

## 原材料价格下降带动盈利修复，下半年需求复苏有望逐步兑现

### 核心观点：

- **家居：地产政策有望进一步发力，关注家居龙头在下半年业绩修复表现。** 房地产方面，7月以来，房地产销售数据持续承压、疫情略有抬头、断贷风险事件发生等因素，共同导致本月家居用品板块大跌，跌幅达到12.54%。中央政治局会议将稳定房地产市场放在首要位置，并提出因城施策用足用好政策工具箱，未来地产政策有望进一步发力。**疫情方面**，近期疫情虽略有抬头，但当前疫情形势较二季度已有大幅改善，家居需求具备刚需属性，受疫情影响而延迟释放，下半年家居需求有望回补，带动家居企业业绩修复。**供给方面**，大家居战略引领下，头部家居企业持续进行商业模式创新，推进品类融合，强化流量竞争力，成长性显著，强于行业平均。同时，家居板块估值仍有进一步成长空间，头部企业估值分位数均处于低位。建议关注：家居行业龙头【欧派家居】、【顾家家居】、【志邦家居】、【金牌厨柜】及【索菲亚】。
- **造纸：行业承压加速集中，龙头企业业绩弹性可期。** **废纸系：**近期废黄板纸价格快速下行，带动成品纸价格有所下降，但成品纸价格表现强于废黄板纸，盈利能力迅速反弹；同时，头部纸企均发布停机计划，将对瓦楞纸、箱板纸进行减产，未来供需格局有望改善。**浆纸系：**我国纸浆进口依存度较高，前期在俄乌危机、疫情、停产减产等多重因素冲击下，我国纸浆供应紧张，价格快速上涨至历史高位；近期多家纸企集体提价，盈利能力有望持续改善，未来有望受益于浆价下行及成品纸提价。**特种纸：**短期来看，特种纸原材料主要为纸浆及化工原料，浆价高企支撑特种纸提价1,500元/吨，未来头部纸企仍有望继续提价释放业绩弹性；中长期来看，特种纸下游需求持续扩张，竞争格局良好，头部企业持续进行产能建设，布局自给浆，未来成长性显著。建议关注：浆纸系龙头【太阳纸业】、【岳阳林纸】，特种纸龙头【仙鹤股份】。
- **包装：原材料价格下行，把握盈利修复机遇。** **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**，政策支持及技术升级驱动下，市场规模稳定增长，但市场集中度较低，行业竞争激烈；奶酪行业快速成长，带动奶酪棒包装迅速发展，奶酪棒包装具备较强技术壁垒，竞争格局优良，投资价值凸显。**金属包装方面**，饮料酒水为金属包装主要下游应用，啤酒罐化率不断提升，持续贡献增量需求；供需格局改善强化包装龙头议价能力，盈利有望增强。**包装原材料方面**，废黄板纸价格下行带动包装纸价格下降，化工产品同原油价格持续下行，镀锡板卷及铝材均较高位有较大降幅，纸包装、塑料包装及金属包装原材料成本均将得到缓解，未来盈利有望逐渐修复。建议关注：包装行业龙头【上海艾录】、【奥瑞金】及【裕同科技】。
- **轻工消费：电子烟行业成长性显著，文具行业市场持续扩容。** **电子烟：**监管政策稳步推进，相关牌照陆续发放，根据蓝洞新消费统计及预测数据显示，截至7月30日，已有11家电子烟品牌获得品牌持牌许可类的生产许可证，烟弹累计生产规模配额预计超过5.5亿颗，其中悦刻年

## 轻工制造行业

### 推荐(维持评级)

#### 分析师

陈柏儒

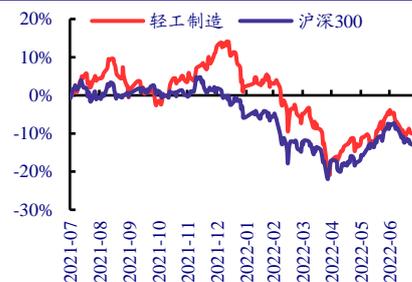
☎: 010-80926000

✉: chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

#### 行业数据

2022-07-29



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

产配额为 3.287 亿颗烟弹、1,505 万根烟杆、610 万支一次性电子烟。同时，思摩尔国际子公司韦普莱思获得生产企业许可证，后续其他包括麦克韦尔等子公司许可证有望持续落地。国内拥有全球最大的烟民群体，电子烟渗透率低，叠加国际需求稳步扩容，未来行业发展空间广阔。**文具：**C 端文具产品高端化发展，人均消费对标美日具备较大提升空间，未来市场规模将稳健成长，集中度有望提升；数字化采购快速发展，市场空间达万亿级，办公直销业务成长性显著。建议关注：电子烟行业龙头【思摩尔国际】，文具行业引领者【晨光股份】，露营经济受益者【浙江自然】。

- **风险提示：**宏观经济下行；房地产复苏不及预期；原材料价格上涨。

## 目 录

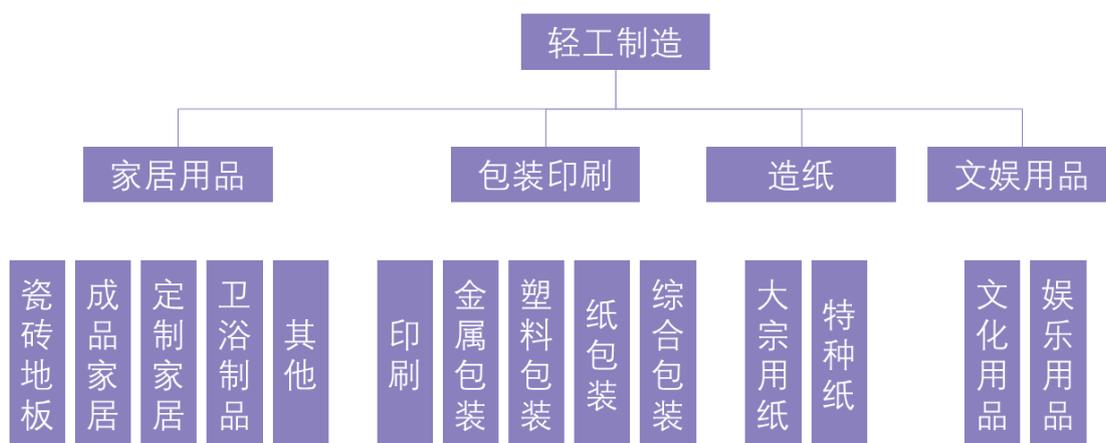
一、轻工行业是国民经济重要环节，政策引导转型升级.....	3
（一）国民经济重要环节，与民生密切相关.....	3
（二）政策引导轻工产业高质量发展，打造核心竞争优势.....	3
二、行业重点数据跟踪.....	5
（一）造纸：废纸系成品纸盈利能力快速修复，浆纸系原材料成本压力有待缓解.....	5
1. 废纸系：原料价格快速下行，成品纸盈利能力迅速上扬.....	5
2. 浆纸系：纸浆价格仍处高位，静待成品纸毛利率反弹.....	6
（二）家居：积极因素凸显，需求端有望逐步恢复.....	8
1. 销售：行业基本面承压，景气度有所回暖.....	8
2. 房地产：商品房销售持续改善，7月以来小幅承压.....	9
3. 原材料：家居原材料成本压力有所缓和.....	10
（三）包装：金属、塑料原料价格整体下行.....	12
（四）文娱：文娱消费环比改善，静待下半年消费复苏.....	12
三、行业面临的问题及建议.....	13
（一）现存问题.....	13
1. 行业分散，效率有待提升.....	13
2. 企业实力不足，中高端产品竞争力弱.....	13
（二）建议及对策.....	14
1. 加强创新引领，推动供给向高质量发展.....	14
2. 提升产业链现代化水平，增强产业实力.....	14
四、轻工制造行业在资本市场中的发展情况.....	14
（一）行业收益率表现.....	14
（二）行业估值.....	15
五、投资建议.....	16
六、风险提示.....	19

