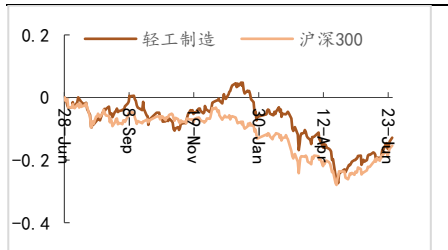


评级：看好

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-81152649

褚远熙
研究助理
chuyuanxi@sczq.com.cn
电话：010-81152648

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 轻工制造及纺织服装行业周报：解码韩国 Hanssem 成功之路，灵活应变为核心

核心观点

- 我们关于轻工制造板块 2022 年中期投资策略为：云开月明，优选龙头。聚焦后疫情时代积极变革寻求高质量发展企业价值。
- 家具：重点关注内销市场疫后复苏，龙头市占率提升。我们认为当前时点地产政策持续放松，地产链后周期板块估值筑底，2022 年潜在地产引致需求不弱，后续家具板块有望实现估值与业绩双修复。其中，（1）定制家具 2022H2 需求回补预期强劲，渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的龙头企业有望强势穿越周期，实现集中度快速提升，重点推荐欧派家居，积极关注索菲亚、志邦家居、金牌厨柜等。（2）成品家具 2022H2 内销需求预计好于外销，原材料&汇兑&海运多重因素缓解，业绩弹性有望释放，重点推荐顾家家居，积极关注喜临门、曲美家居等。
- 造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强。（1）木浆系：当前木浆系纸企成本端短期承压，下游需求疲弱，木浆系成品纸纸价上涨动力有限。随着下半年行业进入需求旺季，叠加能源和海运成本逐步回落，纸企盈利有望反转。建议关注原料木浆自给率高，规模优势深厚的浆纸龙头太阳纸业，以及竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸。（2）废纸系：预计下半年随行业进入旺季需求回暖，箱板瓦楞纸价格有望温和上涨，推动行业吨毛利回升。建议关注规模及成本优势领先，盈利弹性有望随纸价复苏释放的包装纸龙头山鹰国际。（3）生活用纸：消费升级背景下生活用纸行业市场规模不断扩大且品质升级趋势明显，市场集中度相对分散，环保政策持续加码推动行业加速洗牌。
- 文娱珠宝：消费升级持续，韧性犹在。（1）文具：未来我国文具行业扩容的主要驱动力将切换为价格的增长，龙头文具企业凭借突出的品牌力和产品力有望持续受益。建议关注传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的晨光股份。（2）珠宝：疫情反复影响终端珠宝销售，中小珠宝商被迫关店出清，龙头企业凭借资金端优势仍能逆势开店，预计市场集中度有望受疫情等因素催化下加速提升，竞争格局或有效优化。
- 照明电工：地产边际向好利好估值抬升，行业竞争渠道为王。短期地产销售数据边际向好利好板块估值抬升，细分龙头有望凭借原有强渠道力及 TO B 业务等拓展集中度持续提升。重点推荐渠道与产品精耕细作的公牛集团与商照业务快速发展的欧普照明。
- 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流。据 Euromonitor 统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近 70%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。建议关注数字化转型领先的居然之家、美凯龙。
- 风险提示：原料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率波动风险。

目录

1 轻工制造板块回顾	1
1.1 行情回顾：年初以来跌幅明显，近期估值修复	1
1.2 机构持仓：家具板块受机构投资者关注度较高，北向资金青睐龙头	2
2 轻工制造 2022 年中期投资策略：云开月明，优选龙头	4
2.1 家具：重点关注内销市场疫后复苏，龙头市占率提升	5
2.1.1 定制家具：2022 年下半年需求回补预期强劲，集中度提升明确	5
2.1.2 成品家具：内销需求预期好于外销，关注利润弹性释放	11
2.2 造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强	17
2.2.1 木浆系：全球纸浆供应缺口持续扩大，静待需求复苏盈利回暖	17
2.2.2 废纸系：下游库存高企需求偏弱抑制纸价上涨，旺季将至看好纸企盈利提升	22
2.2.3 生活用纸：行业持续扩容，品质升级与行业洗牌加速	24
2.3 文娱珠宝：消费升级持续，韧性犹在	26
2.3.1 文具：“双减”政策影响相对有限，“以价补量”或推动集中度快速提升	26
2.3.2 珠宝：短期承压，假期催化需求复苏景气度回暖	28
2.4 其他轻工：渠道为王，数字化添翼	29
2.4.1 电工照明：地产边际向好行业估值有望回暖	29
2.4.2 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流	30
3 轻工制造重要个股：加速分化，细分龙头实力凸显	33
3.1 家具：渠道力与自有品牌优势强化	33
3.2 造纸与包装印刷：成本管控能力与产能扩张为竞争核心关键	34
3.3 文娱：龙头企业借景气复苏有望持续受益	35
3.4 其他轻工：把握流量入口，关注数字化转型效率提升	35
4 风险提示	36

插图目录

图 1 年初以来轻工制造板块下跌 18.66%	1
图 2 年初以来造纸及家居板块表现较好	1
图 3 年初以来轻工制造板块在 31 个申万行业中排名第 27	1
图 4 年初以来萃华珠宝在轻工制造板块内涨幅领先	1
图 5 家居板块 PE 估值走势及其均值情况	2
图 6 造纸板块 PE 估值走势及其均值情况	2
图 7 包装印刷板块 PE 估值走势及其均值情况	2
图 8 文娱轻工板块 PE 估值走势及其均值情况	2
图 9 截止 2022 年 Q1 轻工板块机构持仓前 20 名	3
图 10 截止 2022 年 Q1 轻工板块基金持仓前 20 名	3
图 11 轻工制造板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况	3
图 12 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年	5
图 13 商品房销售面积同比增速转正时，家具与厨电公司估值中枢上移	6
图 14 地产销售受政策影响明显，政策放松后 6 个月左右销售面积转正	7
图 15 我国商品房销售面积结构（按用途）	8

图 16 我国商品房销售结构中以期房为主	8
图 17 预计 2022 年全年交房面积维持快增长	9
图 18 中国商品住宅精装房开盘套数	9
图 19 家具类零售额当月值及当月同比增速（亿元）	9
图 20 建材家居卖场销售额当月值及当月同比增速（亿元）	9
图 21 主要定制家具公司经销渠道收入占比	10
图 22 主要定制家具公司大宗业务收入占比	10
图 23 2000-2021 年我国城镇存量住宅数量（万套）	12
图 24 2020-2040 年我国存量房翻新需求占比测算	12
图 25 我国城市二手房出租挂牌量指数趋势情况	12
图 26 家居资讯和家具购买兴趣用户中 26%为租房状态	12
图 27 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等出口金额（万元）	13
图 28 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等进口金额（万元）	13
图 29 2021 年中国内地坐具（商品编码 9401）出口结构	13
图 30 2021 年中国内地寝具（商品编码 9404）出口结构	13
图 31 美国新建住房销售及其增速走势（千套）	13
图 32 美国新建住房销售与家具销售关联度较高	13
图 33 美国家具及家居摆设批发商库存	14
图 34 美国家具及家居摆设批发商库存销售比	14
图 35 A 股及 H 股家具企业出口业务收入（百万元）	14
图 36 A 股及 H 股家具企业出口业务占比（2021 年）	14
图 37 软体家具主要原料 MDI 及 TDI 价格变化（元/吨）	15
图 38 梦百合内销与外销业务毛利率变化	15
图 39 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）	15
图 40 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）	15
图 41 各公司汇兑损益占净利润之绝对值	17
图 42 平均汇率:美元兑人民币	17
图 43 中国出口集装箱运价综合指数（CCIF）情况	17
图 44 全国主要港口集装箱吞吐量及增速	17
图 45: 加拿大 Canfor Pulp 海运发运量情况（船）	19
图 46: UPM 海运发运量进入 2022 年后大幅下滑（船）	19
图 47: 我国纸浆进口量当月值及当月同比（万吨）	19
图 48: 欧洲本色浆及漂白针叶浆库存天数（天）	19
图 49: 我国港口纸浆库存情况（万吨）	19
图 50: 2022-2024 全球新增针叶浆及阔叶浆产能情况（万吨）	20
图 51: 商品浆外盘报价情况（元/吨）	20
图 52: 我国纸浆市场均价情况（元/吨）	20
图 53: 我国白板纸及白卡纸市场均价走势（元/吨）	21
图 54: 我国双胶纸及铜版纸市场均价走势（元/吨）	21
图 55: 我国白板纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）	21
图 56: 我国白卡纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）	21
图 57: 我国双胶纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）	21
图 58: 我国铜版纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）	21
图 59 国内废黄板纸价格走势情况（元/吨）	22
图 60 瓦楞纸进口量月度变化情况（万吨）	22

图 61 箱板纸工厂库存情况 (万吨)	23
图 62 瓦楞纸工厂库存情况 (万吨)	23
图 63 箱板纸市场均价走势情况 (元/吨)	23
图 64 瓦楞纸市场均价走势情况 (元/吨)	23
图 65 我国箱板纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	23
图 66 我国瓦楞纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	23
图 67 2005-2021 年我国生活用纸生产量及增速 (万吨)	24
图 68 2005-2021 年我国生活用纸消费量及增速 (万吨)	24
图 69 我国生活用纸人均消费量稳定增长 (千克)	25
图 70 我国生活用纸市场规模持续扩大 (亿元)	25
图 71 我国生活用纸产品结构持续优化	25
图 72 木浆等优质纤维在生活用纸原料结构中占比提升	25
图 73 我国生活用纸行业竞争格局情况	26
图 74 我国生活用纸行业集中度趋势有望延续	26
图 75 我国文化办公用品零售额当月值及当月同比 (亿元)	26
图 76 2022 年 1-5 月各品类零售额累计同比增速对比	26
图 77 文具人均零售量同比增速 VS. 人均零售额同比增速	27
图 78 我国书写工具零售额增长情况预测 (亿元)	27
图 79 我国文具行业市场集中度持续上行	27
图 80 2020 年我国零售书写工具市场品牌占有率情况	27
图 81 我国金银珠宝类零售额当月值及同比增速 (亿元)	28
图 82 上海黄金交易所黄金 AU9995 收盘价走势 (元/克)	28
图 83 绝大多数消费者仍倾向于在线下实体店购买珠宝	28
图 84 2020 年我国珠宝首饰消费渠道结构情况	28
图 85 亿元以上商品交易市场金银珠宝类摊位数 (个)	29
图 86 周大生终端门店数量增长情况 (个)	29
图 87 我国住宅竣工面积累计值及累计同比 (万平方米)	29
图 88 我国住宅销售面积当月值及当月同比 (万平方米)	29
图 89 铜、铝等原材料均价同比变动情况 (元/吨)	30
图 90 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况 (元/吨)	30
图 91 各国住宅装修装饰不同阶段参与主体比较	31
图 92 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场数量	31
图 93 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场摊位数	31
图 94 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场平均面积	32
图 95 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场成交额	32
图 96 中国亿元以上商品交易市场成交额结构 (2020 年)	32
图 97 中国室内家具零售渠道结构	33
图 98 中国家电产品零售渠道结构	33

表格目录

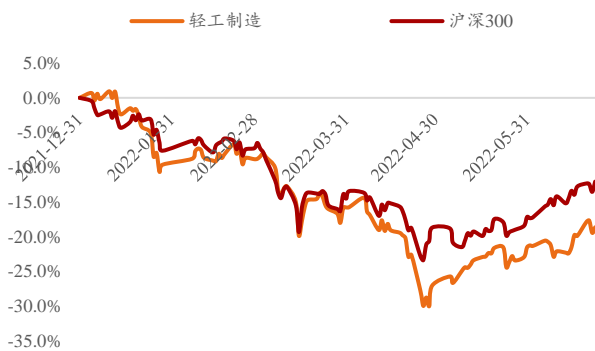
表 1	2006 年以来地产政策梳理	7
表 2	主要定制家具企业门店数量（家）	10
表 3	部分定制家具公司拓展整装业务情况	10
表 4	我国家具企业出口业务模式简介	15
表 5	近期全球部分区域纸浆供应扰动因素梳理	18
表 6	国内木浆系纸企自产浆布局情况	22
表 7	2022 年箱板瓦楞纸投产产能一览表	24
表 8	主要家具公司财务预测	33
表 9	主要造纸与包装印刷公司财务预测	34
表 10	主要文娱珠宝公司财务预测	35
表 11	其他轻工公司财务预测	35

1 轻工制造板块回顾

1.1 行情回顾：年初以来跌幅明显，近期估值修复

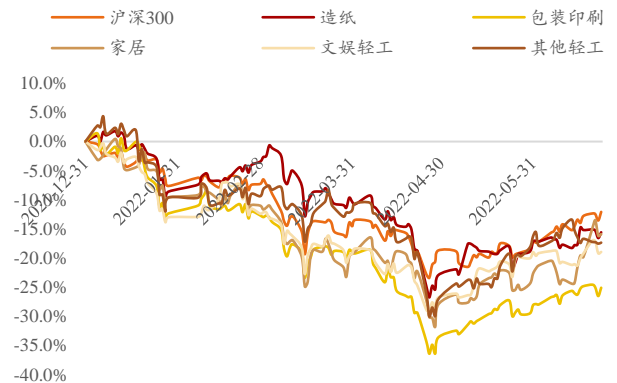
今年年初以来（截至6月23日收盘）沪深300指数下跌12.07%，轻工制造板块下跌18.66%，跑输大盘6.58pcts，在31个子行业中位列第27名。受行业需求偏弱，地产销售冷淡，全国疫情反复等多重因素影响，轻工各子板块表现承压。近期，随着纸企挺价意愿强烈盈利能力逐步改善，以及地产政策持续宽松促进地产销售边际回暖等因素影响，造纸及家居板块表现相对强势。截至2022年6月23日收盘，造纸及家居板块分别较年初下跌15.58%/15.89%，分别跑赢轻工制造板块指数3.08/2.77pcts。

图1 年初以来轻工制造板块下跌18.66%



资料来源：Wind，首创证券

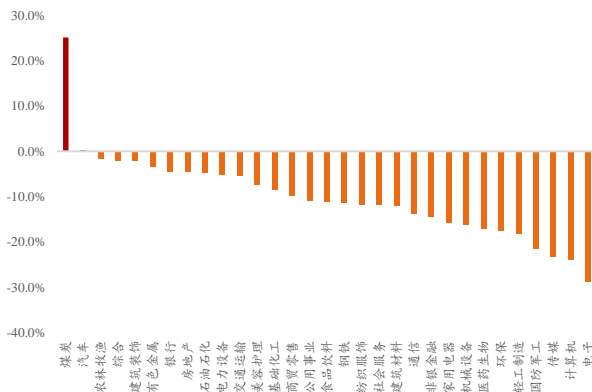
图2 年初以来造纸及家居板块表现较好



资料来源：Wind，首创证券

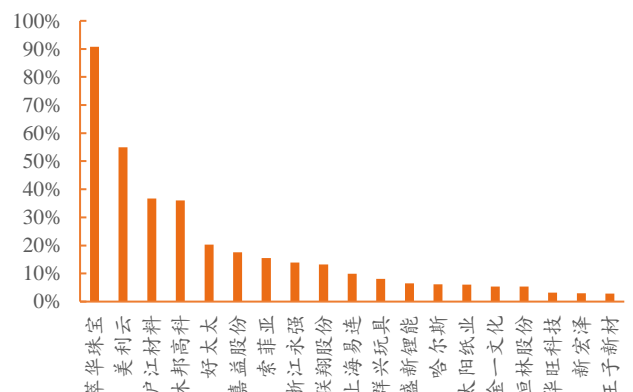
年初以来，萃华珠宝在轻工制造板块内涨幅领先。截至2022年6月23日收盘，萃华珠宝较年初上涨90.70%，在轻工制造板块内涨幅领先。板块内涨幅前5名分别为萃华珠宝(+90.70%)、美利云(+54.94%)、沪江材料(+36.70%)、沐邦高科(+36.07%)、好太太(+20.33%)。

图3 年初以来轻工制造板块在31个申万行业中排名第27



资料来源：Wind，首创证券

图4 年初以来萃华珠宝在轻工制造板块内涨幅领先



资料来源：Wind，首创证券

近期，轻工各子板块估值持续修复。截至2022年6月23日收盘，家居、造纸、包装印刷、文娱用品四个主要的轻工制造行业子板块的市盈率(TTM)水平分别为34/18/31/67X。受全国疫情缓和及地产边际回暖等因素影响，轻工子板块估值水平持续修复。

图 5 家居板块 PE 估值走势及其均值情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 6 造纸板块 PE 估值走势及其均值情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 7 包装印刷板块 PE 估值走势及其均值情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 8 文娱轻工板块 PE 估值走势及其均值情况



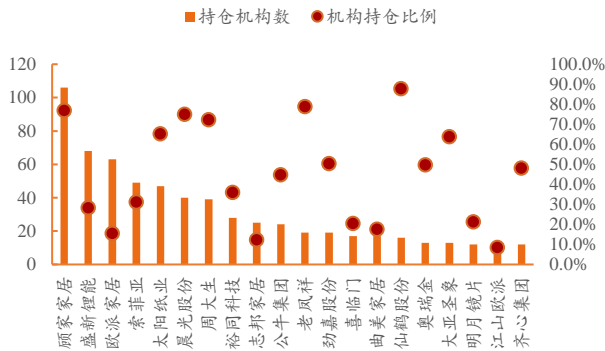
资料来源: Wind, 首创证券

1.2 机构持仓: 家具板块受机构投资者关注度较高, 北向资金青睐龙头

机构及北向资金更青睐细分板块龙头。机构持仓及基金持仓方面, 截至 2022 年 3 月 31 日, 顾家家居(持仓机构数 106; 持仓基金数 97)、盛新锂能(持仓机构数 68; 持仓基金数 63)、欧派家居(持仓机构数 63; 持仓基金数 57)、索菲亚(持仓机构数 49; 持仓基金数 42)、太阳纸业(持仓机构数 47; 持仓基金数 40)分列轻工制造板块机构及基金持仓前 5 名。家居、造纸板块龙头企业更受机构投资者偏爱。

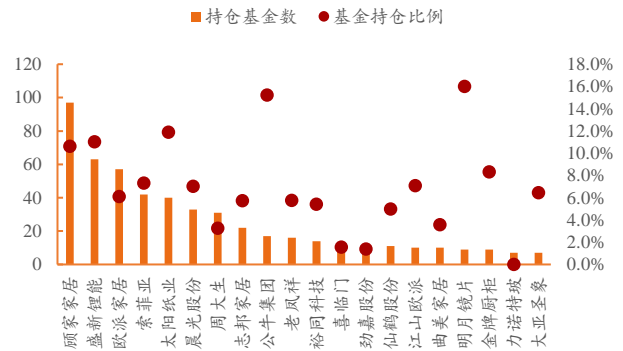
从北向资金持股比例变动情况来看, 截至 2022 年 6 月 23 日收盘, 轻工制造板块沪/深股通持股比例前 10 名分别为公牛集团(19.54%)、索菲亚(10.72%)、裕同科技(7.42%)、欧派家居(6.52%)、晨光股份(6.40%)、顾家家居(6.39%)、共创草坪(4.81%)、仙鹤股份(4.11%)、喜临门(4.09%)、威华股份(3.61%)。

