

# 轻工制造行业：底部已至，关注家居业绩确定性增长与造纸盈利修复

## ——2022年报及2023年一季报总结

2023年5月10日

看好/维持

轻工制造 | 行业报告

|      |  |                       |
|------|--|-----------------------|
| 分析师  | 刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn   | 执业证书编号：S1480521010001 |
| 分析师  | 常子杰 电话：010-66554040 邮箱：changzj@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480521080005 |
| 研究助理 | 沈逸伦 电话：010-66554044 邮箱：shenyl@dxzq.net.cn  | 执业证书编号：S1480121050014 |

### 投资摘要：

**轻工板块 2022 全年承压，23Q1 已至底部。**轻工制造板块 2022 年营业收入同比+2.1%，归母净利润同比-32.2%；其中 Q4 营收同比-5.3%，归母净利润由盈转亏。2023 年 Q1，板块整体收入同比-8.3%；归母净利润同比-27.5%。轻工制造板块全年收入保持正增长，但利润率明显下滑；22Q4 受疫情冲击影响，收入利润压力更为明显。23Q1 板块整体虽仍然承压，但随着疫情影响的减弱，行业景气度底部已至。

#### 一、家具板块：疫情影响已消化，Q2 业绩增长确定性强

**业绩回顾：22 年业绩承压，23Q1 终端销售改善。**家居板块 2022 年业绩受疫情影响而下滑，23Q1 业绩承压仍反映了 22Q4 家居终端销售受到的疫情冲击。但是 23Q1 起终端销售快速恢复，家具内外销均有向好趋势；企业经营现金流大幅回暖，反映出行业环境已显著好转。

**未来展望：需求向上成本向下，业绩可期。**春节后家居消费复苏显著，3 月家居卖场销售额同比增速达 20%，奠定 Q2 家居板块业绩增长基础。二手房节后增速迅猛，住宅竣工 Q1 同比增速 16%，保障家居短期需求；一手房销售回暖，保障中长期需求。此外 3 月家具出口金额高增，或表明清库存已近尾声，未来出口有望逐步好转。原材料价格普遍维持低位，家居企业费用投放倾向保守。综合来看家居板块业绩可期。

**投资建议：**家居板块 PE 估值水平处于低位，投资价值凸显。我们推荐关注业绩弹性大的定制家具板块，包括**索菲亚、欧派家居、金牌厨柜、志邦家居**。同时建议关注业绩确定性强的软体家具公司**顾家家居、喜临门**，以及受益智能马桶品类保持景气，有望持续成长的**瑞尔特**。

#### 二、造纸板块：至暗时刻后底部企稳，未来盈利修复可期

**业绩回顾：22 年盈利受成本需求双重压力，23Q1 底部企稳。**2022 年以来，造纸原材料与能源成本高企，纸价受到需求疲软压制，纸企盈利大幅承压。白卡纸、箱板瓦楞纸需求受损更深，叠加行业产能增长，供需恶化使得纸企逐步陷入亏损。文化纸、特种纸需求具备一定韧性，竞争格局较好，价格相对坚挺但盈利仍有较大压力。2023 年 Q1 疫情过后，下游需求初步复苏；但是纸企成本尚未实质下降，盈利尚处底部。文化纸、部分特种纸有所提价，箱板瓦楞纸亏损有所收窄，整体底部企稳。

**成本下行逐步兑现，需求支撑盈利改善。**由于年初以来木浆价格回落幅度已达 30-40%，随着低价木浆入库，Q2 起文化纸、特种纸企成本将逐步下降，有利于释放盈利弹性。随着国内需求逐步复苏，纸品价格相对于原材料价格将更为坚挺，吨毛利有望改善。建议关注文化纸龙头**太阳纸业**、特种纸龙头**仙鹤股份**等。白卡纸和箱板纸亦有望受益需求改善，仍需观察供给端（行业产能投放、瓦楞纸进口等）的影响。

#### 三、包装板块：纸包装景气度预计止跌回升，金属包装盈利迎来边际改善

**纸包装：22 年以来下游景气承压，烟包竞争加剧，收入增速回落。**2022 年包装需求普遍受到疫情影响，同时部分细分领域例如消费电子包装受下游全球景气度下滑、烟包受行业竞争加剧量价承压的影响。部分头部包企凭借深耕及开拓客户、产能扩张及释放，收入仍实现增长；但板块整体收入增速同比明显回落。

**静待复苏，关注规模扩张与盈利向上的纸包装龙头。**随着国内消费逐步改善，各类包装需求亦将逐步复苏。关注产能扩张、持续深耕客户，收入具备持续增长能力的公司，以及盈利能力具备提升趋势的公司；关注裕同科技。

**金属包装：22年盈利受原材料价格与疫情影响，23Q1边际改善。**2022年头部企业产能释放、收入增长；但是上半年原材料成本同比偏高，下半年疫情影响产能利用率，行业利润率承压。2023Q1板块盈利边际改善，主要受益原材料价格回落的影响。

**看好金属包装旺季表现。**国内消费和出行复苏背景下，旺季啤酒、饮料消费或有较好表现，有利于提振产销；马口铁、铝等原材料价格有望平稳运行，企业成本压力有限。关注产能扩张、产销增长的头部公司。

**风险提示：**经济复苏不及预期，原材料和能源价格上涨超预期，地产销售回暖不及预期，在建项目投产进度不及预期。

## 行业重点公司盈利预测与评级

| 子行业  | 股票简称   | 股票代码      | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       | 评级 |
|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |        |           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |    |
| 定制家具 | 欧派家居*  | 603833.SH | 4.41  | 5.28  | 6.20  | 7.29  | 25.98 | 21.70 | 18.50 | 15.71 | 推荐 |
|      | 索菲亚*   | 002572.SZ | 1.17  | 1.53  | 1.79  | 2.11  | 17.78 | 13.63 | 11.59 | 9.87  | 推荐 |
|      | 志邦家居*  | 603801.SH | 1.76  | 2.10  | 2.54  | 3.01  | 19.12 | 16.01 | 13.19 | 11.15 | 推荐 |
|      | 金牌厨柜*  | 603180.SH | 1.80  | 2.60  | 3.15  | 3.79  | 19.84 | 13.75 | 11.35 | 9.41  | 推荐 |
| 软体家具 | 顾家家居*  | 603816.SH | 2.20  | 2.61  | 3.05  | 3.55  | 16.85 | 14.19 | 12.15 | 10.44 | 推荐 |
|      | 敏华控股*  | 1999.HK   | 0.46  | 0.57  | 0.67  | 0.76  | 15.01 | 9.79  | 8.43  | 7.35  | 推荐 |
|      | 喜临门*   | 603008.SH | 0.61  | 1.83  | 2.26  | 2.63  | 46.56 | 13.67 | 11.08 | 9.52  | 推荐 |
| 卫浴   | 瑞尔特*   | 002790.SZ | 0.51  | 0.58  | 0.72  | 0.84  | 17.92 | 15.71 | 12.67 | 10.85 | 推荐 |
| 大宗纸  | 太阳纸业*  | 002078.SZ | 1.01  | 1.10  | 1.28  | 1.43  | 11.28 | 10.33 | 8.89  | 7.96  | 推荐 |
|      | 晨鸣纸业*  | 000488.SZ | 0.06  | 0.41  | 0.71  | 0.83  | 81.86 | 12.57 | 7.37  | 6.23  | 推荐 |
| 特种纸  | 仙鹤股份*  | 603773.SH | 1.01  | 1.56  | 2.06  | 2.49  | 25.09 | 16.21 | 12.24 | 10.13 | 推荐 |
|      | 五洲特纸   | 605007.SH | 0.51  | 1.38  | 1.85  | 2.16  | 36.77 | 12.25 | 9.14  | 7.84  |    |
|      | 华旺科技   | 605377.SH | 1.41  | 1.71  | 2.01  | 2.40  | 17.45 | 11.33 | 9.61  | 8.07  |    |
| 包装   | 裕同科技*  | 002831.SZ | 1.60  | 1.77  | 2.19  | 2.66  | 15.92 | 14.42 | 11.60 | 9.58  | 推荐 |
| 电子烟  | 思摩尔国际* | 6969.HK   | 0.42  | 0.43  | 0.52  | 0.63  | 21.84 | 21.71 | 17.81 | 14.80 | 推荐 |