## 一、轻工行业是国民经济重要环节，政策引导转型升级

### （一）国民经济重要环节，与民生密切相关

轻工制造业主要指生产消费资料的工业，提供生活消费品并制作手工工具，其概念与重工业相对，同时互有交叉。按照证券市场分类，轻工制造行业通常由包装印刷、家居用品、造纸及文娱用品四大板块构成。

图 1. 轻工制造行业构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2021 年，轻工行业规模以上工业企业数占全国工业的 27.6%，资产总额占全国工业的 13.4%，营业收入占全国工业的 17.5%，利润总额占全国工业的 16.2%，全国轻工行业规模以上企业出口交货值占全国出口交货值的 19.7%。轻工行业全部工业企业累计实现营业收入 26 万亿元，利润 1.7 万亿元，其中，规模以上工业企业累计实现营业收入 22.4 万亿元，同比增长 14.4%，利润 1.4 万亿元，同比增长 7.4%。

### （二）政策引导轻工产业高质量发展，打造核心竞争优势

2022 年 6 月，工信部等 5 部门发布《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》。意见稿指出，轻工行业是我国国民经济传统优势产业，重要的民生产业，在国际上具备较强竞争力。但我国轻工业面临中高端产品供给不足、国际知名品牌不多、产业链现代化水平不高等问题。其提出发展目标：到 2025 年，轻工业综合实力显著提升，占工业比重基本稳定，扩内需、促消费的作用明显，服务构建新发展格局、促进经济社会高质量发展的能力增强。届时，将培育一批消费引领能力强、国际竞争优势明显的轻工产品品牌，造就一批百亿元以上品牌价值企业，将提供较多投资机会。

**表 1. 指导意见目标规划**

	目标内容
行业经济稳定运行	轻工业增加值增速与全国工业增加值增速平均水平一致，重点行业利润率和主要产品国际市场份额保持基本稳定，质量效益明显提升。
科技创新取得新突破	规模以上企业有效发明专利数量较快增长，重点行业研发投入强度明显提高。突破一批关键技术，每年增加一批升级和创新消费品。
产业结构持续优化	培育形成一批具有竞争力的企业和先进制造业集群。巩固提升内外联动、东西互济的产业发展优势，区域布局进一步优化。
品牌竞争力大幅提升	培育一批消费引领能力强的轻工产品品牌。造就一批百亿元以上品牌价值企业，重点产业集群区域品牌影响力持续提升。
产业链水平现代化水平不断提升	产业基础进一步巩固，数字化转型稳步推进，形成一批优势产业链。建设一批智能制造示范工厂，推广一批智能制造优秀场景。
绿色发展取得新进步	资源利用效率大幅提高，单位工业增加值能源消耗、碳排放量、主要污染物排放量持续下降。

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

指导意见进一步提出五项重点任务，从科技创新、供给优化、产业链现代化、绿色低碳及产业生态等方面提出具体措施，并规划一系列关键技术研发工程、升级创新产品制造工程、品牌培育工程、数字化发展推进工程及绿色低碳技术发展工程，引导产业升级。

**表 2. 指导意见执行措施**

	具体措施
强化科技创新战略支撑	加快关键技术突破；完善科技创新体系；优化标准体系建设
构建高质量的供给体系	增加升级创新产品；提升质量保障水平；强化品牌培育服务；推广新型商业模式
提升产业链现代化水平	推进产业基础高级化；加快产业链补链强链；深入实施数字化转型；发展服务型制造新模式
深入推进绿色低碳转型	加快绿色安全发展；全面建设绿色制造体系；引导绿色产品消费
优化协调发展的产业生态	提高企业差异化发展水平；建设高水平的产业集群；优化产业空间布局；积极融入全球产业体系
加大组织保障实施力度	完善财税金融支持政策；强化高素质人才支撑；加强公共服务能力建设；优化产业发展环境；加强组织实施

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

**表 3. 指导意见相关工程**

	具体项目
关键技术研发工程	<p><b>造纸：</b>高等级绝缘纸，高纯度溶解浆生产技术，特种纸基复合材料，纤维素、半纤维素、木素基等生物质新材料，医疗卫生用纸基材料等；</p> <p><b>轻工机械：</b>高速 PET 瓶旋转式吹瓶机、高速无菌纸灌装机、新型洗涤装备、液体食品无菌罐装包材及设备、有害物质检测试剂及设备。</p>
升级创新产品制造工程	<p><b>塑料制品：</b>新型抗菌塑料、面向 5G 通信用高端塑料、特种工程塑料、血液净化塑料、高端光学膜等。</p> <p><b>五金制品：</b>智能锁、智能高档工具等智能五金制品，节水型卫浴五金产品等。</p> <p><b>陶瓷日用玻璃：</b>新型日用陶瓷、工艺美术陶瓷，轻量化玻璃瓶罐、高档玻璃餐饮具、微晶玻璃制品等。</p> <p><b>自行车：</b>时尚休闲、运动健身、长途越野和高性能折叠等多样化自行车，轻量化、网联化、智能化的电动自行车等。</p> <p><b>眼镜钟表：</b>有害光防护、光敏感防护、抗疲劳、青少年近视管控、成人渐进等多功能镜片产品；多功能高档精品手表，非遗传统技艺高档时钟，与健康产业相关的智能手表等。</p>

**轻工机械：**智能化造纸装备，塑料机械、洗涤设备云控制平台，全自动吹贴灌旋一体化装备，液态产品包装生产线智能运维服务系统等。

**造纸：**智能仓储和立体库、生产线运维管理云平台，质量在线检测技术等。

**家具：**整装云赋能平台，大规模个性化定制家具模块化生产，智能工厂等。

数字化发展推进工程

**陶瓷日用玻璃：**陶瓷成型、施釉等重点环节数字化改造，基于全生产线工艺参数的采集、分析监测、过程控制和集中智能控制系统的研发和数字化技术应用。

**自行车钟表：**零部件高精度加工成型自动生产装备、“车网融合”技术等，智能化手表装配线、智能在线检测技术、柔性制造技术等。

**乐器：**钢琴专用智能装备，电鸣乐器、中乐器智能化技术与产品等。

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

## 二、行业重点数据跟踪

### （一）造纸：废纸系成品纸盈利能力快速修复，浆纸系原材料成本压力有待缓解

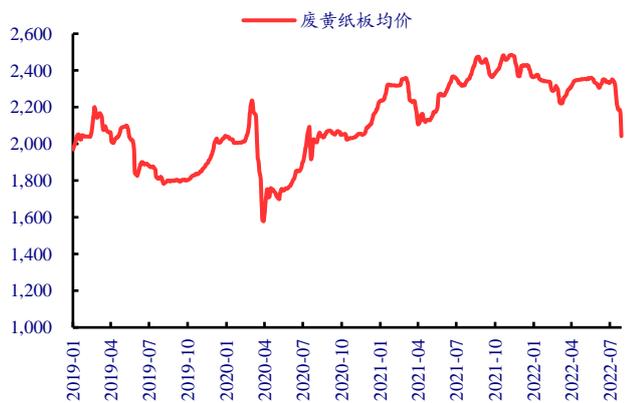
#### 1. 废纸系：原料价格快速下行，成品纸盈利能力迅速上扬

根据卓创资讯数据显示，2022年7月29日，废黄纸板平均价格为2,042元/吨，较上周下跌6.59%；2022年7月，废黄纸板库存天数为8.5天，环比增加0.5天。

