

# 轻工纺服行业中期策略：内需复苏与外需拐点，关注估值修复

2023年7月4日

看好/维持

纺服轻工 | 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
分析师	沈逸伦	电话：010-66554044	邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523060001

## 投资摘要：

2023年以来，疫情放开复苏主线贯穿消费的各个领域，但是不同品类复苏的节奏不同，产业链不同环节复苏程度不同，部分产业受外需影响与内销领域有不同表现，这使得轻工纺服各领域在上半年表现不尽相同。在此情势下，我们梳理所有细分领域，展望下半年投资机会将其归为三类：一是景气赛道，短期波动不改长期景气度，典型的是运动鞋服赛道。二是基本面情况尚好，但未来预期与估值在底部的，如家居板块。三是行业基本面在左侧可提前进行布局的，包括等待出口转好的出口链（部分消费轻工、纺织制造），等待需求复苏带动业绩修复的造纸包装行业。

## 分行业看：

**1) 家居板块，全年业绩有支撑，估值低位更显投资价值，静待地产政策边际改善。**家居板块全年业绩有支撑：春节后家居销售端的增长将体现在Q2收入端；二手房销售与住宅竣工数据的增长有望为下半年家具需求提供支撑；成本方面，原材料价格仍处低位，费用投放预计谨慎。家居板块当前较低的估值水平已充分反映地产端的悲观预期，投资机会更加凸显：一方面，家居龙头公司有望持续通过品类与渠道扩张，强化家居行业集中度提升趋势，带来长期的成长空间。在当前较低的估值水平下，优质家居公司已具备投资价值；另一方面，在地产销售承压的环境下，地产政策边际的回暖值得期待。政策若出台，未来需求预期将得到改善，推动家居板块估值回升。

**2) 出口轻工，静待需求端回暖，低估值下积极寻找投资机会。**消费轻工主要品类的出口数据尚未全面好转，但海外零售商库存已有改善，另外出口公司面对的成本端要素全面向好，我们认为短期业绩仍将保持稳健。优质出口公司估值已来到历史低位，对外需的悲观预期有充分反映。长期来看，有成本制造优势的消费制造业领域仍有机会，当前较低的估值水平带来布局机会，未来伴随外需的回暖，出口链估值与业绩的双升可期。我们建议关注具备业绩韧性，业务有长期发展空间的优质出口企业。

**3) 造纸包装板块，成本回落后关注需求复苏，布局纸企盈利改善。**造纸板块方面，原料价格在供需因素共同影响下，上半年大幅回落，下半年仍难有较大反弹，预计低位震荡运行。随着低价原料逐步到库，纸企成本下行确定性较强，盈利兑现的关键在于纸价能否有所支撑。当前需求复苏力度仍然偏弱，从需求具备韧性、旺季存在刚需、供给端压力较小等因素考虑，我们认为下半年景气度排序为：特种纸>文化纸>箱板瓦楞纸>白卡纸，建议关注特种纸和文化纸龙头公司。包装板块方面，行业收入端改善仍需关注经济的复苏情况，利润率则有望随上游原料价格而维持稳定。仍建议持续关注具备竞争优势，通过产能扩张、多元布局、智能化改造等方式，实现规模扩张和盈利能力提升的头部公司。同时建议关注环保包装领域的投资机会，当前塑料包装替代空间广阔，国内限塑政策逐步推进，海外替塑亦在持续进行中。

**4) 纺织服装板块，服装需优选赛道和标的，纺织重视左侧机会。**服装家纺上半年经历了慢复苏，下半年复苏加强和低基数效应下有望实现较好业绩弹性，但服装属性使得赛道呈现分化。运动鞋服赛道长期景气，与其他服装品类比未来几年仍有增长优势，格局方面看好国产品牌继续提升份额。男装行业格局较优，部分男装品牌产品风格调整更贴近年轻人休闲需求，渠道升级更贴合年轻人消费习惯，疫情前后均保持着增长态势。纺织制造板块，上半年因库存压力和外需疲软订单承压，观察目前主要纺企订单和海外鞋服品牌库存情况，我们认为行业已经触底，下半年订单回暖可期。

投资建议：家居板块里，定制家具板块受益于原材料价格回落明显，且安装属性带来的复苏弹性更明显，当前重点推荐，包括索菲亚、志邦家居、欧派家居、金牌厨柜。造纸包装板块关注盈利改善预期，推荐需求景气度和行业格局较优、产品价格有望体现韧性的仙鹤股份，以及有望受益旺季刚需释放的太阳纸业。纺织服装继续推荐国产运动龙头安踏体育、李宁，建议

关注行业格局较好短期内需求恢复较好的男装行业；纺织制造推荐客户优质、份额提升、产能布局稳健的纺织制造龙头华利集团、申洲国际等。

表1：重点公司盈利预测与估值

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
索菲亚	1.17	1.53	1.79	2.11	14.94	11.42	9.77	8.28	2.75	推荐
志邦家居	1.76	2.10	2.54	3.01	18.40	15.42	12.75	10.76	3.58	推荐
欧派家居	4.41	5.12	6.04	7.12	21.39	18.42	15.62	13.25	3.63	推荐
金牌厨柜	1.80	2.60	3.15	3.79	18.32	12.68	10.47	8.70	1.99	推荐
瑞尔特	0.51	0.58	0.72	0.84	20.71	18.21	14.67	12.57	2.07	推荐
顾家家居	2.20	2.61	3.05	3.55	17.17	14.47	12.38	10.64	3.53	推荐
家联科技	1.49	1.14	1.38	1.65	11.76	15.37	12.70	10.62	2.23	推荐
喜临门	0.62	1.95	2.39	2.92	41.06	13.06	10.65	8.72	2.79	推荐
太阳纸业	1.01	1.10	1.28	1.43	10.63	9.76	8.39	7.51	1.29	推荐
晨鸣纸业	0.06	0.41	0.71	0.83	81.50	11.93	6.89	5.89	0.80	推荐
仙鹤股份	1.01	1.56	2.06	2.49	21.06	13.63	10.33	8.54	2.23	推荐
裕同科技	1.60	1.77	2.19	2.66	15.73	14.22	11.49	9.46	2.22	推荐
比音勒芬	1.27	1.68	2.08	2.53	27.32	20.65	16.68	13.72	4.89	-
报喜鸟	0.31	0.42	0.50	0.59	17.68	13.05	10.96	9.29	2.05	-
太平鸟	0.39	1.44	1.72	2.02	64.18	17.38	14.55	12.39	2.94	-
安踏体育	2.80	3.48	4.20	4.95	29.39	23.65	19.60	16.63	5.84	强烈推荐
李宁	1.55	1.83	2.15	2.51	27.87	23.61	20.09	17.21	4.05	强烈推荐
特步国际	0.35	0.44	0.55	0.66	23.14	18.41	14.73	12.27	2.26	-
华利集团	2.77	2.89	3.49	4.03	17.87	17.13	14.19	12.29	4.31	推荐
申洲国际	3.04	3.35	3.99	4.98	25.23	22.90	19.22	15.40	3.24	强烈推荐
台华新材	0.31	0.57	0.75	0.93	34.65	18.84	14.32	11.55	2.46	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，同花顺一致预期

注：未覆盖公司的盈利预测取自同花顺一致预期

## 目录

1. 观点综述.....	6
2. 家居：业绩有望走出低谷，低估值下投资价值凸显.....	7
2.1 春节后家居消费回暖，板块利润、现金流等指标均向好.....	7
2.2 展望全年需求，板块业绩有支撑.....	10
2.3 政策预期有望推动估值回升.....	13
2.4 投资观点：短期业绩有支撑，估值低位凸显投资机会.....	14
3. 出口轻工：静待需求端回暖，低估值下积极寻找投资机会.....	15
3.1 出口数据未好转，但零售商库存已有改善.....	15
3.2 估值已至历史低位，成本端全面向好.....	16
3.3 投资观点：静待外需回暖，当前已进入布局阶段.....	17
4. 造纸&包装：成本回落关注需求复苏，布局纸企盈利改善.....	17
4.1 回顾：上半年普遍成本回落，需求复苏力度仍然较弱.....	17
4.2 造纸：成本下行确定性强，需求提振纸价成为盈利释放关键.....	20
4.3 包装：关注需求改善，关注长期竞争优势和环保包装发展.....	24
5. 纺织服装：运动服饰仍景气，纺织制造待拐点.....	26
5.1 上半年回顾：反弹与分化.....	26
5.2 行业展望：服装家纺优选赛道和标的，纺织制造关注订单拐点.....	29
5.3 服装家纺：关注两个赛道.....	29
5.4 纺织制造：重视出口链左侧机会.....	32
6. 风险提示：.....	34

## 插图目录

图 1：家具类零售额当月值及同比.....	7
图 2：建材家居卖场销售额自 23 年 3 月以来快速恢复.....	7
图 3：家居板块逐季度收入及增速.....	8
图 4：家居板块逐季度净利润及增速.....	8
图 5：家居板块毛利率和净利率变化.....	8
图 6：家居板块销售和管理费用率变化.....	8
图 7：12 城二手房周度销售面积及同比情况.....	10
图 8：月度住宅竣工面积变化情况.....	10
图 9：欧派家居门店情况.....	10
图 10：索菲亚门店情况.....	10
图 11：志邦家居门店数量情况.....	11
图 12：金牌厨柜门店数量情况.....	11
图 13：顾家家居门店数量情况.....	11
图 14：喜临门门店数量情况.....	11
图 15：纤维板期货价变化.....	12

图 16: 不锈钢期货价变化 .....	12
图 17: 聚合 MDI 现货价变化 .....	12
图 18: 海宁皮革指数价格变化 .....	12
图 19: 家居用品板块费用投放在 23Q1 同比降低 .....	13
图 20: 月度商品房销售面积变化情况 .....	14
图 21: 月度商品房销售额变化情况 .....	14
图 22: 月度地产开发投资变化情况 .....	14
图 23: 月度住宅新开工面积变化情况 .....	14
图 24: 家具及其零件出口金额当月值及同比 .....	15
图 25: 塑料制品出口金额当月值及同比 .....	15
图 26: 家得宝存货变化 .....	15
图 27: 劳氏存货变化 .....	15
图 28: 海运费继续下跌，已回到疫情前稳态水平 .....	16
图 29: 汇率今年有所贬值 .....	16
图 30: 阔叶浆与针叶浆市场价格 .....	17
图 31: 文化纸与白卡纸市场价格（元/吨） .....	17
图 32: 废纸市场价格 .....	17
图 33: 箱板瓦楞纸市场价格（元/吨） .....	17
图 34: 瓦楞原纸进口情况 .....	18
图 35: 再生箱板纸进口情况 .....	18
图 36: 造纸板块季度收入（亿元） .....	18
图 37: 造纸板块季度归母净利润（剔除商誉减值影响，亿元） .....	18
图 38: 社零当月同比增速 .....	19
图 39: 卷烟产量当月同比增速 .....	19
图 40: 白酒产量当月同比增速 .....	19
图 41: 啤酒产量当月同比增速 .....	19
图 42: 纸包装板块季度收入情况（亿元） .....	20
图 43: 纸包装板块季度归母净利润情况（亿元） .....	20
图 44: 金属包装板块季度收入情况（亿元） .....	20
图 45: 金属包装板块季度归母净利润情况（亿元） .....	20
图 46: 阔叶木片进口价格 .....	20
图 47: 主要地区经济增速预测（IMF） .....	20
图 48: 废纸浆进口量及当月同比 .....	21
图 49: 废纸浆进口均价 .....	21
图 50: 双胶纸下游需求占比 .....	22
图 51: 铜版纸下游需求占比 .....	22
图 52: 白卡纸下游需求占比 .....	22
图 53: 瓦楞纸箱下游需求占比 .....	22
图 54: 木浆价格与仙鹤股份毛利率对比 .....	23
图 55: 木浆价格与华旺科技毛利率对比 .....	23

图 56: 纸包装上游主要原材料价格 (元/吨)	24
图 57: 金属包装上游主要原材料价格 (元/吨)	24
图 58: 2022 年塑料制、纸制、纸浆模塑餐具出口量	25
图 59: 2022 年塑料制、纸制、纸浆模塑餐具对美国出口量	25
图 60: 2020 年国内外卖餐盒材质分布	25
图 61: 2022 年国内塑料外卖餐盒用量测算	25
图 62: 社会零售总额增速及服装类增速 (单位: %)	26
图 63: 实物商品网上零售额增速及穿类网上增速	26
图 64: 纺织品与服装出口情况 (单位: %)	27
图 65: 内外棉价格都在高位	28
图 66: 涤纶价格在高位徘徊	28
图 67: A 股市盈率情况 PE-TTM	29
图 68: 港股代表公司市盈率情况 PE-Forward	29
图 69: 运动、女装、男装行业规模及增速 (单位, 百万元、%)	30
图 70: 男装行业、女装行业 CR10 情况 (单位: %)	31
图 71: 比音勒芬门店持续扩张	31
图 72: 报喜鸟的门店数量	31
图 73: 拉夫劳伦疫情前后收入情况	32
图 74: Hugo Boss 疫情前后收入情况	32
图 75: 裕元集团 22 年以来制造业收入增速	32
图 76: 丰泰企业 22 年以来收入增速	32
图 77: 耐克集团的收入及库存情况	33
图 78: Lululemon 收入及库存情况	33
图 79: 越南纺织品和服装、鞋类出口累计增速	33

## 表格目录

表 1: 重点公司盈利预测与估值	2
表 2: 家居重点公司 23Q1 利润情况	9
表 3: 家居重点公司 23Q1 现金流和合同负债情况	9
表 4: 家居重点公司估值情况 (截至 6 月 21 日)	13
表 5: 部分出口公司业绩及估值情况 (截至 6 月 21 日)	16
表 6: 国际纸浆生产企业近期投产及在建产能情况	21
表 7: 部分主要造纸企业近期建设与规划产能情况	23
表 8: 2021 年来主要运动品牌的流水增速	30

## 1. 观点综述

2023年以来，疫情放开复苏主线贯穿消费的各个领域，但是不同品类复苏的节奏不同，产业链不同环节复苏程度不同，部分产业受外需影响与内销领域有不同表现，这使得轻工纺织各领域在上半年表现不尽相同。在此情势下，我们梳理所有细分领域，展望下半年投资机会将其归为三类：一是景气赛道，短期波动不改长期景气度，典型的是运动鞋服赛道。二是基本面情况尚好，但未来预期与估值在底部的，如家居板块。三是行业基本面在左侧可提前进行布局的，包括等待出口转好的出口链（部分消费轻工、纺织制造），等待需求复苏带动业绩修复的造纸包装行业。

分行业看：

**1) 家居板块，全年业绩有支撑，估值低位更显投资价值，静待地产政策边际改善。**家居板块全年业绩有支撑：春节后家居销售端的增长将体现在 Q2 收入端；二手房销售与住宅竣工数据的增长有望为下半年家具需求提供支撑；成本方面，原材料价格仍处低位，费用投放预计谨慎。家居板块当前较低的估值水平已充分反映地产端的悲观预期，投资机会更加凸显：一方面，家居龙头公司有望持续通过品类与渠道扩张，强化家居行业集中度提升趋势，带来长期的成长空间。在当前较低的估值水平下，优质家居公司已具备投资价值；另一方面，在地产销售承压的环境下，地产政策边际的回暖值得期待。政策若出台，未来需求预期将得到改善，推动家居板块估值回升。