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于iFinD一致预期；东兴证券研究所

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1. 轻工制造板块：22年各行业普遍承压，23Q1已至底部.....     | 5  |
| 2. 家居板块：疫情影响已消化，Q2业绩增长确定性强.....        | 6  |
| 2.1 业绩回顾：22年业绩承压，23Q1终端销售有改善.....      | 6  |
| 2.2 未来展望：需求向上成本向下，Q2业绩高增可期.....        | 9  |
| 2.2.1 消费复苏+需求回补保障Q2收入，地产回暖保证中长期需求..... | 9  |
| 2.2.2 成本向下，Q2利润率增长可期.....              | 10 |
| 2.3 投资建议：家居消费复苏持续，估值仍在低位，投资价值凸显.....   | 12 |
| 3. 造纸板块：至暗时刻后底部企稳，未来盈利修复可期.....        | 12 |
| 3.1 业绩回顾：22年盈利受成本需求双重压力，23Q1底部企稳.....  | 12 |
| 3.2 未来展望：成本下行逐步兑现，需求支撑盈利改善.....        | 14 |
| 4. 包装板块：纸包装景气度预计止跌回升，金属包装盈利迎来边际改善..... | 15 |
| 4.1 纸包装：景气度有望复苏，关注规模扩张与盈利向好的包企.....    | 15 |
| 4.2 金属包装：23Q1盈利能力边际改善，看好旺季表现.....      | 17 |
| 5. 风险提示.....                           | 18 |
| 相关报告汇总.....                            | 19 |

## 插图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：家居板块一季度收入承压.....               | 7  |
| 图 2：家具类零售额当月值及同比.....              | 7  |
| 图 3：家具及其零件出口金额当月值及同比.....          | 7  |
| 图 4：家居板块毛利率变化.....                 | 8  |
| 图 5：家居板块销售费用率变化.....               | 8  |
| 图 6：家居板块管理费用率变化.....               | 8  |
| 图 7：家居板块净利率变化.....                 | 8  |
| 图 8：家居卖场销售额3月延续高增.....             | 9  |
| 图 9：12城周度二手房销售面积及同比情况.....         | 10 |
| 图 10：月度商品房销售面积变化情况.....            | 10 |
| 图 11：月度商品房销售额变化情况.....             | 10 |
| 图 12：月度住宅竣工面积变化情况.....             | 10 |
| 图 13：聚合MDI近两年现货价变化.....            | 11 |
| 图 14：TDI近两年现货价变化.....              | 11 |
| 图 15：海宁皮革指数近两年价格变化.....            | 11 |
| 图 16：集装箱海运价近两年变化.....              | 11 |
| 图 17：家居用品板块费用投放在23Q1同比降低.....      | 11 |
| 图 18：造纸板块收入情况（亿元）.....             | 13 |
| 图 19：造纸板块归母净利润情况（剔除商誉减值影响，亿元）..... | 13 |
| 图 20：造纸板块季度收入（亿元）.....             | 13 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 21: 造纸板块季度归母净利润（剔除商誉减值影响，亿元） ..... | 13 |
| 图 22: 木浆与文化纸价格（元/吨） .....            | 14 |
| 图 23: 木浆与白卡纸价格（元/吨） .....            | 14 |
| 图 24: 国内外废纸价格（元/吨） .....             | 15 |
| 图 25: 箱板瓦楞纸价格（元/吨） .....             | 15 |
| 图 26: 纸包装板块收入情况（亿元） .....            | 15 |
| 图 27: 纸包装板块归母净利润情况（亿元） .....         | 15 |
| 图 28: 纸包装板块季度收入情况（亿元） .....          | 16 |
| 图 29: 纸包装板块季度归母净利润情况（亿元） .....       | 16 |
| 图 30: 金属包装板块收入情况（亿元） .....           | 17 |
| 图 31: 金属包装板块归母净利润情况（亿元） .....        | 17 |
| 图 32: 金属包装板块季度收入情况（亿元） .....         | 17 |
| 图 33: 金属包装板块季度归母净利润情况（亿元） .....      | 17 |
| 图 34: 马口铁价格（元/吨） .....               | 18 |
| 图 35: 纯铝价格（元/吨） .....                | 18 |

## 表格目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 轻工制造板块营业收入增速情况 .....       | 5  |
| 表 2: 轻工制造板块归母净利润增速情况 .....      | 5  |
| 表 3: 家居重点公司 23Q1 财报情况 .....     | 8  |
| 表 4: 重点公司估值情况（截至 5 月 7 日） ..... | 12 |

## 1. 轻工制造板块：22 年各行业普遍承压，23Q1 已至底部

轻工制造板块 2022 年业绩承压，22Q4 及 23Q1 在防疫放开冲击下压力加大。轻工制造板块 2022 年营业收入 6076 亿元，同比+2.1%，归母净利润 255.1 亿元，同比-32.2%。其中 Q4 营收同比-5.3%，归母净利润由盈转亏；23Q1 营收同比-8.3%；归母净利润同比-27.5%。行业全年收入保持正增长，但整体增速低于 2021 年，且利润率有所下滑。22Q4 在疫情冲击下，板块收入同比下滑，同时整体出现亏损。23Q1 板块整体收入业绩虽然仍然承压，但随着疫情影响的减弱，行业景气度底部已至。分行业来看，造纸板块 22 年收入增长较好，但利润率下滑较大；包装印刷板块收入端稳健，利润率有所下滑；家居用品板块收入端承压明显，22Q4 和 23Q1 在疫情影响下压力明显加大；文娱用品板块（晨光股份收入利润占比较大）收入保持平稳。

表1：轻工制造板块营业收入增速情况

| 板块名称        | 21Q1       | 21Q2       | 21Q3       | 21Q4       | 22Q1      | 22Q2       | 22Q3       | 22Q4        | 23Q1        |
|-------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>造纸</b>   | <b>63%</b> | <b>29%</b> | <b>20%</b> | <b>8%</b>  | <b>5%</b> | <b>15%</b> | <b>11%</b> | <b>5%</b>   | <b>-8%</b>  |
| 大宗用纸        | 57%        | 26%        | 17%        | 8%         | 4%        | 15%        | 9%         | 4%          | -10%        |
| 特种纸         | 91%        | 46%        | 33%        | 10%        | 9%        | 19%        | 17%        | 12%         | 1%          |
| <b>包装印刷</b> | <b>46%</b> | <b>28%</b> | <b>17%</b> | <b>14%</b> | <b>8%</b> | <b>-1%</b> | <b>9%</b>  | <b>-7%</b>  | <b>-8%</b>  |
| 印刷          | -32%       | 18%        | -15%       | -13%       | -17%      | -25%       | -1%        | -10%        | 5%          |
| 金属包装        | 89%        | 35%        | 21%        | 15%        | 13%       | 3%         | 17%        | -3%         | -2%         |
| 塑料包装        | 29%        | 4%         | 1%         | 31%        | 4%        | -5%        | 7%         | 2%          | -2%         |
| 纸包装         | 51%        | 35%        | 25%        | 15%        | 11%       | 1%         | 6%         | -11%        | -14%        |
| 综合包装        | 58%        | 22%        | 21%        | 2%         | -7%       | -15%       | -2%        | -7%         | -11%        |
| <b>家居用品</b> | <b>78%</b> | <b>34%</b> | <b>16%</b> | <b>13%</b> | <b>9%</b> | <b>0%</b>  | <b>-5%</b> | <b>-14%</b> | <b>-11%</b> |
| 瓷砖地板        | 81%        | 20%        | 13%        | 10%        | -5%       | -11%       | -15%       | -27%        | -17%        |
| 成品家居        | 63%        | 46%        | 21%        | 19%        | 11%       | 1%         | -7%        | -17%        | -12%        |
| 定制家居        | 115%       | 34%        | 15%        | 10%        | 9%        | -1%        | -1%        | -6%         | -11%        |
| 卫浴制品        | 57%        | 36%        | 22%        | 13%        | 10%       | 0%         | -15%       | -23%        | -16%        |
| 其他家居用品      | 80%        | 31%        | 11%        | 13%        | 15%       | 12%        | 12%        | 1%          | -2%         |
| <b>文娱用品</b> | <b>64%</b> | <b>24%</b> | <b>10%</b> | <b>-1%</b> | <b>5%</b> | <b>-1%</b> | <b>6%</b>  | <b>7%</b>   | <b>1%</b>   |
| 文化用品        | 63%        | 25%        | 12%        | 3%         | 5%        | -2%        | 10%        | 18%         | 6%          |
| 娱乐用品        | 68%        | 20%        | 4%         | -9%        | 3%        | -1%        | -3%        | -19%        | -11%        |
| <b>合计</b>   | <b>62%</b> | <b>29%</b> | <b>19%</b> | <b>11%</b> | <b>7%</b> | <b>4%</b>  | <b>3%</b>  | <b>-5%</b>  | <b>-8%</b>  |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表2：轻工制造板块归母净利润增速情况

| 板块名称      | 21Q1        | 21Q2        | 21Q3        | 21Q4        | 22Q1        | 22Q2        | 22Q3        | 22Q4      | 23Q1        |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-------------|
| <b>造纸</b> | <b>188%</b> | <b>159%</b> | <b>-14%</b> | <b>-78%</b> | <b>-57%</b> | <b>-52%</b> | <b>-37%</b> | <b>转亏</b> | <b>-96%</b> |
| 大宗用纸      | 183%        | 173%        | -23%        | -90%        | -61%        | -59%        | -46%        | 转亏        | 转亏          |
| 特种纸       | 218%        | 112%        | 34%         | 58%         | -31%        | -26%        | -9%         | -1%       | -33%        |