截至2022年7月29日，瓦楞纸均价为3,444元/吨，较上周价格下跌1.25%；箱板纸均价为4,722元/吨，较上周价格下跌0.57%。2022年7月，瓦楞纸和箱板纸企业库存分别为68.63、138.05万吨，分别环比增加9.3、16.17万吨。

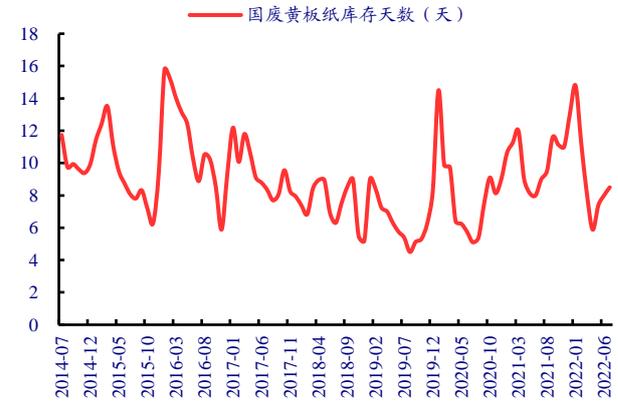
从盈利能力来看，截至2022年7月29日，瓦楞纸毛利率为12.84%，较上周上涨4.09pct；截至2022年7月28日，箱板纸毛利率为22.29%，较上周上涨2.14pct。

图 2. 废黄纸板价格（元/吨）



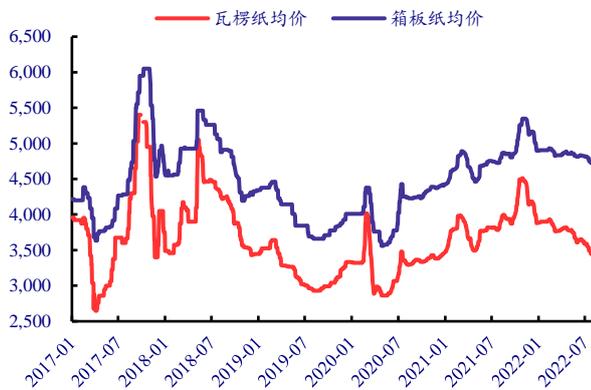
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 3. 废黄纸板库存天数（天）



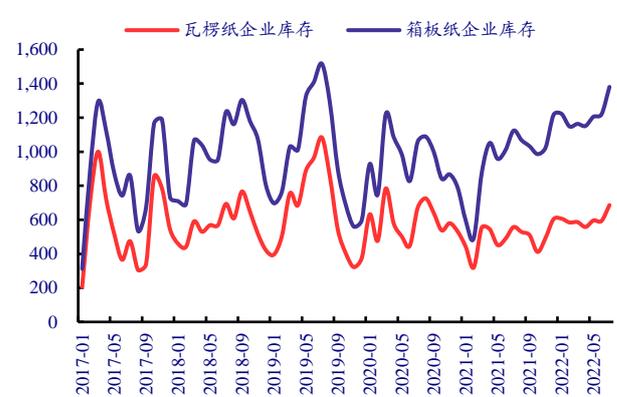
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 4. 废纸系成品纸价格 (元/吨)



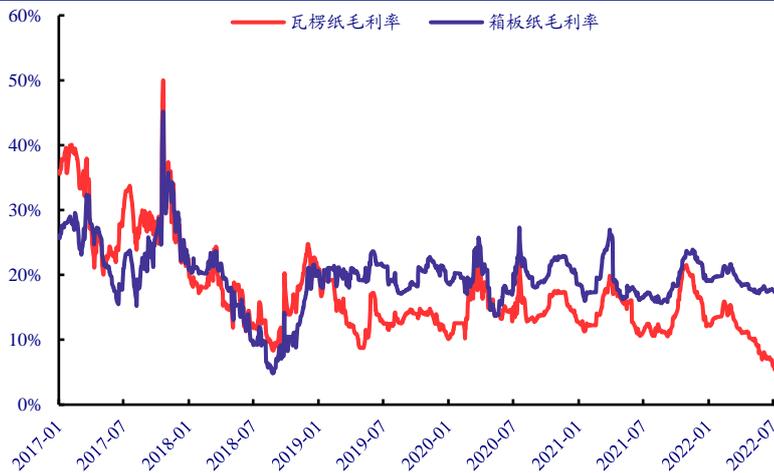
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 5. 废纸系成品纸企业库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 6. 废纸系成品纸毛利率



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

## 2. 浆纸系: 纸浆价格仍处高位, 静待成品纸毛利率反弹

根据卓创资讯数据显示, 截至 2022 年 7 月 29 日, 阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别为 6,713.64、7,278.57、5,433.33 元/吨, 分别较上周上涨 0.99%、1.42%、0%。截至 2022 年 6 月, 青岛港、常熟港、保定纸浆库存量分别为 117.5、50.5、4.6 万吨, 分别环比变动 4.5、-4.9、0.4 万吨。

截至 2022 年 7 月 29 日, 阔叶浆、针叶浆外盘报价分别为 810.83、1,022.86 美元/吨。截至 2022 年 7 月 28 日, 化机浆外盘报价为 750 美元/吨。2022 年 1 月至 6 月, 进口纸浆累计值为 1,476.6 万吨, 同比下降 6.6%。

截至 2022 年 7 月 29 日, 双胶纸、双铜纸及白卡纸价格分别为 6,288、5,420、5,960 元/吨, 分别较上周变动 0.21%、-1.99%、-1.32%。2022 年 7 月, 双胶纸企业库存为 69.24 万吨, 环比下降 3.6 万吨; 双铜纸企业库存为 52.65 万吨, 环比下降 0.1 万吨; 白卡纸企业库存为 69.41 万吨, 环比增加 0.4 万吨。

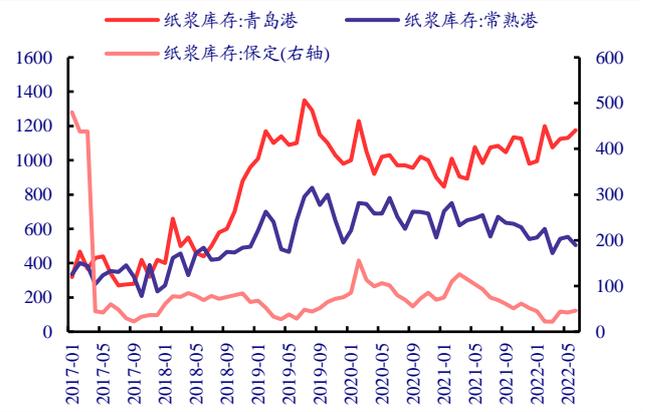
从盈利能力来看，截至 2022 年 7 月 29 日，双胶纸、双铜纸及白卡纸月度毛利率分别为-8.27%、-21.79%、0.08%，较上周分别变动-0.59 pct、-3.24 pct、-1.82 pct。

图 7. 纸浆价格 (元/吨)



