

头部企业稳健增长，盈利能力改善可期

轻工制造行业

推荐 (维持评级)

分析师

陈柏儒

☎: 010-80926000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

行业数据

2022-05-06



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河轻工陈柏儒团队】行业策略_2022年度轻工制造行业投资策略:把握当下,着眼未来_20211208

【银河轻工陈柏儒团队】行业深度_行业需求有所回暖,低估值龙头表现可期_20210922

核心观点:

- **估值处于低位，头部企业投资价值凸显。**2021年以来，轻工制造板块跟随大盘震荡后下跌，截至2022年4月29日，累计跌幅为19.82%。行业估值降至低位，投资性价比凸显，4月29日，轻工制造/包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品市盈率分别为12X/20X/25X/25X/12X/43X，其中家居用品板块、造纸板块估值分位点分别达到8.5%、8.79%。机构及北向资金持仓来看，各子行业头部企业为资金配置首选。
- **家居用品：头部企业引领变革，关注行业需求复苏。**家居用品板块2021年实现营收2,234.33亿元，同比增长27.89%；归母净利润138.46亿元，同比下降21.76%，主要是因为房地产行业风险事件爆发，多家企业大幅度计提减值损失。22Q1实现营收464.53亿元，同比增长8.07%；归母净利润22.35亿元，同比下降35.49%。我们认为，家居需求具备刚需属性，疫情仅影响家居需求释放节奏，未来伴随地产政策持续发力，家居需求有望复苏，同时，头部企业引领行业变革，持续强化核心竞争力，有望实现快速成长。建议关注：【索菲亚】、【欧派家居】、【顾家家居】、【志邦家居】和【敏华控股】。
- **包装印刷：营收稳健成长，静待盈利改善。**包装印刷板块2021年实现营收1,175.4亿元，同比增长25.47%；归母净利润66.82亿元，同比增长6.89%。22Q1实现营收282.51亿元，同比增长9.66%；归母净利润15.17亿元，同比下降18.03%。行业盈利承压，主要是因为：原材料价格全面上涨，带动包装毛利率下降。未来市场供需格局改善，叠加原材料成本改善，将带动盈利修复，头部企业业务纵向扩张一体化，业绩有望持续增长。建议关注：【上海艾录】、【奥瑞金】及【裕同科技】。
- **文娱用品：必选消费稳步发展，晨光股份成长性显著。**文娱用品板块2021年实现营收352.96亿元，同比增长18.97%，归母净利润13亿元，同比下降32.62%。22Q1实现营收85.4亿元，同比增长5.18%，归母净利润4.63亿元，同比下降21.54%。文具市场稳健扩容，大办公文具市场空间巨大，杂货铺市场前景广阔，持续看好晨光股份发展前景，公司优化传统核心业务布局，实现产品结构升级，办公直销业务快速增长，零售大店业务持续向好。建议关注：【晨光股份】。
- **造纸：行业承压加速集中度提升，龙头企业业绩弹性可期。**造纸板块2021年实现营收1,849.93亿元，同比增长27.68%；归母净利润130.04亿元，同比增长41.93%。22Q1实现营收480.51亿元，同比增长8.01%；归母净利润22.24亿元，同比下降56.4%。行业承压加速集中度提升，未来伴随国内消费逐渐恢复，供需格局持续改善，同时，头部纸企不断加快林浆纸一体化布局，盈利料将持续修复。建议关注：【太阳纸业】、【五洲特纸】、【仙鹤股份】、【华旺科技】。
- **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。

目 录

一、估值处于低位，头部企业投资价值凸显.....	2
二、家居用品：头部企业引领变革，关注行业需求复苏.....	5
三、包装印刷：营收稳健成长，静待盈利改善.....	9
四、文娱用品：必选消费稳步发展，晨光股份成长性显著.....	12
五、造纸：行业承压加速集中，龙头企业业绩弹性可期.....	14
六、风险提示	17
插图目录	18
表格目录	19

一、估值处于低位，头部企业投资价值凸显

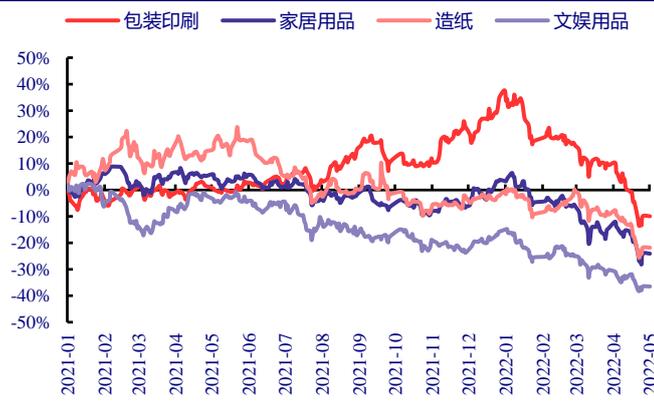
2021 年以来，轻工板块震荡后下跌，文娱用品子板块领跌。2021 年初至 2022 年 4 月 29 日，轻工制造板块跌幅为 19.82%，同期沪深 300 跌幅为 23.76%，跑赢大盘 3.94 个百分点。细分板块来看，轻工制造二级子板块整体呈现下跌趋势，其中，文娱用品板块领跌，下跌 36.49%，家居用品、造纸和包装印刷分别下跌 24.05%、21.79%、9.96%。

图 1. 轻工制造板块及沪深 300 走势图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

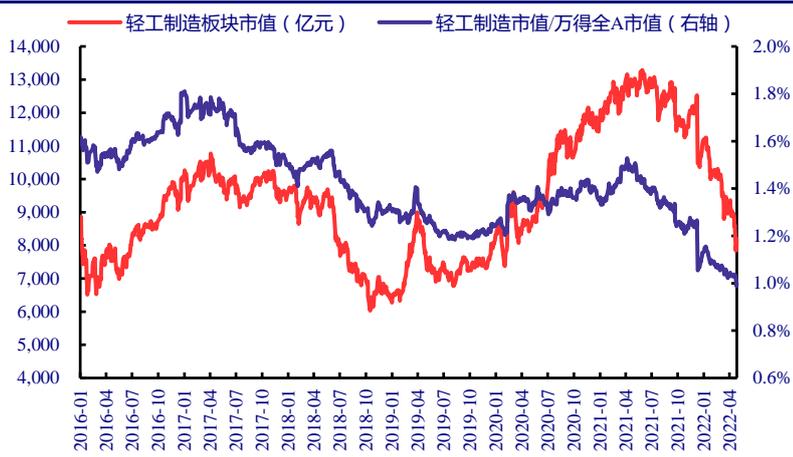
图 2. 轻工二级子板块走势图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

轻工制造市值占比较为稳定，2021 年有所下滑。2021 年 4 月以来，轻工制造板块市值占比波动下滑，2022 年 4 月 29 日，轻工制造板块市值为 8,199 亿元，占比万得全 A 指数为 1%，处于历史低位。

图 3. 轻工制造市值及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

行业估值处于历史低位，投资价值凸显。2016 年以来，轻工制造及其各细分板块的市盈率一路波动下降，2019 年年底探底后有所回升，此后保持低位波动。截至 2022 年 4 月 29 日，沪深 300/轻工制造/包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品市盈率分别为 12X / 20X / 25X / 25X / 12X / 43X，估值处在历史低位。其中，家居和造纸板块的估值吸引力凸显。2022 年 4 月，家居板块的市盈率继续维持历史低位，4 月 29 日，家居板块的分位点仅为 8.5%；2022 年以来造

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

纸板块的市盈率维持在 11X 左右，截至 4 月 29 日，造纸板块市盈率的分位点降至 8.79%，处在历史低位。

图 4. 沪深 300 和轻工制造板块 PE



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5. 家居用品板块 PE 及分位点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6. 造纸板块 PE 及分位点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7. 包装印刷板块 PE 及分位点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

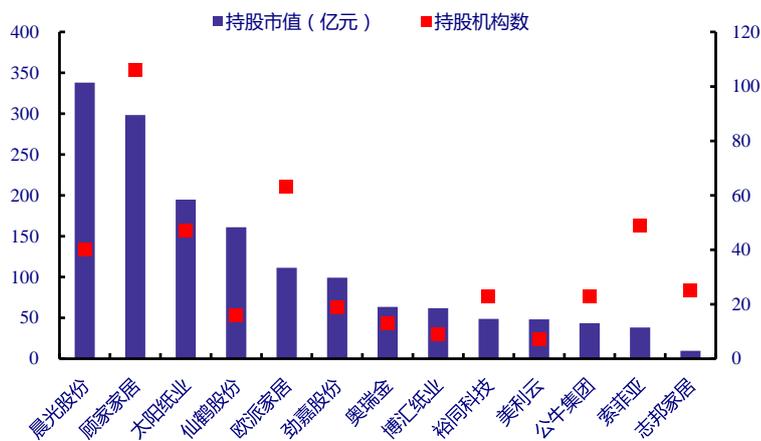
图 8. 文娱用品板块 PE 及分位点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