|        |      |      |      |       |      |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 包装印刷   | 64%  | 30%  | 1%   | -42%  | -19% | -33% | -6%  | 转亏   | -8%  |
| 印刷     | -63% | 186% | -67% | 127%  | 转亏   | 转亏   | -55% | 转亏   | 增亏   |
| 金属包装   | 918% | 121% | -5%  | 转亏    | -33% | -28% | -11% | 增亏   | -2%  |
| 塑料包装   | 188% | 6%   | -3%  | 64%   | 7%   | -33% | 0%   | -20% | -15% |
| 纸包装    | 24%  | 7%   | 2%   | -28%  | -6%  | -13% | -5%  | -71% | -7%  |
| 综合包装   | 294% | 33%  | 215% | -60%  | -68% | -70% | -14% | 转亏   | 16%  |
| 家居用品   | 370% | 5%   | -19% | -104% | -32% | -15% | -3%  | 370% | 11%  |
| 瓷砖地板   | 580% | 1%   | -55% | 转亏    | 转亏   | -96% | -38% | 增亏   | 增亏   |
| 成品家居   | 107% | -9%  | -30% | -17%  | -24% | 5%   | 10%  | -57% | 7%   |
| 定制家居   | 310% | 12%  | -3%  | 转亏    | -28% | -12% | -9%  | 转盈   | -32% |
| 卫浴制品   | 96%  | -10% | 3%   | -51%  | -32% | 32%  | -1%  | -18% | -51% |
| 其他家居用品 | 168% | 23%  | -14% | -63%  | -1%  | 13%  | 10%  | 60%  | 32%  |
| 文娱用品   | 106% | 3%   | -2%  | 转亏    | -15% | -5%  | -13% | 转盈   | 11%  |
| 文化用品   | 63%  | -11% | -2%  | 转亏    | -16% | 2%   | -2%  | 转盈   | 28%  |
| 娱乐用品   | 441% | 34%  | -2%  | 转亏    | -14% | -15% | -32% | 增亏   | -11% |
| 合计     | 2%   | 0%   | 0%   | -1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 转亏   | 0%   |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

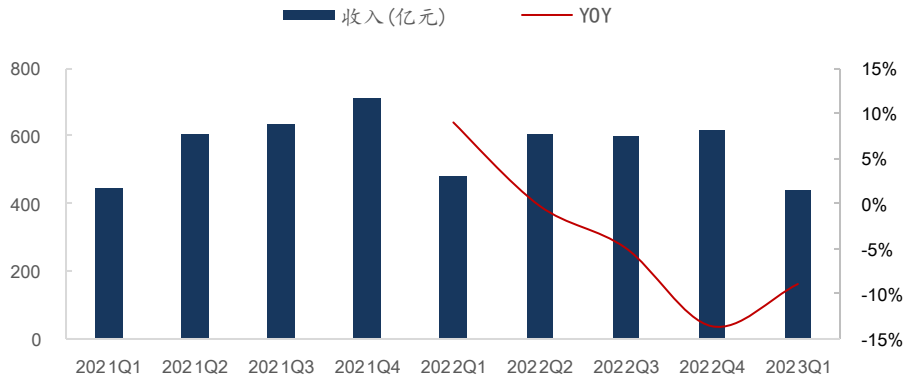
## 2. 家居板块：疫情影响已消化，Q2 业绩增长确定性强

### 2.1 业绩回顾：22 年业绩承压，23Q1 终端销售有改善

**2022 年家居板块业绩承压。**家居用品板块 2022 年营收 2304 亿元，同比-3.8%，其中 Q4 同比-13.6%。全年收入承压，增速呈逐季度下行，主要由于持续的疫情对家居行业影响较大，装修开工、家具销售以及后续的设计安装均受影响，同时地产竣工数据承压。从行业数据来看，2022 年内外销均有压力。内销方面，2022 年家具社零数据各月度均同比下滑；出口方面，上半年家具出口基本保持稳定，下半年因海外零售商进入清库存阶段而出现较大幅度下滑。

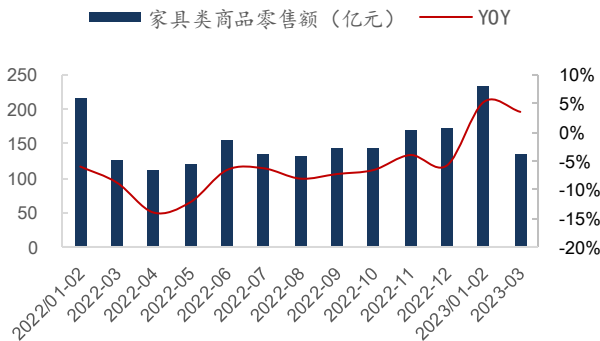
**23Q1 收入端依然承压，但终端销售已有改善。**2023 年一季度，家居用品板块整体营业收入同比-9.0%。收入下滑主要系受到了 22 年 11 月-23 年 1 月国内的疫情冲击影响（家具公司发货时在报表端确认收入，而发货一般滞后于终端销售 2-3 个月）。从行业数据来看，内销方面疫情影响已逐步消化，家具社零在 23Q1 重回同比增长，增速接近 5%。终端销售数据复苏，Q2 板块收入增长可期。出口方面，3 月家具出口金额高增，或表明清库存已近尾声，未来出口也有望逐步好转。

图1：家居板块一季度收入承压



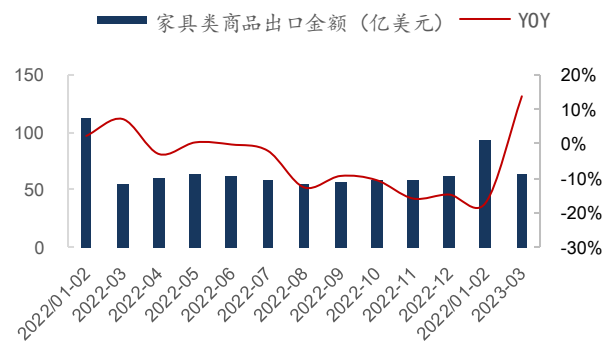
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：家具类零售额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

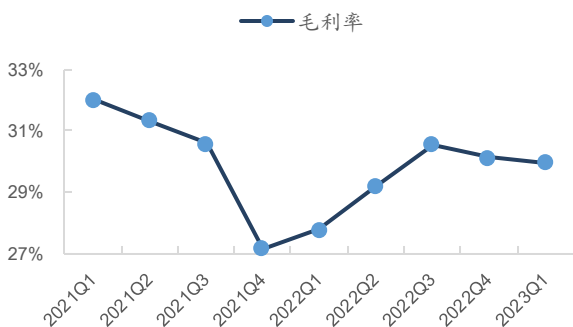
图3：家具及其零件出口金额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

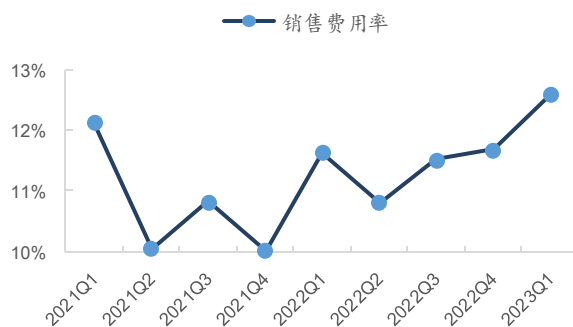
**毛利率改善，支撑净利率同比提升。**毛利率方面，原材料价格自2022年下半年起普遍回落，家居板块22Q3-23Q1毛利率已有所回升，其中23Q1同比+2.2pct。不过由于销售承压使得产能利用率不足，当前仍不及21Q1-21Q3的水平，存在提升空间。**费用率方面**，由于收入承压，板块费用率在2022年保持较高水平。销售和管理费用率在23Q1达到了近两年单季度最高，同比分别+1.0、+0.5pct。**净利率方面**，家具板块2022全年同比-0.2pct，如果剔除21年同期行业较大规模的信用减值影响，22年净利率实际下滑幅度更大，行业盈利能力在收入承压及原材料价格高位的共同扰动下承压明显。23Q1净利率得益于毛利率的支撑，同比+1.2pct，但对比21年同期来看仍有提升空间。

图4：家居板块毛利率变化



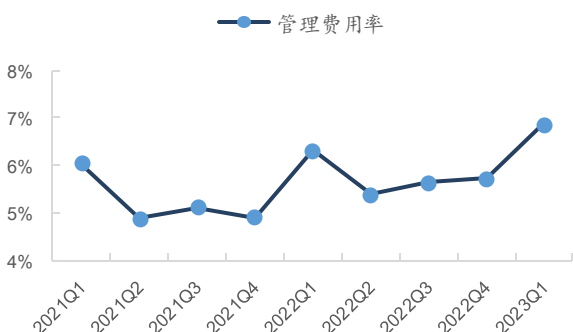
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：家居板块销售费用率变化