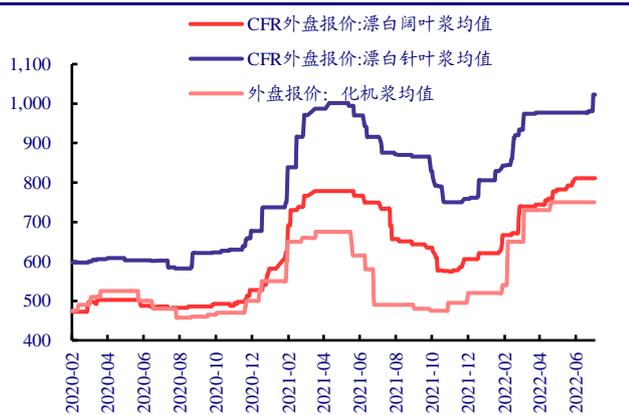
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 8. 纸浆库存 (千吨)



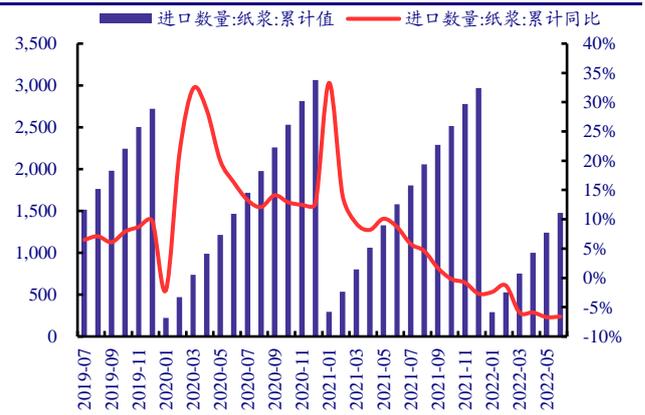
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9. 纸浆外盘价格 (美元/吨)



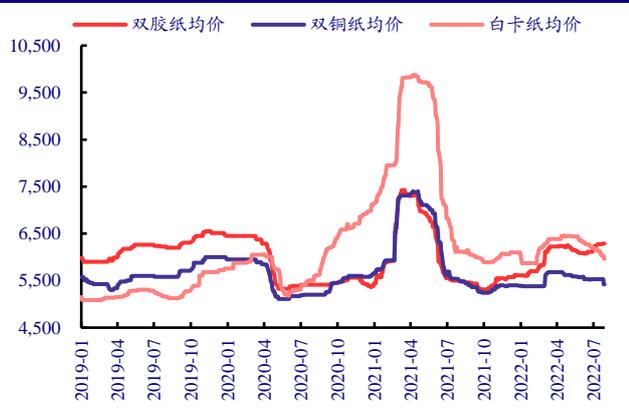
资料来源：Wind，卓创资讯，中国银河证券研究院

图 10. 纸浆进口数量累计值 (万吨)



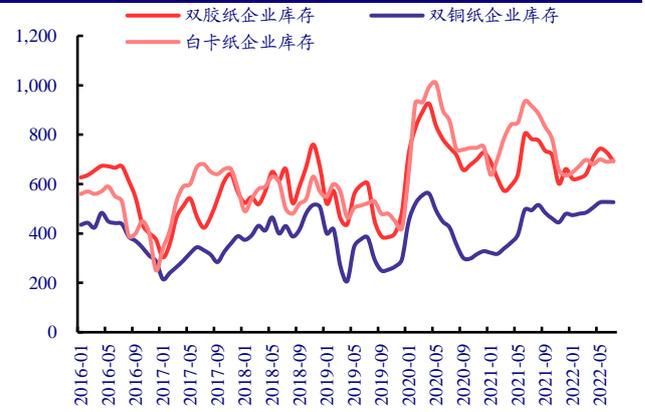
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11. 浆纸系成品纸价格 (元/吨)



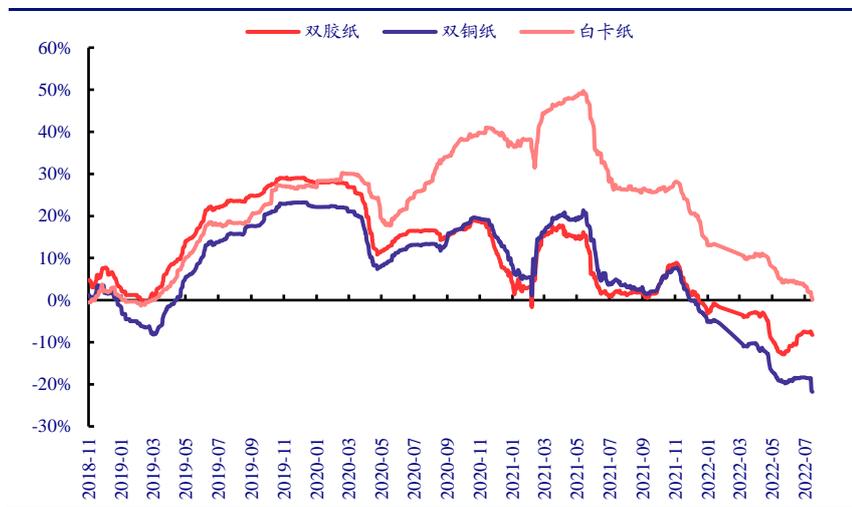
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 12. 浆纸系成品纸企业库存 (千吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 13. 浆纸系成品纸月度毛利率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

## (二) 家居：积极因素凸显，需求端有望逐步恢复

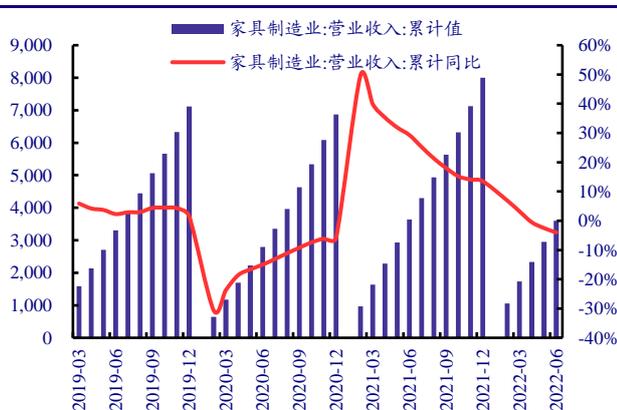
### 1. 销售：行业基本面承压，景气度有所回暖

2022年1月至6月，我国家具制造业累计实现营业收入达到3,604亿元，同比下跌4.00%；利润总额达到174.8亿元，同比上涨2.60%。2022年6月，家具制造业企业单位数达到7,183家，其中亏损单位数达到1,926家，占比为26.81%。

2022年1月至6月，建材家居卖场累计销售额为6,371.71亿元，同比上涨32.47%；全国建材家居卖场景气指数（BHI）为116.44，环比下跌6.63，同比下降4.55。

2022年1月至6月，家具及零件出口金额累计达到352.49亿元，同比上涨1.20%

图 14. 家具制造业营业收入累计值（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15. 家具制造业利润总额累计值（亿元）



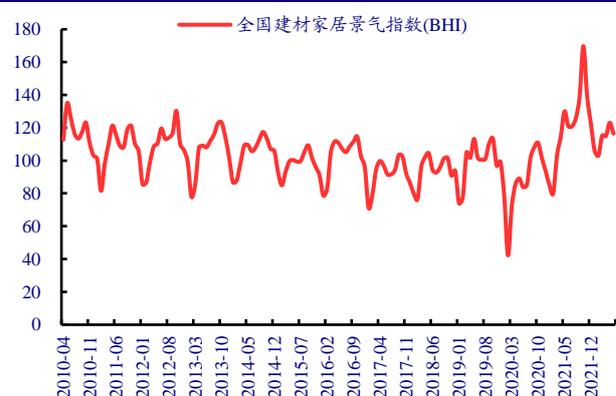
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16. 建材家居卖场销售额累计值 (亿元)