**2) 出口轻工，静待需求端回暖，低估值下积极寻找投资机会。**消费轻工主要品类的出口数据尚未全面好转，但海外零售商库存已有改善，另外出口公司面对的成本端要素全面向好，我们认为短期业绩仍将保持稳健。优质出口公司估值普遍已来到历史低位，对外需的悲观预期已有充分反映。长期来看，有成本制造优势的消费制造业领域仍有机会，当前较低的估值水平带来布局机会，未来伴随外需的回暖，出口链估值与业绩的双升可期。我们建议关注具备业绩韧性，业务有长期发展空间的优质出口企业。

**3) 造纸包装板块，成本回落后关注需求复苏，布局纸企盈利改善。**造纸板块方面，原料价格在供需因素共同影响下，上半年大幅回落，下半年仍难有较大反弹，预计低位震荡运行。随着低价原料逐步到库，纸企成本下行确定性较强，盈利兑现的关键在于纸价能否有所支撑。当前需求复苏力度仍然偏弱，从需求具备韧性、旺季存在刚需、供给端压力较小等因素考虑，我们认为下半年景气度排序为：特种纸>文化纸>箱板瓦楞纸>白卡纸，建议关注特种纸和文化纸龙头公司。包装板块方面，行业收入端改善仍需关注经济的复苏情况，利润率则有望随上游原料价格而维持稳定。仍建议持续关注具备竞争优势，通过产能扩张、多元布局、智能化改造等方式，实现规模扩张和盈利能力提升的头部公司。同时建议关注环保包装领域的投资机会，当前塑料包装替代空间广阔，国内限塑政策逐步推进，海外替塑亦在持续进行中。

**4) 纺织服装板块，服装需优选赛道和标的，纺织重视左侧机会。**服装家纺上半年经历了慢复苏，下半年复苏加强和低基数效应下有望实现较好业绩弹性，但服装属性使得赛道呈现分化。运动鞋服赛道长期景气，与其他服装品类比未来几年仍有增长优势，格局方面看好国产品牌继续提升份额。男装行业格局较优，部分男装品牌产品风格调整更贴近年轻人休闲需求，渠道升级更贴合年轻人消费习惯，疫情前后均保持着增长态势。纺织制造板块，上半年因库存压力和外需疲软订单承压，观察目前主要纺企订单和海外鞋服品牌库存情况，我们认为行业已经触底，下半年订单回暖可期。

**投资建议：**家居板块里，定制家具板块受益于原材料价格回落明显，且安装属性带来的复苏弹性更明显，当前重点推荐，包括索菲亚、志邦家居、欧派家居、金牌厨柜。造纸包装板块关注盈利改善预期，推荐需求景

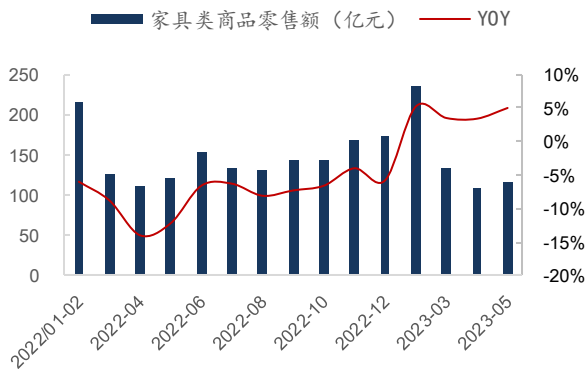
气度和行业格局较优、产品价格有望体现韧性的仙鹤股份，以及有望受益旺季刚需释放的太阳纸业。纺织服装继续推荐国产运动龙头安踏体育、李宁，建议关注行业格局较好短期内需求恢复较好的男装行业；纺织制造推荐客户优质、份额提升、产能布局稳健的纺织制造龙头华利集团、申洲国际等。

## 2. 家居：业绩有望走出低谷，低估值下投资价值凸显

### 2.1 春节后家居消费回暖，板块利润、现金流等指标均向好

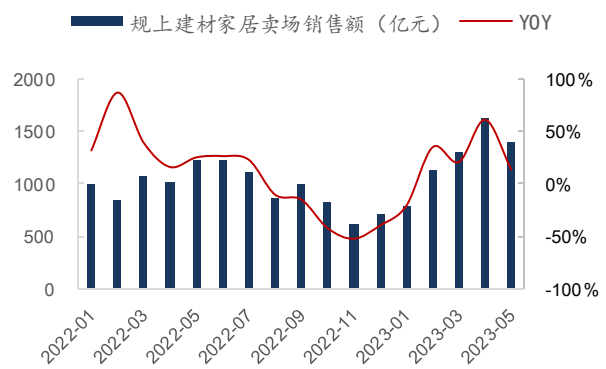
家居需求自 2023 年春节后持续恢复。2022 年在消费不畅及地产下行的影响下，家居终端销售全年呈现下滑态势，家具社零全年累计下滑 7.5%。2023 年春节后疫情冲击影响减弱，在消费场景恢复+装修需求回补的加持下，家居消费开始复苏。家具社零年初以来持续同比增长，5 月增速仍超过 5%。线下是家居用品主要消费场景，建材家居卖场销售额自 3 月以来增速较高，3-5 月均保持了双位数以上的增速，1-5 月累计增速超 20%。从终端数据看出，5 月数据有回落，但家居终端消费仍处于复苏进程中。

图1：家具类零售额当月值及同比



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

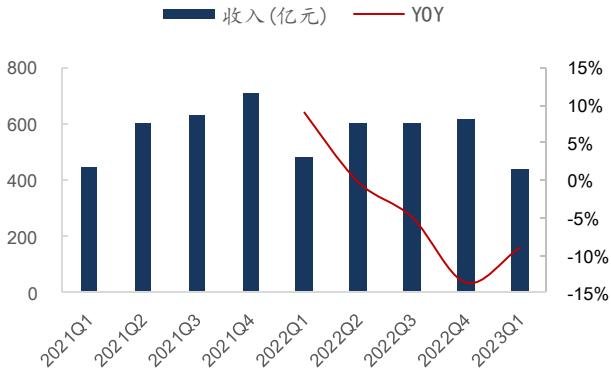
图2：建材家居卖场销售额自 23 年 3 月以来快速恢复



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

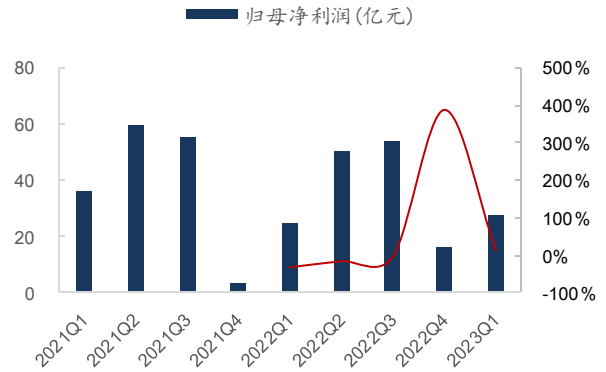
家居板块 23Q1 收入端依然有压力，利润已实现改善。2022 年家居用品板块（SW）受环境冲击，整体营收同比-3.8%。2023 年一季度，板块营收同比-9.0%，延续了去年以来的下滑态势，主要系滞后反应了 22 年 11 月-23 年 1 月国内的疫情冲击影响（家具公司发货时在报表端确认收入，发货一般在终端销售后的 2-3 个月）。家居用品板块 2022 全年利润承压（22Q4 正增长主要因同期资产减值规模较大）。2023 年一季度板块实现净利润 27.86 亿元，同比+13%，利润端回暖明显，一方面是销售压力缓和，另外是因为原材料下行期毛利率已有明显的恢复。

图3：家居板块逐季度收入及增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

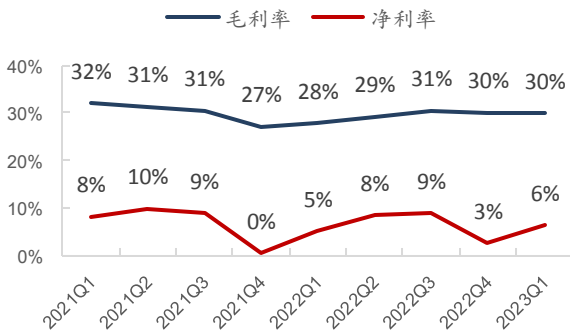
图4：家居板块逐季度净利润及增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

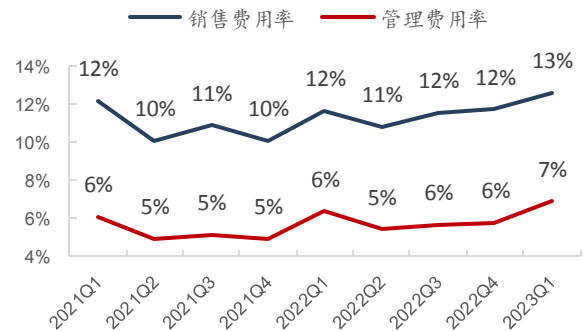
**毛利率改善，支撑净利率同比提升。**毛利率方面，原材料价格自2022下半年起普遍回落，家居板块22Q3-23Q1毛利率相较22H1已有所回升，其中23Q1同比+2.2pct。不过由于销售承压使得产能利用率不足，当前仍不及21Q1-21Q3的水平，存在提升空间。**费用率方面**，由于收入承压，家居板块费用率在2022年保持较高水平。销售和管理费用率在23Q1达到了近两年单季度最高，同比分别+1.0、+0.5pct。但从费用金额来看，板块的销售和管理费用23Q1同比均有下降。

图5：家居板块毛利率和净利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：家居板块销售和管理费用率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**重点公司一季度业绩一般，但现金流等指标已显著转好。**从重点公司来看，零售业务为主的公司一季度业绩尚有增长压力，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。**家居公司现金流普遍呈现改善。**多数公司业绩有压力，但是经营现金流大幅改善，主要系疫情期间各公司普遍给予经销商帮扶政策（如延长账期等），至疫情放开后需求转好时帮扶政策结束叠加经销商订货量增加，使得各公司现金流改善。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。**部分家居公司合同负债上升较多，二季度业绩或有分化。**一线龙头公司如欧派、索菲亚等合同负债也有同比、环比的提升，预示了订单短状况明显好于报表表现，二季度业绩有较好的保证。



**表2：家居重点公司 23Q1 利润情况**

证券名称	收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	毛利率同比 (pct)	费用率同比 (pct)
顾家家居	39.5	-12.9%	4.0	-9.7%	+2.3	+3.1
欧派家居	35.7	-13.8%	1.5	-39.8%	-1.0	+1.2
索菲亚	18.0	-9.7%	1.0	-8.9%	+1.9	+1.8
梦百合	17.0	-20.7%	0.2	-45.6%	+6.8	+9.4
喜临门	14.7	+4.5%	0.6	+14.3%	-1.9	-0.6
箭牌家居	11.1	-1.7%	0.0	-88.1%	-5.5	-2.4
曲美家居	9.7	-26.3%	-1.0	-265.3%	-5.4	+6.6
慕思股份	9.6	-23.1%	1.0	-18.4%	+3.4	+3.1
尚品宅配	8.1	-25.5%	-1.0	-4.9%	-0.7	+1.9
志邦家居	8.1	+6.2%	0.5	+0.5%	+1.8	+0.3
江山欧派	6.8	+39.0%	0.6	+5.6%	-3.2	-7.2
金牌厨柜	5.7	+1.1%	0.3	+8.2%	-0.8	-0.9
瑞尔特	4.0	-2.8%	0.4	+8.7%	+0.3	+0.9
王力安防	3.9	+11.6%	0.2	+325.7%	+4.4	-0.6
好莱客	3.5	-43.5%	0.1	-70.7%	-0.2	+12.5

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**表3：家居重点公司 23Q1 现金流和合同负债情况**

证券名称	经营净现金流 (亿元)	同比变化 (亿元)	合同负债 (亿元)	环比变化 (亿元)	同比变化 (亿元)
顾家家居	1.5	+6.8	14.2	-1.1	+0.3
欧派家居	7.4	+10.6	17.0	+9.2	+3.4
索菲亚	1.9	+4.8	10.0	+3.0	+0.5
梦百合	1.9	+3.0	1.0	0.0	-0.5
喜临门	-6.3	-0.7	2.3	-1.4	-0.2
箭牌家居	-5.8	+1.6	2.6	-0.1	-
曲美家居	1.2	+1.0	0.7	0.0	-0.2
慕思股份	3.4	+6.6	1.7	0.5	-0.5
尚品宅配	-3.2	+1.9	7.1	0.8	-0.5
志邦家居	-1.1	+1.9	3.6	-0.8	-0.5
江山欧派	-0.3	+1.1	3.1	0.2	+0.6
金牌厨柜	-2.4	+2.7	2.8	-0.5	-0.2
瑞尔特	0.3	-0.5	0.8	0.4	+0.1
王力安防	0.5	+1.9	2.3	0.6	-0.1
好莱客	-0.1	+0.8	1.5	0.5	-2.6

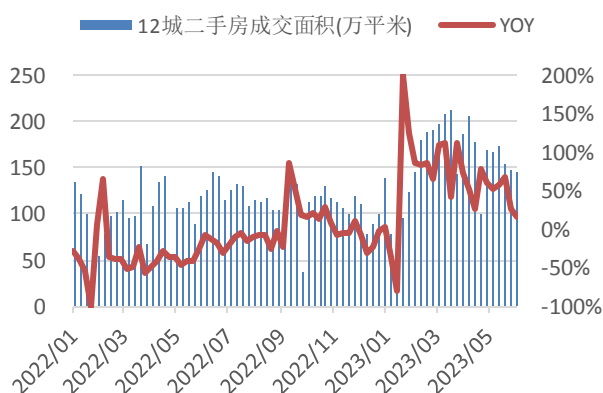
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.2 展望全年需求，板块业绩有支撑

### 2.2.1 需求向上，家居龙头公司逆势扩张

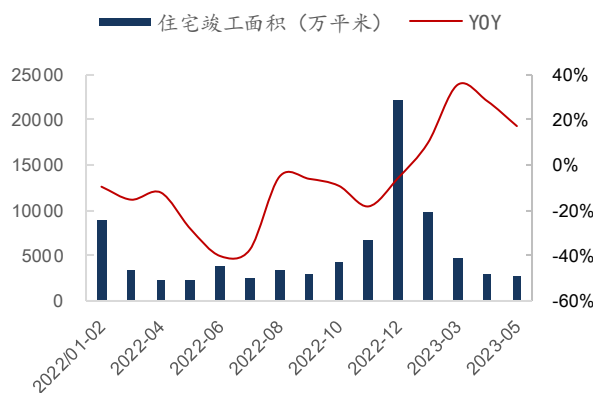
二季度收入增长确定性强，二手房销售、竣工数据支撑家居全年需求。家居板块二季度收入主要反映2月以来的终端销售数据，结合社零及主要公司订单情况其增长确定性强。家居需求与地产相关性较高，其中二手房销售与新房竣工是从时间上最贴近家居需求的数据。二手房销售自春节后显著向好，根据我们统计的12城二手房销售面积数据，春节后至5月底累计同比增速超70%。新房竣工数据受益保交楼支撑，去年下半年起保持稳健，今年开始高速增长，3-5月保持双位数以上增速，1-5月累计增速18%，增长超预期。我们推测二手房销售与住宅竣工数据一般在6-12个月转化为家居需求，因此我们认为全年家居需求将能得到支撑。

图7：12城二手房周度销售面积及同比情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：月度住宅竣工面积变化情况