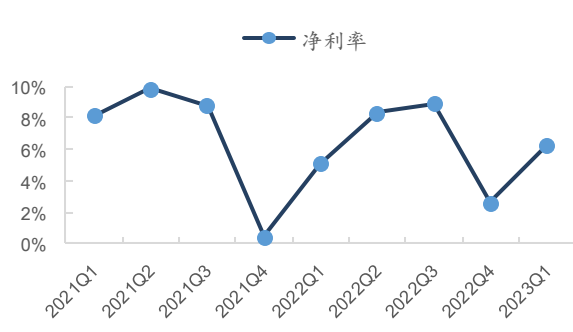
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：家居板块管理费用率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：家居板块净利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**重点公司一季度业绩承压，现金流显著转好。**从重点公司来看，零售业务为主的公司一季度业绩普遍承压，仅少数公司如喜临门、志邦、金牌等实现收入利润正增长，主要因为多品类处于成长期；工程业务为主的公司如江山欧派一季度收入高增，主要受益于保交楼推动的地产竣工高增。虽然多数公司业绩承压，但是经营现金流大幅改善。疫情期间各公司普遍给予经销商帮扶政策（如延长账期等），我们判断23年Q1帮扶政策结束叠加经销商订货量增加，是各公司现金流改善的主要原因。公司成功收回现金，也反映出终端经销商现金的充裕，验证了终端销售的复苏。同时，一线龙头公司如顾家、欧派、索菲亚等合同负债也有同比、环比的提升，二季度业绩有较好的保证。

表3：家居重点公司23Q1财报情况

| 证券名称 | 收入<br>(亿元) | YOY    | 归母净<br>利润<br>(亿元) | YOY    | 毛利率<br>同比<br>(pct) | 费用率<br>同比<br>(pct) | 合同<br>负债<br>(亿元) | 同比<br>变化<br>(亿元) | 经营净<br>现金流<br>(亿元) | 同比<br>变化<br>(亿元) |
|------|------------|--------|-------------------|--------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|--------------------|------------------|
| 顾家家居 | 39.5       | -12.9% | 4.0               | -9.7%  | +2.3               | +3.1               | 14.2             | +0.3             | 1.5                | +6.8             |
| 欧派家居 | 35.7       | -13.8% | 1.5               | -39.8% | -1.0               | +1.2               | 17.0             | +3.4             | 7.4                | +10.6            |



|      |      |        |      |         |      |       |      |      |      |      |
|------|------|--------|------|---------|------|-------|------|------|------|------|
| 索菲亚  | 18.0 | -9.7%  | 1.0  | -8.9%   | +1.9 | +1.8  | 10.0 | +0.5 | 1.9  | +4.8 |
| 梦百合  | 17.0 | -20.7% | 0.2  | -45.6%  | +6.8 | +9.4  | 1.0  | -0.5 | 1.9  | +3.0 |
| 喜临门  | 14.7 | +4.5%  | 0.6  | +14.3%  | -1.9 | -0.6  | 2.3  | -0.2 | -6.3 | -0.7 |
| 箭牌家居 | 11.1 | -1.7%  | 0.0  | -88.1%  | -5.5 | -2.4  | 2.6  | -    | -5.8 | +1.6 |
| 曲美家居 | 9.7  | -26.3% | -1.0 | -265.3% | -5.4 | +6.6  | 0.7  | -0.2 | 1.2  | +1.0 |
| 慕思股份 | 9.6  | -23.1% | 1.0  | -18.4%  | +3.4 | +3.1  | 1.7  | -0.5 | 3.4  | +6.6 |
| 尚品宅配 | 8.1  | -25.5% | -1.0 | -4.9%   | -0.7 | +1.9  | 7.1  | -0.5 | -3.2 | +1.9 |
| 志邦家居 | 8.1  | +6.2%  | 0.5  | +0.5%   | +1.8 | +0.3  | 3.6  | -0.5 | -1.1 | +1.9 |
| 江山欧派 | 6.8  | +39.0% | 0.6  | +5.6%   | -3.2 | -7.2  | 3.1  | +0.6 | -0.3 | +1.1 |
| 金牌厨柜 | 5.7  | +1.1%  | 0.3  | +8.2%   | -0.8 | -0.9  | 2.8  | -0.2 | -2.4 | +2.7 |
| 瑞尔特  | 4.0  | -2.8%  | 0.4  | +8.7%   | +0.3 | +0.9  | 0.8  | +0.1 | 0.3  | -0.5 |
| 王力安防 | 3.9  | +11.6% | 0.2  | -325.7% | +4.4 | -0.6  | 2.3  | -0.1 | 0.5  | +1.9 |
| 好莱客  | 3.5  | -43.5% | 0.1  | -70.7%  | -0.2 | +12.5 | 1.5  | -2.6 | -0.1 | +0.8 |

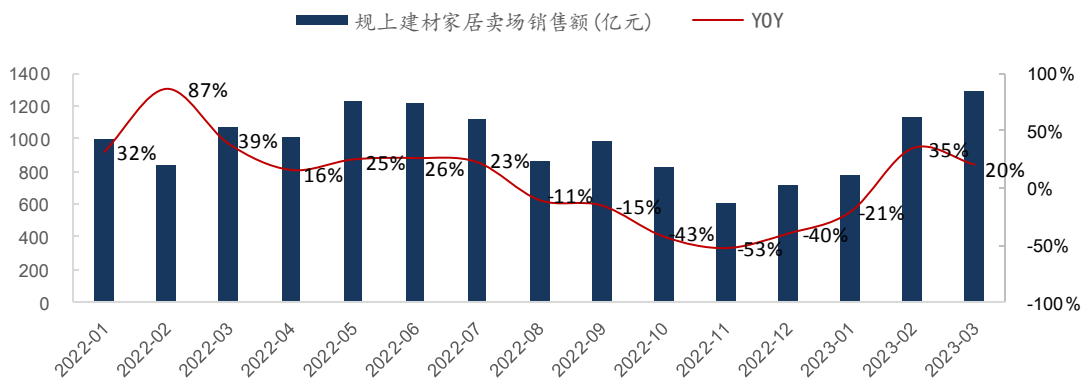
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.2 未来展望：需求向上成本向下，Q2 业绩高增可期

### 2.2.1 消费复苏+需求回补保障 Q2 收入，地产回暖保证中长期需求

**家居需求快速恢复，Q2 收入可期。**春节后疫情冲击影响减弱，在消费场景恢复+装修需求回补的加持下，家具消费持续复苏。线下是家居用品主要消费场景，家居卖场销售额在去年四季度受疫情冲击较大而下滑明显，今年 Q1 开始向好，1-3 月累计同比+10%，其中 3 月同比+20%（1-2 月有春节错位影响），反映出终端消费的向好趋势。家居板块 Q2 收入反映了 2 月以来的终端销售数据，增长确定性强。我们认为家具需求回补至少能贯穿上半年，短期内家居需求预计保持旺盛。

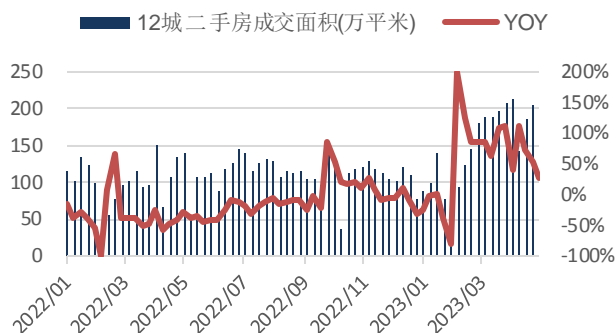
图8：家居卖场销售额 3 月延续高增



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

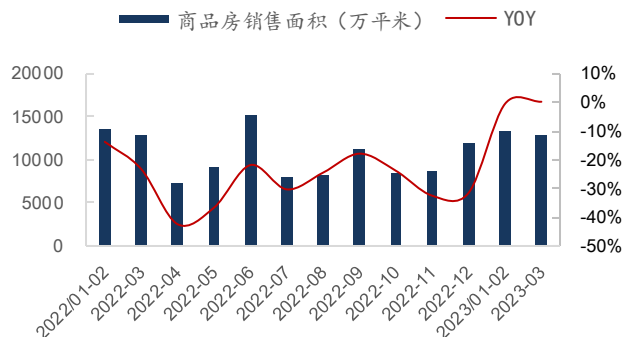
**一、二手房销售均有回暖，竣工数据改善明显，家居需求得支撑。**二手房销售自春节后显著向好，根据我们统计的 12 城二手房销售面积数据，春节至 4 月底累计同比增长超 70%。新房销售也逐步呈现回暖趋势，一季度商品房销售面积同比持平，销售额+6%，结束了一年以来的下滑趋势。此外，竣工数据受益保交楼支撑，去年下半年起保持稳健，今年开始高增长，一季度累计同比+17%，其中 3 月同比+35%，增长超预期。强劲的二手房销售与住宅竣工保证短期家居需求，新房销售回暖保证中长期家居需求。

