特纸	销量(万吨)	22.6	26.8	25.4	21.4	17.6	25.0	32.3
	吨价(元/吨)	5877.5	6125.1	6209.1	6611.3	7149.9	6326.5	5644.3
	吨盈利(元/吨)	455.2	412.4	40.6	-88.0	-169.4	70.6	368.6
冠豪高新	销量(万吨)	19.0	22.6	21.2	27.3	17.1	22.1	24.5
	吨价(元/吨)	7891.6	7940.7	8227.6	7974.4	8350.9	7403.4	7499.1
	吨盈利(元/吨)	497.8	679.6	337.3	423.9	43.9	-661.9	-158.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(所有数据根据半年报/年报中收入/销量/毛利率, 由我们自行测算, 存在误差风险)

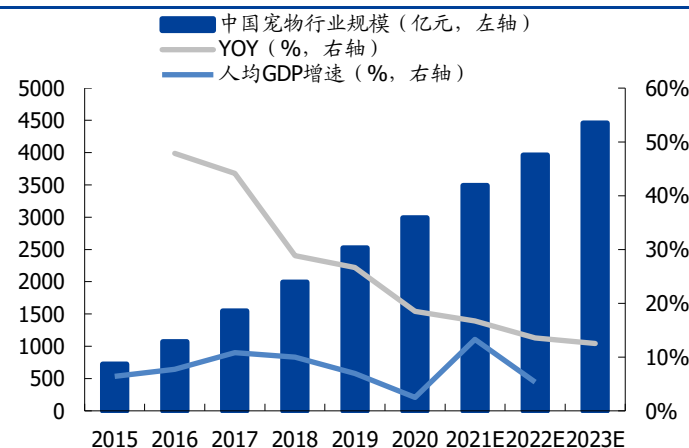
标的推荐: 旺季需求稳健, 纸厂产销预计维系高位, 且各纸种涨价函逐步落地, Q4 整体呈现量稳价增趋势。此外, 受益于前期囤浆, 各龙头有望享成本红利, Q4 盈利有望延续改善。持续推荐仙鹤股份(预计 2023Q4 利润为 2.5-3.0 亿元, Q3 为 2.0 亿元)、华旺科技(预计 2023Q4 利润为 1.6-1.7 亿元, 环比稳定)、五洲特纸(预计 2023Q4 利润为 1.5-2 亿元, Q3 为 1.2 亿元)、冠豪高新(预计 2023Q4 利润约 0.5 亿元, Q3 为 -0.2 亿元)、恒达新材(预计 2023Q4 利润约 0.3 亿元, Q3 为 0.3 亿元)。

1.3 消费: 把握结构性成长机遇, 关注高成长、抗周期的宠物赛道

发布《宠物赛道高成长、抗周期, 国货崛起正当时》专题报告

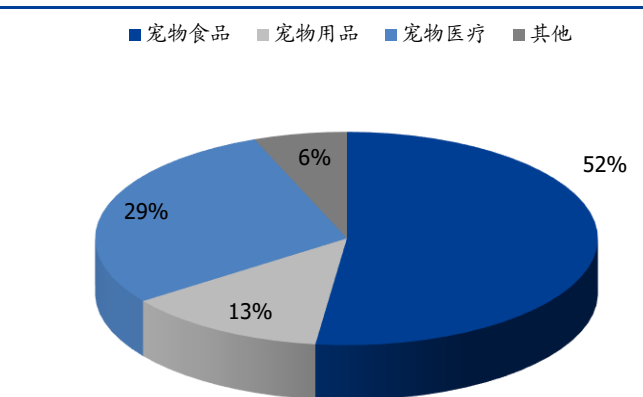
宠物行业逆周期、高成长, 主粮为主赛道。根据艾瑞咨询数据, 2018-2022 年我国宠物市场规模由 1991 亿元增长至 3960 亿元(CAGR 达 18.8%), 穿越周期体现高成长性及逆周期性, 养宠需求韧性较强, 精细化、专业化产业消费升级趋势延续, 其中主粮消费高频刚需, 率先受益行业红利。

图表 29: 中国宠物行业规模及增速、人均 GDP 拟合



资料来源: 艾瑞咨询, Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 中国宠物市场细分品类占比

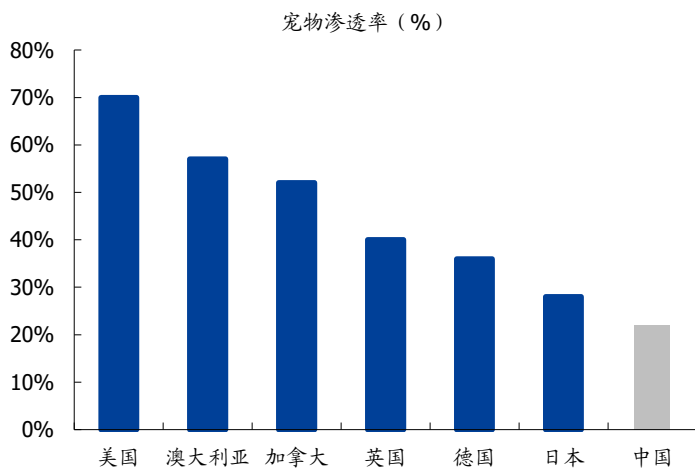


资料来源: 华经情报网, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

对标海外成熟市场, 量价齐升驱动市场扩容。1) 养宠渗透率: 养宠渗透率受人均居住面积、家庭结构及经济水平影响。参照居住条件相近的日本市场, 伴随老龄化加速、公寓率提升, 城市居民情感需求突出, 且逐步向猫经济过渡。当前我国一二线城市宠物渗透率已达 39.1%, 接近发达国家水平, 伴随消费者教育深化, 下沉市场逐步拓展, 总体渗透率有望逐步提升。2) 单宠支出: 2020 年中国、美国、日本平均单只宠物年食品消费

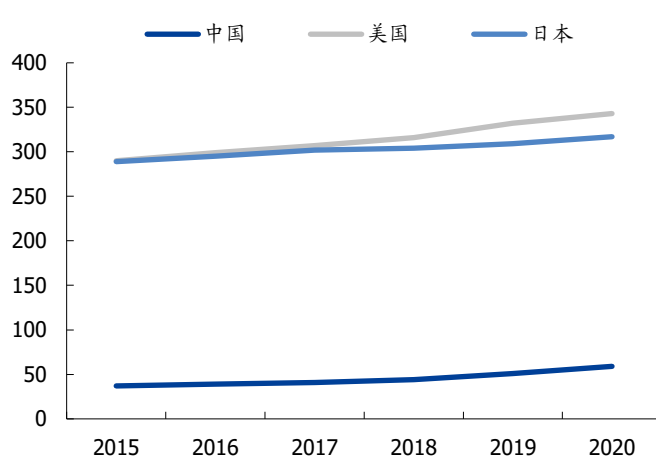
金额分别为 59、343、317 美金。美国日本宠物市场均经历由量增向价升的结构性升级阶段，体现为功能粮等产品占比提升、高端需求释放。伴随养宠精细化、专业化观念深入，我国单宠消费水平较成熟市场提升空间仍大。

图表 31: 部分国家宠物渗透率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

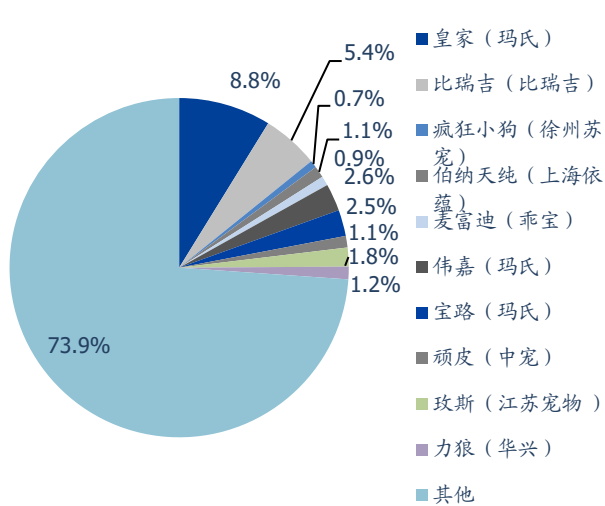
图表 32: 部分国家单只宠物年食品消费金额 (单位: 美元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

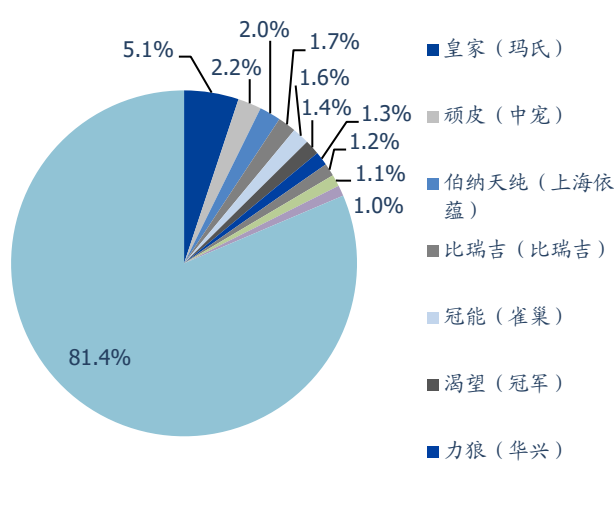
进口品牌占据高端市场, 国产品牌成长空间大。行业白皮书数据显示, 2021 年我国宠物食品 CR10 不到 20%, 玛氏、雀巢旗下多个品牌市占率领先, 2022 年, 国内宠物食品市场销售额中进口品牌占比 59%, 国产品牌为 41%, 差距逐渐缩小。伴随国内品牌在产能、渠道和研发端持续布局并发力, 以及凭借对本土化线上平台适应性更强的天然优势, 国产品牌仍有极大潜力逐步占领高地。

图表 33: 2016 年中国宠物食品前十品牌市占率



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国盛证券研究所

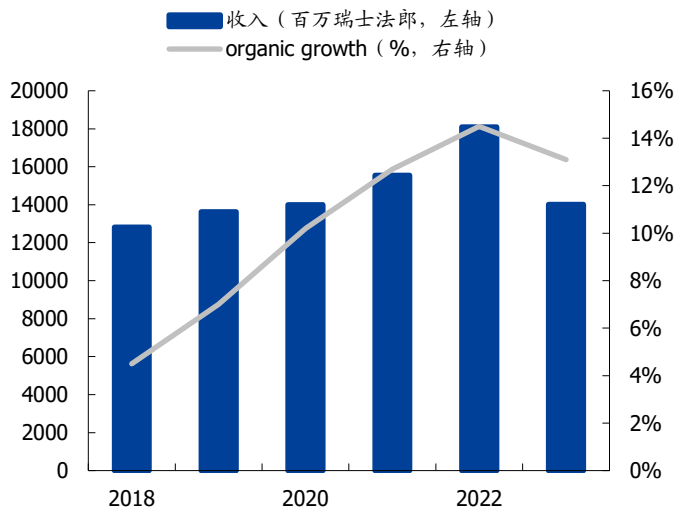
图表 34: 2021 年中国宠物食品前十品牌市占率



资料来源: 华经产业研究院, 欧睿, 国盛证券研究所

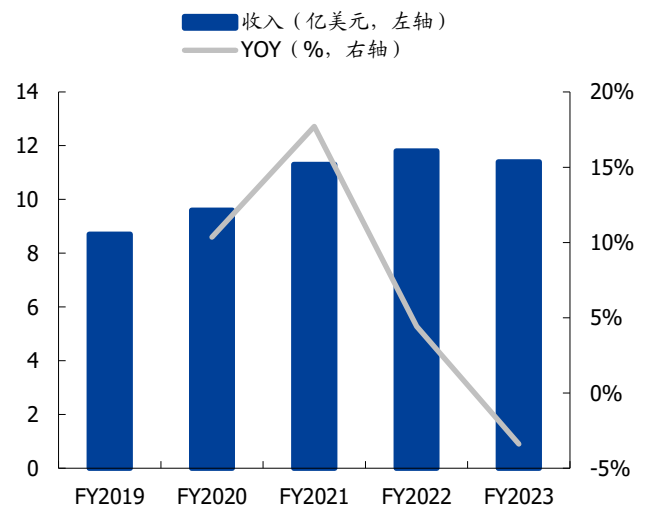
外销: 海外需求恢复+库存去化, Q3 迎订单增长拐点。2022 年下半年零售商开启库存消化, 2023Q2 库存显著下降并进入旺季备货阶段, 海外终端需求恢复, 客户下单趋于正常。品牌商方面, 2018-2022 年雀巢宠物板块营收从 128.2 亿美元增长至 181.0 亿瑞士法郎 (CAGR 达 7.15%), 营业利润率维持约 21%, 2023 年前三季度总营收达到 140.1 亿美元 (有机增长率达 13.1%), 逆势增长; FY2019-FY2023 美国品谱集团宠物护理板块收入 CAGR 为 7.0%。渠道商方面, 2023Q2-Q3 Petco、Freshpet 等零售商库存持续下滑且降幅逐季扩大, 伴随 2023Q4 传统节日旺季补库, 订单有望持续修复。

图表 35: 雀巢宠物板块收入及增速



资料来源: 雀巢公司官网, 国盛证券研究所

图表 36: 品谱宠物护理板块收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 部分全品类及宠物零售商库存情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
沃尔玛(WALMART)											
收入(亿美元)	1383.10	1410.48	1405.25	1528.71	1415.69	1528.59	1528.13	1640.48	1523.01	1616.32	-
收入增速	2.74%	2.40%	4.32%	0.52%	2.36%	8.37%	8.74%	7.31%	7.58%	5.74%	-
存货(亿美元)	463.83	477.54	574.84	565.11	612.29	599.21	647.06	565.76	569.32	567.22	-
库存增速	12.53%	16.24%	10.88%	25.72%	32.01%	25.48%	12.56%	0.12%	-7.02%	-5.34%	-
亚马逊(AMAZON)											
收入(亿美元)	1085.18	1130.80	1108.12	1374.12	1164.44	1212.34	1271.01	1492.04	1273.58	1343.83	1430.83
收入增速	43.82%	27.18%	15.26%	9.44%	7.30%	7.21%	14.70%	8.58%	9.37%	10.85%	12.57%
存货(亿美元)	238.49	241.19	309.33	326.40	349.87	381.53	366.47	344.05	341.70	365.87	354.06
库存增速	26.47%	23.06%	30.33%	37.17%	46.70%	58.19%	18.47%	5.41%	-2.34%	-4.10%	-3.39%
PETCO											
收入(亿美元)	14.15	14.35	14.43	15.14	14.76	14.81	15.01	15.78	15.56	15.31	-
收入增速	27.02%	18.69%	14.52%	13.15%	4.31%	3.21%	4.02%	4.23%	5.42%	3.38%	-
存货(亿美元)	5.75	6.28	6.44	6.75	6.82	7.23	7.23	6.52	6.68	6.75	-
库存增速	-	-	19.04%	25.23%	18.61%	15.13%	12.27%	-3.41%	-2.05%	-6.64%	-
FRESHPET											
收入(亿美元)	0.93	1.09	1.08	1.16	1.32	1.46	1.51	1.66	1.68	1.83	2.01
收入增速	33.25%	35.81%	27.79%	37.09%	41.49%	34.42%	40.65%	43.12%	26.75%	25.56%	32.57%
存货(亿美元)	0.22	0.25	0.29	0.36	0.45	0.61	0.64	0.58	0.66	0.65	0.59
库存增速	37.50%	31.58%	61.11%	89.47%	104.55%	144.00%	120.69%	61.11%	46.67%	6.56%	-7.81%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

内销: 双十一热度延续, 内资品牌重点发力。宠食类快消品具备国货属性, 内资品牌紧跟国内消费动向, 积极储备爆品于双十一投放, 把握电商大促窗口建设品牌影响力。据星图数据显示, 天猫、京东双11期间宠物食品销售总额为48亿, 同比增长近30%; 抖音“亲子生活行业”类目(宠物品类归于其中)在双11期间总GMV同比增长70%, 百万爆品数量同比增长108%。内资头部宠食品牌表现突出, 乖宝宠物旗下麦富迪、弗列加特等自有品牌双11全网销售额超3.6亿元, 同比增长28%, 其中麦富迪成为天猫平台连续两年唯一销售额破亿的宠物品牌; 佩蒂股份旗下爵宴品牌2023年双11全周期全网总销售额超2500万, 同比2023年618增长65%, 同比2022年双11增长67%。

图表 38: 天猫、抖音、京东双十一全周期榜单汇总

排名	天猫		京东		抖音	
	猫狗食品	排名变化	热卖品牌榜	排名变化	宠物行业品牌榜	排名变化
1	麦富迪	-	皇家	-	麦富迪	-
2	皇家	-	麦富迪	-	喵梵思	↑1
3	legendsandy	↑7	网易严选	-	网易严选	↓1
4	诚实一口	新上榜	渴望	新上榜	蓝氏	新上榜
5	鲜朗	新上榜	伯纳天纯	-	诚实一口	↑3
6	网易严选	↓2	爱肯拿	↓2	卫仕	↓2
7	instinct	↓1	pidan	↑2	醇粹	新上榜
8	渴望	新上榜	素力高	-	伯纳天纯	↓3
9	伯纳天纯	新上榜	冠能	↑1	阿飞和巴弟	新上榜
10	素力高	新上榜	instinct	新上榜	普安特	新上榜

