

短期波动不改全年向好，龙头布局估值性价比突出

核心观点：

- **家居：地产改善叠加需求复苏，龙头发力有望取得亮眼表现。**政策支持&预期改善&需求回暖，地产端有望持续向好：竣工方面，前期开发商囤积大量未完工项目，保交楼将促进完工，竣工好转将支撑家居需求，3月实现竣工面积同比增长32.02%；销售方面，春节后地产销售持续改善，3月，30个城市新房成交面积略好于22年同期，15个重点城市二手房成交面积同比增长98%，环比增长49%。疫后客流显著复苏，延期需求持续释放，家居龙头信心十足，均对23年设定乐观目标，且积极推动营销策划，全年有望实现亮眼表现。315反馈来看，定制龙头前端普遍增长约20%，有望带动Q2报表端实现改善。2023年1~3月，社零总额同比增长5.8%，家具类零售额同比增长4.6%。估值角度来看，家居用品板块10年市盈率分位点仅为8%左右，欧派/顾家上市以来分位点分别为15.79%/3.23%，估值性价比突出。建议关注：定制龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】及【金牌厨柜】；软体龙头【顾家家居】、【喜临门】及【慕思股份】。
- **造纸：供应缓解驱动盈利改善，看好龙头后续业绩弹性释放。**废纸系：原材料价格下行叠加下游需求疲软，包装纸价格持续下滑，2月下旬以来有所提速，截至2023年4月28日，瓦楞纸、箱板纸价格分别较22年年初下降25.55%、18.81%。浆纸系：Arauco MAPA项目已于1月20日生产出首批浆包。UPM浆厂已从环境部门获得最终运营许可，且已启动生产，预计首批纸浆将于5月份发货。供应投放下，浆价下行逻辑持续兑现，4月阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别下降3.54%、2.44%、2.11%。特种纸：特种纸下游需求稳健扩张，且竞争格局优良，浆价快速下行提振产品盈利。需求复苏背景下，产品价格表现坚挺，Q1部分纸种有所提价。同时，头部企业持续建设产能，布局自给浆，未来成长性显著。建议关注：浆纸系龙头【太阳纸业】、【岳阳林纸】，特种纸龙头【仙鹤股份】。
- **包装：需求复苏持续，行业盈利修复确定性强。**包装方面，受益于环保趋势，纸包装行业有望实现扩张，且市场集中度较低，未来提升空间巨大。疫后居民生活恢复正常，线下社交、商务餐饮需求明显修复，进而驱动烟酒消费复苏，预计配套包装需求将得到保证。2023年1~3月，烟酒类零售额同比增长6.8%，其中，3月单月同比增长9%。金属包装方面，二片罐需求受益于啤酒罐化率提升&碳酸饮料扩张，三片罐需求受益于能量饮料扩张。供需格局改善强化包装龙头议价能力，盈利有望增强。原材料方面，瓦楞纸、箱板纸价格持续下行，未来料将维持低位，白卡纸后续产能投放将压制价格表现；镀锡板卷、铝活跃合约期货结算价自高位下行后维持低位。建议关注：包装行业龙头【裕同科技】、【奥瑞金】。
- **轻工消费：新型烟草发展前景明朗，文具行业市场持续扩容。**新型烟草：海外市场快速成长，中国电子烟产业链全球化布局，竞争优势突出，政策支持下出口前景广阔；国内电子烟政策落地将实现有序发

轻工制造行业

推荐(维持评级)

分析师

陈柏儒

☎: 010-80926000

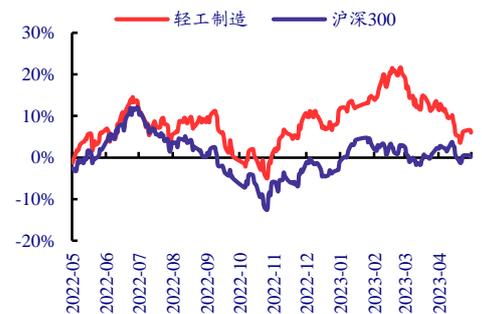
✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

特此鸣谢: 刘立思

行业数据

2023-05-05



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

- 【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_地产销售稳步向好，家居消费持续受益_20230404
- 【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_业绩改善预期驱动股价上涨，家居2月涨幅居前_20230305
- 【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_家居龙头蓄势待发，需求复苏看好后续表现_20230207
- 【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_疫后需求有望复苏，关注龙头经营改善_20230104
- 【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_多重因素持续向好，行业分化看好龙头_20221212
- 【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_产能投放缓解纸浆供应压力，静待盈利弹性释放_20221104

展，未来行业料将稳健扩张，市场份额向头部集中。**文具**：人均用量提升带动总量稳增，消费升级驱动价格长期成长，人均消费对标美日具备较大提升空间，且行业持续集中，C端市场料将稳健扩张；B端万亿级大办公市场发展空间广阔，数字化渗透率仍处较低水平，未来降本增效&政策推动下提升空间广阔。建议关注：电子烟行业龙头【思摩尔国际】，文具行业引领者【晨光股份】，露营经济受益者【浙江自然】。

- **风险提示**：宏观经济下行；房地产复苏不及预期；原材料价格上涨。

目 录

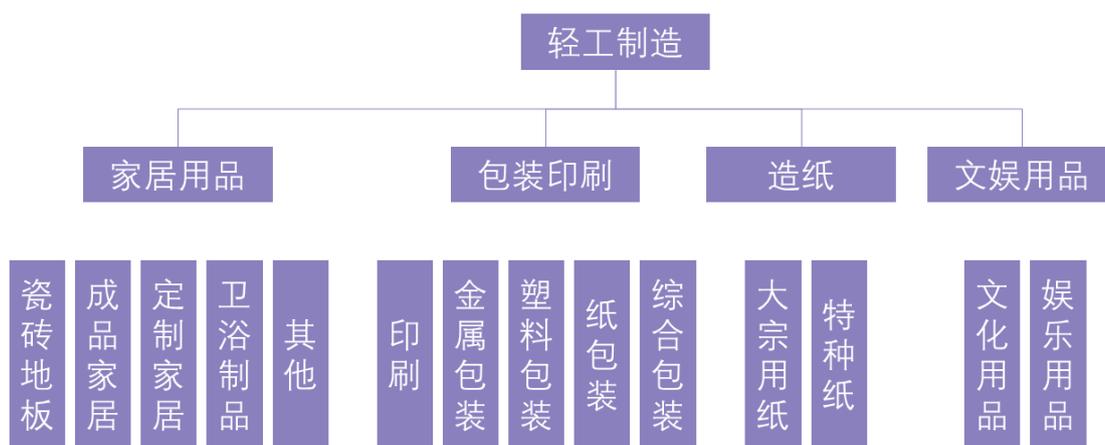
一、轻工行业是国民经济重要环节，政策引导转型升级.....	3
（一）国民经济重要环节，与民生密切相关.....	3
（二）政策引导轻工产业高质量发展，打造核心竞争优势.....	3
二、行业重点数据跟踪.....	5
（一）造纸：浆价下行持续兑现，看好纸企业绩弹性释放.....	5
1. 废纸系：价格端快速下行，成品纸盈利大幅波动.....	5
2. 浆纸系：浆价加速下行，文化纸盈利改善.....	6
（二）家居：地产端持续改善，家居需求稳步复苏.....	8
1. 销售：行业基本面承压，景气度有所回暖.....	8
2. 房地产：商品房销售持续改善，竣工数据加速反弹.....	9
3. 原材料：软体原材料价格处于低位.....	10
（三）包装：金属、塑料原料价格低位维稳.....	11
（四）文娱：需求持续回暖，看好后续消费复苏.....	12
三、行业面临的问题及建议.....	13
（一）现存问题.....	13
1. 行业分散，效率有待提升.....	13
2. 企业实力不足，中高端产品竞争力弱.....	13
（二）建议及对策.....	14
1. 加强创新引领，推动供给向高质量发展.....	14
2. 提升产业链现代化水平，增强产业实力.....	14
四、轻工制造行业在资本市场中的发展情况.....	14
（一）行业收益率表现.....	14
（二）行业估值.....	15
五、投资建议.....	15
六、风险提示.....	18

