

轻工制造

22Q3 综述：政策催化推荐家居低估值龙头，造纸包装关注成本改善主线

收入端受多元因素扰动短期承压，细分板块业绩分化。22Q1-3 轻工板块样本公司收入合计 3440.18 亿元，同比+8.2%，其中 Q3 实现收入 1220.9 亿元，同比+5.2%；22Q1-3 板块归母净利润合计 178.28 亿元，同比-34.1%，其中 Q3 实现归母净利润 74.79 亿元，同比-4.4%。前三季度板块毛利率 19.81%，同比-3.6pct，其中 Q3 毛利率 19.65%，同比-1.6pct；前三季度归母净利率 5.18%，同比-3.3pct，其中 Q3 归母净利率 6.13%，同比-0.6pct。

家居：收入端受地产疲软、局部疫情反复、终端消费意愿不足等因素影响，增速环比趋缓。2022Q1-3 家居板块收入 692.19 亿元，同比+2.6%，其中 Q3 收入 262.76 亿元，同比-1.7%。**毛利率、归母净利率均呈现修复态势**，2022Q1-3 家居板块毛利率 32.62%，同比-0.9pct，其中 Q3 毛利率 33.17%，同比-0.3pct；22Q1-3 归母净利率 9.08%，同比-0.8pct，其中 Q3 归母净利率为 10.67%，同比-0.3pct。22 年上半年受疫情影响板块经营性现金流短期承压，Q3 起伴随疫情控制零售端逐步修复，保交楼政策逐步落地推动大宗收入环比改善，**Q3 经营性现金流同比大幅改善**。**家居板块估值处于历史底部区间，地产政策密集出台有望带动估值回升，定制板块推荐【欧派家居】、【索菲亚】、【江山欧派】、【志邦家居】，软体板块推荐【顾家家居】、【喜临门】。**

出口：2022Q1-3 出口板块收入 279.23 亿元，同比+7.5%，其中 Q3 收入为 92.57 亿元，同比+0.6%，收入端受海外通胀高企、俄乌战争等因素影响增速趋缓，品类间持续分化，非耐用消费品表现更优。得益于汇兑收益增厚利润，**业绩端增速显著优于收入端**，2022Q1-3 出口板块归母净利润 24.39 亿元，同比+48.7%，其中 Q3 实现 8.56 亿元，同比+89.6%。出口短期受海外通胀、地缘政治等因素影响承压，疫情后整体需求或趋于平缓，细分品类间增速分化，推荐【家联科技】、【嘉益股份】（与家电联合覆盖）。

造纸：浆价回落预期增强，产能逐步释放，特种纸表现更优。2022Q1-3 造纸板块收入 1406.67 亿元，同比+10.9%，其中 Q3 收入分别为 482.82 亿元，同比+5.7%，分板块来看，得益于产能逐步释放，特种纸收入端整体表现更优，大宗纸中太阳纸业收入端表现稳健，Q3 单季度营收同比+23.8%。22Q1-3 造纸板块整体利润率均受制于成本端压力，浆价及能源价格高企，下游需求偏弱产品提价具有一定滞后性，纸企利润普遍承压，Q3 归母净利润 14.63 亿元，同比-37.5%。当前，针叶浆价格已有所松动，阔叶浆目前仍高位盘整，伴随 Arauco、UPM 阔叶浆产线投产，**木浆市场中期供应量有望增加，且浆价回落与纸价下调间存在一定的滞后性，纸企利润有望修复**。特种纸受益竞争格局优化及产业附加值，伴随产能逐步投放业绩或将触底反转，建议关注【仙鹤股份】、【五洲特纸】、【华旺科技】；大宗纸板块建议关注龙头【太阳纸业】。

包装：龙头份额稳步提升，成本端压力有望逐步缓解。2022Q1-3 包装板块收入 749.16 亿元，同比+9.4%，其中 Q3 收入 270.76 亿元，同比+11.7%。纸包装板块中，裕同科技通过收购优质资产拓展新业务增长点、不断深化大客户合作，行业需求承压的情况下 Q3 收入同比+22.0%，环比 Q2 加速增长。22Q1-3 包装板块归母净利润 43.67 亿元，同比-8.2%，其中 Q3 实现 15.99 亿元，同比+3.1%，Q3 同比增速由负转正。主要原材料白卡纸、铝价、镀锡板 22Q3 均价环比 Q2 分别下降 9.62%、10.78%、11.57%，伴随成本端压力逐步缓解，毛利率、净利率 Q3 跌幅收窄。**包装板块推荐【裕同科技】**，公司作为 3C 包装优势企业，大包装战略逐步推进，盈利能力拐点向上，公司凭借高生产效率、强研发实力、贴近式产能布局，核心客户中的份额有望逐步提升。

必选消费：晨光股份 Q3 传统业务环比向好，疫情防控政策优化，终端客流有望回暖、线下渠道优势凸显，看好其依托现有的供应链和品牌优势，继续提升精品文创市场占有率；科力普后续有望持续放量。明月镜片近视

证券研究报告

2022 年 11 月 17 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

尉鹏洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521070001

weipengjie@tfzq.com

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《轻工制造-行业专题研究:10 月新房销售面积同比降幅收窄，二手房交易同比+49%，政策催化下关注家居龙头机会—家居板块数据跟踪报告 2022 年第十期》2022-11-16

2 《轻工制造-行业专题研究:9 月商品房销售面积同比降幅收窄 6.6pct，环比+36.6%，关注地产政策放松—家居板块数据跟踪报告 2022 年第九期》2022-10-28

3 《轻工制造-行业研究周报:周观点 22W43：头部企业回购股份彰显信心》2022-10-24

防控镜片品类渗透率预计仍有较大提升空间，叠加传统产品升级，有望借助终端渠道布局、凭借性价比优势进一步提升市场份额。百亚股份核心市场市占率环比提升，产品结构升级，电商渠道快速拓展，伴随主要原材料价格下行，预计盈利能力有望快速提升。

