

基本面持续向好，看好全年业绩改善

轻工制造行业

推荐 (维持评级)

核心观点：

- **家居用品：家居需求稳中向好，看好全年业绩表现。**受疫情及地产等外部环境压力影响，家居行业22年及23年一季度业绩明显承压。23年来看，1) 地产端景气度有所修复，3月竣工数据加速改善，且销售端仍延续复苏态势；2) 终端消费持续复苏，线下客流明显修复，家居315活动前端接单表现亮眼；3) 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，加大业务投入力度。23Q1实际消费已有复苏，考虑到需求传导需要一定时间，Q1报表端仍有一定压力，预计Q2以后报表端业绩将迎逐季改善。同时，伴随行情下跌，家居龙头估值性价比进一步凸显，以欧派/顾家为例，5月8日上市以来市盈率TTM分位点分别为11.83%/3.07%。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】、【慕思股份】。
- **造纸：浆价加速下行，盈利弹性料将逐步兑现。**造纸板块整体承压：浆纸系及特种纸在成品纸提价&产能扩张中，营收实现稳健增长，而库存浆价处于高位致盈利能力大幅下滑；废纸系下游需求疲软，导致成品纸价格持续下滑，且盈利能力处于较低水平，营收小幅增长，利润由盈转亏。展望后续，伴随全球纸浆产能投放，浆价快速下行，考虑到库存周期影响，预计Q2浆纸系及特种纸盈利弹性将得到释放；废纸系核心矛盾仍为终端需求，预计后续伴随需求改善将有望筑底回升。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：行业整体承压，看好需求复苏&成本改善。**受终端需求影响，包装板块业绩承压，营收小幅增长，纸包装/金属包装/塑料包装分别实现营收572.54/375.08/185.33亿元，分别同比增长1.11%/9.25%/1.8%。23年聚焦需求复苏及成本改善两条主线：疫后居民生活恢复正常，线下社交、商务餐饮需求明显修复，进而驱动烟酒饮料消费复苏，预计配套包装需求将得到保证；瓦楞纸、箱板纸、白卡纸价格持续下行，未来料将维持低位，金属包装原材料自高位下行后低位波动，后续盈利有望得到改善。建议关注：包装行业龙头【裕同科技】、【奥瑞金】。
- **文具：23Q1实现复苏，全年有望延续。**22年受疫情反复影响，行业需求下滑，晨光股份营收增长13.57%，其中传统核心下降6.89%，办公直销增长40.74%，零售大店下降16.12%。短期来看，疫后需求复苏将带动23年业绩改善，23Q1传统核心/办公直销/零售大店分别增长6.75%/23.06%/13.31%。中长期来看，人均用量提升带动总量稳增，消费升级驱动价格长期成长，传统核心业务料将稳健成长；采购行业数字化渗透空间广阔，降本增效&政策推动助力行业发展；科力普持续投入打造核心竞争力，推进客户开拓，规模扩张&运营优化助力盈利改善；零售大店开店空间广阔，经营优化推动店效提升。建议关注：文具行业龙头【晨光股份】。
- **风险提示：**经济增长不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

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

2023-05-08



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】行业周报_轻工行业_2022年三季报综述: 底部特征凸显, 静待成本下行带动盈利改善_20221107

【银河轻工陈柏儒团队】行业深度_轻工行业_2022年半年报综述: 行业承压持续分化, 龙头优势突出成长性显著_20220913

目 录

一、家居用品：家居需求稳中向好，看好全年业绩表现	2
（一）定制家居：23Q1 短暂承压，后续有望逐季改善	2
（二）软体家居：22 年利润稳健增长，23 年内销持续复苏	3
（三）投资建议.....	5
二、造纸：浆价加速下行，盈利弹性料将逐步兑现	7
（一）浆纸系：盈利持续承压，浆价下行驱动改善	7
（二）特种纸：营收稳步扩张，利润率持续向好	9
（三）废纸系：利润亏损，静待需求修复	11
（四）投资建议.....	13
三、包装：行业整体承压，看好需求复苏&成本改善	14
（一）纸包装：22 年利润快速下滑，23Q1 降幅收窄	14
（二）金属包装：23Q1 利润微降，盈利能力环比修复	16
（三）塑料包装：业绩持续承压，静待行业改善	18
（四）投资建议.....	20
四、文具：23Q1 实现复苏，全年有望延续	21
五、风险提示	21
插图目录	22

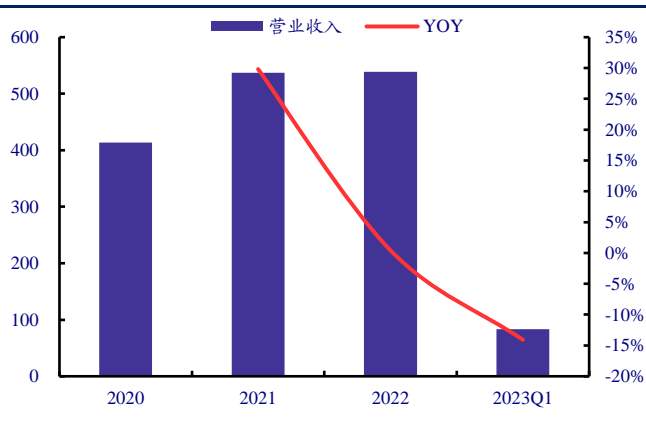
一、家居用品：家居需求稳中向好，看好全年业绩表现

(一) 定制家居：23Q1 短暂承压，后续有望逐季改善

定制家居板块选取【欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、尚品宅配、好莱客、皮阿诺、我乐家居】八家企业作为代表，汇总八家数据作为定制板块整体数据进行分析。

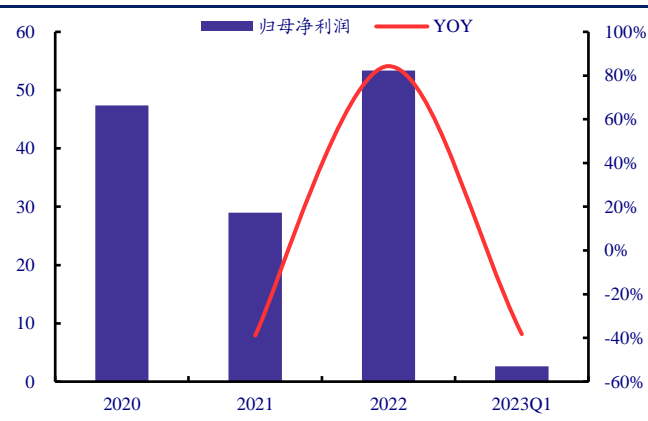
22 年营收有所承压、利润大幅改善，23Q1 压力凸显。2022 年，定制板块实现营收 539 亿元，同比增长 0.41%，主要是因为 22 年疫情反复影响家居需求释放，且地产端景气度下降；归母净利润 53.38 亿元，同比增长 84.32%，主要是 21Q4 因地产企业风险爆发，大宗业务计提大量减值，导致 21 年利润基数较低。23Q1，定制板块实现营收 83.56 亿元，同比下降 14.08%；归母净利润 2.61 亿元，同比下降 38.27%。23Q1 业绩承压，主要是因为 22Q4 全国各地疫情爆发，居家导致消费停滞，前端接单大幅下滑，进而传导至 23Q1 报表端。

图 1. 定制家居板块历年营业收入（亿元）



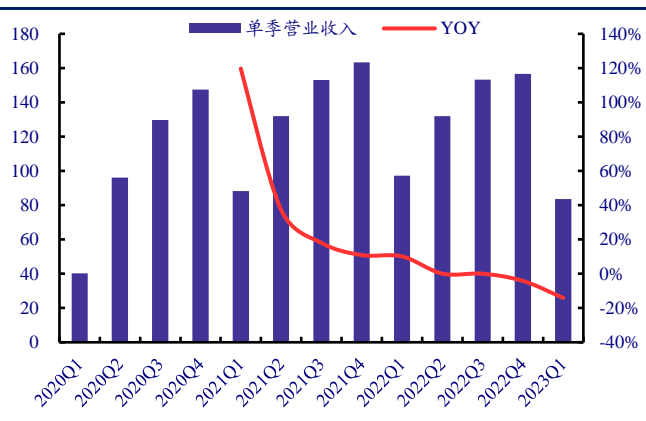
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2. 定制家居板块历年归母净利润（亿元）



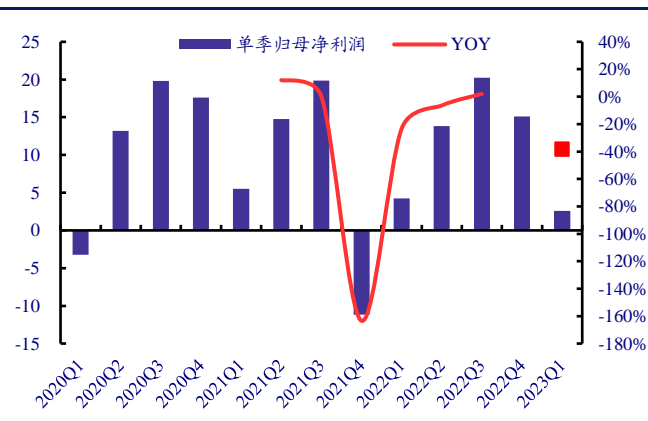
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3. 定制家居板块各季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4. 定制家居板块各季度归母净利润（亿元）

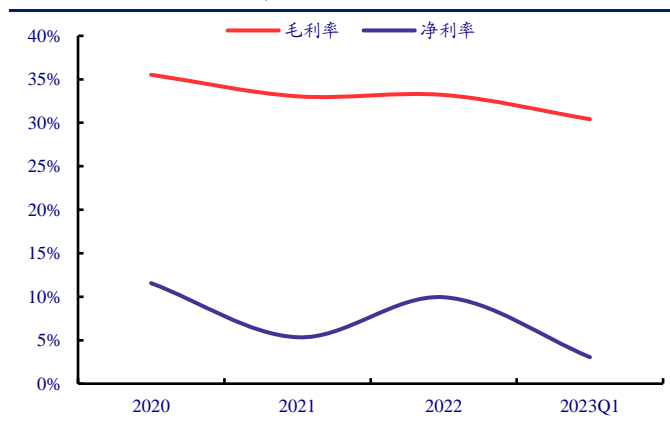


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

22 年盈利能力实现改善，23Q1 有所下滑。2022 年，定制板块毛利率为 33.2%，同比提升

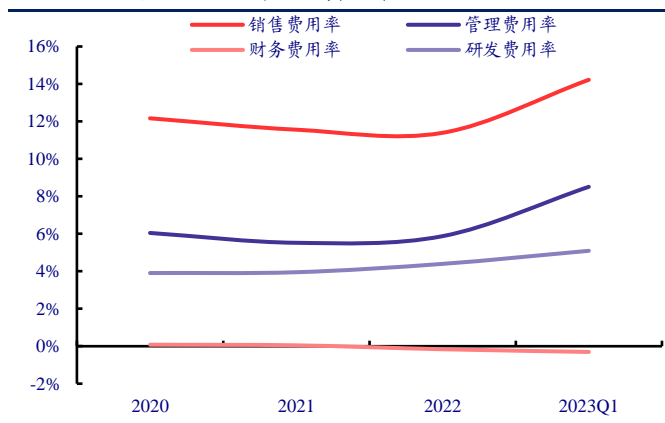
0.16 pct; 费用率为 21.5%，同比提升 0.43 pct; 净利率为 9.94%，同比提升 4.6 pct。单季来看，定制板块前三季度逐季改善，第四季度有所下滑。23Q1，行业整体销售下滑，导致规模效应减弱，盈利能力明显下降，毛利率/费用率/净利率分别为 30.42%/27.52%/3.05%，分别同比变动-0.17 pct/+1.65 pct/-1.38 pct，分别环比变动-2.85 pct/+6.99 pct/-6.46 pct。