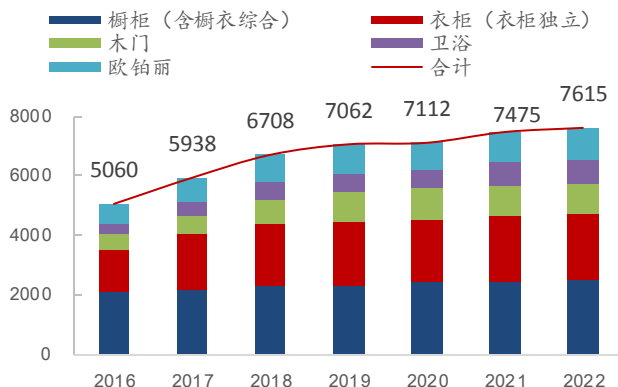


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

龙头公司逆势拓店，带来更大的收入弹性。2022年虽然行业需求受到地产和线下消费不畅的影响，但是行业的发展趋势仍在向前，家居龙头在整装大家居战略下保持着高速的拓店速度，以在需求复苏后抢占更多的市场。从主要的公司来看：定制龙头欧派家居近几年保持门店的净增加，其中22年困难形势下仍逆势净拓店140家；索菲亚自理顺各个品牌定位后除司米品牌，其他品牌保持扩张，22年索菲亚品牌净增99家至2829家，米兰纳净开126家至338家。顾家家居截至22年末有6743家店，全年净开287家店，新店以品类融合店和大店为主。头部公司在逆势开店的同时，也在不断强化多品类的供应与融合销售能力，渠道与品类的扩张将带来更大的收入弹性。

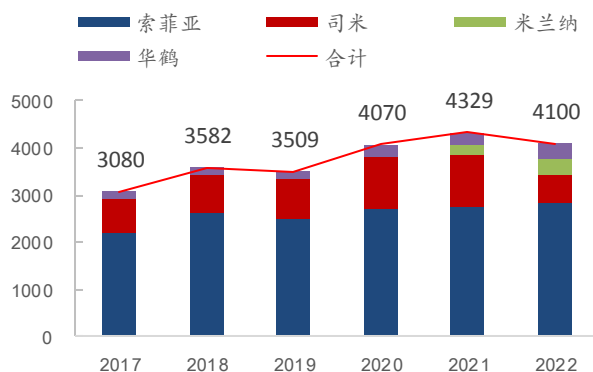
图9：欧派家居门店情况

图10：索菲亚门店情况



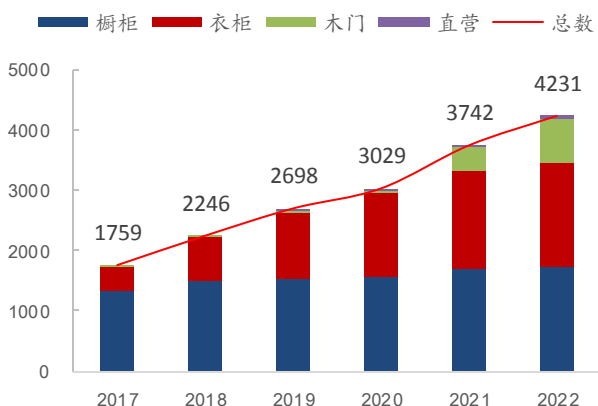
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图11: 志邦家居门店数量情况



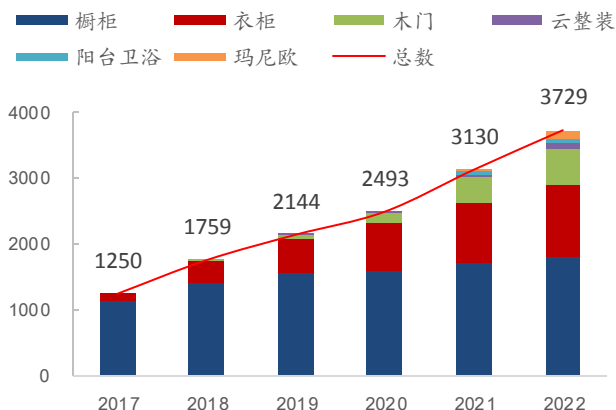
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图12: 金牌厨柜门店数量情况



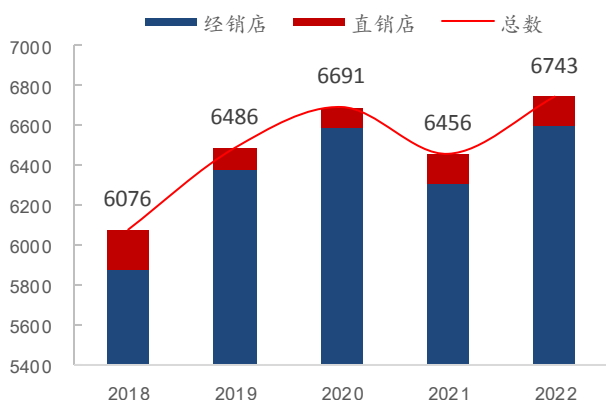
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13: 顾家家居门店数量情况

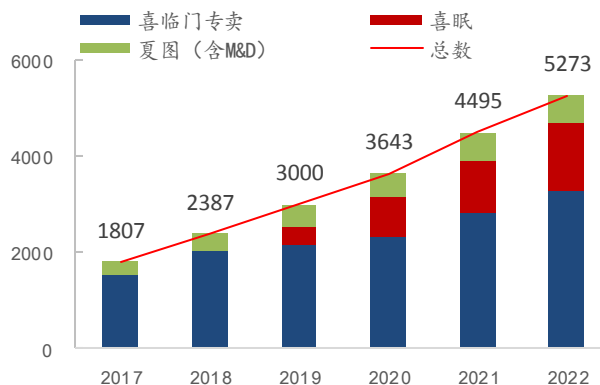


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图14: 喜临门门店数量情况



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

## 2.2.2 成本向下，全年利润率提升可期

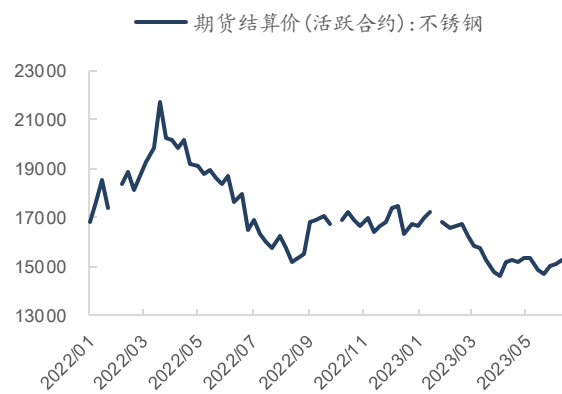
原材料价格仍在低位，叠加收入向好，毛利率提升可期。截至 6 月中旬，家具主要原材料价格仍维持低位。其中定制家具所需的纤维板、不锈钢，以及软体家具所需的皮革、MDI 等，价格均处于 2022 年以来较低的位置，同比均有不同幅度的下降，其中定制家具原材料价格下降幅度相对更大。我们预计原材料价格有望全年保持低水平。成本端压力下降，叠加收入端回暖拉升产能利用率，家居板块毛利率有望持续环比改善。考虑到 22Q2 原材料价格基数高，预计 23Q2 毛利率同比有较大提升。

图15：纤维板期货价变化



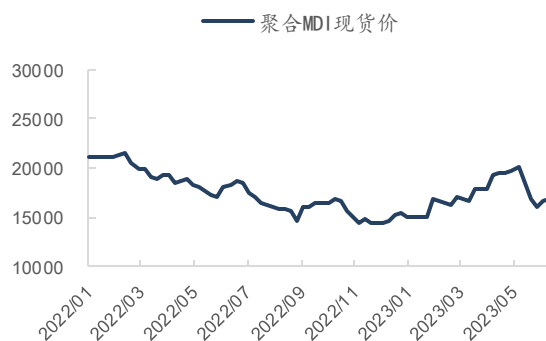
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：不锈钢期货价变化



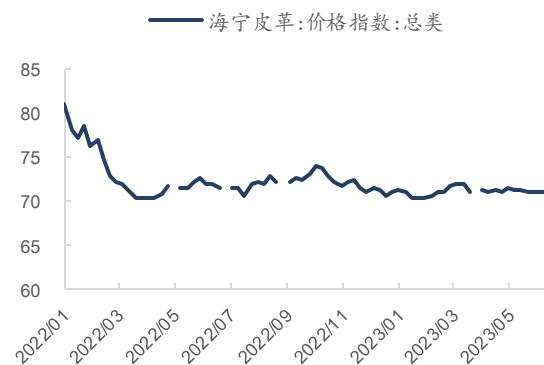
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：聚合 MDI 现货价变化



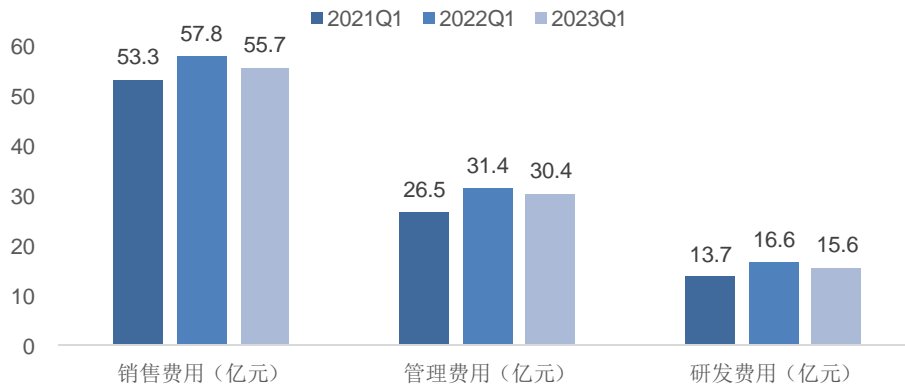
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：海宁皮革价格指数变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**费用率降低确定性强。**对于费用率，我们看好 2023 年自 Q2 起同比降低，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 起收入端回暖，费用率降低确定性强。（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 家居板块的销售、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19：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 政策预期有望推动估值回升

**重点公司估值已至低位，已反映悲观预期。**在家居板块全年业绩有支撑的背景下，整体估值却到了历史较低的位置。欧派家居、索菲亚、顾家家居等龙头企业 PE-TTM 五年分位数已在 10 或 10 以下。部分公司如喜临门 2022 年利润端受损严重，参考预测 PE，五年分位数也处于 50 以下。板块普遍的低水平估值主要受到地产销售端悲观预期的压制，考虑到家居主要公司今年的 PE 估值水平半数均在 15 倍以下，我们认为已对悲观预期有了充分的反映。家居主要公司不断推进品类与渠道的扩张，我们看好其能在家居这个大行业中持续提升份额，实现长期成长。当前的低估值水平，凸显出投资价值。

**表4：家居重点公司估值情况（截至 6 月 21 日）**

证券名称	2023 预测 利润增速	PE-TTM	PE-TTM 五年分位数	预测 PE	预测 PE 五年分位数
欧派家居*	17.62%	21.03	2	17.21	1
索菲亚*	25.00%	14.58	10	11.56	10
志邦家居*	19.38%	17.79	57	14.91	53
金牌厨柜*	42.93%	17.54	37	12.38	21
顾家家居*	16.04%	17.41	7	14.65	6
喜临门*	183.45%	37.82	89	13.77	36
慕思股份	16.99%	19.67	-	16.27	-
梦百合	665.04%	162.59	90	14.03	15
箭牌家居	25.01%	27.60	-	21.22	-
瑞尔特*	15.95%	17.31	30	15.15	52

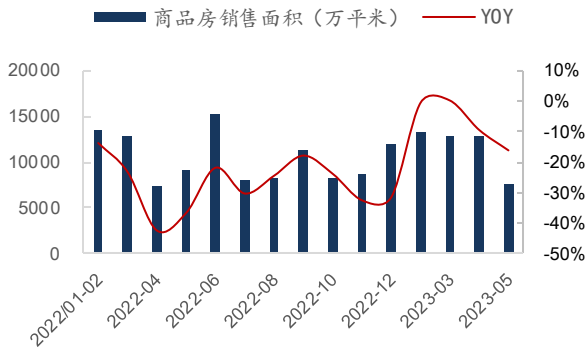
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：标注星号为覆盖标的

**地产销售环比回落，政策端改善值得期待。**住宅销售面积及销售额在 23 年 3 月实现同比正增长，4-5 月同比数据连续环比回落。销售数据是地产前端数据，对地产商信心有较大的影响，数据环比回落使得投资、开工数据持续下滑。地产端的压力压制了对家居需求未来的预期。**我们认为地产政策的进一步宽松值得期待，预**

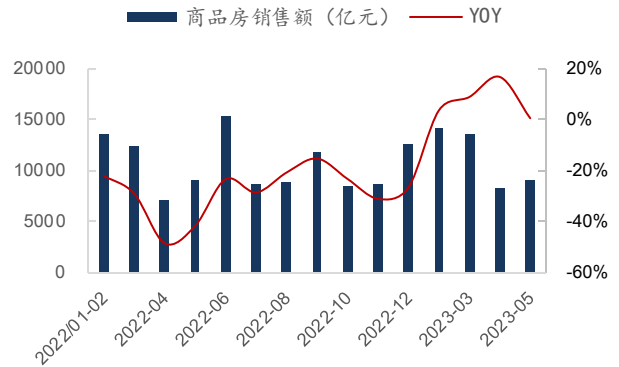
期有望得以改善，进而在短期内推动家居板块估值的回升。房地产对消费复苏以及产业结构的升级均有较大的影响，产业维稳非常重要。而高能级城市在限购限价、房贷利率等方面确有施政空间，若政策出台将带动销售数据向好。

图20：月度商品房销售面积变化情况



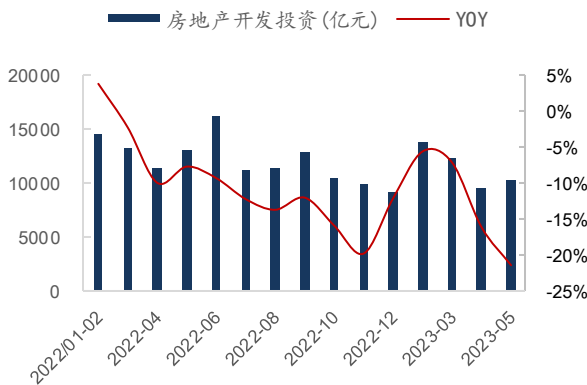
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：月度商品房销售额变化情况



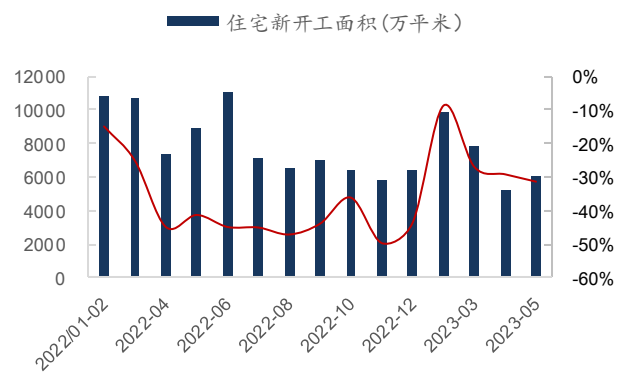
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：月度地产开发投资变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：月度住宅新开工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.4 投资观点：短期业绩有支撑，估值低位凸显投资机会