一、轻工行业是国民经济重要环节，政策引导转型升级

（一）国民经济重要环节，与民生密切相关

轻工制造业主要指生产消费资料的工业，提供生活消费品并制作手工工具，其概念与重工业相对，同时互有交叉。按照证券市场分类，轻工制造行业通常由包装印刷、家居用品、造纸及文娱用品四大板块构成。

图 1. 轻工制造行业构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2021 年，轻工行业规模以上工业企业数占全国工业的 27.6%，资产总额占全国工业的 13.4%，营业收入占全国工业的 17.5%，利润总额占全国工业的 16.2%，全国轻工行业规模以上企业出口交货值占全国出口交货值的 19.7%。轻工行业全部工业企业累计实现营业收入 26 万亿元，利润 1.7 万亿元，其中，规模以上工业企业累计实现营业收入 22.4 万亿元，同比增长 14.4%，利润 1.4 万亿元，同比增长 7.4%。

（二）政策引导轻工产业高质量发展，打造核心竞争优势

2022 年 6 月，工信部等 5 部门发布《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》。意见稿指出，轻工行业是我国国民经济传统优势产业，重要的民生产业，在国际上具备较强竞争力。但我国轻工业面临中高端产品供给不足、国际知名品牌不多、产业链现代化水平不高等问题。其提出发展目标：到 2025 年，轻工业综合实力显著提升，占工业比重基本稳定，扩内需、促消费的作用明显，服务构建新发展格局、促进经济社会高质量发展的能力增强。届时，将培育一批消费引领能力强、国际竞争优势明显的轻工产品品牌，造就一批百亿元以上品牌价值企业，将提供较多投资机会。

表 1. 指导意见目标规划

目标内容	具体内容
行业经济稳定运行	轻工业增加值增速与全国工业增加值增速平均水平一致，重点行业利润率和主要产品国际市场份额保持基本稳定，质量效益明显提升。
科技创新取得新突破	规模以上企业有效发明专利数量较快增长，重点行业研发投入强度明显提高。突破一批关键技术，每年增加一批升级和创新消费品。
产业结构持续优化	培育形成一批具有竞争力的企业和先进制造业集群。巩固提升内外联动、东西互济的产业发展优势，区域布局进一步优化。
品牌竞争力大幅提升	培育一批消费引领能力强的轻工产品品牌。造就一批百亿元以上品牌价值企业，重点产业集群区域品牌影响力持续提升。
产业链水平现代化水平不断提升	产业基础进一步巩固，数字化转型稳步推进，形成一批优势产业链。建设一批智能制造示范工厂，推广一批智能制造优秀场景。
绿色发展取得新进步	资源利用效率大幅提高，单位工业增加值能源消耗、碳排放量、主要污染物排放量持续下降。

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

指导意见进一步提出五项重点任务，从科技创新、供给优化、产业链现代化、绿色低碳及产业生态等方面提出具体措施，并规划一系列关键技术研发工程、升级创新产品制造工程、品牌培育工程、数字化发展推进工程及绿色低碳技术发展工程，引导产业升级。

表 2. 指导意见执行措施

具体措施	具体内容
强化科技创新战略支撑	加快关键技术突破；完善科技创新体系；优化标准体系建设
构建高质量的供给体系	增加升级创新产品；提升质量保障水平；强化品牌培育服务；推广新型商业模式
提升产业链现代化水平	推进产业基础高级化；加快产业链补链强链；深入实施数字化转型；发展服务型制造新模式
深入推进绿色低碳转型	加快绿色安全发展；全面建设绿色制造体系；引导绿色产品消费
优化协调发展的产业生态	提高企业差异化发展水平；建设高水平的产业集群；优化产业空间布局；积极融入全球产业体系
加大组织保障实施力度	完善财税金融支持政策；强化高素质人才支撑；加强公共服务能力建设；优化产业发展环境；加强组织实施

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

表 3. 指导意见相关工程

具体项目	具体内容
关键技术研发工程	造纸： 高等级绝缘纸，高纯度溶解浆生产技术，特种纸基复合材料，纤维素、半纤维素、木素基等生物质新材料，医疗卫生用纸基材料等；
	轻工机械： 高速 PET 瓶旋转式吹瓶机、高速无菌纸灌装机、新型洗涤装备、液体食品无菌罐装包材及设备、有害物质检测试剂及设备。
升级创新产品制造工程	塑料制品： 新型抗菌塑料、面向 5G 通信用高端塑料、特种工程塑料、血液净化塑料、高端光学膜等。
	五金制品： 智能锁、智能高档工具等智能五金制品，节水型卫浴五金产品等。
	陶瓷日用玻璃： 新型日用陶瓷、工艺美术陶瓷，轻量化玻璃瓶罐、高档玻璃餐饮具、微晶玻璃制品等。
	自行车： 时尚休闲、运动健身、长途越野和高性能折叠等多样化自行车，轻量化、网联化、智能化的电动自行车等。
数字化发展推进工程	眼镜钟表： 有害光防护、光敏感防护、抗疲劳、青少年近视管控、成人渐进等多功能镜片产品；多功能高档精品手表，非遗传统技艺高档时钟，与健康产业相关的智能手表等。
	轻工机械： 智能化造纸装备，塑料机械、洗涤设备云控制平台，全自动吹贴灌旋一体化装备，液态产品包装生

产线智能运维服务系统等。

造纸：智能仓储和立体库、生产线运维管理云平台，质量在线检测技术等。

家具：整装云赋能平台，大规模个性化定制家具模块化生产，智能工厂等。

陶瓷日用玻璃：陶瓷成型、施釉等重点环节数字化改造，基于全生产线工艺参数的采集、分析监测、过程控制和集中智能控制系统的研发和数字化技术应用。

自行车钟表：零部件高精度加工成型自动生产装备、“车网融合”技术等，智能化手表装配线、智能在线检测技术、柔性制造技术等。

乐器：钢琴专用智能装备，电鸣乐器、中乐器智能化技术与产品等。

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

二、行业重点数据跟踪

（一）造纸：浆价下行持续兑现，看好纸企业绩弹性释放

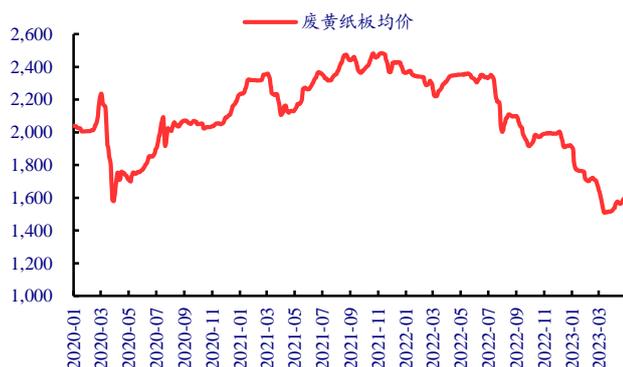
1. 废纸系：价格端快速下行，成品纸盈利大幅波动

根据卓创资讯数据显示，2023年4月28日，废黄纸板平均价格为1,599元/吨，较上月上涨5.27%；2023年4月，废黄板纸库存天数为7天，环比下降1.4天。

截至2023年4月28日，瓦楞纸均价为2,892元/吨，较上月价格上涨3.01%；箱板纸均价为3,976元/吨，较上月价格上涨0.18%。2023年4月，瓦楞纸和箱板纸企业库存分别为63.1、118万吨，分别环比下降12.25、11.23万吨。