资料来源: 天猫、抖音、京东官方战报、国盛证券研究所

乖宝宠物: 国内宠食领军企业, 麦富迪稳居内资第一。公司前瞻性把握国内宠物市场先机, 2013年推出国内自有品牌“麦富迪”, 叠加电商渠道红利, 快速抢占市场份额。2022年自有品牌实现营收 20.5 亿元 (同比+53.8%), 占比提升至 60.2%。公司相继开发弗列加特、羊奶肉、Barf 系列, 布局中高端宠物食品市场, 未来伴随产品结构优化, 盈利能力有望提升。公司坚持较高品牌推广投入 ((2022 年业务宣传费用占自有品牌营业收入达 12.6%)), 持续加大品牌曝光, 双十一表现亮眼, 位居天猫、抖音宠物品牌榜第一、京东第二。未来伴随新建高端主粮、高端零食及保健品生产线陆续投产, 龙头地位持续夯实, 市场份额加速扩张。

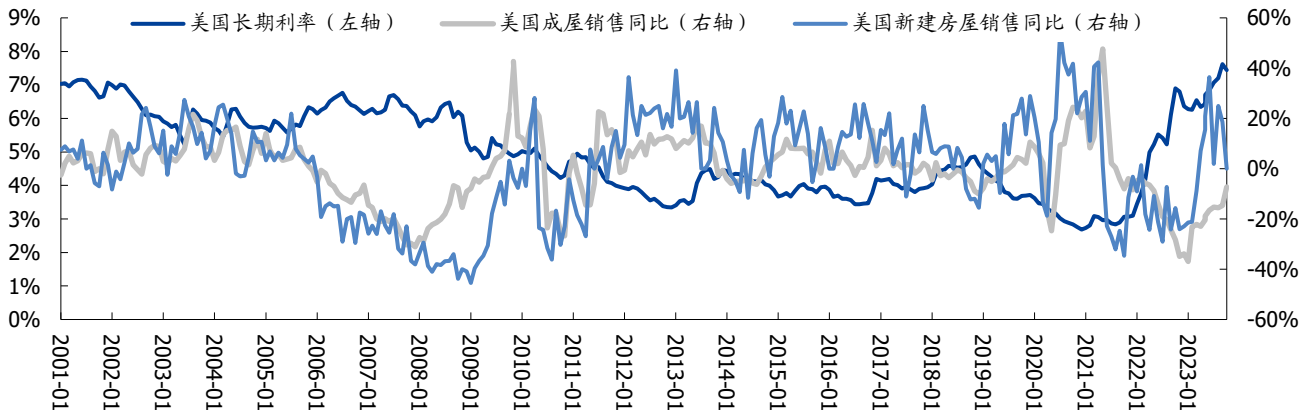
中宠股份: 国内外自主品牌持续发力, 代工订单持续改善。海外方面, 客户去库趋势明确, 在手订单延续环比恢复趋势, 美国工厂产品结构持续优化, 加拿大工厂自主品牌延续高增。国内方面, 2023 年公司围绕“聚焦国内市场、聚焦自主品牌、聚焦主粮产品”战略持续推进。公司持续梳理产品&渠道结构, 产品端对顽皮品牌 SKU 进行优化、聚焦主推主粮产品, Zeal 品牌进行价值链管控; 渠道端加强终端价盘管控, 维护品牌形象, 伴随改革持续推进, 盈利能力有望逐步提升。

佩蒂股份: 海外出口环比改善, 自主品牌增速超预期。海外市场方面, 伴随海外客户逐步恢复正常化下单, 公司出口订单 Q3-4 环比恢复; 自主品牌方面, 爵宴维持高增态势。产能方面, 越南基地主要面向北美市场, 目前产能利用基本处于饱和状态; 柬埔寨基地产能持续爬坡, 预计 2023 年总体出货量将高于 2022 年水平, 伴随产能利用率提升, 规模效应显现, 盈利水平有望持续改善; 新西兰工厂将进入正式运营阶段, Q4 预计贡献部分订单收入; 国内工厂对部分产线进行改造, 进一步提升自动化、数字化水平, 并持续增加湿粮、新型主粮产线以满足自主品牌需求。

百亚股份: 产品渠道势能充足, Q4 收入有望延续高增。产品方面, 公司深耕大健康产品领域、持续优化产品结构, 其中益生菌等高端系列新品旺季放量短期缺货、收入占比持续增加, 预计公司产品片单价年化提升大个位数百分比, 带动毛利率水平进一步提升。渠道方面, 线下渠道库存逐步去化, 核心五省增长保持稳健, 非核心省份主推益生菌、敏感肌等差异化新品, 聚焦新品转化, 全国化逻辑持续加强; 此外电商渠道增长再提速, 抖音等新兴渠道建设突出。伴随公司产品结构持续优化、加速全国化拓展, Q4 收入有望延续高增。

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 (预计 2023Q4 收入同比+10%-15%, 利润增长高于收入), 传统核心稳健增长、产品及渠道结构优化的晨光股份 (预计 2023 收入同比+20%, 利润增长 10%-20%); 2) 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 (预计 2023Q4 收入同比+0%-5%, 利润+35%-40%)、源飞宠物、天元宠物等。3) 推荐国产替代逻辑顺畅的百亚股份 (预计 2023Q4 收入同比+30%, 利润同比承压) 等。4) 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 (预计 2023Q4 收入同比+15%-20%, 利润增长高于收入)、博士眼镜 (预

图表 41: 美国长期利率与房地产消费拟合



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 轻工出口数据概览

单位: 亿元		23M1-2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	环比	
办公椅 (恒林股份、永艺股份)	可调节高度的转动坐具	出口金额	31.83	23.99	22.48	20.69	21.62	21.43	22.21	25.67	24.98	26.49	6.06%
	YOY		-7.0%	44.6%	18.7%	-0.1%	3.6%	6.5%	13.5%	23.8%	7.3%	16.5%	
床垫 (梦百合、顾家家居)	弹簧床垫	出口金额	7.71	5.62	5.59	5.43	6.04	5.70	6.43	6.98	7.11	7.46	4.80%
	YOY		-2.8%	34.6%	-1.1%	5.3%	19.7%	16.6%	33.6%	27.4%	23.4%	27.7%	
乳胶床垫	出口金额	6.63	4.63	4.40	3.99	4.26	4.06	4.15	4.75	4.23	4.73	11.86%	
	YOY		-5.2%	28.5%	16.5%	15.2%	27.3%	21.3%	27.9%	20.7%	7.7%	14.6%	
充气床垫 (浙江自然)	充气床垫	出口金额	2.65	1.66	1.83	1.29	1.33	0.94	1.00	0.85	0.86	0.71	-17.64%
	YOY		0.2%	12.4%	-5.3%	-16.3%	-8.7%	-20.2%	-5.9%	-12.9%	5.0%	-4.1%	
特种纸 (仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸、冠豪高新)	格拉辛纸	出口金额	2.13	0.99	0.90	1.13	1.02	1.29	1.05	0.94	1.12	1.13	0.94%
	YOY		21.4%	-5.3%	-27.0%	-6.5%	-39.8%	-14.9%	-3.4%	-31.2%	22.1%	-13.4%	
	出口金额	3.61	2.66	2.18	2.01	2.20	2.15	1.93	1.86	1.74	1.75	0.91%	
装饰原纸	YOY		28.5%	74.1%	74.6%	15.7%	11.6%	19.5%	12.3%	6.1%	17.3%	-12.2%	
热转印纸/热敏纸	出口金额	1.41	1.44	1.52	1.22	0.92	0.81	0.67	0.52	0.56	0.70	24.70%	
YOY		5.9%	159.5%	135.7%	36.3%	15.7%	-4.6%	-43.4%	-54.0%	-46.5%	-47.3%		
沙发 (敏华控股、梦百合、匠心家居)	皮革或再生皮革面的带软垫的木框架坐具	出口金额	14.28	10.18	9.81	9.67	9.47	8.92	9.71	9.90	9.65	10.87	12.62%
	YOY		-35.0%	-11.4%	-8.0%	-12.8%	-18.1%	-16.6%	-1.9%	-1.0%	-4.7%	4.9%	
	其他带软垫的木框架坐具	出口金额	48.22	34.41	36.12	35.73	35.29	34.78	37.66	39.39	42.02	45.00	7.10%
	YOY		-24.7%	3.9%	4.7%	-3.3%	-1.8%	-4.0%	23.8%	29.2%	31.6%	32.7%	
皮革或再生皮革面的带软垫的金属框架坐具	出口金额	4.48	3.57	3.04	2.69	2.49	2.43	2.03	2.22	2.30	2.74	19.02%	
YOY		-2.6%	99.0%	93.8%	-5.8%	-20.8%	-30.8%	-35.5%	-33.3%	-38.7%	-19.3%		
其他带软垫的金属框架坐具	出口金额	78.45	48.51	43.68	37.88	35.88	36.62	34.75	36.45	38.01	47.25	24.31%	
YOY		-16.4%	5.4%	-10.1%	-17.4%	-17.6%	-6.9%	-8.9%	-10.4%	-16.1%	-3.7%		
自行车 (久祺股份)	自行车	出口金额	32.97	24.46	19.16	14.15	14.27	14.09	13.59	14.80	12.16	13.80	13.47%
	YOY		-26.9%	7.2%	-0.9%	-32.0%	-40.8%	-39.7%	-36.9%	-28.9%	-32.7%	-20.8%	
电动自行车	出口金额	41.54	26.48	30.08	29.88	32.85	30.34	34.63	28.95	24.08	22.52	-6.50%	
YOY		-19.4%	2.0%	17.6%	-0.2%	-4.9%	-22.3%	-6.3%	-16.2%	-17.6%	-20.0%		
塑料制品 (家联科技)	厨房用塑料制品	出口金额	85.51	62.51	60.31	55.06	55.13	54.95	56.76	55.17	51.26	57.80	12.75%
	YOY		-9.6%	26.7%	4.6%	-11.8%	-15.4%	-14.0%	-0.6%	-9.1%	-15.1%	-6.4%	
保温杯 (哈尔斯、嘉益股份)	保温杯	出口金额	38.13	26.46	29.48	26.40	26.64	27.69	29.05	30.78	28.09	30.37	8.11%
	YOY		-3.7%	42.6%	32.1%	3.8%	-1.2%	3.7%	32.6%	31.5%	8.3%	23.2%	
宠物 (依依股份、中宠股份、佩蒂股份、乖宝股份、源飞宠物、天元宠物)	宠物尿垫	出口金额	4.18	2.76	2.86	2.41	2.44	2.53	2.31	2.44	2.51	2.66	5.88%
	YOY		15.5%	32.0%	54.2%	13.3%	13.0%	-11.1%	-5.0%	6.6%	14.7%	22.0%	
	宠物食品	出口金额	10.54	7.26	7.42	7.22	7.52	8.01	7.40	8.02	7.25	7.50	3.45%
YOY		-19.6%	-2.8%	10.7%	-11.4%	0.7%	0.5%	1.9%	37.1%	18.7%	29.4%		
PVC地板 (天振股份、海象新材、爱丽家居)	PVC地板	出口金额	46.37	32.69	32.29	32.27	32.00	29.92	31.37	33.57	29.82	32.88	10.25%
	YOY		-31.5%	-11.8%	-7.2%	-15.1%	-23.4%	-26.6%	-4.0%	8.2%	5.1%	9.0%	
人造草坪 (共创草坪)	人造草坪	出口金额	1.09	0.84	0.83	0.88	0.80	0.74	0.64	0.55	0.50	0.51	0.63%
	YOY		-27.9%	-0.8%	-3.9%	-8.0%	-23.9%	-12.5%	-9.5%	-21.8%	-16.6%	-21.0%	
中国:出口金额:当月同比(%)			-10.4 / -1.3	14.8	8.5	-7.5	-12.4	-14.5	-8.8	-6.2	-6.4	+0.5	
中国:出口金额:家具及其零件:当月同比(%)			-13.0 / -24.9	14.4	0.6	-14.4	-12.7	-13.0	-4.0	-2.1	-5.8	+8.1	
美国:CPI:当月同比(%)			6.4 / 6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	
美国:批发商库存销售比:耐用品:家具及家居摆设:季调			1.89/1.83	1.83	1.82	1.77	1.76	1.69	1.65	1.68	1.73		
美国:零售库存销售比:家具、家用装饰、电子和家用电器店:季调			1.57/1.66	1.67	1.66	1.63	1.59	1.58	1.57	1.56	1.56		

资料来源: Wind, 海关总署, 国盛证券研究所

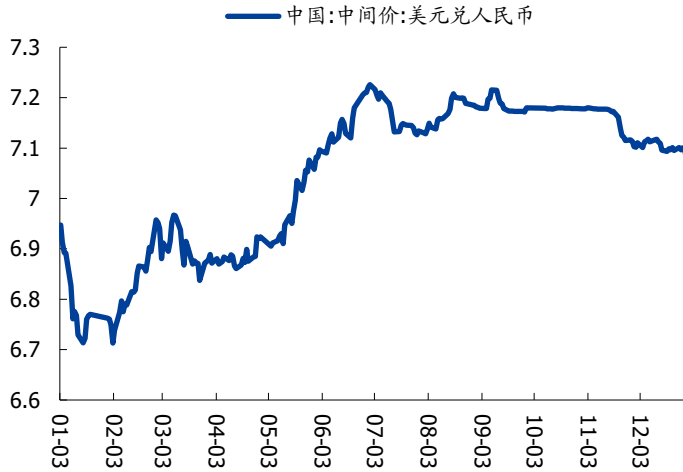
毛利高位震荡, 人民币升值压制盈利。2023Q4 原材料、海运费等核心变量价格仍处低位(海运费受红海航道危机影响 12 月底低位反弹, 但对 Q4 影响整体有限), 毛利率预计高位震荡; 人民币 Q4 处升值区间, 汇兑损失预计压制出口公司整体盈利。

图表 43: 主要原材料变化

	TPU	PP	TDI	MDI	钢	废不锈钢
2023Q4	41545.16	9412.10	17212.10	15681.45	4189.81	4874.19
同比	-7.60%	-16.38%	-13.41%	4.15%	-0.69%	-7.06%
环比	-1.31%	3.52%	-5.22%	-6.71%	1.58%	-5.18%
较2022年高点下行幅度	-6.66%	-31.64%	-31.47%	-23.25%	-24.31%	-15.73%

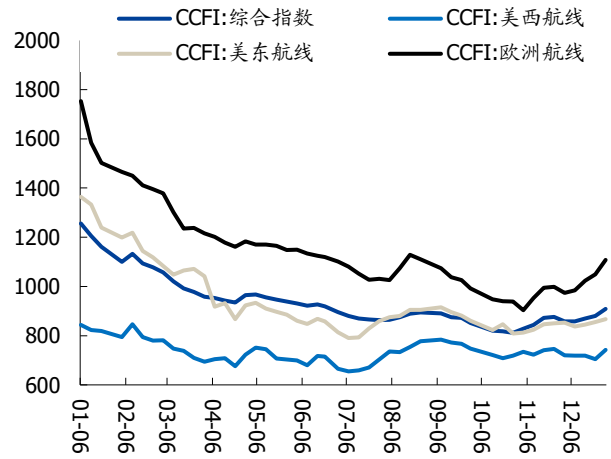
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 人民币汇率(中间价)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: CCFI 各航线走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

标的推荐: 关注结构性补库及地产后周期修复机会。推荐恒林股份(预计 2023Q4 收入同比+25%, 利润同比+25%)、永艺股份(预计 2023Q4 收入同比+20%+, 利润同比+35%+)、匠心家居(预计 2023Q4 收入同比约+45%, 利润同比约+20%)、盈趣科技(预计 2023Q4 收入同比+5%, 利润同比-25%)。关注嘉益股份、致欧科技、家联科技、梦百合、麒盛科技、哈尔斯、共创草坪、浙江自然、乐歌股份、久祺股份(预计 2023Q4 收入同比持平, 利润同比+175%)等。

1.5 包装: 下游持续复苏, 关注高分红标的

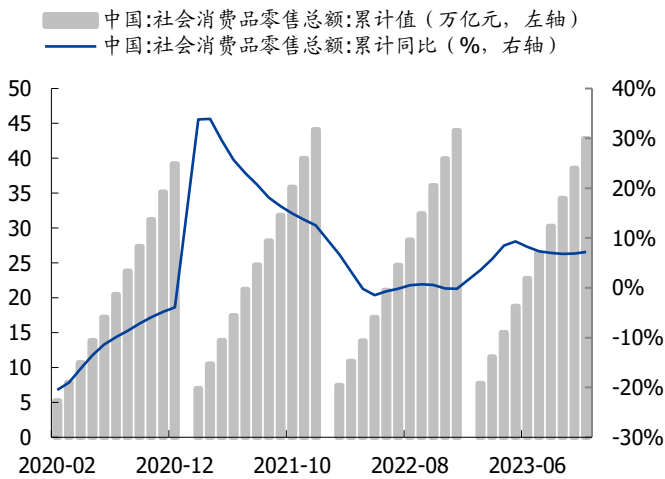
下游需求温和复苏, 消费者收入预期&消费意愿回升。我国 11 月社零总额 4.25 万亿元(同比+10.1%), 必选消费中日用品、粮油食品、饮料增速同比+3.5%、+4.4%、+6.3%, 烟酒增速持续上行、同比+16.2%; 可选消费中化妆品同比-3.5%。消费者收入预期及消费意愿指数作为先导指标, 自 2023 年 4 月触底回升, 叠加稳增长、促消费政策持续落地, 2024 年下游需求有望逐步回暖, 利好头部包装企业订单拐点向上。

图表 46: 包装下游零售额跟踪 (亿元, %)