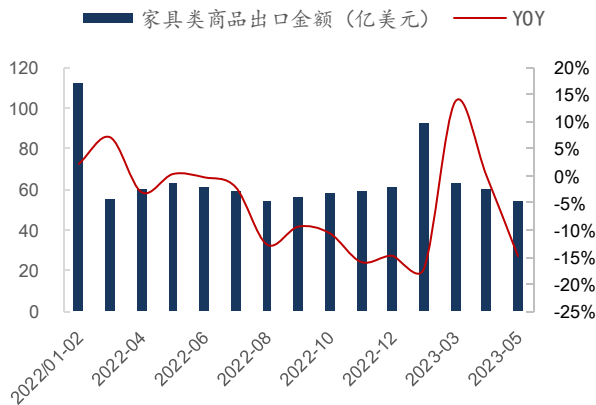
**家居板块全年业绩有支撑：**春节后家居销售端的增长将体现在Q2收入端；二手房销售与竣工的增长将为下半年国内家具需求提供支撑；成本端方面，原材料价格仍处低位，费用投放预计谨慎。**家居板块当前较低的估值水平已充分反映地产端的悲观预期，带来投资机会。**一方面，家居龙头公司持续进行的品类与渠道扩张，有望持续推动家居行业集中度提升趋势，长期成长空间下投资价值凸显；另一方面，在地产销售环比、同比均有承压的背景下，地产政策边际回暖可期，将改善未来预期，带动板块估值回升。**定制家具板块**原材料价格回落明显，且因需要安装的属性使得在疫后复苏弹性更强，因此业绩弹性更优，当前重点推荐，包括**索菲亚、志邦家居、欧派家居、金牌厨柜**；同时推荐受益智能马桶品类渗透率持续提升的**瑞尔特**；建议关注业绩确定性强的软体家具公司**顾家家居、喜临门**。

### 3. 出口轻工：静待需求端回暖，低估值下积极寻找投资机会

#### 3.1 出口数据未好转，但零售商库存已有改善

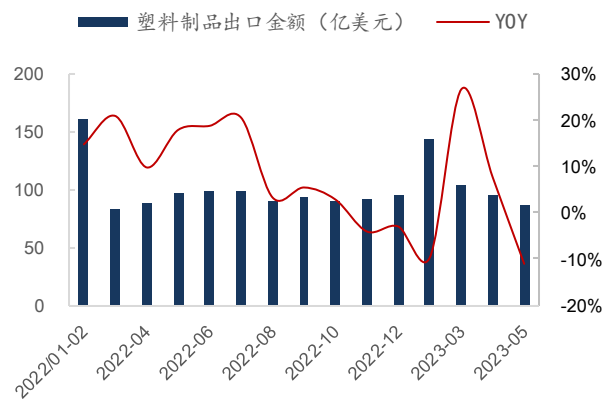
去年下半年以来出口金额有所下滑，好转仍需等待。我们主要关注轻工相关的家具及塑料制品领域。去年下半年以来家具及塑料制品出口金额开始下滑，主要由于海外堵港问题缓解，港口货物进入到零售商库存，导致补库需求大幅降低。今年3-4月同比均实现正增长，但5月份再次下滑。从数据来看，出口的向好仍需等待。

图24：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

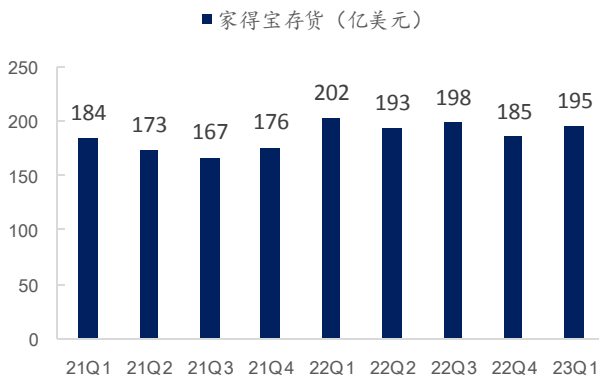
图25：塑料制品出口金额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

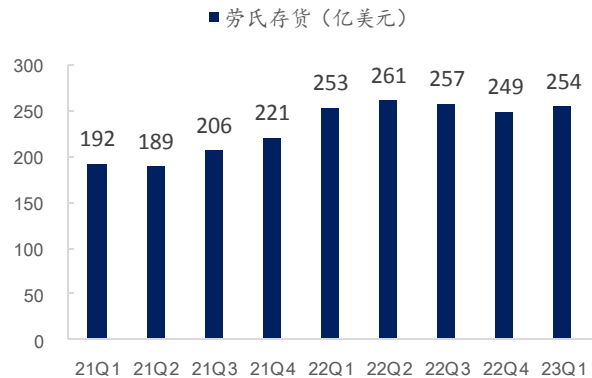
海外零售商库存已现改善，出口边际回暖可期。出口数据依然承压，但海外零售商库存已有边际改善。家得宝和劳氏是美国规模较大的家居相关零售商，23Q1的库存距离去年高点已有回落。23Q1存货环比有提升，我们认为零售商已重新开始正常的补库存节奏。库存与海外需求高度相关，边际的改善将逐步反应在出口数据上。

图26：家得宝存货变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：劳氏存货变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：23Q1截至2023/04/30，以此类推

注：23Q1截至2023/05/05，以此类推

### 3.2 估值已至历史低位，成本端全面向好

出口企业估值普遍至低位，已反映外需悲观预期。我们统计了如下表所示的出口导向轻工企业，过往5年业绩普遍稳健增长，但估值均已到历史较低的水平，半数公司的PE五年分位数已至20以下。低估值已对海外需求的悲观预期有了充分反映，若外需有边际改善，优质出口公司有望实现业绩与估值的双升。

表5：部分出口公司业绩及估值情况（截至6月21日）

证券名称	主营产品	22年收入 (亿元)	YOY	CAGR5	22年净利润 (亿元)	YOY	CAGR5	PE-TTM	五年分位数
共创草坪	休闲草	5.2	7.3%	14.8%	0.9	17.5%	13.2%	19.2	1.6
乐歌股份	人体工学产品	9.0	11.7%	33.8%	0.6	18.4%	28.3%	9.0	4.4
恒林股份	办公椅	18.8	12.8%	28.0%	0.6	4.5%	16.3%	12.6	28.5
匠心家居	功能沙发	3.5	-24.0%	10.3%	0.8	12.0%	26.3%	13.2	47.0
麒盛科技	电动床	5.5	-10.2%	13.9%	-1.4	盈转亏	-	-626.9	-
嘉益股份	保温杯	4.2	115.1%	29.9%	1.0	230.9%	60.1%	12.7	15.4
久祺股份	整车类	5.1	-36.0%	6.2%	0.1	-18.2%	38.8%	24.5	33.2
家联科技	塑料制品	4.0	60.1%	19.6%	0.3	151.7%	58.5%	18.2	0.3
海象新材	PVC地板	4.6	5.4%	37.2%	0.8	119.5%	211.1%	12.0	11.7

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

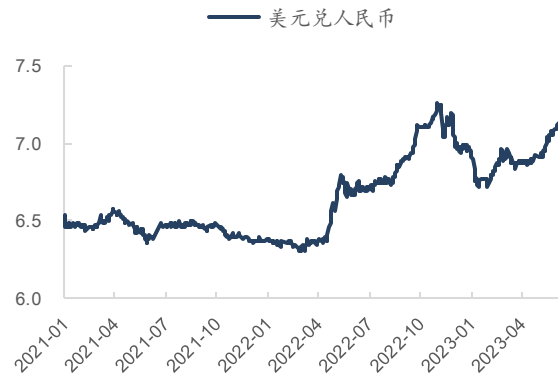
成本端全面向好，业绩端依然具备韧性。出口企业所需的原材料如不锈钢、皮革等与内销家居公司对应的原材料相近，今年普遍处于低位（见2.2.2）。海运费环比回落显著，波罗的海集装箱运价指数已回归至1400美元/柜左右，而2022年初的价格高点仍为10000美元/柜左右。汇率方面，上半年人民币有所贬值，低于去年同期水平，接近前期最低点位。成本端要素如原材料价格、海运费、汇率今年全面有利于出口，今年出口公司利润端或将能保持稳健。

图28：海运费继续下跌，已回到疫情前稳态水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图29：汇率今年有所贬值



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



### 3.3 投资观点：静待外需回暖，当前已进入布局阶段

出口数据尚未全面好转，但海外零售商库存已有改善，且出口公司面对的成本端要素全面向好，我们认为短期业绩仍将保持稳健。优质出口公司估值普遍已来到历史低位，对外需的悲观预期已有充分反映。长期来看，有成本制造优势的消费制造业领域仍有机会，当前较低的估值水平带来布局机会，未来若外需回暖，有望带来估值与业绩的双升。我们建议关注具备业绩韧性，业务有长期发展空间的优质出口企业。

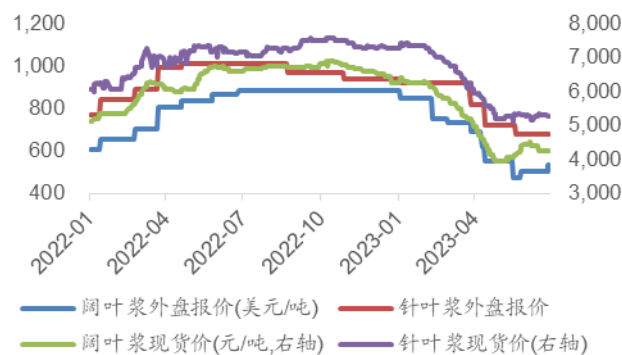
## 4. 造纸&包装：成本回落后关注需求复苏，布局纸企盈利改善

### 4.1 回顾：上半年普遍成本回落，需求复苏力度仍然较弱

**造纸：浆价回落触底。**年初以来，木浆供给端迎来重大增量，Arauco、UPM 阔叶浆项目陆续投产爬坡；而需求端由于海外经济景气度回落而疲软，供需两端因素作用下，浆价逐步下跌，5 月跌至低位后震荡运行。考虑到采购木浆的运输和库存周期，纸企用浆成本 Q1 仍处于高位，Q2 至 Q3 低价浆陆续到库后，用浆成本将逐步回落。

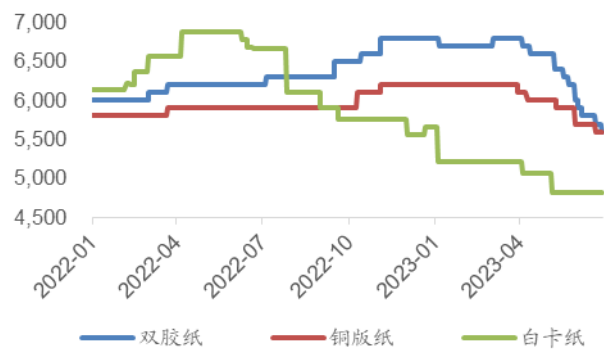
**文化纸价 Q2 回调，白卡纸价持续走弱。**文化纸价格 Q1 价格较为坚挺，主要受益旺季刚需释放，并受到成本高位支撑；Q2 纸价受成本支撑减弱，叠加社会印刷订单受经济复苏偏弱影响、需求逐步向淡季切换，叠加纸浆成本回落，文化纸价出现回调。白卡纸需求受经济复苏节奏影响更大，叠加去年行业产能投放较多，Q1 即表现疲软、盈利恶化；Q2 纸价跟随浆价回落，盈利能力或底部企稳。

图30：阔叶浆与针叶浆市场价格



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图31：文化纸与白卡纸市场价格（元/吨）

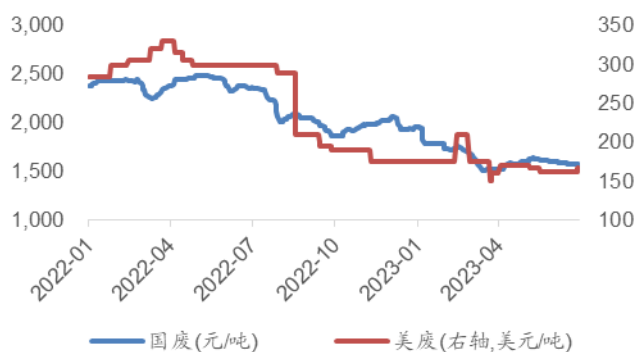


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**箱板瓦楞纸需求疲软叠加进口增加，纸价疲软。**年初以来经济复苏强度偏弱，叠加瓦楞纸、再生箱板纸零关税政策下进口量增长较多，箱板瓦楞纸价格逐步下跌至低位运行。原材料废纸方面，疫情管控放开以来废纸回收情况估计有所改善，而纸企停机情况较多影响采购量，国废价格逐步下跌；外废受到海外经济疲软影响，价格低位运行，使得进口废纸浆成本亦处于较低水平。

图32：废纸市场价格

图33：箱板瓦楞纸市场价格（元/吨）

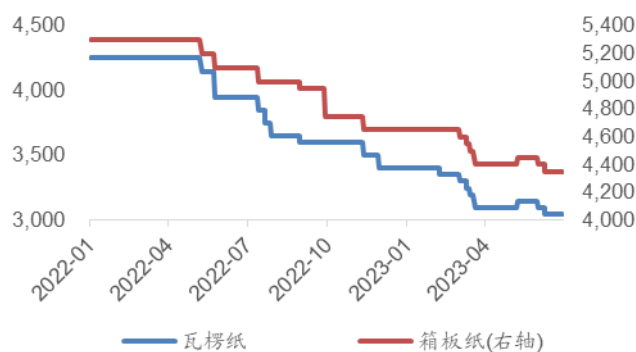


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图34：瓦楞原纸进口情况



资料来源：海关总署，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

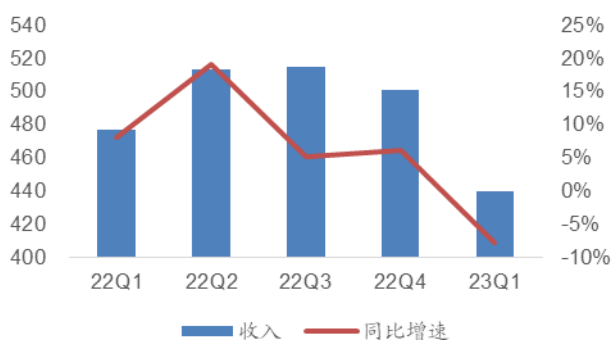
图35：再生箱板纸进口情况



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

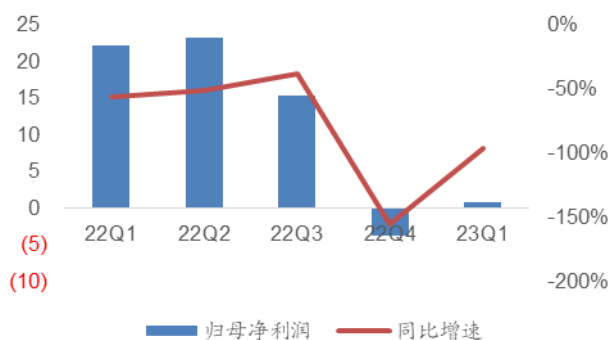
**Q1 纸企盈利仍然承压。**2023年Q1，造纸板块整体收入同比-8%，环比-12%；归母净利润同比-97%，环比+120%。Q1纸企用浆成本仍处高位水平。文化纸、部分特种纸有所提价，箱板瓦楞纸亏损有所收窄。

图36：造纸板块季度收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图37：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

➢ **木浆系大宗纸板块：Q1 文化纸稳健，白卡纸承压。**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 文化纸与白卡纸表现分化，文化纸价格略有提升，白卡纸供过于求压力仍在，价格继续走低；文化纸收入占比较高的纸企利润率环比稳定，白卡纸收入占比较高的纸企利润率环比承压。