图 9 截止 2022 年 Q1 轻工板块机构持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 10 截止 2022 年 Q1 轻工板块基金持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 11 轻工制造板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022/6/23	
定制家具											
002572.SZ 索菲亚	15.50%	21.26%	21.03%	17.85%	18.61%	21.12%	20.14%	14.37%	13.29%	10.72%	
300616.SZ 尚品宅配	2.82%	2.87%	1.09%	0.68%	0.69%	1.04%	0.89%	0.68%	0.58%	1.42%	
603833.SH 欧派家居	4.29%	6.37%	6.23%	7.17%	6.61%	6.38%	6.67%	7.23%	7.41%	6.52%	
603801.SH 志邦家居	7.88%	3.66%	3.06%	3.06%	3.60%	3.28%	3.53%	2.31%	2.40%	1.69%	
603898.SH 好莱客	1.76%	1.78%	0.55%	0.48%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	
603180.SH 金牌厨柜	1.47%	0.80%	1.56%	0.63%	1.08%	0.40%	0.65%	0.62%	1.13%	1.03%	
成品家具											
603816.SH 顾家家居	2.81%	4.19%	3.79%	4.57%	3.76%	4.30%	5.07%	4.69%	6.56%	6.39%	
603008.SH 喜临门	2.38%	1.64%	0.77%	1.08%	2.47%	2.76%	1.35%	5.03%	6.46%	4.09%	
603313.SH 梦百合	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.21%	0.48%	0.40%	2.00%	
603818.SH 曲美家居	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
603610.SH 麒盛科技	0.00%	1.57%	2.01%	0.38%	0.50%	0.64%	1.57%	7.52%	2.86%	2.19%	
000910.SZ 大亚圣象	3.11%	3.27%	3.69%	2.68%	1.93%	2.86%	4.32%	5.13%	3.56%	2.90%	
文具办公											
603899.SH 晨光文具	2.88%	2.87%	3.53%	3.58%	4.15%	5.65%	6.28%	5.16%	5.67%	6.40%	
002301.SZ 齐心集团	0.11%	0.75%	0.65%	0.32%	0.31%	0.26%	0.29%	0.53%	0.62%	0.27%	
造纸											
000488.SZ 晨鸣纸业	1.09%	1.40%	0.53%	1.95%	2.29%	1.61%	0.62%	0.80%	2.30%	0.99%	
002078.SZ 太阳纸业	1.55%	1.59%	1.47%	1.98%	1.62%	2.06%	1.50%	1.13%	0.95%	1.21%	
002511.SZ 中顺洁柔	7.82%	7.65%	4.72%	6.28%	6.72%	7.12%	4.48%	4.57%	4.87%	3.57%	
600567.SH 山鹰纸业	0.94%	0.68%	0.80%	1.46%	1.62%	1.95%	1.64%	1.41%	1.10%	1.15%	
600966.SH 博汇纸业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.35%	0.39%	0.26%	0.54%	
603733.SH 仙鹤股份	2.54%	2.29%	0.79%	8.41%	3.40%	2.80%	2.95%	3.34%	5.08%	4.11%	
003006.SZ 百亚股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	0.00%	0.05%	0.05%	
605009.SH 蒙悦护理	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.75%	0.00%	0.66%	1.35%	
600963.SH 岳阳林纸	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	
包装印刷											
002191.SZ 劲嘉股份	2.41%	2.43%	3.07%	1.76%	1.21%	2.96%	5.81%	4.09%	3.94%	2.26%	
002585.SZ 双星新材	0.07%	0.00%	0.00%	0.55%	0.94%	1.91%	2.21%	1.59%	4.12%	2.72%	
002701.SZ 奥瑞金	0.91%	1.34%	3.59%	3.41%	4.49%	3.50%	3.41%	3.08%	2.77%	2.62%	
002803.SZ 吉宏股份	0.00%	0.15%	0.96%	1.45%	1.77%	1.74%	0.77%	0.70%	0.62%	0.66%	
002831.SZ 裕同科技	1.15%	1.57%	3.69%	4.91%	7.70%	7.34%	6.85%	7.87%	7.69%	7.42%	
600210.SH 紫江企业	1.55%	2.37%	2.16%	2.56%	3.16%	2.75%	2.04%	1.27%	3.29%	1.28%	
601515.SH 东风股份	0.69%	0.67%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.57%	0.43%	
其他家用轻工											
603195.SH 公牛集团	0.00%	0.00%	0.00%	0.44%	8.71%	11.76%	18.30%	18.57%	17.90%	19.54%	
603515.SH 欧普照明	2.63%	2.98%	3.21%	4.62%	4.17%	3.23%	2.96%	2.78%	2.49%	2.84%	
603385.SH 惠达卫浴	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
002798.SZ 帝欧家居	1.82%	1.43%	0.71%	0.53%	4.85%	4.73%	2.39%	0.58%	0.22%	0.15%	
000785.SZ 居然之家	0.00%	0.00%	0.07%	0.02%	0.01%	0.02%	0.24%	0.42%	0.30%	0.33%	
601828.SH 美凯龙	2.05%	2.31%	2.12%	2.11%	0.37%	0.42%	0.43%	0.46%	0.50%	0.84%	
605099.SH 共创草坪	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.55%	1.00%	2.62%	2.45%	4.81%	

资料来源: Wind, 首创证券

2 轻工制造 2022 年中期投资策略：云开月明，优选龙头

2021 年 12 月 26 日我们发布《轻工纺服行业 2022 年度投资策略：“变”中求“进”，细分龙头握先机》，聚焦后疫情时代积极变革寻求高质量发展企业价值。行至年中，我们关于轻工制造板块 2022 年中期投资策略为：云开月明，优选龙头。自 2020 年初以来，全球范围内“新冠”疫情对轻工制造产业链产生一定冲击，在此过程中轻工纺服各细分板块均出现一定程度分化，龙头企业积极在生产运营、产能投建、渠道优化等方面进行变革创新，表现出较强的抗冲击能力，强者恒强态势持续，长期稳健发展可期。展望 2022 年下半年，我们仍坚持我们前期观点：认为我国内销市场机遇大于外销市场，各细分赛道中积极变革企业有望持续握得发展先机，实现卓越发展。

家具：重点关注内销市场疫后复苏，龙头市占率提升。(1) 估值筑底回升趋势明确：政策放松→地产销售增速转正→地产链后周期个股估值提升；(2) 下半年需求有望强势回补：新房销售以期房为主，期房销售后平均 18-24 个月交房→2022 年全年交房有望维持快速增长→疫情扰动之下，家装需求延后→疫情缓和之后，家具、厨电、照明电工等需求加速释放→龙头企业有望实现收入与市占率双提升。我们认为当前时点地产政策持续放松，地产链后周期板块估值筑底，2022 年潜在地产引致需求不弱，后续家具板块有望实现估值与业绩双修复。其中，定制家具 2022 年下半年需求回补预期强劲，渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的龙头企业有望强势穿越周期，实现集中度快速提升，重点推荐欧派家居，积极关注索菲亚、志邦家居、金牌厨柜等。成品家具 2022 年下半年内销需求预计好于外销，原材料&汇兑&海运多重因素缓解，业绩弹性有望释放，重点推荐顾家家居，积极关注喜临门、曲美家居等。

造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强。(1) 木浆系：受全球商品浆供给紧张、人民币汇率贬值、能源和海运成本上涨等因素，当前木浆系纸企成本端短期承压。而当前行业下游需求疲弱，木浆系成品纸纸价上涨动力有限。随着下半年行业进入需求旺季，叠加能源和海运成本逐步回落，纸企盈利有望反转。建议关注原料木浆自给率高，规模优势深厚的浆纸龙头太阳纸业，以及竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸。(2) 废纸系：原料废纸资源稀缺属性持续凸显，但下游库存水平较高且需求疲弱，致使箱板瓦楞纸价上行动力不足。预计下半年随行业进入旺季需求回暖，箱板瓦楞纸价格有望温和上涨，推动行业吨毛利回升。龙头纸企凭借海外及国内原料布局，在原料获取端更具成本优势。建议关注规模及成本优势领先，盈利弹性有望随纸价复苏释放的包装纸龙头山鹰国际。(3) 生活用纸：消费升级背景下生活用纸行业市场规模不断扩大且品质升级趋势明显，市场集中度相对分散，环保政策持续加码推动行业加速洗牌，建议关注多品牌多业务协同发展的恒安国际、中顺洁柔及个护领域自主品牌精耕细作&渠道升级的百亚股份。

文娱珠宝：消费升级持续，韧性犹在。(1) 文具：疫情扰动下，文具消费需求的刚性属性及韧性得到有效凸显，看好下半年随疫情边际好转前期滞后需求的快速释放。同时，我们预计“双减”政策对学生文具和书写工具的消费量影响或较为有限，未来我国文具行业扩容的主要驱动力将切换为价格的增长，龙头文具企业凭借突出的品牌力和产品力有望持续受益。建议关注传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的晨光股份。(2) 珠宝：疫情反复影响终端珠宝销售，中小珠宝商被迫关店出清，龙头企业则凭借资金端优势仍能逆势开店，我们预计市场集中度有望受疫情等因素催化下加速提升，竞争格局或得到有效优化。

照明电工：地产边际向好利好估值抬升，行业竞争渠道为王。短期地产销售数据边际向好利好板块估值抬升，细分龙头有望凭借原有强渠道力及 TO B 业务等拓展集中度持续提升。重点推荐渠道与产品精耕细作的公牛集团与商照业务快速发展的欧普照明。

家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流。据 Euromonitor 统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近 70%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居

家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。建议关注数字化转型领先的居然之家、美凯龙等。

2.1 家具：重点关注内销市场疫后复苏，龙头市占率提升

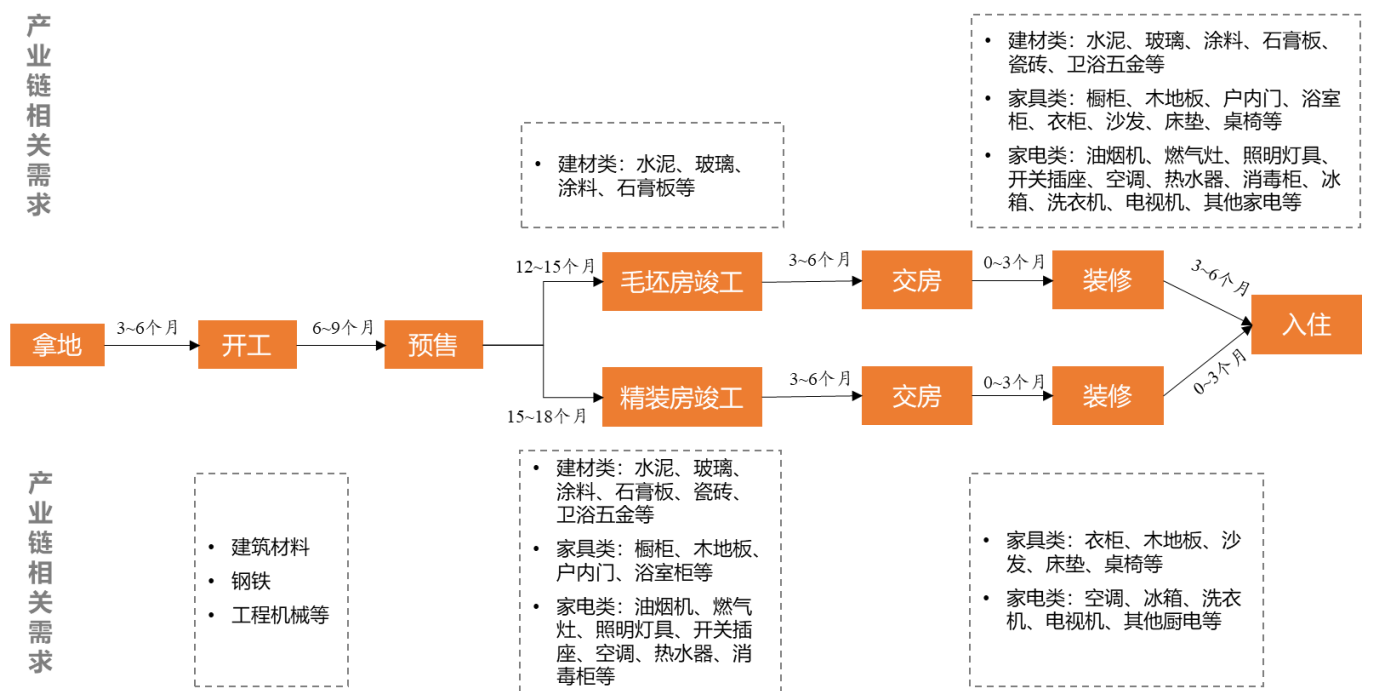
我们认为地产与家具行业关联度主要体现在两个层面：(1) 估值层面：政策放松→地产销售增速转正→地产链后周期个股估值提升；(2) 需求层面：新房销售以期房为主，期房销售后平均 18-24 个月交房→2022 年全年交房有望维持快速增长→疫情扰动之下，家装需求延后→疫情缓和之后，家具、厨电、照明电工等需求加速释放→龙头企业有望实现收入与市占率双提升。我们认为当前时点地产政策持续放松，地产链后周期板块估值筑底，2022 年潜在地产引致需求不弱，后续家具板块有望实现估值与业绩双修复。

2.1.1 定制家具：2022 年下半年需求回补预期强劲，集中度提升明确

(1) 估值层面：政策持续宽松，估值筑底

定制家具处于地产后周期链条，行业需求释放大约滞后商品房销售 1-2 年。目前我国定制家具需求主要来源于新房装修和存量房翻新，其中新房需求占据主导，存量房翻新需求占比呈提升趋势。

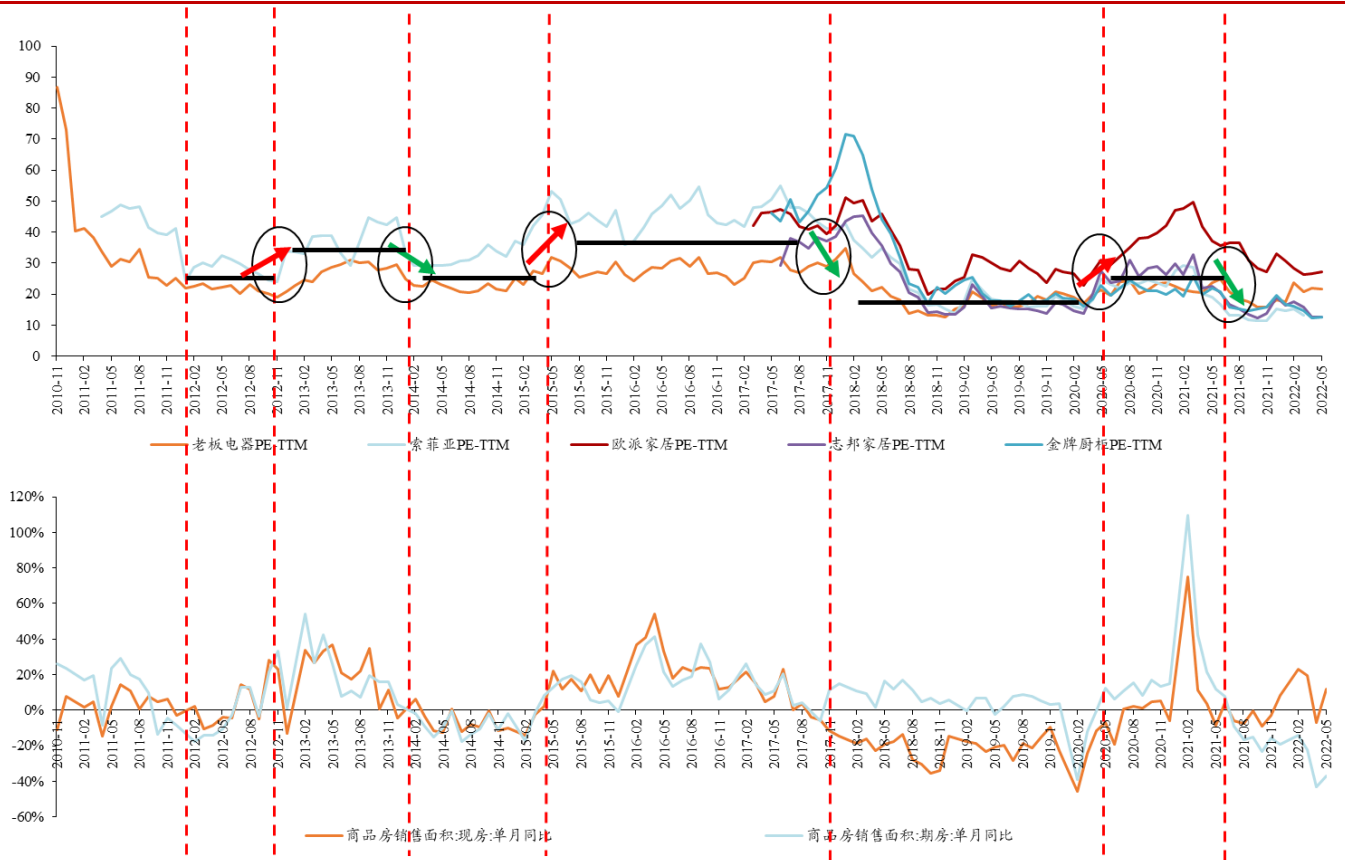
图 12 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年



资料来源：首创证券整理

地产销售数据直接影响定制家具与厨电板块估值。我们通过对比 2010 年底以来商品房销售月度累计增速与同时期有代表性定制家具及厨电企业估值走势得出：在我国地产销售面积同比增速为正时，定制家具及厨电公司估值中枢较地产销售面积同比下滑时期有明显提升，2012 年 11 月与 2015 年 6 月分别为两个估值中枢上移分界点，2014 年 2 月和 2017 年 12 月分别为估值中枢下移分界点。2020 年下半年随着“新冠”疫情缓和，地产销售增速好转，定制家具及厨电公司估值上行，一直持续到今年 5 月份，而进入下半年，随着地产销售增速下降以及 9 月份恒大出现债务危机，地产链相关标的估值受到明显压制。

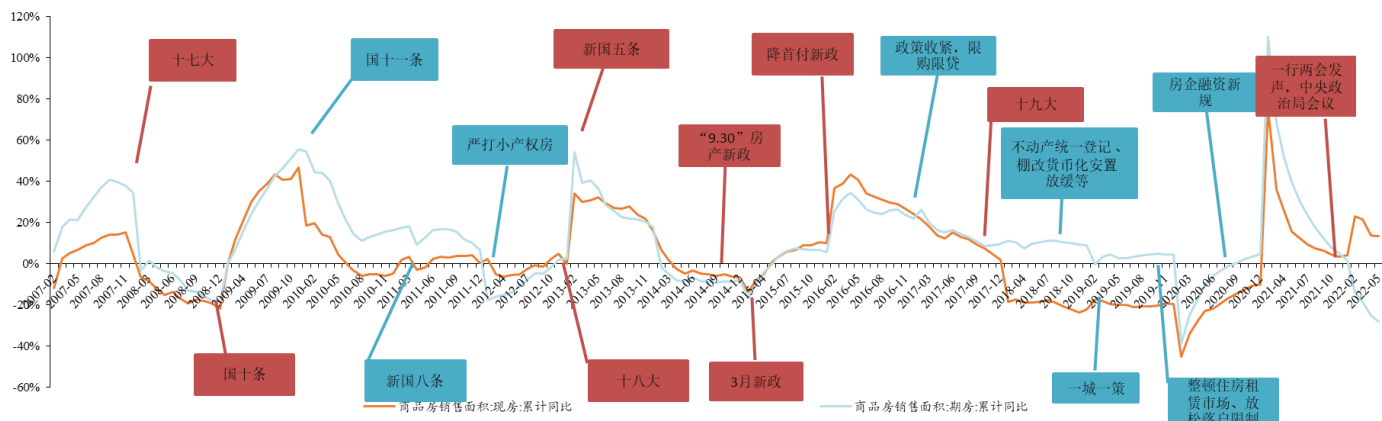
图 13 商品房销售面积同比增速转正时，家具与厨电公司估值中枢上移



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券整理

地产政策边际缓和，预期 2022 年下半年地产销售好转将带动板块估值抬升。从 2006 年以来的数据来看，我国地产销售受政策影响明显，一般在每年四季度至次年年初时会有较多的地产相关政策出台，影响次年地产销售走势；历史上地产调控放松政策往往发生于商品房销售面积同比增速转负之后，政策放松后 6 个月左右商品房销售面积同比增速转正。2016 年-2019 年，地产调控政策相对密集，商品房销售面积（期房）增速波动区间缩窄，2020 年，我国地产销售受“新冠”疫情冲击以及 8 月房企融资新规影响在增速方面有较大波动。2021 年 9 月“恒大暴雷”之后，人民银行、银保监会及证监会在 12 月份密集发声，12 月 6 日，政治局会议提出要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。同时，央行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，地产政策环境边际缓和，预期 2022 年地产销售好转将带动板块估值抬升。2022 年初以来，我国多地陆续推出放松限制性措施（如放松限价、放松限售、放松限贷、放松限购等）和放松商业贷款（如下调房贷利率、下调首付比例）等措施促进商品房销售恢复。