图 5. 定制家居板块历年盈利能力



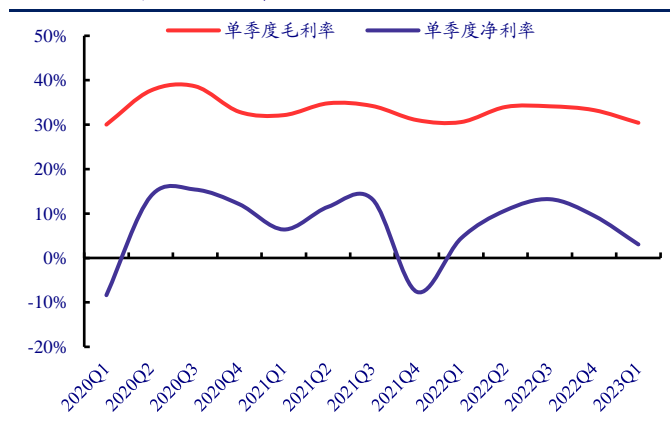
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 定制家居板块历年各项费用率



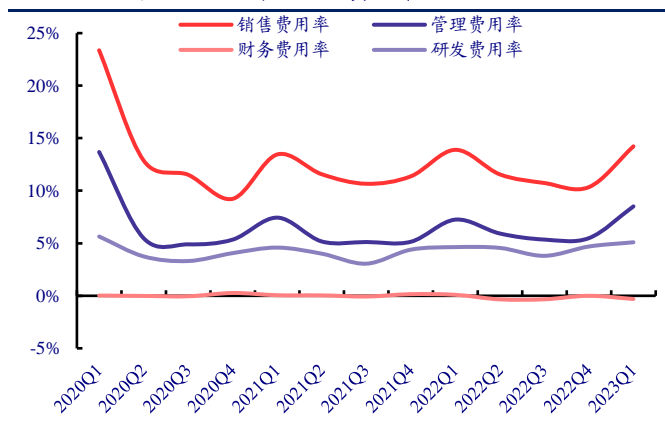
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7. 定制家居板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 定制家居板块各季度各项费用率



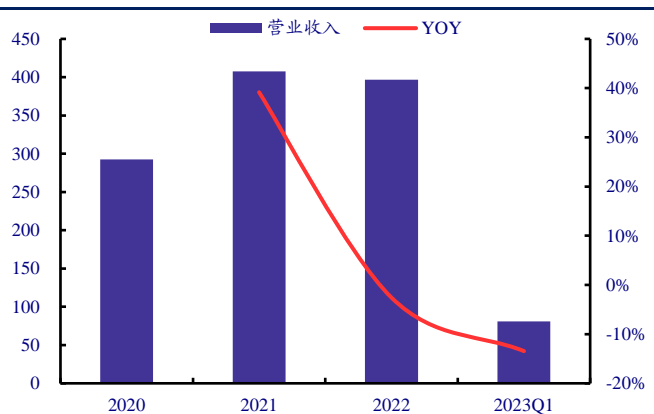
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 软体家居: 22 年利润稳健增长, 23 年内销持续复苏

软体家居板块选取【顾家家居、喜临门、慕思股份、梦百合】四家企业作为代表，汇总四家数据作为软体板块整体数据进行分析。

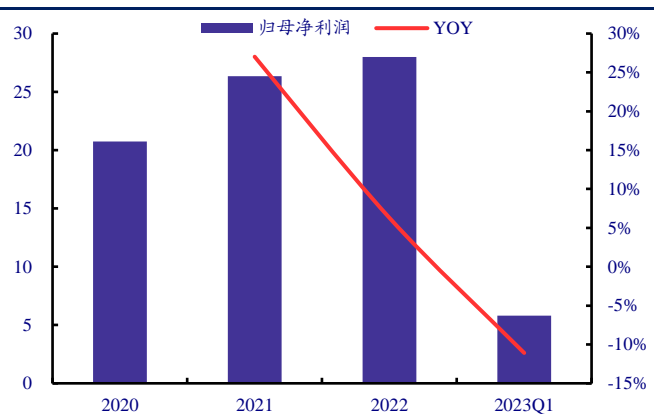
22 年营收小幅下滑、归母净利润个位数增长，23Q1 均下滑 10%+。2022 年，软体板块实现营收 396.79 亿元，同比下降 2.59%；归母净利润 28 亿元，同比增长 6.29%。其中，营收有所承压，主要是因为地产景气度下行&疫情反复；利润表现略优于营收，主要是因为 22 年原材料价格有所下降，盈利能力得到改善。23Q1，软体板块实现营收 80.77 亿元，同比下降 13.46%；归母净利润 5.8 亿元，同比下降 11.09%。

图 9. 软体家居板块历年营业收入（亿元）



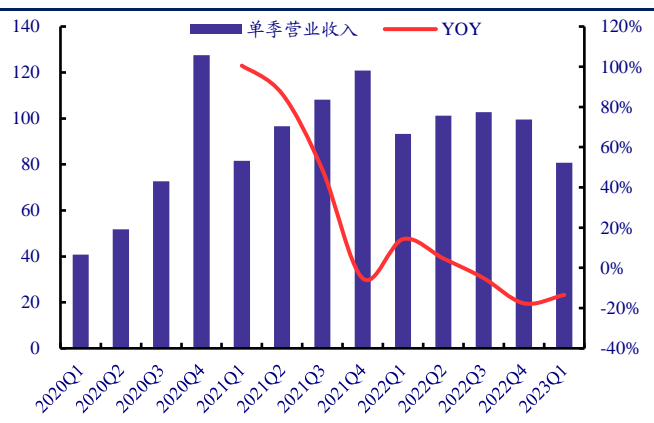
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 软体家居板块历年归母净利润（亿元）



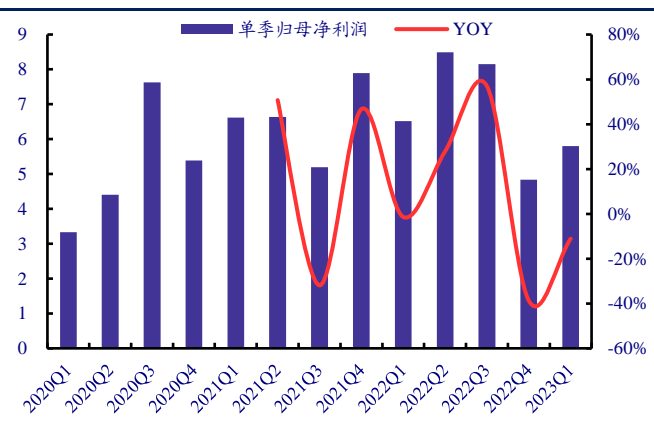
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11. 软体家居板块各季度营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

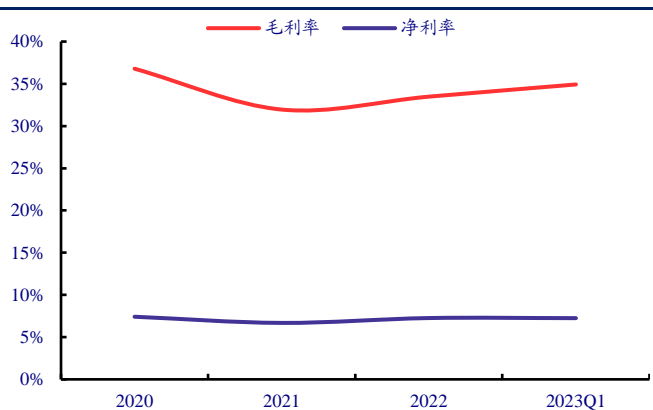
图 12. 软体家居板块各季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

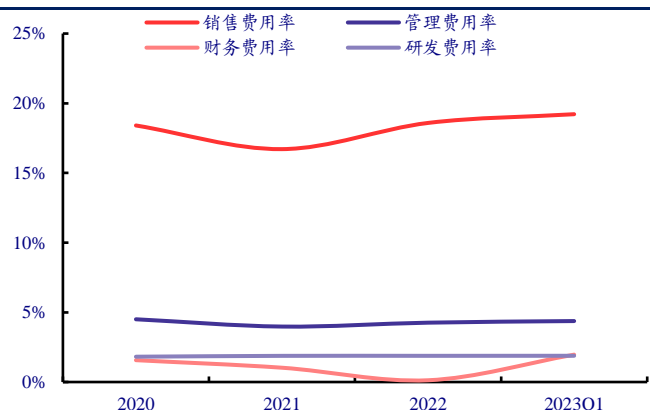
22 年盈利能力得到修复，23Q1 净利率同比微降。2022 年，软体板块毛利率为 33.48%，同比提升 1.53 pct；费用率为 24.86%，同比提升 1.26 pct；净利率为 7.26%，同比提升 0.58 pct。23Q1，毛利率同比有所提升，但费用率增加，最终导致净利率微降，毛利率/费用率/净利率分别为 34.92%/27.44%/7.25%，分别同比变动+2.53 pct/+3.81 pct/-0.02 pct，分别环比变动-1.21 pct/-3.89 pct/+2.31 pct。

图 13. 软体家居板块历年盈利能力



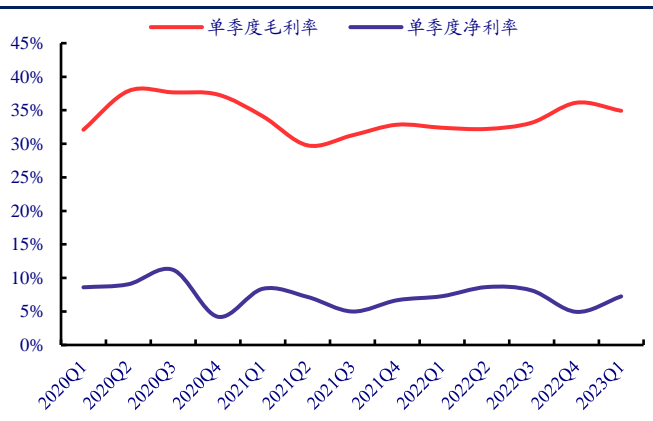
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14. 软体家居板块历年各项费用率



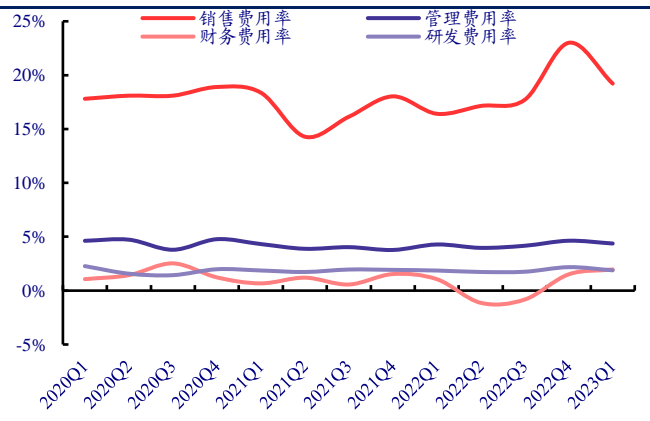
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15. 软体家居板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16. 软体家居板块各季度各项费用率

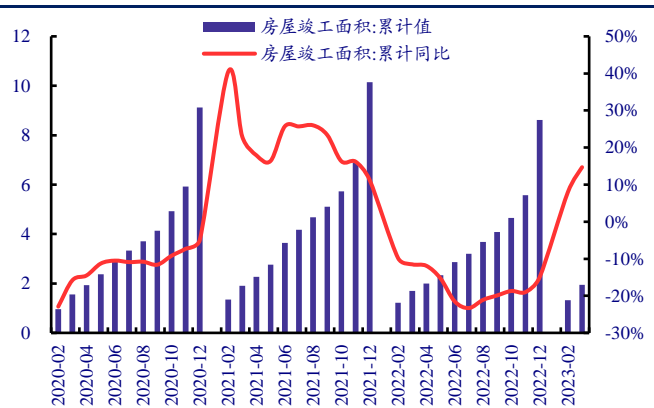


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 投资建议

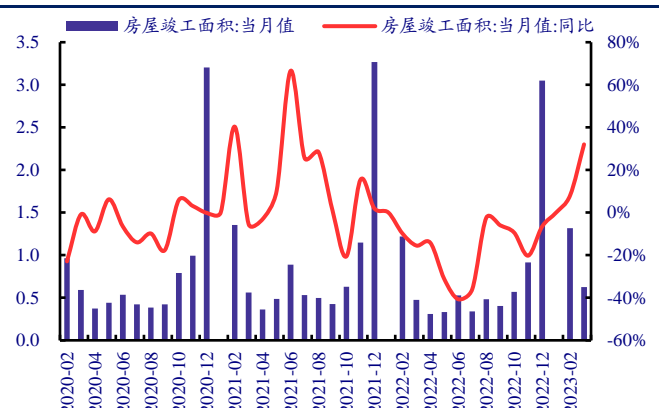
政策支持带动竣工改善, 3月竣工加速复苏。中央发布多项政策缓解地产压力, 政策落地有望带动地产景气度回暖, 前期开发商囤积大量未完工项目, 融资端修复将促进完工, 后续竣工好转将支撑家居需求。2023年1~3月, 全国房屋累计竣工面积达到1.94亿平方米, 同比增长14.7%。其中, 3月单月加速复苏, 实现竣工面积0.62亿平方米, 同比增长32.02%。