机构青睐行业龙头，晨光股份为第一大重仓股。2022Q1 机构持仓来看，家居用品板块前五大重仓股分别为顾家家居（106 家机构，298.26 亿元）、欧派家居（63 家机构，111.22 亿元）、索菲亚（49 家机构，38.26 亿元）、志邦家居（25 家机构，9.64 亿元）、公牛集团（23 家机构，43.53 亿元）；造纸板块前四大重仓股分别为太阳纸业（47 家机构，194.84 亿元）、仙鹤股份（16 家机构，160.94 亿元）、博汇纸业（9 家机构，61.96 亿元）、美利云（7 家机构，48.19 亿元）；包装印刷板块前三大重仓股分别为裕同科技（23 家机构，48.76 亿元）、劲嘉股份（19 家机构，99.51 亿元）、奥瑞金（13 家机构，63.48 亿元）；文具用品板块主要重仓股是晨光股份（40 家机构，338.08 亿元）。

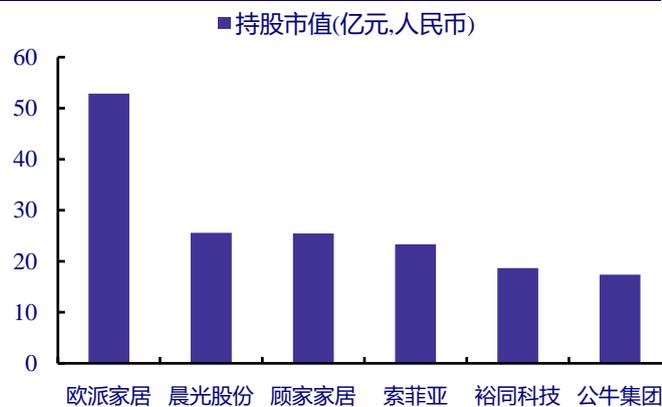
图 9. 轻工制造板块机构重仓股市值及持股机构数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

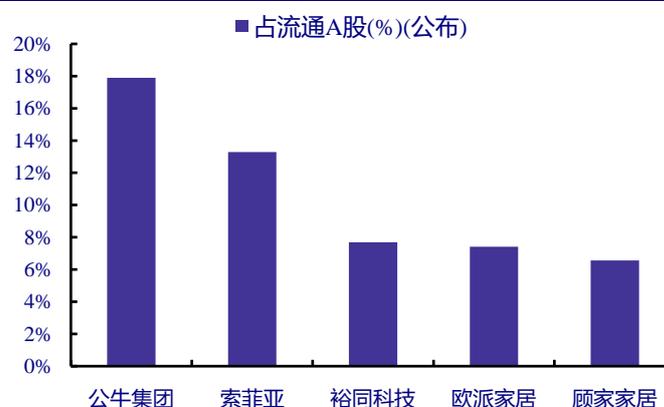
欧派家居为第一大北向资金重仓股，公牛集团持股比例最高。北向资金持仓市值来看，截至 2022 年 3 月 31 日，前五名分别为欧派家居（52.85 亿元）、晨光股份（25.59 亿元）、顾家家居（25.46 亿元）、索菲亚（23.34 亿元）及裕同科技（18.66 亿元）。北向资金持股比例来看，公牛集团比例最高，达到 17.9%，其次分别为索菲亚、裕同科技、欧派家居、顾家家居，持股比例分别为 13.29%、7.69%、7.41%、6.56%。

图 10. 轻工制造板块北向资金前五大重仓股



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11. 轻工制造板块北向资金持股比例前五股票

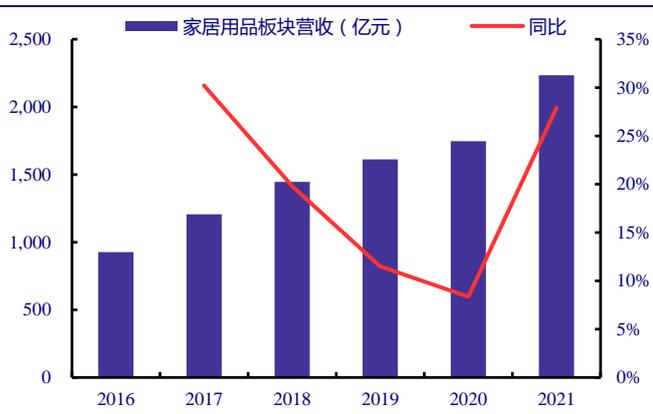


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、家居用品：头部企业引领变革，关注行业需求复苏

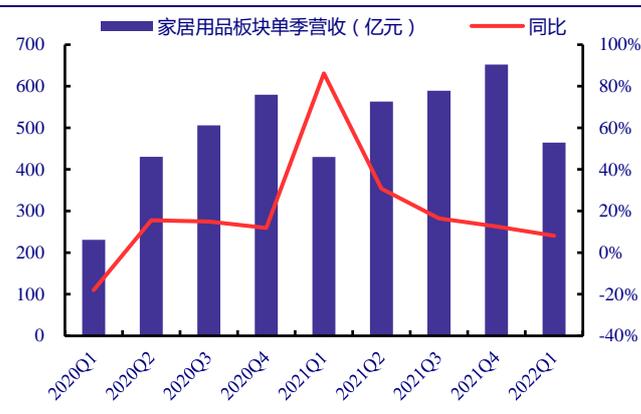
2021 年营收表现亮眼，22Q1 行业整体承压。2021 年，在疫情快速恢复，房地产市场复苏背景下，家居需求得到修复，家居用品板块实现营收 2,234.33 亿元，同比增长 27.89%。2022 年以来，房地产市场景气度持续下行，叠加疫情反复影响家居行业经营，22Q1 家居用品板块实现营收 464.53 亿元，同比增长 8.07%。目前全国疫情拐点已现，未来伴随疫情持续好转，家居需求将集中释放，同时，政策持续发力，房地产市场景气度有望复苏，带动家居需求扩容，预计 22Q2 家居用品板块营收同比增速将扩大。

图 12. 家居用品板块历年营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

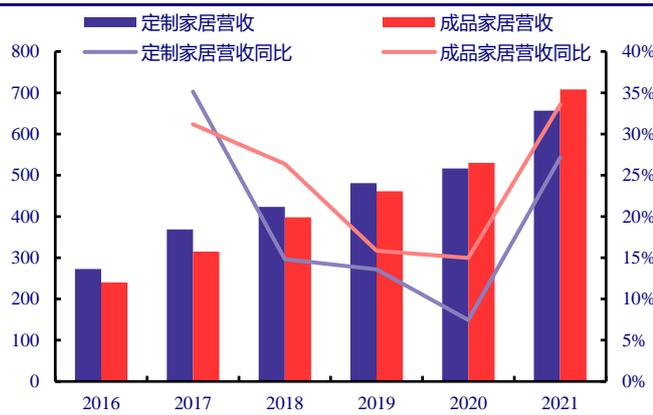
图 13. 家居用品板块各季度营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

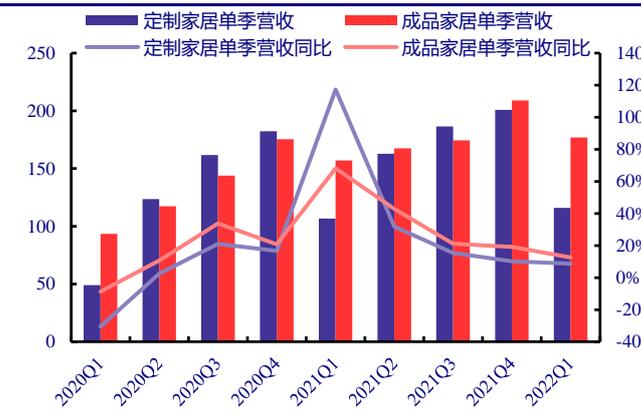
成品家居营收表现优于定制家居。2018 年以来，成品家居营收同比增速持续高于定制家居，2021 年成品家居同比增长 33.56%，定制家居同比增长 27.14%。单季营收来看，成品家居营收增速整体优于定制家居，21Q1 低于定制家居，主要是因为定制家居由于 20Q1 基数过低导致 21Q1 同比大增。22Q1，成品家居同比增长 12.59%，定制家居同比增长 8.67%。

图 14. 定制家居及成品家居历年营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15. 定制家居及成品家居各季度营收（亿元）

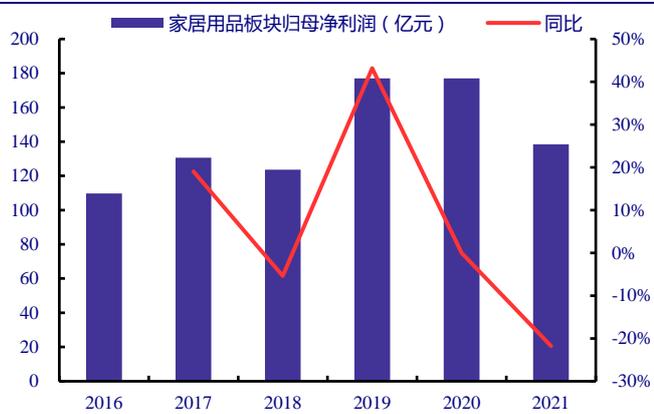


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润端表现有待提升，静待盈利修复。2021 年，家居用品板块实现归母净利润 138.46 亿元，同比下降 21.76%，主要是因为，2021 年房地产行业风险事件爆发，大宗渠道均受到严重打击，多家企业大幅度计提减值损失。22Q1，家居用品板块实现归母净利润 22.35 亿元，同比