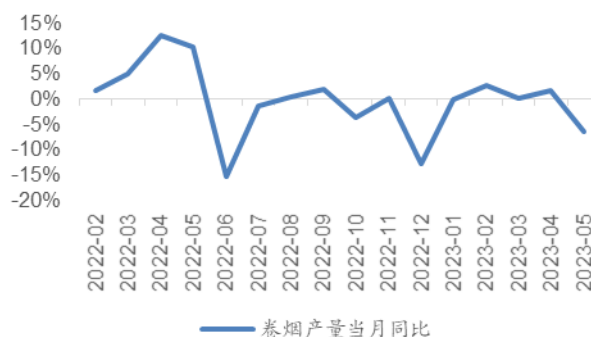
- **废纸系大宗纸板块：Q1 亏损环比收窄。**2023 年 Q1 板块整体收入同比-20%，环比-25%；归母净利润（剔除山鹰国际大额减值损失）同比-166%，环比+76%。板块亏损环比明显收窄，箱板纸/瓦楞纸价格 Q1 虽仍有回落（环比-2%/ -4%），但是小于国废价格回落幅度（环比-13%），纸企亦受益于 2022 年下半年以来外废/进口废纸浆价格的下行。
- **特种纸板块：Q1 盈利能力未见明显改善。**2023 年 Q1 板块整体收入同比+3%，环比-7%；如果剔除凯恩股份（Q1 处置子公司带来较多投资收益），板块归母净利润同比-40%，环比-12%。Q1 纸企用浆成本仍处高位，头部纸企部分高景气产品价格较为坚挺，纸企整体利润率尚无明显改善。

**Q2 纸企盈利有望实现边际改善或底部企稳。**综合浆价与纸价走势展望 Q2，判断文化纸、特种纸为主的纸企盈利能力环比或有所改善，白卡纸、箱板纸为主的纸企盈利有望底部企稳，但行业整体盈利改善幅度预计仍较为有限。

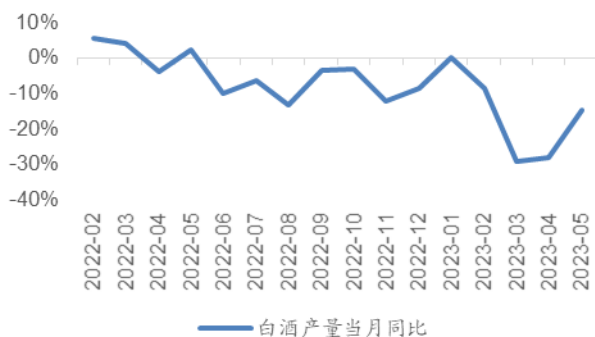
**包装：下游需求复苏较弱，金属包装景气度相对较好。**对于下游覆盖领域较广的瓦楞纸包装，从社零数据来看，Q1 累计值两年复合增速+4.5%，4-5 月当月值两年复合增速为+2.6%/+2.5%，表明需求的复苏力度尚且较弱。烟酒包装方面，卷烟 Q1 产量累计同比+2.0%，4-5 月当月同比+1.7%/ -6.4%，景气度较为平淡；白酒 Q1 产量累计同比-19.0%，4-5 月当月同比-28.1%/ -14.7%，景气度暂时承压。金属包装方面，啤酒 Q1 产量累计同比+4.5%，4-5 月当月同比+21.1%/+7.0%，景气度相对较高，有利于支撑金属包装需求。

**图38：社零当月同比增速**


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所  
 注：1-2月合并计算

**图39：卷烟产量当月同比增速**


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所  
 注：1-2月合并计算

**图40：白酒产量当月同比增速**


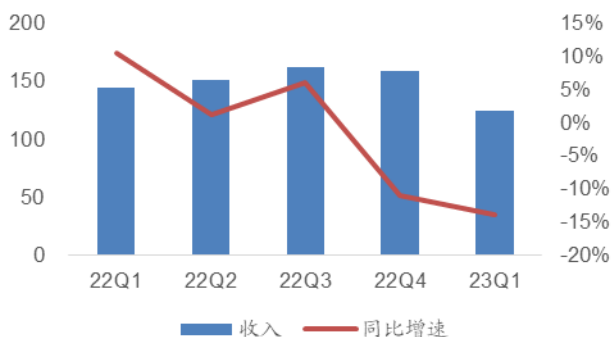
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所  
 注：1-2月合并计算

**图41：啤酒产量当月同比增速**


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所  
 注：1-2月合并计算

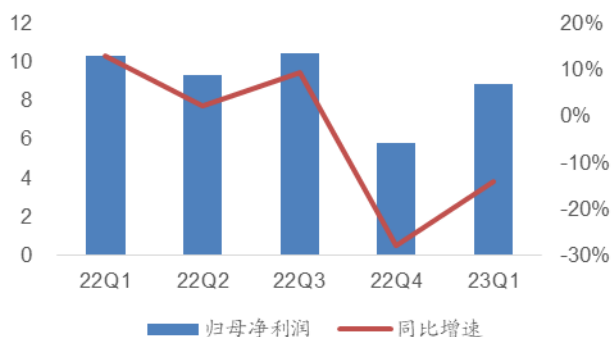
**23Q1 需求尚处底部，收入同比仍有下滑。**2023 年 Q1，纸包装板块整体收入同比-14%，归母净利润（剔除劲嘉、东风投资收益及商誉减值影响）同比-14%；金属包装板块收入同比基本持平，归母净利润同比+8%。Q1 疫情后下游行业景气度复苏尚处初期，包企收入整体延续疲软趋势。金属包装盈利能力同比向好，主要受益原材料价格回落。

图42：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

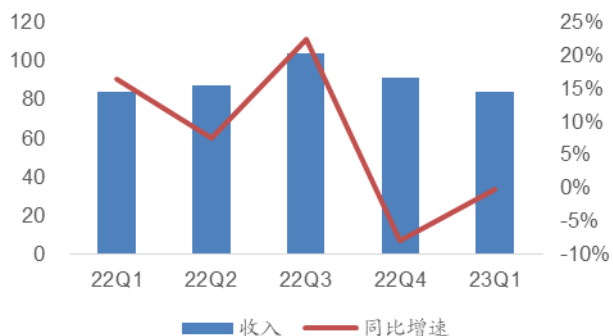
图43：纸包装板块季度归母净利润情况（亿元）



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

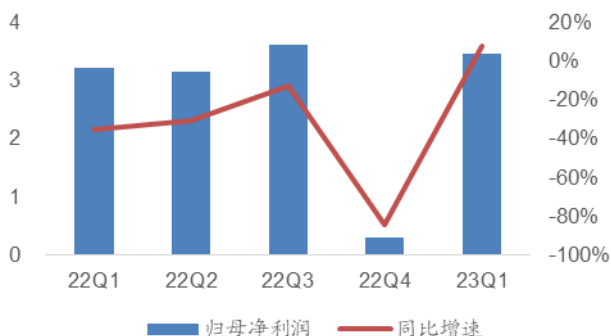
图44：金属包装板块季度收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：剔除中锐股份

图45：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

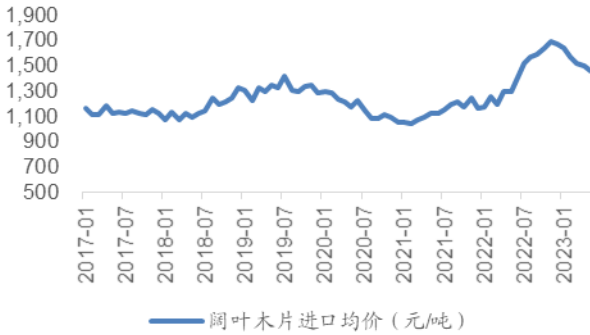
## 4.2 造纸：成本下行确定性强，需求提振纸价成为盈利释放关键

木浆价格预计延续低位震荡，纸企成本进一步回落。当前浆价已处于较低水平，由于木片价格下跌幅度远小于木浆，预计木浆受成本端的支撑，价格下跌空间有限。同时，我们从供需角度认为浆价上涨空间亦较为有限：（1）供给端：上半年投产和爬坡的大规模阔叶浆产能，已经推动浆价大幅回落；在此基础上，下半年预期仍有木浆项目投产，贡献供给增量，包括 Metsa 的年产 80 万吨针叶浆+10 万吨阔叶浆产能、CMPC 的年产 35 万吨阔叶浆产能。（2）需求端：从下半年主要地区经济景气度来看，国内经济有望进一步复苏，但美国、欧洲等主要地区经济增速预计低迷，全球木浆需求仍将维持疲软。

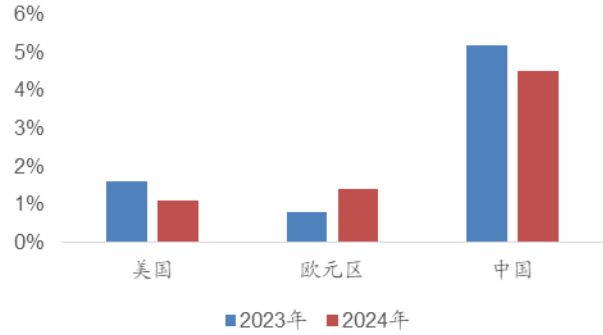
综合来看，全球木浆供需宽松，需求景气度差异将使得木浆供给更多倾向中国。随着低价木浆逐步到库，下半年纸企原材料成本或逐季回落。

图46：阔叶木片进口价格

图47：主要地区经济增速预测（IMF）



资料来源：海关总署，东兴证券研究所



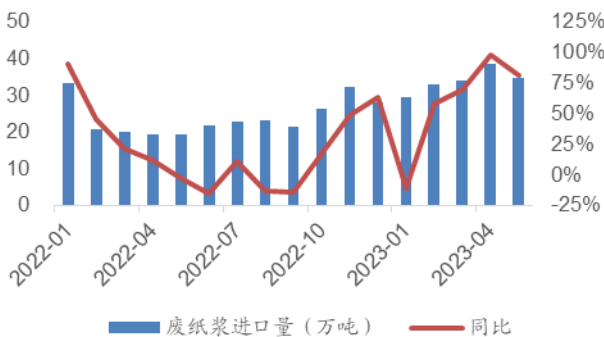
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**表6：国际纸浆生产企业近期投产及在建产能情况**

品种	公司	项目产能（万吨）	投产/预计投产时间
阔叶浆	Arauco	156	2022 年底投产
阔叶浆	UPM	210	2023 年 4 月投产
针叶浆	Mesta	80	2023 年 Q3
阔叶浆	Mesta	10	2023 年 Q3
阔叶浆	CMPC	35	2023 年 Q4
阔叶浆	Suzano	255	2024 年下半年

资料来源：Empresas Copec 官网，CMPC 官网，Suzano 官网，纸视界，东兴证券研究所

废纸价格大幅反弹概率较低，或持续处于低位。国废价格下滑至低位，原因来自供需两端。需求端因素主要系下游复苏有限，供给端因素一方面系疫情管控放开，废纸回收供应体系得以恢复；一方面系低价废纸浆进口增加，主要由于外废下游需求疲软、价格亦处于低位。下半年废纸价格可能在旺季因素和下游复苏的影响下有所回升，但考虑到废纸回收状况改善、海外经济疲软压制外废价格，废纸大幅涨价的概率较低。

**图48：废纸浆进口量及当月同比**


资料来源：海关总署，东兴证券研究所

注：仅统计商品名称“从回收（废碎）纸或纸板提取的纤维浆”的进口量，此外有部分废纸浆以其他商品名称进口

**图49：废纸浆进口均价**


资料来源：海关总署，东兴证券研究所

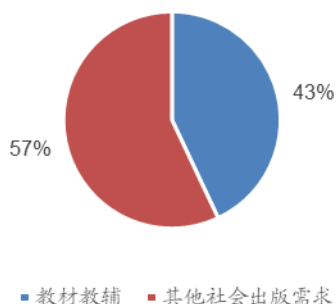
注：仅统计商品名称“从回收（废碎）纸或纸板提取的纤维浆”的进口量，此外有部分废纸浆以其他商品名称进口

纸价决定盈利空间，关注下半年需求复苏情况。原料价格预期处于低位的情况下，纸企之间的成本差异缩窄，盈利能力更多取决于纸价强弱，其决定因素为供需关系。当前供给端因素（行业产能投放、进口纸数量等）

相对稳定，下半年需求复苏成为影响纸价的核心因素，旺季刚需释放、出口市场拓展等亦有助于支撑纸价。我们对不同纸种下半年盈利能力的排序为：特种纸>文化纸>箱板瓦楞纸>白卡纸。

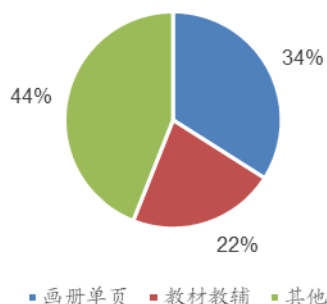
- **双胶纸：关注旺季刚需释放提振纸价。**双胶纸主要应用于教材教辅、社会图书和本册等出版印刷产品，近年来需求相对稳定。其中教材教辅的需求占比相对较高（超过 40%），存在季节性的刚需属性；其他需求与经济景气度有一定相关性。考虑到近期投放的新增产能（亚太森博 45 万吨/年、联盛浆纸 40 万吨/年），预计纸价在后续淡季中存在一定压力，旺季则有望受到刚需释放的提振。
- **铜版纸：供给稳定，关注需求回暖。**铜版纸在教材教辅、期刊等出版物中有所应用，亦多用于宣传画册、单页等商务印刷品，因此需求与经济景气度有较强相关性，中长期消费量呈稳中有降趋势。铜版纸未来暂无新增行业产能，若经济进一步复苏带动需求回暖，纸价或得到一定提振。

图50：双胶纸下游需求占比



资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

图51：铜版纸下游需求占比

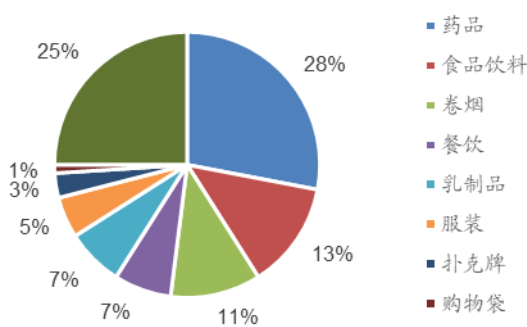


资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

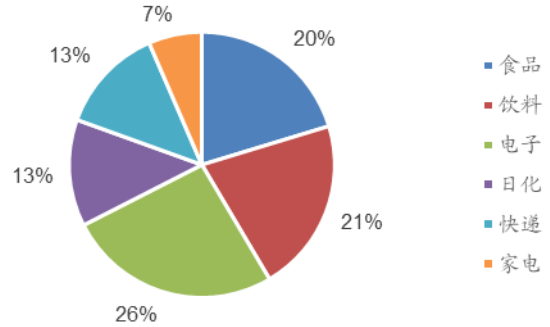
- **白卡纸：行业扩产或持续压制纸价。**受益于塑料替代、白板纸替代，白卡纸消费量呈现增长趋势；但由于终端应用场景包括药品、食品、卷烟、餐饮和其他各种消费品的包装盒，经济复苏的节奏仍是年内白卡纸需求的主要影响因素。年内白卡纸行业投产和预计投产的产能规模较大（联盛浆纸 100 万吨/年、仙鹤股份 30 万吨/年、亚太森博 100 万吨/年），供给增量预计在年内持续压制纸价。
- **箱板瓦楞纸：纸价提振有赖于需求的明显改善。**箱板瓦楞纸作为包装材料，终端需求广泛覆盖食品饮料、电子产品、日化、家电家居、快递等领域；下游需求在旺季或有阶段性提振，但刚性相对较弱，整体景气度仍取决于经济复苏情况。供给方面，国内产能相对充足，表现为需求疲软、进口纸增加时，纸企多有停机情况；进口纸规模 5 月仍处于较高水平，如果国内需求提升、纸价上涨，不排除进口供应仍有一定增长潜力。综合来看，下半年纸价能否提振，或有赖于需求能否出现较为明显的改善。