图9：12城周度二手房销售面积及同比情况



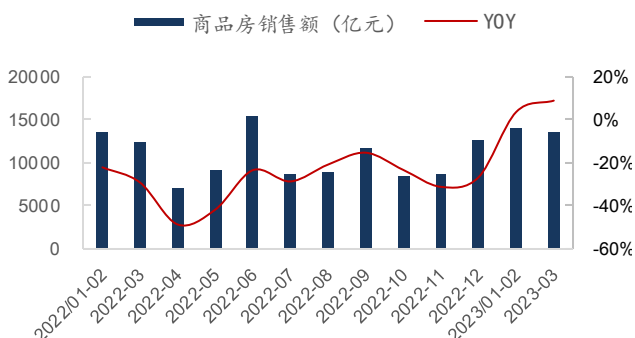
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：月度商品房销售面积变化情况



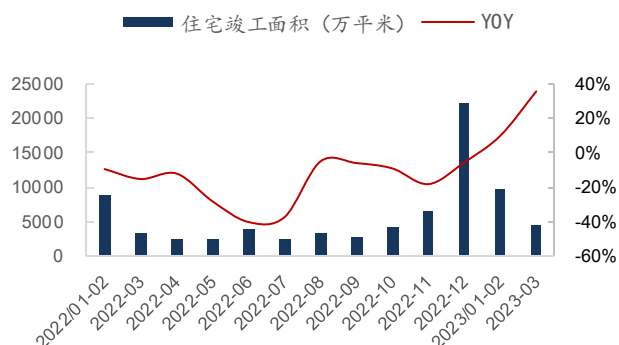
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：月度商品房销售额变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：月度住宅竣工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.2.2 成本向下，Q2 利润率增长可期

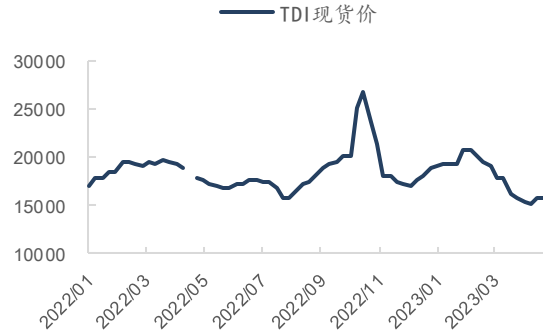
原材料价格仍在低位，叠加收入向好，Q2 毛利率提升可期。截至 4 月末，家具主要原材料价格仍维持低位。其中定制家具所需的纤维板、不锈钢等价格已处于 2022 年以来的低点；软体家具所需的皮革、MDI、TDI 等亦处于低位，同时出口海运费大幅下降。家具板块成本端压力较低，叠加 Q2 收入回暖拉升产能利用率，板块毛利率有望环比改善。考虑到 22Q2 原材料价格仍在高位，预计 23Q2 毛利率同比有较大提升，其中定制家具板块毛利率弹性预计大于软体家具。

图13：聚合 MDI 近两年现货价变化



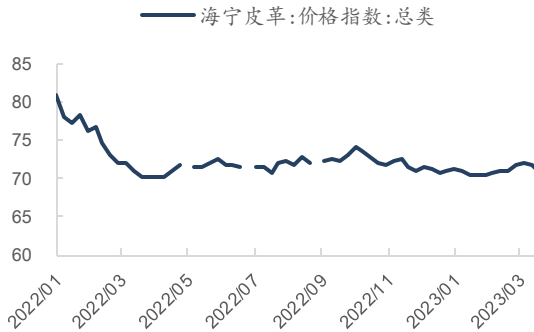
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：TDI 近两年现货价变化



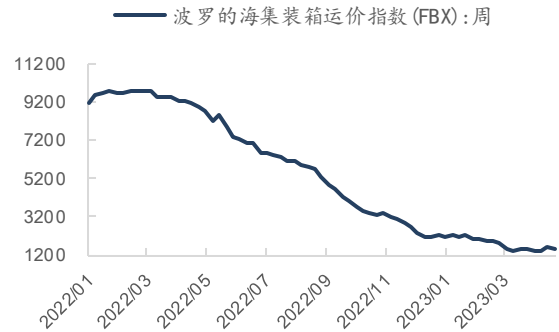
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：海宁皮革指数近两年价格变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

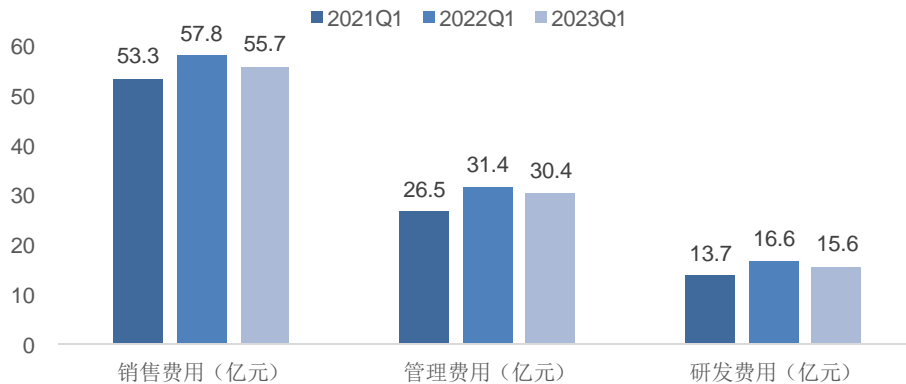
图16：集装箱海运价价近两年变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**费用率有望降低。**我们看好 Q2 起费用率降低，主要因为：**(1) 收入端改善。**费用投放一般在年前或年初制定，去年以来费用率提高主要因收入端不及预期，今年 Q2 随收入回暖，费用率降低可期。**(2) 费用投放或趋于保守。**家居公司在经历 2022 年收入承压、利润率下滑的困境后，普遍加强了对利润率的考核。23Q1 板块的销售、管理及研发费用金额均低于 22 年同期，我们认为全年费用的投放均将趋于保守。

图17：家居用品板块费用投放在 23Q1 同比降低



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.3 投资建议：家居消费复苏持续，估值仍在低位，投资价值凸显

重点公司估值普遍处于中枢以下。从 PE-TTM 和预测 PE 两个角度来看，家居龙头公司欧派家居、顾家家居、索菲亚等估值都处于低位，投资价值凸显。考虑到部分公司 2022 年利润端受损严重，我们主要观察 2023 年预测 PE，则多数公司 PE 五年分位数处于 50 以下，重点公司整体估值处于较低位置。

表4：重点公司估值情况（截至5月7日）

| 证券名称  | 2023 预测<br>利润增速 | PE-TTM | PE-TTM<br>五年分位数 | 预测 PE | 预测 PE<br>五年分位数 |
|-------|-----------------|--------|-----------------|-------|----------------|
| 欧派家居* | 19.7%           | 25.9   | 17              | 21.1  | 39             |
| 索菲亚*  | 27.0%           | 16.2   | 17              | 12.8  | 32             |
| 志邦家居* | 21.8%           | 19.0   | 62              | 15.9  | 67             |
| 金牌厨柜* | 45.4%           | 18.9   | 49              | 13.2  | 37             |
| 顾家家居* | 16.2%           | 17.2   | 5               | 14.4  | 14             |
| 喜临门*  | 188.8%          | 39.5   | 92              | 13.5  | 55             |
| 慕思股份  | 15.8%           | 19.8   | -               | 16.5  | -              |
| 梦百合   | 630.2%          | 174.1  | 93              | 15.3  | 17             |
| 箭牌家居  | 24.5%           | 31.3   | -               | 23.9  | -              |
| 瑞尔特*  | 15.3%           | 15.9   | 19              | 14.0  | 65             |

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：标星号为覆盖公司，2023 预测利润增速来源于外发报告，非覆盖标的来源于 iFinD 一致预期；预测 PE 全部均为 iFinD 一致预期

**投资建议：**国内消费场景恢复，奠定了今年家具需求复苏的基调，我们认为一季度将是国内家具公司业绩低点。短期需求回补带来销售端快速增长，二季度业绩可期；一二手房销售的回暖，为中长期国内家具需求提供支撑，且外销有望逐步走出低谷，内外销有望共振推动家具板块全年业绩增长。家居板块 PE 估值水平处于近年低位，投资价值凸显。我们推荐关注业绩弹性大的定制家具板块，包括**索菲亚、欧派家居、金牌厨柜、志邦家居**。同时建议关注业绩确定性强的软体家具公司**顾家家居、喜临门**；以及受益智能马桶品类保持景气，有望持续成长的**瑞尔特**。