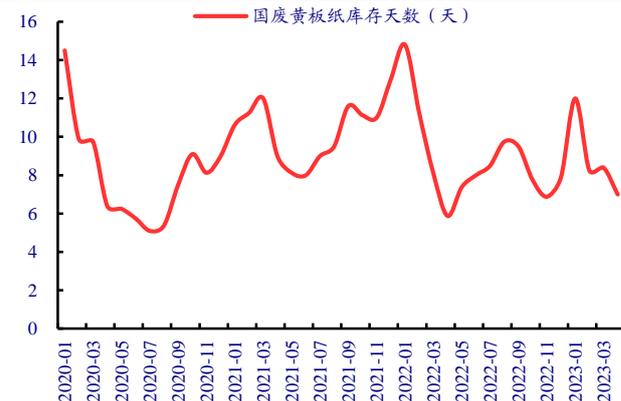
从盈利能力来看，截至2023年4月28日，瓦楞纸毛利率为10.15%，较上月下降0.88 pct；箱板纸毛利率为21.17%，较上月下降1.53 pct。

图 2. 废黄纸板价格（元/吨）



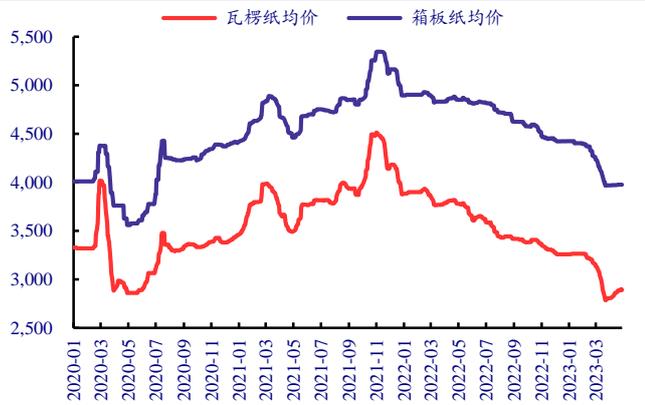
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 3. 废黄纸板库存天数（天）



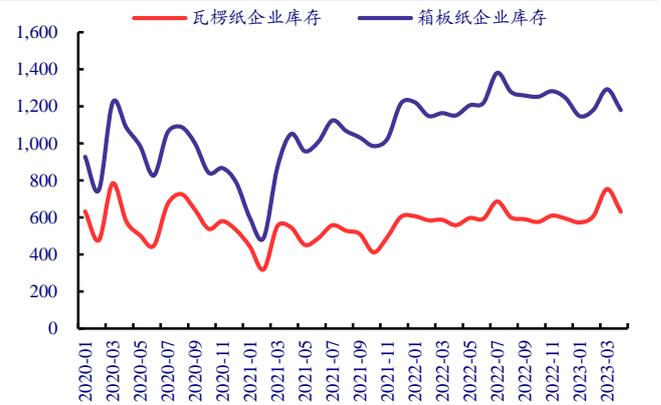
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 4. 废纸系成品纸价格 (元/吨)



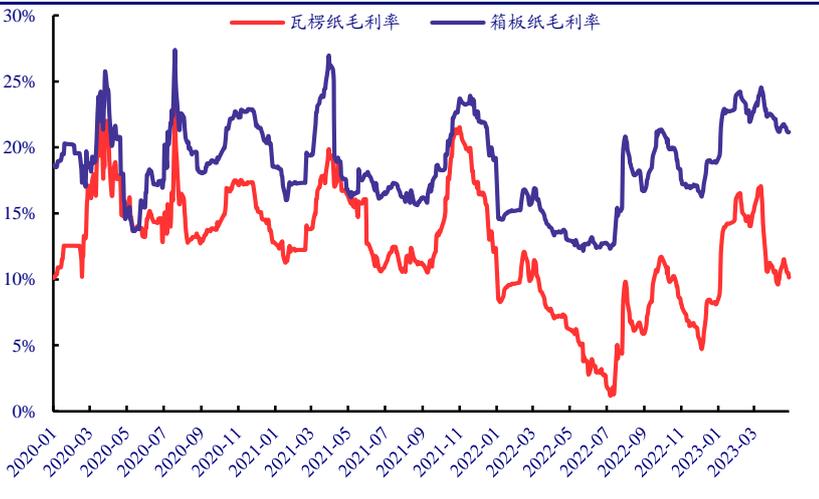
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 5. 废纸系成品纸企业库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 6. 废纸系成品纸毛利率



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

2. 浆纸系: 浆价加速下行, 文化纸盈利改善

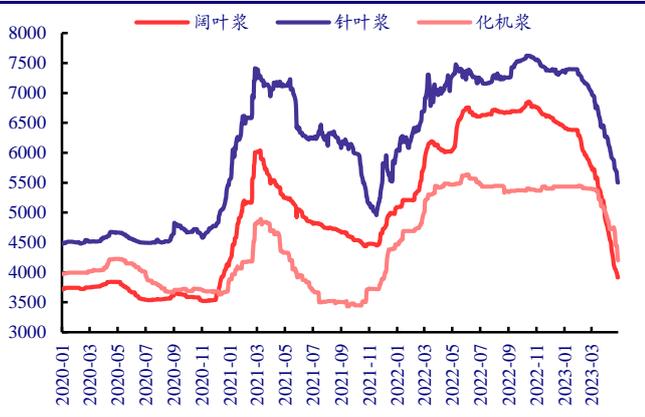
根据卓创资讯数据显示, 截至 2023 年 4 月 28 日, 阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别为 3,915.91、5,501.79、4,200 元/吨, 分别较上月下跌 20.01%、12.16%、16.28%。截至 2023 年 3 月, 青岛港纸浆库存量为 104 万吨, 环比下降 11.4 万吨; 常熟港纸浆库存量为 62.5 万吨, 环比下降 2.5 万吨; 保定纸浆库存量为 4.4 万吨, 环比增长 0.6 万吨。

截至 2023 年 4 月 28 日, 阔叶浆、针叶浆外盘报价分别为 706.67、914.29 美元/吨。截至 2023 年 4 月 28 日, 化机浆外盘报价为 550 美元/吨。2023 年 1 月至 3 月, 进口纸浆累计值为 841 万吨, 同比增长 11.54%。

截至 2023 年 4 月 28 日, 双胶纸、双铜纸及白卡纸价格分别为 6,463、5,590、4,650 元/吨, 分别较上月下跌 3.54%、2.44%、2.11%。2023 年 4 月, 双胶纸企业库存为 61.36 万吨, 环比增长 2.34 万吨; 双铜纸企业库存为 56.13 万吨, 环比增长 0.17 万吨; 白卡纸企业库存为 83.7 万吨, 环比增长 2.25 万吨。

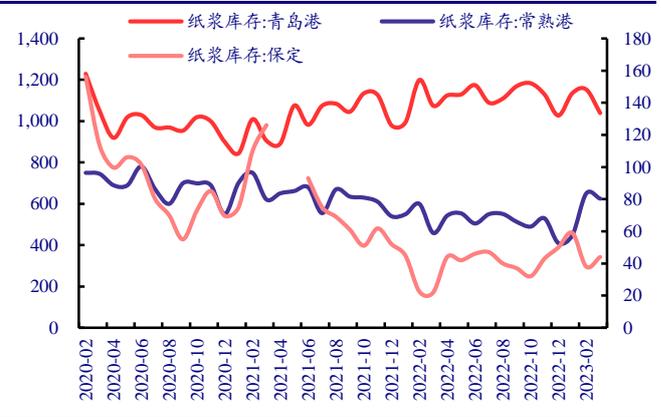
从盈利能力来看，截至 2023 年 4 月 28 日，双胶纸、双铜纸及白卡纸日度毛利率分别为 23.86%、12.51%、4.41%，较上月分别提升 8.19 pct、9.68 pct、12.66 pct。

图 7. 纸浆价格 (元/吨)