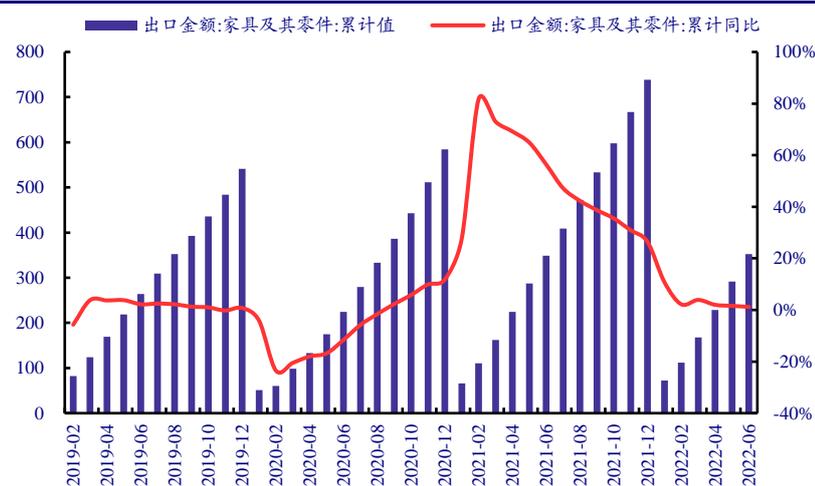
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17. 全国建材家居景气指数(BHI)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18. 家具及其零件出口额累计值 (亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 2. 房地产：商品房销售持续改善，7 月以来小幅承压

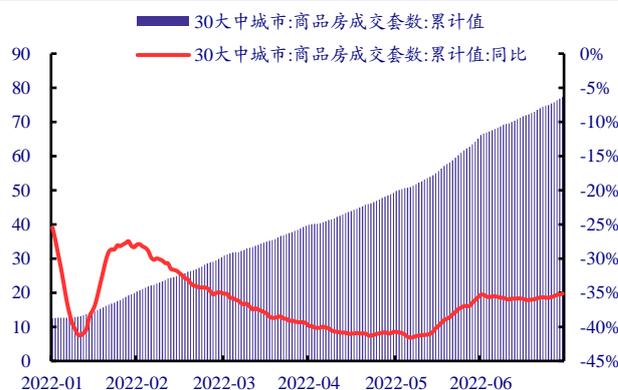
2022 年 1 月至 6 月，全国房屋累计新开工面积达 6.64 亿平方米，同比下跌 34.4%。截至 2022 年 7 月 29 日，全国 30 大中城市商品房成交套数年初以来累计 77.3 万套，同比下降 35.13%；成交面积年初以来累计为 8,571.7 万平方米，同比下降 33.82%。2022 年 1 月至 6 月，全国房屋累计竣工面积达到 2.86 亿平方米，同比下跌 21.5%。

图 19. 房屋新开工面积累计值 (亿平方米)



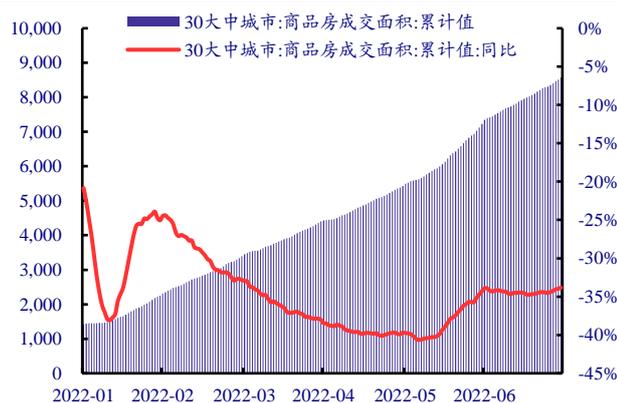
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20. 30 大中城市商品房成交套数累计值 (万套)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21. 30 大中城市商品房成交面积累计值 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22. 房屋竣工面积累计值 (亿平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3. 原材料：家居原材料成本压力有所缓和

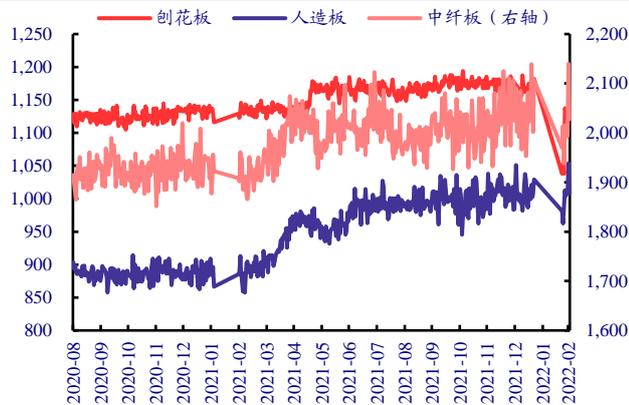
截至 2022 年 3 月 1 日，中国木材指数 CTI：刨花板、人造板及中纤板分别为 1,130.09、1,008.05、2,028.07 点，分别环比变动-9.02、-45.92、-111.61 点。

截至 2022 年 7 月 22 日，五金工具、五金零部件、建筑五金及五金材料价格指数分别为 113、106.25、105.31、119.66 点，周环比变动 0.52、-0.02、0.68、0.28 点。

截至 2022 年 7 月 29 日，MDI 国内现货价为 16,000 元/吨，较上周下降 0.62%，同比下降 9.86%；TDI 国内现货价为 15,500 元/吨，较上周下降 5.49%，同比上涨 12.32%；截至 2022 年 7 月 24 日，软泡聚醚市场平均价为 8,952 元/吨，较上周下降 6.26%，同比下降 50.26%。

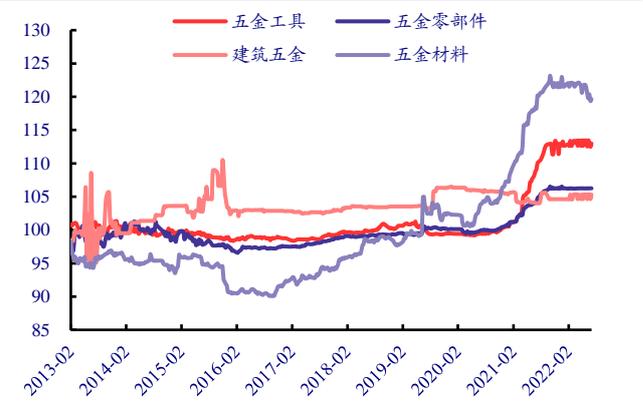
截至 2022 年 6 月 24 日，海宁皮革原材料类价格指数为 88.43 点，较上周价格持平。

图 23. 中国木材价格指数 (2010 年 6 月=1000)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24. 五金价格指数



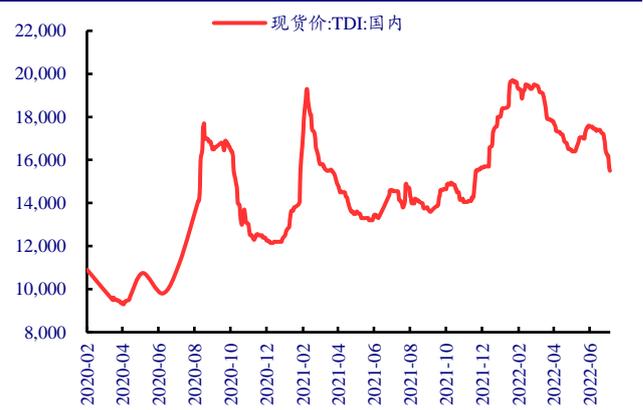
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25. MDI 国内现货价 (元/吨)