图 17. 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

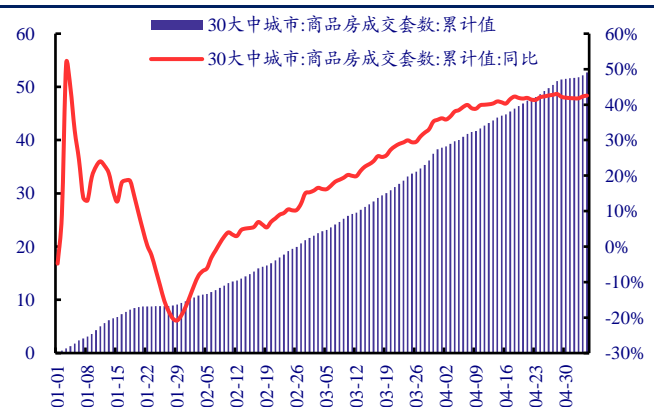
图 18. 房屋竣工面积当月值 (亿平方米)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

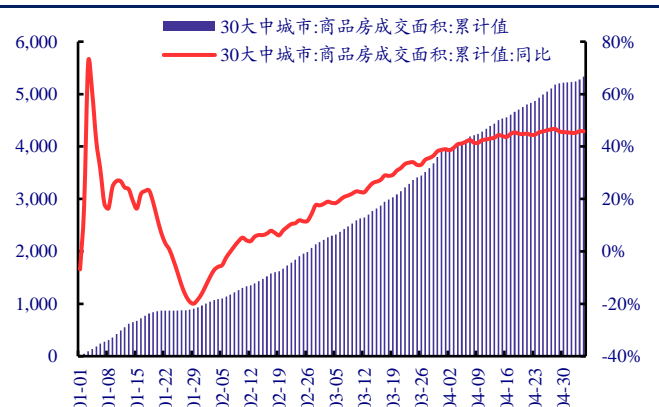
地产销售持续改善, 二手房数据同比大幅增长。春节节后以来, 地产销售持续复苏。新房方面, 截至 2023 年 5 月 5 日, 全国 30 大中城市商品房成交套数年初以来累计 52.69 万套, 同比增长 42.55%; 成交面积年初以来累计为 5,330.59 万平方米, 同比增长 45.78%。二手房方面, 克而瑞数据显示, 2023 年 3 月, 15 个重点城市二手房成交面积预计为 1,012 万平方米, 同比增长 98%, 环比增长 49%。

图 19. 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

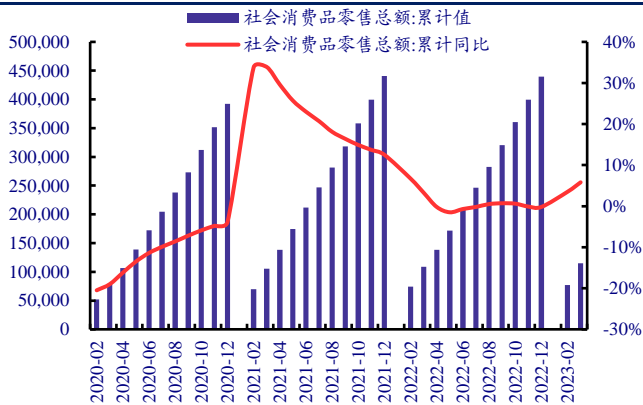
图 20. 30 大中城市商品房成交面积累计值 (万平方米)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

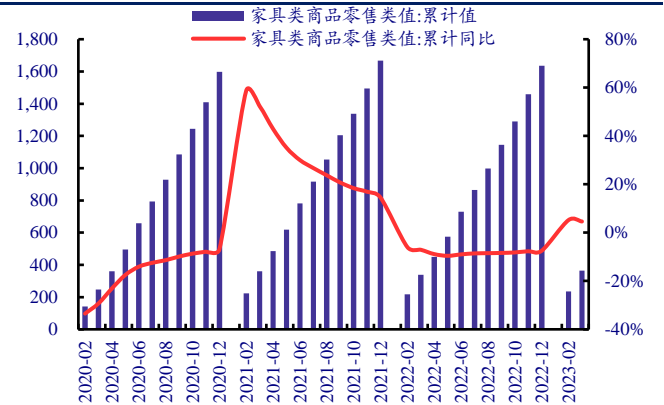
疫后消费复苏, 看好全年业绩表现。疫后客流显著复苏, 家居龙头信心十足, 普遍对 23 年设定乐观目标, 且积极推动营销策划, 对整家套餐内容及性价比进行升级。2023 年 1~3 月, 社会消费品零售总额为 11.49 万亿元, 同比增长 5.8%; 家具类零售额为 364 亿元, 同比增长 4.6%。其中, 3 月单月社零总额为 3.79 亿元, 同比增长 10.6%; 家具类零售额为 134 亿元, 同比增长 3.5%。315 反馈来看, 定制龙头前端普遍增长约 20%, 有望带动 Q2 报表端实现改善。

图 21. 社会消费品零售总额累计值 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 22. 家具类商品零售类值累计值 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

建议关注:

1) 定制龙头方面, 大举推进大家居战略, 产品、品牌、渠道优势持续赋能的**欧派家居 (603833.SH)**; 多品牌矩阵结构清晰实现稳步发展, 品类协同驱动客单价提升, 全渠道布局不断深化的**索菲亚 (002572.SZ)**; 衣柜和大宗业务协同发力的**志邦家居 (603801.SH)**; 持续深化全品类、全渠道战略布局, 品类拓展表现亮眼, 渠道实力不断增强的**金牌厨柜 (603180.SH)**。

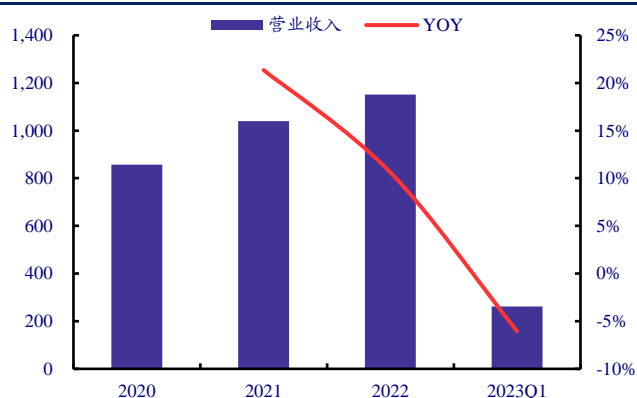
2) 软体龙头方面, 多渠道、多品类拓展, 打造大家居融合店模式的**顾家家居 (603816.SH)**; 聚焦中高端市场打造高端品牌形象, 以优势床类产品为基础向外进行品类延伸, 并稳健推进渠道布局的**慕思股份 (001323.SZ)**。

二、造纸: 浆价加速下行, 盈利弹性料将逐步兑现

(一) 浆纸系: 盈利持续承压, 浆价下行驱动改善

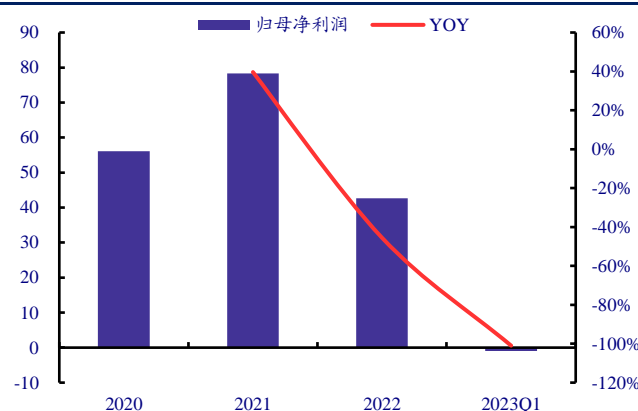
22 年营收稳健增长、利润大幅下滑, 23Q1 利润亏损。2022 年, 浆纸系板块实现营收 1,150.89 亿元, 同比增长 10.63%; 归母净利润 42.68 亿元, 同比下降 45.52%。浆纸系营收稳健增长, 主要是因为报告期内文化纸价格有所提升; 利润大幅下滑, 主要是因为纸浆价格处于高位, 成品纸盈利能力大幅下滑。23Q1, 浆纸系板块实现营收 261.77 亿元, 同比下降 6.05%; 归母净利润 -0.13 亿元, 同比下降 100.98%。

图 23. 浆纸系板块历年营业收入（亿元）



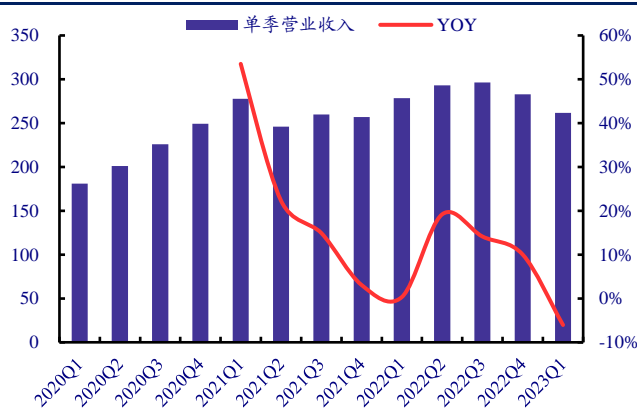
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24. 浆纸系板块历年归母净利润（亿元）



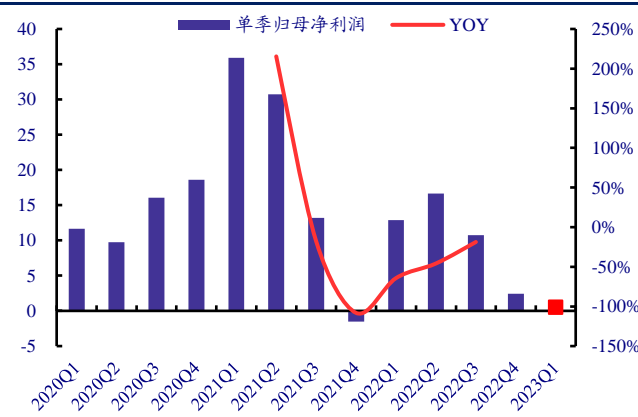
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25. 浆纸系板块各季度营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

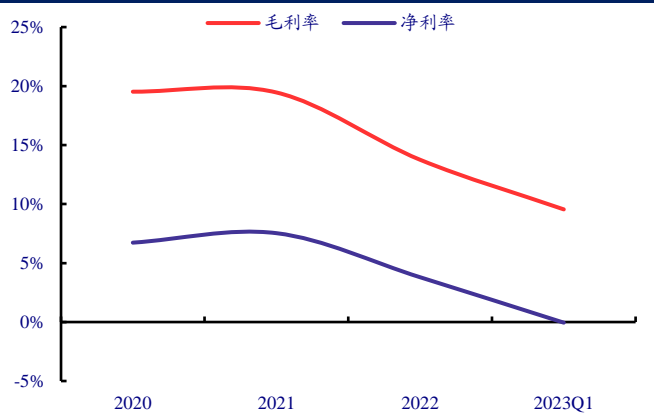
图 26. 浆纸系板块各季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