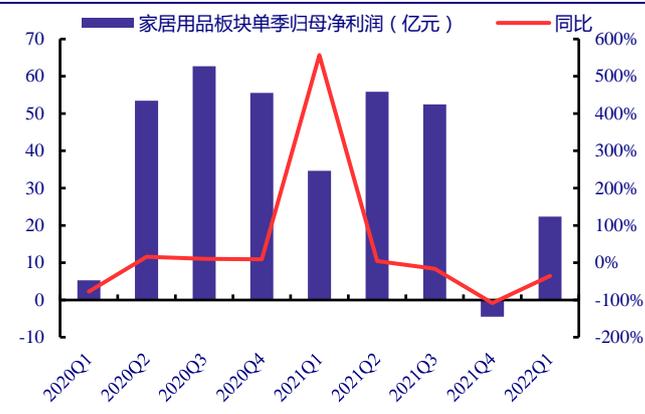
下降 35.49%，主要是因为，2022 年一季度，在房地产行业及疫情影响下，家居需求表现较弱，同时，原材料价格上涨后处于高位，导致企业盈利能力下降。

图 16. 家居用品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

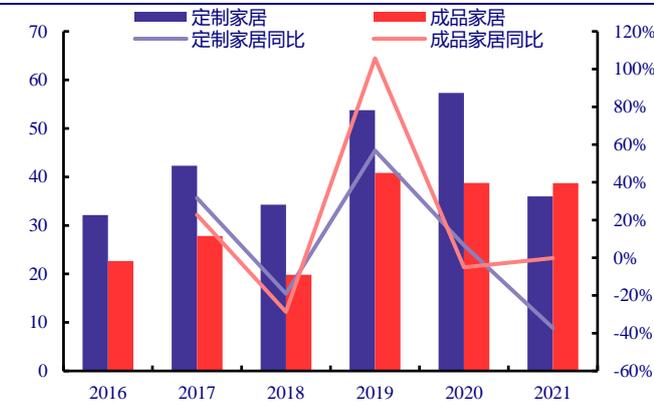
图 17. 家居用品板块各季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

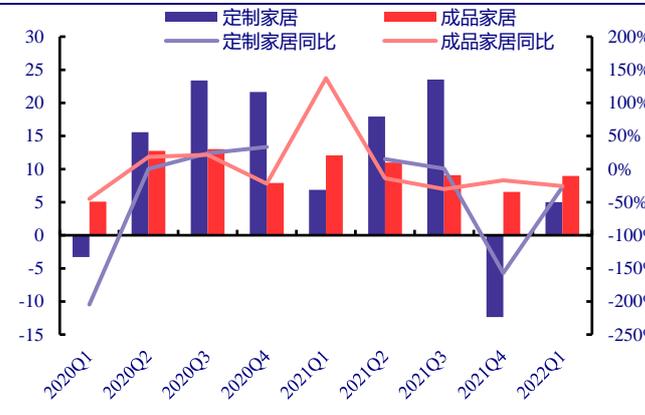
定制家居大宗风险充分释放，成品家居归母净利润同比微降。2021 年，受房地产行业风险事件爆发，定制家居企业对大宗业务计提减值损失，导致全年归母净利润表现不佳，同比下降 37.22%，而成品家居板块净利润同比下降 0.12%。22Q1，受房地产行业景气度及疫情影响，叠加原材料价格处于高位致企业盈利能力同比下降因素，定制家居及成品家居板块营收分别同比下滑 26.93%、25.72%。

图 18. 定制家居及成品家居历年归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

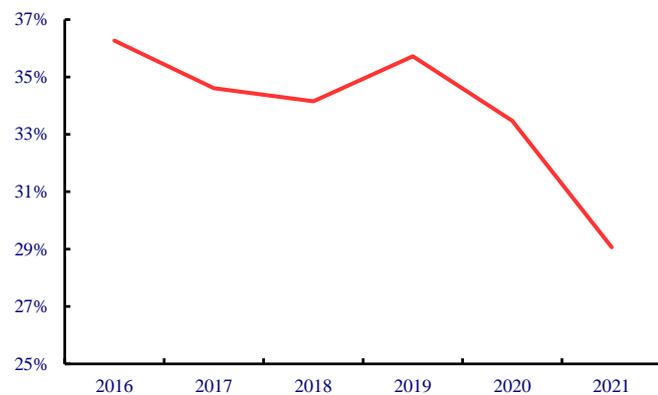
图 19. 定制家居及成品家居各季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

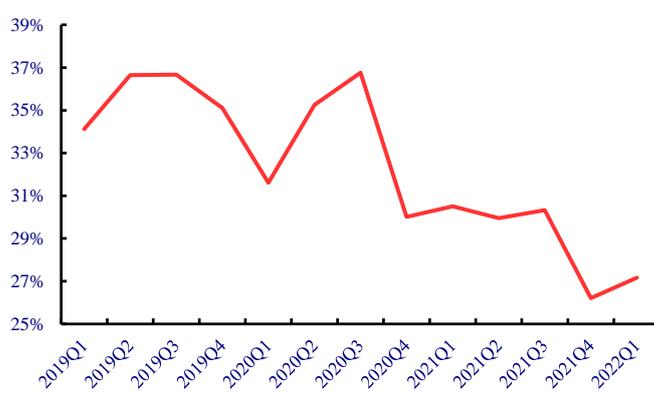
毛利率持续下滑，22Q1 环比有所回升。2021 年，家居用品板块毛利率持续下滑，较 2020 年下降 4.41%，达到 29.06%。单季度来看，20Q4-21Q3 毛利率维持在 30%左右，而 21Q4 家居行业原材料价格大幅上涨，导致毛利率大幅降低，21Q4 毛利率降至 26.21%，环比下降 4.12%，同比下降 3.81%；22Q1 毛利率达到 27.16%，环比提升 0.95%，同比下降 3.34%。

图 20. 家居用品板块历年毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

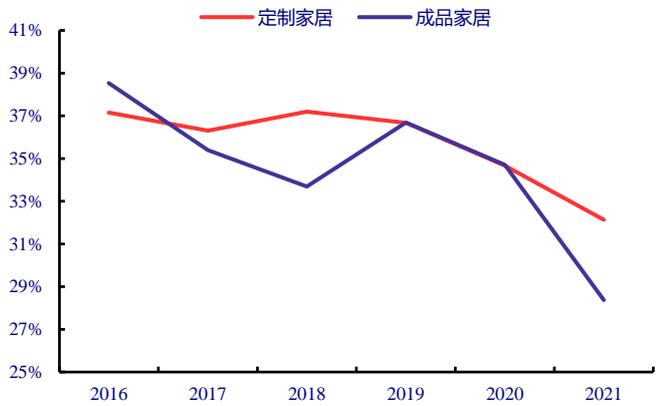
图 21. 家居用品板块各季度毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

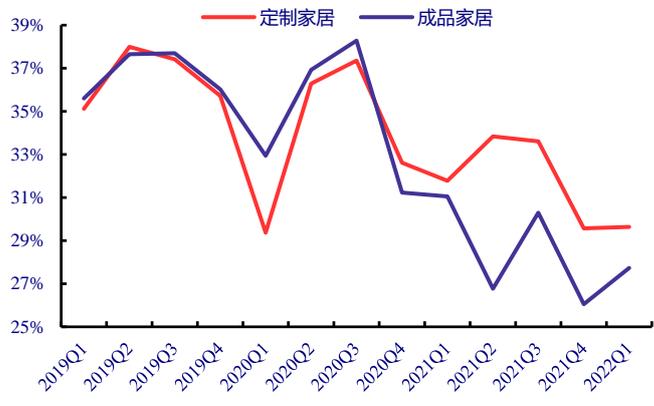
20Q4 以来定制家居毛利率优于成品家居。历史来看，定制家居同成品家居毛利率均有所波动，二者在不同时间区间表现更优。20Q4 以来，定制家居毛利率明显高于成品家居，我们认为主要是因为：1) 成品家居产品原材料价格上涨幅度更大；2) 成品家居具有外销渠道，海运价格大幅上涨。2021 年，定制家居及成品家居毛利率分别为 32.14%、28.38%，分别同比下降 2.53%、6.33%；22Q1，定制家居及成品家居毛利率分别为 29.64%、27.73%，分别环比上升 0.07%、1.68%，同比下降 2.14%、3.32%。