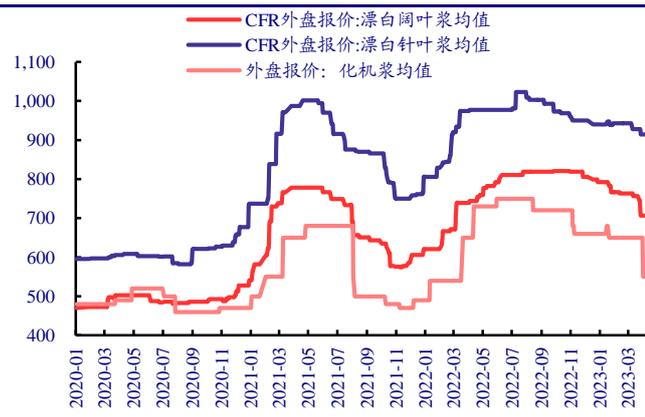
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 8. 纸浆库存 (千吨)



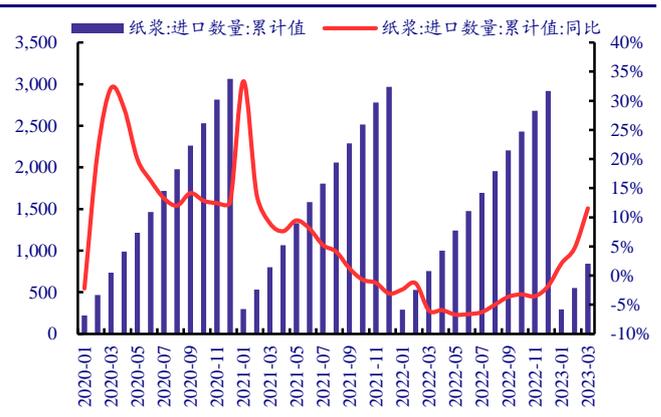
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9. 纸浆外盘价格 (美元/吨)



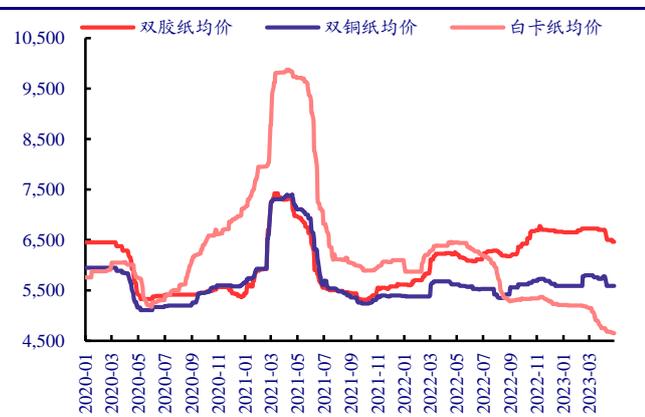
资料来源：Wind，卓创资讯，中国银河证券研究院

图 10. 纸浆进口数量累计值 (万吨)



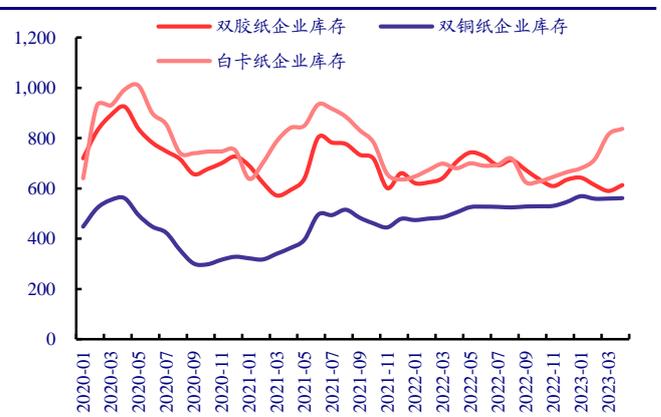
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 11. 浆纸系成品纸价格 (元/吨)



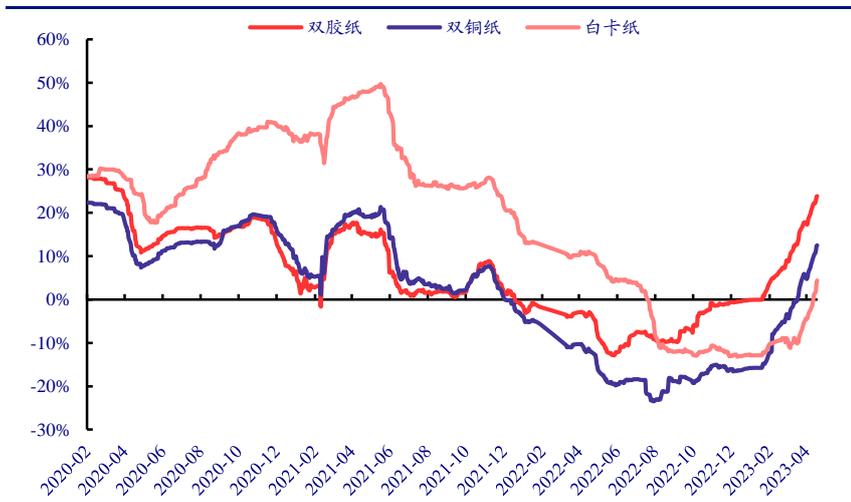
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 12. 浆纸系成品纸企业库存 (千吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 13. 浆纸系成品纸月度毛利率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

(二) 家居：地产端持续改善，家居需求稳步复苏

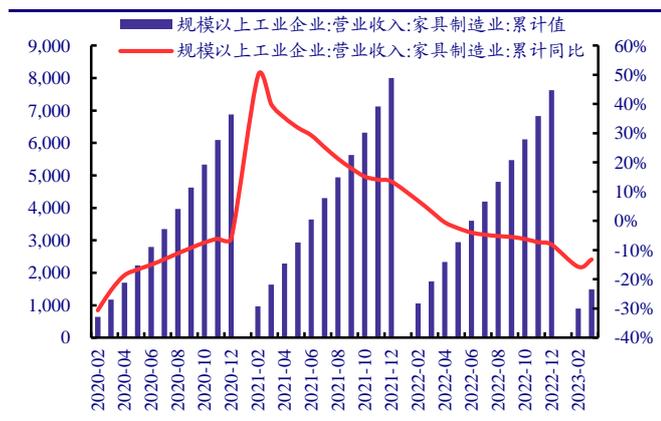
1. 销售：行业基本面承压，景气度有所回暖

2023 年 1 月至 3 月，我国家具制造业累计实现营业收入达到 1,485.9 亿元，同比下降 13.2%；利润总额达到 55.6 亿元，同比下降 12.6%。2023 年 3 月，家具制造业企业单位数达到 7,223 家，其中亏损单位数达到 2,508 家，占比为 34.72%。

2023 年 1 月至 3 月，建材家居卖场累计销售额为 3,206.95 亿元，同比增长 10.3%；全国建材家居卖场景气指数（BHI）为 128.79，环比上涨 8.91，同比上涨 13.54。

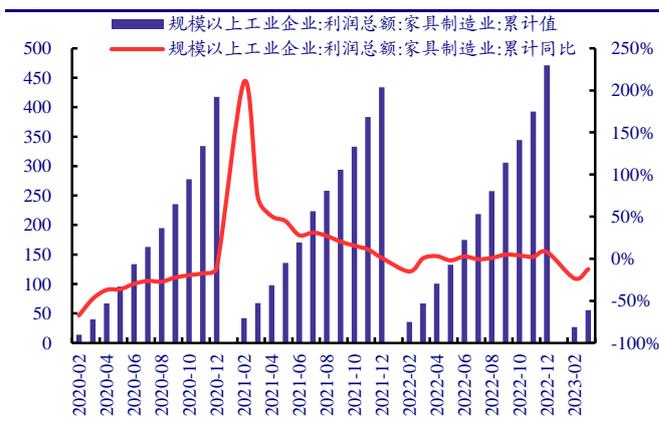
2023 年 1 月至 3 月，家具及零件出口金额累计达到 155.89 亿元，同比下降 6.8%。

图 14. 家具制造业营业收入累计值（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 15. 家具制造业利润累计值（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 16. 建材家居卖场销售额累计值 (亿元)