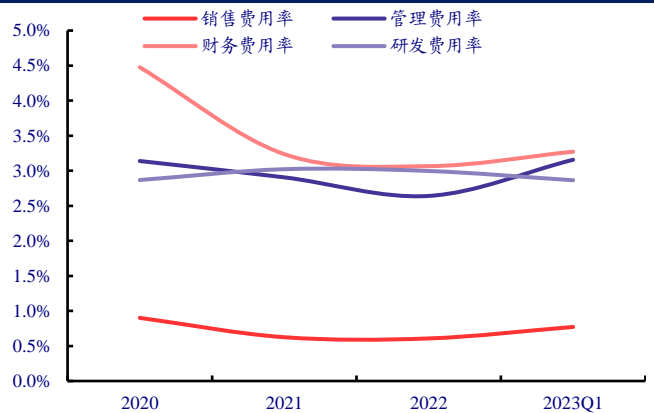
22 年盈利能力大幅下滑，23Q1 环比企稳。2022 年，浆纸系板块毛利率为 13.75%，同比下降 5.71 pct；费用率为 9.31%，同比下降 0.48 pct；净利率为 3.8%，同比下降 3.74 pct。毛利率、净利率同比大幅下滑，主要是因为报告期内纸浆原材料价格维持高位。23Q1，毛利率环比有所企稳，毛利率/费用率/净利率分别为 9.55%/10.07%/-0.05%，分别同比变动-5.24 pct/+1.04 pct/-4.17 pct，分别环比变动-0.62 pct/+0.34 pct/-1.11 pct。

图 27. 浆纸系板块历年盈利能力



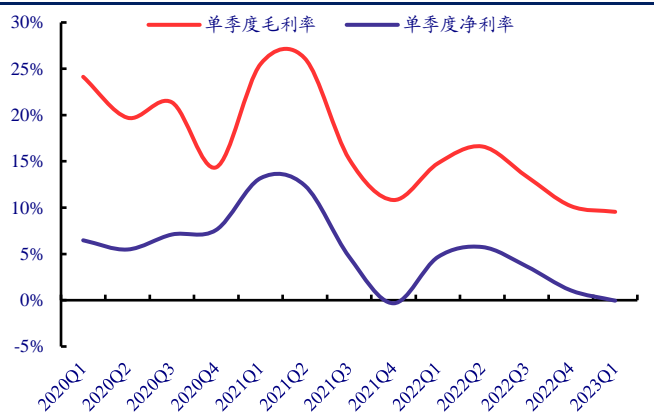
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28. 浆纸系板块历年各项费用率



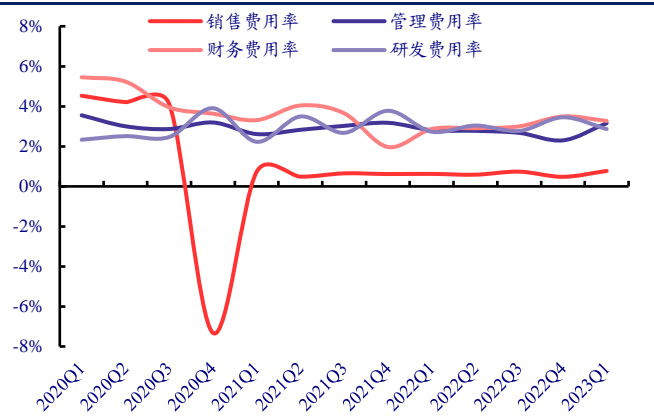
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 29. 浆纸系板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30. 浆纸系板块各季度各项费用率



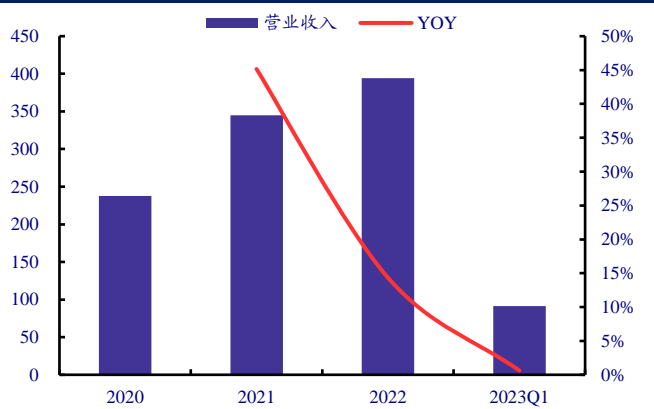
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 20Q4 销售费用率大幅下滑, 主要是因为多家企业会计准则调整

(二) 特种纸: 营收稳步扩张, 利润率持续向好

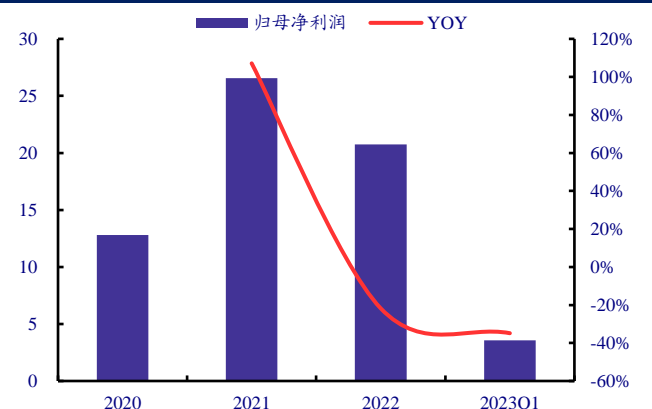
22 年营收稳步扩张、利润同比下降, 23Q1 利润下降 3 成。2022 年, 特种纸板块实现营收 394.45 亿元, 同比增长 14.33%; 归母净利润 20.76 亿元, 同比下降 21.79%。特种纸利润大幅下滑, 主要是因为纸浆原材料价格处于高位, 盈利能力大幅下滑。23Q1, 浆纸系板块实现营收 91.18 亿元, 同比增长 0.62%; 归母净利润 3.55 亿元, 同比下降 34.86%。

图 31. 特种纸板块历年营业收入（亿元）



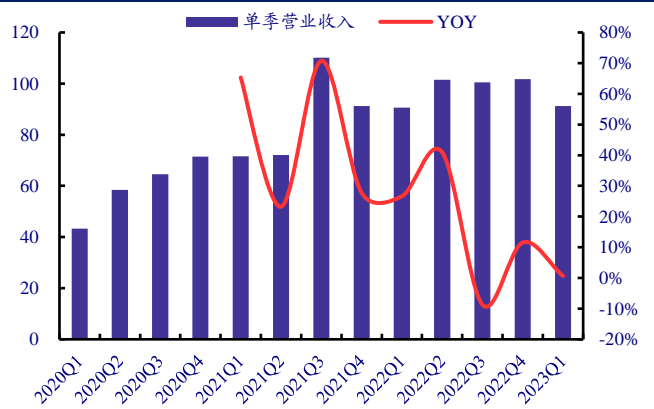
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 32. 特种纸板块历年归母净利润（亿元）



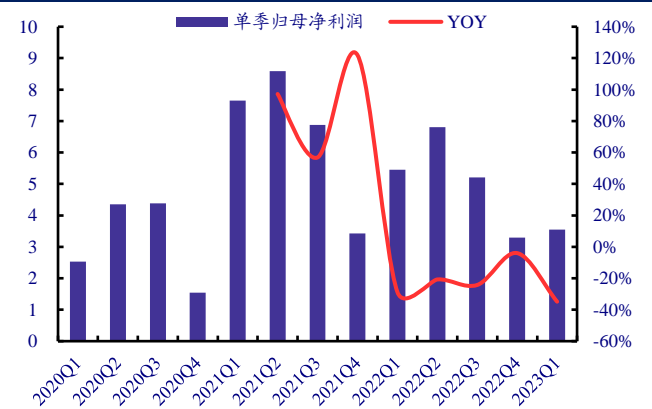
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 33. 特种纸板块各季度营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

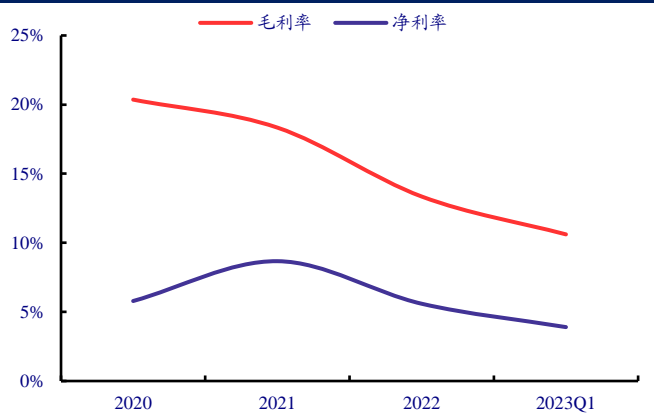
图 34. 特种纸板块各季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

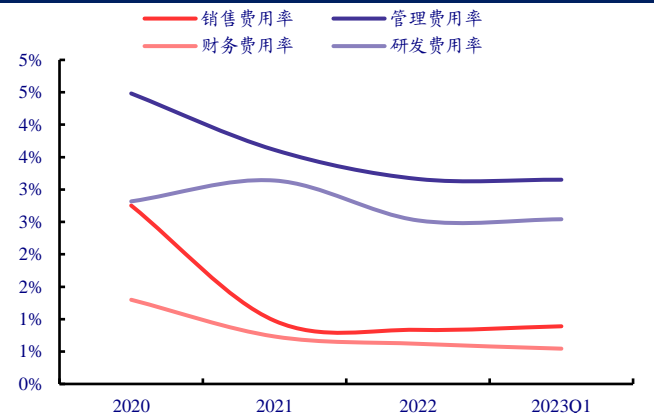
22 年盈利能力下滑，23Q1 环比实现回升。2022 年，特种纸板块毛利率为 13.35%，同比下降 4.98 pct；费用率为 7.14%，同比下降 1.32 pct；净利率为 5.59%，同比下降 3.08 pct。毛利率、净利率同比大幅下滑，主要是因为报告期内纸浆原材料价格维持高位。23Q1，毛利率、净利率环比实现回升，毛利率/费用率/净利率分别为 10.61%/7.13%/3.9%，分别同比下降 4.26 pct/0.42 pct/2.57 pct，分别环比提升 0.13 pct/1.11 pct/0.58 pct。

图 35. 特种纸板块历年盈利能力



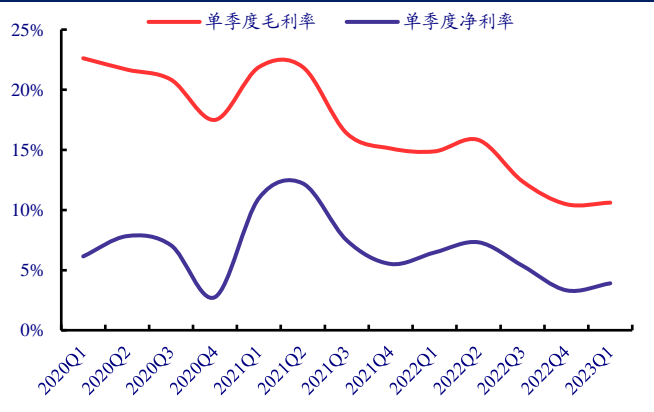
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 36. 特种纸板块历年各项费用率



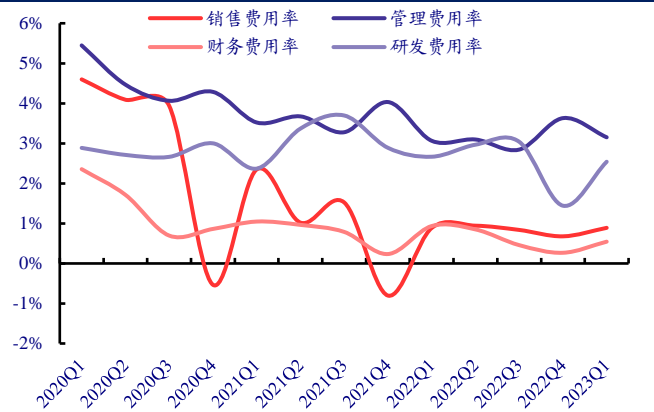
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 37. 特种纸板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 38. 特种纸板块各季度各项费用率