图 22. 定制家居及成品家居历年毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

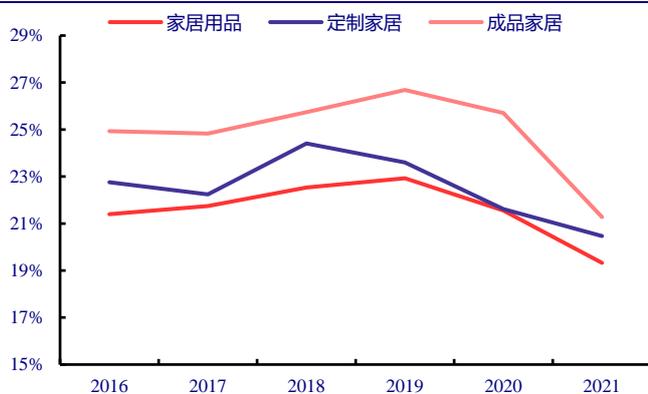
图 23. 定制家居及成品家居各季度毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

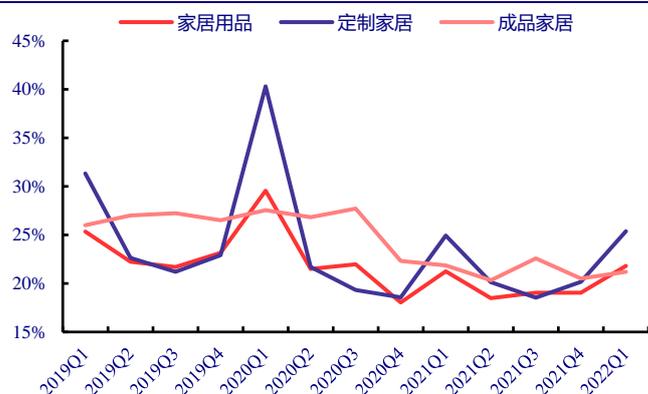
21 年费用率下滑，成品家居费用率高于定制家居。历年来看，成品家居费用率持续高于定制家居，2021 年，家居用品、定制家居及成品家居板块期间费用率分别为 19.33%、20.46%、21.27%，分别同比下降 2.23%、1.15%、4.43%。单季度来看，每年第一季度为定制家居费用投入高峰期，高于成品家居，而二季度快速回落，Q2-Q4 维持低位，进而带动全年费用率低于成品家居。

图 24. 定制家居及成品家居历年期间费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

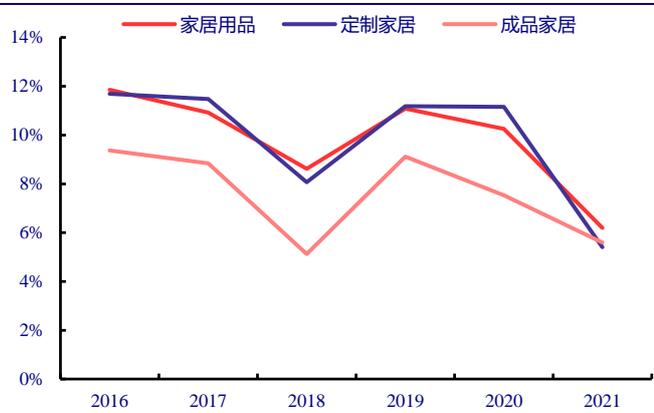
图 25. 定制家居及成品家居各季度期间费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

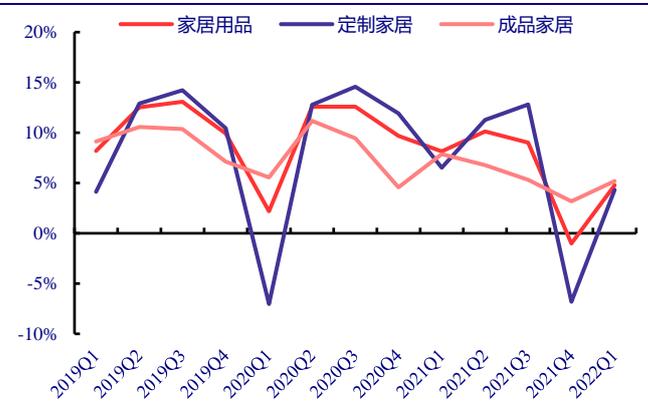
21 年净利率大幅下降, 22Q1 环比回升。2021 年, 在毛利率下降带动下, 家居用品、定制家居及成品家居净利率分别达到 6.2%、5.4%、5.6%, 分别同比下降 4.05%、5.75%、1.93%。22Q1, 家居用品、定制家居及成品家居净利率达到 4.78%、4.32%、5.2%, 分别环比回升 5.8%、11.13%、2.02%, 同比下降 3.35%、2.21%、2.68%。其中, 定制家居净利率环比变动较大, 主要是因为: 21Q4 定制家居受房地产企业违约因素影响, 大额计提减值损失, 导致当期基数过低。

图 26. 定制家居及成品家居历年净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27. 定制家居及成品家居各季度净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

地产政策持续发力, 家居需求有望复苏。2022 年以来, 家居需求受房地产市场及疫情影响压制, 我们认为二者未来皆将好转, 进而带动家居需求复苏。**房地产来看,**一方面, 在我国稳增长经济目标下, 房地产行业将持续向好, 确定性较强; 另一方面, 各城市因城施策, 持续发布松绑政策, 保障合理住房需求的满足, 政策驱动下, 房地产市场景气度料将好转。**疫情来看,**家居装修需求具备刚需属性, 始终存在, 疫情从地产销售及施工、家居销售及交付、物流等方面影响装修需求释放, 但我们认为疫情并未改变消费者装修动机, 家居需求将一直存在, 仅受疫情影响而延迟释放。

头部企业引领变革, 行业承压下加速发展。头部企业坚持大家居战略稳步发展, 在外部承压背景下, 不断强化自身核心竞争力, 集中度有望加速提升。**一方面, 品类融合持续深化。**头

部企业凭借深厚的资源积累，在 2022 年 315 活动推出超高性价比的整家套餐，在全屋定制的基础上进一步整合软体、电器等家居用品，实现全品类协同，满足消费者一站式购齐需求，进而实现客单价提升。另一方面，流量竞争力不断提升。经销渠道不断扩张，门店数量稳步增加，同时，头部企业不断探索新模式，欧派家居推出“定制装修一体化”大家居新模式，满足客户“一体化设计，一揽子搞掂”需求。线上渠道日益壮大，新媒体持续发展背景下，推广引流作用不断加强。整装渠道迅速发展，家居企业通过切入家装领域，获取前端流量，流量矩阵得到扩充。同时，头部家居企业加大营销投入，持续进行品牌推广，线下高频率举办大型活动，线上大举投入广告宣传。

建议关注：全方位变革强化核心竞争力，推出整家定制战略再出发的**索菲亚(002572.SZ)**；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)**；多渠道、多品类拓展，打造大家居融合店模式的**顾家家居(603816.SH)**；衣柜和大宗业务协同发力的**志邦家居(603801.SH)**；渠道、品类持续发力，充分受益于国内功能沙发市场发展的**敏华控股(1999.HK)**。

三、包装印刷：营收稳健成长，静待盈利改善

21 年营收快速成长，22Q1 受疫情影响增速趋缓。伴随疫情恢复，消费快速反弹，带动包装印刷需求复苏，2021 年，包装印刷板块营收突破千亿元，达到 1,175.4 亿元，同比增长 25.47%。22Q1，消费表现较弱，带动包装印刷需求下降，包装印刷板块实现营收 282.51 亿元，同比增长 9.66%，增速趋缓。

图 28. 包装印刷板块历年营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

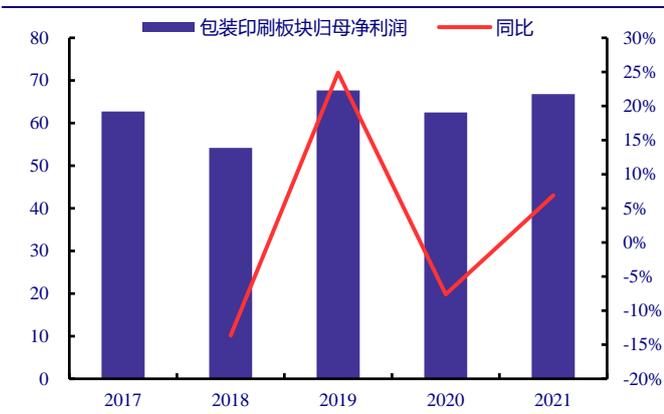
图 29. 包装印刷板块各季度营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

21 年归母净利润同比小幅增长，22Q1 快速下滑。2021 年，包装印刷板块实现归母净利润 66.82 亿元，同比增长 6.89%。单季度来看，2021 年包装印刷板块归母净利润呈现前高后低走势，Q1 / Q2 / Q3 / Q4 分别实现营收 18.51 / 21.16 / 18.8 / 8.35 亿元，分别同比变动 62.52% / 25.98% / -4.79% / -42.72%。2022 年第一季度，包装印刷板块延续下降态势，归母净利润同比下降 18.03%，达到 15.17 亿元。

图 30. 包装印刷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 31. 包装印刷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

