

东兴轻工纺服：一季报前瞻，柳暗花明正现

2023年4月4日

看好/维持

轻工纺服

行业报告

观点综述：

一季度消费市场呈稳步恢复态势，逐月转好趋势明显。从恢复节奏看：家居市场首先呈现消费场景的恢复，再传递到消费需求的兑现，因此上市公司业绩的兑现也有一定的滞后性；造纸包装板块作为消费配套产业，一方面需求的恢复传导到行业公司业绩是需要一定时间，另一方面，原材料价格回落进程仍是影响板块业绩恢复的重要因素。纺织服装行业，服装受益于内需转好明显，纺织则仍在经历去库存。整体上我们认为Q1各板块业绩会有转好，但是后续季度更值得期待，择股层面，利润弹性和估值位置是当前较为重要的因素。

家具：一季度仍受到疫情收尾影响，销售环比改善明显，未来业绩可期。

国内家具公司1-2月收入主要对应12-1月的订单，而12-1月家具销售仍受到疫情冲击；2月家具终端销售订单回暖显著，将有部分订单反映在3月收入端。从一季度整体来看，预计家具公司业绩仍有压力，但是当前公司订单呈现向好趋势，二季度起收入恢复增长的确定性较强。原材料价格低位+费用投放保守，利润率自二季度起也将得到提振，业绩弹性将更明显。我们认为家居板块一季度业绩偏弱市场已有预期，复苏趋势下看好家具板块投资价值。我们推荐内销占比高、利润率弹性好、且估值相对低位的索菲亚、欧派家居、金牌厨柜、志邦家居等；以及景气度相对较高的家居品类，如智能马桶品类里的瑞尔特。

造纸：文化与特种纸企盈利或边际改善，包装纸企持续承压。纸企木浆成本预计有限程度回落，浆价下行的影响有待传导至Q2体现。尚处复苏过程中的下游需求对纸价支撑有限，细分领域景气度、竞争格局、进口纸扰动、淡旺季效应等影响纸价走势。文化纸、特种纸价格相对坚挺，Q1纸企盈利环比有望改善；白卡纸、箱板瓦楞纸价格下行，纸企盈利或维持低位。推荐盈利改善预期较强、产能持续扩张的仙鹤股份，以及旺季纸价有望提振的太阳纸业。

包装：国内商品包装需求或边际改善，原材料价格下行提振盈利。疫情后国内经济逐步复苏，提振国内商品包装需求；出口相对疲软，或拖累出口产品的包装需求。与国内消费相关性更高的包企，销售有望环比回暖。Q1包装原材料价格同比处于低位，环比稳中有降，包装板块利润率有望环比改善。建议关注多元包装业务发展较快、受益需求边际改善的裕同科技。

纺织服装：服装逐月向好，纺织库存压力仍存。服装板块，一季度整体呈现平淡但是逐月改善趋势明显，后续逐季度改善也将继续演绎。重点公司方面，运动服饰重点标的一季度流水/业绩都有较好增长，高端女装及部分男装标的，也恢复个位数甚至双位数增长。制造板块，下游库存压力带来的订单压力仍大，一季度预计延续22Q4的趋势，主要公司业绩整体在持平甚至有一定下滑。投资建议方面，仍重点推荐服装里相对更为景气的运动服饰，另推荐关注全年复苏弹性较好的高端女装标的。

重点推荐：

金牌厨柜、志邦家居、欧派家居、太阳纸业、裕同科技、家联科技、安踏体育、李宁、华利集团、台华新材

风险提示：宏观经济下行影响购买力、原材料价格波动超预期、政策风险

未来3-6个月行业大事：

无

行业基本资料

占比%

股票家数	269	5.2%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	16827.45	1.8%
流通市值(亿元)	13011.71	1.8%
行业平均市盈率	22.00	
市场平均市盈率	13.95	