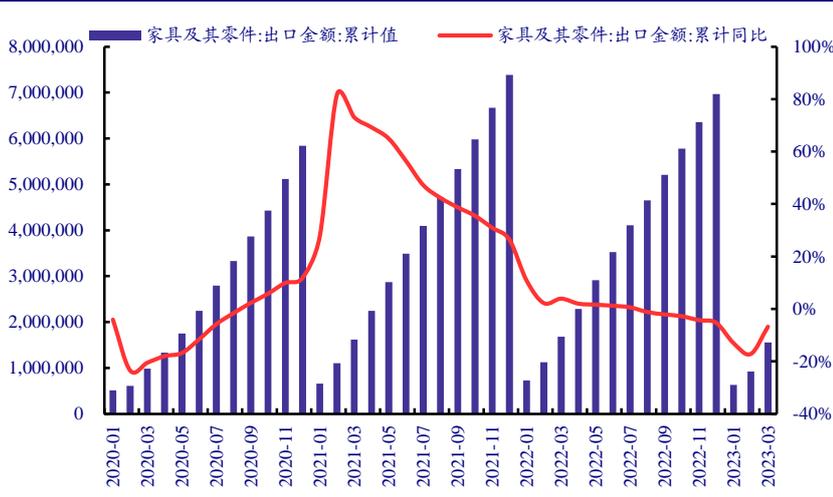
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 17. 全国建材家居景气指数(BHI)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 18. 家具及其零件出口额累计值 (万美元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

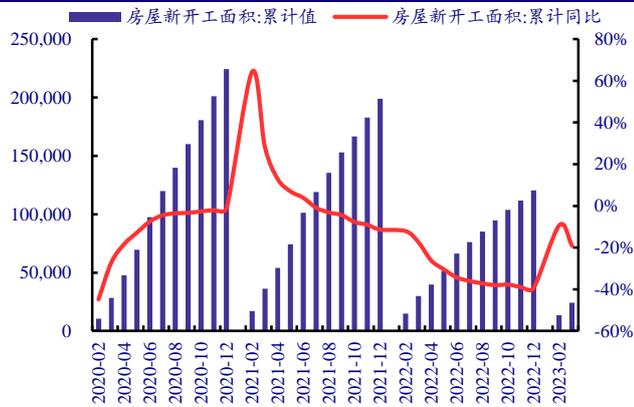
2. 房地产：商品房销售持续改善，竣工数据加速反弹

2023 年 1 月至 3 月，全国房屋累计新开工面积达 2.41 亿平方米，同比下降 19.16%。

截至 2023 年 4 月 30 日，全国 30 大中城市商品房成交套数年初以来累计 51.52 万套，同比增长 41.97%；成交面积年初以来累计为 5217.43 万平方米，同比增长 45.51%。

2023 年 1 月至 3 月，全国房屋累计竣工面积达到 1.94 亿平方米，同比增长 14.7%。

图 19. 房屋新开工面积累计值（万平方米）



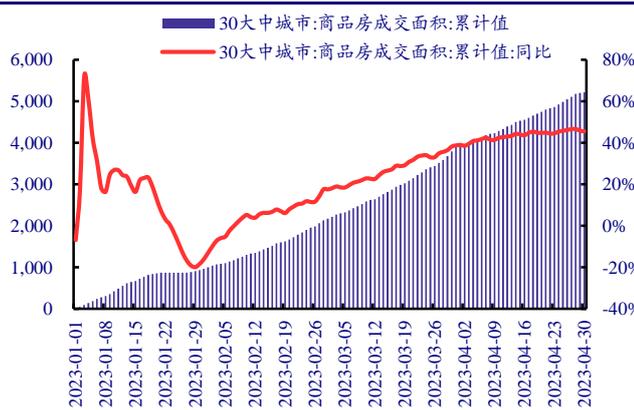
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 20. 30 大中城市商品房成交套数累计值（万套）



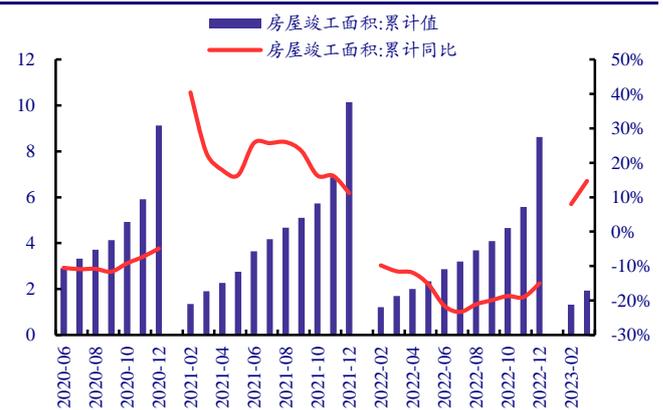
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 21. 30 大中城市商品房成交面积累计值（万平方米）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 22. 房屋竣工面积累计值（亿平方米）



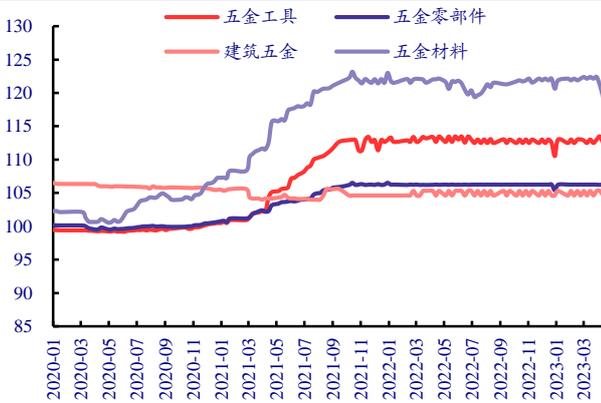
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

3. 原材料：软体原材料价格处于低位

截至 2023 年 4 月 21 日，五金工具、五金零部件、建筑五金及五金材料价格指数分别为 112.48、106.27、104.63、119.38 点，较上月末变动 0、0、0、-2.75 点。

截至 2023 年 4 月 28 日，MDI 国内现货价为 15,800 元/吨，较上月末下跌 0.38%，同比下跌 16.31%；TDI 国内现货价为 19,500 元/吨，较上月上涨 9.55%，同比上涨 8.94%；软泡聚醚市场平均价为 9,932 元/吨，较上月末下跌 1.02%，同比下跌 12.03%。

图 23. 五金价格指数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 24. MDI 国内现货价 (元/吨)



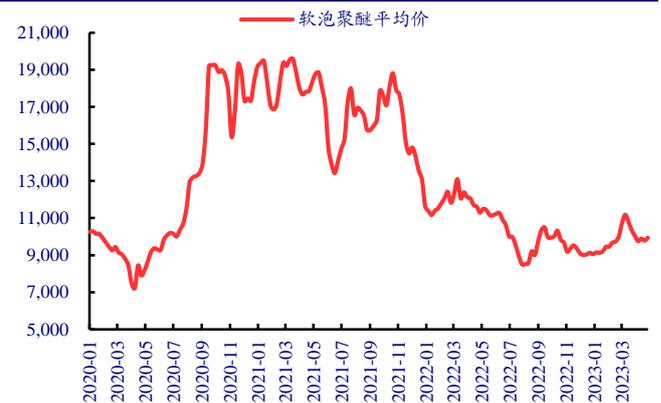
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 25. TDI 国内现货价 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 26. 软泡聚醚各市场平均价 (元/吨)



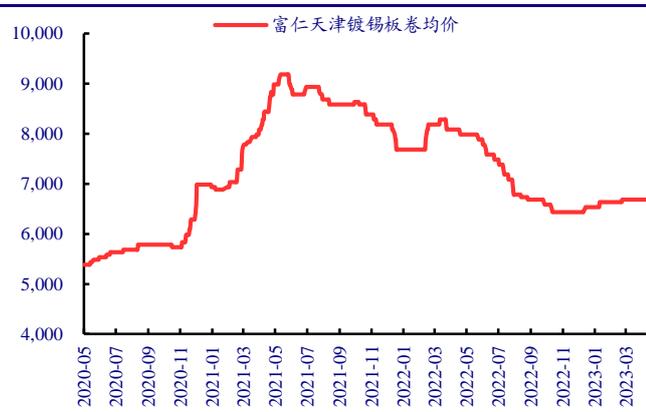
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 包装: 金属、塑料原料价格低位维稳