原材料价格全面上涨，带动包装毛利率下滑。2021 年以来，包装原材料价格持续上涨，金属包装方面，富仁天津镀锡板卷平均价格、LME 铝现货价分别较年初上涨 15.75%、39.36%；纸包装方面，瓦楞箱板纸分别较年初上涨 11.73%、10.6%；塑料包装方面，WTI 原油、LLDPE、聚丙烯期货结算价分别较年初上涨 57.94%、11.01%、1.7%。2021 年，包装印刷板块毛利率达到 17.8%，同比下降 3.3%。单季度来看，21 年以来，毛利率持续下滑，在原材料价格下行带动下，22Q1 企稳回升，达到 17.24%，环比提升 1.67%。

图 32. 包装印刷板块历年毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

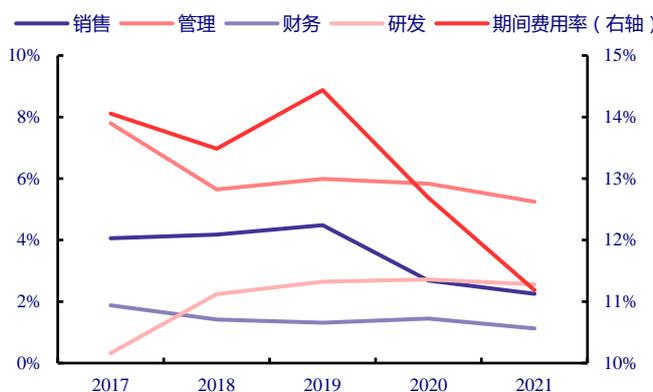
图 33. 包装印刷板块各季度毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

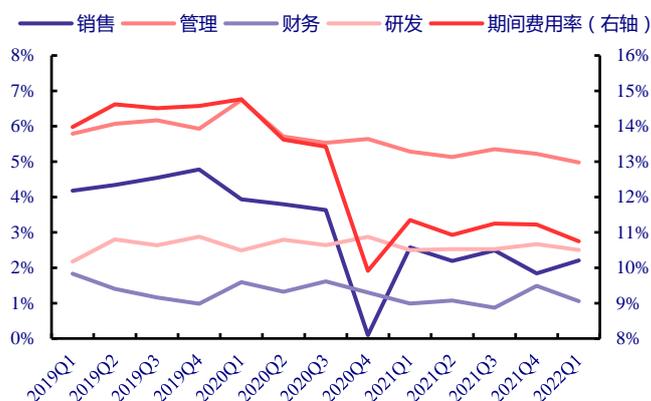
费用管控效果持续显现，期间费用率不断下降。2017 年以来，包装印刷板块期间费用率整体呈现下滑趋势，2021 年达到 11.19%，同比下降 1.5%。其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.25%/5.25%/1.12%/2.56%，分别同比下降 0.43%/0.59%/0.32%/0.16%。22Q1，包装印刷板块期间费用率达到 10.75%，环比下降 0.47%，同比下降 0.6%。

图 34. 包装印刷板块历年费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

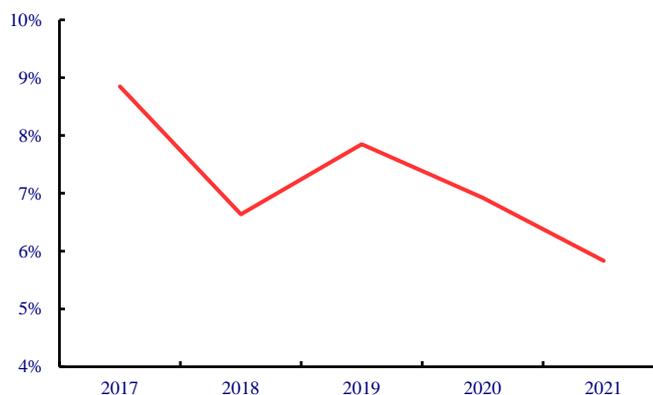
图 35. 包装印刷板块各季度费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

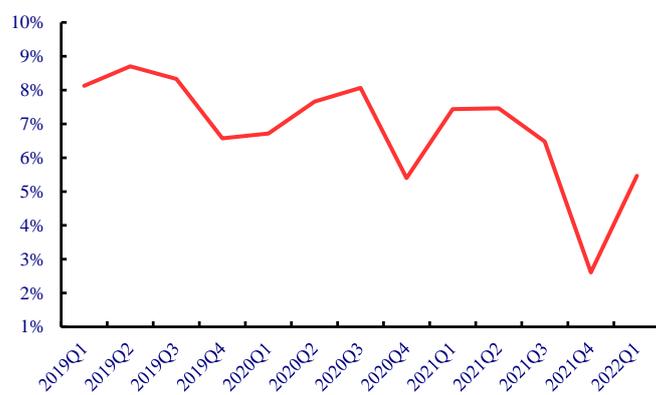
净利率持续下滑, 22Q1 环比提升。受限于毛利率下降, 包装印刷板块净利率持续下滑, 2021 年达到 5.83%, 同比下降 1.09%。单季度来看, 2021Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 7.44% / 7.46% / 6.48% / 2.61%, 分别同比变动 0.72% / -0.2% / -1.59% / -2.79%; 22Q1, 净利率达到 5.47%, 环比提升 2.86%, 同比下降 1.97%。

图 36. 包装印刷板块历年净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 37. 包装印刷板块各季度净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

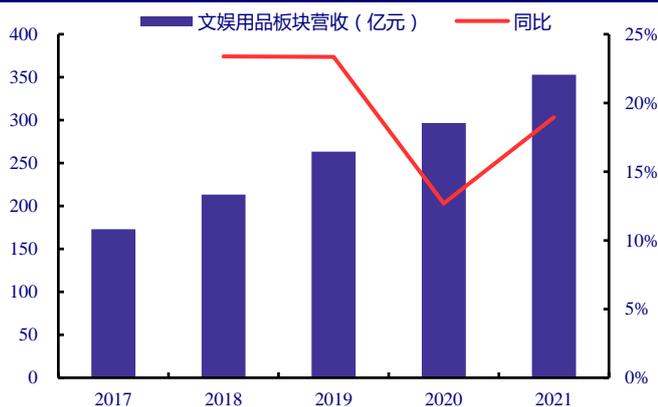
市场向好把握盈利修复, 业务纵向扩张一体化。纸包装方面, 受益于环保趋势, 纸包装行业有望实现扩张, 但市场集中度较低, 有待提升; 龙头企业开始从生产商向包装解决方案提供商转变, 业务实现纵向发展。塑料包装方面, 市场规模稳定增长, 市场集中度低; 普通塑料包装下游应用广泛, 需求呈现波动特征, 竞争激烈; 特殊材料技术壁垒高, 头部企业可依靠技术壁垒构建较强护城河。金属包装方面, 原材料价格上涨, 叠加供需格局改善, 行业提价将改善盈利; 饮料酒水为金属包装主要下游应用, 啤酒罐化率不断提升, 有望推动需求增量。

建议关注: 绑定国产奶酪龙头, 塑料包装、工业用纸包装双轮驱动业绩快速增长的**上海艾录 (301062.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)**; 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)**。

四、文娱用品：必选消费稳步发展，晨光股份成长性显著

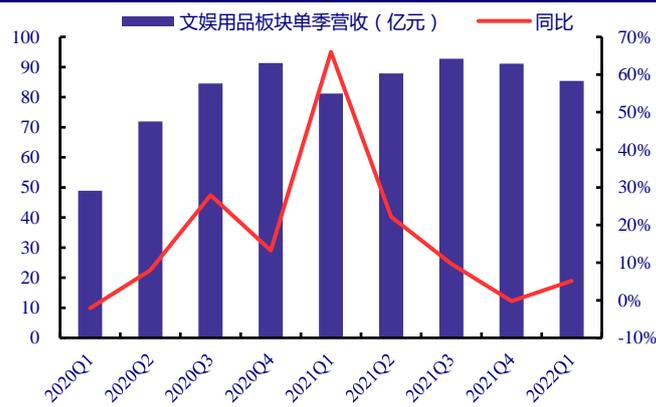
2021 年营收稳健成长，22Q1 同比小幅增长。2021 年，文娱用品板块实现营收 352.96 亿元，同比增长 18.97%。单季度来看，各季度营收稳定，2021Q1 / Q2 / Q3 / Q4 分别实现营收 81.19 / 87.88 / 92.77 / 91.12 亿元，分别同比变动 66.04% / 22.22% / 9.72% / -0.23%；22Q1，文娱用品板块实现营收 85.4 亿元，同比增长 5.18%。

图 38. 文娱用品板块历年营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

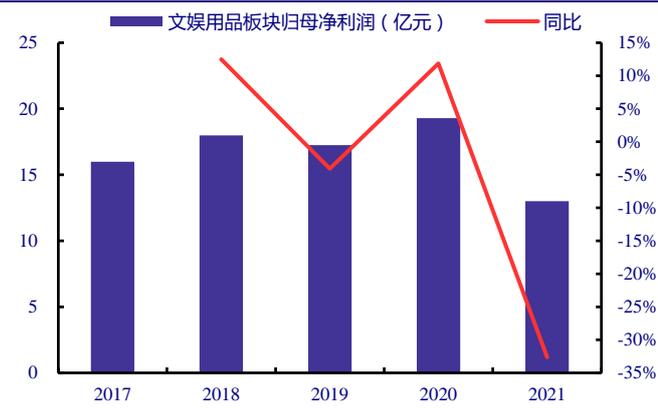
图 39. 文娱用品板块各季度营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