图 14 地产销售受政策影响明显，政策放松后 6 个月左右销售面积转正



资料来源：首创证券整理

表 1 2006 年以来地产政策梳理

时间	主题	主要内容
2006.05	国六条	调整住房结构，引导合理消费，控制房价过快上涨。
2007.10	十七大	健全廉租住房制度，加快解决城市低收入家庭住房困难。
2008.11	“国十条”	加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。
2010.01	国务院出台国十一条	明确要求二套房房贷首付不得低于 40%
2011.01	“新国八条”	对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍
2012.02	严打小产权房	住建部称加快推进房产证收税扩大试点范围，国土部出台土地监管新政策，严打小产权房
2012.11	十八大	建立市场配置和政府保障相结合的住房制度，加强保障性住房建设和管理，满足困难家庭基本需求。
2013.02	新国五条	再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策，再次提出要求各地公布年度房价控制目标
2014.10	“9.30”房产新政	对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，贷款购买第二套住房时，可按首套房贷政策执行等。
2015.03	3 月新政	将个人出售普通住宅营业税免征的购买年限由 5 年下调至 2 年。
2016.02	降首付新政	不实施“限购”措施的城市，首次住房贷款首付比例可在最低 25% 向下浮动 5 个百分点。
2016.10	政策收紧	21 个热点城市强调限购限贷政策的接连出台。
2017.04	住房及用地供应调控	库存周期 36 个月以上的要停止供地，6 个月以下的要显著增加供地、加快供地节奏。
2017.10	十九大	坚持房子是用来住的、不是用来炒的，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.07	棚改货币化安置放缓	房价上涨压力大的地方要调整棚改安置政策，采取新建棚改安置房的方式。
2018.08	不动产统一登记	19 年 6 月底所有城市全面实施“互联网+不动产登记”。
2018.08	“三稳”目标	以稳地价、稳房价、稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展
2018.12	中央经济工作会议	构建长效机制、坚持房住不炒、因城施策、分类指导
2019.03	一城一策	中央首次明确提出“一城一策”、“长效机制方案试点”
2019.03	新型城镇化建设	推动城市群和都市圈发展，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局
2019.04	老旧小区改造	将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程，给予中央补助资金支持

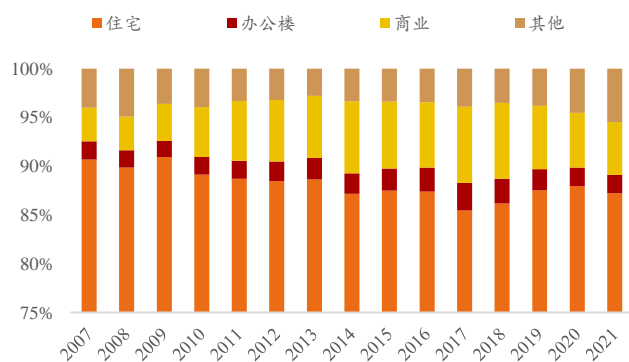
2019.07	730 政治局会议	首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019.12	整顿住房租赁市场	规范住房租赁合同、规范租赁服务收费、保障租赁住房安全、管控租赁金融业务、加强租赁企业监管
2019.12	放松落户限制	全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件，全面取消重点群体落户限制，完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策
2020.08	房企融资新规	形成了对重点房地产企业的资金监测和融资管理规则，监管部门将对房企按“红、橙、黄、绿”四档管理，房地产融资收紧
2020.11	十四五规划	坚持房住不炒、租购并举、因城施策，有效增加保障性住房供给，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给推动金融、房地产同实体经济均衡发展
2020.12	房贷新规	建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，银行贷款额度受限
2021.12	一行两会发声	12月3日，恒大发布公告称，无法履行2.6亿美元债务担保义务，发生实质性的美元债务违约；当晚一行两会就恒大问题密集发声：其中（1）央行：短期个别房企出现风险不会影响中长期市场的正常融资功能；（2）银保监会：要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，加大保障性租赁住房支持力度；（3）证监会：将继续保持市场融资功能的有效发挥，支持房地产企业合理正常融资。
2021.12	中央政治局会议	12月6日，政治局会议提出要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网、人民网、中国人大网等相关网站，首创证券整理

(2) 需求层面：2022 年潜在地产引致需求不弱，疫情缓和后有望充分释放

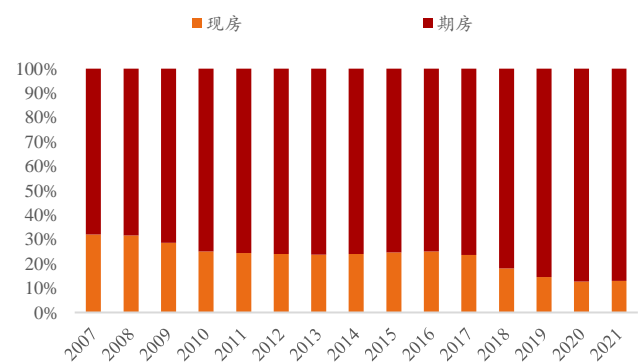
目前我国潜在家装需求仍较强，与家装关联度较紧密的定制家具有望在疫情缓和后优先受益。目前我国新房销售以期房为主，2021 年我国新房销售面积中期房占比 87%，而期房销售后平均 18-24 个月交房，根据 2020 年下半年我国商品房销售情况推算，预计 2022 年全年我国商品房交房有望维持快增长，部分地区或因“新冠”疫情反复交房时间有所推迟，但我们认为商品房交易后续家装需求更多的为刚性需求，只会延缓并不会因为疫情而消失，同时 2021 年部分省份因疫情因素延缓的家装需求也会在未来一段时间持续释放，预计疫情缓和之后，与家装关联度较紧密的定制家具、照明电工等有望优先受益。

图 15 我国商品房销售面积结构（按用途）



资料来源：国家统计局，首创证券

图 16 我国商品房销售结构中以期房为主



资料来源：国家统计局，首创证券

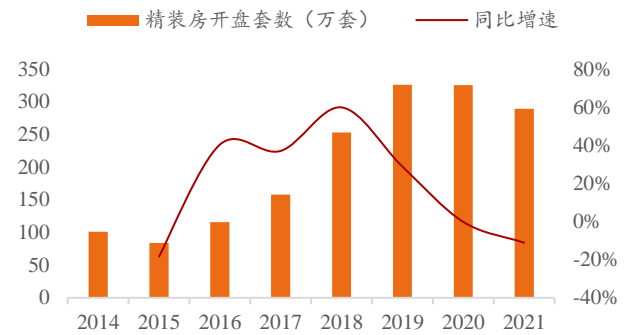
与此同时，2019 年-2020 年开盘的精装房大概率在 2022 年交付验收，也有望带来定制家具大宗渠道收入稳健增长。

图 17 预计 2022 年全年交房面积维持快速增长



资料来源：首创证券测算

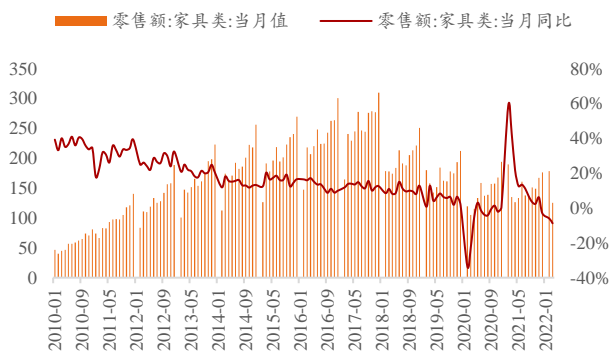
图 18 中国商品住宅精装房开盘套数



资料来源：国家统计局，首创证券

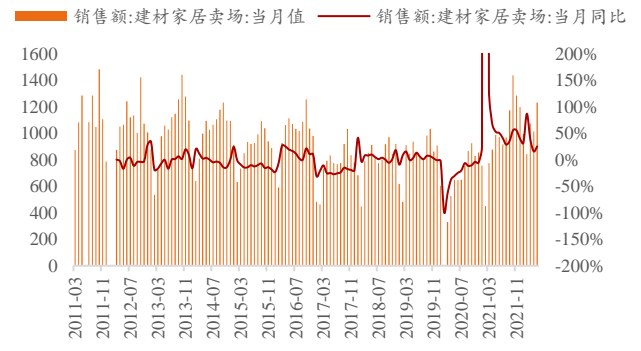
2022 年下半年家具需求回补预期强劲。2022 年上半年我国部分地区疫情出现反复，深圳、上海、北京等多个经济发达城市采取强管控政策，致使线下消费显著受阻，家具类零售额及建材家居卖场销售额均短期承压。然而，我们认为家装家居类消费需求一般不会延后而不会消失，近期全国疫情已边际好转，上海、北京等城市均陆续解封，我们认为前期被延迟后的家居消费需求有望在疫情缓和后加速回补，带动家具行业收入回暖。

图 19 家具类零售额当月值及当月同比增速（亿元）



资料来源：国家统计局，首创证券

图 20 建材家居卖场销售额当月值及当月同比增速（亿元）

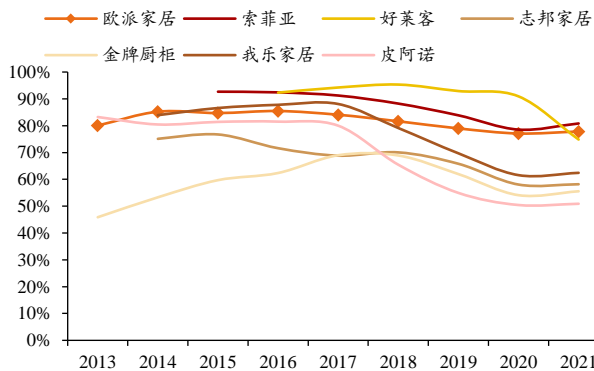


资料来源：商务部，首创证券

(3) 行业格局加速集中：渠道力为决胜关键，龙头有望强势穿越周期

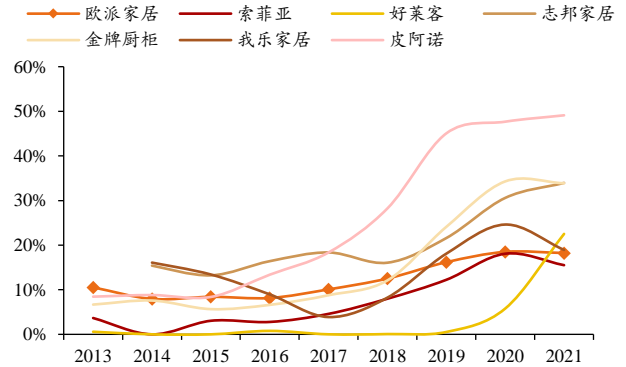
我国定制家具行业主要公司仍以经销模式为主，大宗业务占比趋于平稳。整体来看，我国主要定制家具上市公司以经销为主，欧派家居和索菲亚经销渠道收入占比均在 70% 以上，志邦家居和金牌厨柜在 60% 左右。2017 年至 2021 年，随着我国精装房开发快速推进，我国主要定制家具公司不断开拓大宗业务，大宗收入占比呈上升趋势，2021 年皮阿诺大宗业务占比最高，已经由 2017 年的 18.36% 提升至 49.10%，但随着恒大事件暴露出的大宗业务带来的应收账款危机凸显，定制家具公司通过调整大宗客户结构、付款结算方式等措施逐步控制大宗业务收入占比，至 2021 年末欧派家居与索菲亚大宗业务收入占比分别为 18.23% 和 15.51%；志邦家居与金牌厨柜大宗业务占比分别为 33.95% 和 33.86%。

图 21 主要定制家具公司经销渠道收入占比



资料来源：各公司招股说明书，年报，首创证券

图 22 主要定制家具公司大宗业务收入占比



资料来源：各公司招股说明书，年报，首创证券

渠道覆盖度方面，龙头企业门店数量行业领先。从近几年定制家具公司门店拓展情况来看，截至 2022 年一季度末，欧派家居门店数量 7398 家，索菲亚门店数量 4138 家，志邦家居门店 3928 家，金牌厨柜 3162 家。

表 2 主要定制家具企业门店数量（家）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
欧派家居	-	-	-	5060	5938	6708	7062	7112	7475	7398
索菲亚	1200	1520	1861	2500	3195	3712	3736	4409	4863	4138
尚品宅配	830	969	1073	1157	1642	2100	2421	2326	2326	-
好莱客	691	857	1174	1300	1511	1766	1795	2017	2033	-
志邦家居	-	981	1007	1265	1759	2363	2827	3145	3742	3928
金牌厨柜	453	628	741	806	1250	1759	2144	2493	3062	3162
我乐家居	-	760	787	731	1062	1283	1170	1248	1557	-
皮阿诺	737	802	864	870	1103	1256	965	940	992	-

资料来源：相关公司招股说明书，年报，首创证券

整装业务加速企业实力分化。随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。目前我国主要定制家具公司陆续开展整装业务，据各公司年报及半年报披露数据，各公司开展整装业务方式有所差异，其中欧派家居主要通过与家装公司合作进行整装业务开拓，索菲亚 2019 年开始探索整装业务，尚品宅配采用自营整装与 Homkoo 整装云相结合模式，志邦家居推出“超级邦”装企服务战略，打造赋能装企的新模式，金牌厨柜则通过投资设立整装子公司进行整装业务拓展。长期来看，我们认为定制家具赛道中，在渠道变革与渠道管理方面具有领先优势的企业有望强势穿越地产周期，实现营收及市占率同步提升。

表 3 部分定制家具公司拓展整装业务情况

公司名称	拓展整装时间	整装业务表现
欧派家居	2018 年	➢ 2018 年全年接单业绩突破 3.5 亿。
		➢ 2019 年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长达 106%，至 2019 年底，公司已有整装大家居经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。
		➢ 2020 年上半年，整装大家居接单增速超过 70%。
		➢ 截至 2021H1 末，共拥有整装大家居经销商 552 家，开设整装大家居门店 651 家。
		➢ 截至 2021 年末，公司整装大家居年度接单业绩同比增长逾 90%，并推出新品牌 StarHomes 星之家（现为铂尼思）实现双品牌切入一体化整家定制赛道。

索菲亚	2019 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 整装/家装渠道是公司 2019 年新开发渠道，年度内主要任务是打造专属产品，制度、流程和合作伙伴开发，还未形成规模销售。 ➢ 2020 年上半年末已完成 300 家整装公司签约，2020 全年完成 500 家整装企业签约（含直营直签和经销商直签），并实现销售额 7417.31 万元。 ➢ 2020 年 10 月 30 日，与圣都家居装饰有限公司签订合同，拟共同出资设立一家有限公司，注册资本 5000 万，主营其中索菲亚认缴出资比例 51%，圣都装饰认缴出资比例 49%。有助于加快开拓公司整装业务渠道。 ➢ 2021H1 公司经销商合作装企叠加供公司直签装企逾 1700 家，贡献收入 1.35 亿，收入同比翻倍增长。 ➢ 2021 年，经销商合作装企叠加公司直签装企营业收入 5.29 亿元，同比 2020 年实现 3 倍增长。
		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018 年公司整装收入 1.94 亿元，自营整装工地交付数 849 个，年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 1200 家； ➢ 2019 年公司圣诞鸟自营整装渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 2.75 亿元，同比增长 109%，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装交付数 1693 户，同比增长 99%；2019 年末公司 Homkoo 整装云会员数量 2497 家，同比增长 108%，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 3.46 亿元，同比增长 190%。 ➢ 2020 年 3 月，公司正式推出籽酷 MRKQO 定制品牌，专供 HOMKOO 整装云会员。
		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2020 上半年公司圣诞鸟自营整装收入（全口径，含家具配套）达成约 9400 万元，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装开工数 817 户，交付 476 户；2020 年上半年末公司 Homkoo 整装云会员数量共计 3000 家，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 1.56 亿元，同比增长 51%。 ➢ 2020 全年公司圣诞鸟自营整装收入（全口径，含家具配套）达成约 3.45 亿元，同比增长约 25%，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装交付 1968 户；2020 年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 3000 家，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 4.67 亿元，同比增长 35%。 ➢ 2021 年公司整装模式实现营业收入约 11.09 亿元，同比增长 53.69%。其中，整装业务（整装主辅材和装修服务所带来的销售收入）实现收入 7.89 亿元。广州、佛山、成都、南京、深圳五地圣诞鸟整装交付 2703 户，同比增长约 35%。
		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 公司与全国性大型整装公司合作，为其全国客户提供定制部品和服务。
		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2021 年公司将原 IK 子品牌的经验融入整装新品，实现快速重构整装产品体系，并针对性开发符合装企套系风格的套系化产品，建立标准化门店。 ➢ 公司于 2022 年 6 月 15 日推出“超级邦”装企服务战略，推出整装服务新模式。
		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018 年 12 月投资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，公司持股 80%，整合产业链资源逐步构建整装服务能力；
		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2019 年桔家云整装专卖店 2 家（全部为新增）。 ➢ 2020H1 整装专卖店 2 家，2020 年末桔家云整装店面 5 家。 ➢ 2021H1 金牌整装门店 28 家。 ➢ 截至 2021 年末，公司拥有金牌整装馆 35 家。
志邦家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2021 年公司将原 IK 子品牌的经验融入整装新品，实现快速重构整装产品体系，并针对性开发符合装企套系风格的套系化产品，建立标准化门店。 ➢ 公司于 2022 年 6 月 15 日推出“超级邦”装企服务战略，推出整装服务新模式。
金牌厨柜	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018 年 12 月投资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，公司持股 80%，整合产业链资源逐步构建整装服务能力； ➢ 2019 年桔家云整装专卖店 2 家（全部为新增）。 ➢ 2020H1 整装专卖店 2 家，2020 年末桔家云整装店面 5 家。 ➢ 2021H1 金牌整装门店 28 家。 ➢ 截至 2021 年末，公司拥有金牌整装馆 35 家。

资料来源：相关公司招股说明书，年报，首创证券

2.1.2 成品家具：内销需求预期好于外销，关注利润弹性释放

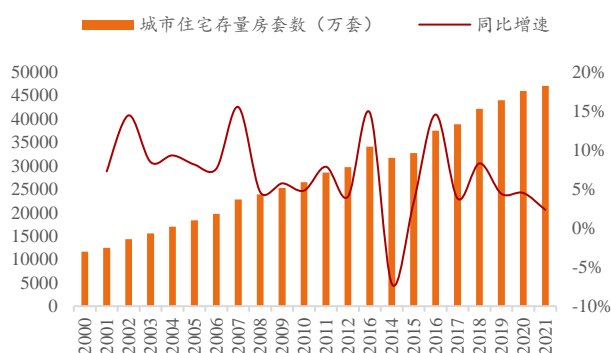
随着原材料&汇兑&海运多重因素缓解，成品家具企业利润弹性有望释放。受大宗商品价格上涨、海运成本大幅提升影响，2021 年我国家具出口链企业利润端承压明显，随着 2022 年以来原材料及海运成本逐步回落以及人民币贬值，家具出口企业有望释放利润弹性。当前美国经济下行造成需求疲弱，美国新建住房销售同比下滑，以及当前我国家具产品批发商库存处于历史高位，或导致我国家具出口链企业收入增长存有一定压力。内销方面则受益于年内交房面积增速仍位于相对高位叠加存量房翻新需求的逐步释放，对家具消费需求仍有坚实支撑，下半年随着疫情影响逐步消散收入端有望快速回补。

(1) 收入层面：内需端仍有坚实支撑，下半年收入端有望快速回补

内销：交房面积增速向好及存量房翻新需求释放为我国家具消费提供量的支撑。(1) 新房需求：通常我们认为消费者在新购房屋交房后才会进行装修及家具的购买，因此家

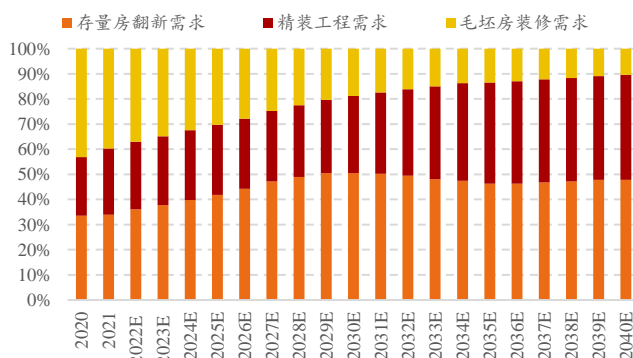
具消费需求与上游地产竣工及交房数据关联度较高。经过我们测算，未来 2022 年我国住宅交房面积累计同比增速仍将维持在较高位置。(2) 存量房需求：存量房翻新需求未来的持续释放也将进一步利好家具消费需求。我们根据城市人口数量及人均住宅建筑面积等指标进行测算，2019 年我国存量房数量约为 42209.39 万套，近 15 年的复合增长率约为 6.27%。假设存量房的翻新周期为 10-15 年，则近 15 年存量房数量的持续向好将支撑未来我国对于家具消费需求稳定增长。同时，我们预测至 2030 年我国存量房翻新需求有望达到 50.49%，随后由于 2015-2020 年住宅竣工面积有所下滑，造成对应的存量房翻新需求比例有所回落，但也仍将维持在 45%以上水平，至 2040 年，我们预测我国存量房翻新需求比例约为 47.80%。