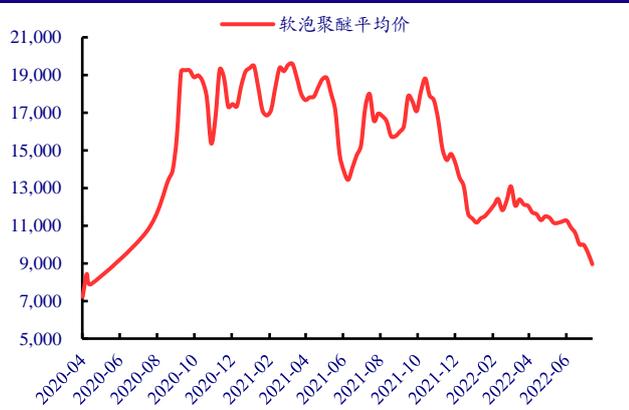
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26. TDI 国内现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27. 软泡聚醚各市场平均价 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28. 海宁皮革原材料类价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 包装：金属、塑料原料价格整体下行

截至 2022 年 7 月 29 日，镀锡板卷主流市场平均价格为 7,383.33 元/吨，较上周价格下降 0.00%；LME 铝现货结算价为 2,452 美元/吨，较上周价格下降 0.33%。

截至 2022 年 7 月 29 日，WTI 原油和布伦特原油期货结算价分别为 98.62、110.01 美元/桶，分别较上周环比变动 4.14%、6.60%。截至 2022 年 7 月 29 日，线型低密度聚乙烯 (LLDPE) 期货结算价为 8,083 元/吨，较上周价格上涨 5.69%；聚丙烯期货结算价为 8,115 元/吨，较上周价格上涨 5.80%。

图 29. 镀锡板卷主流市场平均价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30. LME 铝现货结算价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31. 国际原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 32. 化工产品价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (四) 文娱：文娱消费环比改善，静待下半年消费复苏

2022 年 1 月至 6 月，我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业营业收入累计值达到 6,963.7 亿元，同比上涨 4.00%；体育、娱乐用品类零售额累计值达到 526.2 亿元，同比下跌 0.80%。2022 年 1 月至 6 月，我国金珠宝类零售额累计值达到 1,479 亿元，同比下跌 1.30%；文化办

公共用品零售额累计值达到 1,979 亿元，同比上涨 5.70%。

图 33. 文教、工美、体育和娱乐用品制造业营收累计(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 34. 体育、娱乐用品类零售额累计(亿元)



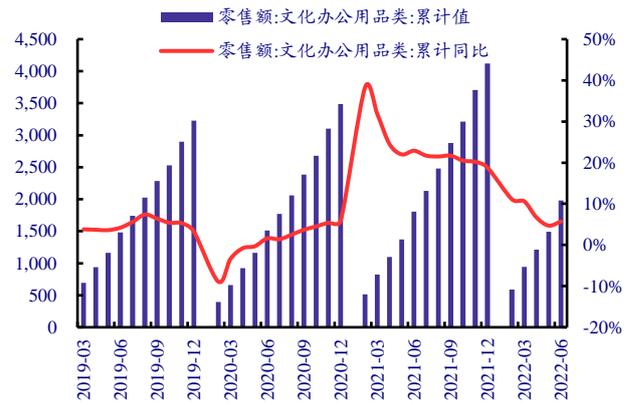
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 35. 金银珠宝类零售额累计(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 36. 文化办公类用品零售额累计(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、行业面临的问题及建议

#### (一) 现存问题

##### 1. 行业分散，效率有待提升

轻工行业发展时间久远，行业已步入成熟期：1) 行业成长空间有限，市场规模基本维稳；2) 生产技术已然成熟，难以实现革命性突破。而轻工行业门槛相对较低，市场参与者众多，导致整个行业呈现分散状态，资源配置效率有待提升。

##### 2. 企业实力不足，中高端产品竞争力弱

我国轻工制造行业整体实力不足。产品设计方面，国内设计水平较低，追求同国外设计合作，产品同质化严重；资本实力方面，上市企业数量有限，而头部企业市值对标海外，有较大

的发展空间；生产水平方面，仅头部企业有能力实现较高自动化程度，且在同大数据、人工智能等新兴领域应用不足。

## （二）建议及对策

### 1. 加强创新引领，推动供给向高质量发展

梳理各子行业在关键技术方面存在的薄弱环节和“卡脖子”短板，通过政府、协会等有影响力的组织引导核心技术攻关，推进关键技术研发工程的落地。同时，围绕健康、育幼、养老等迫切需求，大力增加升级创新产品，推动高质量供给，引领和创造新需求。

### 2. 提升产业链现代化水平，增强产业实力

推进产业基础高级化，利用产业基础再造工程，分行业梳理和补齐产业基础短板，深入实施轻工产业基础相关领域重点产品、工艺“一条龙”应用计划，提高基础产品质量，提升先进基础工艺普及率，促进成果创新示范应用。

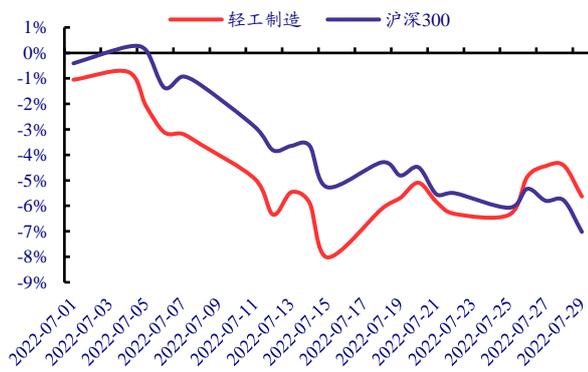
加快产业链补链强链，围绕产业链重点环节，发挥工业互联网平台和标识解析体系作用，推进产业链上下游在技术、人才、项目、资金等方面合作，形成融通发展新格局。

## 四、轻工制造行业在资本市场中的发展情况

### （一）行业收益率表现

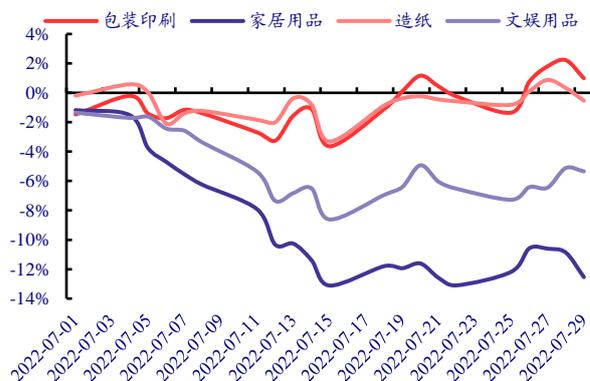
2022年7月，沪深300指数下跌7.02%，轻工制造板块下跌5.63%，在31个子行业中的涨跌幅排名为第22名。本年轻工制造板块整体呈现下跌趋势，其中家居用品板块下降最多，降幅达到12.54%，文娱用品及造纸板块分别下跌5.35%、0.54%，而包装印刷板块上涨0.99%。