	日用品			粮油食品			化妆品			饮料			烟酒		
	当月值	同比	环比	当月值	同比	环比	当月值	同比	环比	当月值	同比	环比	当月值	同比	环比
2023-11	749.0	3.5%	21.7%	1673.0	4.4%	3.0%	548.0	-3.5%	72.7%	256.0	6.3%	3.9%	503.0	16.2%	9.9%
2023-10	615.2	4.4%	-2.9%	1624.1	4.4%	-8.9%	317.4	1.1%	-2.5%	246.3	6.2%	-15.8%	457.7	15.4%	-19.4%
2023-09	633.5	0.7%	2.9%	1782.0	8.3%	19.4%	325.7	1.6%	1.4%	292.6	8.0%	17.0%	567.6	23.1%	37.1%
2023-08	615.6	1.5%	8.8%	1492.7	4.5%	4.3%	321.2	9.7%	30.0%	250.0	0.8%	2.7%	413.9	4.3%	5.8%
2023-07	566.0	-1.0%	-20.8%	1430.8	5.5%	-12.3%	247.0	-4.1%	-45.2%	243.4	3.1%	-15.1%	391.2	7.2%	-15.0%
2023-06	714.7	-2.2%	17.5%	1630.6	5.4%	13.4%	450.8	4.8%	36.7%	286.8	3.6%	23.6%	460.0	9.6%	22.8%
2023-05	608.5	9.4%	11.0%	1438.3	-0.7%	3.1%	329.8	11.7%	19.4%	232.0	-0.7%	9.8%	374.7	8.6%	2.9%
2023-04	548.4	10.1%	-18.2%	1394.7	1.0%	-13.2%	276.2	24.3%	-29.8%	211.3	-3.4%	-8.3%	364.1	14.9%	-15.2%
2023-03	670.3	7.7%	-	1607.7	4.4%	-	393.4	9.6%	-	230.5	-5.1%	-	429.6	9.0%	-
2023-02&01	1312.0	3.9%	-	3493.0	9.0%	-	656.0	3.8%	-	522.0	5.2%	-	-	-	-
2022-12	719.5	-9.2%	-1.4%	1893.6	10.5%	14.2%	290.2	-19.3%	-48.4%	271.9	5.5%	7.9%	514.0	-7.3%	16.9%
2022-11	729.8	-9.1%	24.1%	1658.7	3.9%	4.5%	562.3	-4.6%	82.0%	251.9	-6.2%	4.8%	439.8	-2.0%	9.2%
2022-10	588.2	-2.2%	-7.0%	1586.6	8.3%	-5.4%	308.9	-3.7%	-2.7%	240.4	4.1%	-13.4%	402.8	-0.7%	-13.4%
2022-09	632.4	5.6%	4.8%	1676.8	8.5%	16.7%	317.4	-3.1%	10.2%	277.7	4.9%	9.0%	465.1	-8.8%	17.8%
2022-08	603.7	3.6%	5.5%	1436.6	8.1%	5.2%	287.9	-6.4%	13.8%	254.7	5.8%	4.5%	394.9	8.0%	7.9%
2022-07	572.2	0.7%	-22.6%	1365.9	6.2%	-13.6%	253.0	0.7%	-40.4%	243.7	3.0%	-15.2%	365.9	7.7%	-14.2%
2022-06	739.7	4.3%	31.6%	1580.0	9.0%	8.0%	424.3	8.1%	45.9%	287.4	1.9%	19.0%	426.3	5.1%	21.3%
2022-05	562.0	-6.7%	-	1463.5	12.3%	7.9%	290.9	-11.0%	36.1%	241.6	7.7%	9.6%	351.5	3.8%	12.7%
2022-04	495.3	-10.2%	-	1356.6	10.0%	-8.1%	213.8	-22.3%	-38.0%	220.5	6.0%	-6.4%	311.8	-7.0%	-18.6%

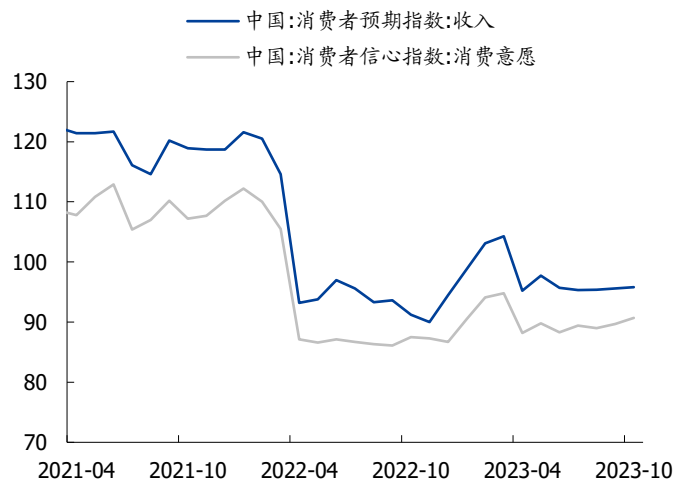
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 中国社零总额累计值及累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

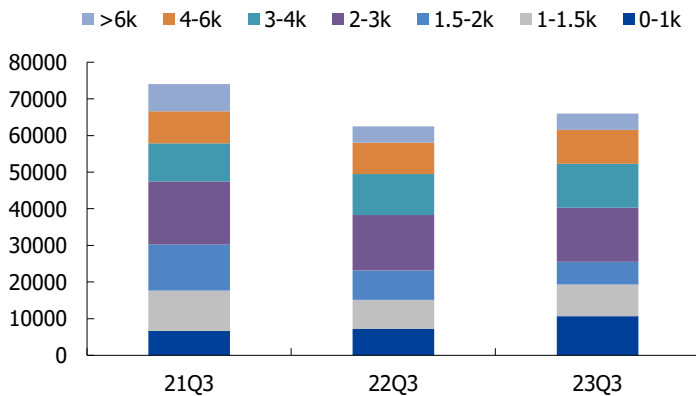
图表 48: 中国消费者预期收入、消费意愿指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

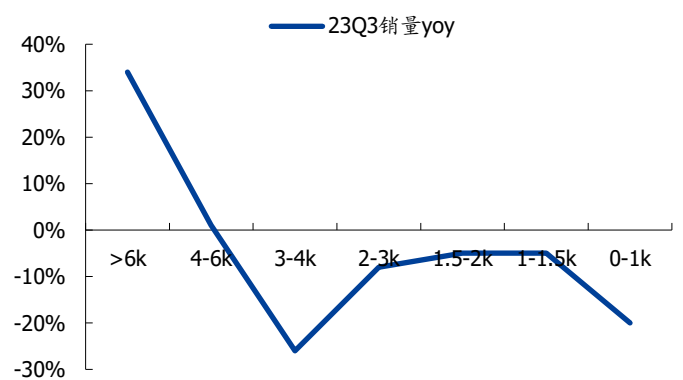
3C 市场逐步回暖, 高端机型需求扩张。GfK 中国手机零售监测数据显示, 2023 年中国手机市场整体销量预计 2.7 亿台, 与 2022 年基本持平, 2024 年预计同比增长 5% 左右。中国手机市场消费升级趋势延续, 高端机型引领市场扩容, 根据 GfK 监测数据显示, 2023Q3 价位 6000 元以上手机销量同比增长 34%, 未来伴随伴随头部厂商持续发力, 通过扩大产品组合、加速升级频率, 有望激发消费需求释放。

图表 49: 中国不同价格段手机销量 (单位: 千台)



资料来源: GfK 中国手机零售监测数据, 国盛证券研究所

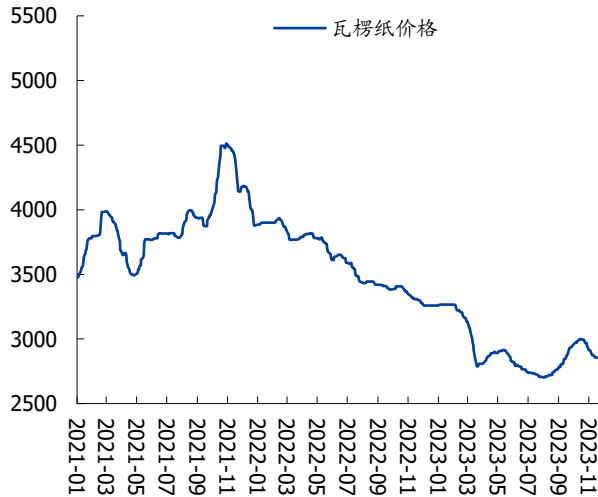
图表 50: 2023Q3 中国不同价格段手机销量同比增速



资料来源: GfK 中国手机零售监测数据, 国盛证券研究所

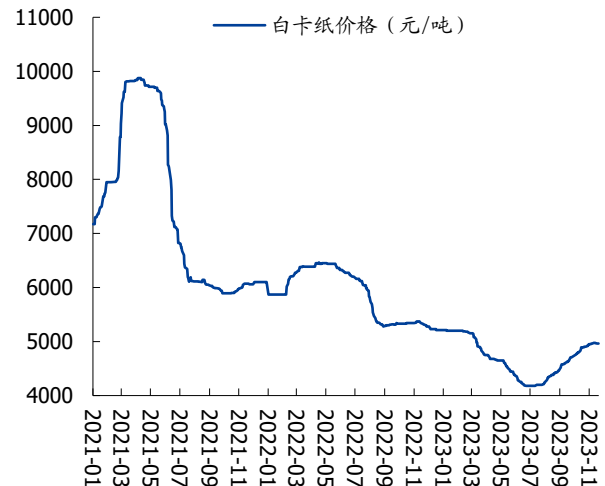
原材料延续低位，盈利能力提升。纸包装方面，纸价延续低位（2023年1-11月瓦楞纸/白卡纸价格分别同比-19.5%/-20.6%），成本红利显现，裕同科技智能工厂成效渐显，降本增效持续落地。**金属包装方面**，三片罐价格稳定、充分享受成本红利（2023年1-11月镀锡板卷价格同比-11.2%），二片罐受制于行业竞争激烈&原材料下滑，价格同比承压致收入承压，盈利弱势稳定；伴随行业整合持续推进，供需结构优化，价格有望企稳回升。**塑料包装方面**，原料价格下行（石油均价2023年1-11月同比-17.9%），永新股份伴随海外高毛利业务占比提高，以及薄膜新产能投产后原材料自给能力进一步提升，2023Q4有望延续改善。

图表 51: 瓦楞纸价



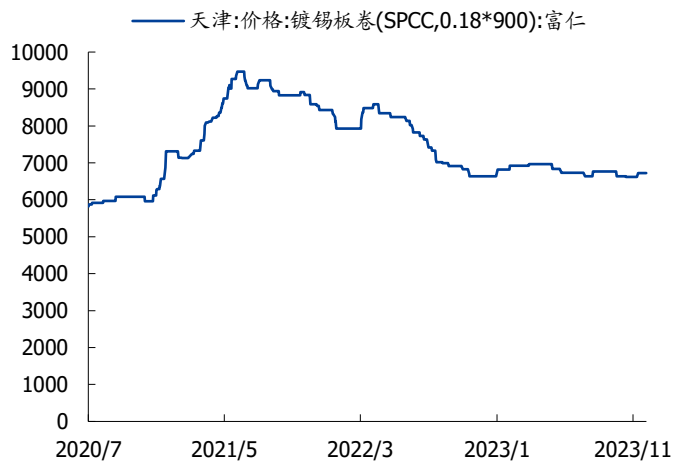
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 52: 白卡纸价



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 53: 镀锡板卷价格



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 原油价格



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

裕同科技: 分红比例提升, 看好盈利长期改善。12月28日公司发布公告拟将2023-2025年度现金分红比例提高至不低于当年归母净利润60% (若无重大投资计划或重大现金支出等事项发生)。公司2020-2022年历史现金分红比例为23%/20%/20%，2023-2025年按60%分红比例测算，预计股息率为3.7%/4.3%/5.1% (基于12月28日市值)。

收入端: 需求稳步回暖, 多元业务经营稳健。1) 3C业务: 3C行业周期复苏, 订单预期较为乐观, 其中华为、小米新品推动、增长较快, 大客户表现总体平稳。2) 烟包: 伴随中烟反腐力度加强, 市场招标逐步落地, 公司为广西中烟、云南中烟、福建中烟、江西中烟等多家中烟公司持续供应, 份额有望长期提升。3) 酒包: 公司积极推动全国酒包工

厂布局，进入茅台、五粮液、泸州老窖等中高端白酒客户的供应体系，2023年以来下游客户库存持续去化、表现承压，龙头表现逐步企稳，释放包材提价空间；4）环保纸塑：工包有望受益于3C消费回暖，餐包业务海外市场稳步推进，下游客户拓展顺利，全年预计仍可保持较快增长。

利润端：成本红利延续&降本增效推进，盈利能力改善。原材料端纸价延续低位（2023年1-11月瓦楞纸/白卡纸价格分别同比-19.5%/-20.6%），成本红利显现。伴随湖南、苏州、成都等智能工厂加速投建，生产效率逐步提升，资本开支节奏趋缓，海外基地盈利优势明显，产能投入进入收获期，盈利修复弹性空间大。

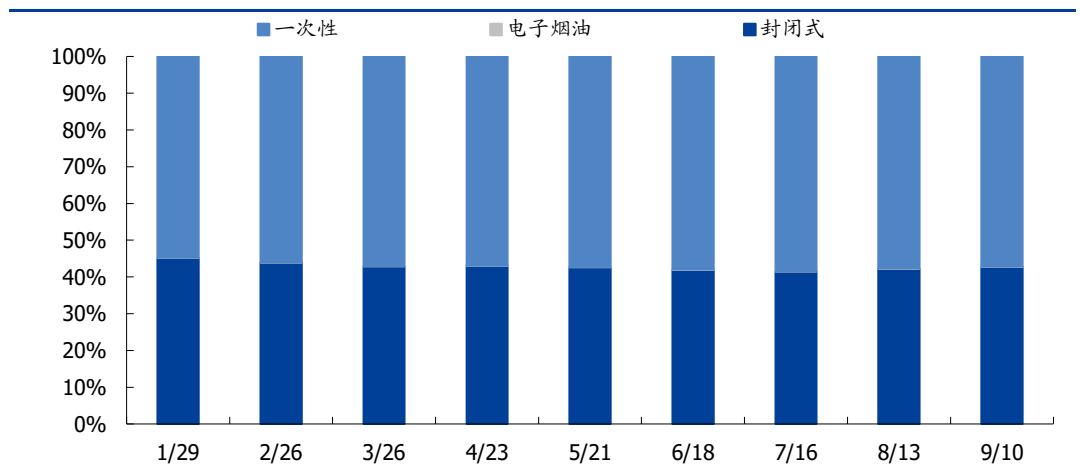
2023Q4 业绩前瞻：消费者收入预期及消费意愿触底回升，叠加稳增长、促消费政策持续落地，2024年下游需求有望逐步回暖，利好头部包装企业订单拐点向上；利润端受益于成本红利、表现预计较优，推荐永新股份（预计2023Q4收入同比+5%，利润同比+10%-20%）、裕同科技（预计2023Q4收入持平、利润同比+5%-10%）、新巨丰（预计2023Q4收入同比+10%-20%，利润同比正增长）、奥瑞金（预计2023Q4收入同比+5%、利润同比翻倍以上）、上海艾录。

1.6 新型烟草：国内市场承压，海外一次性仍占主要份额

国内：市场承压，龙头份额稳步提升。3月起中烟加大对非法产品打击力度，合规市场底部复苏，规模达5-6亿元。Q3受益于非法产品清退、渠道库存消耗以及品牌商口味推新，国内合规市场预计延续增长，整体规模增至约7亿元。Q4受制于国标自身产品、口味限制，以及海外进口果味冲击，市场规模预计环比平稳略下降。但由于头部品牌在产品研发&消费者忠诚度等方面仍有显著优势，龙头份额维持高位。

海外：一次性小烟仍占主要份额。1) 美国：9月一次性小烟市占率为57.2%，较高点下滑0.85pct，但仍处高位。预计Q4一次性小烟仍压制合规换弹市场复苏，但伴随FDA执法趋严，2024年美国换弹有望温和复苏。2) 欧洲：受制于舆论&合规桎梏，一次性行业增速Q4预计放缓、但仍占据主要市场份额。龙头公司凭区域扩张&差异化产品预计仍可实现稳健增长。

图表 55: 美国 2023 年各月份不同产品市占率



资料来源：CDC，国盛证券研究所

2023Q3 业绩前瞻：1) 雾化产业链：持续推荐深度绑定全球大客户&技术壁垒深厚、一次性小烟、HNB、CBD、医疗&美容等业务有望持续贡献增量的雾化科技龙头思摩尔国际；国内龙头地位稳固，产品&品牌优势显著，且海外业务有望贡献增量的雾芯科技。2) HNB产业链：持续推荐深度绑定全球HNB龙头菲莫国际，供应地位不断升级的盈趣科技（预计2023Q4收入同比+5%，利润同比-25%）。