图52：白卡纸下游需求占比

图53：瓦楞纸箱下游需求占比

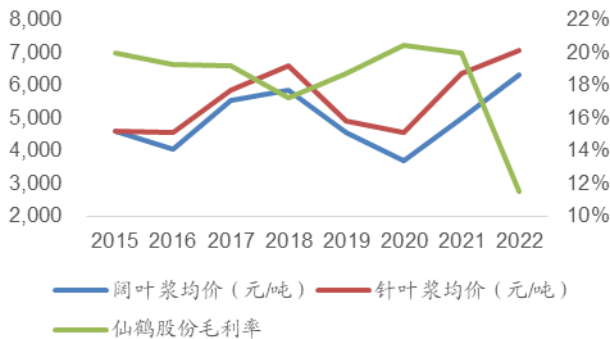


资料来源：观研天下，东兴证券研究所

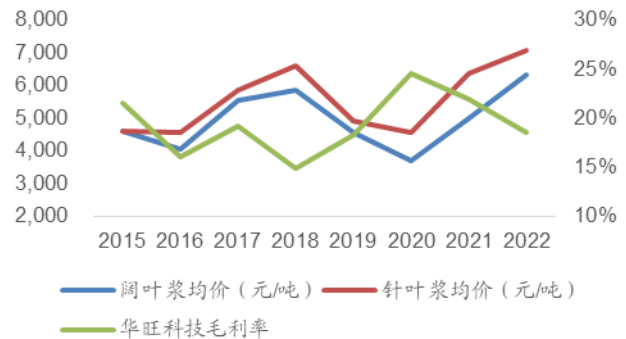


资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

➤ **特种纸：价格或具备较强韧性，盈利释放可期。**部分品种的特种纸景气度较高且竞争格局较优，例如具备市场增长空间的日用消费用纸（例如格拉辛纸）、食品医疗包装材料、工业用纸等品种，以及受益于下游景气周期和出口市场开拓的装饰原纸等，其价格在需求改善、浆价下行的周期中有望表现出价格韧性，实现盈利能力修复。

**图54：木浆价格与仙鹤股份毛利率对比**


资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

**图55：木浆价格与华旺科技毛利率对比**


资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

**龙头纸企逆势稳步扩产，布局上游建立成本优势。**当前行业景气度承压的情况下，龙头纸企仍在稳步进行资本开支，包括产能扩张和产业链的布局。(1) **产能方面**，特种纸龙头扩产发展前景较好的高景气度品种，奠定增长基础，优化业务结构；大宗纸龙头进一步扩大生产规模，逐步淘汰中小产能，占据更高市场份额。年内预计部分纸企新增产能落地，贡献销售增量。(2) **产业链布局方面**，在木片供需趋紧支撑浆价底部，或者低价进口纸加剧竞争的情况下，布局林浆纸一体化、提升木浆自给率、拓展木纤维等其他原料，有助于打造成本优势。

**表7：部分主要造纸企业近期建设与规划产能情况**

公司	在建和规划项目	项目产能	建设进度
太阳纸业	广西基地南宁园525万吨林浆纸一体化技改及配套产业园（一期）	高档包装纸220万吨/年 本色化学浆50万吨/年 漂白化学浆15万吨/年（技改）	预计2023年Q3开始试产年产100万吨高档包装纸生产线、50万吨本色化学浆生产线
	老挝基地年产15万吨本色化学机械浆项目	本色化机浆15万吨/年	预计2023年内具备试产条件

公司	在建和规划项目	项目产能	建设进度
山鹰国际	浙江山鹰 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目	强韧牛卡纸 42 万吨/年 精制多功能纸 35 万吨/年	第一条生产线于 2023 年 2 月试投产运行，第二条造纸生产线预计 2023 年下半年投产
	吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目	瓦楞纸 30 万吨/年 秸秆浆 10 万吨/年	预计 2023 年下半年投产
	安徽中鹰年产 70 万吨热磨纤维及 180 万吨包装纸热电联产项目（一期）	包装纸 180 万吨/年 热磨纤维 70 万吨/年	建设中
博汇纸业	江苏博汇年产 80 万吨高档特种纸板扩建项目	高档特种纸板（全木浆零塑纸杯纸、高端社会卡纸、烟卡纸）80 万吨/年	建设中
仙鹤股份	鹤丰新材年产 30 万吨高档纸基材料项目	食品卡纸 30 万吨/年	2023 年 4 月投产
	广西三江口新区高性能纸基新材料项目（一期）	食品卡纸 40 万吨/年 特种纸 20 万吨/年 漂白化学浆 40 万吨/年 化机浆 20 万吨/年	预计 2023 年底投产部分造纸和制浆产能
	湖北高性能纸基新材料循环经济项目项目（一期）	高性能纸基功能材料 60 万吨/年 浆类纤维材料 40 万吨/年	预计 2023 年底完成项目一期的部分建成投产。
五洲特纸	湖北社星纸业业有限公司 449 万吨浆纸一体化项目（一期）	工业包装纸 60 万吨/年	预计 2024 年 Q2 末投产
	江西五星年产 30 万吨化机浆项目	化机浆 30 万吨/年	预计 2023 年 Q4 可投入使用
华旺科技	年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目（一期）	装饰原纸 8 万吨/年	2023 年 6 月投产
	马鞍山华旺年产 30 万吨高性能纸基新材料项目	食品包装纸、医用包装纸等特种纸 30 万吨/年	拟建

资料来源：公司公告，广西生态环境厅，石首市政府官网，马鞍山市政府官网，马鞍山慈湖高新区公众号，纸视界，东兴证券研究所

**投资建议：**（1）推荐下半年盈利有望释放、中长期稳步扩张的特种纸龙头公司，例如仙鹤股份。（2）同时建议关注文化纸龙头旺季的盈利表现，推荐太阳纸业。（3）需求改善超预期的情况下，可以考虑布局盈利底部修复的包装纸龙头。

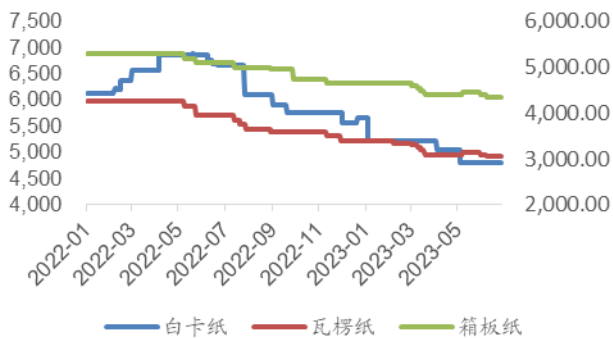
### 4.3 包装：关注需求改善，关注长期竞争优势和环保包装发展

关注下半年需求改善，包企盈利能力有望保持稳定。（1）需求方面，下半年包装需求的利好因素包括旺季消费提振、下游产品库存消化、经济进一步修复等。金属包装景气度或相对更好，炎热天气、餐饮娱乐复苏等因素有利于下游的啤酒、饮料消费；各类纸包装（瓦楞包装、烟酒包装、消费电子包装等）景气度需观察下游市场的复苏情况。（2）原材料成本方面，箱板瓦楞纸价格受到进口纸的制约，白卡纸价格持续受到扩产因素的压制，铝和马口铁价格有望保持低位震荡水平，有利于包企保持盈利能力的稳定。

图56：纸包装上游主要原材料价格（元/吨）

图57：金属包装上游主要原材料价格（元/吨）





资料来源：同花顺，东兴证券研究所

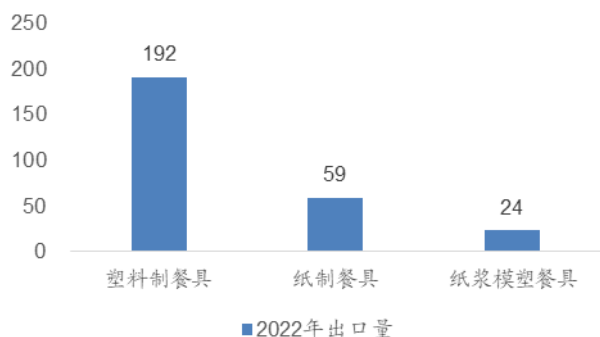


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

看好具备扩张前景和利润率提升能力的包企。回顾 2022 年，收入增速较高的包企主要受益于产能扩张或者大客户订单的增长（例如新巨丰、宝钢包装等）；中长期来看，持续深耕客户提升市场份额，或者顺利实现多元包装扩张的公司值得关注。同时，部分龙头包企（例如裕同科技等）通过自动化、智能化生产降本增效，有望在中长期实现盈利能力中枢的提升。

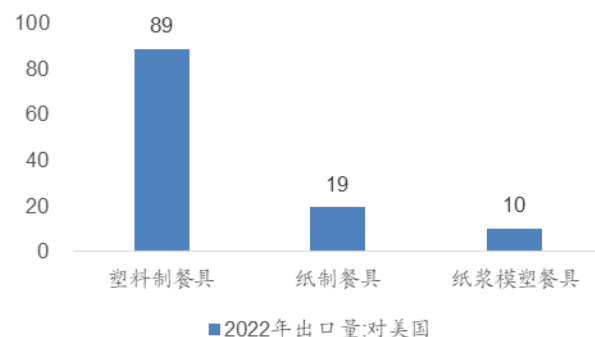
环保包装迎来发展机遇，替塑空间广阔。在国内外限塑政策推动下，不可降解塑料制品中餐饮具、塑料袋等品类率先开启替代进程，可降解塑料制品、纸浆模塑、纸制品等获得发展机遇。仅从餐饮具品类来看：2022 年塑料制餐具和厨房用品出口规模超过 190 万吨，同期纸浆模塑+纸制餐具出口规模约 80 万吨，是塑料制品规模的 43%。国内外卖塑料餐盒消费规模估算超过 100 万吨（根据 2020 年行业数据估算），纸浆模塑+纸制餐盒用量仅为塑料制品的 18%。可降解塑料餐具目前常用于制造吸管和淋膜纸杯，消费量仍然有限（2022 年国内 PLA 可降解塑料表观消费量仅约 7.5-8 万吨）。综合来看，环保包装发展空间广阔。

图58：2022年塑料制、纸制、纸浆模塑餐具出口量



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

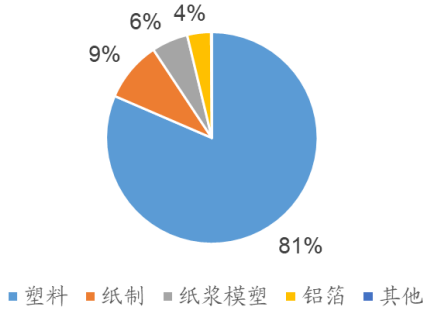
图59：2022年塑料制、纸制、纸浆模塑餐具对美国出口量



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图60：2020年国内外卖餐盒材质分布

图61：2022年国内塑料外卖餐盒用量测算



资料来源：美国《外卖行业环保洞察暨青山计划三周年进展报告》，东兴证券研究所

指标	单位	数值	资料来源
2020年外卖订单量	亿单	171.2	易观数据
2021年外卖订单增速	%	40%	参考美国、国家信息中心数据估计
2022年外卖订单增速	%	10%	参考国家信息中心数据估计
2022年外卖订单量	亿单	263.65	
每单餐盒数	个	1.98	美团《青山计划三周年进展报告》
塑料外卖餐盒占比	%	81.48%	美团《青山计划三周年进展报告》
塑料餐盒平均重量	克	24	参考美团《青山计划三周年进展报告》
外卖塑料餐盒需求量	万吨	102.08	

资料来源：美国《外卖行业环保洞察暨青山计划三周年进展报告》，国家信息中心官网，易观数据，东兴证券研究所

- 国内市场：限塑政策逐步推进。**2023年国内限塑政策进一步推进，6月20日《商务领域经营者使用、报告一次性塑料制品管理办法》正式实施，对于商品零售、电子商务、餐饮、住宿、展馆经营者，细化了规范和制度，并且新增政府部门监督管理要求，明确了相关法律责任。此外，5月12日河南省发布了《河南省禁止不可降解一次性塑料制品规定（草案）》，拟正式对省内“禁塑”进行立法，明确违规处罚规定，并提出制定可降解材料产业发展规划，对相关企业给予财政、税收、政府采购等各方面支持。
- 出口市场：环保餐具增速高于塑料餐具。**出口市场方面，纸浆模塑、纸制餐具出口量2020-2022年复合增速/2023年1-4月增速分别为+18%/-6%、+15%/+4%，高于塑料餐具出口增速（+9%/-9%），表明海外市场（发达国家为主）替塑进程持续进行；后续随着海外客户库存去化和需求复苏，增速有望回到较高水平。推荐关注家联科技、裕同科技等积极布局环保包装领域的头部企业。

**投资建议：**短期关注下游需求景气度较好的金属包装龙头，同时纸包装景气度的触底反弹。持续关注具备竞争优势，通过深耕客户或多元化发展持续扩张的头部包企，以及在环保包装领域提前布局，具备客户、渠道、技术等优势的公司。推荐裕同科技（消费电子纸包装龙头，烟酒包装和环保纸塑业务发展可期）、家联科技（布局可降解塑料餐具与环保纸塑领域）。

## 5. 纺织服装：运动服饰仍景气，纺织制造待拐点

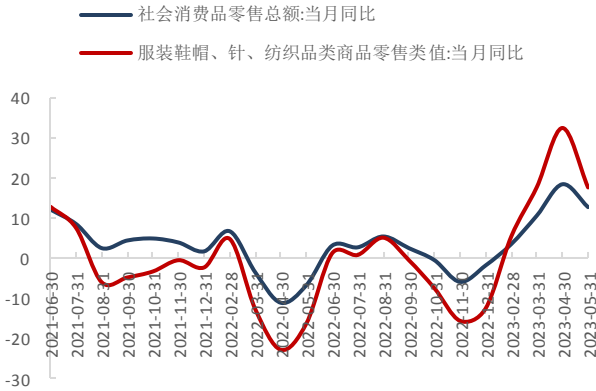
### 5.1 上半年回顾：反弹与分化

#### 1、服装家纺：上半年慢复苏，赛道有所分化

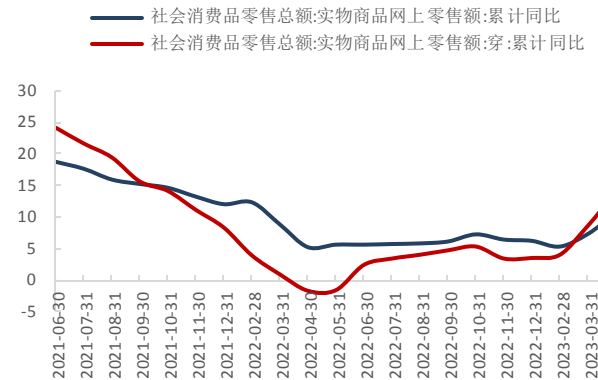
2023年1-5月我国社会零售总额为187,636亿元，同比增长9.3%，考虑到去年疫情下有低基数，连续两年的复合增速为3.8%，社零呈现出弱复苏情况。1-5月份服装类商品零售额累计增速为14.1%，两年复合增速为2.4%，单5月份服装零售增速为17.6%，两年增速为-0.7%。服装销售呈现出一定反弹，但是行业整体增速仍然一般。1-5月份，全国实物商品网上零售额同比增长11.8%，占社会消费品零售总额的比重为25.6%；其中穿类网上销售累计增速为14.6%，消费习惯上线上的增速仍然有较好韧性。整体上，社会消费包括服装在内上半年都呈现出弱复苏，下半年的反弹力度仍需继续观察。