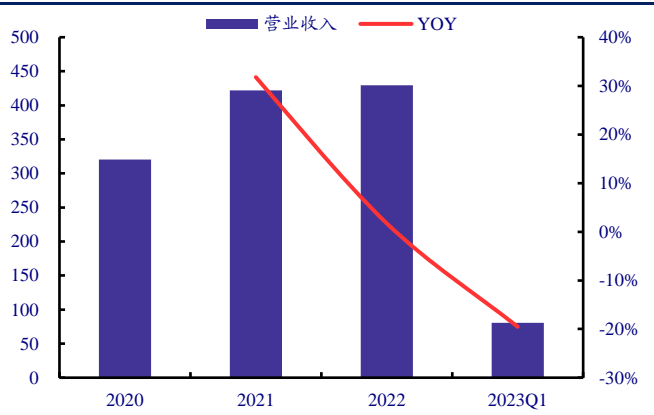


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 废纸系: 利润亏损, 静待需求修复

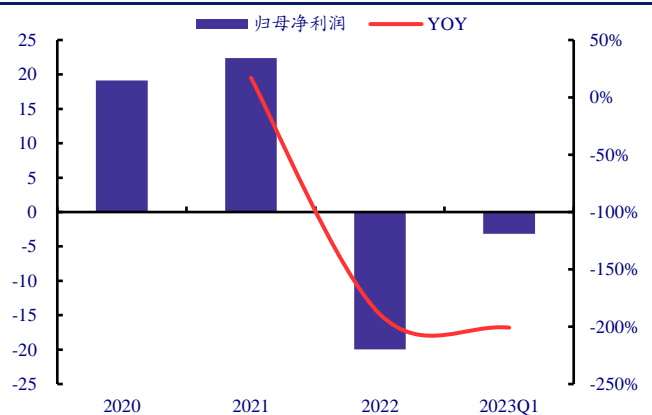
22 年营收小幅增长、利润转亏, 23Q1 明显承压。2022 年, 废纸系板块实现营收 429.43 亿元, 同比增长 1.73%; 归母净利润-19.98 亿元, 同比下降 189.24%。废纸系业绩承压, 主要是因为报告期内终端消费疲软, 废纸系成品纸价格持续下滑, 盈利能力较弱。23Q1, 废纸系板块实现营收 80.78 亿元, 同比下降 19.54%; 归母净利润-3.15 亿元, 同比下降 200.83%。

图 39. 废纸系板块历年营业收入（亿元）



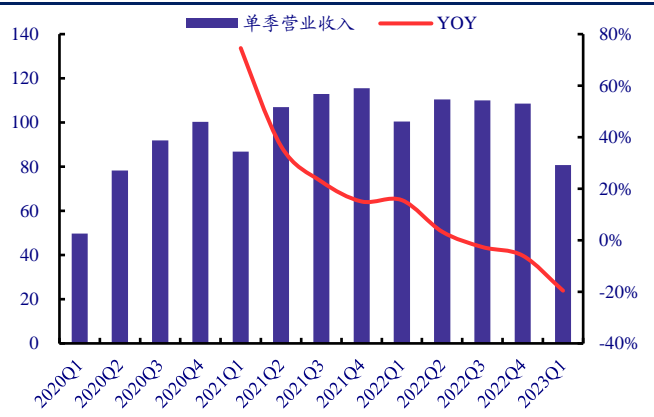
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 40. 废纸系板块历年归母净利润（亿元）



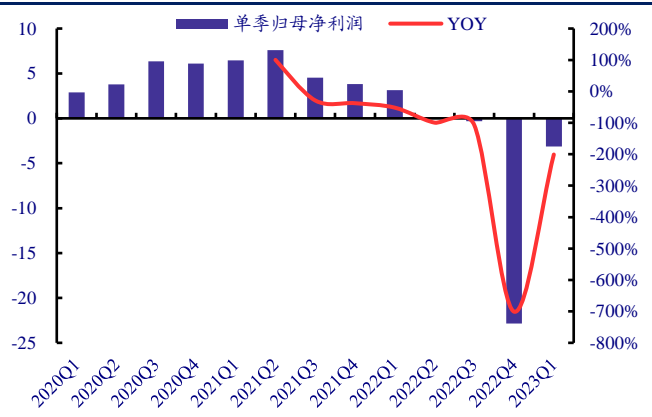
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 41. 废纸系板块各季度营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

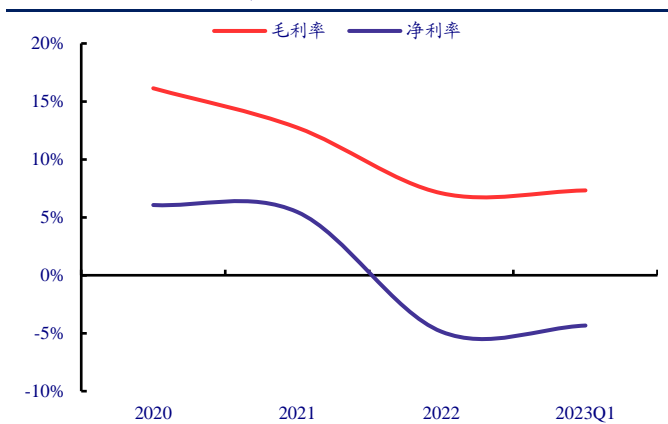
图 42. 废纸系板块各季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

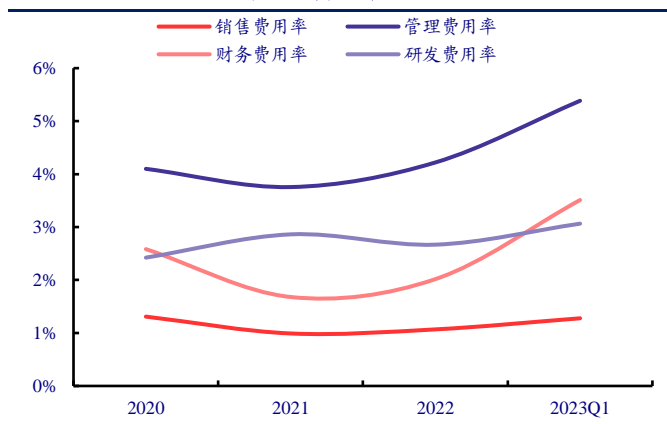
22 年盈利能力大幅下滑，23Q1 环比有所改善。2022 年，废纸系板块毛利率为 7.08%，同比下降 5.66 pct；费用率为 9.97%，同比提升 0.68 pct；净利率为 -4.87%，同比下降 10.32 pct。毛利率、净利率同比大幅下滑，主要是因为报告期内终端消费疲软，成品纸价格及盈利能力快速下滑。23Q1，毛利率/费用率/净利率分别为 7.32%/13.24%/-4.34%，分别同比变动 -2.51 pct/+3.97 pct/-7.4 pct，分别环比变动 +3.32 pct/+1.19 pct/+17.35 pct。

图 43. 废纸系板块历年盈利能力



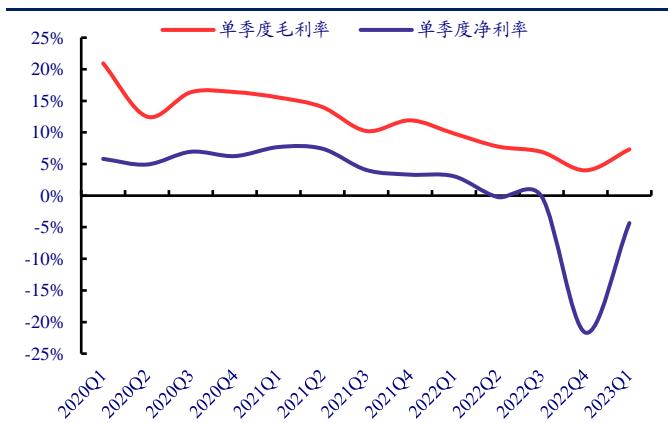
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 44. 废纸系板块历年各项费用率



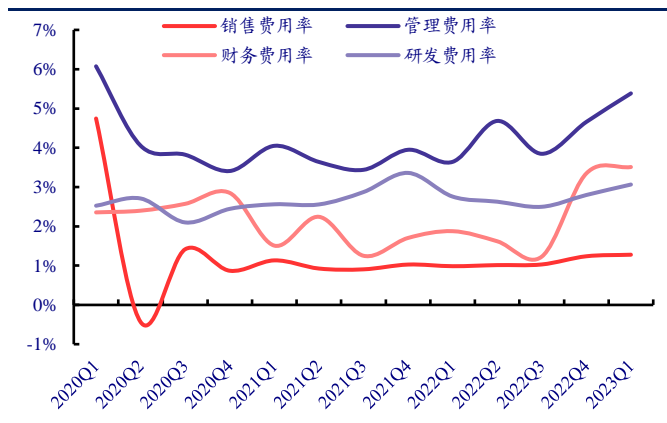
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 45. 废纸系板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 46. 废纸系板块各季度各项费用率



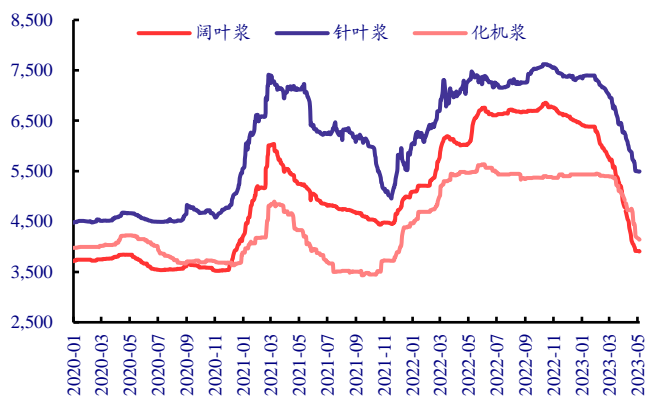
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

产能投放缓解供应压力, 浆价快速下行。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。供应投放下, 纸浆价格持续下行, 截至 2023 年 5 月 6 日, 阔叶浆、针叶浆和化机浆价格分别为 3,907.95、5,493.75、4,141.67 元/吨, 分别较高点下降 42.97%、27.92%、23.95%。

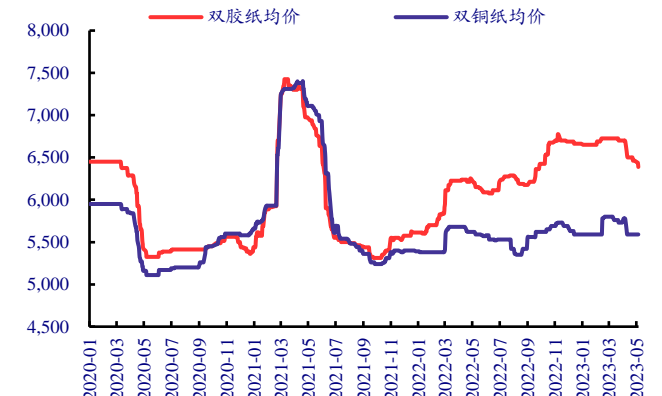
文化纸需求稳中向好, 特种纸盈利有望保持。文化纸需求稳中向好, 印刷新规出台预计将使教辅教材需求增长 10%~20%, 且预计二十大以后党建刊物需求将逐步释放。同时, 特种纸下游需求持续扩张, 竞争格局良好, 价格有望保持坚挺; 头部企业持续进行产能建设, 布局自给浆, 业绩长期成长性显著。

图 47. 纸浆价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 48. 文化纸价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

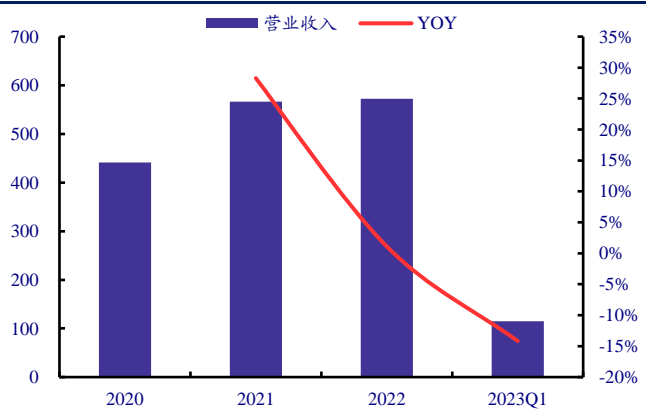
建议关注: 林浆纸一体化布局, 成本控制推动盈利能力优化的**太阳纸业 (002078.SZ)**; 不断优化造纸业务运营效率, 加快产业布局, 未来有望充分受益于碳汇业务成长的**岳阳林纸 (600963.SH)**; 品类扩张持续推动业绩成长, 多品种协同提高经营效率的**仙鹤股份 (603733.SH)**。