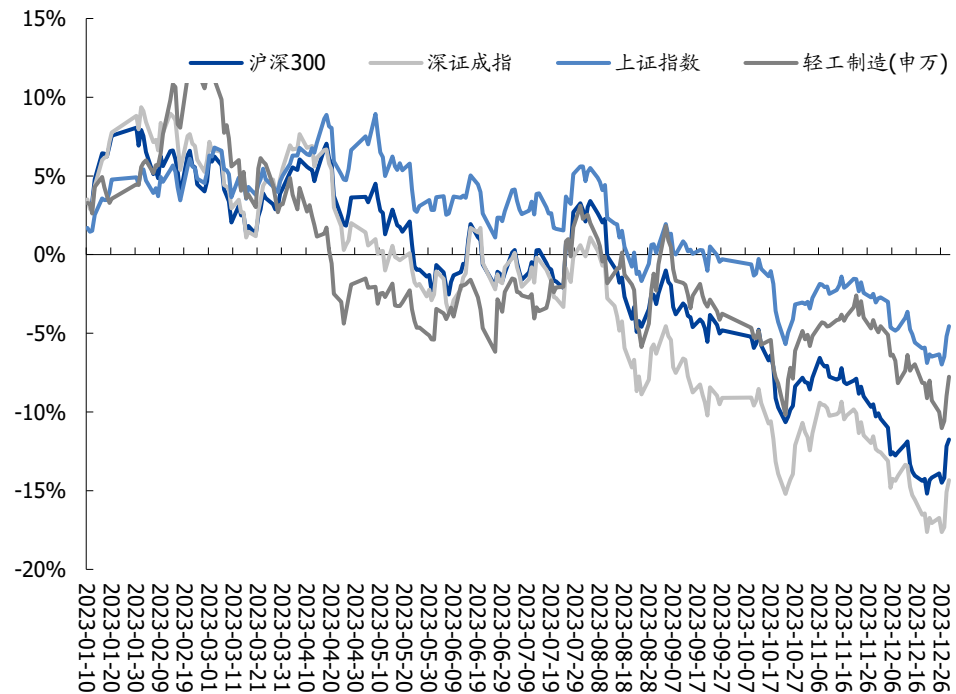
2 市场行情回顾

2.1 市场涨跌概览

2023年12月25日-12月29日:上证指数+2.06%,深证成指+3.29%,沪深300+2.81%,轻工制造+1.66%。

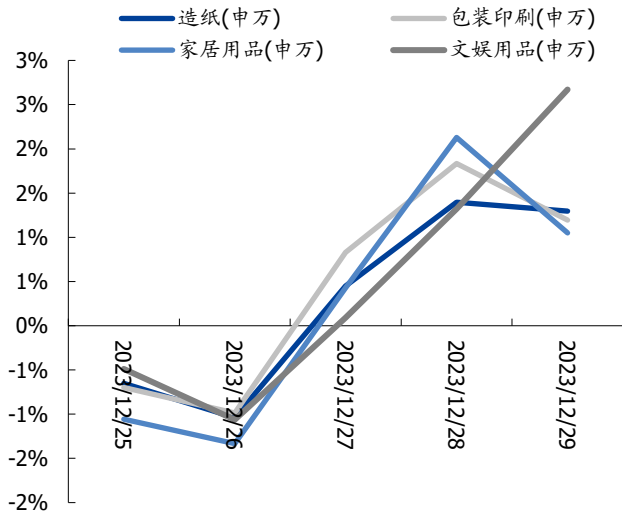
- 细分行业来看, 1) 造纸: 大宗用纸: +0.9%, 特种纸: +1.3%; 2) 包装印刷: 印刷板块: +0.4%, 金属包装: +1.6%, 塑料包装: +6.4%, 纸包装: +3.1%, 综合包装: +5.9%; 3) 家居用品: +1.2%, 瓷砖地板: +1.2%, 成品家居: -0.5%, 定制家居: +2.2%, 卫浴制品: +0.9%, 其他家居用品: +1.7%; 4) 文娱用品: +1.8%, 文化用品: +1.2%, 娱乐用品: +2.0%。
- 细分个股来看, 1) 涨幅居前: 方大新材、沪江材料、柏星龙、美之高、华立科技。2) 跌幅居前: 亚振家居、广博股份、三柏硕、上海易连、中锐股份。

图表 56: 行业涨跌幅



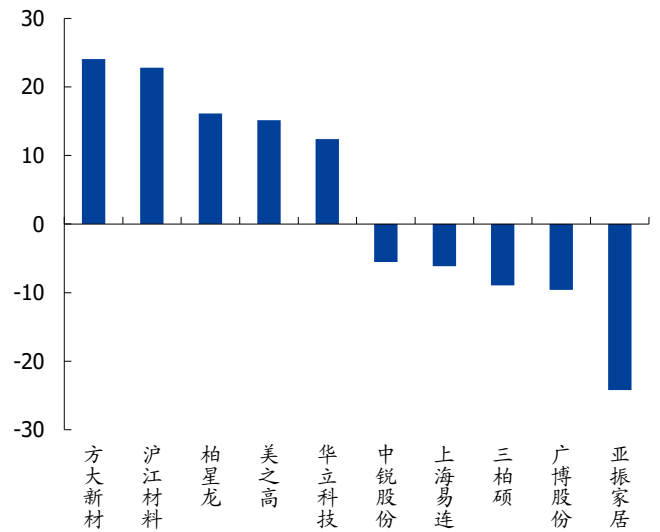
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 2023 年 12 月 25 日-12 月 29 日日内涨跌幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 2023 年 12 月 25 日-12 月 29 日个股涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 重点公告

【顾家家居】股份转让: 盈峰睿和投资以协议转让的方式受让顾家集团和 TB Home 共计持有的 2.42 亿股顾家家居股份, 占顾家家居总股本的 29.42%, 转让价格调整为人民币 36.72 元/股, 转让总价款调整为人民币 88.8 亿元。

【明月镜片】股份回购: 公司以集中竞价交易方式累计回购本公司股份 77.95 万股, 占公司现有总股本约 0.39%。回购股份最高成交价 39.07 元/股, 最低成交价 36.82 元/股, 成交总金额 2999.76 万元 (不含交易费用), 公司本次回购股份方案已实施完毕, 实际回购时间区间为 2023 年 11 月 21 日至 2023 年 12 月 25 日。

【嘉美包装】分红: 截至 2023 年 9 月 30 日, 公司未分配利润为 5.65 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.30 元 (含税)。以截止 2023 年 9 月 30 日的总股本 9.62 亿股为计算基数, 以此计算出合计拟分配现金股利 2.21 亿元 (含税)。

【顾家家居】股票质押: 顾家集团及其一致行动人合计持有本公司 3.89 亿股股票, 占本公司总股本的 47.28%。本次部分股票质押后, 累计质押股票 3.02 亿股, 占顾家集团及其一致行动人共同持有公司股份数的 77.78%, 占本公司总股本的 36.77%。

【王子新材】增发: 2023 年 12 月 28 日上市 8942.5 万股股票, 价格 10.39 元/股, 募集资金 9.29 亿元, 新增股份后总股本 3.91 亿股。

【合兴包装】员工持股计划: 公司于 2023 年 12 月 26 日召开第六届董事会第十八次会议, 审议通过了《关于公司第一期员工持股计划存续期继续展期的议案》, 同意将公司第一期员工持股计划存续期继续进行展期, 存续期延长至 2025 年 6 月 24 日止。

【家联科技】发行债券: 本次发行原股东优先配售的缴款工作已于 2023 年 12 月 22 日 (T 日) 结束, 本次发行向原股东优先配售总计 6.68 亿, 即 6.68 万张, 占本次可转债发行总量的 89.10%。

【大胜达】可转债赎回: “胜达转债”余额为人民币 2.1 万元 (2.1 万张), 占发行总额的比例为 0.38%。累计共有 5.48 亿“胜达转债”已转换为公司股份, 累计转股数为 6303.64 万股, 占“胜达转债”转股前公司已发行股份总额的比例为 15.34%。

【裕同科技】提高分红比例：拟将 2023 年度至 2025 年度现金分红比例提高为：若公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，2023 年度至 2025 年度，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于母公司股东净利润的 60%。

【王子新材】增加注册资本：公司向 17 名特定对象发行人民币普通股（A 股）8942.5 万股，新增股份已于 2023 年 12 月 28 日在深圳证券交易所上市，公司注册资本相应增加 8942.5 万股，变更完成后，公司总股本由 3.01 亿股增加至 3.91 亿股，注册资本由 3.01 亿元变更为 3.91 亿元。

【玉阳遮马】回购：拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分公司已发行的人民币普通股（A 股）股份，用于实施股权激励或员工持股计划。本次回购资金总额不低于人民币 3000 万元（含）且不超过人民币 6000 万元（含），回购价格不超过人民币 17.43 元/股（含）。按照回购价格上限和回购金额下限测算，预计可回购股份数量为 172.12 股，约占公司总股本的 0.56%；按照回购价格上限和回购金额上限测算，预计可回购股份数量为 344.23 股，约占公司总股本的 1.12%。

【江山欧派】获得政府补助：2023 年 8 月 31 日至 12 月 29 日公司获得政府补助 735.5 万元，其中与收益相关的政府补助为 723.47 万元（未经审计），与资产相关的政府补助为 12.03 万元（未经审计）。

【顾家家居】回购进展：截至 2023 年 12 月 29 日公司通过集中竞价交易方式累计回购股份 850.66 万股，占总股份的比例为 1.04%，已支付总金额为 3.23 亿元。

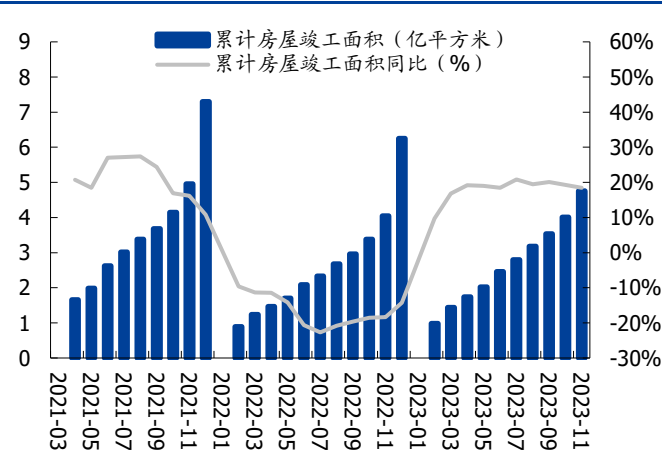
3 重点板块数据跟踪

3.1 家居：11月地产竣工稳健，家具零售额同比上升

3.1.1 地产数据：11月竣工上行、销售同比下滑

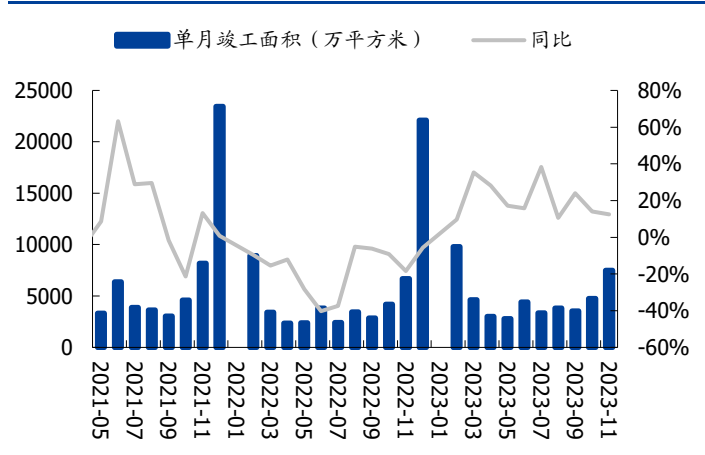
2023年1-11月房屋竣工面积4.76亿平方米，累计同比+18.5%；单11月房屋竣工面积0.75亿平方米，同比+12.5%。

图表 59: 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

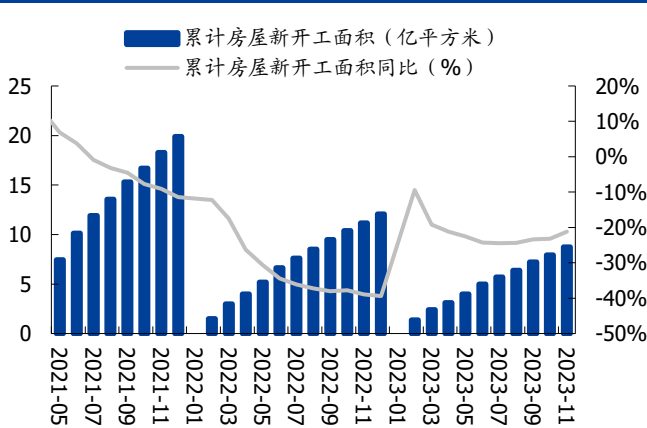
图表 60: 单月房屋竣工面积及同比数据



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

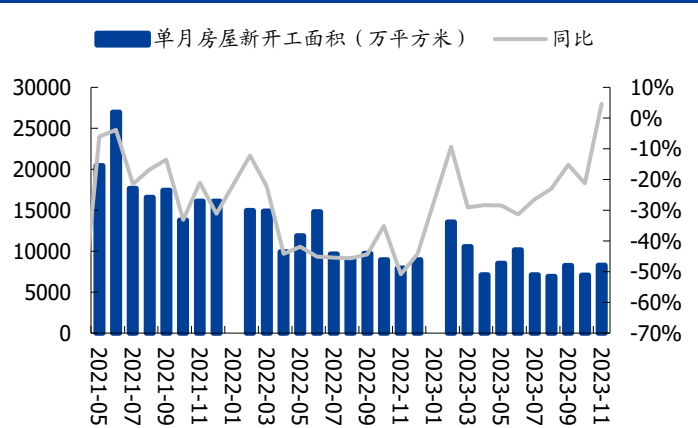
2023年1-11月房屋新开工面积8.75亿平方米，累计同比-21.2%；单11月房屋新开工面积0.83亿平方米，同比+4.7%。

图表 61: 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

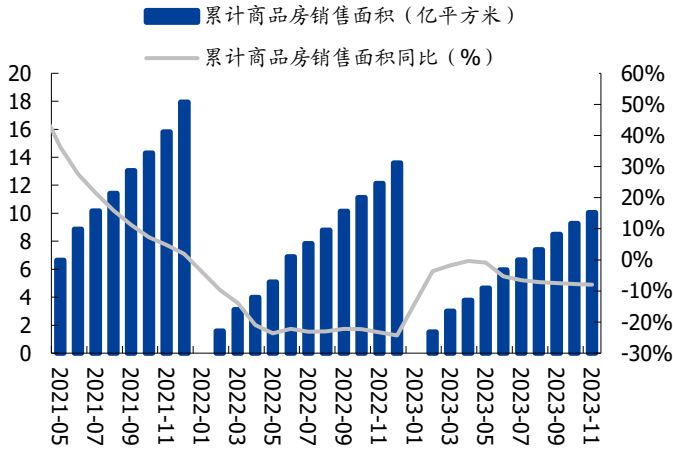
图表 62: 单月房屋新开工面积及同比数据



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

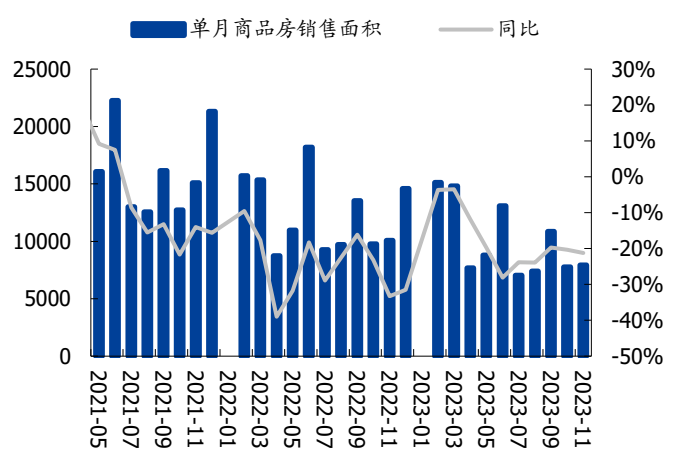
2023年1-11月商品房销售面积10.05亿平方米，累计同比-8%。单11月商品房销售面积0.79亿平方米，同比-21.3%。

图表 63: 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 64: 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

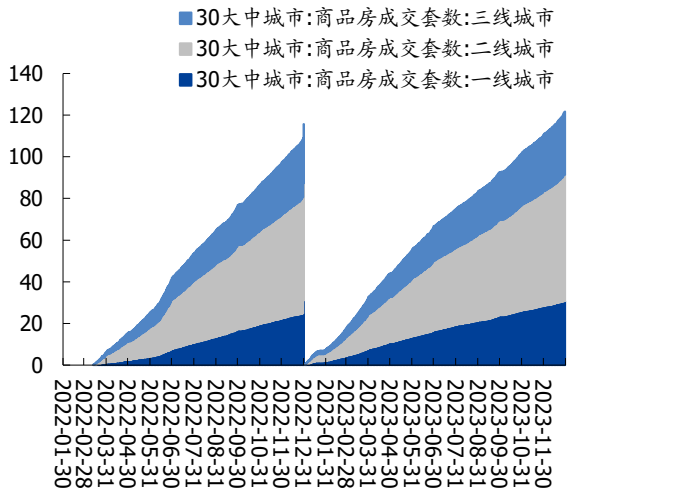
2023 年以来三十大中城市商品房成交套数同比下降。年初至今 (截至 2023 年 12 月 30 日), 三十大中城市商品房成交套数 121.72 万套, 同比-8.7%; 成交面积 1.37 亿平方米, 同比-7.3%。其中:

一线城市成交套数 30.78 万套, 同比+0.5%; 成交面积 0.33 亿平方米, 同比+0.9%;

二线城市成交套数 60.72 万套, 同比-11.5%; 成交面积 0.76 亿平方米, 同比-8.7%;