图 23 2000-2021 年我国城镇存量住宅数量（万套）



资料来源：国家统计局，住建部，首创证券

图 24 2020-2040 年我国存量房翻新需求占比测算



资料来源：国家统计局，住建部，Wind，首创证券测算

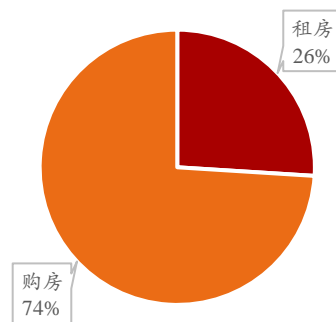
“租房也要装修”或为软体家具消费提供新需求增量。根据巨量引擎《2021 中国家居行业洞察白皮书》调查情况，对家居家装感兴趣及购买家居家装产品的受访对象中，均有 26% 左右为租房状态。随着城镇化率的进一步提升，进城务工人员多选择租房暂居，同时“房子是租来的，但生活不是”这一理念推动越来越多的租房者选择对租屋进行简单装修或置办家具以获得理想的居住环境。成品家具凭借免于安装且对原有装修影响较小的特点，是租房者选择改造租屋最为理想的置办家具之一，因此受益于“租房也要装修”趋势，成品家具需求量有望进一步提高。

图 25 我国城市二手房出租挂牌量指数趋势情况



资料来源：Wind，首创证券

图 26 家居资讯和家具购买兴趣用户中 26% 为租房状态

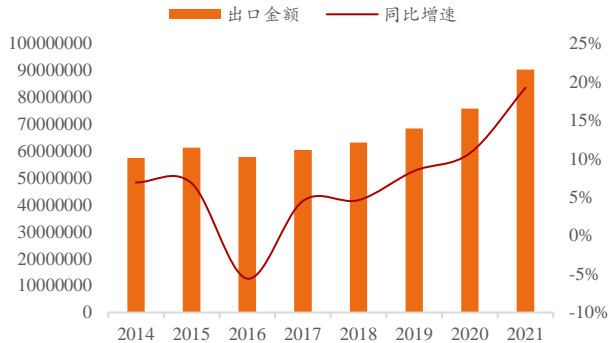


资料来源：巨量引擎《2021 中国家居行业洞察白皮书》，首创证券

外销：2022 年外销收入受国内疫情及海外需求转淡影响略有承压。据海关总署数据，由于 2021 年海外相关软体家具供应链受疫情影响叠加欧美需求旺盛，2021 年我国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似填充制品累计出口金额达 9016.65 亿元，同比增长 19.20%，2016 年至 2021 年 CAGR 为 9.33%。2022 年以来我国疫情反复使得国内工厂生产发货环节受阻，致使 2022 年前 5 月我国软体家具累计出口金额 3380.39 亿元，同比-0.5%，增速端出现微小下滑。我国软体家具进口规模相对较小，2021 年我国寝具、

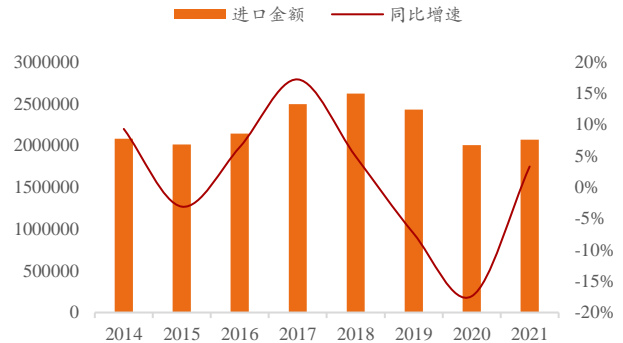
褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似填充制品累计进口金额206.87亿人民币,同比增长3.30%,2016年至2021年CAGR为-0.67%。

图 27 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等出口金额(万元)



资料来源:海关总署, Wind, 首创证券

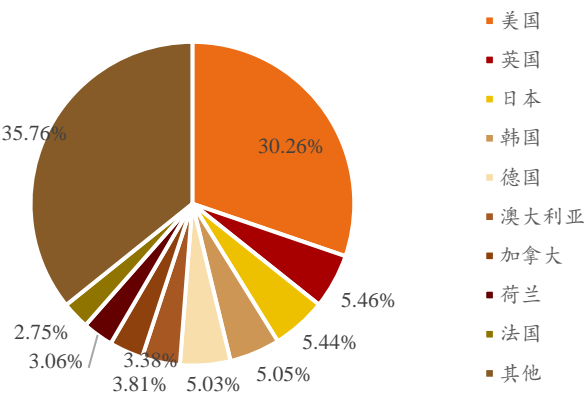
图 28 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等进口金额(万元)



资料来源:海关总署, Wind, 首创证券

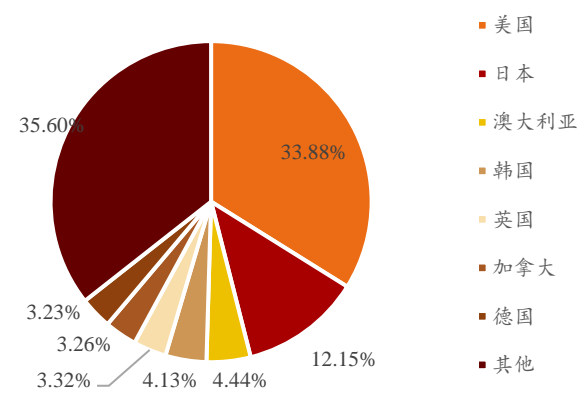
美国为我国软体家具主要出口国。根据海关总署数据,2021年我国坐具(商品编码9401)及其零件出口至美国占比30.26%;弹簧床垫、寝具等(商品编码9404)出口至美国占比33.88%。

图 29 2021 年中国内地坐具(商品编码 9401)出口结构



资料来源:海关总署, 首创证券

图 30 2021 年中国内地寝具(商品编码 9404)出口结构



资料来源:海关总署, 首创证券

美国新建住房销售同比下滑,家具需求逐渐转淡。据美国商务部数据,美国新建住房销售套数增速与家具及家居摆设销售增速具有较强相关性,2021年下半年以来受美国加息、经济下行等因素影响,美国新建住房销售同比增速快速下滑,截至2022年4月,美国新建住房销售同比增速为-28.38%,为具有装修属性的家具、家电等销售带来一定压力。

图 31 美国新建住房销售及其增速走势(千套)

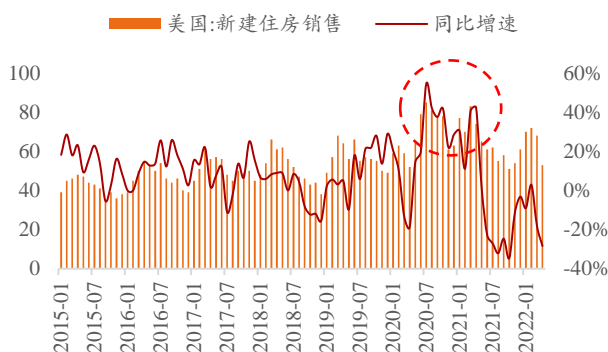
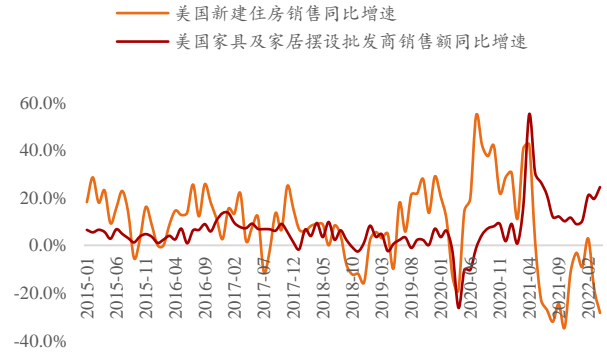


图 32 美国新建住房销售与家具销售关联度较高

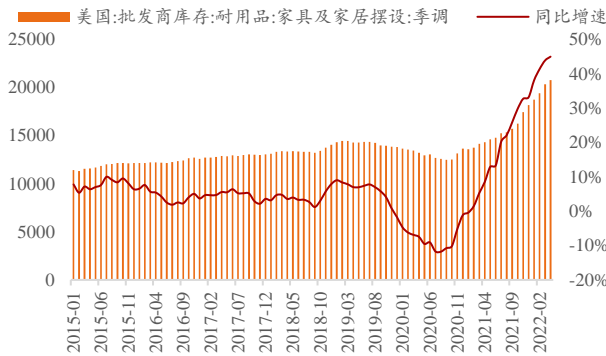


资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

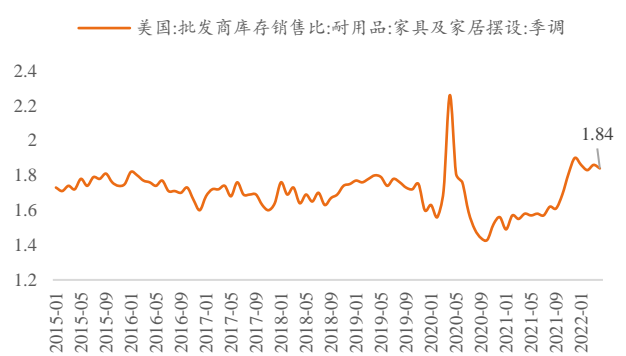
美国家具及家居摆设批发商库存已回升至历史高位。据美国商务部数据，目前美国家具及家居摆设批发商库存已逐步回升至近5年高位水平。2022年4月美国家具及家居摆设批发商库存销售比为1.84，高于历史平均水平。我们认为美国新建住房销售遇冷叠加批发商库存处于高位或导致家具消费需求疲弱，我国家具出口链企业收入增长或将面临压力。

图 33 美国家具及家居摆设批发商库存



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

图 34 美国家具及家居摆设批发商库存销售比

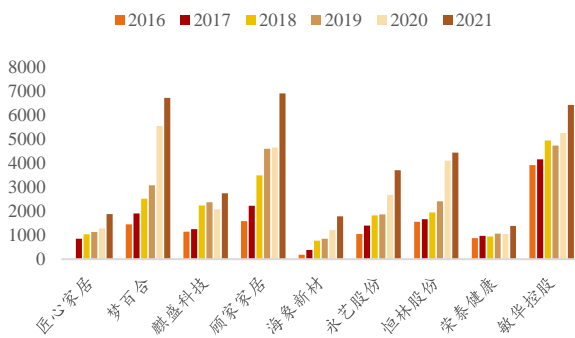


资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

(2) 利润层面：原材料&汇兑&海运多重因素缓解，业绩弹性有望释放

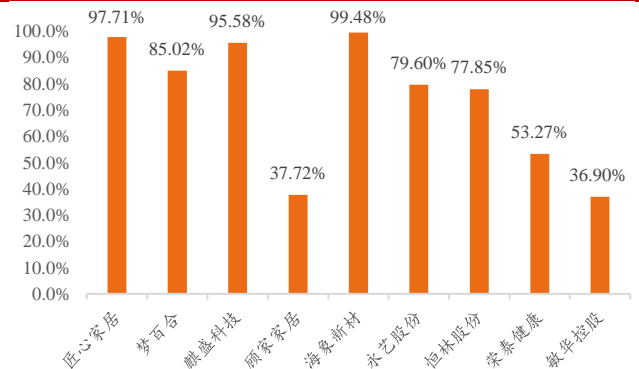
我国A股和H股上市的成品家具公司中出口占比均较高，其中梦百合、匠心家居、麒盛科技、海象新材、永艺股份、恒林股份等2016-2021年出口业务占整体营收比例均在约80%甚至以上水平。从增速端看，海象新材、梦百合、顾家家居出口业务增速领先，2016-2021年复合增长率分别为57.54%/35.94%/34.21%。

图 35 A 股及 H 股家具企业出口业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，首创证券

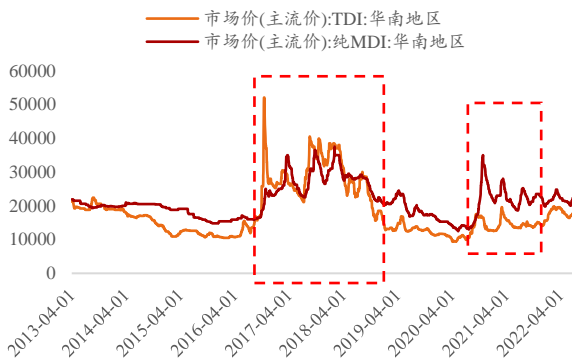
图 36 A 股及 H 股家具企业出口业务占比（2021 年）



资料来源：公司公告，首创证券

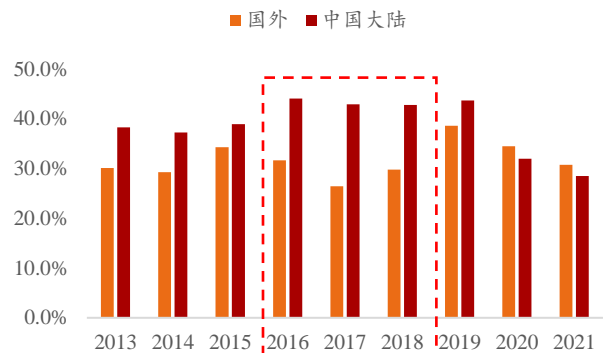
原材料：出口业务模式上仍然以 ODM 为主，原材料价格波动对出口业务盈利水平影响明显。目前，我国成品家具企业外销业务模式仍然以 ODM 模式为主，为全球知名的家具厂商及家居零售商提供代工服务，相较于自有品牌模式，ODM 模式下原材料价格波动对公司盈利水平影响明显，以梦百合为例，公司出口以 ODM 为主，内销以自主品牌和 ODM 相结合运营，在 2016-2017 年原材料价格大幅波动时期，公司外销业务毛利率受冲击明显大于内销业务。

图 37 软体家具主要原料 MDI 及 TDI 价格变化（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

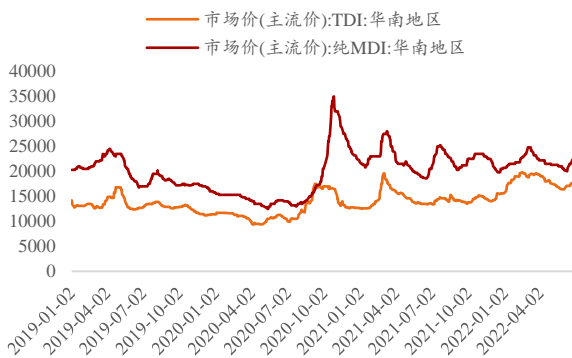
图 38 梦百合内销与外销业务毛利率变化



资料来源：Wind，首创证券

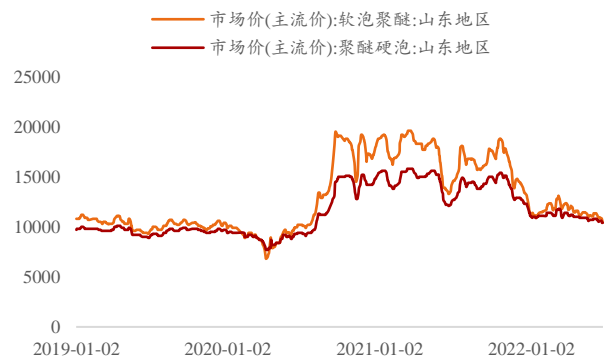
MDI、TDI、聚醚等价格均较前期高点有所回落，预计会为家具出口业务带来一定利润空间。截至 2022 年 6 月 23 日，TDI 市场主流价格较 2021 年同期增长 31.37%，较 2020 年同期增长 67.92%，较 2022 年 2 月高点回落 10.10%；纯 MDI 市场主流价格较 2021 年同期增长 14.36%，较 2020 年同期增长 59.29%，较 2022 年 3 月高点回落 10.08%；软泡聚醚价格同比下降 25.36%，硬泡聚醚价格同比下降 16.13%。

图 39 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 40 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

此外，头部企业出口订单去年以来已经进行过几轮提价，短期内也会有一定利润弹性空间释放。长期来看，OBM 转型领先的企业有望持续获得利润率提升，当前敏华控股向品牌商转型步伐较为领先，梦百合、海象新材、恒林股份、荣泰健康等均积极通过电商、跨境电商等方式扩大自有品牌影响力。与此同时，为提升全球供应链优势及有效应对贸易摩擦，我国家具出口企业纷纷布局全球化产能，为未来外销业务扩张奠定坚实基础。

表 4 我国家具企业出口业务模式简介

公司名称	出口业务模式	业务简介
匠心家居	以 ODM 模式及自主品牌模式为主，兼有少量 OEM 模式	公司主要客户集中在美国市场，在越南设有生产基地。渠道方面，公司在美国设有一家全资子公司，主要负责美国市场的开拓、美国客户的销售及售后服务，并在越南设立子公司匠心越南，已于 2019 年 Q3 投入运营，承接部分生产任务并作为对美销售渠道之一；业务模式方面，公司目前是全球智能电动沙发、智能电动床行业重要的 ODM 供应商；同时，公司拥有 MotiMotion/MotoSleep/HHC/Yourway 等具有一定国际知名度的自主品牌，大力开展自主品牌业务。
梦百合	自主品牌销售模式、ODM 模式与跨境电商销售模式	公司外销业务坚持高端化、产能全球化、品牌国际化战略，目前公司主要为 Walmart、JYSK 等知名企业提供 ODM 产品。产能布局方面，公司近年来通过自建和并购等方式，目前已拥有包括位于境内、塞尔维亚、美国、泰国及西班牙等多个生产基地，全球化产能布局已初步成型；自有品牌方面，以上海梦百合、上海恒旅、南通零压以及 Mlily USA 等子公司为主要

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

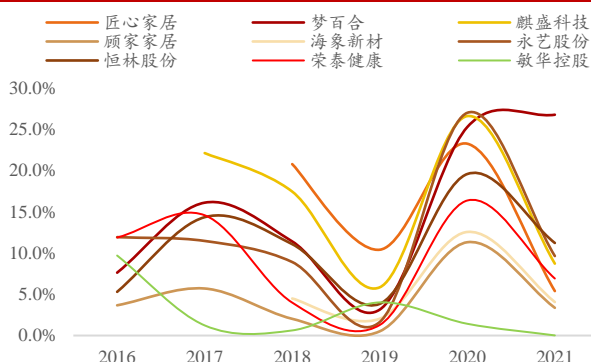
业务平台，不断加强“MLILY”等自主品牌的市场推广及销售渠道建设，产品畅销美、日、英等全球 73 个国家和地区；2020 年 2 月底，公司顺利完成美国知名家居连锁零售商 MOR 的股权交割工作，目前业务整合工作正在进行，协同效应初显。