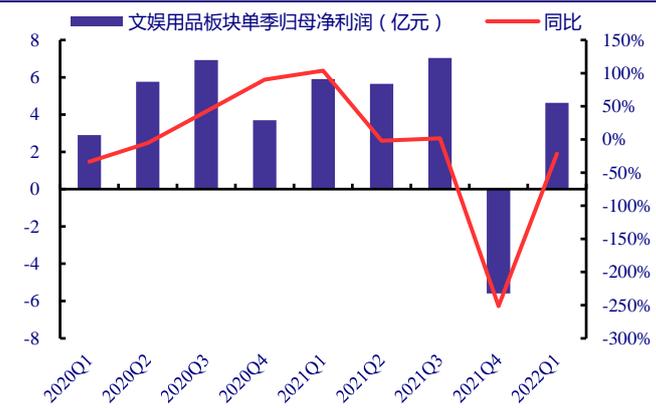
2021 年文娱用品归母净利润同比下滑，22Q1 环比大幅改善。2021 年文娱用品板块实现归母净利润 13 亿元，同比下降 32.62%。单季度来看，21Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 5.9 / 5.65 / 7.04 / -5.6 亿元，分别同比变动 103.73% / -1.98% / 1.58% / -251.45%，第四季度归母净利润大幅降低，主要是因为：21Q4，齐心集团计提商誉减值 6.5 亿元，净利润大幅下降，同时行业整体毛利率有所下滑。22Q1 实现归母净利润 4.63 亿元，同比下降 21.54%。

图 40. 文娱用品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. 文娱用品板块各季度归母净利润（亿元）

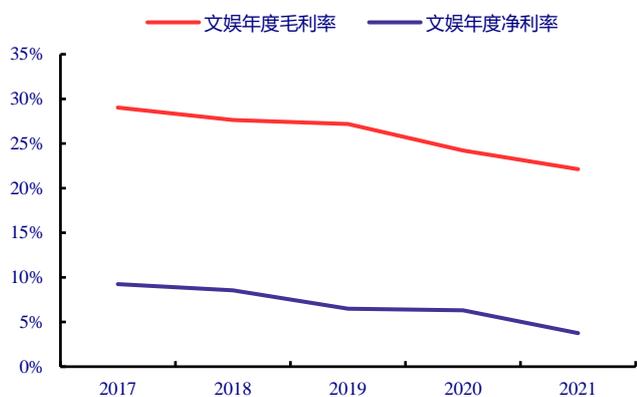


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2021 年&22Q1 文娱用品毛利率有所下滑，费用管控效果显现。2021 年伴随双减政策持续落地，文具企业毛利最高的传统文具业务规模持续压缩，2021 年和 22Q1 文娱用品板块毛利率分别为 22.12%、20.96%，分别同比下降 2.1%、1.99%。文娱用品板块费用管控效果较好，费用率下降趋势明显，2021 年和 22Q1 期间费用率 14.31%、13.54%，分别同比下降 0.98%、

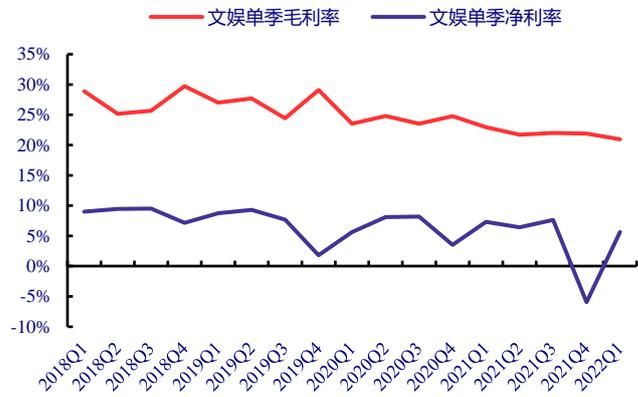
0.73%。受限毛利率下降，2021 年和 22Q1 净利率分别为 3.75%、5.63%，分别同比下降 2.56%、1.69%。

图 42. 文娱用品板块历年毛利率和净利率



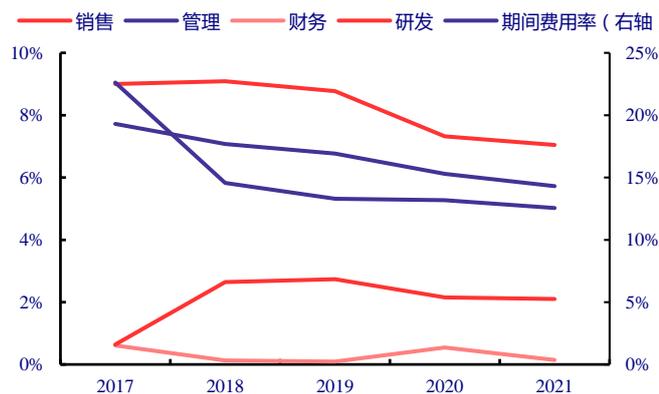
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 43. 文娱用品板块各季度毛利率和净利率



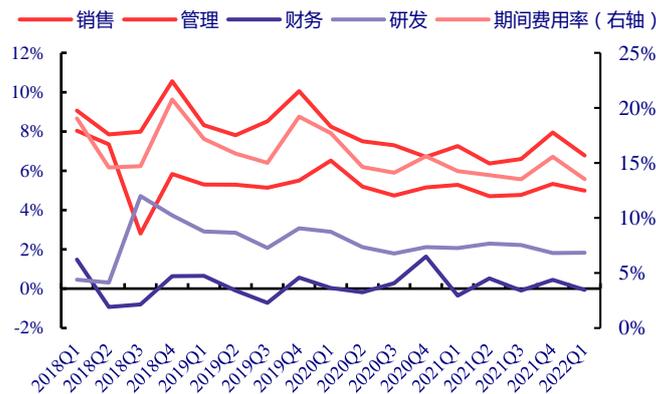
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 44. 文娱用品板块历年费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 45. 文娱用品板块各季度费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

晨光股份：传统业务稳健发展，新兴业务成长动力强劲。

文具市场持续扩容，晨光传统核心业务稳步扩张。2021 年，我国文具市场规模达到 220.98 亿美元，同比增长 13.49%，预计 2027 年将达到 327.35 亿美元，6 年 CAGR 达到 6.59%。其中，我国书写工具市场为 247.68 亿元，同比增长 7.05%，受双减影响，增速慢于行业整体。晨光股份持续调整产品结构，高端化产品占比不断提升，同时推动产品开发减量提质，新品款数大幅下降，单品贡献显著提升，2021 年，传统核心业务收入达到 88.8 亿元，同比增长 17.22%。

大办公文具市场空间巨大，晨光办公直销业务高速增长。在政府、企业采购阳光化、集中化和电商化趋势下，我国大办公文具市场规模超过 2 万亿元，市场空间广阔。晨光股份凭借优秀的品牌及供应链实力，持续投入办公直销业务，2021 年实现营收 77.66 亿元，同比增长 55.3%，成长性显著。

杂货铺市场前景广阔，晨光零售大店业务持续发展。杂货铺日益兴起，2021 年，我国杂

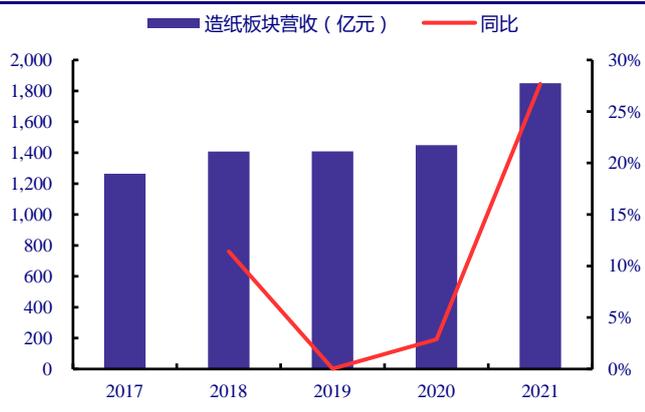
货铺行业市场规模达到 243.58 亿元，日本市场为 31,444 亿日元，为我国的 7.88 倍（293.32 亿美元/37.23 亿美元），而我国人口远高于日本（2021 年，中国 14.12 亿人，日本 1.25 亿人），未来杂货铺发展前景广阔。晨光股份持续进行高端产品开发，优化商品运营能力，加强门店质量建设，2021 年实现零售大店业务营收 10.54 亿元，同比增长 60.96%，净利润亏损 2,108.65 万元，亏损金额减少 58.02%。截至 2021 年末，公司在全国拥有 523 家零售大店，其中晨光生活馆 60 家，九木杂物社 463 家（直营 319 家，加盟 144 家）。