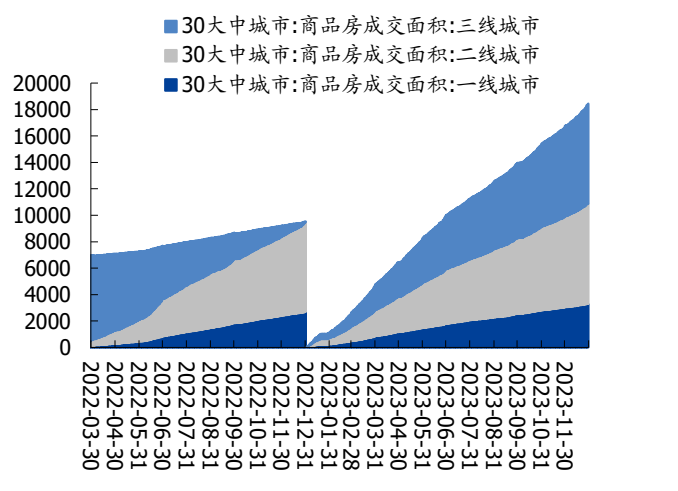
三线城市成交套数 30.22 万套, 同比-10.4%; 成交面积 0.28 亿平方米, 同比-10.6%。

图表 65: 三十大中城市商品房累计成交套数 (累计值, 万套)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 66: 三十大中城市商品房累计成交面积 (累计值, 万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

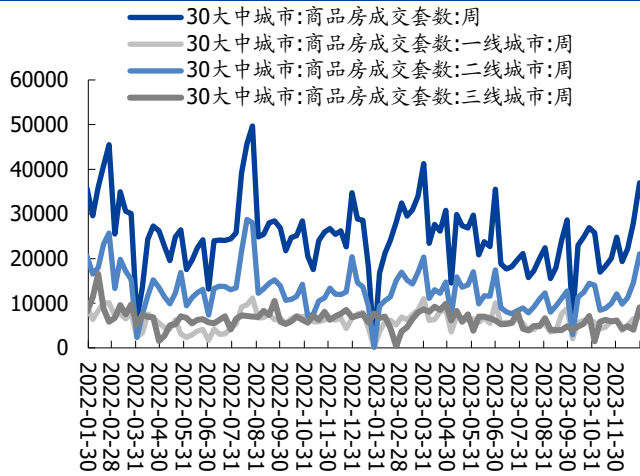
三十大中城市商品房成交周同比下降。2023 年 12 月 23 日至 12 月 30 日, 三十大中城市商品房成交 33938 万套, 同比-2.3%, 周环比+20.3%, 成交面积 370.93 亿平方米, 同比-10.2%, 周环比+22.0%; 其中:

一线城市成交套数 6012 万套, 同比-9.4%, 周环比-1.7%, 成交面积 65.36 万平方米, 同比-9.8%; 周环比-2.6%;

二线城市成交套数 19495 万套，同比-4.6%，周环比+27.4%，成交面积 230.53 万平方米，同比-12.2%，周环比+27.6%；

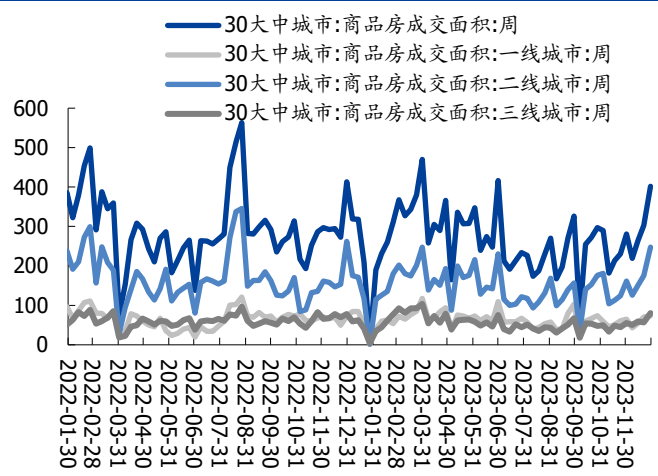
三线城市成交套数 8431 万套，同比+9.6%，周环比+24.2%，成交面积 75.04 万平方米，同比-4.0%，周环比+33.4%。

图表 67: 三十大中城市商品房周成交套数 (单周值, 套)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 68: 三十大中城市周成交面积 (单周值, 万平方米)

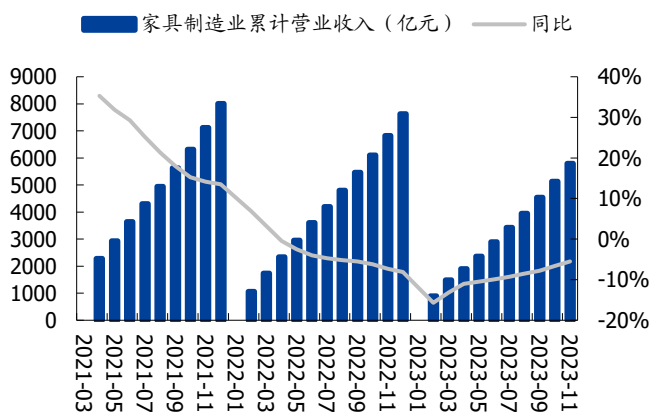


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.1.2 家居企业数据: 11月家具制造业收入及利润同比下滑

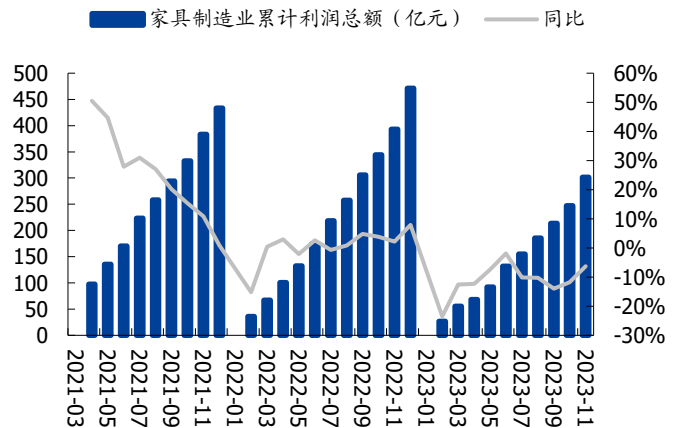
2023年1-11月家具制造业实现营业收入 5796.6 亿元，同比-5.5%；家具制造业利润总额 301.5 亿元，同比-6.3%；单11月家具制造业收入 669 亿元，同比-7.3%；家具制造业利润 54.4 亿元同比+11.9%。截至2023年11月末家具制造业企业数量为 7357 家，亏损企业数量为 1892 家，亏损企业比例为 25.7%。

图表 69: 家具制造业营业收入 (亿元) 及同比数据 (累计值)



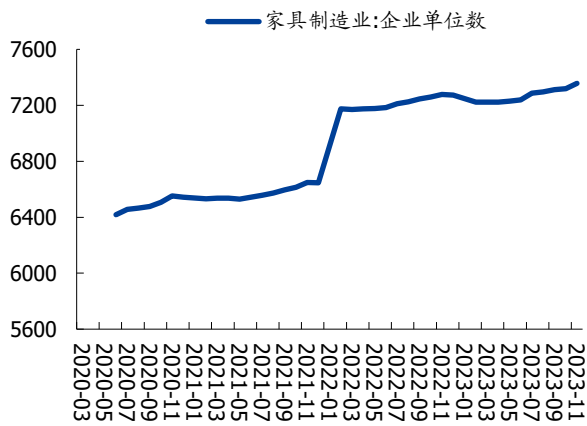
资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 70: 家具制造业利润总额 (亿元) 及同比数据 (累计值)



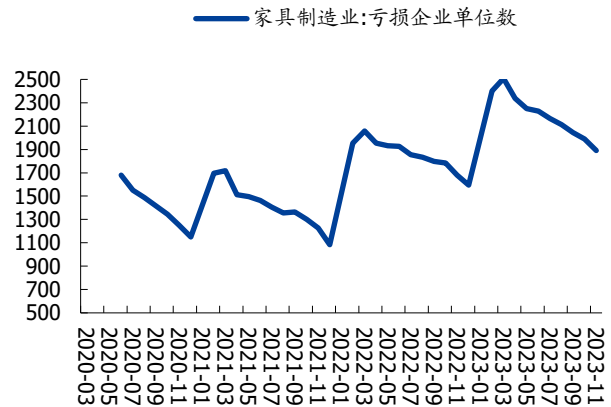
资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 71: 家具制造业企业数量 (单位: 个)



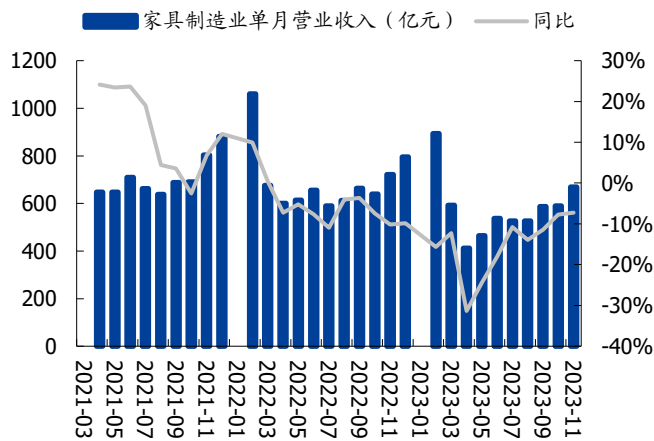
资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 72: 亏损企业数量 (单位: 个)



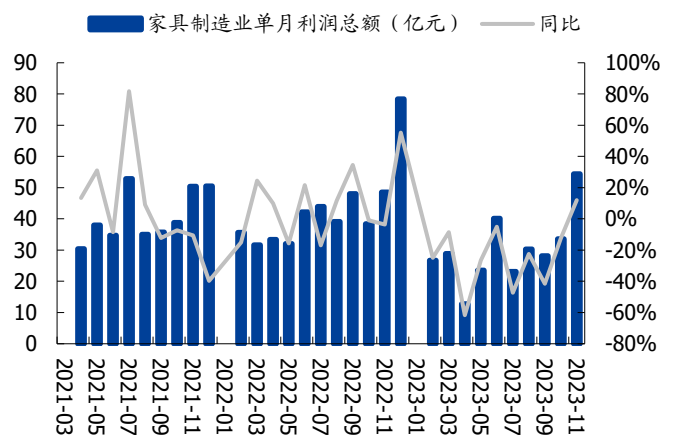
资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 73: 家具制造业单月收入及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

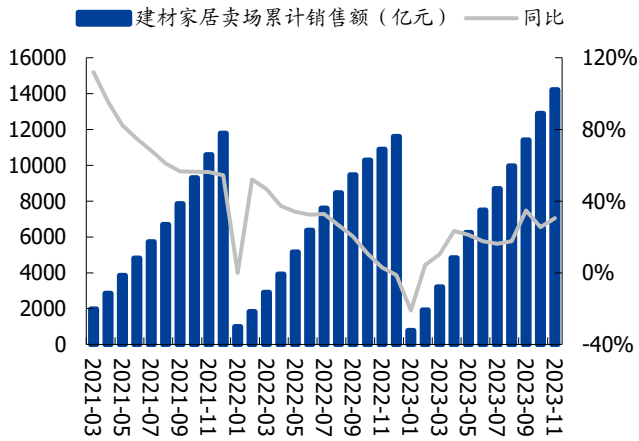
图表 74: 家具制造业单月利润总额及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

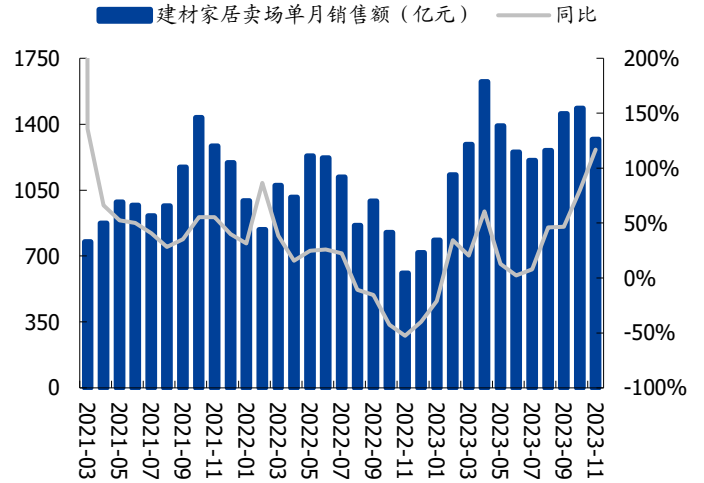
11月份建材家居卖场销售同比回暖。2023年1-11月,建材家具卖场累计销售额14214.6亿元,同比+30.5%。单11月建材家具卖场销售额1319.5亿元,同比+116.8%。

图表 75: 建材家居卖场销售额累计值 (亿元) 及同比数据 (累计)



资料来源: Wind, 商务部, 国盛证券研究所

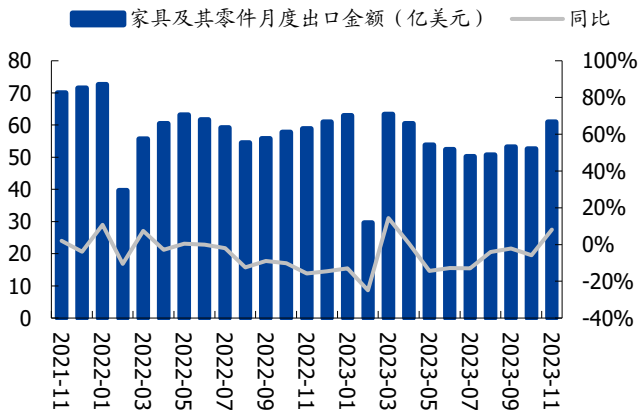
图表 76: 建材家居卖场销售额单月值 (亿元) 及同比数据 (单月数据)



资料来源: Wind, 商务部, 国盛证券研究所

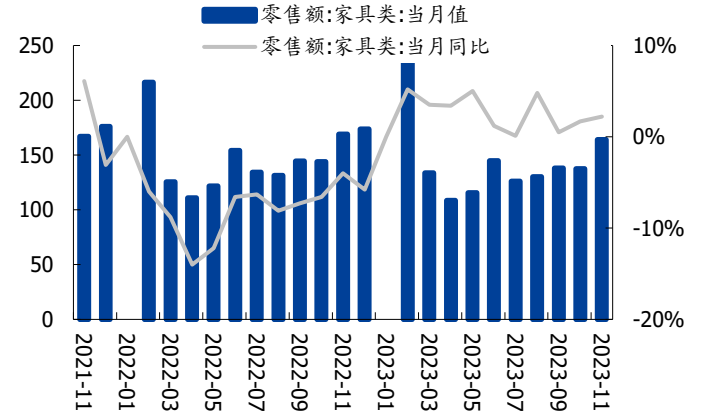
2023年11月, 家具及零件出口金额为61亿美元, 同比+8.1%; 家具类社会零售额164亿元, 同比+2.2%。

图表 77: 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 78: 限额以上家具类批发和零售业零售额及同比 (亿元, %)

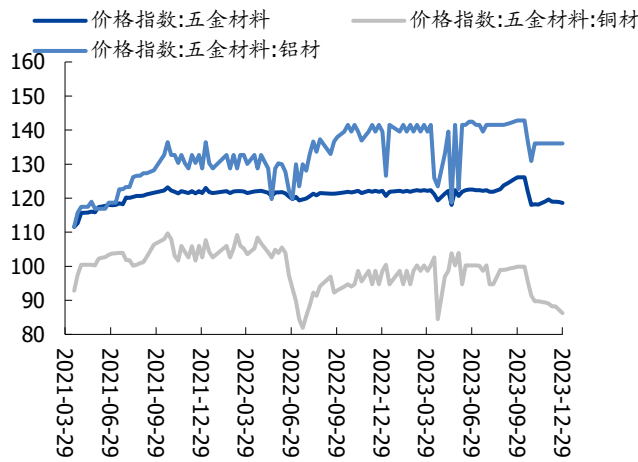


资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

3.1.3 原材料价格: 钢材、涤纶、TDI 环比上升, 五金、MDI、环比下降

五金价格环比微降, 钢材价格环比微升。截至2023年12月29日, 五金材料价格指数为118.62点, 同比-1.7%, 环比-0.2%; 截至2023年12月29日, 钢材价格指数为112.9点, 同比-0.3%, 环比+0.5%。

图表 79: 五金材料价格指数 (单位: 点)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 80: 钢材价格指数

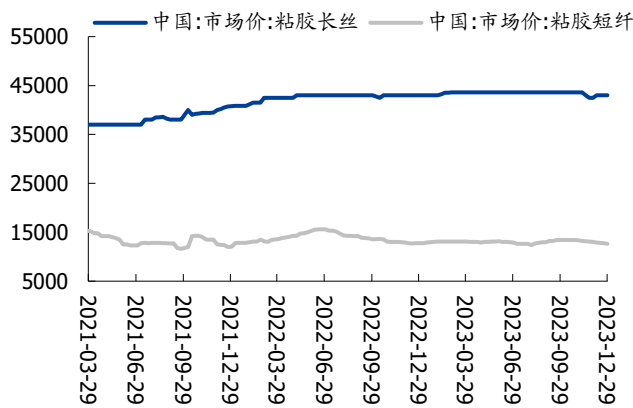


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

粘胶价格环比持平、涤纶价格环比上行。截至 2023 年 12 月 29 日, 粘胶均价为 2.78 万元/吨, 周环比-0.4%, 同比-0.2%, 其中, 粘胶长丝为 4.3 万元/吨, 周环比持平, 同比持平; 粘胶短纤为 1.27 万元/吨, 周环比-0.8%, 同比-1.2%。