麒盛科技	主要为 ODM 模式	公司以 ODM 模式与床垫厂商合作，根据合同约定，公司在销售给下游床垫厂商的产品上可以保留公司自主品牌商标及“Powered by Ergomotion”等标识；同时，公司已与 American Furniture Warehouse、Mancini's Sleepworld 等家具零售商建立了业务往来。网络销售端主要由公司的海外子公司南部湾国际负责实施，南部湾国际主要通过好市多（COSTCO）的网上商店直接向终端消费者销售智能电动床及床垫等记忆棉家居制品，并提供产品的售后服务。
顾家家居	主要以 ODM 模式为主	针对国际贸易摩擦风险，公司积极布局海外生产基地，持续推进大客户策略，优化出口产品结构，提升外贸供应链体系；自 2018 年开始，公司加大“出海”力度，先后完成了对意大利家居品牌 Natuzzi、德国品牌 Rolf Benz、澳大利亚家具品牌 Nick Scali 的收购；2019 年，公司自筹 4.49 亿元用于在越南同帅工业区投资建设年产 45 万标准套软体家具的越南基地。
海象新材	主要采用 ODM 模式	公司产品主要销往美国、欧盟、加拿大、澳洲等国家和地区，业务模式以 ODM 模式为主，自有品牌产品销售量较低；产能方面，公司积极布局全球，建设和扩大越南工厂，减少贸易摩擦带来的风险，公司越南投资分为三个工厂，第一工厂设计产能为年产 800 万平方米，目前已经达产；第二工厂为租赁厂房和仓库进行生产，设计产能为 700 万平方米；第三工厂目前正在土建中。
永艺股份	以 ODM 模式为主	公司外销业务以专业展会为主要营销平台，以大客户营销为主要手段。国际市场主要采取 ODM 模式向北美、欧洲、澳洲和亚洲等市场销售，并大力发展跨境电商，不断拓宽海外市场销售渠道。产能方面，公司于 2018 年投资建设越南生产基地，且在积极推进罗马尼亚生产基地建设。
恒林股份	以 ODM 为主，OBM 为辅	公司外销业务以 ODM 模式为主，OBM 模式为辅，并大力培育发展自有品牌 Nouhaus，自有品牌按摩椅和办公椅在韩国、美国市场销售额继续保持较高的增长，品牌影响力进一步提升和扩大；跨境电商业务方面，公司主要通过 amazon、wayfair、walmart 等海外第三方电商平台及自建独立站销售产品。产能方面，公司在越南设立了子公司及生产基地，并计划 2021 年在美国新增 2-3 个海外仓。
荣泰健康	ODM 为主，逐步通过电商渠道将自有品牌向国际市场推广	公司外销业务模式为公司直接为境外客户提供代工生产，境外客户购买产品后自行确定产品品牌、销售渠道和销售价格。近年来公司业绩增幅中来自韩国 BODYFRIEND 公司的贡献较大。公司将与 ODM 合作伙伴积极共同开发新品，并在多维度进行市场开发合作。另外公司会积极开拓除韩国外其他欧美市场的外贸合作伙伴。
敏华控股	由 ODM 转型为品牌型企业	2016 年，公司收购欧洲 HOME 集团。HOME 集团分别于波兰、波罗的海诸国及乌克兰拥有五间沙发制造工厂，主要从事设计并生产固定沙发及沙发床，产品销售到众多欧洲家具零售商，此外公司在越南也有工厂。公司零部件生产逐渐本地化（海绵发泡、电机生产、铁架组装）降低了运输成本，提升了效率。产能爬坡迅速，逐步达到规模化生产。公司现已在全球设立了 22 个地区分部，200 余家分支机构，横跨欧美、亚澳等核心经济区域，营销网络横跨亚、美、欧、澳等核心经济区域。

资料来源：相关公司公告，首创证券

汇兑：据相关公司年报数据，我国成品家具公司中汇兑损益绝对值占当期净利润比重波动比较大，2017 年和 2020 年尤为明显。**人民币汇率波动对出口型家居企业经营业绩影响主要体现在两方面：**一是人民币处于升值/贬值趋势时，产品在海外市场竞争力呈现下降/上升趋势，以外币标价的外销产品收入与毛利率下降/提升；二是外销收入以外币结算的情况下，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。2022 年 4 月以来人民币快速贬值，我们认为家具出口链企业有望受益，释放一定利润弹性。

图 41 各公司汇兑损益占净利润之绝对值



资料来源：各公司年报，首创证券

注：敏华控股数据分别为 2017、2018、2019、2020、2021 和 2022 财报数据

图 42 平均汇率:美元兑人民币



资料来源：Wind，首创证券

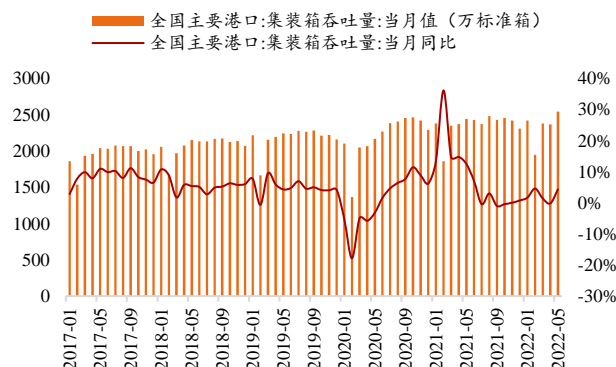
海运:海运成本已有所回落。在外销业务结算模式方面,我国家具出口企业多以 FOB 模式进行结算,对少量客户也采取 CIF 模式进行结算。在 FOB 模式下,商品前期的物流、报关、及装船等费用由出口企业承担,后续海运费用则由客户承担。CIF 模式下,则由卖方承担运费、保险费、报关费、租船订舱费等全部费用。2021 年受海外疫情发酵影响,海运集装箱及运力紧张,致使订舱及海运成本大幅攀升。FOB 模式下,虽然我国家具出口企业表现不承担运费,但实际客户可能会要求产品降价等方式来向卖方转嫁成本压力,因此 2021 年我国家具企业出口业务利润端均在不同程度上受到了海运成本上涨的影响。2022 年以来虽然海运成本仍然在近 5 年来的历史高位运行,但较前期高点已有所回落,预期出口企业外销利润率有望边际回暖。

图 43 中国出口集装箱运价综合指数 (CCIF) 情况



资料来源：Wind，首创证券

图 44 全国主要港口集装箱吞吐量及增速



资料来源：Wind，首创证券

2.2 造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强

2.2.1 木浆系：全球纸浆供应缺口持续扩大，静待需求复苏盈利回暖

从全球商品浆的产能分布来看,漂白阔叶浆产能集中度相对较高,其中巴西漂白阔叶浆产能占世界整体漂阔浆产能份额接近 80%。漂白针叶浆产能分布则相对分散,美国漂针浆产能最大,占全球总产能份额约 45%。从商品浆贸易流向来看,中国及欧洲是主要商品浆流入区域,国内港口及欧洲的库存数据在一定程度上可以反映全球商品浆消费地的库存情况。

受多重因素扰动,全球纸浆供给大幅缩减。4 月 28 日,欧洲造纸联合会 (CEPI) 称受欧洲能源危机影响,欧洲造纸行业或面临全面停产危机。5 月 6 日,全球最大浆厂巴西 Suzano SA 公开警告称,受俄乌冲突导致木材贸易被封锁影响,全球纸浆库存大幅下降,或有断供风险。我们梳理近期全球纸浆供应扰动因素,发现自 2021 年 Q4 以来,

受极端天气、地缘政治、运力堵塞、原料短缺、能源危机、和计划外的停机检修等多重因素扰动，南美、北美、俄罗斯、东南亚等多个主要的纸浆贸易流出国的供应链大幅缩减，全球纸浆供应压力显著加剧。

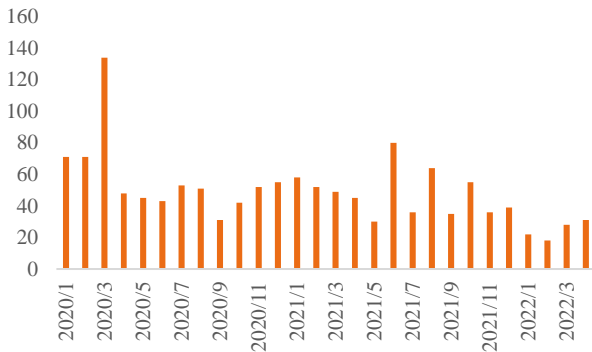
表 5：近期全球部分区域纸浆供应扰动因素梳理

国家/地区	供应扰动
东南亚	2021Q4 东南亚主要港口接连出现塞港情况，导致物流拥堵，为保证自身供应链安全，印尼金光集团 APP 宣布本月暂时停止向市场供应商品阔叶浆。
加拿大	2021Q4 由于北美特别是不列颠哥伦比亚省的供应链持续中断，可能会存在纸浆和纸张的交付延迟。Paper Excellence 预计未来 4 周内可能会因森林纤维和不列颠哥伦比亚省工厂收到的其他商品短缺而导致生产中断。
	2021Q4 卑诗省的恶劣天气和洪水导致铁路和卡车路线的运输中断，包括限制海外货物进入港口。West Fraser 运往温哥华港的纸浆船运量平均不到正常量的 20%，而其大部分出口纸浆船来自该港，所以 West Fraser 减少了加拿大西部多个地点的运营时间表。
	2021Q4 由于 BC 运输中断，Canfor 将减少 Northwood Pulp 至少两周的针叶浆生产和 Taylor Pulp 至少四周的化机浆生产来降低库存压力。Canfor 位于不列颠哥伦比亚省（“BC”）乔治王子城的 Northwood Northern Bleached Softwood Kraft（“NBSK”）纸浆厂的一条生产线延长停产时间，延长的停机时间将约为 85-100 天，NBSK 纸浆的产量将减少 6.8 万-8 万吨。
芬兰	2022Q1 Canfor 宣布将 Taylor Pulp 的佳维化机浆生产减产至少六周(约影响产量 2.5 万吨)，以应对严重运输短缺导致的纸浆厂库存达到产能的情况。
乌拉圭	UPM 浆纸厂工人罢工从 2022/1/1 持续至 2022/4/22，现虽已达成一致协议但完全恢复正常生产仍需时间，复工后仍将面临木材短缺、能源成本高昂的挑战。
巴西	UPM 乌拉圭 Paso de los Toros 纸浆厂 210 万吨产能，受公共卫生事件和全球供应链紧张影响，该工厂将在 2023 年第一季度末开始生产，延期投产。
智利	船运紧张、浆厂停机检修、欧美需求旺盛，巴西对中国发货减少。
智利	卡车司机抗议活动导致交通堵塞，智利 CMPC 将暂停年产能合计 86 万吨针叶浆的工厂运营，若抗议持续，CMPC 将计划关停 Santa Fe 工厂（年产能 150 万吨阔叶浆），CMPC 和 Arauco 已宣布关闭智利南部锯木厂。
俄罗斯	俄乌冲突导致出口受限，5 月因检修对中国针叶浆供应量预计将大幅减少；此外俄罗斯是世界最大的针叶木材出口国，欧洲木材供应料将受到重大影响。

资料来源：百川盈孚 BAIINFO，造纸信息网，中纸网，首创证券

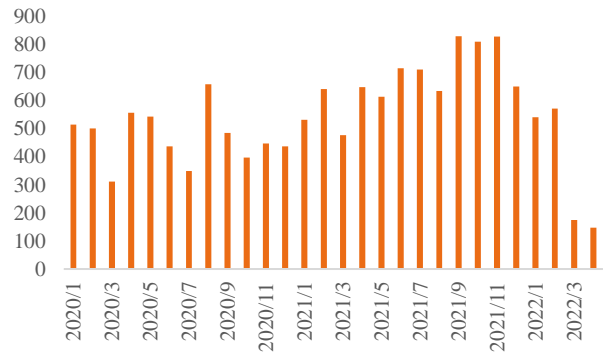
浆企海运发运量下滑明显，我国纸浆进口量同比下滑。从海运发运量角度看，加拿大浆厂 Canfor 受极端天气及运力中断等因素影响，2022 年 1-2 月海运发运量明显减少。2022 年 UPM 浆纸厂其海运发运量也出现了大幅下滑。从我国纸浆进口维度看，自 2021 年下半年以来我国纸浆进口量当月值同比增速持续为负。2022 年 1-4 月我国纸浆进口量累计值达到 999.41 万吨，累计同比-5.98%。展望来看，俄罗斯地缘政治冲突导致出口受限，2022 年 5 月因停机检修预计对中国针叶浆出口量或大幅下滑，叠加全球整体纸浆供应紧张的局面，我们认为我国纸浆进口量短期或仍将承压。

图 45: 加拿大 Canfor Pulp 海运发运量情况 (船)



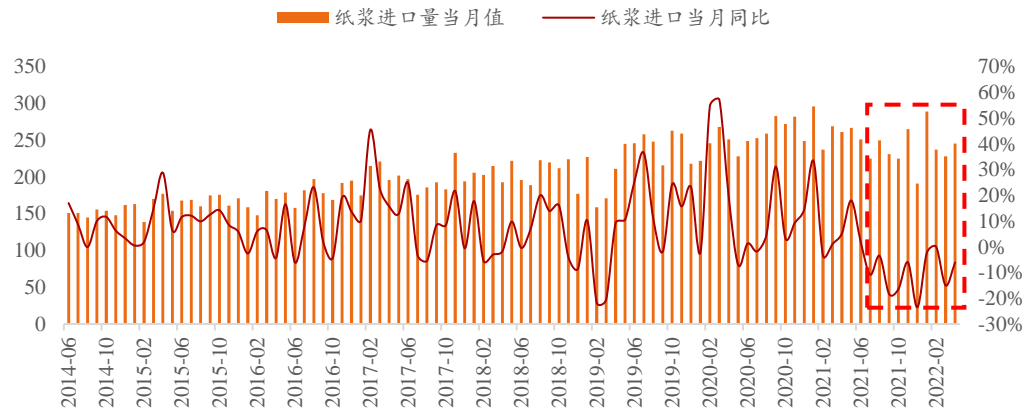
资料来源: Import Yeti, 首创证券

图 46: UPM 海运发运量进入 2022 年后大幅下滑 (船)



资料来源: Import Yeti, 首创证券

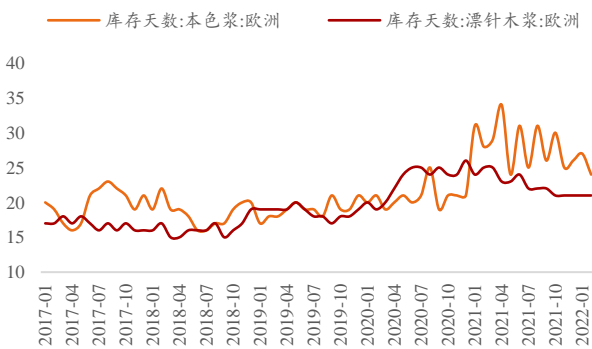
图 47: 我国纸浆进口量当月值及当月同比 (万吨)



资料来源: Wind, 首创证券

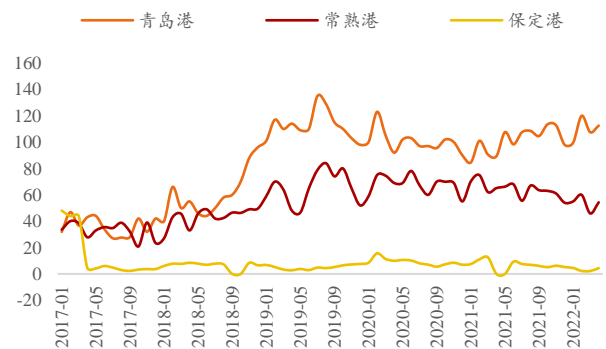
欧洲纸浆库存出现下滑, 我国港口纸浆库存仍较为充足。从纸浆主要消费地库存情况来看, 至 2022 年 2 月欧洲本色浆及漂白针叶浆库存天数分别为 24 天和 21 天, 较年初有所下滑。我国港口纸浆库存则相对充足, 截至 2022 年 4 月, 我国青岛港、常熟港、保定港纸浆库存分别达 112.5/54.3/4.4 万吨, 较 2022 年年初分别+13.07%/-1.27%/-2.22%。然而随着全球纸浆供应紧张叠加我国纸浆进口量的持续下滑, 我们认为我国纸企的原材料纸浆供应压力或将在下半年逐渐显现。

图 48: 欧洲本色浆及漂白针叶浆库存天数 (天)



资料来源: Wind, 首创证券

图 49: 我国港口纸浆库存情况 (万吨)

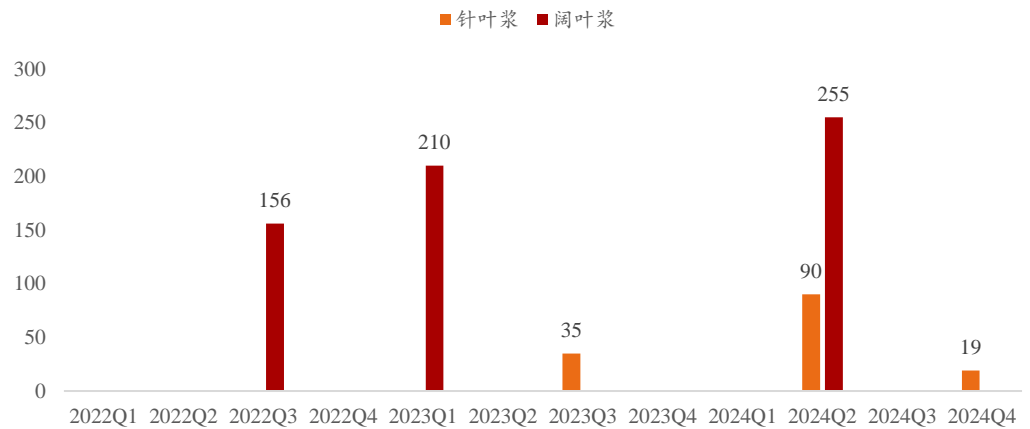


资料来源: Wind, 首创证券

短期无针叶浆新增产能投放, 阔叶浆新增产能预计至 2022 年底供应中国市场。从全球浆厂扩产情况来看, 年内无针叶浆新增产能投放, 且未来 1-2 年新增针叶浆产能的

量也相对较少。具体来看，加拿大 Paper Excellence、芬兰 Metsa、越南 VNT19 预计分别于 2023Q4、2023-2024、2024 年新增针叶浆产能 35/90/19 万吨。阔叶浆产能方面，智利 Arauco 预计于 2022 年 6 月新增产能 156 万吨，预计至 2022 年年底供应中国市场；乌拉圭 UPM 和巴西 Suzano 预计分别于 2023Q1、2024Q2 新增阔叶浆产能 210/255 万吨。

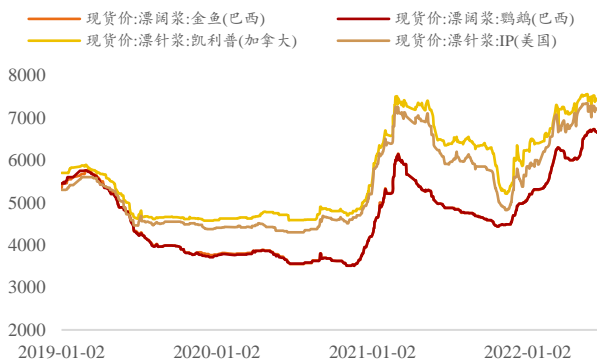
图 50：2022-2024 全球新增针叶浆及阔叶浆产能情况（万吨）



资料来源：造纸信息网，首创证券

受供给端紧张影响，商品浆价格持续攀升。截至 2022 年 6 月 15 日，漂阔浆金鱼/鸚鵡及漂针浆凯利普/IP 现货价分别为 6650/6650/7412/7200 元/吨，同比分别+34.01%/+34.01%/+14.70%/+18.28%，较年初分别+31.36%/+31.81%/+18.84%/+28.08%。截至 2022 年 6 月 15 日，我国纸浆市场均价为 6091 元/吨，同比+21.31%。较今年年初+20.28%。目前，外盘商品浆现货价及国内纸浆市场均价均位于近年来高位。

图 51：商品浆外盘报价情况（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

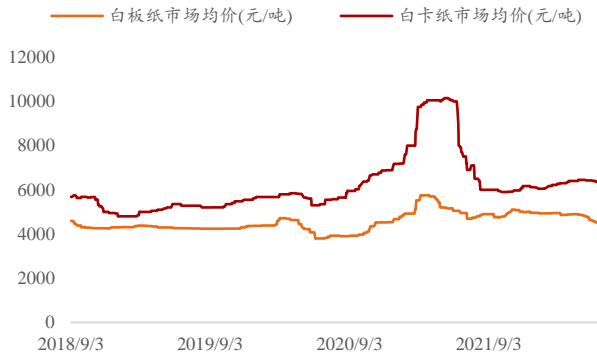
图 52：我国纸浆市场均价情况（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

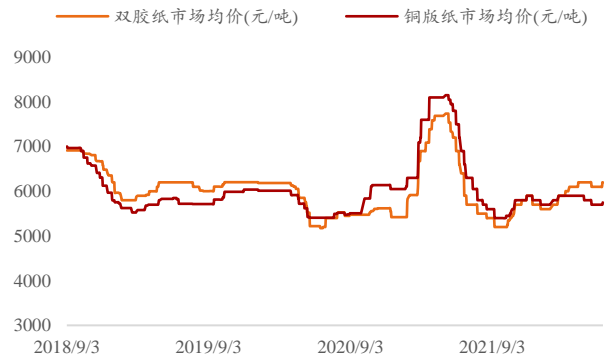
受需求端疲弱拖累，木浆系成品纸价格上涨动力不足。在供应压力导致原料纸浆价格不断上涨催化下，纸厂纷纷挺价传导成本压力。然而 Q2 为行业淡季，下游需求疲弱。木浆系的生活用纸、白卡纸、文化纸市场交投都偏清淡，对高价纸的接受力度不高，造成实际纸价上涨动力不足。截至 2022 年 6 月 15 日，白板纸/白卡纸/双胶纸/铜版纸市场均价分别为 4497/6330/6200/5750 元/吨，同比分别-10.95%/-29.67%/-3.13%/-16.67%，较年初分别-9.33%/+3.37%/+8.77%/-0.86%。