三、包装: 行业整体承压, 看好需求复苏&成本改善

(一) 纸包装: 22 年利润快速下滑, 23Q1 降幅收窄

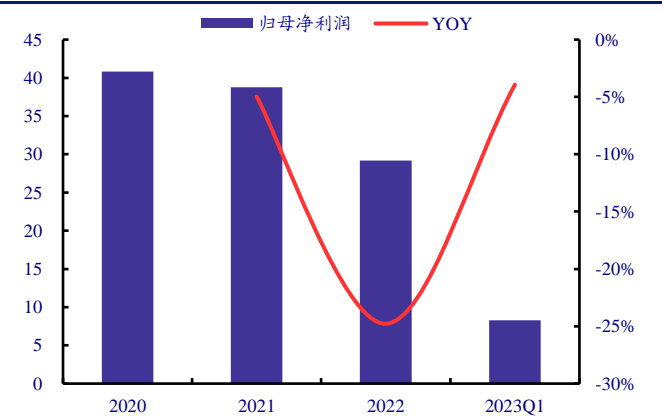
22 年营收微增、利润快速下滑, 23Q1 利润降幅收窄。2022 年, 纸包装板块实现营收 572.54 亿元, 同比增长 1.11%; 归母净利润 29.17 亿元, 同比下降 24.78%。23Q1, 纸包装板块实现营收 114.59 亿元, 同比下降 14.17%; 归母净利润 8.27 亿元, 同比下降 3.94%。

图 49. 纸包装板块历年营业收入 (亿元)



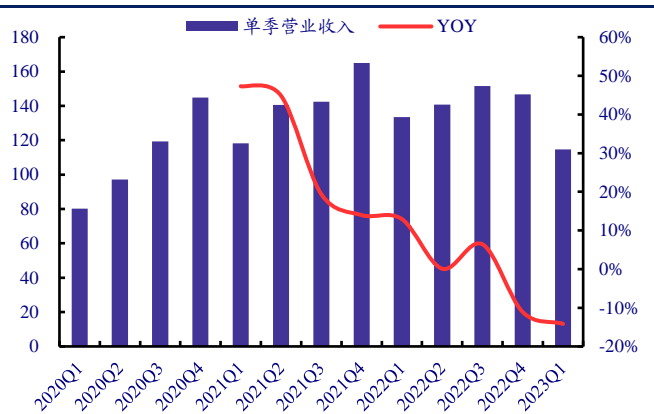
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 50. 纸包装板块历年归母净利润 (亿元)



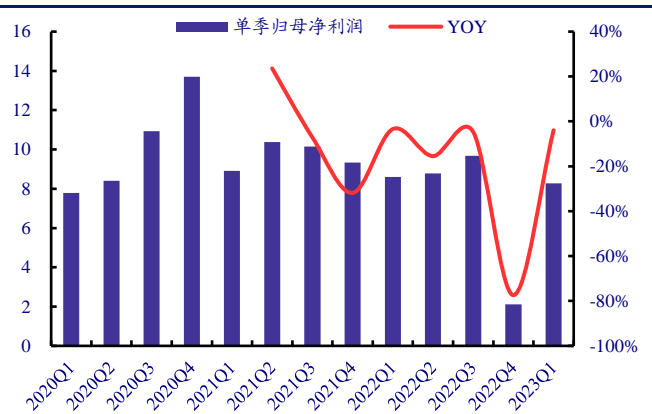
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 51. 纸包装板块各季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

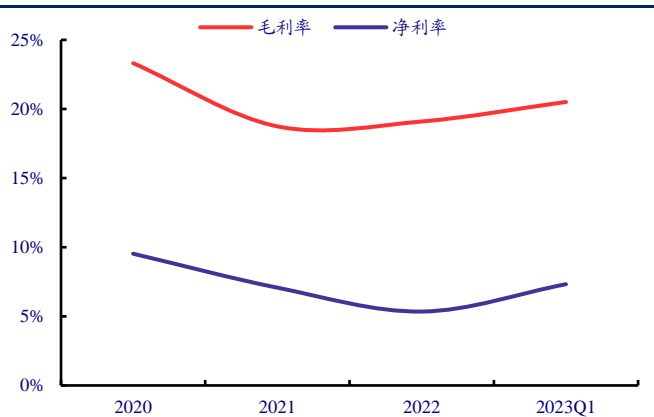
图 52. 纸包装板块各季度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

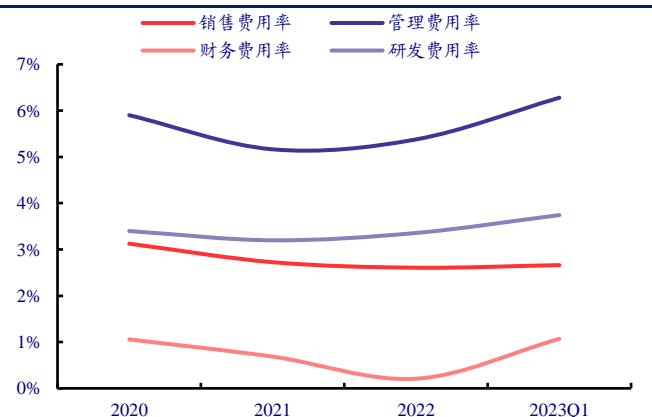
22 年净利率下滑，23Q1 环比快速修复。2022 年，纸包装板块毛利率为 19.1%，同比提升 0.35 pct；费用率为 11.55%，同比下降 0.22 pct；净利率为 5.35%，同比下降 1.73 pct。毛利率、费用率实现改善，而净利率有所下滑，主要是因为部分公司计提减值损失，且 21 年投资收益基数较大。23Q1，毛利率/费用率/净利率分别为 20.51%/13.76%/7.32%，分别同比提升 1.04 pct/2.16 pct/0.75 pct，分别环比提升 0.46 pct/0.80 pct/5.59 pct。

图 53. 纸包装板块历年盈利能力



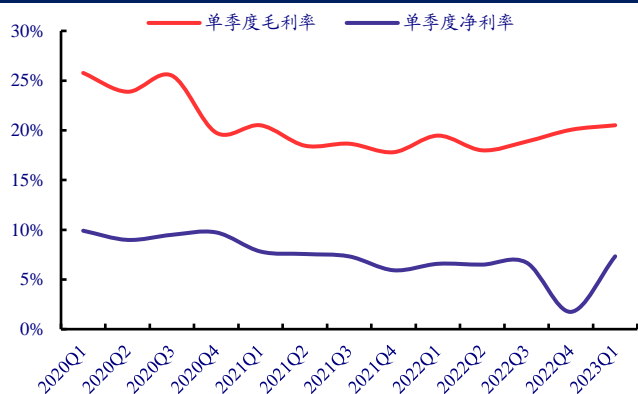
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 54. 纸包装板块历年各项费用率



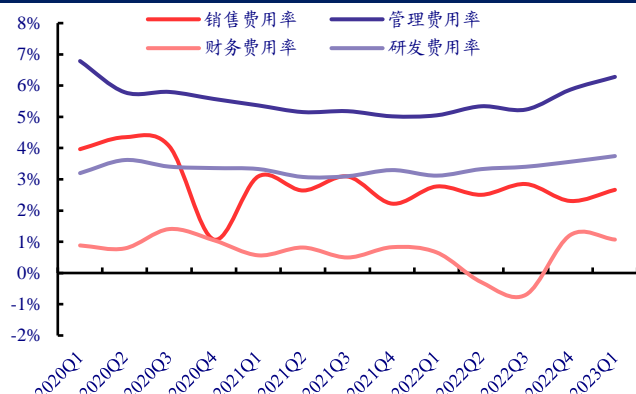
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 55. 纸包装板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 56. 纸包装板块各季度各项费用率

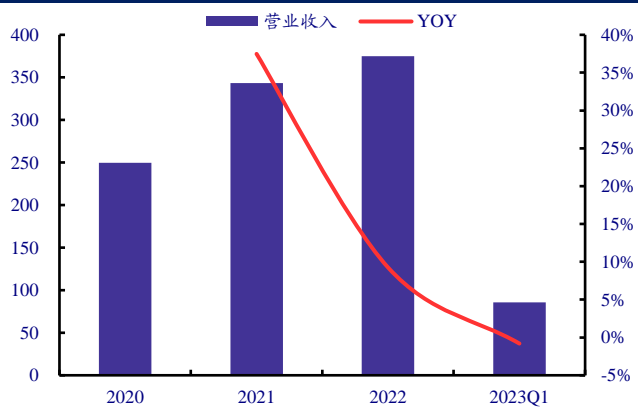


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 金属包装: 23Q1 利润微降, 盈利能力环比修复

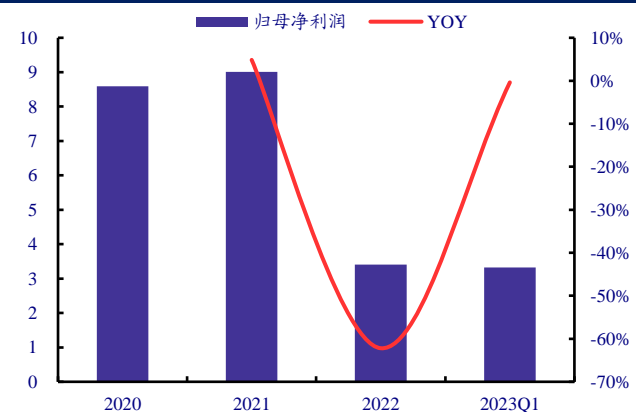
22 年营收个位数增长、利润大幅下滑, 23Q1 业绩微降。2022 年, 金属包装板块实现营收 375.08 亿元, 同比增长 9.25%; 归母净利润 3.4 亿元, 同比下降 62.2%。金属包装板块利润大幅下滑, 主要是因为中锐股份计提大量信用减值损失。23Q1, 金属包装板块实现营收 85.47 亿元, 同比下降 0.81%; 归母净利润 3.33 亿元, 同比下降 0.37%。

图 57. 金属包装板块历年营业收入 (亿元)



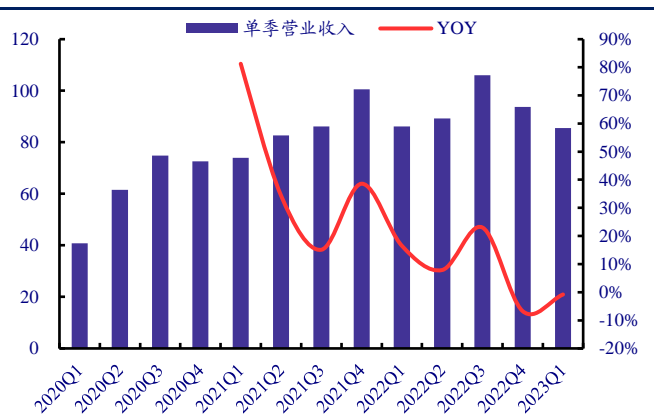
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 58. 金属包装板块历年归母净利润 (亿元)



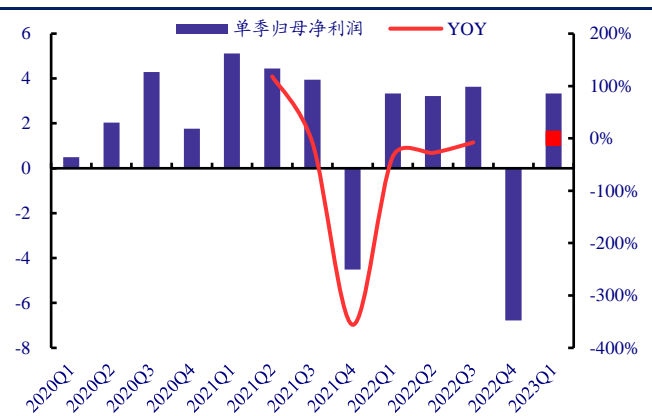
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 59. 金属包装板块各季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