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、造纸：行业承压加速集中，龙头企业业绩弹性可期

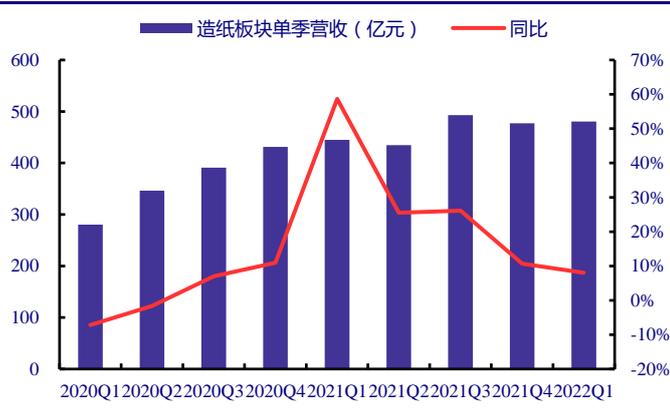
2021 年造纸行业营收实现亮眼增长，22Q1 营收环比正增长。2021 年，造纸行业实现营业收入 1,849.93 亿元，同比增长 27.68%，实现加速成长。单季度来看，2021 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营业收入 444.88/434.79/492.94/477.31 亿元，一季度和二季度受到能耗双控等政策影响，产能受限，营收增速趋缓，随着三季度龙头纸企提价，营收有所改善。22Q1 实现营业收入 480.51 亿元，同比增长 8.01%，环比增长 0.67%。

图 46. 造纸板块历年营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

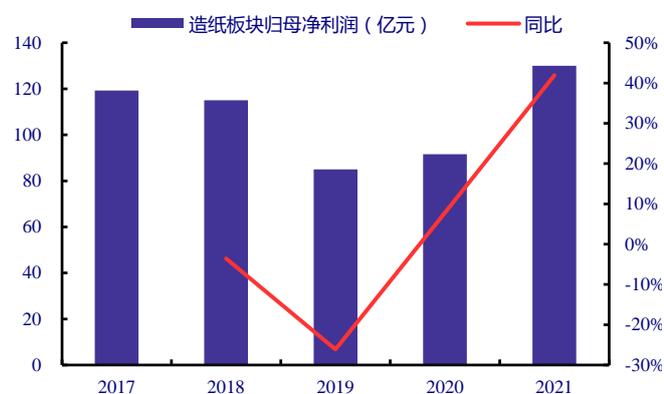
图 47. 造纸板块各季度营收（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

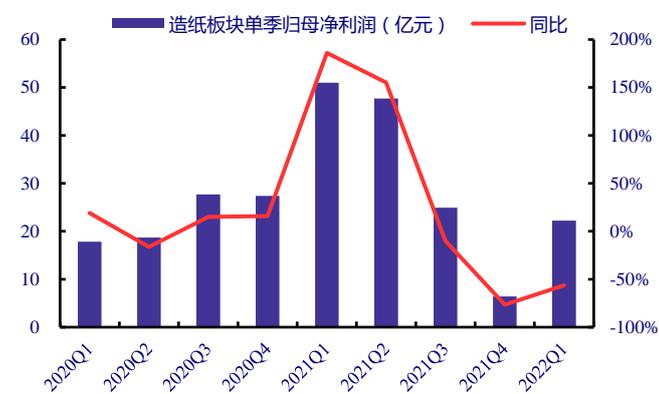
2021 年造纸行业归母净利润增长，22Q1 归母净利润环比修复。2021 年，造纸行业实现归母净利润 130.04 亿元，同比增长 41.93%。同比增幅扩大，主要受益于 2021 年营业收入扩大和盈利能力提升。疫情反复压制需求、原材料价格处于高位、21Q1 基数较高影响下，22Q1，实现归母净利润 22.24 亿元，同比下降 56.4%，环比增长 246.94%。

图 48. 造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

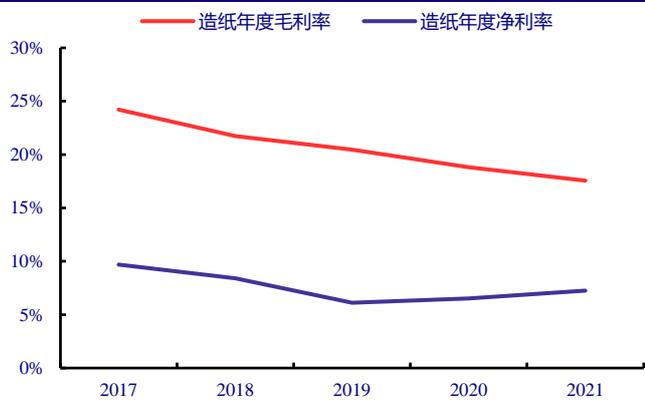
图 49. 造纸板块各季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

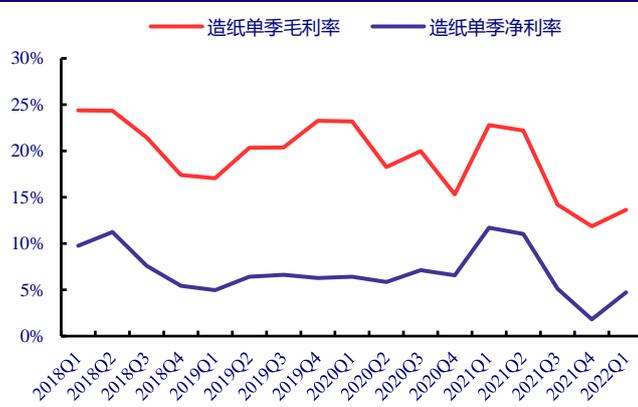
2021 年造纸行业盈利能力持续下滑，22Q1 盈利环比改善。2021 年，造纸行业毛利率为 17.56%，同比下降 1.25%，期间费用率为 10.16%，同比下降 1.78%，实现净利率 7.25%，同比增加 0.73%；分季度来看，2021 年单季毛利率呈现下滑趋势，21Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 22.8%/22.22%/14.22%/11.87%，主要是因为 2021 年下半年纸浆价格快速回升，叠加下游需求偏淡，提价效果不佳，盈利收窄。22Q1 盈利能力环比修复，22Q1 造纸板块毛利率为 13.65%，同比下降 9.15%，环比增长 1.78%；净利率为 4.73%，同比下降 6.99%，环比增长 2.91%。

图 50. 造纸板块年度毛利率及净利率



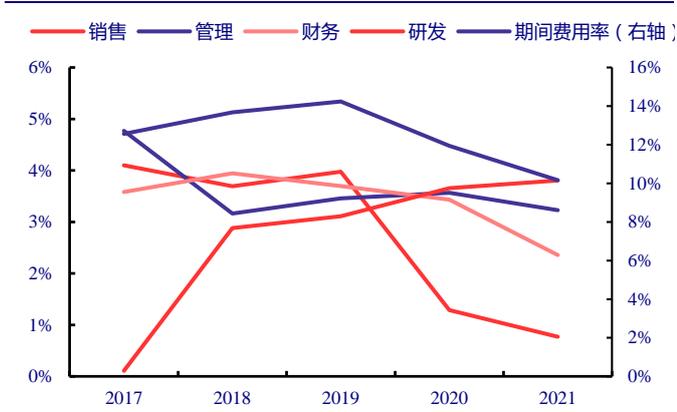
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 51. 造纸板块各季度毛利率及净利率



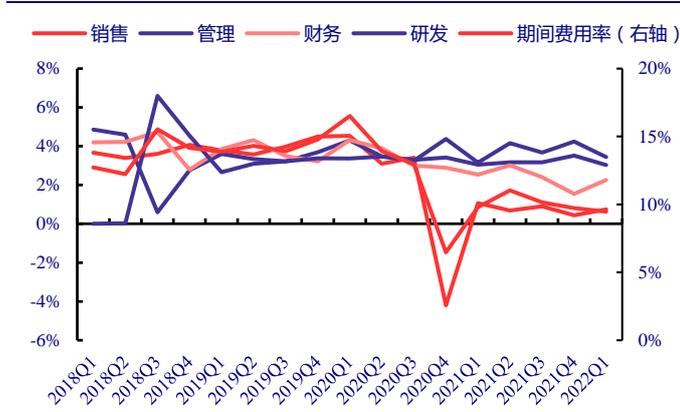
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 52. 造纸板块历年费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 53. 造纸板块各季度费用率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

废黄板纸价格企稳反弹，带动成品纸盈利能力持续下滑。2022 年 3 月以来，废黄板纸价格企稳反弹，持续向高位延伸，而瓦楞箱板纸受限于下游需求，价格表现较弱，盈利能力持续下滑。截至 2022 年 4 月 29 日，瓦楞箱板纸日度毛利率分别为 10.25%、17.76%，跌至 2019 年以来的区间低点。