图62：社会零售总额增速及服装类增速（单位：%）

图63：实物商品网上零售额增速及穿类网上增速



资料来源：同花顺，国家统计局，东兴证券研究所



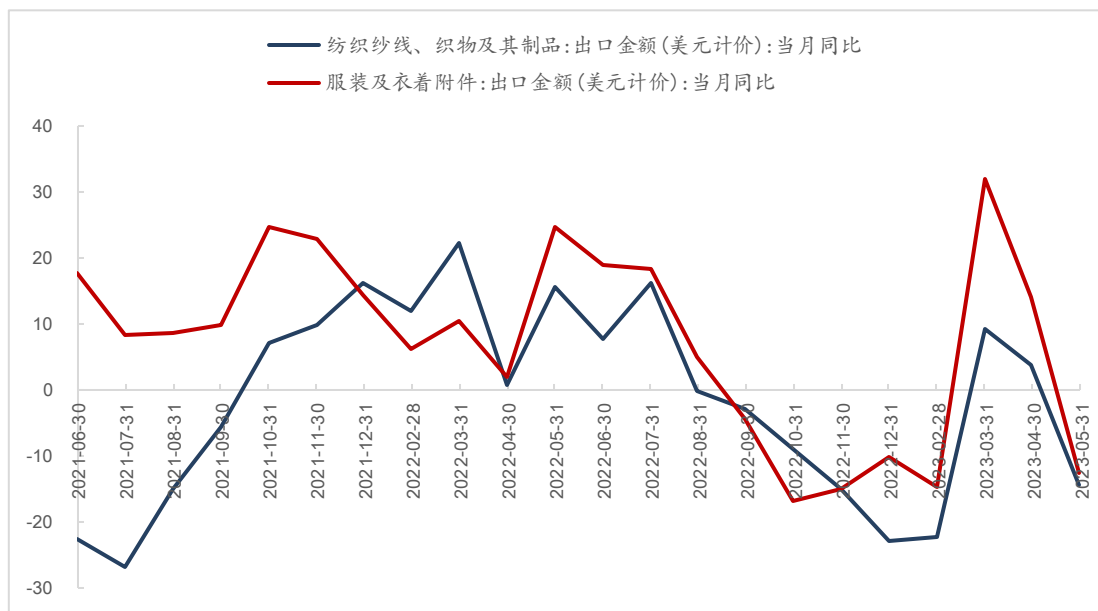
资料来源：同花顺，国家统计局，东兴证券研究所

上市公司层面，服装家纺板块上半年有所复苏，但不同赛道呈现分化。2022年在疫情和经济下行压力背景下，内需压力较大。2022年服装家纺板块（SW）收入1,546亿元，同比-7%，利润42亿元，同比-60%；港股主要运动品牌公司收入端仍取得较好增长，业绩略有压力。23Q1服装家纺复苏情况较好，服装家纺板块（SW）2023Q1收入336亿、净利润33亿，分别同比-2%、+43%，环比修复明显。**重点板块方面，复苏情况分化：**中高端男装Q1实现了收入+20%，净利润+33%，在22年疫情和23年疫情放开后均持续表现优异。休闲装板块收入-2%，利润+19%，其中太平鸟一季度利润实现2.17亿元，是历史上业绩最好的一季度，海澜之家、森马服饰23Q1净利润尚未超过2019年Q1水平。高端女装Q1实现收入+9%，利润+42%，业绩复苏明显，主要公司基本回到正常利润率水平。家纺板块收入-3%，利润+6%，表现平淡。整体上，在疫情过后，重点公司都体现出逐月改善趋势明显，但业绩复苏情况分化。

## 2、纺织制造，2022年前高后低，23年仍等待海外需求。

纺织制造作为典型的出口导向型板块，目前看仍等待订单拐点。自2022年下半年起，由于海运不畅导致的海外库存压力加大以及加息背景下通胀压力增大，纺织服装出口进入负增长区间。2023年1-5月我国纺织服装累计出口金额同比-5%，分品类看，纺织类/服装类出口金额分别累计下滑9.1%和下滑1.1%。5月份纺织、服装出口分别下滑14.30%、12.51%，未延续3/4月份的复苏情况，同比再次转负，表明行业需求的改善仍需等待更明确的拐点。

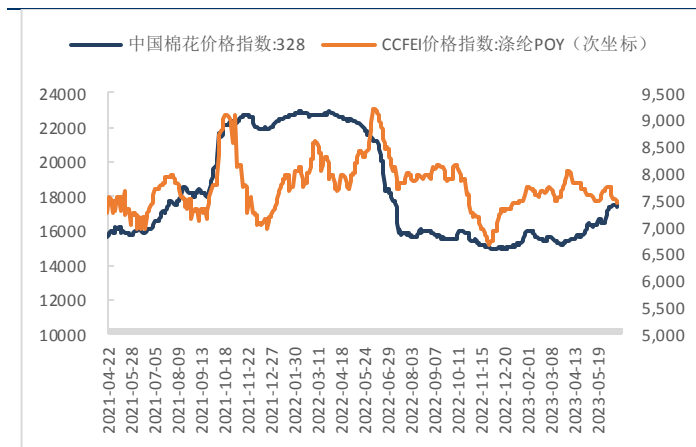
图64：纺织品与服装出口情况（单位：%）



资料来源：同花顺，海关总署，东兴证券研究所

原材料价格处在较低位置，人民币走贬利好出口纺企汇兑。截至2023年6月21日，中国328级棉价、涤纶POY市场价较去年同期分别回落13%和16%，较年初均略有回升。整体上原材料价格处在较低位置上，主要系需求不旺，但是对于纺企的原材料价格压力也有所减轻。人民币汇率方面，人民币兑美元一季度短暂升值后，在二季度持续走贬，人民币对美元贬值，利好出口导向型的纺织企业短期业绩。

图65：内外棉价格都在高位



资料来源：Wind，东兴证券研究所

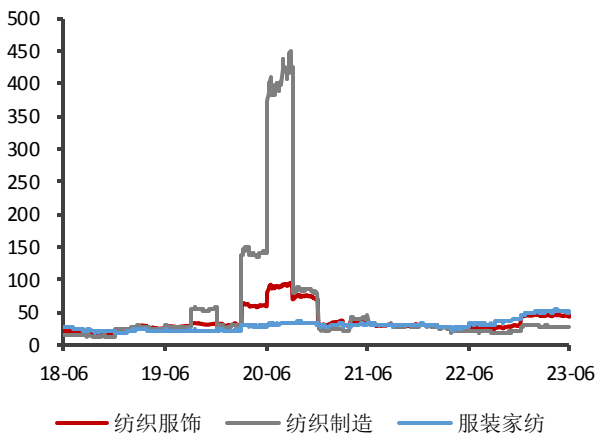
图66：涤纶价格在高位徘徊



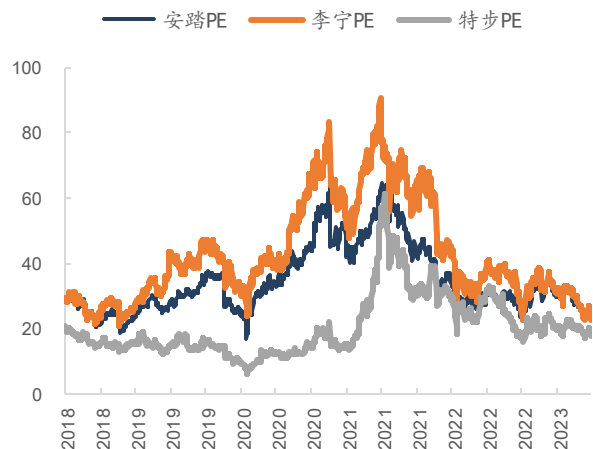
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

上市公司层面，纺织制造企业22Q4起业绩压力明显增大，至今仍未缓解。纺织制造板块（SW）2022年收入约1219亿元，同比+3%，利润87亿元，同比-13%，主要系纺织端在2022年全年口径上出口较为景气。但是Q4单季度收入同比-17%、净利润-54%，可见四季度行业压力陡然增大，主要系出口景气度大幅下滑带来的。2023Q1纺织制造板块收入254亿、净利润14亿，分别同比-5%、-22%，较四季度略有好转，但仍处于低迷期，主要系下游去库仍在持续进行，预计二季度环比改善幅度也有限。

估值方面，A股整体估值合理，港股在较低位置。A股随着疫情放开后，板块估值有明显的回升，截止6月21日的SW一级行业纺织服装及二级行业服装家纺、纺织制造的PE（TTM）均已处在过去三年均值水平以上（纺织制造的PE剔除了2020.3.31-2020.12.30的极端值）。港股纺织服饰公司的PE估值在今年年初有一定反弹之后，受外部环境的影响估值再次下探，目前仍处于历史估值底部区间。以港股龙头上市公司估值为例，安踏体育、李宁、特步国际PE（Forward）分别低于过去三年均值38%、51%、26%。

**图67：A股市盈率情况 PE-TTM**


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**图68：港股代表公司市盈率情况 PE-Forward**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 5.2 行业展望：服装家纺优选赛道和标的，纺织制造关注订单拐点

展望2023年下半年我们预计内外部需求环境有望继续改善，叠加库存状况的持续改善，以及去年下半年低基数效应下，纺织服装行业上市公司的业绩有望实现较好弹性，并带动估值进一步修复。

**下游服装家纺板块**，从存货周转天数看，行业库存高峰已过，板块的业绩随着消费复苏持续的复苏。2022年服装家纺行业整体期末库存同比+4%，23Q1存货同比+1%，环比-3%，即截至23Q1库存峰值已过，目前在下降通道中。伴随着疫情放开后线下消费的恢复，板块的库存去化良好，目前库存处于健康位置。展望今年业绩层面：服装家纺行业销售费用率较重，库存也造成经营周期明显，行业经营杠杆效应明显；目前主要服装公司动销趋势良好，折扣和库存水位走向健康，综合多因素下，23年板整体利润趋势向好较为确定。从赛道方面，首选长期景气度较高的运动服饰，以及格局较好的中高端男装。

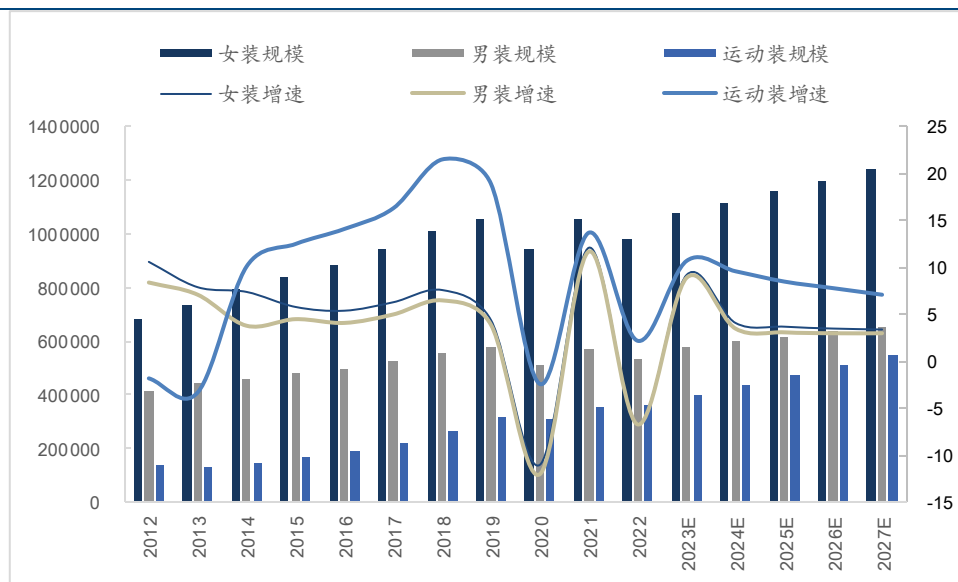
**上游纺织制造板块**，基本面在底部，下半年订单需求有望边际改善，格局方面零龙头份额也有望继续提升。纺织服装出口景气度当前仍低，主要经济体如美国存在陷入经济衰退风险，外需偏弱、订单不足以及地缘政治风险等因素依然是一段时期内纺织出口面临的现实挑战。但是观察行业目前的订单和库存状况，我们认为行业的底部已经出现，建议重视行业左侧的机会。行业格局方面全球疫情的影响及地缘政治事件影响，纺织制造的格局也发生一定变化。一方面，海外鞋服品牌对于原材料产地提出更严格的要求，另一方面，国产品牌的崛起也在进行。对于纺织制造企业，对于原材料来源更为灵活，以及客户结构调节更为主动的公司，在目前的格局中更为有利。

## 5.3 服装家纺：关注两个赛道

### 1、运动服饰

运动服饰仍然是最好的赛道，市场增速快，国牌市占率提升明显。根据欧睿的数据，2022年运动服饰的市场规模达到3627亿元人民币，增速2.2%，韧性明显好于其他服装类目。展望未来，欧睿预计运动服饰行业复合增长率能维持在高个位数，在2027年达到5514亿元人民币，仍然是增速最快的行业。从格局上看，国产运动品牌的市占率近两年提升明显。安踏体育、李宁、特步国际、361度在2022年分别收入增速9%、14%、29%、17%，明显好于行业整体增速，尤其是好于国际主要运动品牌。国际品牌方面，两个主要品牌Nike、Adidas仍没有较好表现，Adidas连续七个季度大中华区下滑，Nike在上一财季恢复至个位数左右增长。由此可见国产品牌份额的持续在提升。

图69：运动、女装、男装行业规模及增速（单位，百万元、%）



资料来源：通联数据，欧睿，东兴证券研究所

23年零售流水趋势良好，折扣、库存等情况亦有恢复，后续乐观。整体来看，几家运动服饰公司22年零售流水各季度有所波动，主要受到疫情影响。另外，整体上零售流水增速还是略慢于收入确认的增速，表明批发端的发货和实际销售有一定差额。2023年Q1，各公司零售流水的增速有所提升，同时我们预计收入增速的质量也有加强。除零售流水改善，部分公司的折扣和库存的逐月改善较为明显（特步Q1的零售折扣收敛到7至75折，Q4为7折；库存从5个月降至至少于5个月），预示了第二季度的流水较一季度更好，增长也将质量更优。

表8：2021年来主要运动品牌的流水增速

公司	品牌	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
安踏体育	安踏	40-45%	35-40%	10-20%低段	10-20%中段	10-20%高段	中单位数负增长	中单位数	高单位数负增长	中单位数
	FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数负增长	10-20%低段	10-20%低段负增长	高单位数
	其他品牌	115-120%	70-75%	35-40%	30-35%	40-45%	20-25%	40-45%	10-20%低段	75-80%
李宁	李宁	80%-90%高段	90%-100%低段	40%-50%低段	30%-40%低段	20%-30%低段	高单位数下降	高单位数	10%-20%低段下降	中单位数
特步国际	特步	55%	30%-35%	中双位数	20%-25%	30%-35%	中双位数	20%-25%	高单位数负增长	约20%