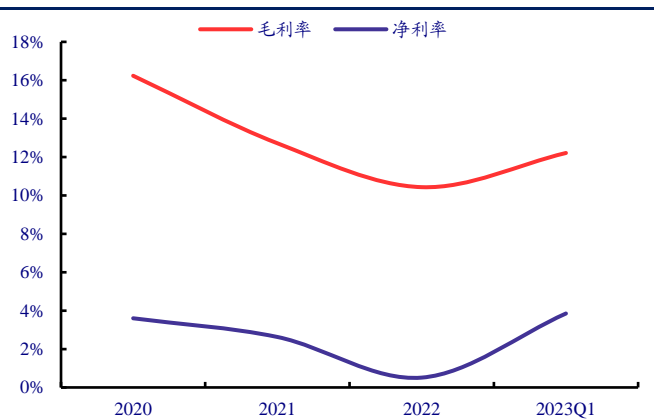
图 60. 金属包装板块各季度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

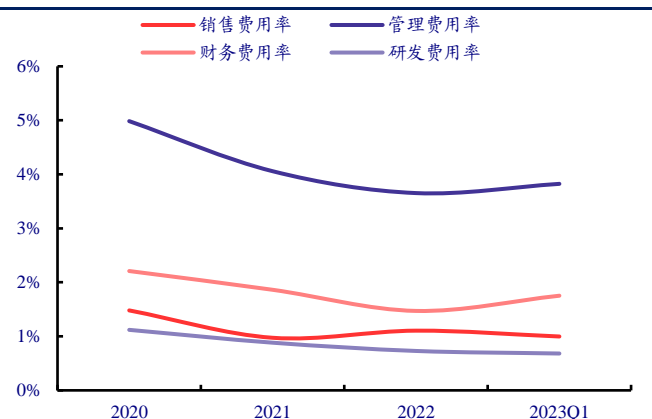
22 年盈利能力下滑, 23Q1 环比快速修复。2022 年, 金属包装板块毛利率为 10.43%, 同比下降 2.29 pct; 费用率为 6.96%, 同比下降 0.82 pct; 净利率为 0.51%, 同比下降 2.12 pct。净利率大幅下滑, 主要是因为中锐股份计提大量信用减值损失。23Q1, 毛利率/费用率/净利率分别为 12.21%/7.26%/3.85%, 分别同比变动+0.81 pct/+0.51 pct/-0.09 pct, 分别环比变动+3.3 pct/-0.5 pct/+12.85 pct。

图 61. 金属包装板块历年盈利能力



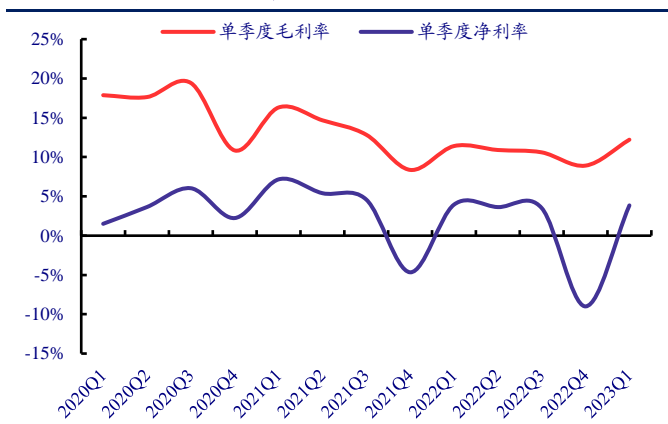
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 62. 金属包装板块历年各项费用率



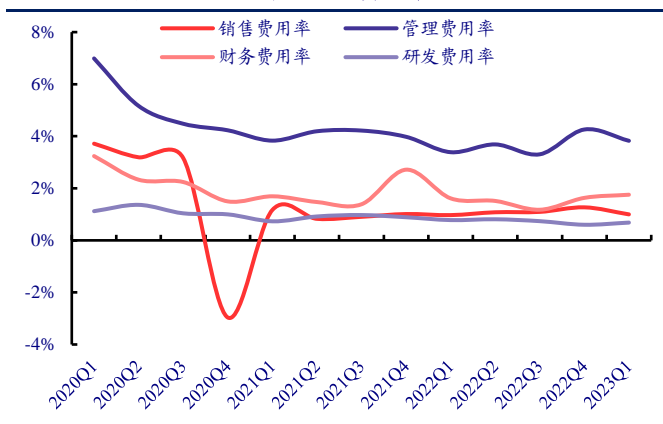
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 63. 金属包装板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 64. 金属包装板块各季度各项费用率

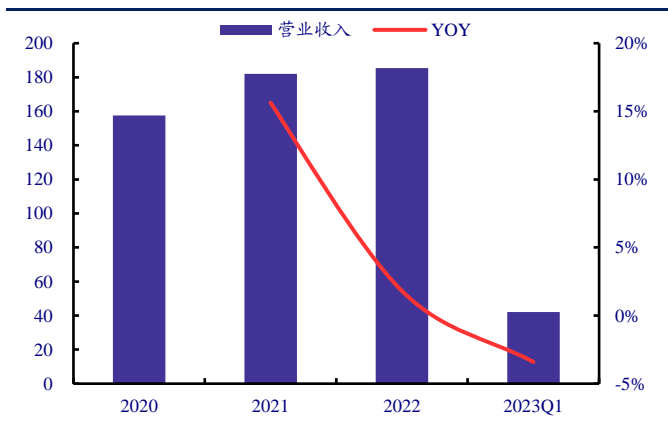


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 塑料包装: 业绩持续承压, 静待行业改善

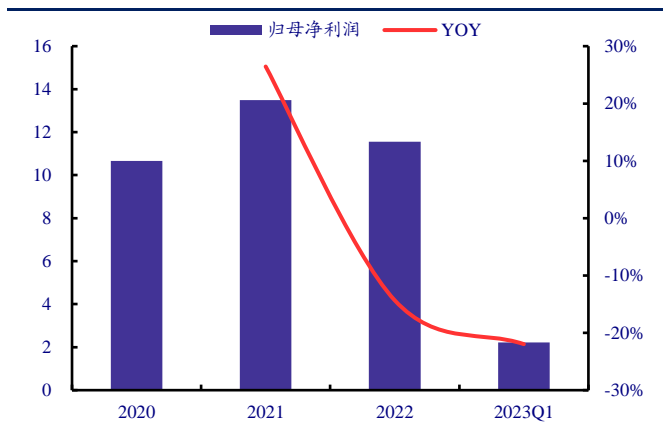
22 年营收微增、利润下滑, 23Q1 利润承压。2022 年, 塑料包装板块实现营收 185.33 亿元, 同比增长 1.8%; 归母净利润 11.55 亿元, 同比下降 14.33%。23Q1, 塑料包装板块实现营收 42.07 亿元, 同比下降 3.41%; 归母净利润 2.22 亿元, 同比下降 21.97%。

图 65. 塑料包装板块历年营业收入 (亿元)



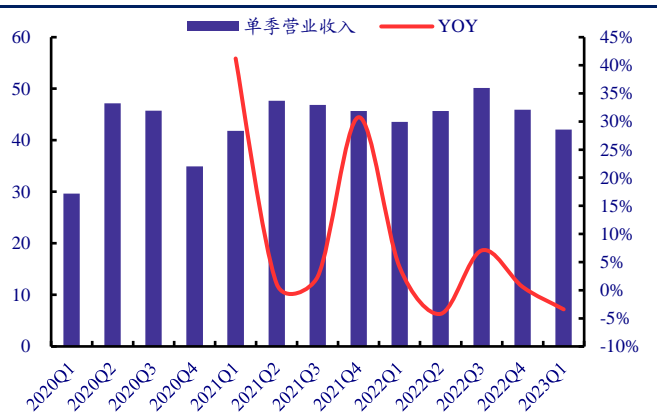
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 66. 塑料包装板块历年归母净利润 (亿元)



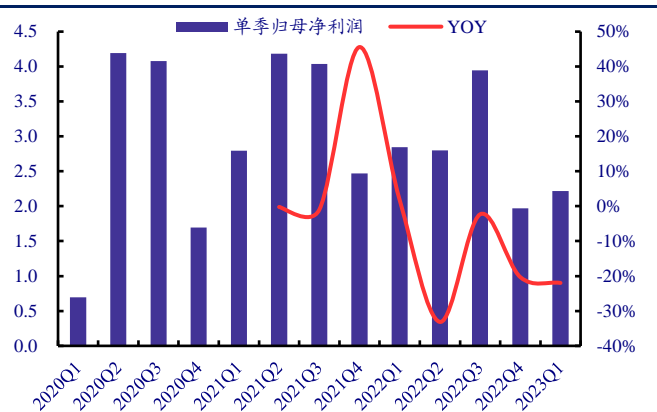
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 67. 塑料包装板块各季度营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

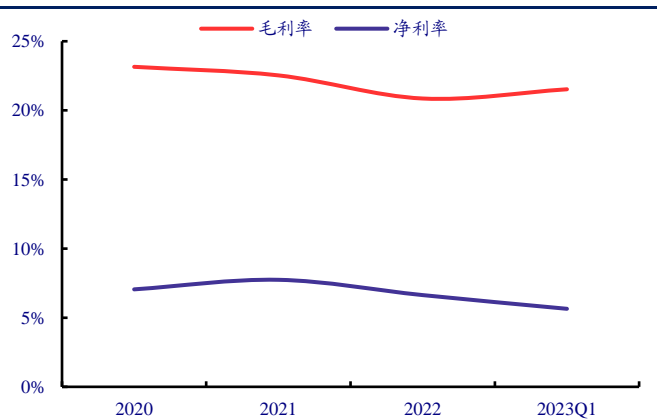
图 68. 塑料包装板块各季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

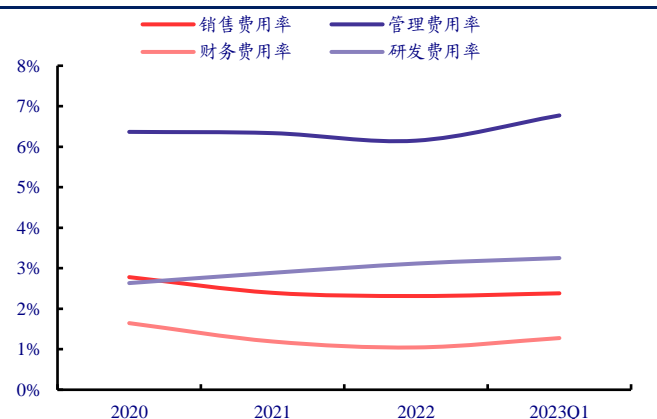
22 年盈利能力同比下滑，23Q1 环比改善。2022 年，塑料包装板块毛利率为 20.86%，同比下降 1.67 pct; 费用率为 12.62%，同比下降 0.18 pct; 净利率为 6.64%，同比下降 1.11 pct。23Q1，毛利率/费用率/净利率分别为 21.53%/13.68%/5.65%，分别同比变动+1.19 pct/+0.83 pct/-1.19 pct，分别环比提升 0.59 pct/0.45 pct/0.82 pct。

图 69. 塑料包装板块历年盈利能力



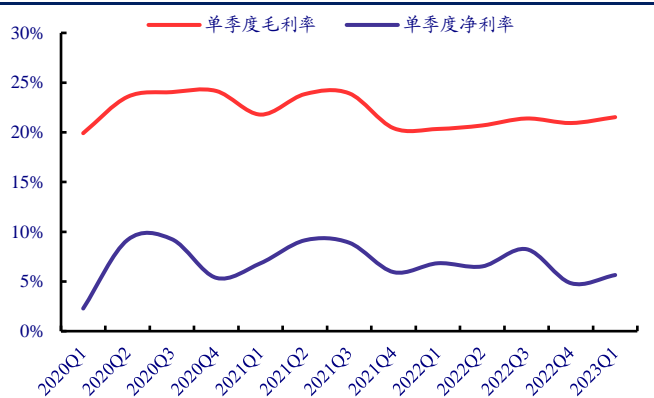
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 70. 塑料包装板块历年各项费用率