图 53：我国白板纸及白卡纸市场均价走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

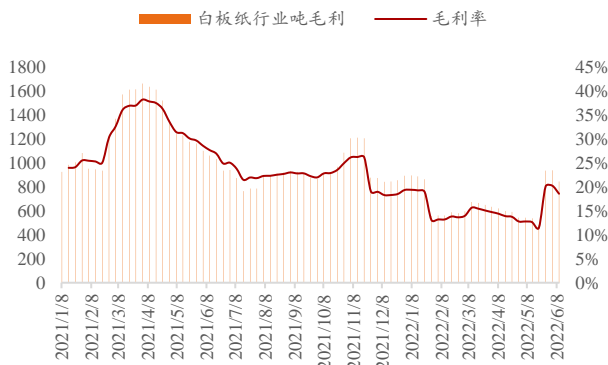
图 54：我国双胶纸及铜版纸市场均价走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

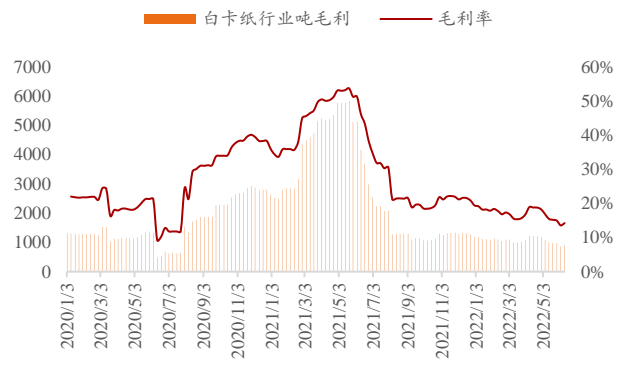
静待需求复苏，纸企盈利回暖。一方面，原料木浆价格持续攀升、人民币汇率贬值、能源和海运成本上涨等因素给纸企成本端造成较大压力。另一方面，下游需求疲弱使得纸企无法通过涨价来有效传导成本压力，木浆系纸企利润端承压，吨毛利均已经位于近两年来低位。我们认为随着下半年进入行业旺季需求转暖，叠加海运和能源成本的逐步回落，纸企或将迎来盈利拐点。建议关注原料木浆自给率高，规模优势深厚的浆纸龙头太阳纸业，以及竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸。

图 55：我国白板纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 56：我国白卡纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 57：我国双胶纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 58：我国铜版纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

表 6：国内木浆系纸企自产浆布局情况

企业名称	自产浆布局情况
太阳纸业	公司在漂白木浆方面的自给率目前在 50%-60%之间。
玖龙纸业	公司再生浆及木浆总产能约 85 万吨。
晨鸣纸业	公司拥有木浆产能 430 万吨。
岳阳林纸	公司木浆自给率超过 50%。
华泰股份	公司总部、安徽华泰、日照华泰具备生产 30 万吨左右纸浆的能力。
五洲特纸	公司湖北省第三基地将致力于提升“浆纸一体”的能力
仙鹤股份	年产 250 万吨特种浆纸的“广西三江口高性能纸基新材料项目”，一期工程设计 65 万吨自备浆产能。

资料来源：公司公告，首创证券

小结：受全球商品浆供给端紧张情况不断加剧，原料木浆价格持续攀升，叠加人民币汇率贬值、能源和海运成本上涨等因素，当前木浆系纸企成本端短期承压。同时，当前行业下游需求疲弱，虽然纸企挺价意愿强烈但下游客户对高价纸持观望态度为主，使得木浆系成品纸纸价上涨动力不足。随着下半年行业进入需求旺季，叠加能源和海运成本逐步回落，看好纸企盈利反转。建议关注原料木浆自给率高，规模优势深厚的浆纸龙头太阳纸业，以及竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸。

2.2.2 废纸系：下游库存高企需求偏弱抑制纸价上涨，旺季将至看好纸企盈利提升

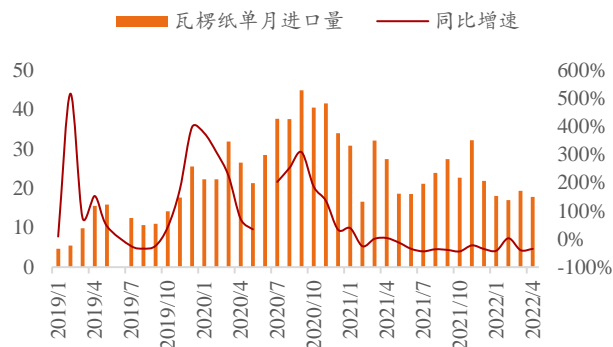
废纸系成品纸在价格上受到成本端和供应端支撑。我国针对固废进口配额持续收紧，国内原料废纸的资源稀缺性逐步凸显，推动我国废旧黄板纸价格呈波动上行趋势。同时，受海运成本攀升及全球疫情扰动等多重因素影响，自 2021 年以来瓦楞纸进口量有所下滑，增速长期处于低位。因此，我们认为成本端和供给端均在一定程度上给予废纸系成品纸价格一定支撑。

图 59 国内废黄板纸价格走势情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

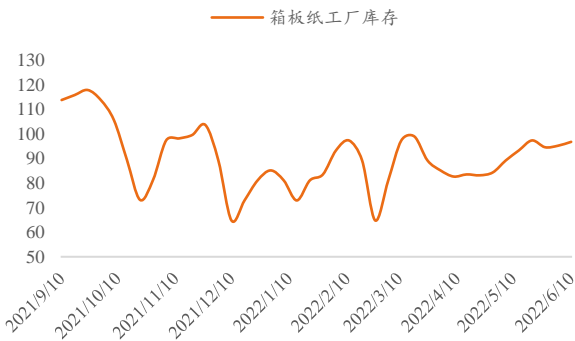
图 60 瓦楞纸进口量月度变化情况（万吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

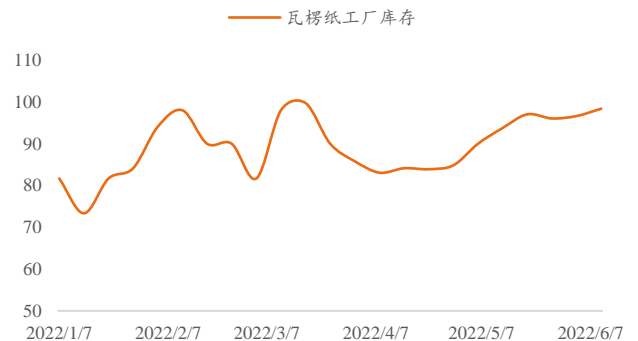
下游需求冷淡叠加纸企库存高位，箱板瓦楞纸价格高位震荡。然而从需求端看，一方面受全国疫情等多重因素扰动下市场需求冷淡，另一方面当前包装厂库存处于高位采购意愿较低，造成箱板瓦楞纸市场成交疲弱，价格仍然以震荡态势为主。截至 2022 年 6 月 15 日，我国箱板纸和瓦楞纸市场均价分别为 4906/3756 元/吨，同比分别+1.57%/-6.80%，较年初分别-0.59%/-6.10%。

图 61 箱板纸工厂库存情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 62 瓦楞纸工厂库存情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 63 箱板纸市场均价走势情况 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

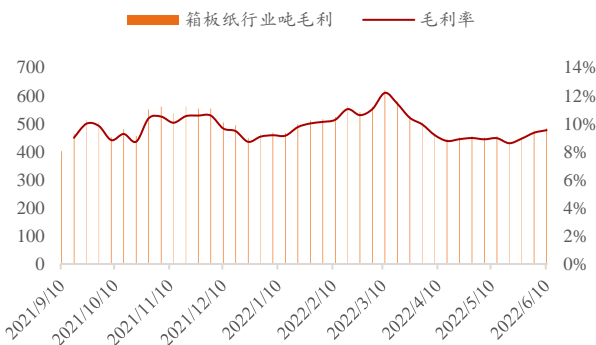
图 64 瓦楞纸市场均价走势情况 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

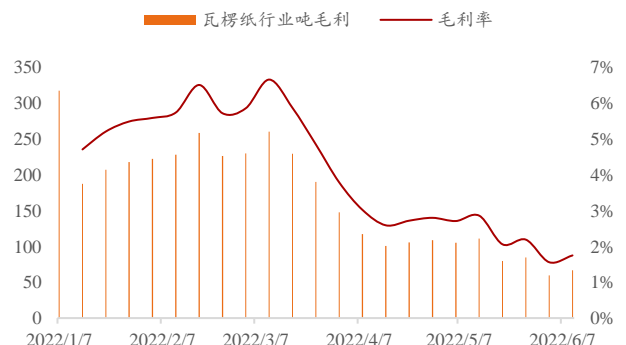
箱板纸吨毛利基本维持平稳, 瓦楞纸吨毛利短期承压。由于国废价格及能源成本上行, 废纸系纸企在成本端压力随之提升, 行业利润空间受成本挤压有所收窄。然而, 箱板纸价格相对坚挺, 当前市场均价较去年同期和今年年初变动幅度都相对较小, 因此箱板纸吨毛利虽然受成本挤压小幅收窄, 但仍然维持在相对稳定水平。瓦楞纸价格受需求疲弱影响变动幅度较大, 较去年同期和今年年初价格均下跌超 6%, 推动瓦楞纸行业毛利率明显下滑。截至 2022 年 6 月 10 日, 瓦楞纸行业毛利率仅为 1.75%, 瓦楞纸企利润端有所承压。

图 65 我国箱板纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 66 我国瓦楞纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

箱板瓦楞纸价预计随需求复苏温和提涨, 行业利润情况有望回暖。随着行业逐渐进入旺季, 需求端逐渐复苏, 我们预计箱板瓦楞纸价格随库存消化及需求复苏有望逐步提

升。然而，从产能投产计划方面看，2022年将新增箱板瓦楞纸产能约430万吨，同时随着海运成本的回落，预计箱板瓦楞纸进口量有望有所回升，在一定程度上缓解当前箱板瓦楞纸的供应压力，所以我们认为纸价提升的幅度或较为有限。从行业利润端看，随着纸价的温和上涨，以及能源等成本的回落，我们预计废纸系纸企盈利能力有望逐步回暖。

表 7 2022 年箱板瓦楞纸投产产能一览表

投产计划	企业名称	项目名称
2022 年 3 月	山鹰国际(广东)有限公司	100 万吨高档箱板纸扩建项目
2022 年 6 月	山鹰华中纸业有限公司	120 万吨工业包装纸扩建项目
2022 年 6 月	河南海升循环经济产业园有限公司	60 万吨高档箱板纸扩建项目
2022 年 12 月	江苏金田纸业有限公司	80 万吨瓦楞纸项目
2022 年 12 月	湖北祥兴纸业科技有限公司	70 万吨包装纸项目（二期）

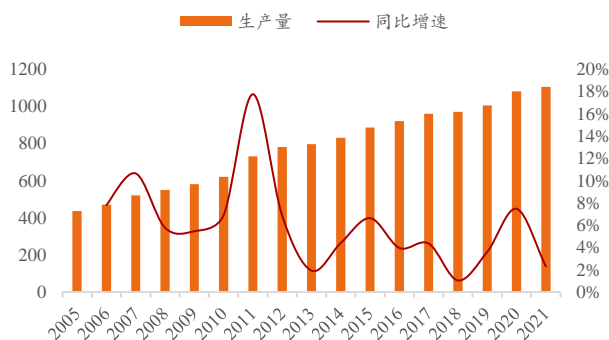
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

小结：原料废纸资源稀缺属性持续凸显，给予废纸系成品纸价格一定成本面支撑。然而，当前下游库存水平较高且需求疲弱，致使箱板瓦楞纸价上行动力不足。预计下半年随行业进入旺季需求回暖，箱板瓦楞纸价格有望温和上涨，推动行业吨毛利回升。龙头纸企凭借海外及国内原料布局，在原料获取端更具成本优势。建议关注规模及成本优势领先，盈利弹性有望随纸价复苏释放的包装纸龙头山鹰国际。

2.2.3 生活用纸：行业持续扩容，品质升级与行业洗牌加速

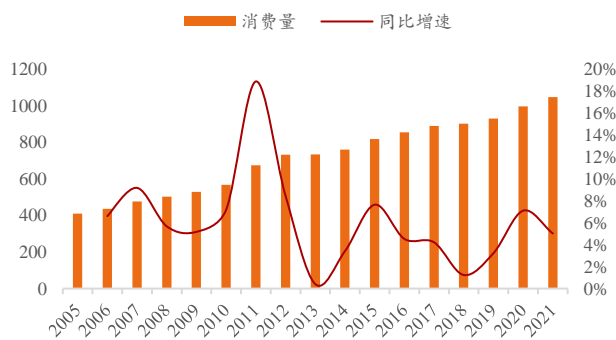
我国生活用纸市场规模持续扩大，生产量和消费量稳定增长。生活用纸作为必选消费品，近年来随我国消费升级，生产量及消费量均稳定增长。近两年受新冠疫情影响，生活用纸需求量显著提升，驱动生活用纸生产量及消费量均有明显提速。2021 年我国生活用纸生产量为 1105 万吨，同比增长 2.31%，2006-2021 年复合增长率为 5.86%；消费量 1046 万吨，同比增长 5.02%，2006-2021 年复合增长率为 6.01%。

图 67 2005-2021 年我国生活用纸生产量及增速（万吨）



资料来源：中国造纸协会，首创证券

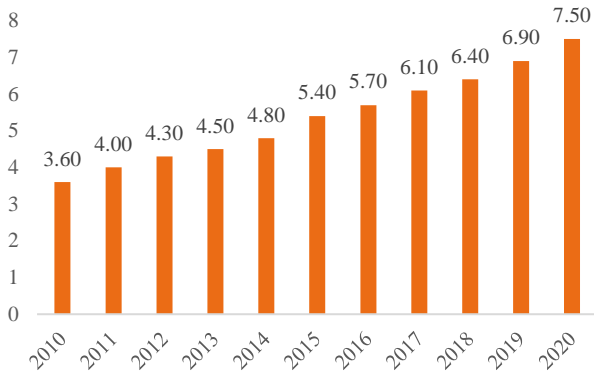
图 68 2005-2021 年我国生活用纸消费量及增速（万吨）



资料来源：中国造纸协会，首创证券

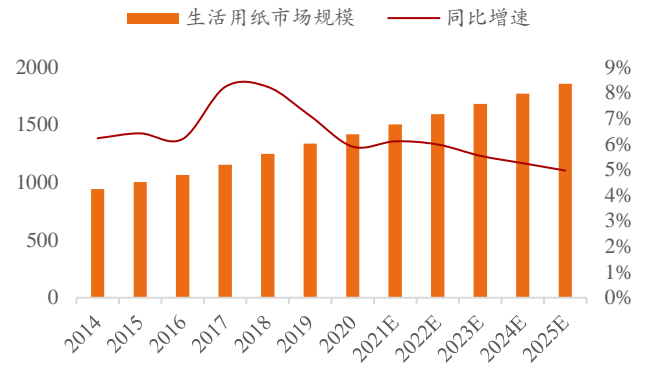
我国生活用纸人均消费量持续提升，较发达国家相比仍有进一步提升空间。随着居民收入提升以及消费升级趋势日益增强，我国人均生活用纸消费量近年来持续提升，至 2020 年我国人均生活用纸消费量达到了 7.5kg/人。同时，2020 年以来新冠疫情催化居民卫生意识显著提高，对于卫生用纸及抗菌湿巾等生活用纸产品需求度明显提升，推动人均消费量进一步提升。然而，与日本人均 16.2kg/人、韩国 20.1kg/人、美国 22.1kg/人的人均年消费量相比，我国还有较大提升空间。人均消费量的稳定增长也助推我国生活用纸行业规模持续扩大，且此次“新冠”疫情进一步培育了人们的卫生习惯，对于消毒湿巾等产品的需求有望常态化，支撑我国生活用纸行业规模未来稳定增长。预计至 2025 年，我国零售生活用纸规模将达到 1856.49 亿元，未来 5 年复合增长率约为 5.57%。

图 69 我国生活用纸人均消费量稳定增长（千克）



资料来源：中国生活用纸年鉴，首创证券

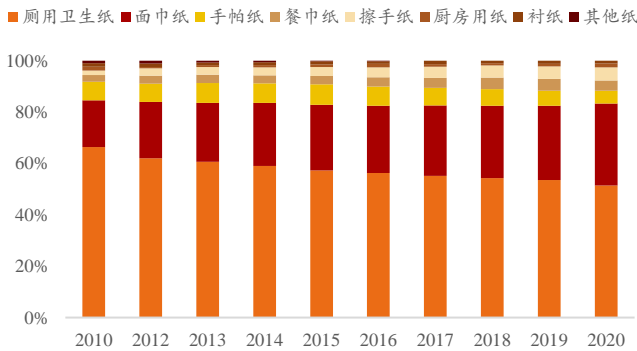
图 70 我国生活用纸市场规模持续扩大（亿元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

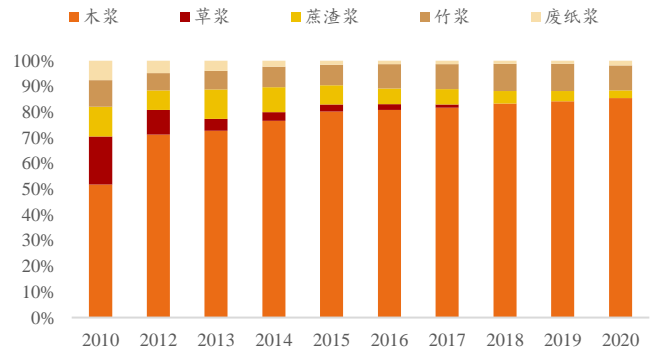
我国生活用纸行业品质升级趋势明显。根据欧睿以及中国造纸年鉴披露数据，我国生活用纸品类中，面巾纸、餐巾纸、厨房纸巾等高端生活用纸品类占比持续提升，而毛利率较低的厕用纸巾品类占比有所下滑。从原料纤维结构上看，木浆和竹浆等优质纤维在生活用纸原料结构中有所提升，而纤维较为粗糙的蔗渣浆、苇浆、麦草浆、废纸浆等占比有所下滑。随着产品结构的持续优化，优质且高毛利产品占比持续提升，生活用纸企业利润端有望逐渐提升。

图 71 我国生活用纸产品结构持续优化



资料来源：中国造纸年鉴，首创证券

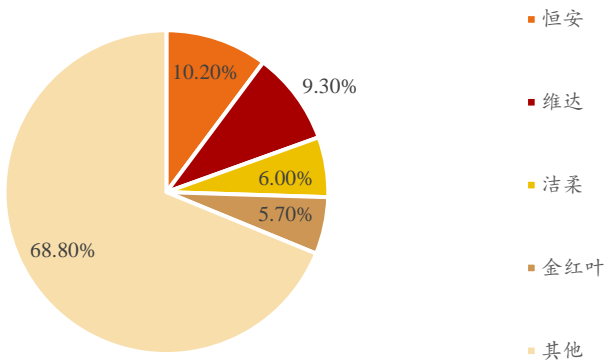
图 72 木浆等优质纤维在生活用纸原料结构中占比提升



资料来源：中国造纸年鉴，首创证券

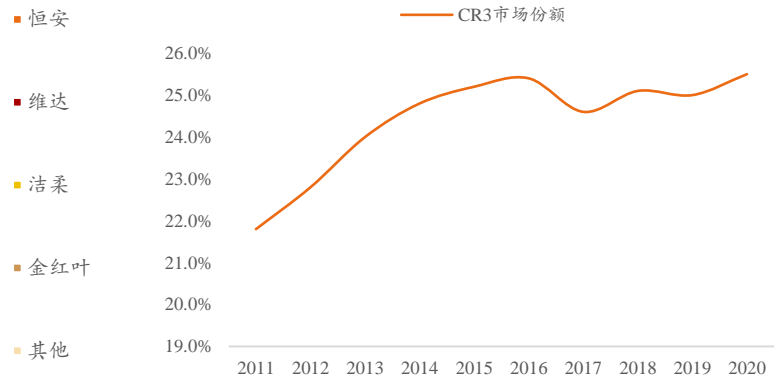
环保政策持续加码推动行业洗牌，我国生活用纸行业集中度有望进一步提升。当前我国生活用纸行业集中度仍然相对分散，2020年CR4市场集中度仅约31.2%，与日本CR4约62.4%及美国CR4约73.7%的市场份额相比仍然有较大提升空间。同时，从趋势上看，环保政策持续加码对于生活用纸企业在产品原料、生产工艺等方面均提出了更高的要求，小型企业由于在资金及技术方面的劣势将很难满足政策要求。并且，随着消费升级趋势日益增强，消费者对生活用纸的品质及功能性越来越看重，高端产品的占比将持续提升，而龙头纸企也将凭借自身研发等方面的优势持续获取市场份额。综合来看，我国生活用纸行业集中度提升趋势未来将进一步延续。