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480121050014

1. 核心观点

一季度消费市场呈稳步恢复态势，逐月转好趋势明显。从恢复节奏看：家居市场首先呈现消费场景的恢复，再传递到消费需求的兑现，因此上市公司业绩的兑现也有一定的滞后性；造纸包装板块作为消费配套产业，一方面需求的恢复传导到行业公司业绩是需要一定时间，另一方面，原材料价格回落进程仍是影响板块业绩恢复的重要因素。纺织服装行业，服装受益于内需转好明显，纺织则仍在经历去库存。整体上我们认为 Q1 各板块业绩会有转好，但是后续季度更值得期待，择股层面，利润弹性和估值位置是当前较为重要的因素。

2. 轻工行业：经营改善已现，业绩恢复仍需过程

2.1 家居：一季度收入仍受疫情收尾影响，终端销售改善下后续弹性可期

收入端：一季度仍受到疫情影响，销售端环比改善明显。国内家具公司 1-2 月收入对应的多是 12-1 月的订单，因此仍受到疫情较大的冲击。2 月以来家具终端销售订单回暖显著，我们推测多数公司订单有同比双位数以上增长，将有部分订单反映在 3 月的收入端。从一季度整体来看，预计家具公司收入端承压，但销售端环比改善明显，我们预计会在二季度收入上开始逐步体现，增长可期。外销方面，1-2 月国内家具出口金额同比下滑 17%，凸显压力，推测一季度家具外销收入表现一般。美国家具零售商库存有望逐步回到低位，库存回补可期，外销收入有望逐步重回增长。

毛利率：原材料价格仍在低位，预计稳中有增。家具主要原材料板材、MDI、不锈钢等自去年下半年起有所回落，一季度延续低位，普遍比去年高点低 10% 以上。其中定制家具公司受原材料价格影响较大，2022 年一季度毛利率普遍低位，预计今年一季度毛利率将会明显受益原材料价格低位；软体家具原材料价格波动小且公司提价能力强，毛利率稳健，预计仍将维持平稳。考虑到家具公司一季度普遍产能利用率较低，我们认为毛利率将稳中有增。

费用率：投放预计保守，收入压力下预计有所上升。费用率方面，家具公司在去年收入不及预期费用率提高的背景下，我们认为今年费用投放或将较为保守，但考虑到一季度收入压力较大，费用率推测将会有所上升，二季度起收入回暖，我们认为费用率将有改善。

综合来看，家居公司一季度收入承压，利润率预计稳中有降，销售端环比改善明显。我们推测核心家居公司业绩端普遍下滑 5-20%。根据订单情况，我们预计索菲亚、志邦家居能凭借重点品类的发力，在收入及业绩端实现个位数的下滑幅度，表现相对较好。考虑到家居公司订单持续向好，二季度起收入恢复增长确定性强。原材料价格低位+费用投放保守，我们认为利润率自二季度起也将普遍提高，未来业绩弹性可期。

投资建议：家具公司业绩滞后于终端销售变化，一季度业绩承压我们认为市场已有预期，对市场影响预计有限。国内家具需求仍处于复苏态势，公司业绩有望自二季度起恢复增长。同时新房销售 3 月以来增长明显，为 1-2 年家具需求提供支撑。展望全年，考虑到一季度占比较低，我们看好内销业绩弹性。但外销短期来看仍有压力，库存回补需要等待。当前阶段，我们推荐关注内销占比高、且利润率弹性大的定制家具板块，推荐当前估值相对低位的索菲亚、欧派家居、金牌厨柜。同时建议关注业绩确定性强的志邦家居、顾家家居、喜临门；以及智能马桶品类保持景气，有望推动公司持续增长的瑞尔特。

2.2 造纸：文化与特种纸盈利或边际改善，包装纸持续承压

浆价回落对成本的影响仍待传导，Q1 纸企成本仍处高位。木浆外盘报价和现货价格在 2022 年 Q2 升至高位、Q3 稳定在高位运行、Q4 逐渐有所松动，2023 年初开始快速回落。今年年初以来，阔叶/针叶木浆现货价格已分别下跌 21%/17%，外盘报价分别下跌 0-22%/0-13%不等。虽然纸企采购价格下行，但由于进口木浆需要一段海运时间，同时纸企通常备有一定木浆库存（目前主要为前期高价采购的木浆），因此浆价下行传导至纸企成本下降，估计仍需约一个季度的时间。我们认为纸企原材料成本在 Q1 依然偏高，环比上一季度或略有回落，预计 Q2 原材料成本将加速下行。