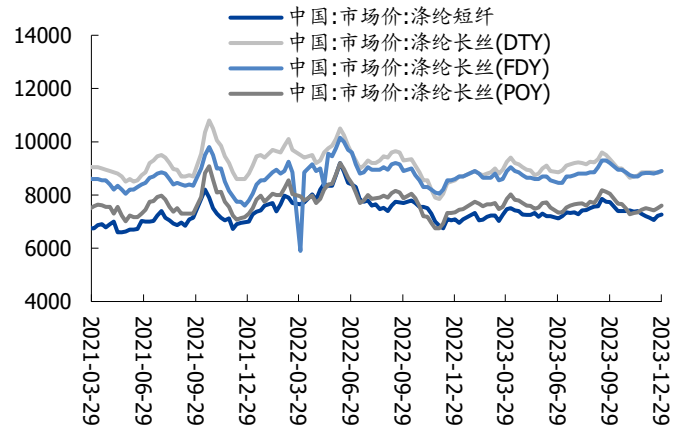
截至 2023 年 12 月 29 日, 涤纶均价为 8099 元/吨, 周环比+0.8%、同比+3.1%, 其中, 涤纶短纤为 7270 元/吨, 周环比+0.7%、同比+2.7%; 涤纶长丝 DTY 为 8900 元/吨, 周环比+0.8%、同比+4.1%, 涤纶长丝 FDY 为 8900 元/吨, 周环比+0.6%、同比+3.5%; 涤纶长丝 POY 为 7600 元/吨, 周环比+1.3%、同比+3.4%。

图表 81: 粘胶长丝与粘胶短纤价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

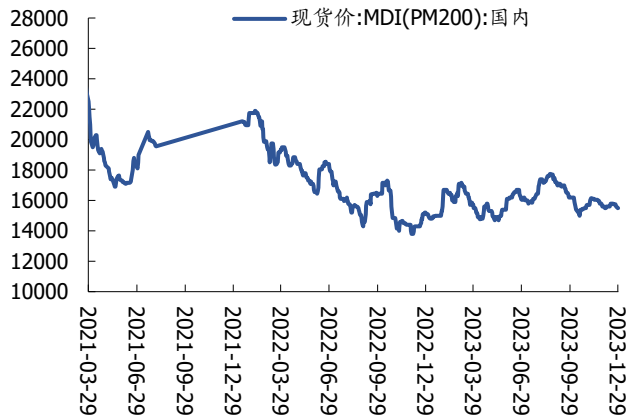
图表 82: 涤纶短纤、涤纶长丝价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

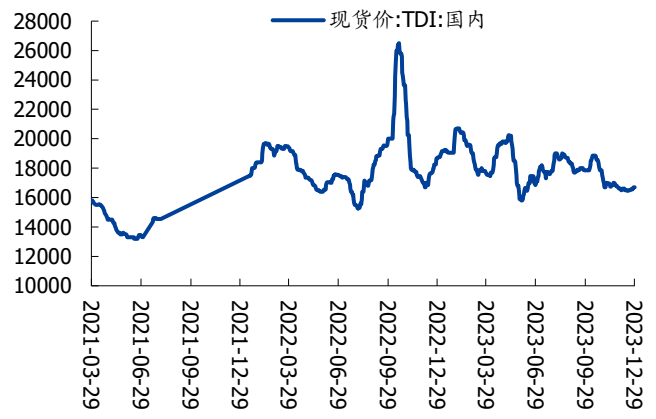
MDI 价格环比下行, TDI 价格环比上行。截至 2023 年 12 月 29 日, MDI 国内现货价为 1.55 万元/吨, 周环比-1.1%、同比+2.0%; TDI 国内现货价为 1.67 万元/吨, 周环比+0.8%、同比-10.7%。

图表 83: MDI 价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 84: TDI 价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

浓缩乳胶环比上行, 软泡聚醚环比下降。截至 2023 年 12 月 29 日, 浓缩乳胶为 0.98 万元/吨, 周环比+5.5%、同比+12.6%; 截至 2023 年 12 月 29 日, 软泡聚醚市场价(华东)为 1.02 万元/吨, 周环比-5.1%、同比-26.4%。

图表 85: 浓缩乳胶价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 86: 软泡聚醚价格 (单位: 元/吨)



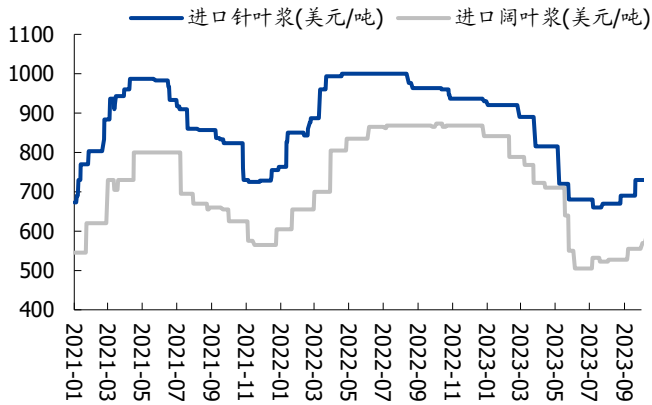
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 造纸: 浆纸系价格承压, 11 月国内港口木浆库存环比下降

3.2.1 价格数据: 浆纸系价格承压, 废纸系价格平稳

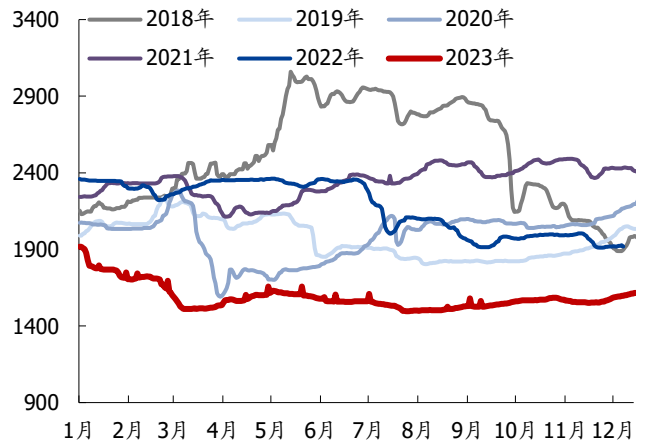
1 月外盘木浆报价维持稳定, 废纸价格小幅上涨。2024 年 1 月 Arauco 针叶浆外盘报价 780 美元/吨 (较上轮报价持平)、阔叶浆外盘报价 650 美元/吨; 2023 年 12 月 22 日-12 月 28 日国废均价 1613 元/吨, 环比+3 元/吨。

图表 87: 外盘浆价 (美元/吨)



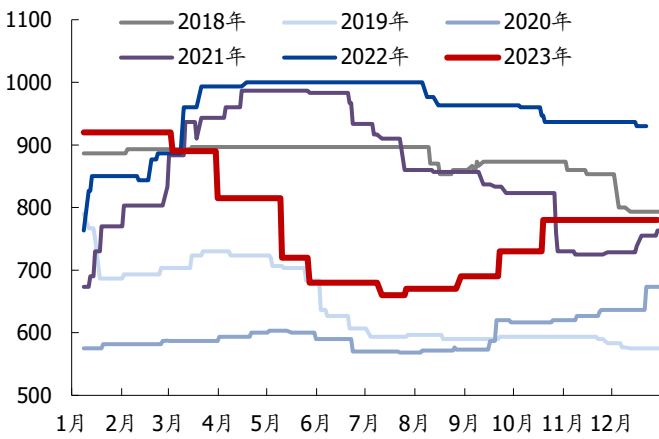
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 88: 2018-2023 年国废黄板纸价格走势 (元/吨)



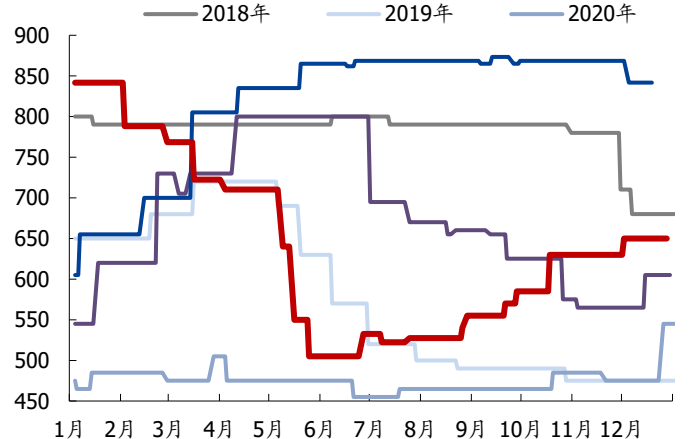
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 89: 2018-2023 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

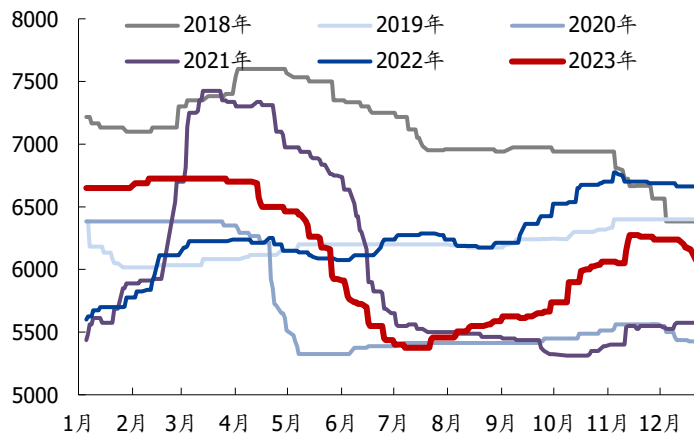
图表 90: 2018-2023 年进口阔叶浆价格走势 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

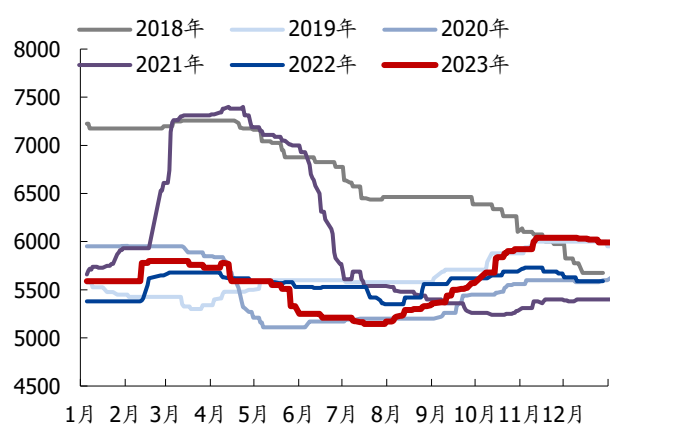
浆纸系价格回落, 废纸系价格平稳。2023 年 12 月 22 日-12 月 28 日双胶/铜版均价 5928/5966 元/吨, 环比-98/-30 元/吨; 箱板/瓦楞价格为 3857/2939 元/吨, 环比+3/+5 元/吨; 白板纸/白卡纸价格分别为 3903/4800 元/吨, 环比持平/-62 元/吨; 生活用纸价格 6420 元/吨, 环比-23 元/吨。

图表 91: 2018-2023 年双胶纸价格走势 (元/吨)



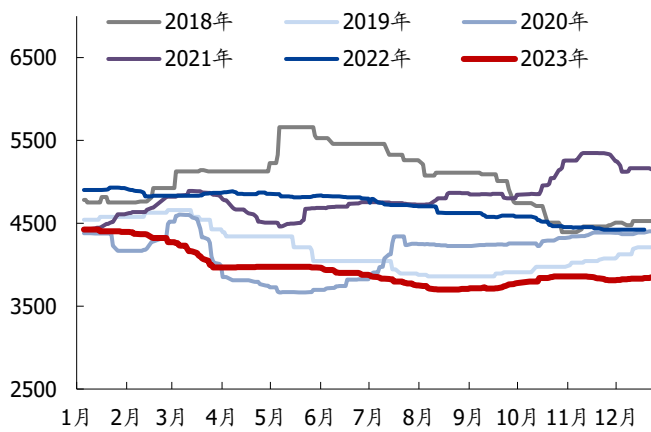
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 92: 2018-2023 年铜版纸价格走势 (元/吨)



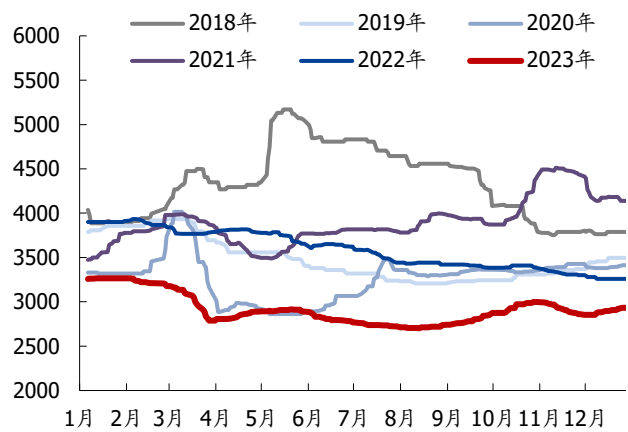
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 93: 2018-2023 年箱板纸价格走势 (元/吨)



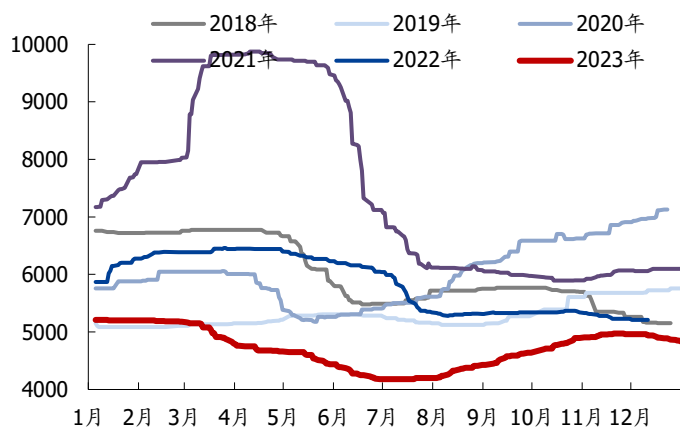
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 94: 2018-2023 年瓦楞纸价格走势 (元/吨)



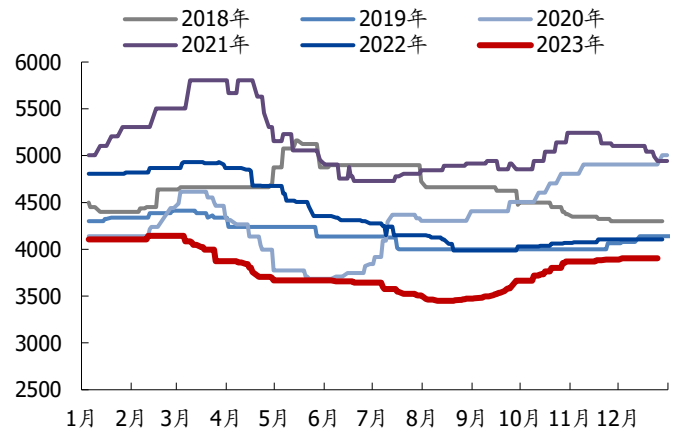
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 95: 2018-2023 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 96: 2018-2023 年白板纸价格走势 (元/吨)

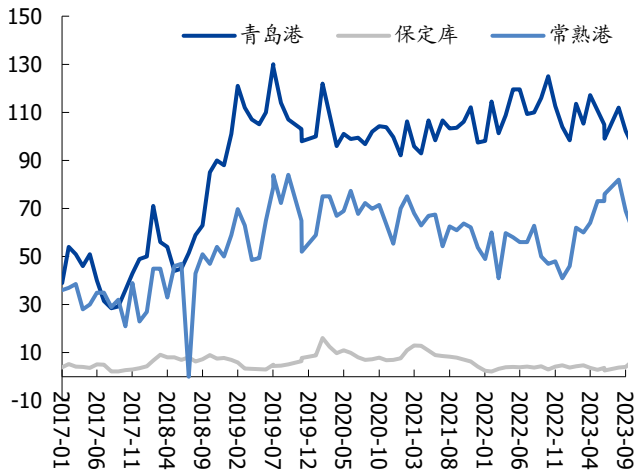


资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

3.2.2 库存数据: 11 月国内港口木浆库存环比下降

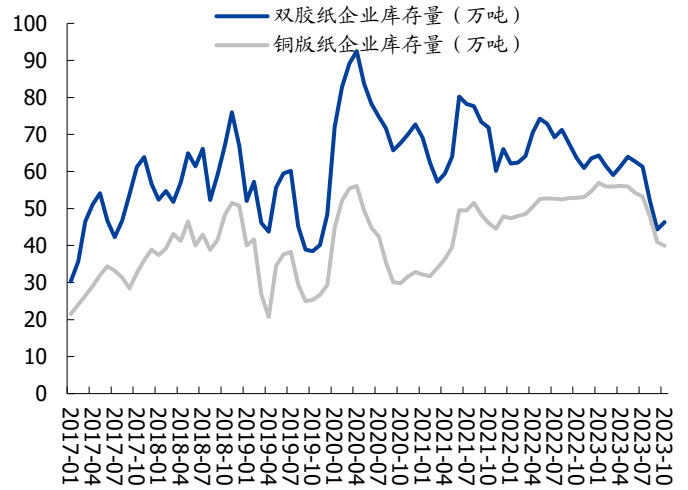
11 月国内港口木浆库存环比下降。原材料方面, 11 月国内港口木浆库存 163.52 万吨 (同比-0.8%, 环比-0.1%), 其中青岛港、常熟港库存分别为 111.3/46.0 万吨 (同比-1.2%/-4.2%, 环比+15.8%/-6.5%)。成品纸方面, 11 月双胶纸/铜版纸企业库存分别为 47.39/38.40 万吨 (同比-22.3%/-27.6%, 环比+2.3%/-3.8%); 箱板纸/瓦楞纸企业库存分别为 117.60/60.60 万吨 (同比-8.3%/-0.6%, 环比+1.4%/+2.3%); 白板纸/白卡纸企业库存分别为 57.85/46.02 万吨 (同比-21.8%/-28.7%, 环比+1.9%/+1.3%)。