361 度	361 度	高双	15%-20%	低双	高双	高双	低双	中双	持平	低双
	361 童装	20-25%	30%-35%	15%-20%	25%-30%	20-25%	20-25%	20-25%	低单位数	20-25%

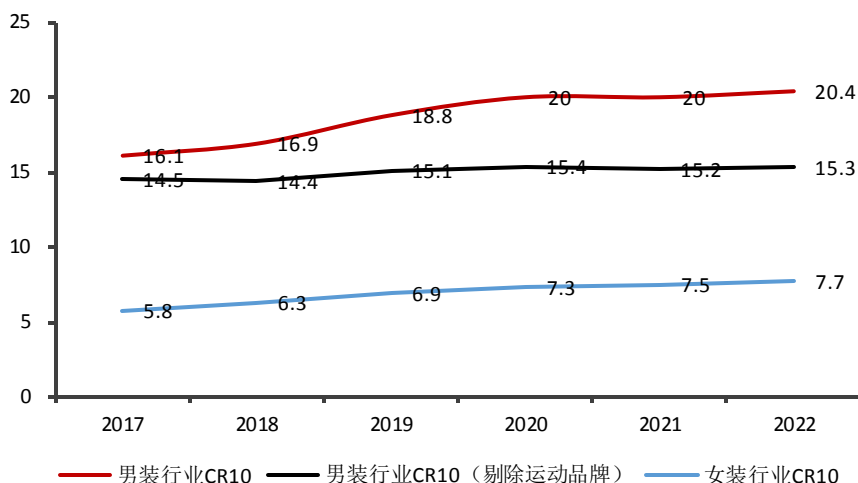
资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

注：绿色为下滑的区间

## 2、中高端男装

男装行业集中度较高且近年持续提升，竞争环境相对宽松。从行业集中度看，2017-2022 年男装行业 CR10 从 16.1% 提升至 20.4%，呈现份额提升趋势。剔除主要运动品牌后的男装集中度同样在提升，2013-2022 年，非运动男装品牌 CR10 从 14.5% 提升至 15.3%。与女装行业相比，虽然总规模略逊与女装，但是行业集中度明显高于女装行业。主要由于女装时尚性要求较高，且目前消费者喜好更为多元化、消费者流量更为碎片化，而男装的潮流更迭不明显，品牌的忠诚度也更高。因此男装的行业竞争更为宽松，近年来男装行业的玩家更有精力打磨内功，提升自身竞争力。

图70：男装行业、女装行业 CR10 情况（单位：%）

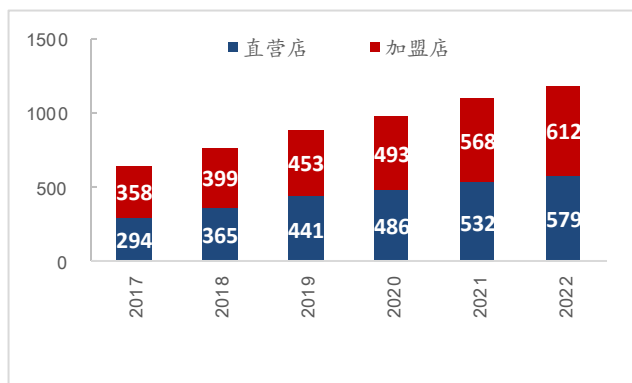


资料来源：通联数据，欧睿，东兴证券研究所

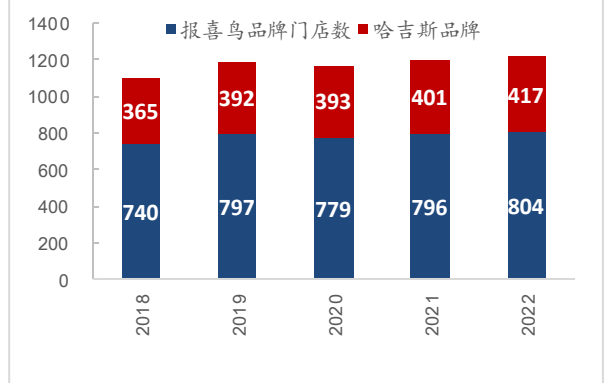
**产品休闲化、渠道提升，男装迎机遇。**部分男装品牌近年来主动调整产品策略，从商务风格向运动休闲风格转变，推出功能性面料、舒适度较高和设计时尚的新产品，适应当代职场男性的需求。在渠道方面，积极进行 DTC 转型和数字化升级。这些都有效承接了年轻消费群体的消费偏好和消费习惯，因此我们看好男装行业积极转型升级的优质品牌的中长期持续成长潜力。典型的比如音勒芬和报喜鸟，凭借着产品力提升和渠道优质管理，两家公司在过去三年和疫情管控放开之后都维持着扩张之势。比音勒芬卡位运动加商务景气赛道，品牌力突出，直营渠道和加盟渠道双重发力，远期成长空间广阔。报喜鸟，主品牌开拓年轻时尚、运动西服和轻正装产品系列，哈吉斯品牌卡位运动休闲景气赛道，对标同类品牌，拓店空间广阔，双主品牌驱动公司成长无虞。

图71：比音勒芬门店持续扩张

图72：报喜鸟的门店数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

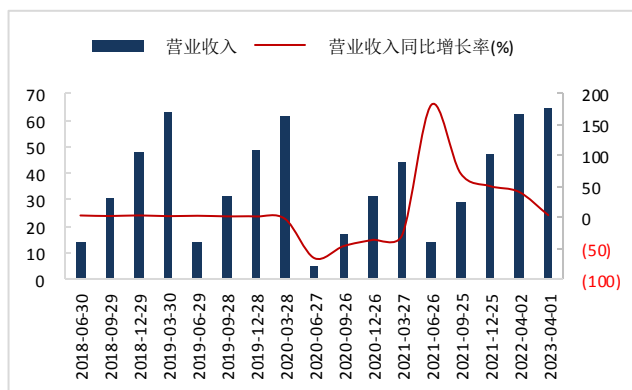


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

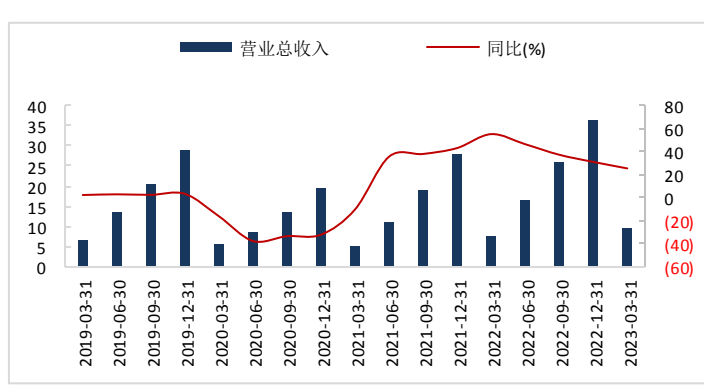
从短期看，男装需求释放乐观。正装的穿着需求主要是行政、商务、婚庆场景，这几个需求在疫情后有较大的回补空间。尤其是企业单位工装的集中采购、婚庆的举办，都保证了需求的补回有较好的持续性。参考海外，欧美的主要男装品牌 Ralph Lauren、Zegna、Hugo Boss 在近两年都有较好表现。Ralph Lauren 自 2021 年上半年快速恢复，至 2023 财年（截至 2023-4-1）收入规模已超疫情前水平；Zegna 在 2021/2022 年分别实现 27.50%、15.85% 的收入增速；Hugo Boss 截至 2022 年底的收入规模也已明显超过 2019 年水平。

图73：拉夫劳伦疫情前后收入情况

图74：Hugo Boss 疫情前后收入情况



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

**投资建议：**运动服饰行业长期的景气度高，国牌加速提份额的背景下，继续推荐国产运动龙头安踏体育、李宁。建议关注行业格局较好短期内需求恢复较好的男装行业，优选产品和渠道改革先行标的。

## 5.4 纺织制造：重视出口链左侧机会

### 1、短期出口订单已触底，行业转好有望

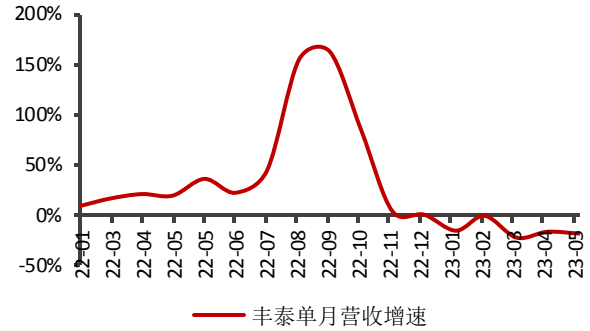
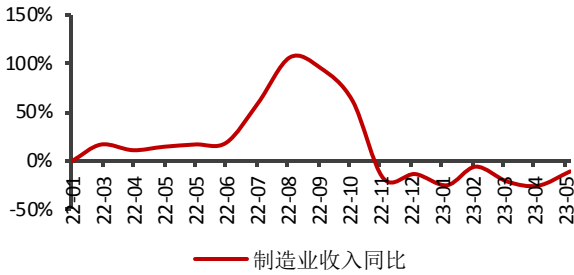
**主要鞋服代工品牌月度订单数据触底。**从逐月数据看，裕元集团和丰泰企业都呈现出自 22Q4 以后景气度下行，在 23Q1 处在负增长区间，主要系下游品牌客户库存较高，向工厂下单同比减少。具体看，裕元集团制造业务二季度以来制造业下滑幅度呈现收窄，4/5 月分别下滑 25.4%、10.8%，丰泰企业 4/5 月份收益分别下滑 16.3%/18.1%。从数据趋势看，订单最差时期或已过去。

图75：裕元集团 22 年以来制造业收入增速

图76：丰泰企业 22 年以来收入增速



裕元-制造业收入同比

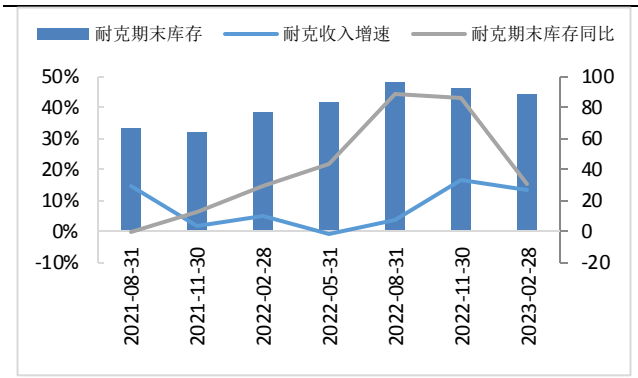


资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

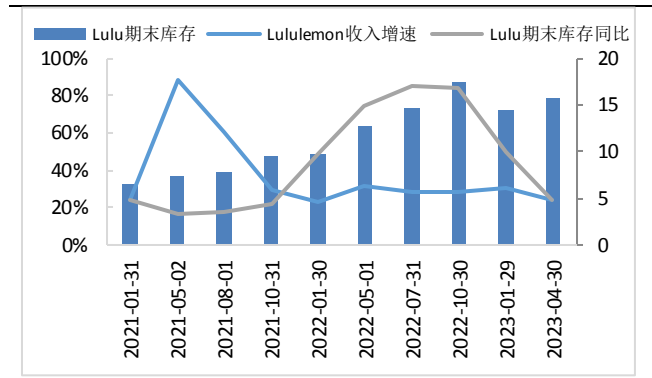
国际鞋服装品牌库存情况转好，补库订单值得期待。从国际鞋服品牌近期披露的季度数据来看，收入端呈现较好增长态势，库存方面高峰时点已过，增速环比回落，与收入的匹配度有所提升。表明主要鞋服品牌的库存虽未回到正常水平，但是在持续好转中，预计 Q3 库存将有望恢复较好水平，对工厂的补库订单值得期待。

图77：耐克集团的收入及库存情况



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图78：Lululemon 收入及库存情况



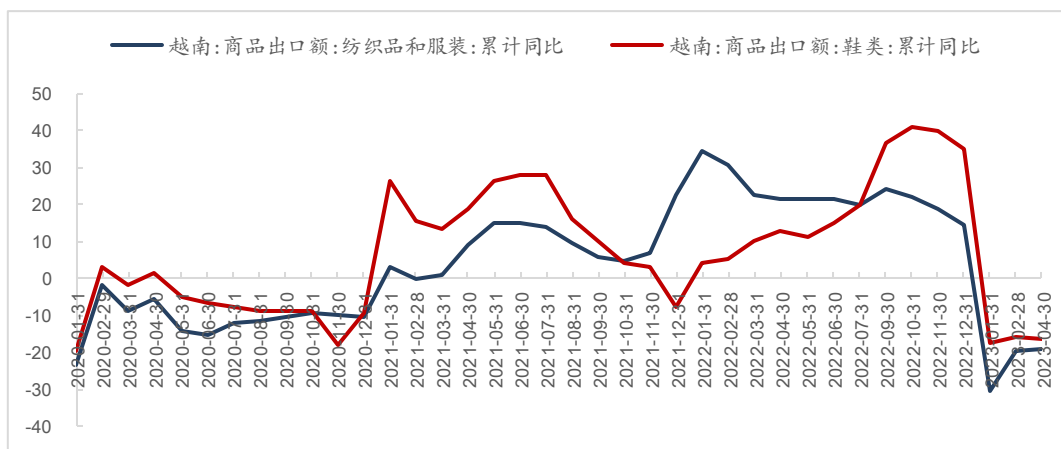
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

## 2、长期关注产业转移趋势

**地缘冲突影响产业转移。**从纺织出口市场看，美国、欧盟、东盟、日本是中国服装出口的主要市场，分别占2023年一季度全国出口份额的19.7%、14.1%、11.6%和9%。从变化情况看，第一季度，中国对美国出口服装69.3亿美元，同比下降16.2%，对欧盟出口49.7亿美元，同比下降23.7%，对日本出口31.6亿美元，同比下降8%。在地缘冲突主导下，当前全球多地均对纺织标签有强制性规定，比如美国要求纺织标签上必须有原产地信息。但是在第一季度，中国对东盟出口服装40.8亿美元，同比增长30.1%，其中对越南、新加坡出口分别增长229.9%和117.6%。以上出口结构的变化，体现了纺织产业转移的趋势。近两年，主要市场纷纷限制原材料产地，诸多企业将供应链转移至国外，尤其最近一两年里，纺织服装行业加速产业转移。

**关注东南亚产能布局。**从数据看，2022年越南纺织品和服装出口额增速为14.49%，鞋类出口额增速为34.83%。越南近年来纺织品出口增速持续景气，在西方主要经济体中出口占比也呈上升态势。考虑到整体贸易环境，我国主要的纺织企业，多在东南亚有生产基地，未来预计也将继续扩大在海外的产能布局。海外布局有助于国内企业分散风险，同时利用东南亚的低成本资源。我们认为在未来一段时间，海外布局仍是较为重要的趋势，关注产能拓展进度和海外产能利用率。

图79：越南织品和服装、鞋类出口累计增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**投资建议：**建议关注拥有优质客户，且核心客户份额有提升的鞋服代工企业，华利集团、申洲国际，长期更建议关注有海外基地布局的纺织企业，其订单和收入的稳定性保障会更优。

## 6. 风险提示：

消费能力持续不振，海外通胀持续，地缘政治事件持续，各行业相关风险等。

## 分析师简介

### 分析师：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。

### 分析师：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，从事轻工制造行业研究。

### 分析师：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，从事轻工制造行业研究。

## 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（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

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 15%~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（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

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