图 73 我国生活用纸行业竞争格局情况



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 74 我国生活用纸行业集中度趋势有望延续



资料来源: Euromonitor, 首创证券

小结:消费升级背景下生活用纸行业市场规模不断扩大且品质升级趋势明显,市场集中度相对分散,环保政策持续加码推动行业加速洗牌,建议关注多品牌多业务协同发展的恒安国际、中顺洁柔及个护领域自主品牌精耕细作&渠道升级的百亚股份。

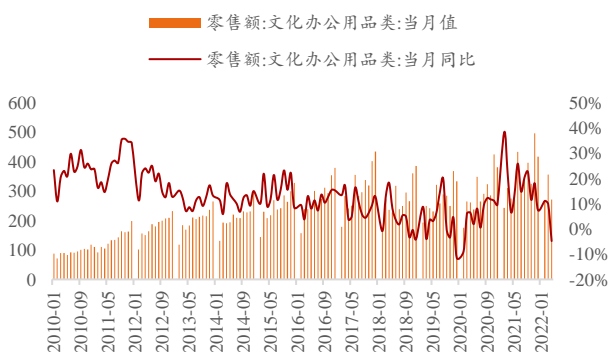
2.3 文娱珠宝:消费升级持续,韧性犹在

2.3.1 文具:“双减”政策影响相对有限,“以价补量”或推动集中度快速提升

疫情扰动下文具消费需求刚性属性进一步凸显。2022 年以来受新冠疫情反复影响,全国多地实施强管控政策,要求学生延迟开学,居民居家办公,对文具相关产品的消费产生一定影响。2022 年 1-5 月,我国文化办公用品类零售额累计值 1490 亿元,同比增长 4.7%,其中 2022 年 5 月文化办公用品类零售额当月值为 275 亿元,同比-3.3%。对比 2022 年 1-5 月各品类零售额累计同比增速,文化办公用品类增速仅低于石油以及食品饮料相关类产品,且在疫情扰动下仍能实现同比正值。从各品类横向对比来看,文具类消费刚性属性凸显,在疫情扰动下显现出较强韧性。下半年随着疫情边际好转各地解封,学生返校恢复正常教学秩序,前期滞后需求有望快速释放,推动文具类消费快速回暖。

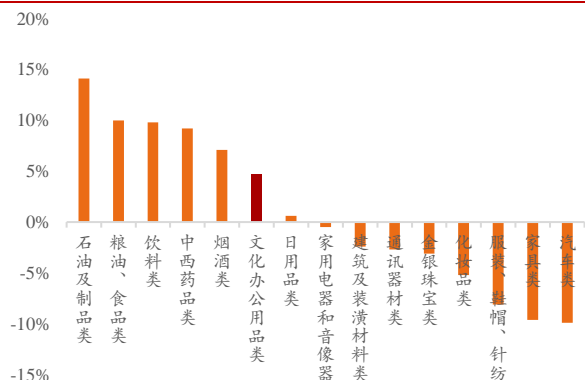
从中长期看,我国在校人数已在 2013 年后出现拐点,2013-2019 年整体规模持续增长,在一定程度上对文具消费需求提供支撑。同时,随着“二胎”“三胎”政策放开以及消费升级趋势的进一步深化,对优质环保安全的文具产品需求有望进一步提升,支撑行业高景气度得以延续。

图 75 我国文化办公用品零售额当月值及当月同比(亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

图 76 2022 年 1-5 月各品类零售额累计同比增速对比

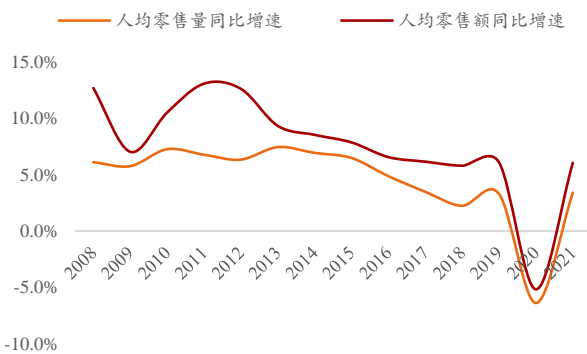


资料来源: Wind, 首创证券

“双减”政策对我国文具行业冲击或较为有限,消费升级趋势下“以价补量”驱动

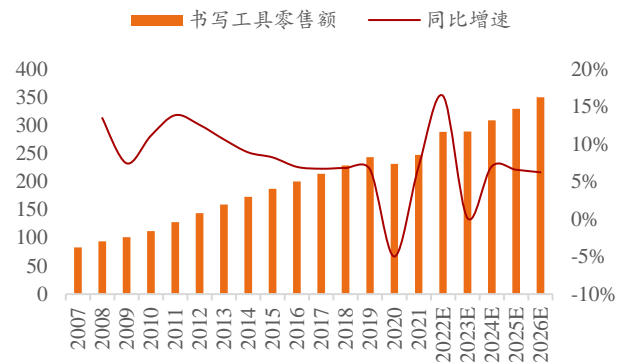
行业扩容。书写工具及学生文具其消费需求偏刚性，我们认为其需求量受“双减”政策的影响相对有限。同时近年来我国书写工具人均零售额同比增速均高于人均零售量的同比增速，说明随着我国文具行业发展逐渐进入成熟阶段，行业规模扩容的主要驱动力逐渐切换为文具零售价格的提升。我们认为“以价补量”趋势将继续推动我国文具行业规模增长。根据 Euromonitor 预测数据，至 2026 年我国书写工具行业规模有望达到 349.96 亿元，未来 5 年复合增长率有望达到 7.16%。

图 77 文具人均零售量同比增速 VS. 人均零售额同比增速



资料来源: Euromonitor, 首创证券

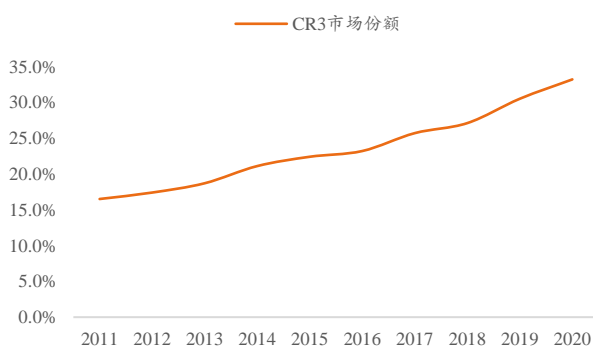
图 78 我国书写工具零售额增长情况预测 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 首创证券

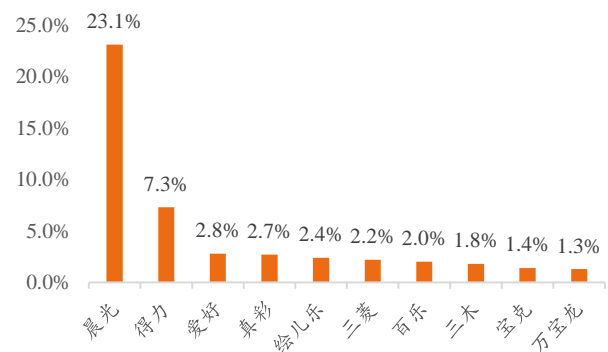
行业集中度持续上行但与美日相比仍有差距，行业龙头市场份额有望随高档文具消费占比扩大而持续提升。我国文具行业市场集中度持续上行，CR3 市场占有率由 2011 年的 16.5% 提升至 2020 年的 33.2%，但与美国 CR5 超过 70%，日本 CR2 超过 45% 的竞争格局相比，未来仍有十分广阔的增长空间。同时，我们认为当前价格逐渐成为推动我国文具行业扩容的趋势下，高档文具产品的占比有望逐渐扩大，龙头文具企业有望凭借在品牌力和产品力方面的优势进一步抢占市场份额，推动行业集中度加速提升。从品牌市场份额来看，2020 年晨光在我国零售书写工具市场中品牌占有率高达 23.1%，显著领先第二名得力 (7.3%)。未来晨光股份在夯实传统文具业务的基础上，进一步在办公集采以及精品文创领域发力，其文具龙头地位有望进一步凸显。

图 79 我国文具行业市场集中度持续上行



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 80 2020 年我国零售书写工具市场品牌占有率情况



资料来源: Euromonitor, 首创证券

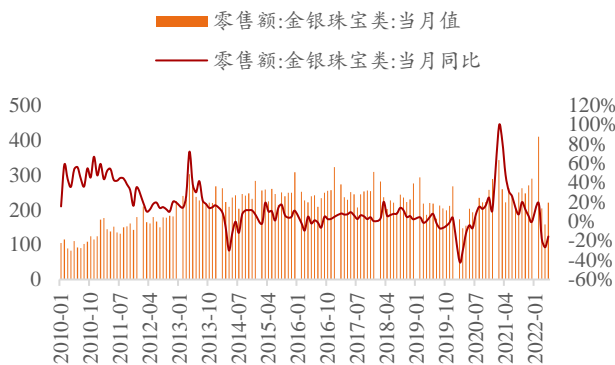
小结：疫情扰动下，文具消费需求的刚性属性及韧性得到有效凸显，看好下半年随疫情边际好转前期滞后需求的快速释放。同时，我们预计“双减”政策对学生文具和书写工具的消费量影响或较为有限。我们认为未来我国文具行业扩容的主要驱动力将切换为价格的增长，受此影响，高档文具用品占比有望扩大，龙头文具企业凭借突出的品牌力和产品力有望持续受益。建议关注传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的晨光股份。

2.3.2 珠宝：短期承压，假期催化需求复苏景气度回暖

疫情反复影响终端珠宝销售，假期及疫情边际好转催化需求复苏。2022年以来全国多地疫情出现反复，深圳、上海、北京等消费力发达城市采取商场停工停业及居民居家办公等强管控政策，致使珠宝首饰类消费承压。2022年1-5月我国金银珠宝类零售额累计值为1221亿元，同比-3.1%。从趋势变化上看，随着“五一”假期以及6月“618”促销旺季的到来，珠宝首饰终端销售已有所回暖，2022年5月金银珠宝类零售额当月值为220.5亿元，同比-15.5%，增速较4月-26.7%提升11.2pcts。同时，近期全国疫情边际好转，上海、北京等城市陆续解封，前期受疫情影响被迫延后的婚庆等需求有望快速释放，推动珠宝首饰类消费快速增长，行业景气度进一步恢复。

近年来，黄金价格持续在高位震荡。截至2022年6月17日，上海黄金交易所黄金au9995收盘价为397.82元/克，同比+6.28%，较今年年初+7.23%。部分珠宝首饰企业有望受益于金价上涨，盈利能力有望改善。

图 81 我国金银珠宝类零售额当月值及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

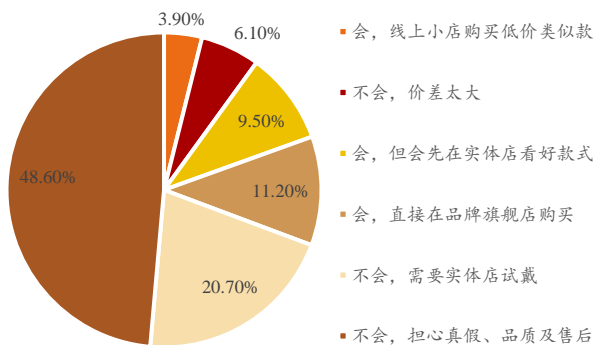
图 82 上海黄金交易所黄金 AU9995 收盘价走势（元/克）



资料来源：上海黄金交易所，首创证券

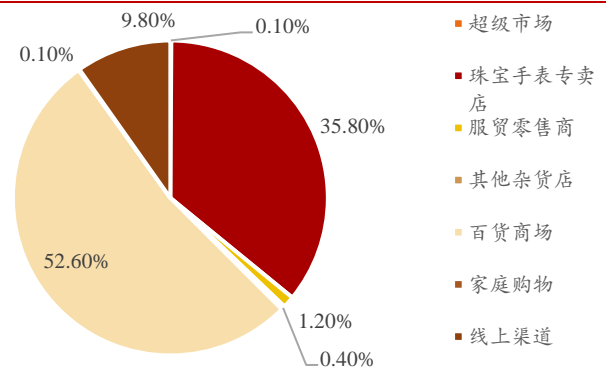
线下渠道仍然为珠宝首饰消费的主流渠道。根据智研咨询发布的《2019-2025 年中国珠宝饰品行业市场需求预测及投资未来发展趋势报告》，约有 75.4% 的消费者仍然倾向于在线下实体店购买珠宝首饰类产品。同时，根据 Euromonitor 披露的我国珠宝首饰消费渠道结构情况，非实体门店消费占比仅不足 10%，线下渠道仍然为我国珠宝首饰消费的主流渠道。

图 83 绝大多数消费者仍倾向于在线下实体店购买珠宝



资料来源：智研咨询，首创证券

图 84 2020 年我国珠宝首饰消费渠道结构情况

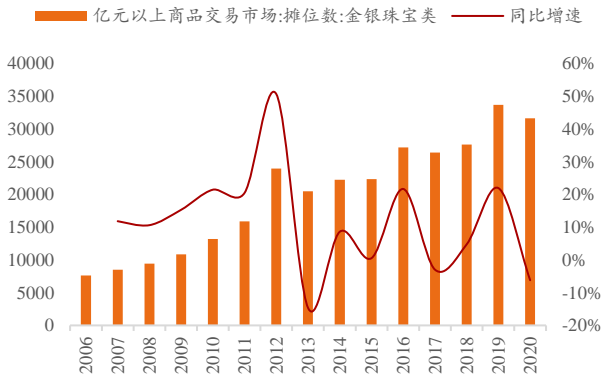


资料来源：Euromonitor，首创证券

龙头企业在疫情压力下门店数量仍逆势增长，行业分化进一步凸显。疫情压力下，中小珠宝商被迫关店出清，2020 年亿元以上商品交易市场金银珠宝类摊位数同比下降 6.20% 至 31616 个。龙头企业则凭借资金端优势仍能逆势开店，如周大生 2020 年门店净增数量虽有所下滑，但全年仍净增 178 家门店。截至 2021 年末，周大生全国拥有门店

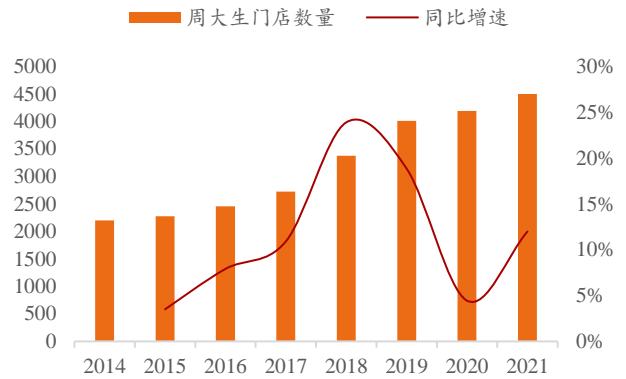
数量 4502 家，较 2020 年进一步净增 313 家。当前我国珠宝行业集中度仍然较低，根据欧睿数据，目前中国大陆珠宝首饰类 CR5 市场份额不足 25%，较香港、日本等成熟市场相比集中度仍有较大提升空间。我们认为疫情加速中小企业门店出清，龙头企业在渠道端优势持续扩大，行业集中度上行趋势有望进一步加速。

图 85 亿元以上商品交易市场金银珠宝类摊位数（个）



资料来源：Wind，首创证券

图 86 周大生终端门店数量增长情况（个）



资料来源：公司公告，首创证券

2.4 其他轻工：渠道为王，数字化添翼

2.4.1 电工照明：地产边际向好行业估值有望回暖

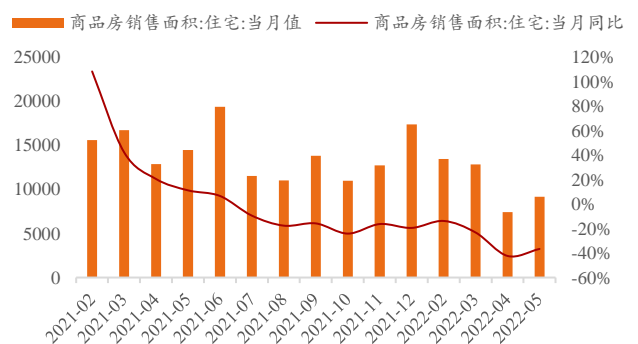
地产政策及销售数据边际好转有望推动板块估值回升。民用电工行业主要包括用于电源连接、传输、存储、转换、控制等作用的产品，包括转换器、墙壁开关插座、断路器、配电箱、LED 灯、智能门锁及浴霸等，其消费需求与房地产竣工和交房关联度较高。自 2021 年下半年以来，我国住宅竣工面积累计同比增速开始步入下行区间，且自 2022 年以来住宅竣工面积累计同比增速持续为负，使得电工照明板块估值水平承压。然而，近期我国多地针对房地产企业融资，地产销售等方面的政策有所放开，地产政策边际缓和。在政策刺激下，2022 年 5 月我国住宅销售面积当月值出现环比回暖。我们认为下半年上游地产销售数据的持续回暖有望带动板块估值抬升。

图 87 我国住宅竣工面积累计值及累计同比（万平方米）



资料来源：Wind，首创证券

图 88 我国住宅销售面积当月值及当月同比（万平方米）

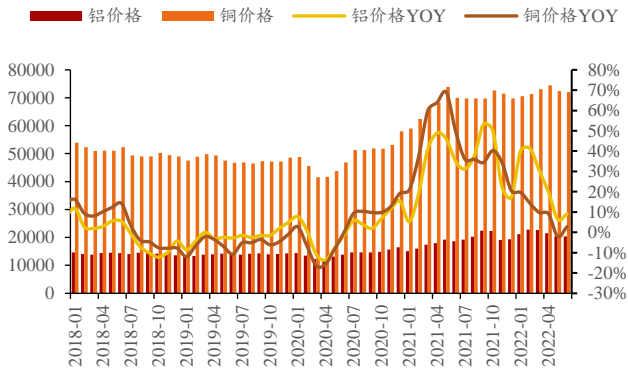


资料来源：Wind，首创证券

原材料价格拐点已现，盈利“剪刀差”有望带动行情反弹。电工照明行业上游原材料铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等价格仍在高位运行，但同比来看在边际好转，其中 5 月铜价格同比转负，塑料价格指数连续 4 个月同比为负，锌板价格连续 3 个月同比为负，预计后续大部分原材料品类均价同比增速将转负，板块内企业制造成本压力有望得到明显缓解。与此同时，今年以来面对原材料涨价冲击，板块内部分企业继

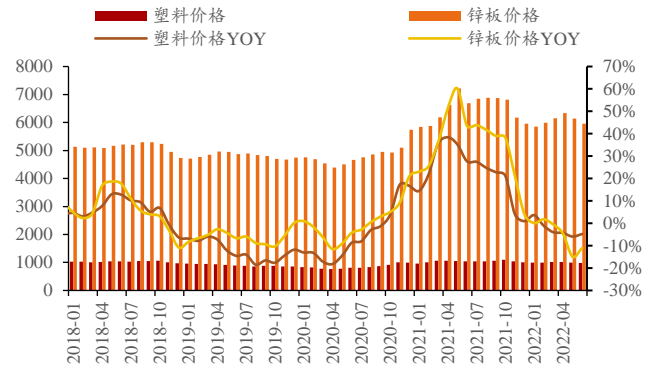
续通过优化产品组合、调整营销策略等方式提高产品均价，而照明电工品牌尤其是自主品牌在涨价后为维持品牌调性，一般不会向下调价，因此后续产品降价概率不大，在大宗商品期货价格已明显回落的情况下，短期内有望形成利润弹性，我们看好后续盈利“剪刀差”带动行业景气度反弹。

图 89 铜、铝等原材料均价同比变动情况（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 90 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况（元/吨）