文化纸、特种纸价格稳中有升，白卡纸价承压。Q1 双胶纸、铜版纸价格环比去年 Q4 略有上涨，整体表现稳健。特种纸企 Q1 发布涨价函，预计部分纸种涨价落地。白卡纸价格则持续承压，环比去年 Q4 下降约 8%。疫情防控优化、疫情高峰结束以来，国内需求呈现复苏趋势，但距离完全复苏仍需时间，纸价受到有限支撑；不同纸种价格走势分化，或受到景气度与竞争格局的影响。国内消费类需求恢复或相对较好（餐饮食品用纸、家居装饰用纸等受益），出口类下游需求则或受到出口下滑的影响（影响部分包装纸）。双胶纸受益于 3 月旺季出版订单刚需，铜版纸集中度高且无新增供给，特种纸部分品种景气度高且竞争格局较好，整体价格稳中有升。白卡纸需求相对疲软，同时去年行业新增供给较多，因此价格承压。

箱板瓦楞纸价格走弱，Q1 盈利预计仍有压力。Q1 箱板/瓦楞纸价格环比去年 Q4 分别下跌 4%/7%，主要由于：（1）国内终端需求仍在恢复，出口类下游需求偏弱，根据山鹰国际披露的经营数据，公司 1-2 月机制纸销量同比下滑 18.48%；（2）再生箱板纸、瓦楞纸进口关税下调至零，刺激进口数量增长（同比分别+27%、+37%）；（3）Q1 行业处于相对淡季。需求疲软使得纸企停机停产情况较多，亦带动上游废纸价格下跌，国废/美废价格环比 Q4 分别下跌 14%/5%。整体来看，纸企盈利环比预计基本持平或略有改善，仍处于低位水平。

综合来看，我们认为文化纸、特种纸 Q1 利润率环比有望边际改善 1-2 个百分点；相关重点公司中，仙鹤股份等特种纸企业业绩环比有望个位数增长，太阳纸业造纸板块预期环比略有改善，但纸浆与溶解浆外售业务预计受到价格下行影响，整体业绩或环比持平。山鹰纸业、博汇纸业等箱板瓦楞纸、白卡纸企业去年 Q4 以亏损为主，预计 Q1 仍较难恢复盈亏平衡。

2.3 包装：国内商品包装需求或边际改善，原材料价格下行提振盈利

国内商品包装需求有望边际改善，出口产品包装或承压。包装需求跟随下游景气度波动。疫情后国内经济逐步复苏，2023 年 1-2 月国内社会消费品零售总额同比+3.5%，提振国内商品包装需求；与此同时出口表现相对疲软，1-2 月出口额同比-6.8%，或拖累出口产品的包装需求。预期不同细分领域 Q1 表现存在一定差异，与国内消费相关性更强的烟酒包装、饮料食品罐等相关包企，销售有望边际回暖（部分包企凭借产能扩张或可实现收入同比增长）。部分细分包装领域的景气度或相对低迷，比如消费电子包装或受到智能手机产量下滑的影响（1-2 月智能手机产量同比-14.1%）；塑料与环保餐具外销占比较高，受到海外需求疲软的影响（1-2 月塑料/纸质/纸浆模塑餐具出口量同比分别-16%/-5%/-18%）。

原材料处于相对低位，利润率有望改善。盈利能力方面，主要包装原材料价格同比处于低位，环比稳中有降，有利于包装企业改善利润率。纸包装方面，Q1 瓦楞纸、白卡纸价格同比-19%、-17%，环比-5%、-8%；金属包装方面，Q1 马口铁、铝价格同比-15%、-16%，环比+2%、-1%；塑料包装与餐饮具方面，PP、PE 价格同比-9%、-7%，环比-1%、-2%。