图表 97: 国内港口木浆库存 (万吨)



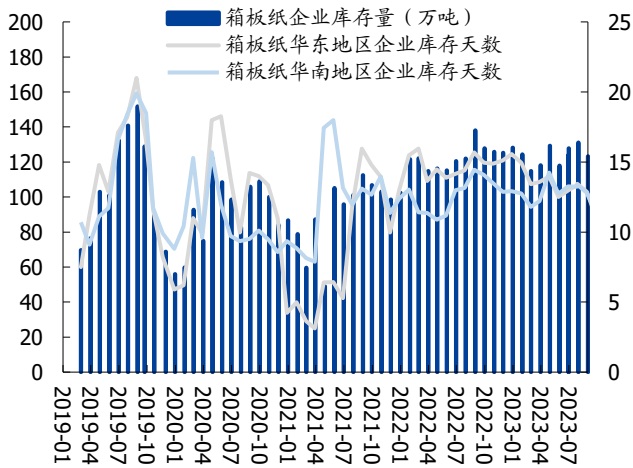
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 98: 文化纸库存 (万吨)



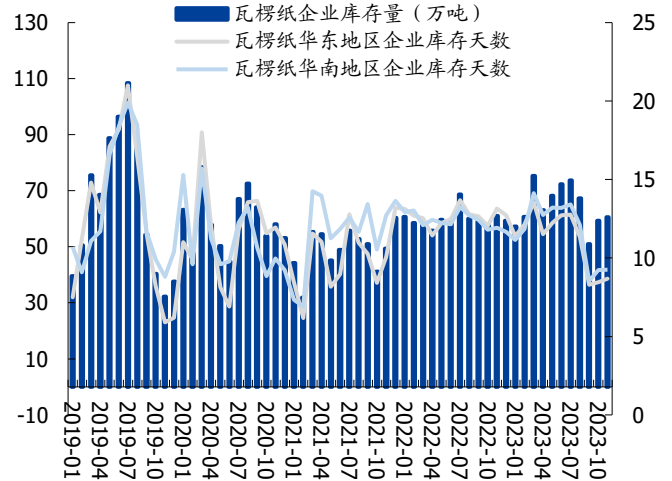
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 99: 箱板纸库存及库存天数 (万吨, 天)



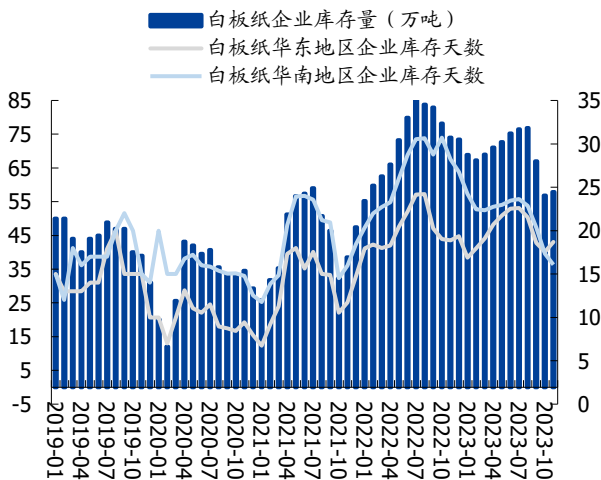
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 100: 瓦楞纸库存及库存天数 (万吨, 天)



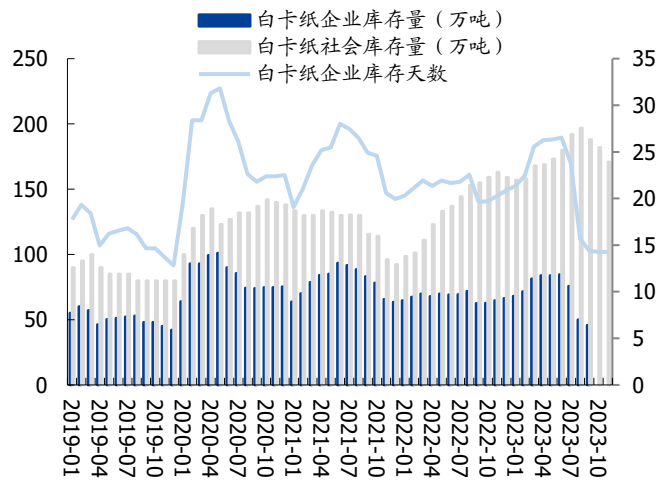
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 101: 白板纸库存及库存天数 (万吨, 天)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 102: 白卡纸库存及库存天数 (万吨, 天)



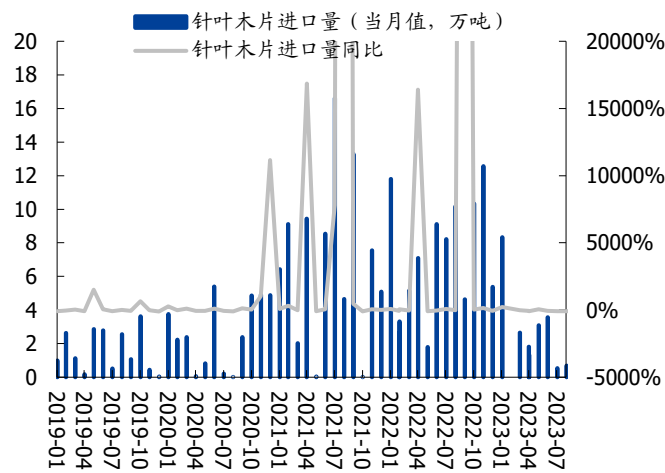
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

3.2.3 进出口数据：11月木浆进口同比上升、废纸系进口同比上升

原材料：11月木浆进口同比上升。11月针叶木片/非针叶木片进口量分别为0.76万吨/112.95万吨，分别同比-26.2%/-20.6%，环比-7.8%/-19.6%；11月我国针叶浆/阔叶浆进口量分别为76.97万吨/143.71万吨，分别同比+24.0%/+33.8%、分别环比+3.8%/-1.6%。

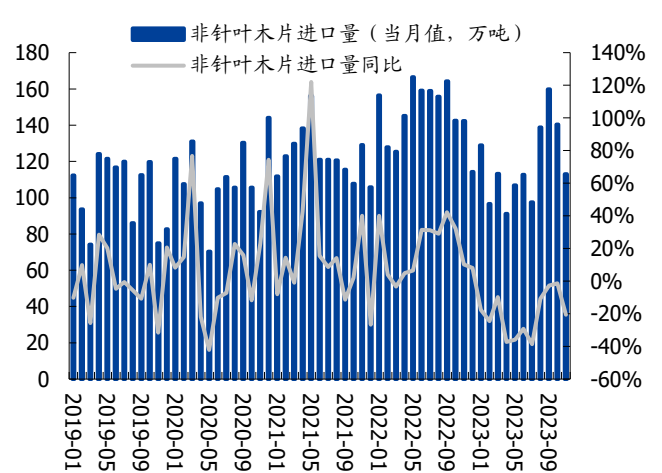
成品纸：11月废纸系进口同比增加。1) 双胶纸/铜版纸：11月进口量分别为1.80万吨/2.21万吨，分别同比+9.2%/+11.5%，环比-22.9%/-1.9%，出口量分别为9.78万吨/15.10万吨，分别同比+15.8%/+13.7%，环比+6.9%/+0.1%；2) 箱板纸/瓦楞纸：11月进口量分别为47.01万吨/36.93万吨，分别同比+20.0%/+52.8%，环比-3.8%/+16.2%，出口量分别为0.85万吨/0.70万吨，分别同比-9.8%/+160.4%，环比+10.4%/+23.3%；3) 白板及白卡纸：11月进口量为4.29万吨，同比-33.0%，环比-8.4%，出口量为34.12万吨，同比+24.3%，环比-3.5%。

图表 103: 针叶木片进口量 (万吨, %)



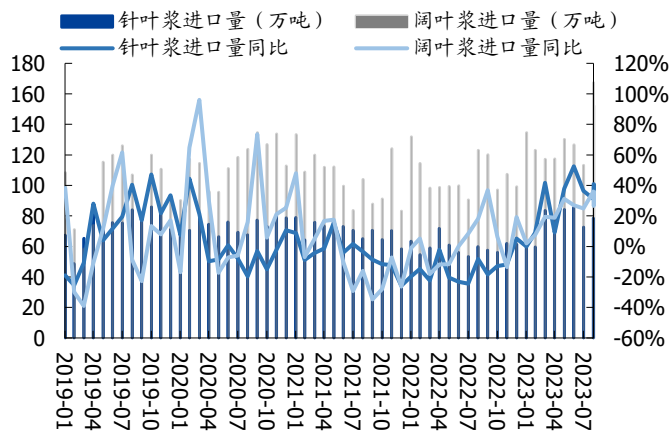
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 104: 非针叶木片进口量 (万吨, %)



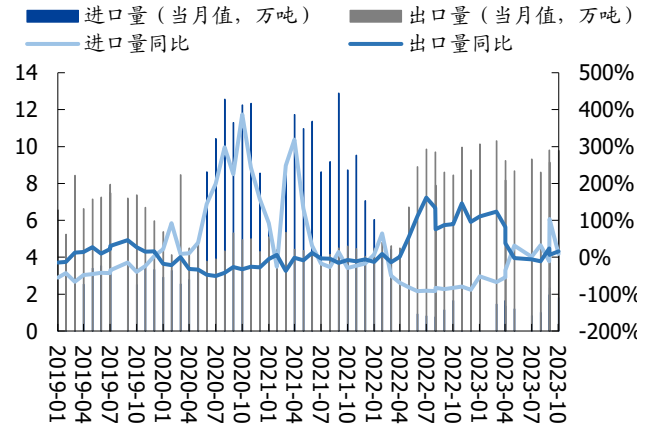
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 105: 针叶浆及阔叶浆进口量 (万吨, %)



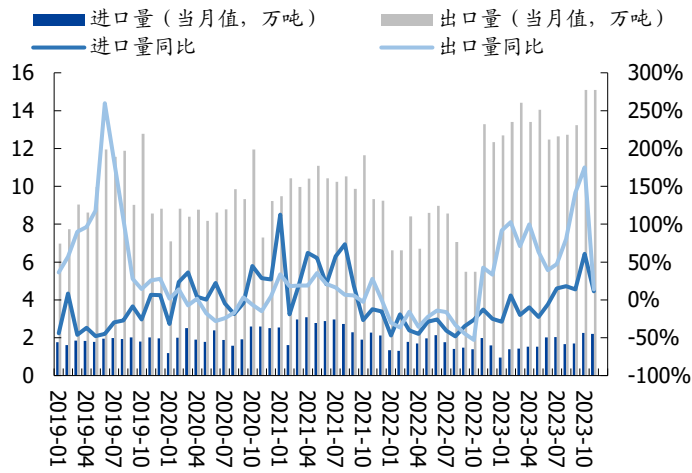
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 106: 双胶纸进出口量 (万吨, %)



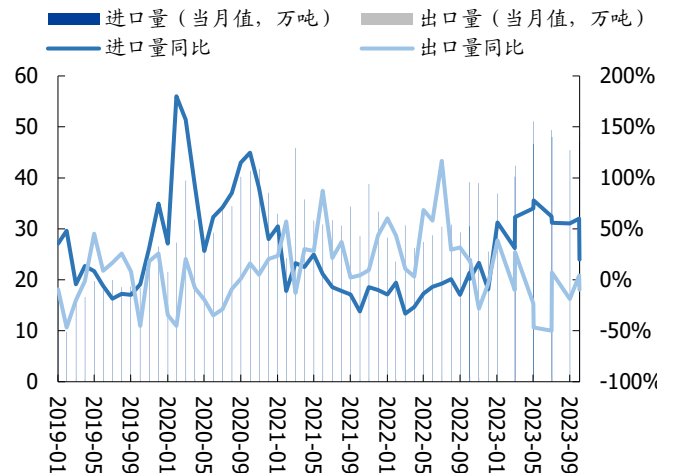
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 107: 铜版纸进出口量 (万吨, %)



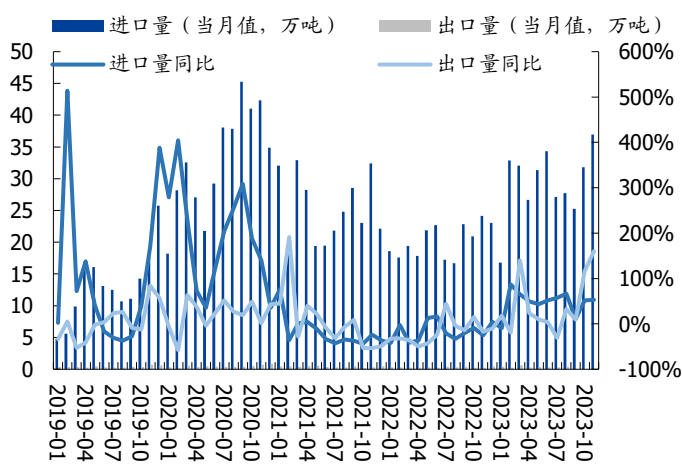
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 108: 箱板纸进出口量 (万吨, %)



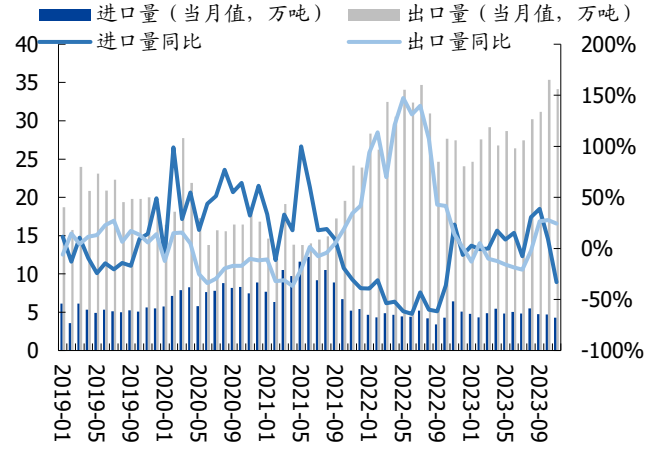
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 109: 瓦楞纸进出口量 (万吨, %)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 110: 白板及白卡进出口量 (万吨, %)

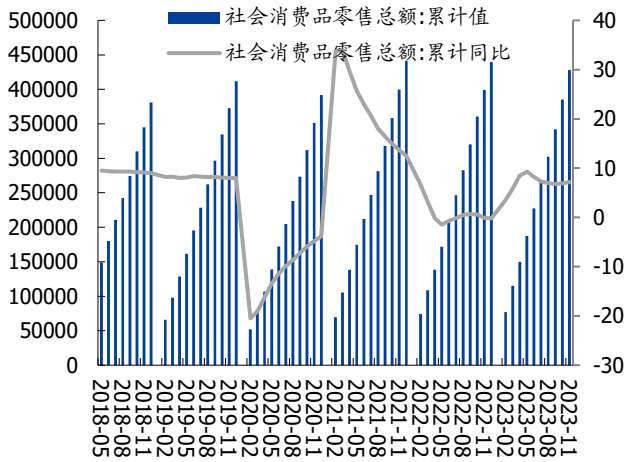


资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

3.3 消费: 11月社零同比上升7.2%, 增速环比+0.3pct

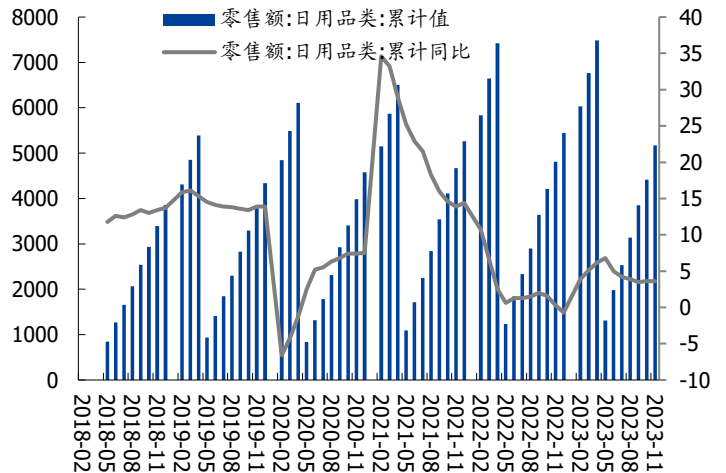
11月社零同比上升7.2%, 增速环比+0.3pct。 2023年1-11月我国社会消费品零售总额累计42.79万亿元(同比+7.2%), 其中限额以上批发零售业日用品类零售额5168万亿元(同比+3.6%); 办公用品零售额2681万亿元(同比-5.8%); 家具零售额1028万亿元(同比+2.8%)。单11月我国社会消费品零售总额累计4.25万亿元(同比+10.1%), 其中限额以上批发零售业日用品类零售额749亿元(同比+3.5%); 办公用品零售额460亿元(同比-8.2%); 家具零售额164亿元(同比+2.2%)。2023年1-11月实物商品网上零售额11.77万亿元(同比+8.3%); 单11月实物商品网上零售额1.47万亿元(同比+8.1%)。