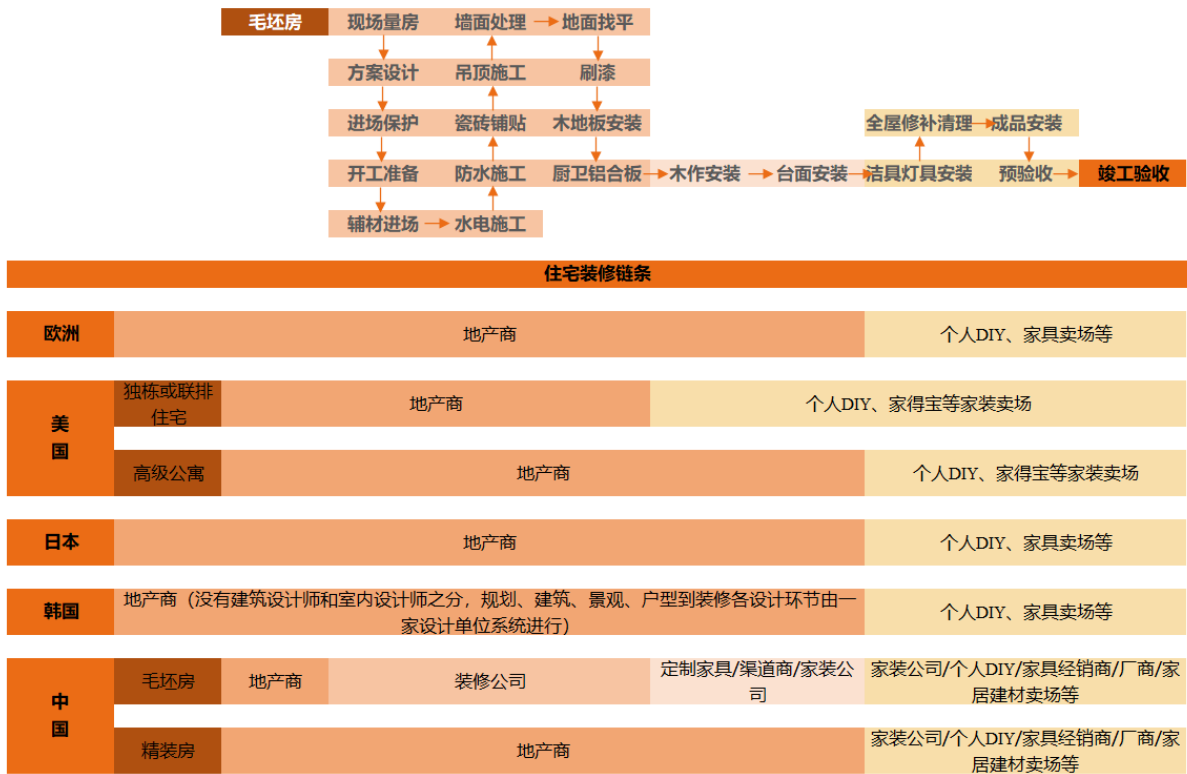
资料来源：Wind，首创证券

2.4.2 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流

中国目前新房交付仍以毛坯房交付为主，家居家装产业主要面向C端消费者，除了家具卖场等流量环节，还存在大量为个体家庭装装修的家装公司，在家居产品消费流量入口方面较其他国家要分散。渠道方面，我国家具、五金及装饰材料专业市场平均营业面积提高，另据Euromonitor统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近70%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。

中国住房交付模式决定家居消费流量入口分散。一般而言，新房交付形式决定家居家装需求在哪里聚集及产业的发展模式。美国、欧洲、日本、韩国等住宅产业化发展较早的国家，房屋在建设过程中以标准化样式和交付模式为主，装修与基本家居家装更多采用集中化采购，家居产品需求主要聚集在B端。而中国目前新房交付仍以毛坯房交付为主，家居家装产业主要面向C端消费者，除了家具卖场等流量环节，还存在大量为个体家庭装装修的家装公司，在家居产品消费流量入口方面较其他国家要分散。

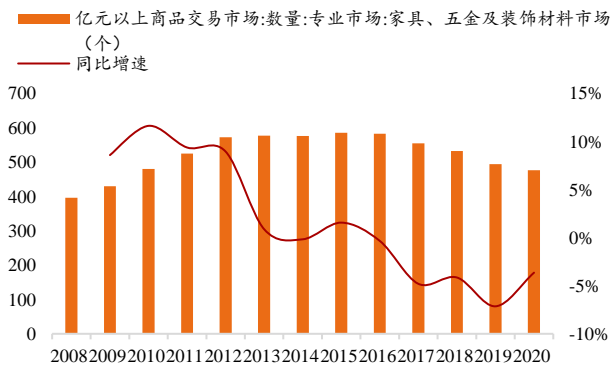
图 91 各国住宅装修装饰不同阶段参与主体比较



资料来源: 首创证券整理

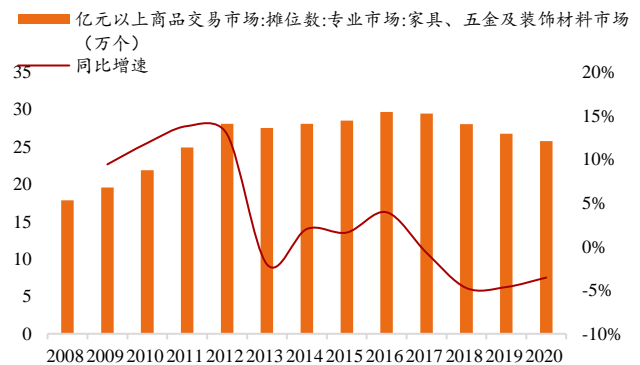
我国家具、五金及装饰材料专业市场平均营业面积提高。据国家统计局数据, 2020年我国亿元以上家具、五金及装饰材料专业市场共计 476 个, 摊位数 25.79 万个, 均同比有所下降, 但从单个市场平均营业面积来看, 呈逐年增加态势, 2020 年中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场平均营业面积 8.94 万平米, 同比增长 4.10%。

图 92 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场数量



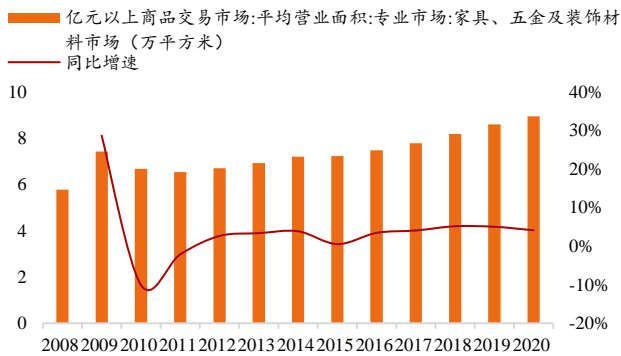
资料来源: 国家统计局, 首创证券

图 93 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场摊位数



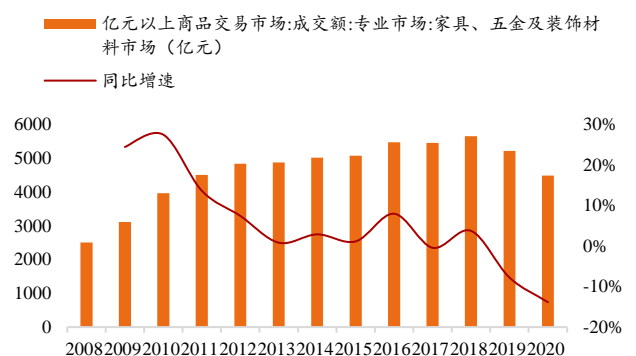
资料来源: 国家统计局, 首创证券

图 94 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场平均面积



资料来源：国家统计局，首创证券

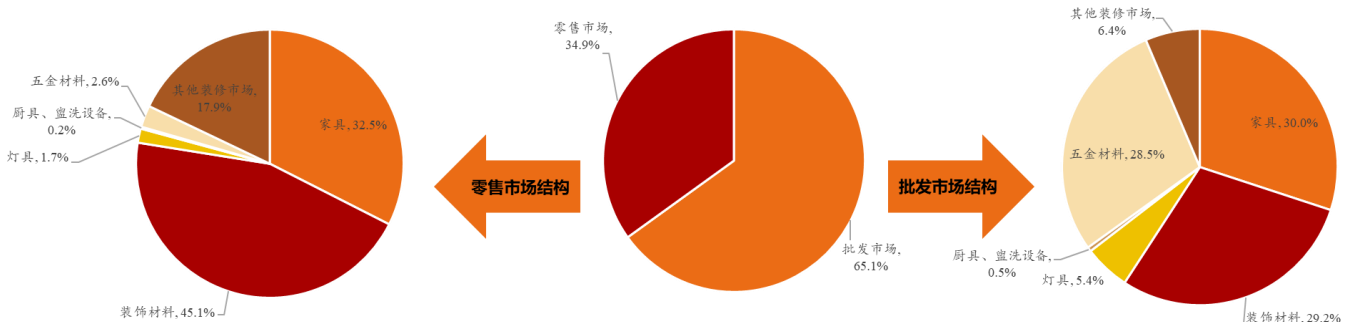
图 95 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场成交额



资料来源：国家统计局，首创证券

家具与装饰材料占零售额比重超六成。据国家统计局数据，2020年我国亿元以上家具、五金及装饰材料专业市场成交额4482亿元，同比下降13.88%。分品类看，家具与装饰材料市场分别实现成交额1384亿元和1556亿元，占比分别为31%和35%；分市场类型看，批发市场和零售市场分别实现成交额2917亿元和1565亿元，占比分别为65.1%和34.9%。

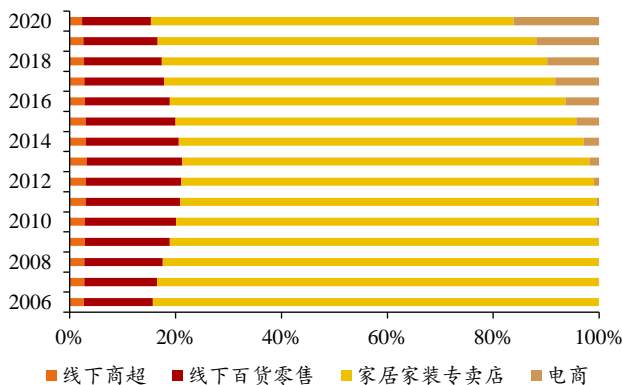
图 96 中国亿元以上商品交易市场成交额结构（2020年）



资料来源：国家统计局，首创证券

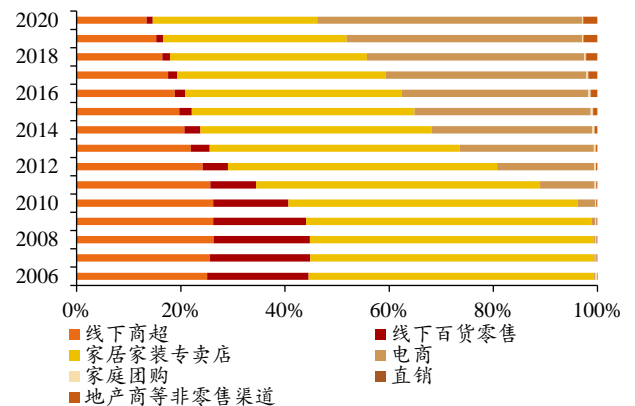
产品标准化程度、服务安装等属性决定家居装饰装修专业渠道仍占主导地位。据Euromonitor统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近70%，虽然近年来受电商分流等影响这一渠道零售额占比呈逐年下降趋势，但仍为当前家居产品消费流量主要汇集节点。与家居相关的家电产品由于偏标准化，在生产、销售、运输、安装等关键环节具有天然优势，电商渠道逐步占据主导，电商渠道占比由2006年0.3%提升至2020年的50.8%，而同期家居家装专卖店占比由2006年的54.8%下降至2020年的35.3%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。

图 97 中国室内家具零售渠道结构



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 98 中国家电产品零售渠道结构



资料来源: Euromonitor, 首创证券

传统卖场数字化转型持续，“低频变高频”将成主流。随着上游品牌知名度提高和线下各类渠道冲击，传统卖场转型迫在眉睫。目前我国传统卖场转型方式主要有两方面：一是数字化转型，如居然之家与阿里巴巴牵手，全面深化在新零售领域的合作，打造数字化卖场，包括卖场的数字化硬件搭建、门店与线上交易的打通等；二是业态升级，“低频变高频”，用快消品、热门活动给门店带来流量，再借助设计精良的家具和生活化场景体验，激发消费者的潜在购买欲望，并提高消费者的重复购买率，如美凯龙引入餐饮、娱乐、健身等一站式生活服务，居然之家早在 2015 年起逐步于卖场引入院线、餐饮、儿童娱乐、教育、养老、健身等业务，将用户吸引和留在居然之家的场里，形成联动高频的消费触达。

3 轻工制造重要个股：加速分化，细分龙头实力凸显

3.1 家具：渠道力与自有品牌优势强化

我们认为 2022 年下半年我国家具内销市场需求有望强劲回补，家具出口链企业利润端有望回暖。重点关注定制家具和成品家具赛道细分龙头企业渠道变革与自有品牌出海所带来的发展机遇。

表 8 主要家具公司财务预测

公司名称	2021 年营收规模 (亿元)	2021 年归母净利润规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
欧派家居	204.42	26.66	22.9%	16.0%	15.2%	24.7%	17.8%	16.7%	买入
顾家家居	183.42	16.64	23.9%	20.1%	20.2%	26.5%	22.3%	20.3%	买入
索菲亚	104.07	1.23	17.4%	18.9%	17.5%	1016.6%	23.7%	18.6%	买入
志邦家居	51.53	5.06	22.8%	21.9%	20.1%	22.0%	22.5%	21.2%	买入
金牌厨柜	34.48	3.38	24.5%	24.5%	20.7%	26.8%	25.4%	20.6%	增持

资料来源: Wind, 首创证券

欧派家居：公司为我国定制家具行业龙头公司，在品类拓展、产能扩充和渠道运营方面均领先行业大部分公司，并依托公司优秀的管理能力和企业文化，通过“大家居”战略，率先布局工程、整装渠道，持续引领行业变革。基于公司在渠道、产品、产能全方位的领先优势，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 33.24/39.17/45.69 亿元，维持“买入”评级。

顾家家居：我们持续看好顾家家居在优秀管理团队的带领下，通过不断扩大自身品

类、优化品牌矩阵及上下游产业链，提升竞争优势，并有望在内销外销市场加速抢占市场份额，穿越地产周期，再攀高峰。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21.06/25.76/30.98 亿元，维持“买入”评级。

索菲亚：公司“全品类+多品牌+全渠道”运营稳健，品牌力、渠道力、数字化能力、产品力、供应链能力均持续提升。同时，公司在渠道端优势深厚，整装等新业务进展顺利，恒大事妥善解决后公司仍具有长期成长活力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 13.7/16.9/20.1 亿元，维持“买入”评级。

志邦家居：公司扩张稳扎稳打，运营重质重量，始终重视对大宗业务风险把控，前瞻性地优化客户结构，使得公司发展高质稳健，业务结构良性健康。同时，公司盈利能力有望随衣柜等业务规模效应显现进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.17/7.55/9.15 亿元，维持“买入”评级。

金牌厨柜：公司衣柜及木门等新品类表现优异，大宗渠道增长靓丽，经营表现虽受疫情影响短期承压，但我们仍看好公司长期成长动能。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.3/5.4/6.5 亿元，维持“增持”评级。

3.2 造纸与包装印刷：成本管控能力与产能扩张为竞争核心关键

我们认为造纸与包装印刷细分板块，固废进口全面缩紧、“限塑令”、“能耗双控”、“双减”政策等对造纸包装领域产生不同程度影响，成本管控能力与产能扩张为企业竞争关键。

表 9 主要造纸与包装印刷公司财务预测

公司名称	2021 年营收规模 (亿元)	2021 年归母净利润 规模(亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
太阳纸业	319.97	29.57	10.0%	10.3%	11.0%	10.6%	10.7%	11.3%	买入
仙鹤股份	60.17	10.17	24.6%	23.7%	15.0%	2.8%	28.3%	17.1%	买入
五洲特纸	36.90	3.90	76.7%	23.0%	23.3%	49.2%	23.3%	25.0%	增持
百亚股份	14.63	2.28	24.2%	22.1%	20.9%	20.4%	22.6%	21.0%	买入

资料来源：Wind，首創證券

太阳纸业：公司产能规模领先，成本优势显著，同时公司产能建设稳步推进驱动规模优势持续扩张。未来随着投建产能有序释放将为公司收入端增长提供动能，“双碳”背景下，公司凭借清洁能源使用、自建电厂配套等方面的优势有望持续受益。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 32.7/36.2/40.3 亿元，维持“买入”评级。

仙鹤股份：公司特种纸龙头地位稳固，盈利能力行业突出。同时，公司产能步入快速扩张阶段，全国布局日益完善，助力公司逐步突破产能瓶颈，未来成本及规模优势均有望进一步扩大。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.5/13.4/15.7 亿元，维持“买入”评级。

五洲特纸：公司产能规模领先，截止 2021 年末，公司已建成投产 8 条产线，拥有 135 万吨产能，其中食品包装纸 78 万吨，格拉辛纸 21 万吨，文化纸 30 万吨，转印纸 5 万吨，描图纸 7000 吨，已逐步成为国内产能最大的特种纸生产企业之一。随着公司后续产能的有序投放，规模优势有望进一步巩固，看好禁塑令驱动下公司业绩长期增长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.8/7.2/9.0 亿元，维持“增持”评级。

百亚股份：公司在我国卫生巾领域具有较强生产实力与品牌积累，自主品牌与渠道深耕前景广阔，发展实力强劲，品牌价值有望随行业成长逐渐凸显。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.75/3.37/4.07 亿元，维持“买入”评级。

3.3 文娱：龙头企业借景气复苏有望持续受益

我们认为文娱用品赛道受益消费升级影响明显，其中龙头企业有望借助行业景气度提升加速自身竞争实力再提高。

表 10 主要文娱珠宝公司财务预测

公司名称	2021 年营收规模 (亿元)	2021 年归母净利润 规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
周大生	91.55	12.25	40.87%	21.18%	13.85%	19.78%	18.75%	17.26%	-
晨光股份	176.07	15.18	20.4%	20.2%	20.3%	16.3%	20.0%	20.0%	买入

资料来源: Wind, 首创证券

注: 周大生营收及归母净利润增速使用 Wind 一致盈利预测。

周大生: 公司为我国珠宝首饰行业知名品牌，其渠道网络在疫情期间逆势扩张，公司品牌力持续增强，且在启动省代模式后促进公司营业收入增速显著提高，看好公司在新业务模式下经营表现加速提升。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.67/17.42/20.42 亿元。

晨光股份: 公司传统文具业务护城河深厚，经营表现稳健。科力普及九木杂物社等新业务则逐渐接棒，有望成为公司未来业绩增长主要动能。同时，2021 年为公司新五年战略开局之年，看好公司在新五年战略指引下的盈利修复及长期成长能力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 17.7/21.2/25.4 亿元，维持“买入”评级。

3.4 其他轻工：把握流量入口，关注数字化转型效率提升

我们认为在民用电工与家具零售领域，流量入口的把握能力为核心关键，渠道深耕且注重数字化效率提升的企业有望持续领先。

表 11 其他轻工公司财务预测

公司名称	2021 年营收规模 (亿元)	2021 年归母净利润 规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
公牛集团	123.85	27.80	17.0%	15.4%	14.5%	17.0%	18.2%	15.2%	买入
欧普照明	88.47	9.07	9.4%	15.0%	13.1%	7.7%	17.4%	15.8%	买入
居然之家	130.71	23.25	16.4%	15.0%	13.5%	22.4%	15.2%	15.8%	买入

资料来源: Wind, 首创证券

公牛集团: 公司为民用电工行业绝对龙头，品牌深入人心。公司产品端持续创新，渠道端紧密建设，供应链端不断优化，推动公司护城河日渐深厚。反垄断处罚对公司经营端影响有限，不改公司长期增长趋势。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 32.52/38.43/44.28 亿元，维持“买入”评级。

欧普照明: 目前全球处于 LED 照明替代传统照明进程中，行业空间大，公司有望持续受益于行业整体增长与集中度提升。同时，公司持续推进渠道深耕，内销外销齐头发展，助力公司稳步成长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 9.77/11.46/13.28 亿元，维持“买入”评级。

居然之家: 公司为我国家居建材卖场行业龙头企业，持续推进数字化转型助力传统卖场焕发新机，布局自营和 IP 业务完成家居家装产业服务平台闭环，竞争壁垒日益深厚。我们看好公司数字化转型背景下线上线下融合、大家居与大消费融合、产业链上下游融合所带来的竞争优势，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 28.47/32.79/37.97 亿元，维持“买入”评级。

4 风险提示

原料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率波动风险。

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

褚远熙，轻工制造行业研究助理，香港中文大学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现