图 37. 本年轻工制造板块行情走势



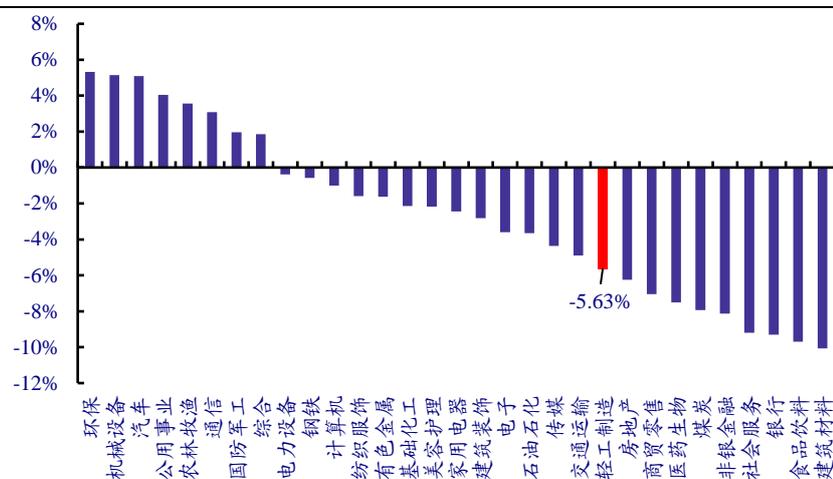
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 38. 本年轻工板块整体上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 39. 本月中万一级子行业涨跌幅排名



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 行业估值

行业估值仍存进一步成长空间。2015 年以来, 轻工制造及其各细分板块的市盈率一路波动下降, 截至 2022 年 7 月 29 日, 沪深 300/轻工制造/家居用品/造纸/包装印刷/文娱用品市盈率分别为 12X/26X/30X/16X/28X/54X, 估值仍存在进一步提升空间。

图 40. 轻工制造板块 PE 及分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 41. 家居用品行业 PE 及分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 42. 造纸板块 PE 和分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 43. 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 44. 文具用品板块 PE 及分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议

**家居：困境反转带动基本面改善，家居龙头有望加速复苏。**

稳定市场为首位，地产政策宽松仍将持续。7 月 28 日，中央政治局会议提出：要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。在断贷风险及地产市场再度探底的背景下，中央将稳定市场放在首要位置，并提出因城施策用足用好政策工具箱，我们认为未来地产放松政策有望进一步发力，将带动房地产市场复苏，并拔高家居行业估值水平。

地产复苏将带动家居行业基本面及估值修复。家居行业具备地产后周期特征，需求主要受房地产影响。因此，家居行业基本面及估值同房地产周期呈现明显的正相关特征，历史数据来看，家居行业基本面同房地产周期滞后正相关，而估值则同房地产周期同步，但同时也受市场情绪影响。未来伴随地产复苏，家居行业基本面及估值将随之修复，推动家居板块行情演绎。

**疫后复苏持续进行，家居刚需需求终将回补。**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，**我们认为疫情并未改变消费者装修动机，家居需求一直存在，仅受疫情影响而延迟释放，未来伴随疫情好转将集中释放。**从2020年经验来看，疫情虽然导致2020年装修需求受到抑制，但2021年疫情好转后装修需求集中释放，行业整体表现亮眼。**当前全国疫情形势较二季度得到大幅改善，前期被压制的家居需求将逐步释放，头部企业凭借全方位竞争优势将核心受益。**

**家装行业维持高景气度，整装有望延续高增。**2018年以来，头部企业纷纷布局整装渠道，业务开拓表现亮眼，2021年，欧派家居整装接单业绩同比增长超90%，索菲亚实现经销商合作装企叠加公司直签装企营业收入5.29亿元，同比增长3倍。今年以来，家装公司维持高景气度，预计家居全年订单有所保障，整装渠道有望延续亮眼成长。

**头部企业引领行业变革，全方位强化核心竞争力，同时，叠加疫情、原材料涨价等导致中小企业退出，家居行业集中度有望加速提升。**

**1) 品类拓展、融合持续深化。**头部企业凭借深厚的资源积累，带领行业进入整家世代，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。

**欧派发布整家定制2.0，持续引领行业整家战略前行。**7月15日，欧派发布整家定制2.0，提出“1个核心、2大标志、3项能力、4步流程”的整家定制2.0体系。其中，1个核心指利用整家思维，为客户提供空间整体解决方案；2大标志则是空间维度上聚焦六大空间，品类维度上实现“柜门墙配”品类集成，一站式、高性价比配齐；3项能力则对应整家空间布局、整家功能规划、整家效果配搭能力；4步流程分别是整家需求规划、整家设计出图、菜单式计价和一体化交付。同时，欧派推出三大核心套餐，分别是针对毛坯房的29800元高颜整家柜门墙套餐、针对精装房的29800元高颜整家时尚款套餐、针对更高需求客户的49800元高颜整家尊享版套餐。

**2) 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。

**造纸：行业承压加速集中度提升，龙头企业业绩弹性可期。**

**废纸系：废黄板纸价格快速下行，成品纸毛利率迅速反弹。**7月7日以来，废黄板纸价格自高位快速下行，16个交易日以来累计下跌13.14%，较大程度上缓解成品纸成本压力，进而带动成品纸盈利能力低位快速反弹，7月29日，瓦楞纸毛利率达到12.84%，较7月7日提升7.4 pct；7月28日，箱板纸毛利率达到22.29%，较7月7日提升4.97 pct。

**纸企掀起“停机潮”，供需格局有望优化。**7月末，多家纸企发布停机计划，包括玖龙、山鹰国际、金洲纸业等大批纸企，此轮大规模停机将带来超过58万吨的减产总量，其中主要涉及瓦楞纸、箱板纸。伴随瓦楞纸、箱板纸供应减少，叠加下半年消费复苏带来包装需求恢复，未来废纸系成品纸供需格局将得到优化，盈利能力有望不断改善。

**浆纸系：前期纸浆价格快速上涨，成品纸毛利率不断恶化。**我国纸浆进口依存度较高，俄乌危机、疫情、停产减产等多重因素冲击下，我国纸浆供应存在较强不确定性，驱动纸浆价格快速提升；而成品纸下游需求受限，价格表现不佳，毛利率不断恶化，企业经营压力持续增加。

**近期浆价压力有所缓解，双胶纸价格持续反弹。**6月上旬以来，三类纸浆价格均有不同程度的下行，进而缓解成品纸成本压力。同时，成品纸价格来看，双胶纸表现较为亮眼，自7月初以来不断上涨。成本下行叠加纸价抬升，双胶纸日度毛利率持续反弹，但仍为负数。**我们认为，未来浆纸系成品纸毛利率仍有进一步改善空间，林浆纸一体化布局的龙头纸企具备显著成本优势，在未来成品纸提价过程中，有望释放业绩弹性。**

**特种纸：短期浆价上涨推动特种纸价格上涨，头部企业业绩弹性可期。**短期来看，特种纸原材料主要为纸浆及化工原料，在本轮纸浆价格上涨行情下，成本支撑特种纸价格持续上涨，头部企业业绩弹性可期。中长期来看，特种纸下游需求持续扩张，竞争格局良好，头部企业持续进行产能建设，布局自给浆，业绩长期成长性显著。

**特种纸开启涨价序幕，成本向下传导将带动业绩改善。**6月25日，特种纸吨涨价1,500元涨价函重现市场，多家企业宣布将于7月1日起对热升华转印纸、喷绘热转印原纸或所有产品价格上调1,500元/吨。同时，7月以来，多家企业发布对热转印原纸、格拉辛纸产品涨价函。目前来看，特种纸较其他纸种具备更强的价格传导能力，保持涨价势头并能实现落地，下半年有望持续向下传导成本压力，释放业绩弹性。