图 54. 废纸系原材料及成品纸价格（元/吨）



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

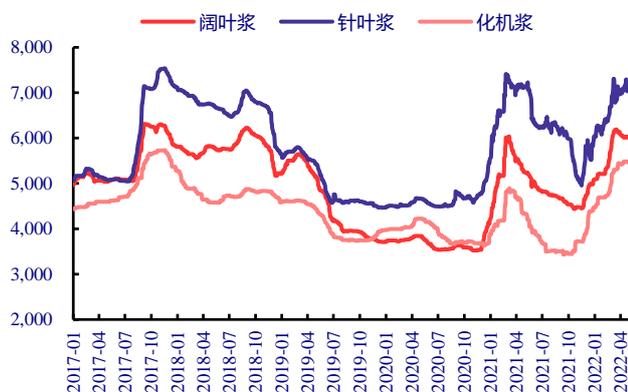
图 55. 废纸系成品纸日度毛利率



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

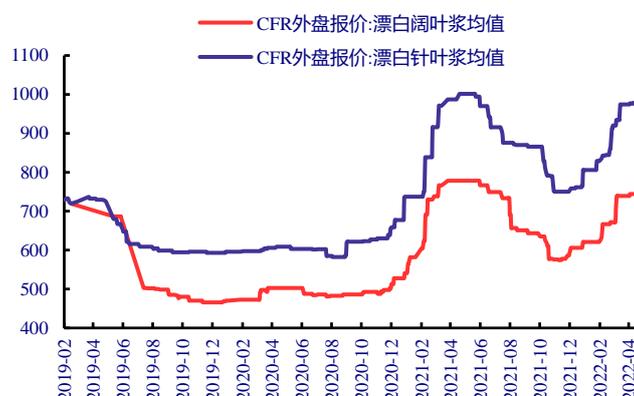
纸浆价格高位运行，成本压力依旧存在。2022 年纸浆供应面事件持续发酵：芬兰造纸工人罢工、疫情导致海运紧张及发货延迟、原油价格暴涨后高位波动。同时，国内造纸行业纸浆原料进口依存度高，美国绒毛浆、加拿大漂白针叶浆、巴西桉木阔叶浆相继提价，截至 2022 年 4 月 29 日，阔叶浆、针叶浆、化机浆价格分别为 6,019、7,254、5,467 元/吨，较年初分别增长 932、1,214、1,000 元/吨，漂白阔叶浆、漂白针叶浆外盘价格分别为 744.17、977.14 美元/吨，相比年初分别上涨 138.33、215.71 美元/吨，预计短期纸浆原材料仍将维持高位运行。

图 56. 纸浆价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

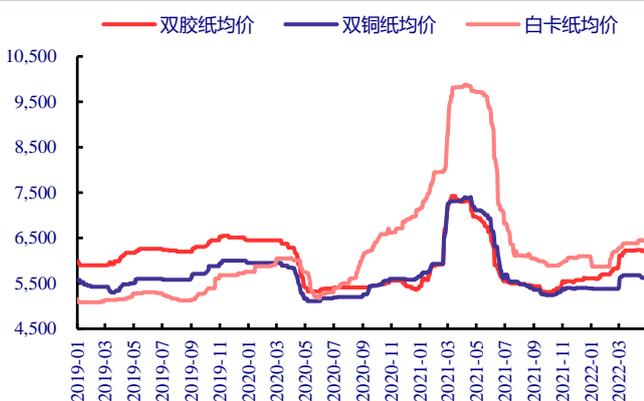
图 57. 纸浆外盘价格（美元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

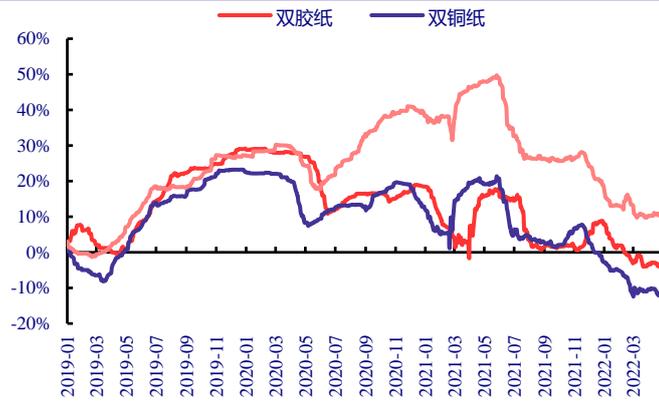
浆纸系成品纸价格向上延伸，盈利能力有望改善。在原料价格震荡上行，毛利恶化情况下，价格向下传导，纸企相继调价，密集发布涨价函。截至 2022 年 4 月 29 日，双胶纸、双铜纸、白卡纸均价分别为 6,250、5,620、6,450 元/吨，较年初分别增长 11.36%、4.27%、5.75%，毛利率分别为 -3.15%、-11.92%、10.73%，较年初低谷时期明显恢复。

图 58. 浆纸系成品纸价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 59. 浆纸系成品纸日度毛利率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

造纸供需结构边际向好，看好龙头企业业绩弹性。疫情和双减政策催化供给侧低端产能的加速出清，产能集中度不断上升，龙头纸企定价权增强。随着国内外疫情逐步企稳，国内消费逐渐恢复，海外产品订单需求将迅速回弹，国内纸企出口的替代性需求或将得以提振，生产端与需求端处于持续改善状态。同时，纸企不断加快布局林浆纸一体化，构建完整产业链，降低原材料价格波动对盈利带来的影响，行业盈利和稳定性将逐步改善。

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)**；卡位食品包装优质赛道，产能扩张业绩有望持续成长的**五洲特纸 (605007.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)**；装饰原纸龙头企业，持续受益于下游需求扩张的**华旺科技 (605377.SH)**。

六、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. 轻工制造板块及沪深 300 走势图	2
图 2. 轻工二级子板块走势图	2
图 3. 轻工制造市值及占比	2
图 4. 沪深 300 和轻工制造板块 PE	3
图 5. 家居用品板块 PE 及分位点	3
图 6. 造纸板块 PE 及分位点	3
图 7. 包装印刷板块 PE 及分位点	3
图 8. 文娱用品板块 PE 及分位点	3
图 9. 轻工制造板块机构重仓股市值及持股机构数	4
图 10. 轻工制造板块北向资金前五大重仓股	4
图 11. 轻工制造板块北向资金持股比例前五股票	4
图 12. 家居用品板块历年营收（亿元）	5
图 13. 家居用品板块各季度营收（亿元）	5
图 14. 定制家居及成品家居历年营收（亿元）	5
图 15. 定制家居及成品家居各季度营收（亿元）	5
图 16. 家居用品板块历年归母净利润（亿元）	6
图 17. 家居用品板块各季度归母净利润（亿元）	6
图 18. 定制家居及成品家居历年归母净利润（亿元）	6
图 19. 定制家居及成品家居各季度归母净利润（亿元）	6
图 20. 家居用品板块历年毛利率	7
图 21. 家居用品板块各季度毛利率	7
图 22. 定制家居及成品家居历年毛利率	7
图 23. 定制家居及成品家居各季度毛利率	7
图 24. 定制家居及成品家居历年期间费用率	8
图 25. 定制家居及成品家居各季度期间费用率	8
图 26. 定制家居及成品家居历年净利率	8
图 27. 定制家居及成品家居各季度净利率	8
图 28. 包装印刷板块历年营收（亿元）	9
图 29. 包装印刷板块各季度营收（亿元）	9
图 30. 包装印刷板块历年归母净利润（亿元）	10
图 31. 包装印刷板块各季度归母净利润（亿元）	10
图 32. 包装印刷板块历年毛利率	10
图 33. 包装印刷板块各季度毛利率	10
图 34. 包装印刷板块历年费用率	11
图 35. 包装印刷板块各季度费用率	11
图 36. 包装印刷板块历年净利率	11
图 37. 包装印刷板块各季度净利率	11
图 38. 文娱用品板块历年营收（亿元）	12
图 39. 文娱用品板块各季度营收（亿元）	12
图 40. 文娱用品板块历年归母净利润（亿元）	12

图 41. 文娱用品板块各季度归母净利润（亿元）	12
图 42. 文娱用品板块历年毛利率和净利率	13
图 43. 文娱用品板块各季度毛利率和净利率	13
图 44. 文娱用品板块历年费用率	13
图 45. 文娱用品板块各季度费用率	13
图 46. 造纸板块历年营收（亿元）	14
图 47. 造纸板块各季度营收（亿元）	14
图 48. 造纸板块历年归母净利润（亿元）	15
图 49. 造纸板块各季度归母净利润（亿元）	15
图 50. 造纸板块年度毛利率及净利率	15
图 51. 造纸板块各季度毛利率及净利率	15
图 52. 造纸板块历年费用率	16
图 53. 造纸板块各季度费用率	16
图 54. 废纸系原材料及成品纸价格（元/吨）	16
图 55. 废纸系成品纸日度毛利率	16
图 56. 纸浆价格（元/吨）	17
图 57. 纸浆外盘价格（美元/吨）	17
图 58. 浆纸系成品纸价格（元/吨）	17
图 59. 浆纸系成品纸日度毛利率	17

表格目录

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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@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