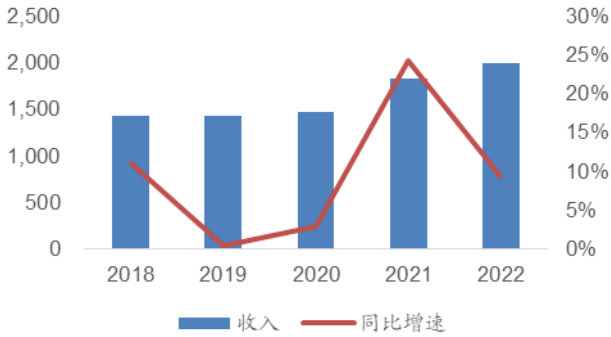
## 3. 造纸板块：至暗时刻后底部企稳，未来盈利修复可期

### 3.1 业绩回顾：22 年盈利受成本需求双重压力，23Q1 底部企稳

**成本压力叠加纸价低迷，2022 年造纸板块盈利承压。**造纸板块 2022 年整体收入同比+9%，归母净利润同比-56%（剔除山鹰国际商誉减值影响，下同）。头部纸企产能持续扩张，产销有所增长；但受到成本与需求的双重不利因素影响，吨纸盈利受损较大。木浆与木片价格大涨（阔叶浆/木片价格同比+27%，针叶浆价格同比+12%）、能源价格高企，纸企成本处于近年来高位水平；而由于需求疲软，纸企提价幅度受限，未能跑赢成本涨幅。

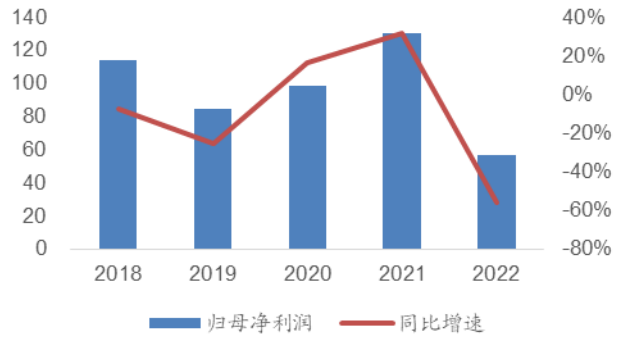
**Q4 至暗时刻，造纸板块盈利跌至低点。**2022 年 Q4，造纸板块整体收入同比+6%，环比-3%；归母净利润同比-157%，环比-125%。下半年以来木片与木浆采购价格居高不下，文化纸、白卡纸和特种纸企业用浆成本在 Q4 升至高点；同时由于疫情影响，白卡纸、箱板瓦楞纸价格及产能利用率在 Q4 进一步承压。

图18：造纸板块收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图19：造纸板块归母净利润情况（剔除商誉减值影响，亿元）



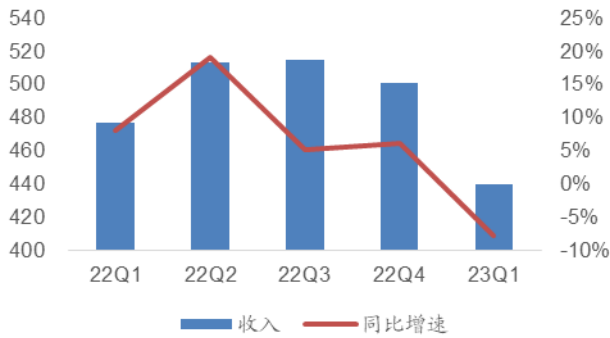
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **木浆系大宗纸：整体承压，白卡纸更为弱势。**2022 年板块整体收入同比+11%，归母净利润同比-42%。2022 年白卡纸/双胶纸/铜版纸价格同比-20%/+3%/-4%。白卡纸业务占比较大的纸企盈利能力承压更为明显，主要由于需求疲软叠加行业扩产，供需条件恶化、纸价大幅回落；双胶纸旺季存在刚需，盈利相对具备韧性。Q4 板块收入同比+10%，环比-4%；归母净利润同比+285%（主要系同期基数偏低，本期太阳纸业浆类产品放量且盈利较好），环比-68%，进一步凸显成本压力。
- **废纸系大宗纸：盈利逐季恶化，陷入亏损。**2022 年板块整体收入同比+3%，归母净利润同比-131%。其中 Q4 收入同比-6%，环比-1%；归母净利润同比-325%，环比-1375%。疫情等因素导致需求持续承压，箱板瓦楞纸价格低迷，纸企主动停产频现，盈利呈逐季度恶化的趋势。
- **特种纸：下半年盈利压力渐显。**2022 年板块收入同比+16%，归母净利润同比-27%。其中 Q4 收入同比+13%，环比+1%；归母净利润同比-18%，环比-26%。特种纸企缺少木浆自给能力，浆价上涨时成本压力更大；但部分细分纸种竞争格局较好、需求存在韧性，纸企通过提价可传导部分成本。例如 2022 年仙鹤股份产品销售均价同比+11%，五洲特纸格拉辛纸/转移印花纸销售均价同比+17%/+11%。此外部分纸企（例如华旺科技）凭借木浆贸易业务平滑业绩波动。进入下半年，疫情波动影响下游需求，同时纸企进一步提价的市场接受度降低，Q4 特种纸企业业绩承压。

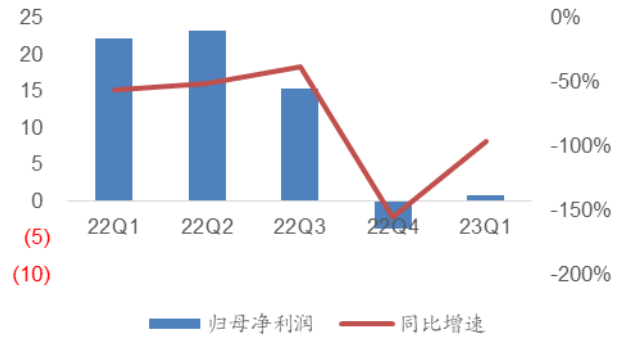
**23Q1 用浆成本仍处高点，需求温和复苏。**2023 年 Q1，造纸板块整体收入同比-8%，环比-12%；归母净利润同比-97%，环比+120%。尽管木浆价格开始大幅下行，但是考虑到运输和库存周期，纸企 Q1 用浆成本仍处高位水平。疫情后需求温和复苏，文化纸和部分特种纸有所提价，箱板瓦楞纸亏损亦见收窄。

图20：造纸板块季度收入（亿元）

图21：造纸板块季度归母净利润（剔除商誉减值影响，亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

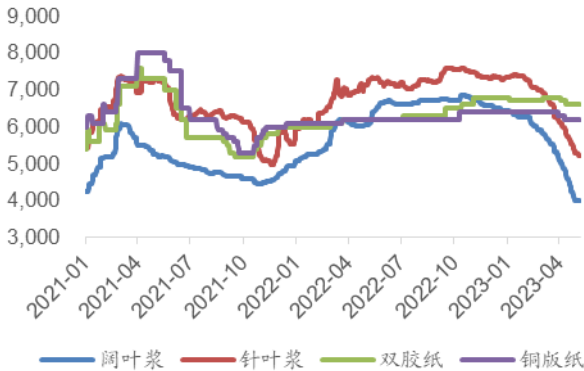
- **木浆系大宗纸：文化纸稳健，白卡纸仍承压。**2023年Q1板块整体收入同比-6%，环比-9%；归母净利润同比-100%，环比-101%。Q1文化纸与白卡纸盈利分化，文化纸环比表现稳健，白卡纸环比进一步承压，主要系双胶纸、铜版纸价格略有提升，白卡纸价格继续走低。具体到纸企来看，白卡纸业务占比较大的博汇纸业、晨鸣纸业净利率环比分别-3.4、-3.7个百分点，而太阳纸业、岳阳林纸净利率环比分别+0.4、-0.7个百分点。
- **废纸系大宗纸：亏损环比收窄。**2023年Q1板块整体收入同比-20%，环比-25%；归母净利润同比-166%，环比+76%。废纸系大宗纸板块亏损环比明显收窄，箱板纸/瓦楞纸Q1虽仍有所回落（环比-2%/-5%），但是小于国废价格回落幅度（环比-17%）；此外，美废价格自2022年下半年以来大幅下降，拥有海外废纸浆供应能力的纸企或享受更低成本。
- **特种纸：静待盈利修复。**2023年Q1板块整体收入同比+3%，环比-7%；如果剔除凯恩股份（Q1处置子公司带来较多投资收益），板块归母净利润同比-40%，环比-12%。由于用浆成本仍处高位，Q1板块利润率尚无明显改善；龙头企业仙鹤股份Q1毛利率/净利率环比+1.1/+0.2个百分点，或由于格拉辛纸、热转印纸等高景气产品提价，用浆成本略有下降，盈利修复初见端倪。