综合来看，我们认为与国内消费相关性较高的包装企业 Q1 销售有望迎来环比改善，同时包装板块 Q1 盈利能力有望边际改善。重点公司中，裕同科技消费电子包装收入增速或短期承压，但烟酒包装、化妆品包装等有望受益需求改善，环保纸塑受益替塑政策延续较快发展，整体收入维持 10%以上增速。

3. 纺织服装行业：服装逐月向好，纺织库存压力仍存

一季度结束我们对纺织服装企业 2023 年一季报情况进行前瞻预测。从行业和公司观察来看，服装板块，一季度整体呈现平淡但是逐月改善趋势明显，后续逐季度改善也将继续演绎。制造板块，库存压力带来的订单压力仍大，一季度预计延续 22Q4 的趋势，业绩整体在持平甚至有一定下滑。

服装销售一季度逐月改善，全年逐季度业绩修复兑现中。2023 年 1-2 月社会消费品零售总额同比+3.5%，实现了自 2022 年 10 月份以来的首次正增长。纺织服装类销售额 1-2 月同比+5.4%，增速环比上升了 2.81pct.，环比改善明显，呈现了较大复苏弹性。预计 3 月份社零及服装销售数据将呈现出更明显的提速。线上数据方面，1、2 月份整体情况看服装线上销售额同比有所下降，单 2 月服装线上销售已呈现明显整体复苏，其中淘系平台同比增加 18.24%，环比改善显著。观察重点公司方面，森马服饰终端零售 1 月份同比下降 10.8%，2 月份同比增长 1.3%，3 月份同比增长 6.9%，逐月改善趋势向好。

根据行业和部分公司数据，我们认为重点服装公司一季度情况如下：港股方面，预计一季度安踏、李宁整体流水增速为个位数，特步、361 度有双位数增速。A 股方面，比音勒芬、报喜鸟预计有双位数以上业绩增速，歌力思预计个位数业绩增长。

纺织制造出口订单偏弱，一季度业绩压力仍较大，期待拐点早现。2023 年 1/2 月，我国纺织品出口额分别同比-10.5%/-21.60%。服装出口额分别同比-23%/-19.2%，出口下滑幅度较 22Q4 继续有所扩大。越南纺织品出口方面，自 11 月起进入负增长区间，23 年 1 月的出口下滑幅度亦明显扩大。公司层面，根据裕元集团基丰泰企业 1/2 月份的经营数据，可以看出制造企业的订单压力较大。我们认为出口为主的纺织企业（百隆东方、鲁泰 A）、鞋服代工企业（华利、申洲、健盛集团）、服装辅料企业（如伟星股份），一季度都会面临一定的订单压力，预计二季度会有改善。原材料价格方面，棉价前期小幅上升但是整体仍在较低位置，目前旺季尚未来临开机率仍在较低水平，预计后续价格波动较小。汇率方面，人民币兑美元汇率四季度经历较大升值以后，Q1 经历了小幅贬值，近期在 6.9 附近震荡。整体上一季度订单对业绩的影响程度远大于原材料及汇率波动影响。

根据行业和部分公司数据，我们认为重点纺织公司一季度情况如下：华利集团一季度业绩增速预计持平（-5%~+5%）；伟星股份、健盛集团预计 20%以上的业绩下滑。

投资建议：服装方面，仍然首要推荐长期景气的运动户外产业和运动鞋服行业，重点公司为安踏体育、李宁、比音勒芬；同时高端女装可选属性更强，预计全年呈现出较好的复苏弹性，建议关注重点公司，如歌力思。纺织方面，可跟踪关注工厂端订单拐点，标的上，选择品控、效率方面表现优秀的工厂，其柔性供应能力和自身盈利稳健性均更为突出，推荐华利集团、申洲国际，同时预计伟星股份、健盛集团也将有较好的表现。

4. 风险提示：

风险提示：宏观经济下行影响购买力、原材料价格波动超预期、政策风险。

分析师简介

刘田田

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

常子杰

中央财经大学金融学硕士。2019年7月加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责造纸、包装、电子烟等研究方向。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年4月加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他销售轻工研究方向。

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

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

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

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

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526