截至 2023 年 4 月 28 日, 镀锡板卷主流市场平均价格为 6,683.33 元/吨, 较上月价格持平; 铝期货结算价为 18,440 元/吨, 较上月价格下跌 1.57%。

截至 2023 年 4 月 28 日, WTI 原油和布伦特原油期货结算价分别为 76.78、79.54 美元/桶, 分别较上月环比变动 1.47%、-0.29%。截至 2023 年 4 月 28 日, 线型低密度聚乙烯 (LLDPE) 期货结算价为 8,046 元/吨, 较上月价格下跌 1.51%; 聚丙烯期货结算价为 7,427 元/吨, 较上月价格下跌 3.16%。

图 27. 镀锡板卷主流市场平均价格 (元/吨)



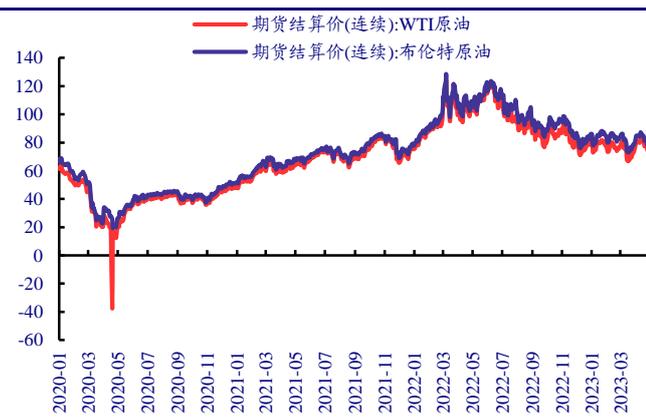
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 28. 铝期货结算价 (元/吨)



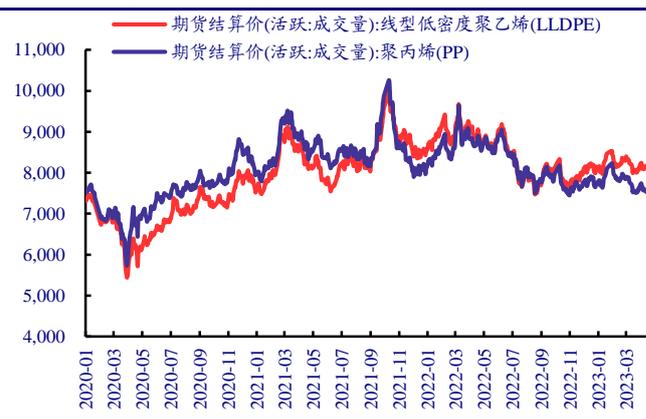
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 29. 国际原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 30. 化工产品价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 文娱: 需求持续回暖, 看好后续消费复苏

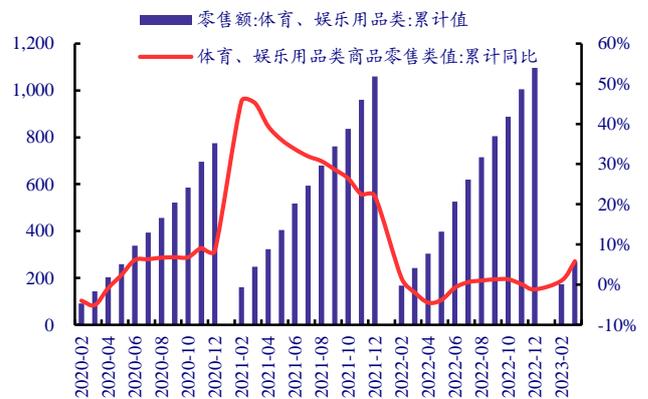
2023 年 1 月至 3 月, 我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业营业收入累计值达到 3,224.6 亿元, 同比下降 6%; 体育、娱乐用品类零售额累计值达到 269 亿元, 同比增长 5.8%; 金银珠宝类零售额累计值达到 970.4 亿元, 同比增长 13.6%; 文化办公类用品零售额累计值达到 948.1 亿元, 同比下降 1.4%。

图 31. 文教、工美、体育和娱乐用品制造业营收累计(亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 32. 体育、娱乐用品类零售额累计(亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 33. 金银珠宝类零售额累计(亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 34. 文化办公类用品零售额累计(亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 行业分散，效率有待提升

轻工行业发展时间久远，行业已步入成熟期：1) 行业成长空间有限，市场规模基本维稳；2) 生产技术已然成熟，难以实现革命性突破。而轻工行业门槛相对较低，市场参与者众多，导致整个行业呈现分散状态，资源配置效率有待提升。

2. 企业实力不足，中高端产品竞争力弱

我国轻工制造行业整体实力不足。产品设计方面，国内设计水平较低，追求同国外设计合作，产品同质化严重；资本实力方面，上市企业数量有限，而头部企业市值对标海外，有较大的发展空间；生产水平方面，仅头部企业有能力实现较高自动化程度，且在同大数据、人工智

能等新兴领域应用不足。

(二) 建议及对策

1. 加强创新引领，推动供给向高质量发展

梳理各子行业在关键技术方面存在的薄弱环节和“卡脖子”短板，通过政府、协会等有影响力的组织引导核心技术攻关，推进关键技术研发工程的落地。同时，围绕健康、育幼、养老等迫切需求，大力增加升级创新产品，推动高质量供给，引领和创造新需求。

2. 提升产业链现代化水平，增强产业实力

推进产业基础高级化，利用产业基础再造工程，分行业梳理和补齐产业基础短板，深入实施轻工产业基础相关领域重点产品、工艺“一条龙”应用计划，提高基础产品质量，提升先进基础工艺普及率，促进成果创新示范应用。

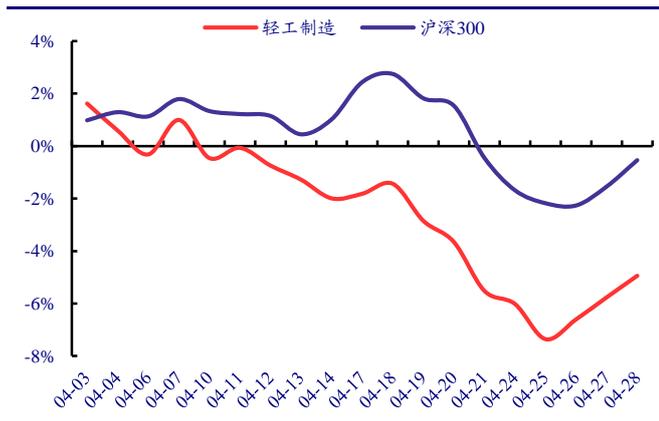
加快产业链补链强链，围绕产业链重点环节，发挥工业互联网平台和标识解析体系作用，推进产业链上下游在技术、人才、项目、资金等方面合作，形成融通发展新格局。

四、轻工制造行业在资本市场中的发展情况

(一) 行业收益率表现

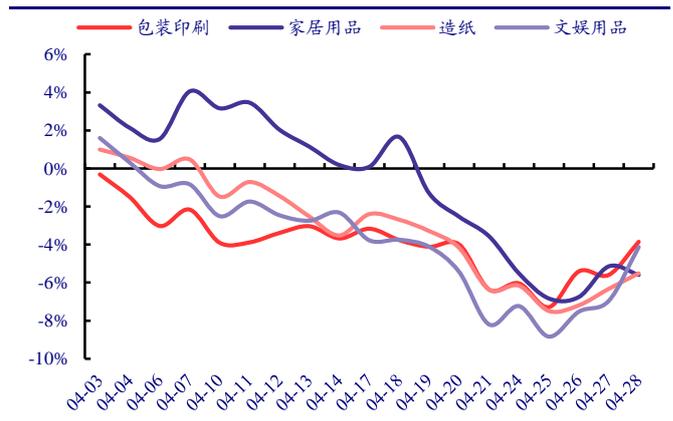
4月沪深300指数较上月下跌0.54%，其中轻工制造板块下跌4.94%，在31个子行业中的涨跌幅排名为第23名。本年轻工制造板块整体呈现下跌趋势，其中包装印刷、文娱用品、造纸、家居用品板块分别下跌3.85%、4.13%、5.51%、5.59%。