### 3.2 未来展望：成本下行逐步兑现，需求支撑盈利改善

**展望后续季度：成本下行逐步兑现，需求支撑盈利改善。**木浆方面，年初以来阔叶浆/针叶浆价格已下跌38%/29%，市场价格拐点反映至纸企成本拐点大约需要3个月，因此Q2开始浆纸系纸企成本将迎来实质下行。考虑到海外浆厂产能释放、欧美纸浆需求疲软，年内浆价有望维持较低水平。废纸方面，国废与外废价格下行的影响亦有望体现在纸企Q2的成本端。需求方面，随着下游行业景气度逐步回暖，纸品价格相对于原料价格将更为坚挺，吨毛利有望改善。

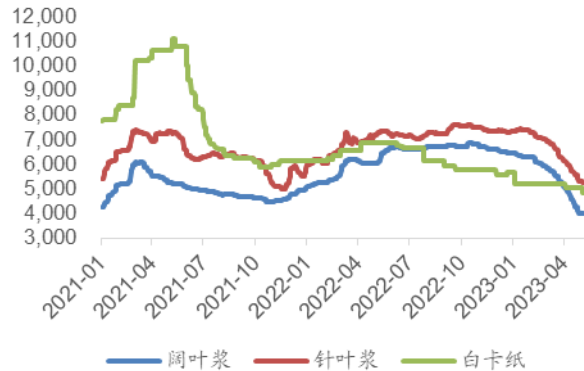
图22：木浆与文化纸价格（元/吨）

图23：木浆与白卡纸价格（元/吨）



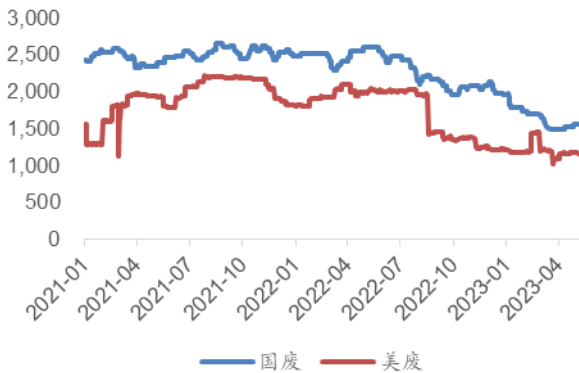
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图24：国内外废纸价格（元/吨）

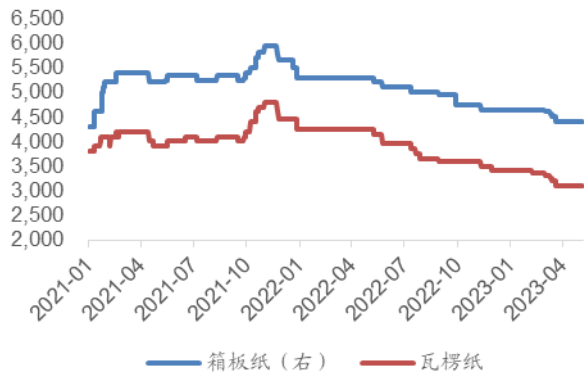


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图25：箱板瓦楞纸价格价格（元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**投资建议：**看好文化纸、特种纸盈利修复，文化纸板块建议关注龙头纸企**太阳纸业**，特种纸板块建议关注产品景气度较高、竞争格局较好，价格有望保持坚挺的头部企业，例如**仙鹤股份**等。白卡纸和箱板纸企亦有望受益需求改善，同时需关注供给端对纸价的影响，包括白卡纸产能释放、进口瓦楞纸影响等。

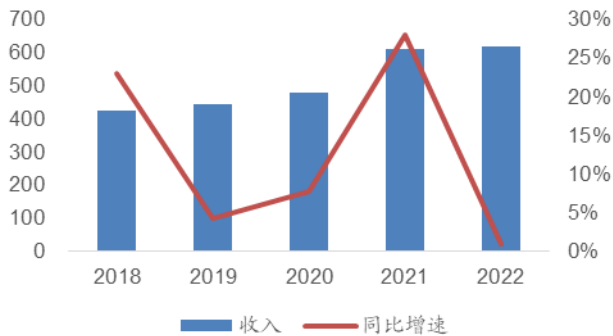
## 4. 包装板块：纸包装景气度预计止跌回升，金属包装盈利迎来边际改善

### 4.1 纸包装：景气度有望复苏，关注规模扩张与盈利向好的包企

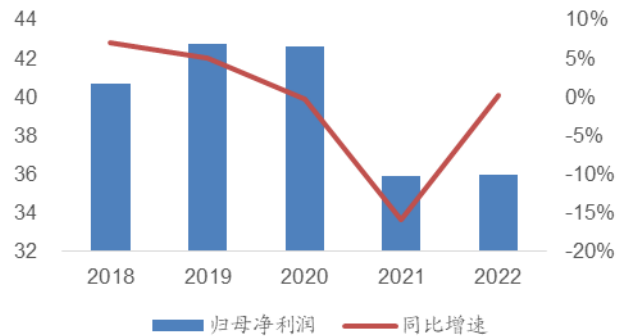
2022 年板块整体收入同比+1%，归母净利润同比-23%。其中 Q4 板块整体收入同比-11%，环比-3%；归母净利润同比-69%，环比-70%。劲嘉股份、东风股份投资收益减少及商誉减值损失规模较大，若剔除该因素，2022 年板块整体归母净利润同比持平，Q4 同比-28%。

图26：纸包装板块收入情况（亿元）

图27：纸包装板块归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

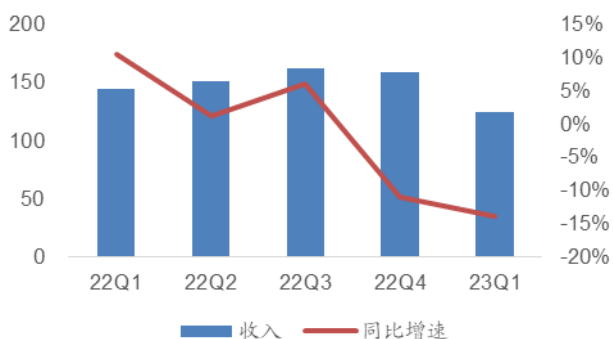
注：剔除劲嘉股份、东风股份投资收益和商誉减值损失波动影响

**22年下游景气度下滑，烟包竞争加剧，板块收入增速回落。**2022年国内包装需求疲软，烟包市场竞争加剧，消费电子包装下游景气度下滑。主要公司中，收入同比增长的包企主要受益于深耕或开拓客户，以及产能的扩张及释放，例如裕同科技(+10%)、美盈森(+15%)、新巨丰(+29%)等。烟包龙头收入同比基本持平，例如劲嘉股份(+2%)、东风股份(-2%)。瓦楞包装龙头合兴包装收入同比下降(-12%)，主要系产业链服务业务收缩，包装制造收入则同比持平。板块收入增速明显回落，从2021年的+28%回落至2022年的+1%，下半年尤其Q4，随着需求景气度进一步下行，板块承压更为明显。

**盈利能力整体稳健。**2022年箱板瓦楞纸、白卡纸等包装纸价格整体疲软，纸包装企业成本压力较低；板块整体毛利率同比+0.3个百分点，净利率同比-1.7个百分点（若剔除劲嘉、东风投资收益及商誉减值影响，则同比持平）。主要公司中，裕同科技凭借智能工厂推广建设，毛利率同比变化优于其他头部纸包企业(+2.2个百分点)；劲嘉股份受到烟包市场竞争加剧影响，毛利率同比-4.5个百分点，净利率同比-16.3个百分点（若剔除投资收益及商誉减值影响，同比-6.5个百分点）。

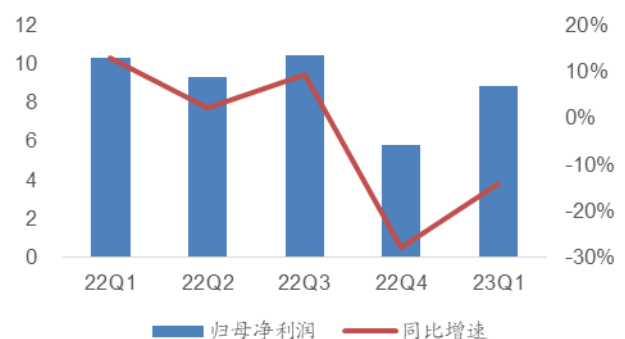
**23Q1 板块景气度尚处底部，静待复苏。**2023年Q1，纸包装板块整体收入同比-14%，环比-22%；归母净利润同比-7%，环比+183%。若剔除劲嘉、东风投资收益及商誉减值影响，则板块归母净利润同比-14%，环比+52%（环比高增系季节因素影响，以及部分公司资产处置收益影响）。总体而言，Q1疫情后下游行业景气度复苏尚处初期，因此包企收入整体仍延续上一季度疲软趋势。