**包装：市场向好把握盈利修复，业务纵向扩张一体化。**

**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**，政策支持及技术升级驱动下，市场规模稳定增长，但市场集中度较低，行业竞争激烈；奶酪行业快速成长，带动奶酪棒包装迅速发展，奶酪棒包装具备较强技术壁垒，竞争格局优良，投资价值凸显。**金属包装方面**，饮料酒水为金属包装主要下游应用，啤酒罐化率不断提升，持续贡献增量需求；供需格局改善强化包装龙头议价能力，盈利有望增强。**包装原材料方面**，废黄板纸价格下行带动包装纸价格下降，化工产品同原油价格持续下行，镀锡板卷及铝材均较高位有较大降幅，纸包装、塑料包装及金属包装原材料成本均将得到缓解，未来盈利有望逐渐修复。

**轻工消费：电子烟行业成长性显著，文具行业市场持续扩容。**

**监管政策稳步推进，相关牌照陆续发放。**4月12日，国家市场监督管理总局、国家标准化委员会批准电子烟强制性国家标准，自2022年10月1日起实施，届时所有电子烟产品均需依照国标进行生产运营。同时，政策过渡期为5个月，到9月30日结束。根据蓝洞新消费统计及预测数据显示，截至7月30日，已有11家电子烟品牌获得品牌持牌许可类的生产许可证，烟弹累计生产规模配额预计超过5.5亿颗，其中悦刻年生产配额为3.287亿颗烟弹、1,505万根烟杆、610万支一次性电子烟。同时，思摩尔国际子公司韦普莱思获得生产企业许可证，后续其他包括麦克韦尔等子公司许可证有望持续落地。

政策主要内容包括：1)雾化物中应含有烟碱，烟碱应从烟草中提取，且纯度不应低于99%，零尼古丁草本雾化产品将被禁止在国内销售；2)雾化物中的烟碱浓度不应高于20mg/g，烟碱总量不应高于200mg；3)雾化物添加剂数量为101种，可添加凉味剂和甜味剂，但雾化产品

不应针对未成年人产生诱导性，不应使产品特征风味呈现除烟草外的其他风味。

**政策提升电子烟门槛，行业将向头部集中。**技术门槛显著提高：一方面，政策直接规定电子烟产品相关参数标准，增加产品研发及生产难度，淘汰落后企业；另一方面，政策通过口味及烟碱含量、释放量等途径，一定程度上限制了电子烟使用体验，而如何在政策标准限制下，尽可能提高用户体验，则取决于企业是否具备足够的研发技术实力。同时，政策提高行业准入壁垒，相关企业从事电子烟业务需报烟草专卖行政主管部门批准。

**电子烟行业成长性显著，头部企业价值凸显。**国际市场来看，据弗若斯特沙利文统计及预测，2021年，全球雾化电子烟行业市场规模（出厂价）达到93.35亿美元，同比增长21.69%，预计未来5年将以25.3%的CAGR继续成长，并于2026年达到282.04亿美元，其中，思摩尔国际市场份额达到22.8%。国内市场来看，我国拥有全球最大的烟民基数，电子烟对传统卷烟替代空间广阔，伴随电子烟行业进入规范发展阶段，国内市场有望稳步扩张，且行业集中度提升背景下，头部企业将充分受益。

**C端文具市场稳健发展，集中度将持续提升。**伴随我国教育事业不断深化发展，在校人数持续上涨，带动C端文具市场规模稳步扩容。2021年，我国书写工具市场规模达到247.68亿元，同比增长7.05%。同时，我国人均书写工具消费水平仍处于较低水平，2021年仅为2.57美元/人，对标发达国家还具备较大提升空间。从竞争格局来看，2020年CR5为38.3%，而美日分别为48.9%、58.3%，市场集中度将持续提升。

**B端大办公文具市场规模不断扩容。**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。

建议关注：家具行业头部企业**欧派家居（603833.SH）、顾家家居（603816.SH）、志邦家居（603801.SH）、金牌厨柜（603180.SH）和索菲亚（002572.SZ）**；造纸行业龙头**太阳纸业（002078.SZ）、岳阳林纸（600963.SH）及仙鹤股份（603733.SH）**；包装行业龙头**上海艾录（301062.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）及裕同科技（002831.SZ）**；电子烟行业引领者**思摩尔国际（6969.HK）、文具行业引领者晨光股份（603899.SH）和露营经济受益者浙江自然（605080.SH）**。

## 六、风险提示

宏观经济下行；房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨。

## 插图目录

图 1. 轻工制造行业构成.....	3
图 2. 废黄纸板价格 (元/吨) .....	5
图 3. 废黄纸板库存天数 (天) .....	5
图 4. 废纸系成品纸价格 (元/吨) .....	6
图 5. 废纸系成品纸企业库存 (千吨) .....	6
图 6. 废纸系成品纸毛利率.....	6
图 7. 纸浆价格 (元/吨) .....	7
图 8. 纸浆库存 (千吨) .....	7
图 9. 纸浆外盘价格 (美元/吨) .....	7
图 10. 纸浆进口数量累计值 (万吨) .....	7
图 11. 浆纸系成品纸价格 (元/吨) .....	7
图 12. 浆纸系成品纸企业库存 (千吨) .....	7
图 13. 浆纸系成品纸月度毛利率.....	8
图 14. 家具制造业营业收入累计值 (亿元) .....	8
图 15. 家具制造业利润累计值 (亿元) .....	8
图 16. 建材家居卖场销售额累计值 (亿元) .....	9
图 17. 全国建材家居景气指数(BHI).....	9
图 18. 家具及其零件出口额累计值 (亿美元) .....	9
图 19. 房屋新开工面积累计值 (亿平方米) .....	10
图 20. 30 大中城市商品房成交套数累计值 (万套) .....	10
图 21. 30 大中城市商品房成交面积累计值 (万平方米) .....	10
图 22. 房屋竣工面积累计值 (亿平方米) .....	10
图 23. 中国木材价格指数 (2010 年 6 月=1000) .....	11
图 24. 五金价格指数.....	11
图 25. MDI 国内现货价 (元/吨) .....	11
图 26. TDI 国内现货价 (元/吨) .....	11
图 27. 软泡聚醚各市场平均价 (元/吨) .....	11
图 28. 海宁皮革原材料类价格指数.....	11
图 29. 镀锡板卷主流市场平均价格 (元/吨) .....	12
图 30. LME 铝现货结算价 (美元/吨) .....	12
图 31. 国际原油价格走势 (美元/桶) .....	12
图 32. 化工产品价格走势 (元/吨) .....	12
图 33. 文教、工美、体育和娱乐用品制造业营收累计 (亿元) .....	13
图 34. 体育、娱乐用品类零售额累计 (亿元) .....	13
图 35. 金银珠宝类零售额累计 (亿元) .....	13
图 36. 文化办公类用品零售额累计 (亿元) .....	13
图 37. 本月轻工制造板块行情走势.....	14
图 38. 本月轻工板块整体上涨.....	14
图 39. 本月申万一级子行业涨跌幅排名 .....	15

图 40. 轻工制造板块 PE 及分位点 .....	15
图 41. 家居用品行业 PE 及分位点 .....	16
图 42. 造纸板块 PE 和分位点 .....	16
图 43. 包装印刷板块 PE 及分位点 .....	16
图 44. 文娱用品板块 PE 及分位点 .....	16

## 表格目录

表 1. 指导意见目标规划 .....	4
表 2. 指导意见执行措施 .....	4
表 3. 指导意见相关工程 .....	4

### 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，13年行业分析师经验、9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](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yi@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yi@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yi@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yi@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)