图 35. 本年轻工制造板块行情走势



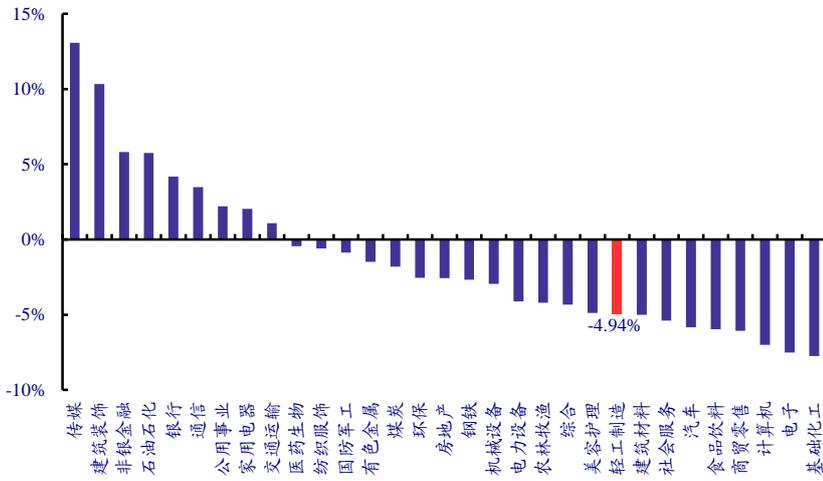
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 36. 本年轻工子版块行情走势



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 37. 本月申万一级子行业涨跌幅排名

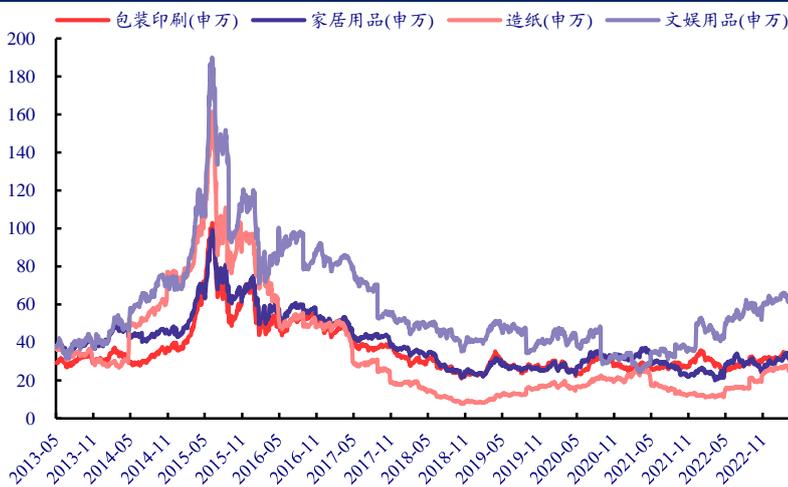


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 行业估值

细分板块估值有所抬升，后续仍有一定空间。截至 2023 年 4 月 28 日，包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品 PE-TTM 分别为 36.64 / 24.45 / 23.01 / 53.22, 10 年历史分位数分别为 69.96%、7.7%、48.02%、55.88%。

图 38. 轻工子行业市盈率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议

家居：地产改善叠加需求复苏，龙头发力有望取得亮眼表现。

政策支持带动竣工改善，看好延期需求集中释放。中央发布多项政策缓解地产压力，政策落地有望带动地产景气度回暖，前期开发商囤积大量未完工项目，融资端修复将促进完工，后续竣工好转将支撑家居需求。2023 年 1~3 月，全国房屋累计竣工面积达到 1.94 亿平方米，

同比增长 14.7%。其中，3 月单月加速复苏，实现竣工面积 0.62 亿平方米，同比增长 32.02%。

地产销售持续改善，二手房数据同比大幅增长。春节节后以来，地产销售持续复苏。根据克而瑞数据显示，2023 年 3 月，新房方面，30 个城市成交面积为 2,200 万平方米，略好于 22 年同期，环比增长 27%；二手房方面，15 个重点城市二手房成交面积预计为 1,012 万平方米，同比增长 98%，环比增长 49%。

疫后消费复苏，看好全年业绩表现。疫后客流显著复苏，家居龙头信心十足，普遍对 23 年设定乐观目标，且积极推动营销策划，对整家套餐内容及性价比进行升级。家居行业重线下渠道，预计定制、软体线下渠道占比超 8 成。而去年疫情反复背景下，大量装修需求延期，看好今年延期需求集中释放。2023 年 1~3 月，社会消费品零售总额为 11.49 万亿元，同比增长 5.8%；家具类零售额为 364 亿元，同比增长 4.6%。其中，3 月单月社零总额为 3.79 亿元，同比增长 10.6%；家具类零售额为 134 亿元，同比增长 3.5%。

头部企业引领行业变革，全方位布局强化核心竞争力，在行业承压背景下，表现出充足韧性，有望穿越地产周期。同时，叠加疫情、原材料涨价等导致中小企业退出，家居行业集中度有望加速提升。据久谦数据显示，2022 年末家具橱柜品类在营店铺数量下降至 35.9 万家，较 21 年末下降 44%。

1) 品类拓展、融合持续深化。头部企业凭借深厚的资源积累，推出整家战略实现品类协同，将单一空间定制扩大至整个家居环境，满足消费者一站式购物需求，实现客单价提升。整家套餐在全屋定制的基础上进一步整合软体、电器等家居用品，实现全品类一站式购齐，满足消费者一站式购齐需求。

2) 流量竞争力不断提升。经销渠道不断扩张，门店数量稳步增加，同时，头部企业不断探索新模式，欧派家居推出“定制装修一体化”大家居新模式，满足客户“一体化设计，一揽子搞掂”需求。线上渠道日益壮大，新媒体持续发展背景下，推广引流作用不断加强。整装渠道迅速发展，家居企业通过切入家装领域，获取前端流量，流量矩阵得到扩充。同时，头部家居企业加大营销投入，持续进行品牌推广，线下高频率举办大型活动，线上大举投入广告宣传。

造纸：供应缓解带动浆价下行，成品纸盈利持续改善。

废纸系：原材料价格持续下降，需求疲软致成品纸价格表现较弱。2022 年 7 月以来，废黄板纸价格快速下行，自 2,300 元/吨左右下降至 4 月 28 日的 1,599 元/吨。原材料价格下行叠加下游需求疲软，包装纸价格持续下滑，2 月下旬以来有所提速，截至 2023 年 4 月 28 日，瓦楞纸、箱板纸价格分别较 22 年年初下降 25.55%、18.81%。

浆纸系：提价落地&浆价松动，盈利能力有所改善。Arauco MAPA 项目已于 1 月 20 日生产出首批浆包。同时，UPM 浆厂已从环境部门获得最终运营许可，且已启动生产，预计首批纸浆将于 5 月份发货。纸浆价格持续下行，阔叶浆、针叶浆和化机浆价格分别较高点下降 42.85%、27.81%、25.44%。同时，文化纸需求稳中向好，印刷新规出台预计将使教辅教材需求增长 10%~20%，且预计二十大以后党建刊物需求将逐步释放。