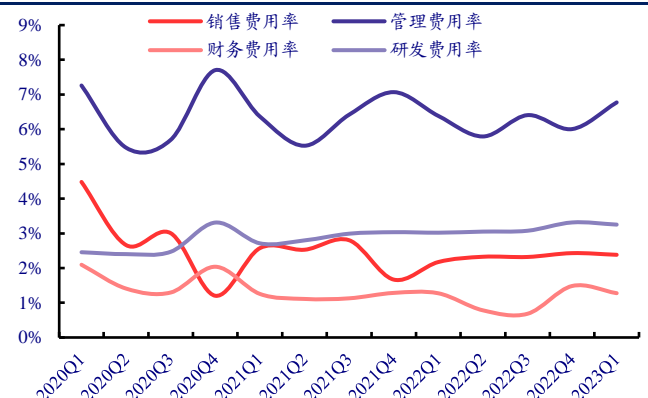
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 71. 塑料包装板块各季度盈利能力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 72. 塑料包装板块各季度各项费用率



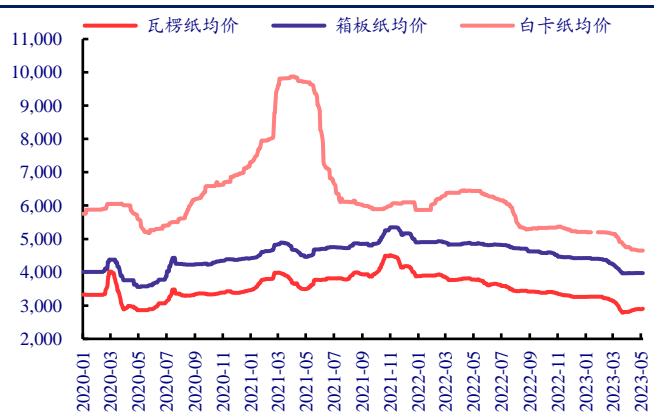
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

需求复苏持续进行, 包装纸价格持续下降。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%。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, 截至 5 月 6 日, 分别同比下降 23.13%、18.1%、27.8%。

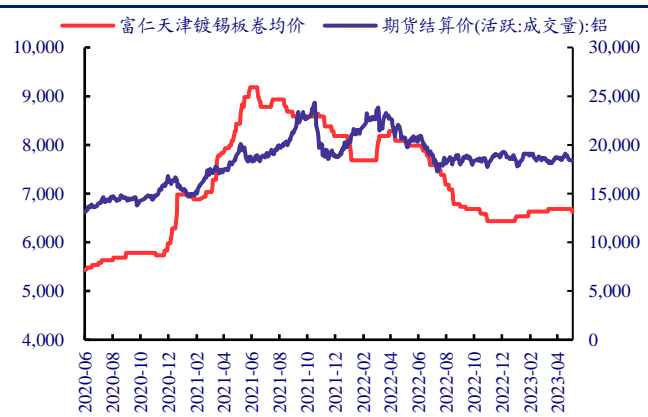
包装需求料将修复, 金属原材料价格维持低位。短期来看, 23 年消费复苏将带动包装需求修复; 中长期来看, 二片罐需求受益于啤酒罐化率提升&碳酸饮料扩张, 三片罐需求受益于能量饮料扩张。同时, 镀锡板卷、铝活跃合约期货结算价自高位下行后维持低位, 截至最新, 镀锡板卷均价、铝期货结算价分别同比下降 17.94%、11.59%。

图 73. 包装纸价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 74. 金属包装原材料价格 (元/吨)



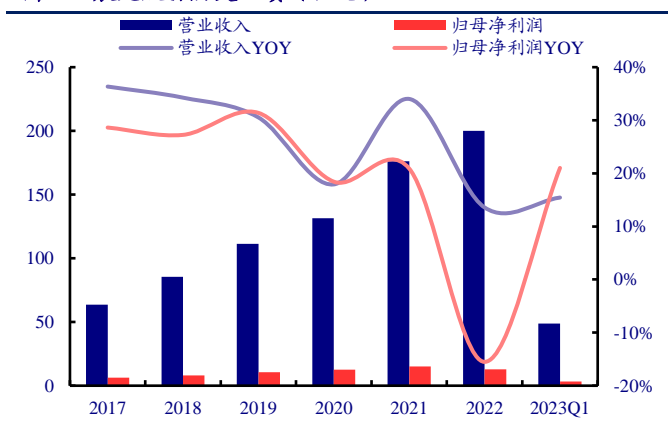
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

建议关注: 受益于下游 3C、白酒板块增长, 环保包装发展向好的**裕同科技 (002831.SZ)**; 以三片罐、二片罐为主营业务的金属包装龙头企业**奥瑞金 (002701.SZ)**。

四、文具：23Q1 实现复苏，全年有望延续

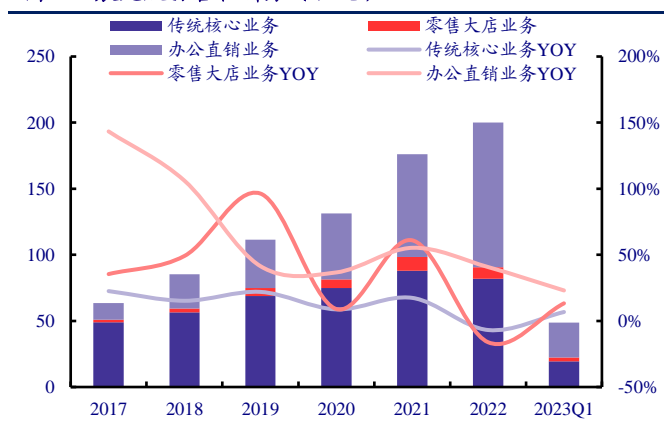
22 年业绩承压，23Q1 经营复苏。2022 年，受疫情反复影响，文具需求下滑，晨光股份实现营收 199.96 亿元，同比增长 13.57%，其中，传统核心实现 81.83 亿元，同比下降 6.89%，办公直销实现 109.3 亿元，同比增长 40.74%，零售大店实现 8.84 亿元，同比下降 16.12%；归母净利润 12.82 亿元，同比下降 15.51%。23Q1，行业需求有所复苏，晨光股份实现营收 48.82 亿元，同比增长 15.44%，其中，传统核心实现 19.41 亿元，同比增长 6.75%，办公直销实现 26.41 亿元，同比增长 23.06%，零售大店实现 3 亿元，同比增长 13.31%；归母净利润 3.34 亿元，同比增长 21.02%。

图 75. 晨光股份历史业绩 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 76. 晨光股份营收拆分 (亿元)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

基本面改善驱动业绩向好，晨光股份成长性突出。传统核心方面，人均用量提升带动总量稳增，消费升级驱动价格长期成长，疫情改善后文具需求修复，全年有望实现复苏。**办公直销方面**，采购行业数字化渗透空间广阔，降本增效&政策推动助力行业发展；科力普持续投入打造核心竞争力，推进客户开拓，规模扩张&运营优化助力盈利改善。**零售大店方面**，线下客流复苏及消费需求释放，九木杂物社门店开拓进展顺利，店效实现明显改善，业务全年利润有望扭亏为盈。

建议关注：持续优化传统核心业务布局，同时零售大店业务向好，办公直销业务延续高增长的晨光股份（603899.SH）。

五、风险提示

经济增长不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

插图目录

图 1. 定制家居板块历年营业收入（亿元）	2
图 2. 定制家居板块历年归母净利润（亿元）	2
图 3. 定制家居板块各季度营业收入（亿元）	2
图 4. 定制家居板块各季度归母净利润（亿元）	2
图 5. 定制家居板块历年盈利能力	3
图 6. 定制家居板块历年各项费用率	3
图 7. 定制家居板块各季度盈利能力	3
图 8. 定制家居板块各季度各项费用率	3
图 9. 软体家居板块历年营业收入（亿元）	4
图 10. 软体家居板块历年归母净利润（亿元）	4
图 11. 软体家居板块各季度营业收入（亿元）	4
图 12. 软体家居板块各季度归母净利润（亿元）	4
图 13. 软体家居板块历年盈利能力	5
图 14. 软体家居板块历年各项费用率	5
图 15. 软体家居板块各季度盈利能力	5
图 16. 软体家居板块各季度各项费用率	5
图 17. 房屋竣工面积累计值（亿平方米）	6
图 18. 房屋竣工面积当月值（亿平方米）	6
图 19. 30 大中城市商品房成交套数累计值（万套）	6
图 20. 30 大中城市商品房成交面积累计值（万平方米）	6
图 21. 社会消费品零售总额累计值（亿元）	7
图 22. 家具类商品零售类值累计值（亿元）	7
图 23. 浆纸系板块历年营业收入（亿元）	8
图 24. 浆纸系板块历年归母净利润（亿元）	8
图 25. 浆纸系板块各季度营业收入（亿元）	8
图 26. 浆纸系板块各季度归母净利润（亿元）	8
图 27. 浆纸系板块历年盈利能力	9
图 28. 浆纸系板块历年各项费用率	9
图 29. 浆纸系板块各季度盈利能力	9
图 30. 浆纸系板块各季度各项费用率	9
图 31. 特种纸板块历年营业收入（亿元）	10
图 32. 特种纸板块历年归母净利润（亿元）	10
图 33. 特种纸板块各季度营业收入（亿元）	10
图 34. 特种纸板块各季度归母净利润（亿元）	10
图 35. 特种纸板块历年盈利能力	11
图 36. 特种纸板块历年各项费用率	11
图 37. 特种纸板块各季度盈利能力	11
图 38. 特种纸板块各季度各项费用率	11
图 39. 废纸系板块历年营业收入（亿元）	12
图 40. 废纸系板块历年归母净利润（亿元）	12

图 41. 废纸系板块各季度营业收入 (亿元)	12
图 42. 废纸系板块各季度归母净利润 (亿元)	12
图 43. 废纸系板块历年盈利能力	13
图 44. 废纸系板块历年各项费用率	13
图 45. 废纸系板块各季度盈利能力	13
图 46. 废纸系板块各季度各项费用率	13
图 47. 纸浆价格 (元/吨)	14
图 48. 文化纸价格 (元/吨)	14
图 49. 纸包装板块历年营业收入 (亿元)	14
图 50. 纸包装板块历年归母净利润 (亿元)	14
图 51. 纸包装板块各季度营业收入 (亿元)	15
图 52. 纸包装板块各季度归母净利润 (亿元)	15
图 53. 纸包装板块历年盈利能力	15
图 54. 纸包装板块历年各项费用率	15
图 55. 纸包装板块各季度盈利能力	16
图 56. 纸包装板块各季度各项费用率	16
图 57. 金属包装板块历年营业收入 (亿元)	16
图 58. 金属包装板块历年归母净利润 (亿元)	16
图 59. 金属包装板块各季度营业收入 (亿元)	17
图 60. 金属包装板块各季度归母净利润 (亿元)	17
图 61. 金属包装板块历年盈利能力	17
图 62. 金属包装板块历年各项费用率	17
图 63. 金属包装板块各季度盈利能力	18
图 64. 金属包装板块各季度各项费用率	18
图 65. 塑料包装板块历年营业收入 (亿元)	18
图 66. 塑料包装板块历年归母净利润 (亿元)	18
图 67. 塑料包装板块各季度营业收入 (亿元)	19
图 68. 塑料包装板块各季度归母净利润 (亿元)	19
图 69. 塑料包装板块历年盈利能力	19
图 70. 塑料包装板块历年各项费用率	19
图 71. 塑料包装板块各季度盈利能力	20
图 72. 塑料包装板块各季度各项费用率	20
图 73. 包装纸价格 (元/吨)	20
图 74. 金属包装原材料价格 (元/吨)	20
图 75. 晨光股份历史业绩 (亿元)	21
图 76. 晨光股份营收拆分 (亿元)	21

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，12年行业分析师经验、8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，并不构成对客户的投资咨询建议，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