图28：纸包装板块季度收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图29：纸包装板块季度归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：剔除劲嘉股份、东风股份投资收益和商誉减值损失波动影响

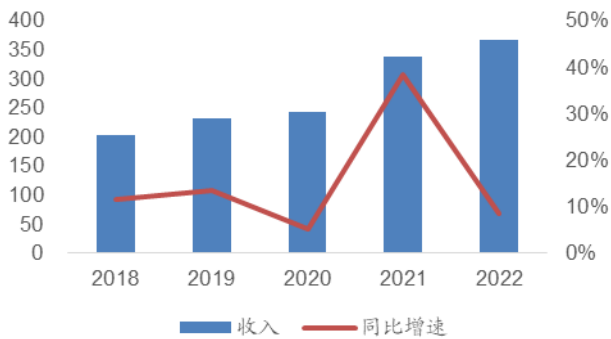


**展望及投资建议：**随着国内消费逐步改善，各类包装需求亦将逐步复苏，具体节奏取决于对应下游行业，例如瓦楞包装受益于购物节等旺季需求，消费电子包装需等待智能手机、电脑出货量改善。关注产能扩张、持续深耕客户，收入具备持续增长能力的公司，以及盈利能力具备提升趋势的公司；关注裕同科技。

#### 4.2 金属包装：23Q1 盈利能力边际改善，看好旺季表现

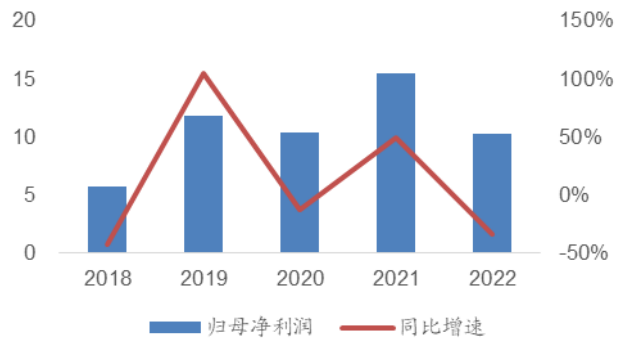
2022 年板块（剔除园林业务坏账损失较大的中锐股份，下同）整体收入同比+9%，归母净利润同比-34%。其中 Q4 收入同比-8%，环比-12%；归母净利润同比-85%，环比-92%。

图30：金属包装板块收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所  
注：剔除中锐股份

图31：金属包装板块归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所  
注：剔除中锐股份

**产能释放推动收入增长，原材料价格与疫情扰动压制盈利。**2022 年收入同比增长，主要系头部企业产能释放，以及原材料价格推动产品提价。昇兴股份、宝钢包装收入增速相对较高，分别为+33%、+23%。受到疫情扰动和原材料价格带动产品降价，Q4 板块收入同比回落。2022 年板块利润率同比下降，一方面上半年原材料（马口铁、铝）价格相比同期较高；另一方面下半年原材料价格虽然回落，但是疫情扰动或使得产能利用率承压，进而影响利润率；此外 Q4 包装企业计提减值较多。

**23Q1 盈利能力边际改善，看好旺季表现。**2023 年 Q1，板块收入同比持平，环比-8%；归母净利润同比+8%，环比+1090%（受季节性和减值影响，2022 年 Q4 利润基数较低）。收入同比下降主要由于原材料价格回落，产品价格估计相应回落，同比处于较低水平；此外年初国内疫情或仍有一定影响。盈利能力同比向好，主要受益原材料价格回落。

图32：金属包装板块季度收入情况（亿元）

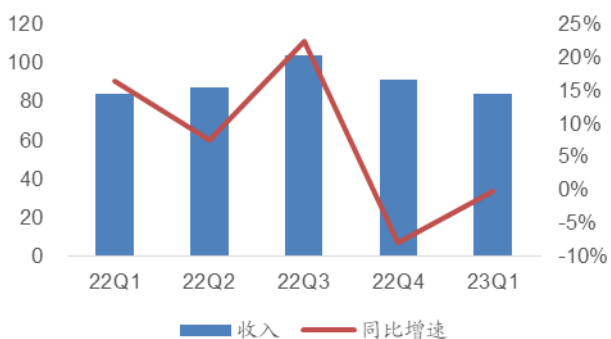
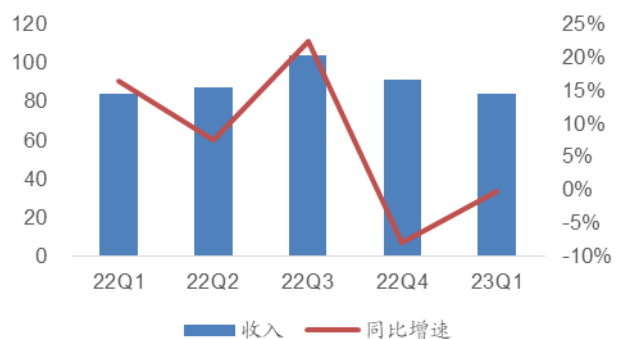


图33：金属包装板块季度归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

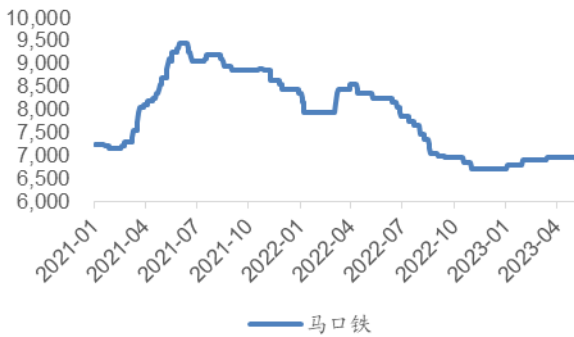
注：剔除中锐股份

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：剔除中锐股份

**展望及投资建议：**国内消费和出行复苏背景下，旺季啤酒、饮料消费或有较好表现，有利于提振产销；马口铁、铝等原材料价格有望平稳运行，企业成本压力有限。综合来看金属包装企业盈利有望边际改善，关注产能扩张、产销增长的公司。

图34：马口铁价格（元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图35：纯铝价格（元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

经济复苏不及预期，原材料和能源价格上涨超预期，地产销售回暖不及预期，在建项目投产进度不及预期。

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                      | 日期         |
|--------|---|------------|
| 公司普通报告 | 仙鹤股份 (603733): 盈利改善逐步落地, 产能如期扩张         | 2023-05-05 |
| 公司普通报告 | 太阳纸业 (002078): 盈利能力改善可期, 林浆纸一体化扩张巩固竞争优势 | 2023-05-05 |
| 公司普通报告 | 顾家家居 (603816): 盈利能力稳定, 大家居战略稳步推进        | 2023-05-04 |
| 公司普通报告 | 金牌厨柜 (603180): 营收端稳健, 逆势扩张今年弹性可期        | 2023-05-04 |
| 公司普通报告 | 志邦家居 (603801): 空白市场持续拓展, 品类规模优势助力利润率提升  | 2023-04-28 |
| 公司普通报告 | 裕同科技 (002831): 盈利能力趋势向好, 短期需求承压不改长期增长前景 | 2023-04-28 |
| 公司普通报告 | 欧派家居 (603833): 经营韧性彰显, 大家居战略效果显著        | 2023-04-26 |
| 公司普通报告 | 中顺洁柔 (002511): 看好成本回落与销售提振, 业绩反弹可期      | 2023-04-25 |
| 公司普通报告 | 东兴轻纺&商社周观点: 3月社零超预期, 继续关注线下消费           | 2023-04-25 |
| 公司普通报告 | 瑞尔特 (002790): 智能马桶业务快速发展, 自主品牌开拓顺利      | 2023-04-19 |
| 公司普通报告 | 晨鸣纸业 (000488): 22年业绩承压, 关注销量回升与盈利能力改善   | 2023-04-12 |
| 公司普通报告 | 索菲亚 (002572): 大家居战略持续演绎, 未来业绩弹性可期       | 2023-04-12 |
| 公司普通报告 | 仙鹤股份 (603733): 盈利预期迎来修复, 看好长期扩张与浆纸一体化布局 | 2023-03-31 |
| 公司普通报告 | 思摩尔国际 (06969): 业绩筑底, 关注一次性产品放量与中美市场边际改善 | 2023-03-24 |
| 公司普通报告 | 金牌厨柜 (603180): 全年营收稳健, 利润短期承压未来修复可期     | 2023-03-21 |
| 行业深度报告 | 【东兴轻工】轻工制造行业 2023 年策略报告: 需求的回暖, 盈利的修复   | 2022-12-02 |

资料来源: 东兴证券研究所

## 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年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年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消费轻工研究方向。

## 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