特种纸：浆价下行释放盈利弹性，头部企业业绩修复可期。短期来看，浆价快速下行将带动特种纸盈利改善，且特种纸下游需求表现稳健，价格有望保持坚挺。中长期来看，特种纸下游需求持续扩张，竞争格局良好，头部企业持续进行产能建设，布局自给浆，业绩长期成长

性显著。

包装：市场向好把握盈利修复，业务纵向扩张一体化。

纸包装方面，受益于环保趋势，纸包装行业有望实现扩张，但市场集中度较低，有待提升；龙头企业开始从生产商向包装解决方案提供商转变，业务实现纵向发展。同时，烟酒类零售稳步复苏将驱动纸包装需求增长，2023年1~3月，烟酒类零售额为1,527亿元，同比增长6.8%。其中，3月单月零售额为430亿元，同比增长9%。我们认为，疫后居民生活恢复正常，线下社交、商务餐饮需求明显修复，进而驱动烟酒消费复苏，配套包装需求将得到保证。包装纸在需求疲软情况下持续降价，预计未来瓦楞纸、箱板纸价格将维持低位，白卡纸后续产能投放将压制价格表现。

金属包装方面，二片罐需求受益于啤酒罐化率提升&碳酸饮料扩张，三片罐需求受益于能量饮料扩张。供需格局改善强化包装龙头议价能力，盈利有望增强。镀锡板卷、铝活跃合约期货结算价自高位持续下行，有望带动盈利改善。

轻工消费：电子烟行业成长性显著，文具行业市场持续扩容。

电子烟消费税落地，看好行业长期集中。电子烟征收消费税公告发布：生产（进口）环节税率为36%，批发环节税率为11%，出口电子烟适用出口退（免）税政策。我们认为，国内电子烟监管基本落地，电子烟纳税按照乙类卷烟标准36%税率，相对偏柔和。未来行业将进入有序发展阶段，政策虽对需求及盈利有所压制，但同时提升行业壁垒，而头部企业具备品牌、产品及生产等多重优势，未来有望实现行业集中。同时，国家对海外出口持鼓励态度，出口格局并未改变，持续看好电子烟龙头出口竞争力。

政策提升电子烟门槛，行业将向头部集中。技术门槛显著提高：一方面，政策直接规定电子烟产品相关参数标准，增加产品研发及生产难度，淘汰落后企业；另一方面，政策通过口味及烟碱含量、释放量等途径，一定程度上限制了电子烟使用体验，而如何在政策标准限制下，尽可能提高用户体验，则取决于企业是否具备足够的研发技术实力。同时，政策提高行业准入壁垒，相关企业从事电子烟业务需报烟草专卖行政主管部门批准。

电子烟行业成长性显著，头部企业价值凸显。国际市场来看，据弗若斯特沙利文统计及预测，2021年，全球雾化电子烟行业市场规模（出厂价）达到93.35亿美元，同比增长21.69%，预计未来5年将以25.3%的CAGR继续成长，并于2026年达到282.04亿美元，其中，思摩尔国际市场份额达到22.8%。国内市场来看，我国拥有全球最大的烟民基数，电子烟对传统卷烟替代空间广阔，伴随电子烟行业进入规范发展阶段，国内市场有望稳步扩张，且行业集中度提升背景下，头部企业将充分受益。

C端文具市场稳健发展，集中度将持续提升，疫情好转实现短期修复。据IBISWorld统计及预测，2021年中国文具及办公用品行业市场规模（行业销售收入-出口+进口）为220.98亿美元，同比增长13.49%，2010年~2021年CAGR达到10.55%，预计未来6年将以6.77%的CAGR继续成长，并于2027年达到327.35亿美元。竞争格局来看，2021年中国文具及办公用品行业CR5为31.2%，其中，得力集团市占率排名第一，达到9.7%，同比提升0.1pct；晨光股份排名第二，市占率为8.4%，同比提升0.3pct。

短期来看，2022年受疫情反复影响，上学办公时间、节奏及方式受到抑制，进而导致文

化办公用品需求受损。当前疫情形式已得到明显改善，我们预计后续文化办公用品需求将持续修复。

B端大办公文具市场规模达万亿级，未来发展空间广阔。B端大办公市场范围广阔，包含办公设备、办公电器、办公耗材及其他品类。根据亿邦智库统计数据，2020年，我国办公用品采购市场规模约为2.26万亿，同比增长9.18%，预计2022年市场规模将达到2.7万亿。目前，办公用品采购数字化已走在企业采购数字化的前列，但据重点平台交易额测算，其数字化采购规模约为500亿，渗透率不足3%，预计未来将以每年50%以上的速度成长，2025年市场规模接近3,800亿元，未来具备巨大的发展空间。

建议关注：

定制家居龙头**欧派家居 (603833.SH)**、**索菲亚 (002572.SZ)**、**志邦家居 (603801.SH)**、**金牌厨柜 (603180.SH)**；软体家居龙头**顾家家居 (603816.SH)**、**喜临门 (603008.SH)**及**慕思股份 (001323.SZ)**；

造纸行业龙头**太阳纸业 (002078.SZ)**、**岳阳林纸 (600963.SH)**及**仙鹤股份 (603733.SH)**；

包装行业龙头**裕同科技 (002831.SZ)**、**奥瑞金 (002701.SZ)**；

电子烟行业引领者**思摩尔国际 (6969.HK)**、文具行业引领者**晨光股份 (603899.SH)**和露营经济受益者**浙江自然 (605080.SH)**。

六、风险提示

宏观经济下行；房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨。

插图目录

图 1. 轻工制造行业构成.....	3
图 2. 废黄纸板价格（元/吨）.....	5
图 3. 废黄纸板库存天数（天）.....	5
图 4. 废纸系成品纸价格（元/吨）.....	6
图 5. 废纸系成品纸企业库存（千吨）.....	6
图 6. 废纸系成品纸毛利率.....	6
图 7. 纸浆价格（元/吨）.....	7
图 8. 纸浆库存（千吨）.....	7
图 9. 纸浆外盘价格（美元/吨）.....	7
图 10. 纸浆进口数量累计值（万吨）.....	7
图 11. 浆纸系成品纸价格（元/吨）.....	7
图 12. 浆纸系成品纸企业库存（千吨）.....	7
图 13. 浆纸系成品纸日度毛利率.....	8
图 14. 家具制造业营业收入累计值（亿元）.....	8
图 15. 家具制造业利润累计值（亿元）.....	8
图 16. 建材家居卖场销售额累计值（亿元）.....	9
图 17. 全国建材家居景气指数(BHI).....	9
图 18. 家具及其零件出口额累计值（万美元）.....	9
图 19. 房屋新开工面积累计值（万平方米）.....	10
图 20. 30 大中城市商品房成交套数累计值（万套）.....	10
图 21. 30 大中城市商品房成交面积累计值（万平方米）.....	10
图 22. 房屋竣工面积累计值（亿平方米）.....	10
图 23. 五金价格指数.....	11
图 24. MDI 国内现货价（元/吨）.....	11
图 25. TDI 国内现货价（元/吨）.....	11
图 26. 软泡聚醚各市场平均价（元/吨）.....	11
图 27. 镀锡板卷主流市场平均价格（元/吨）.....	12
图 28. 铝期货结算价（元/吨）.....	12
图 29. 国际原油价格走势（美元/桶）.....	12
图 30. 化工产品价格走势（元/吨）.....	12
图 31. 文教、工美、体育和娱乐用品制造业营收累计（亿元）.....	13
图 32. 体育、娱乐用品类零售额累计（亿元）.....	13
图 33. 金银珠宝类零售额累计（亿元）.....	13
图 34. 文化办公类用品零售额累计（亿元）.....	13

图 35. 本年轻工制造板块行情走势.....14
图 36. 本年轻工子版块行情走势.....14
图 37. 本月申万一级子行业涨跌幅排名.....15
图 38. 轻工子行业市盈率.....15

表格目录

表 1. 指导意见目标规划.....4
表 2. 指导意见执行措施.....4
表 3. 指导意见相关工程.....4

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，13年行业分析师经验、9年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn