



行业中期年度报告：国 金证券



造纸：进口压制、需求偏淡、成本压力导致 3Q 板块景气度触底，静待提价带来的盈利边际修复。三季度以来，在需求偏淡的行情下，产业链去库承压，浆系纸价格底部调整，废纸系平稳提价。

①供给端：受东南亚疫情反复、国内外纸品价差拉大的影响，文化纸、箱瓦纸净进口量提升带来增量供给，对国内纸价形成压制；②需求端：下游需求偏淡，旺季不旺。其中，双胶纸受双减的影响，下游补库动力不足；铜版纸受海外需求平淡的影响，出口仍较疲软，出口转内销对国内供需造成压力。白卡纸、箱板纸则更多受国内社零消费需求疲软的影响，整体库存去化缓慢。

③成本端：虽然浆价自 4 月开始回落，但头部企业普遍在上半年拥有低价木浆库存或者自身木浆自给率较高，因此即便 3Q 浆价延续回落态势，头部企业并未受益。拥有低价木浆库存的纸企，纤维成本在 3Q 并未环比降低，而木浆自供率较高的纸企反而受浆价下跌的作用，成本优势被削弱。此外，海运费、国内供需缺口影响，国废价格逐步抬升；煤炭等能源价格攀升进一步加剧纸企的成本压力。

展望未来，近期各纸种已开始提价应对，短期看，需求不足令提价效果打折，但新增产能投资延续低迷的状态，以及“双碳政策”下，未来扩张的紧约束，令造纸行业中长期供给释放带来限制，此外，头部企业份额继续提升，助力各个细分纸种竞争格局优化。一旦需求向好，我们认为造纸行业的基本面将发生显著改善。

家清&个人护理：高基数下增速回落，高端化&拓品类渐次展开。1) 2020 年受疫情影响，住户部门、渠道部门额外备库，形成较高基数，21 年起家清个护行业进入去库阶段，行业竞争加剧，压制企业盈利表现。2) 短期：生活用纸企业成本压力减弱+需求边际好转，看好 4Q 盈利能力边际改善。例如洁柔已发布涨价函，预计提价缓解成本压力，进一步改善毛利率。尽管木浆成本下行，生活用纸企业仍面临能源和包材成本压力，国内生活用纸头部企业需加快产品创新，不断在细分领域推出新品，以及加快个护业务开拓。

投资建议

当前造纸行业价格、开工率、吨纸盈利均处于底部区域，与此同时，行业估值水平普遍处于较低位置，静待需求边际改善所带来的提价周期重现。

建议关注：太阳纸业（广西产能有序投放成长逻辑通顺+品类多元化弱化周期属性）、山鹰国际（景气度边际上行+产能有序扩张+估值低）、博汇纸业（管理赋能持续兑现，看好后续内循环&以纸代塑提振需求）。

虽然国内生活用纸&个护大品类都已进入存量市场，但消费升级趋势明显，且创新型产品能够刺激新的需求出现，给头部企业继续成长提供广阔的舞台。重点关注维达国际（纸巾得宝&立体美高端化升级、中高端卫生巾品牌 Libresse 拓系列+拓渠道顺利推进）、中顺洁柔（Lotion&自然木等高端系列渗透、卫生巾品牌朵蕾蜜品牌力逐步确立）。

风险提示

下游需求不及预期导致提价不及预期的风险；原材料价格大幅上涨的风险；新品推广不及预期的风险；代工商大客户流失的风险

关键词: 涨价 疫情

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28776