图表 111: 社会消费品累计零售额及同比 (亿元, %)



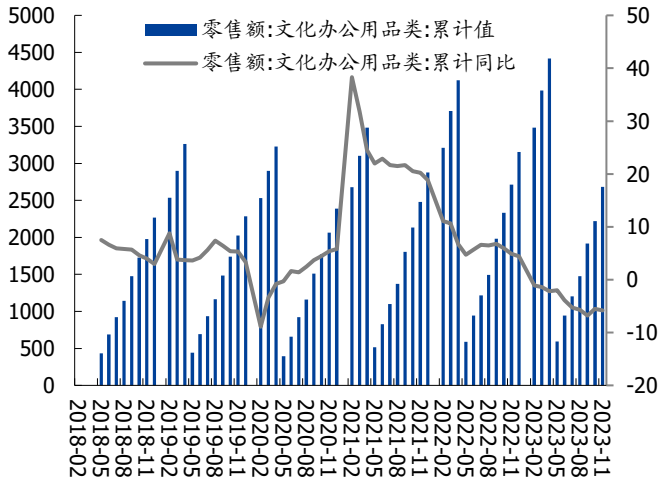
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 112: 日用品类累计零售额及同比 (亿元, %)



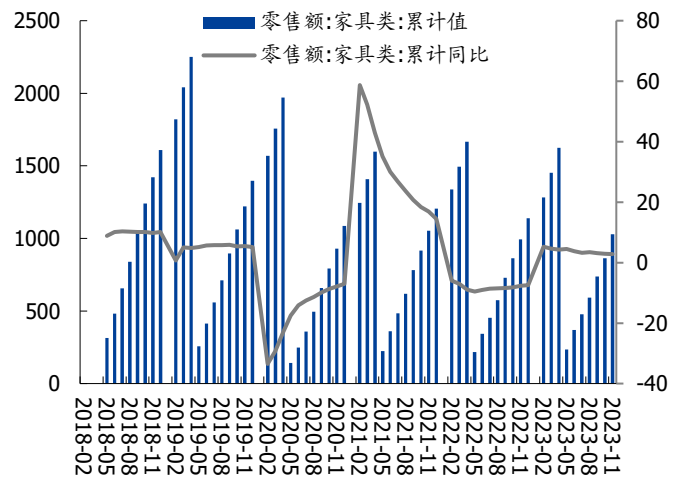
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 113: 文化办公用品累计零售额及同比 (亿元, %)



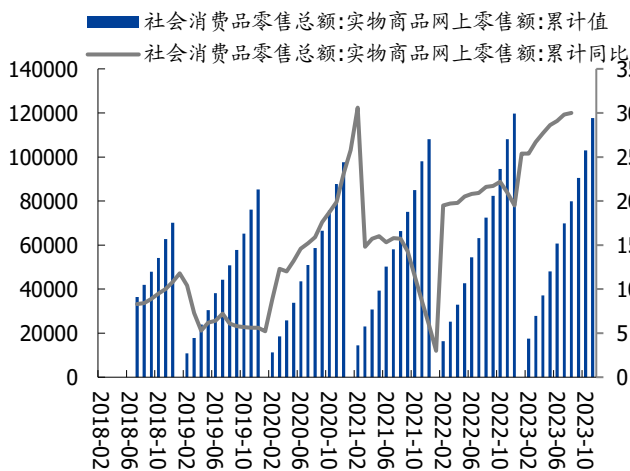
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 114: 家具累计零售额及同比 (亿元, %)



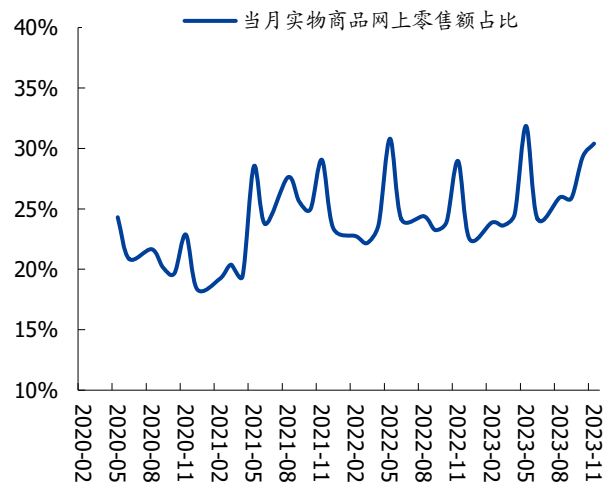
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 115: 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

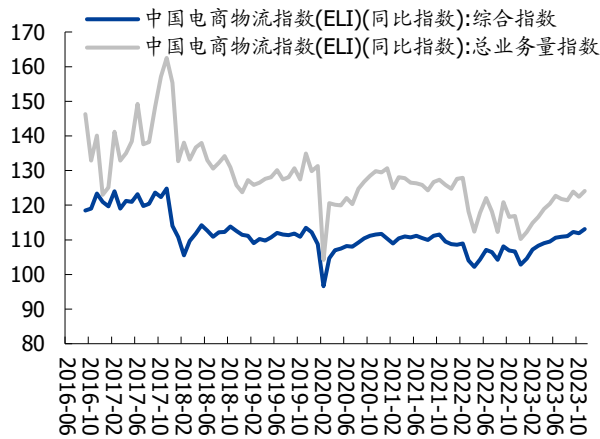
图表 116: 当月实物商品网上零售额占比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

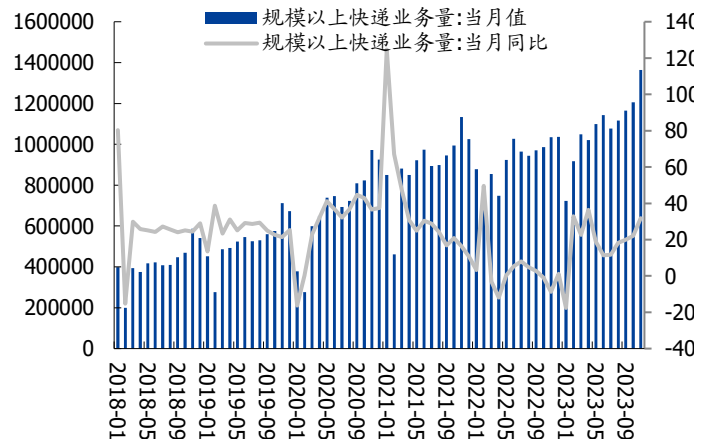
11月物流环比及同比均上升。2023年11月电商物流综合指数同比+6.1%、环比+1.1%；2023年11月规模以上快递业务量为136.43亿件，同比+31.9%、环比+13.2%。

图表 117: 中国电商物流指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 118: 规模以上快递业务量 (万件, %)

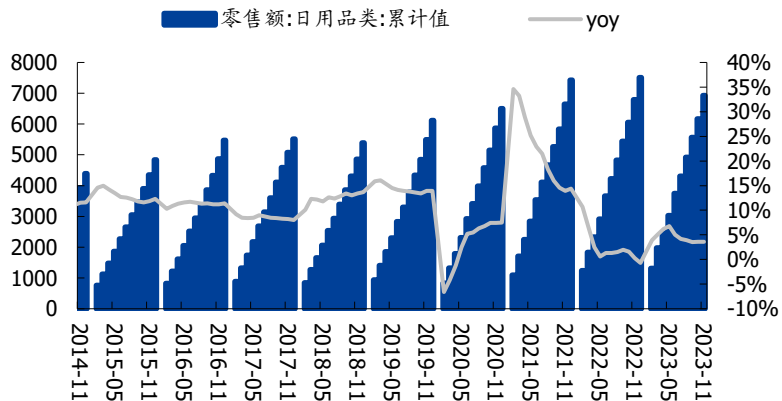


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 包装: 11月必选消费弱复苏, 烟酒增速持续上行

2023年1-11月日用品零售额为6923亿元, 同比+3.60%, 单11月为749亿元, 同比+3.5%。

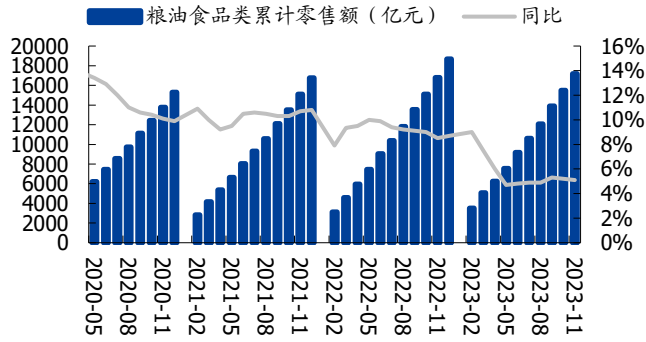
图表 119: 零售额:日用品类:累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

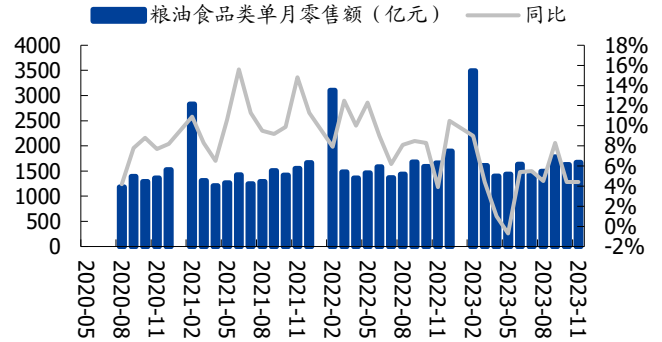
2023年1-11月粮油、食品类零售额17180亿元, 同比+5.10%, 单11月为1673亿元, 同比+4.40%。

图表 120: 零售额:粮油、食品类:累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

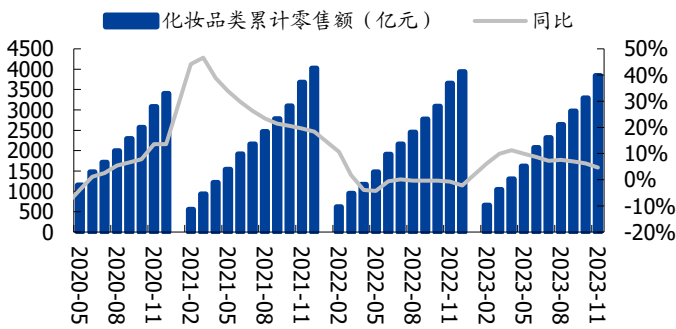
图表 121: 零售额:粮油、食品类:当月值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

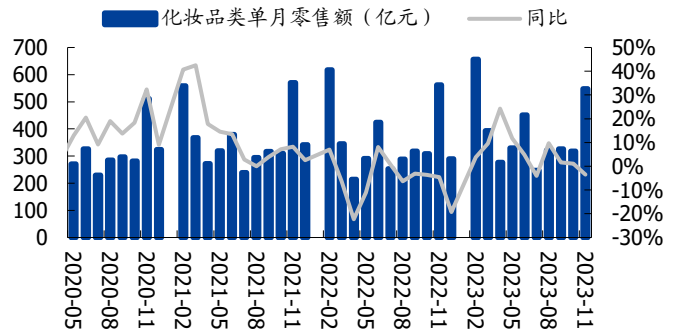
2023年1-11月化妆品零售额为3843亿元, 同比+4.7%, 单11月为548亿元, 同比-3.5%。

图表 122: 零售额:化妆品类:累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

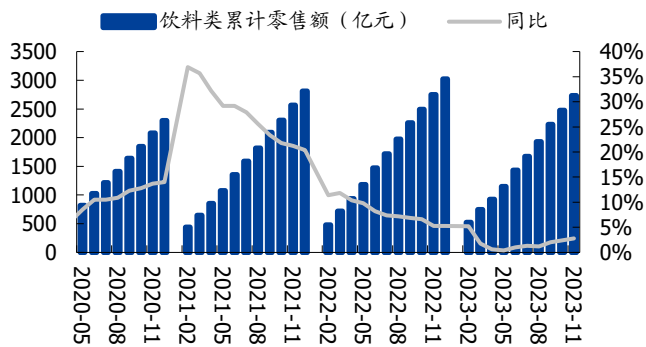
图表 123: 零售额:化妆品类:当月值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

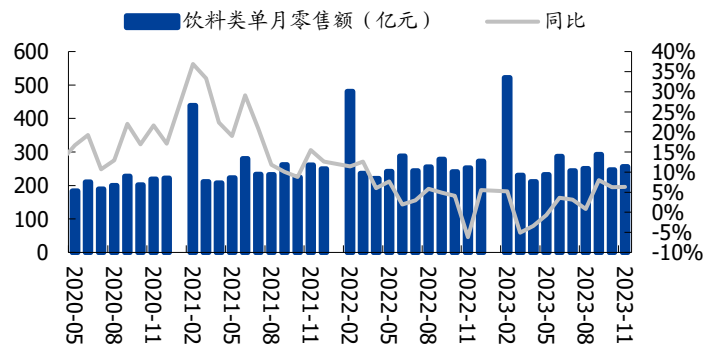
2023年1-11月饮料类零售额为2734亿元, 同比+2.80%, 单11月为256亿元, 同比+6.3%。

图表 124: 零售额:饮料类:累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

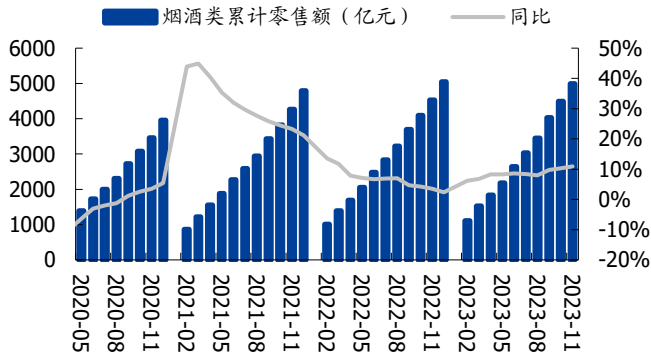
图表 125: 零售额:饮料类:当月值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

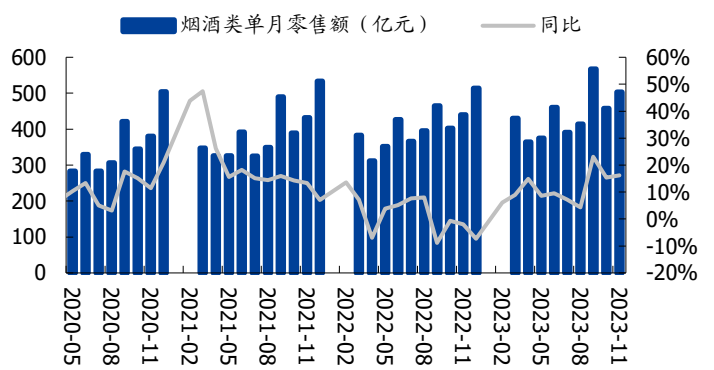
烟酒: 2023年1-11月烟酒类零售为4993亿元, 同比+10.90%, 单11月为503亿元, 同比+16.20%。1-11月卷烟产量为23614.5亿支, 同比+1.50%。1-11月白酒产量为395.8万千升, 同比-6.00%。

图表 126: 零售额:烟酒类:累计值



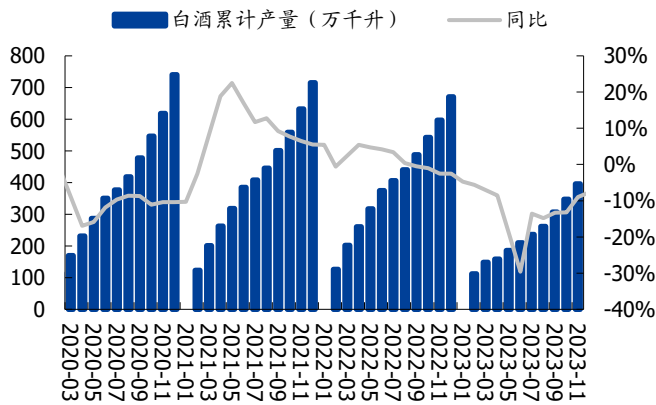
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 127: 零售额:烟酒类:当月值



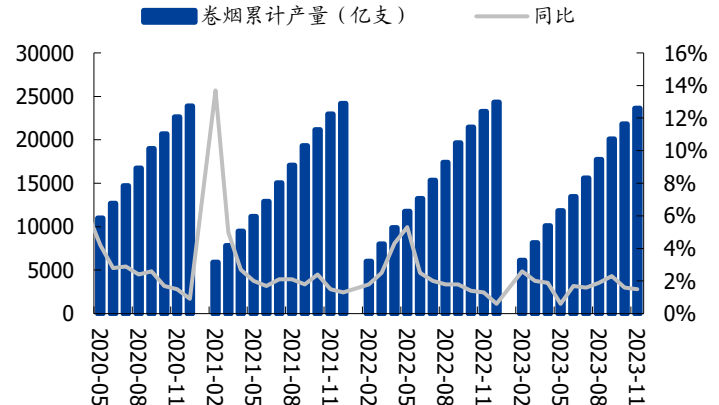
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 128: 产量:白酒:累计值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 129: 产量:卷烟:累计值



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。

浆价波动低于预期。上游木浆价格大幅波动将令中游造纸企业盈利承压。

盈利预期测算存在误差。各公司季度数据测算含假设值，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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

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