风险提示：地产销售、竣工不及预期，原材料价格上行风险，行业竞争加剧，中美贸易摩擦风险等。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2022-11-17	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603833.SH	欧派家居	103.27	买入	4.38	4.64	5.36	6.16	23.58	22.26	19.27	16.76
603816.SH	顾家家居	35.47	买入	2.03	2.35	2.61	3.04	17.47	15.09	13.59	11.67
603008.SH	喜临门	27.83	买入	1.44	1.62	2.05	2.62	19.33	17.18	13.58	10.62
002572.SZ	索菲亚	17.12	买入	0.13	1.32	1.57	1.88	131.69	12.97	10.90	9.11
603801.SH	志邦家居	25.56	买入	1.62	1.76	2.05	2.39	15.78	14.52	12.47	10.69
002831.SZ	裕同科技	31.72	买入	1.09	1.61	1.97	2.44	29.10	19.70	16.10	13.00
603899.SH	晨光股份	47.12	买入	1.64	1.58	2.00	2.26	28.73	29.82	23.56	20.85
301101.SZ	明月镜片	58.40	增持	0.61	0.89	1.12	1.42	95.74	65.62	52.14	41.13
003006.SZ	百亚股份	13.30	买入	0.53	0.46	0.55	0.70	25.09	28.91	24.18	19.00

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 轻工板块：收入短期受外部因素扰动，业绩板块间分化	5
2. 家居：业绩短期承压，现金流环比改善，龙头经营展现韧性	5
3. 出口：品类间持续分化，汇兑收益增厚业绩	7
4. 造纸：浆价回落预期增强，产能扩张有序推进，业绩有望逐步修复	10
5. 包装：龙头份额稳步提升，成本端压力逐步缓解	12
6. 轻工必选消费	13
7. 风险提示	14

图表目录

图 1：2017-22 年前三季度家居板块营收及同比	5
图 2：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度营收及同比	5
图 3：2017-22 年前三季度家居板块归母净利润及同比	6
图 4：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度归母净利润及同比	6
图 5：2017-22 年前三季度家居板块盈利水平	6
图 6：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度盈利水平	6
图 7：2017-22 年前三季度家居板块经营性现金流及同比	6
图 8：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度经营性现金流及同比	6
图 9：2017-22 年前三季度家居板块预收账款及合同负债	7
图 10：2017-22 年前三季度家居板块应收票据及账款	7
图 11：2017-22 年前三季度出口板块营收及同比	8
图 12：2017Q1-2022Q3 出口板块单季度营收及同比	8
图 13：2017-22 年前三季度出口板块归母净利润及同比	8
图 14：2017Q1-2022Q3 出口板块单季度归母净利润及同比	8
图 15：2017-22 年前三季度出口板块盈利水平	8
图 16：2017Q1-2022Q3 出口板块单季度盈利水平	8
图 17：行业及主要品类出口金额增速	9
图 18：2017-22 年前三季度造纸板块营收及同比	10
图 19：2017Q1-2022Q3 造纸板块单季度营收及同比	10
图 20：2017-22 年前三季度造纸板块归母净利润及同比	11
图 21：2017Q1-2022Q3 造纸板块单季度归母净利润及同比	11
图 22：2017-22 年前三季度造纸板块盈利水平	11
图 23：2017Q1-2022Q3 造纸板块单季度盈利水平	11
图 24：针叶浆、阔叶浆价格（元/吨）	11
图 25：各类纸种价格（元/吨）	11
图 26：2017-22 年前三季度包装板块营收及同比	12
图 27：2017Q1-2022Q3 包装板块单季度营收及同比	12
图 28：2017-22 年前三季度包装板块归母净利润及同比	12

图 29: 2017Q1-2022Q3 包装板块单季度归母净利润及同比	12
图 30: 2017-22 年前三季度包装板块盈利水平	13
图 31: 2017Q1-2022Q3 包装板块单季度盈利水平	13
图 32: 22Q2 以来原材料铝价逐步回落 (单位: 元/吨)	13
图 33: 22 年 7 月以来镀锡板价格下跌 (单位: 元/吨)	13
表 1: 轻工子板块收入及利润 (单位: 亿元)	5
表 2: 家居板块部分公司收入及利润 (单位: 亿元)	7
表 3: 剔除财务费用后出口公司净利润 (单位: 百万元)	9
表 4: 出口板块部分公司收入及归母净利润 (单位: 亿元)	9
表 5: 浆价及成品纸价格 (单位: 元/吨)	11

1. 轻工板块：收入短期受外部因素扰动，业绩板块间分化

22Q1-3 我们观察的轻工板块样本公司收入合计 3440.18 亿元，同比+8.2%，其中 Q3 实现收入 1220.9 亿元，同比+5.2%；22Q1-3 轻工板块样本公司归母净利润合计 178.28 亿元，同比-34.1%，其中 Q3 实现归母净利润 74.79 亿元，同比-4.4%。前三季度板块毛利率 19.81%，同比-3.6pct，其中 Q3 毛利率 19.65%，同比-1.6pct；前三季度归母净利率 5.18%，同比-3.3pct，其中 Q3 归母净利率 6.13%，同比-0.6pct。

收入端受多元因素扰动短期承压，细分板块业绩分化。22Q1-3 家居、出口、造纸、包装、个护、文娱各板块收入同比+2.6%/+7.5%/+10.9%/+9.4%/+4.2%/+7.8%，其中 Q3 单季度同比分别-1.7%/+0.6%/+5.7%/+11.7%/-0.9%/+14.1%；由于原材料成本端压力，22Q3 除出口、个护板块外其他各板块盈利能力均有所承压，归母净利润增速基本弱于收入，其中出口板块受益于人民币贬值、汇兑收益增厚利润，个护板块由于豪悦护理（去年同期低基数、今年同比高增速）带动，整体业绩增速较高。

表 1：轻工子板块收入及利润（单位：亿元）

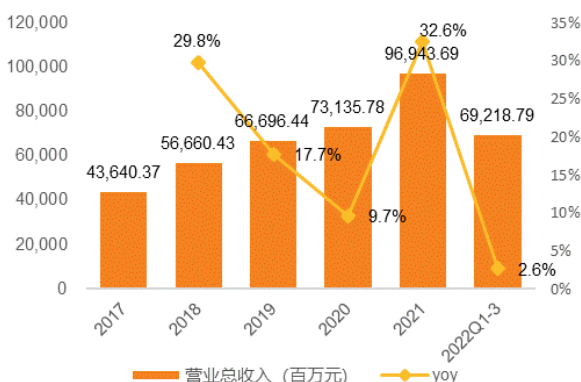
板块	收入				归母净利润				毛利率				归母净利率			
	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy
家居	692.19	2.6%	262.76	-1.7%	62.85	-5.7%	28.03	-4.4%	32.62%	-0.9%	33.17%	-0.3%	9.08%	-0.8%	10.67%	-0.3%
出口	279.23	7.5%	92.57	0.6%	24.39	48.7%	8.56	89.6%	27.14%	0.3%	29.11%	2.1%	8.74%	2.4%	9.25%	4.3%
造纸	1406.67	10.9%	482.82	5.7%	56.86	-51.4%	14.63	-37.5%	13.26%	-6.5%	11.7%	-2.6%	4.04%	-5.2%	3.03%	-2.1%
包装	749.16	9.4%	270.76	11.7%	14.63	-37.5%	15.99	3.1%	16.7%	-1.7%	16.9%	-0.8%	5.83%	-1.1%	5.91%	-0.5%
个护	103.69	4.2%	32.55	-0.9%	7.90	-20.2%	2.58	30.6%	29.8%	-5.8%	29.2%	-3.2%	7.62%	-2.3%	7.91%	1.9%
文娱	209.25	7.8%	79.44	14.1%	11.65	-10.4%	4.99	-5.5%	17.9%	-1.8%	17.9%	-2.3%	5.57%	-1.1%	6.28%	-1.3%

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 家居：业绩短期承压，现金流环比改善，龙头经营展现韧性

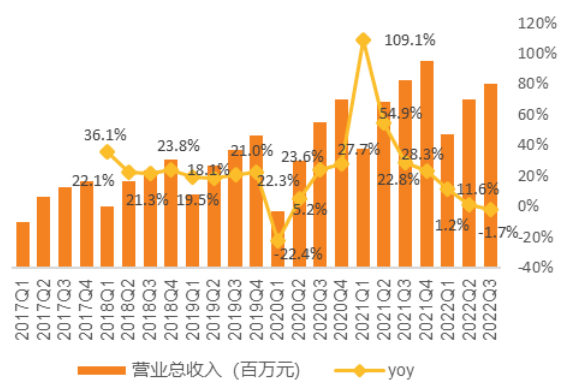
收入端受地产疲软、局部疫情反复、终端消费意愿不足等因素影响，增速环比趋缓。2022Q1-3 家居板块收入 692.19 亿元，同比+2.6%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别为 189.77/239.66/262.76 亿元，同比分别+11.6%/+1.2%/-1.7%，收入端受地产疲软、局部疫情反复、终端消费意愿不足等多元因素影响，增速环比趋缓。前三季度累计看，喜临门（+13.8%）、欧派家居（+13.0%）、金牌厨柜（+12.1%）增速领先；Q3 单季度看，喜临门、金牌厨柜增速表现更优，其中喜临门得益于自主品牌不断投入、新渠道营销品效合一、门店加速拓展&精致化升级，收入同比+10.3%，金牌厨柜收入同比+18.5%，主要系 21Q3 厦门疫情导致收入确认延迟、基数较低。

图 1：2017-22 年前三季度家居板块营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度营收及同比

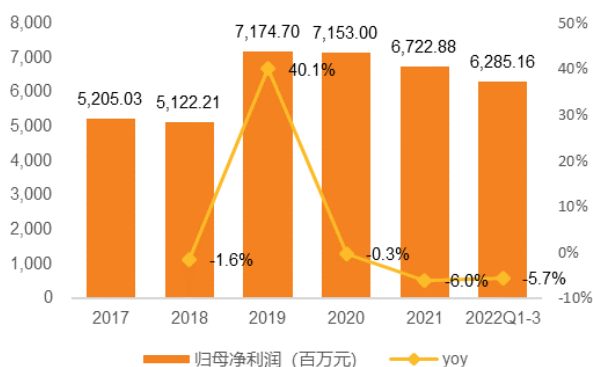


资料来源：wind，天风证券研究所

原材料价格上涨，利润端短期承压。2022Q1-3 家居板块归母净利润 62.85 亿元，同比-5.7%，其中 Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 11.58/23.24/28.03 亿元，同比分别-10.1%/-4.8%/-4.4%，降幅逐步收窄。软体公司利润端表现普遍较定制更优，慕思股份、顾家家居、

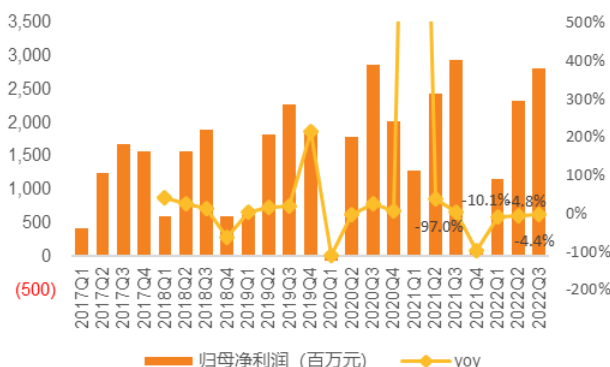
喜临门 Q3 单季度归母净利润同比分别+36.6%、+10.1%、+8.5%；定制赛道竞争更激烈，利润端总体承压，其中志邦家居 Q3 归母净利润同比+6.0%，主要得益于公司供应链及采购环节改善、产品工艺优化。

图 3：2017-22 年前三季度家居板块归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

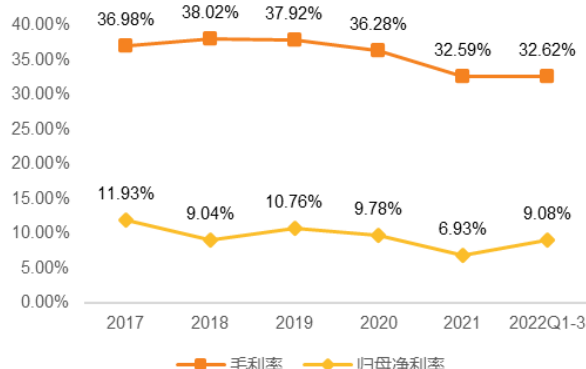
图 4：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

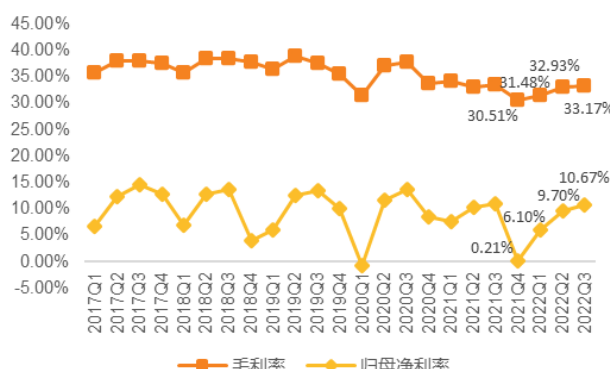
毛利率、归母净利率均呈现逐季度修复态势。2022Q1-3 家居板块毛利率 32.62%，同比-0.9pct，其中 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 31.48%/32.93%/33.17%，同比分别-2.6/-0.2/-0.3pct；22Q1-3 家居板块归母净利率 9.08%，同比-0.8pct，其中 Q1/Q2/Q3 归母净利率分别为 6.10%/9.70%/10.67%，同比分别-1.5/-0.6/-0.3pct，毛利率、归母净利率均呈现逐季度修复态势。

图 5：2017-22 年前三季度家居板块盈利水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度盈利水平



资料来源：wind，天风证券研究所

经营性现金流环比明显改善。2022Q1-3 家居板块经营性现金流量净额 52.46 亿元，同比+13.6%，其中 Q1/Q2/Q3 经营性现金流量净额分别为-39.09/+48.36/+43.20 亿元，同比分别-7.4%/-8.4%/+44.9%，22 年上半年受疫情影响板块经营性现金流短期承压，Q3 起伴随疫情控制零售端逐步修复，保交楼政策逐步落地推动大宗收入环比改善，Q3 经营性现金流同比大幅改善。

图 7：2017-22 年前三季度家居板块经营性现金流及同比



图 8：2017Q1-2022Q3 家居板块单季度经营性现金流及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

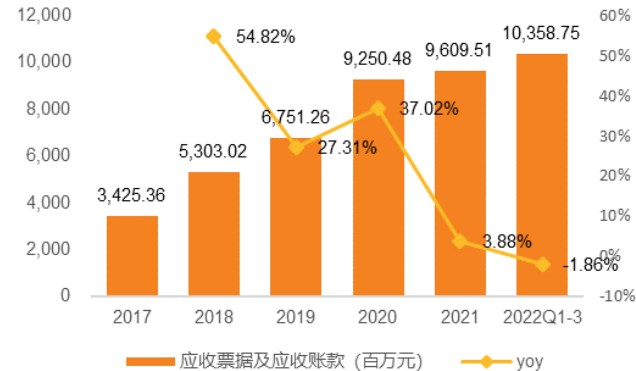
22Q1-3 预收账款及合同负债同比-8.1%，应收票据及账款规模同比基本持平。按渠道拆分来看，零售收入前瞻指标预收账款及合同负债 22Q1-3 实现 77.39 亿元，同比-8.1%，一方面新房竣工同比下滑逐步传导至需求端、疫情反复影响终端客流，另一方面部分公司对经销商短期授信帮扶，适度减少预收经销商货款。应收票据及账款 22 前三季度累计为 103.59 亿元，同比-1.9%，我们认为长期看精装修渗透率提升趋势不改，但受地产行业信用危机影响，家居公司逐步调整大宗渠道收入占比，以经营稳健性优先。

图 9：2017-22 年前三季度家居板块预收账款及合同负债



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2017-22 年前三季度家居板块应收票据及账款



资料来源：wind，天风证券研究所

家居板块估值处于历史底部区间，地产政策密集出台有望带动估值回升。近期交易商协会发文支持民企融资，预计可支持约 2500 亿元债券融资，且后续可视情况进一步扩容，其中龙湖 200 亿元储架式注册发行已受理；11 月 13 日，央行“16 条”发布，涉及稳定房地产融资、做好保交楼金融服务等共计 16 条优化措施。地产链家居行业景气度处于低位，21、22 年景气度受交房减少、消费力下行、疫情影响延长装修需求多因素影响，伴随防控优化措施落地，进入 Q4 基本面改善预期有望持续增强。定制板块推荐【欧派家居】、【索菲亚】、【江山欧派】、【志邦家居】，软体板块推荐【顾家家居】、【喜临门】。

表 2：家居板块部分公司收入及利润（单位：亿元）

板块	收入				利润				毛利率				净利率			
	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy
欧派家居	162.69	13.0%	65.75	6.0%	19.90	-5.8%	9.72	-11.7%	32.04%	-0.7%	33.13%	-0.1%	12.23%	-2.4%	14.79%	-3.0%
索菲亚	79.34	9.5%	31.53	7.1%	8.03	-5.3%	3.92	-2.8%	32.84%	-2.3%	34.17%	-1.6%	10.13%	-1.6%	12.42%	-1.3%
志邦家居	35.17	5.9%	14.82	4.8%	3.15	4.9%	1.57	6.0%	36.76%	0.4%	37.46%	2.0%	8.95%	-0.1%	10.61%	0.1%
江山欧派	22.13	-3.3%	9.43	7.0%	0.31	-89.4%	-0.86	-175.4%	26.42%	-5.0%	23.39%	-9.8%	1.40%	-11.3%	-9.08%	-22.0%
金牌厨柜	24.89	12.1%	10.58	18.5%	1.65	4.1%	0.72	0.9%	28.49%	-0.7%	27.87%	-3.5%	6.61%	-0.5%	6.80%	-1.2%
顾家家居	137.62	4.1%	47.46	-8.9%	14.03	13.4%	5.12	10.1%	29.34%	0.5%	30.06%	1.2%	10.20%	0.8%	10.79%	1.9%
喜临门	57.41	13.8%	21.35	10.3%	3.89	4.1%	1.69	8.5%	33.44%	2.1%	32.68%	0.8%	6.78%	-0.6%	7.93%	-0.1%
慕思股份	41.53	-2.8%	14.01	-4.2%	4.25	3.0%	1.18	36.6%	46.47%	1.7%	47.3%	4.1%	10.24%	0.6%	8.44%	2.5%

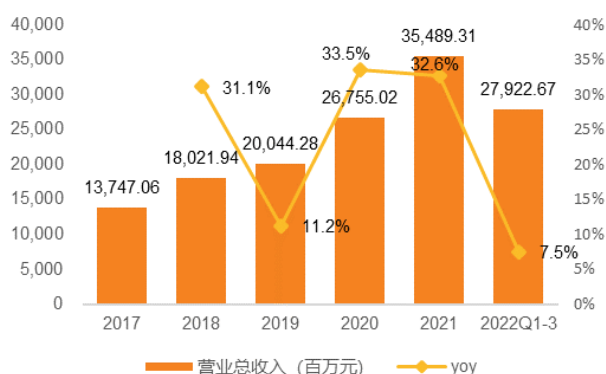
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 出口：品类间持续分化，汇兑收益增厚业绩

收入端受海外通胀高企、俄乌战争等因素影响增速趋缓，品类间持续分化。2022Q1-3 出口板块收入 279.23 亿元，同比+7.5%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别为 91.02/95.64/92.57 亿元，同比分别+17.4%/+6.0%/+0.6%，收入端受海外通胀高企、俄乌战争等因素影响，增速趋缓。细分行业来看，耐用消费品由于前期刺激性补贴退坡、海运恢复后终端库存累积，客户下单速度趋缓；非耐用消费品表现更优，保温杯制造商嘉益股份前三季度收入同比+112.5%，Q3 单季度收入同比+116.2%，主要得益于下游行业景气、优质客户持续放量；一次性塑料餐饮具制造商家联科技前三季度收入同比+74.4%，Q3 单季度收入同比+79.2%，主要受益于海外客户业务规模提升，以及疫情后北美产能萎缩、订单转向国内及其他市

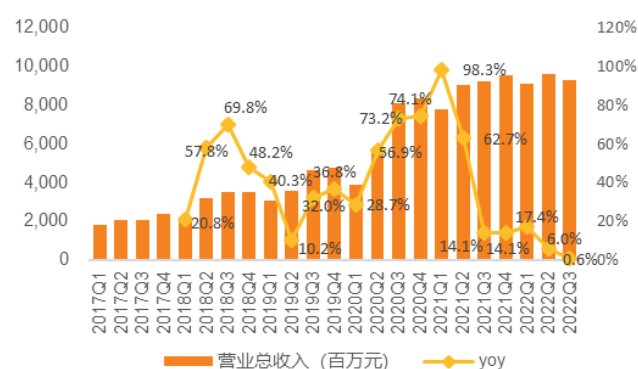
场。

图 11：2017-22 年前三季度出口板块营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

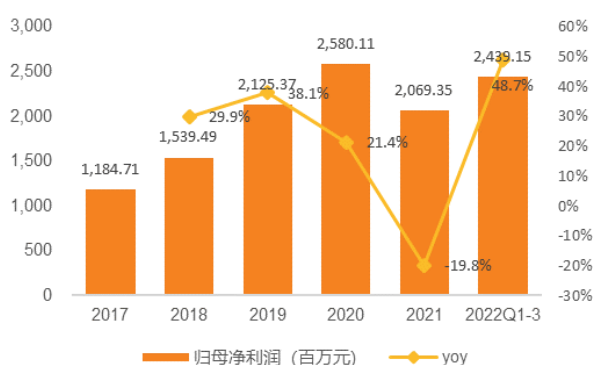
图 12：2017Q1-2022Q3 出口板块单季度营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

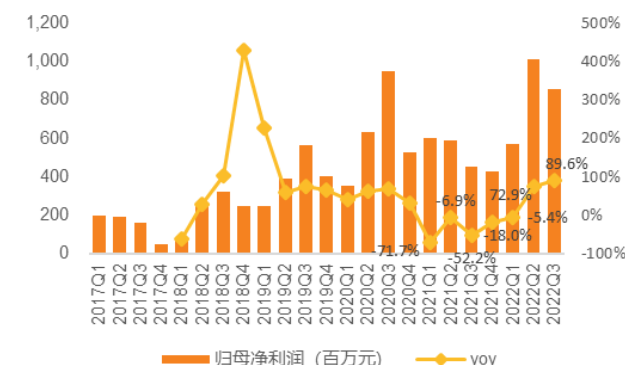
汇兑收益增厚利润，业绩端增速显著优于收入端。2022Q1-3 出口板块归母净利润 24.39 亿元，同比+48.7%，其中 Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 5.70/10.13/8.56 亿元，同比分别-5.4%/+72.9%/+89.6%。出口企业产品多为美元定价，22 年 4 月以来人民币大幅贬值，汇兑收益增厚利润，业绩端增速显著优于收入端。

图 13：2017-22 年前三季度出口板块归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

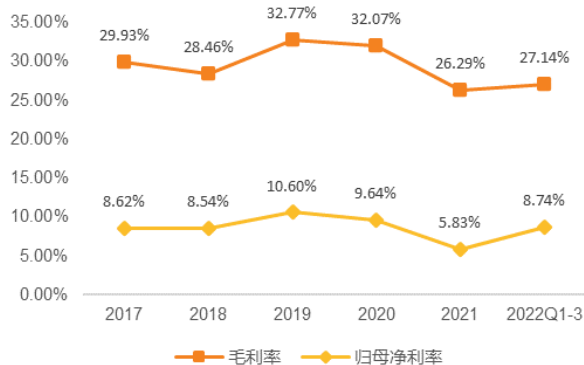
图 14：2017Q1-2022Q3 出口板块单季度归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

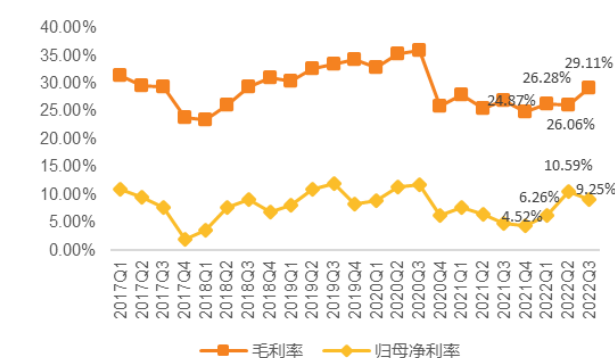
盈利能力呈逐季度修复态势。2022Q1-3 出口板块毛利率 27.14%，同比+0.3pct，其中 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 26.28%/26.06%/29.11%，同比分别-1.7/+0.5/+2.1pct；22Q1-3 出口板块归母净利率 8.74%，同比+2.4pct，其中 Q1/Q2/Q3 归母净利率分别为 6.26%/10.59%/9.25%，同比分别-1.5/+4.1/+4.3pct，毛利率、归母净利率均呈现修复态势，主要原因系汇率波动一方面抬升以美元计价的产品价格，体现为毛利率的提升，另一方面形成汇兑收益减少财务费用，进而推高净利率水平。

图 15：2017-22 年前三季度出口板块盈利水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：2017Q1-2022Q3 出口板块单季度盈利水平



资料来源：wind，天风证券研究所

因出口公司有息负债较少，财务费用大部分来自汇兑损益，所以我们大致估算剔除财务

费用后 21Q3、22Q3 单季度盈利的同比增长情况，部分出口企业剔除财务费用后盈利增速依旧高于收入，我们认为主要得益于原材料价格回落、成本端压力缓解，以及规模效应释放后费用率的优化。

表 3：剔除财务费用后出口公司净利润（单位：百万元）

单位：百万元	21Q3	22Q3	同比
共创草坪	86.05	100.92	17.28%
嘉益股份	27.67	73.45	165.42%
哈尔斯	33.33	39.45	18.36%
家联科技	17.83	54.25	204.27%
海象新材	21.32	43.71	105.03%
永艺股份	44.79	137.97	208.00%

资料来源：wind，天风证券研究所测算

表 4：出口板块部分公司收入及归母净利润（单位：亿元）

板块	收入				利润				毛利率				净利率			
	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy	Q1-3	yoy	Q3	yoy
共创草坪	19.52	11.6%	6.37	9.1%	3.54	10.5%	1.45	39.6%	27.31%	-2.3%	30.22%	1.8%	18.13%	-0.2%	22.80%	5.0%
嘉益股份	8.36	112.5%	3.79	116.2%	1.68	172.2%	0.81	183.8%	32.24%	3.3%	35.10%	6.7%	20.03%	4.4%	21.42%	5.1%
哈尔斯	18.98	14.3%	6.03	2.5%	1.80	96.2%	0.53	50.9%	27.40%	2.4%	28.37%	3.8%	9.49%	4.0%	8.80%	2.8%
家联科技	15.80	74.4%	5.85	79.2%	1.45	196.0%	0.64	324.1%	21.84%	2.4%	22.94%	4.1%	9.15%	3.8%	11.00%	6.4%
海象新材	14.33	10.1%	4.76	0.3%	1.33	73.2%	0.59	142.0%	19.53%	-0.1%	22.02%	4.3%	9.30%	3.4%	12.36%	7.2%
永艺股份	31.88	-7.7%	9.77	-7.1%	2.85	77.4%	1.49	218.4%	18.80%	4.1%	21.06%	5.7%	8.94%	4.3%	15.20%	10.8%

资料来源：wind，天风证券研究所

出口短期受海外通胀、地缘政治等因素影响承压，疫情后整体需求或趋于平缓，细分品类间增速分化，长期看好供给端集中度提升、龙头竞争优势进一步加强。1-9 月家居行业出口增速同比-2%，头部公司凭借全球化布局、规模优势、供应链优势及客户资源优势方面领先，料龙头业绩表现优于行业平均水平，行业承压阶段供给端中小产能或逐步出清，行业集中度有望提升。推荐细分赛道龙头【家联科技】、【嘉益股份】（与家电联合覆盖），建议关注出口占比高的家居龙头【顾家家居】、【敏华控股】，单品类渗透率提升的【共创草坪】、【匠心家居】、【浙江自然】、【麒盛科技】、【海象新材】。

图 17：行业及主要品类出口金额增速

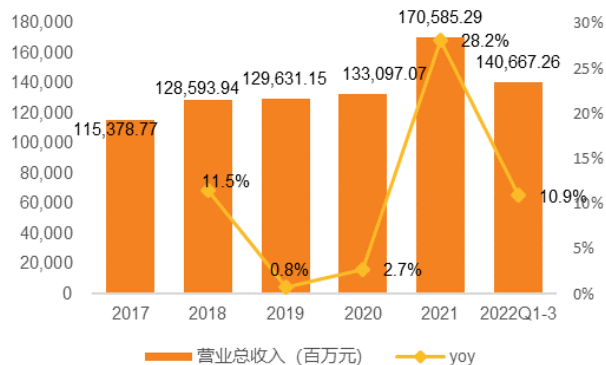
	全行业		家具行业		办公椅		PVC地板		沙发		保温杯		塑料餐具	
	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比	单月同比	累计同比
2020/01	-3%	-3%	-4%	-4%	0%	0%	35%	35%	14%	14%	19%	19%	-3%	-3%
2020/02	-41%	-17%	-64%	-24%	-70%	-25%	-60%	1%	1%	7%	-59%	-7%	-55%	-19%
2020/03	-7%	-14%	-16%	-21%	-17%	-22%	0%	0%	-68%	-7%	-1%	-5%	-3%	-14%
2020/04	3%	-9%	-10%	-18%	29%	-9%	37%	10%	-20%	-10%	-12%	-7%	-9%	-12%
2020/05	-4%	-8%	-13%	-17%	22%	-2%	3%	8%	-10%	-10%	-22%	-11%	-15%	-13%
2020/06	0%	-7%	14%	-12%	60%	9%	27%	12%	-14%	-11%	11%	-7%	9%	-9%
2020/07	7%	-4%	28%	-6%	67%	18%	17%	13%	19%	-7%	-8%	-7%	8%	-6%
2020/08	9%	-3%	29%	-2%	73%	26%	11%	12%	37%	-1%	7%	-5%	14%	-3%
2020/09	9%	-1%	36%	2%	69%	31%	16%	13%	35%	2%	4%	-4%	20%	-1%
2020/10	11%	0%	37%	6%	62%	35%	27%	14%	35%	5%	2%	-3%	15%	1%
2020/11	21%	2%	47%	10%	82%	40%	29%	16%	32%	8%	4%	-3%	35%	4%
2020/12	18%	4%	31%	12%	80%	44%	11%	15%	40%	11%	-6%	-3%	19%	6%
2021/01	25%	25%	28%	28%	77%	77%	-8%	-8%	23%	23%	0%	0%	25%	25%
2021/02	155%	60%	384%	82%	504%	136%	300%	37%	15%	19%	305%	45%	322%	75%
2021/03	30%	49%	57%	73%	105%	125%	27%	34%	399%	45%	21%	37%	42%	63%
2021/04	32%	44%	61%	69%	65%	103%	13%	27%	58%	48%	47%	40%	50%	59%
2021/05	28%	40%	51%	65%	44%	86%	3%	21%	60%	51%	41%	40%	55%	58%
2021/06	32%	39%	26%	56%	19%	68%	9%	18%	50%	50%	26%	37%	35%	53%
2021/07	19%	35%	10%	47%	0%	53%	-14%	12%	19%	45%	10%	32%	18%	46%
2021/08	25%	34%	17%	42%	9%	45%	19%	13%	-2%	37%	24%	31%	28%	44%
2021/09	28%	33%	16%	39%	4%	39%	15%	13%	4%	32%	28%	30%	32%	42%
2021/10	27%	32%	14%	36%	2%	34%	16%	14%	3%	29%	21%	29%	25%	40%
2021/11	22%	31%	2%	31%	-15%	27%	-2%	12%	8%	26%	21%	28%	14%	37%
2021/12	21%	30%	-4%	26%	-24%	20%	14%	12%	-3%	23%	21%	28%	8%	33%
2022/01	24%	24%	11%	11%	-24%	-24%	18%	18%	-10%	-10%	31%	31%	28%	28%
2022/02	6%	16%	-11%	2%	-36%	-28%	5%	13%	6%	-3%	1%	18%	5%	18%
2022/03	14%	16%	7%	4%	-29%	-28%	28%	18%	-12%	-5%	42%	25%	33%	23%
2022/04	4%	12%	-3%	2%	-36%	-31%	0%	13%	2%	-3%	26%	25%	36%	26%
2022/05	16%	13%	1%	2%	-32%	-31%	15%	13%	-13%	-5%	36%	28%	32%	28%
2022/06	17%	14%	0%	1%	-29%	-31%	5%	12%	-11%	-6%	36%	29%	31%	28%
2022/07	18%	15%	-2%	1%	-25%	-30%	17%	13%	-10%	-7%	43%	31%	29%	28%
2022/08	7%	14%	-13%	-1%	-35%	-30%	-21%	8%	-10%	-7%	5%	27%	8%	26%
2022/09	6%	13%	-9%	-2%	-27%	-30%	-18%	4%	-20%	-9%	3%	24%	9%	23%

资料来源：海关数据，wind，天风证券研究所

4. 造纸：浆价回落预期增强，产能扩张有序推进，业绩有望逐步修复

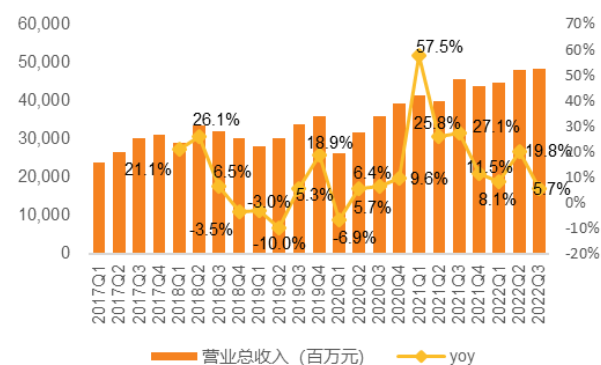
产能逐步释放，特种纸收入端表现更优。2022Q1-3 造纸板块收入 1406.67 亿元，同比 +10.9%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别为 445.40/478.44/482.82 亿元，同比分别 +8.1%/+19.8%/+5.7%。分板块来看，得益于产能逐步释放，特种纸收入端整体表现更优，22Q1-3 仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技收入分别+26.3%、69.5%、24.2%，其中 Q3 同比分别+29.5%、+50.3%、+31.0%；大宗纸中太阳纸业收入端表现稳健，Q1-Q3 单季度营收同比分别+26.5%/+24.7%/+23.8%。

图 18：2017-22 年前三季度造纸板块营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2017Q1-2022Q3 造纸板块单季度营收及同比

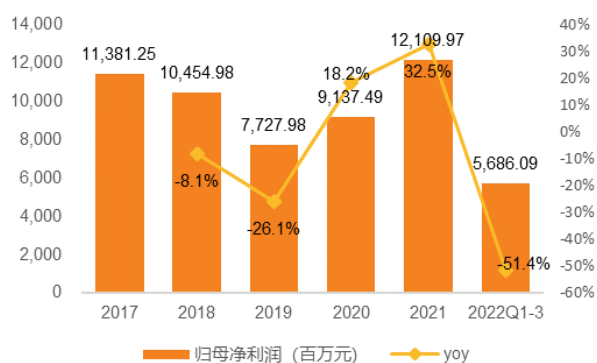


资料来源：wind，天风证券研究所

成本端压力下，纸企利润普遍承压。22Q1-3 造纸板块整体利润率均受制于成本端压力，呈现下行态势。22Q1-3 归母净利润 56.86 亿元，同比 -51.4%，其中 Q1/Q2/Q3 归母净利润分别 20.22/22.01/14.63 亿元，同比分别 -58.3%/-51.3%/-37.5%。22Q1-3 造纸板块毛利

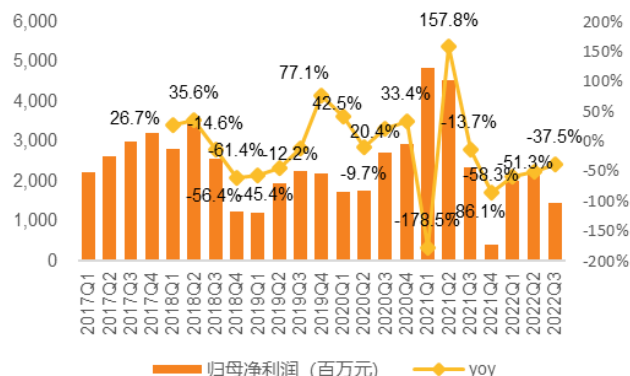
率、归母净利率分别为 13.26%、4.04%，同比分别-6.5pct、-5.2pct，其中 Q3 单季度毛利率、归母净利率分别为 11.67%、3.03%，同比分别-2.6pct、-2.1pct，浆价及能源价格高企成本端承压，下游需求偏弱产品提价具有一定滞后性，纸企利润普遍承压。

图 20：2017-22 年前三季度造纸板块归母净利润及同比



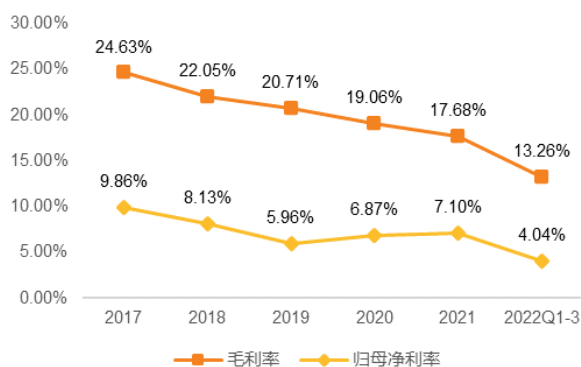
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：2017Q1-2022Q3 造纸板块单季度归母净利润及同比



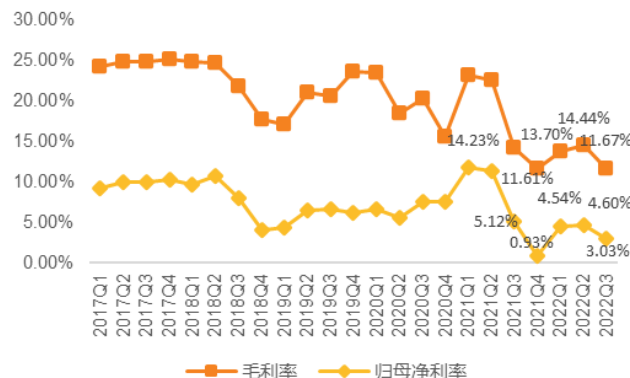
资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：2017-22 年前三季度造纸板块盈利水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：2017Q1-2022Q3 造纸板块单季度盈利水平



资料来源：wind，天风证券研究所

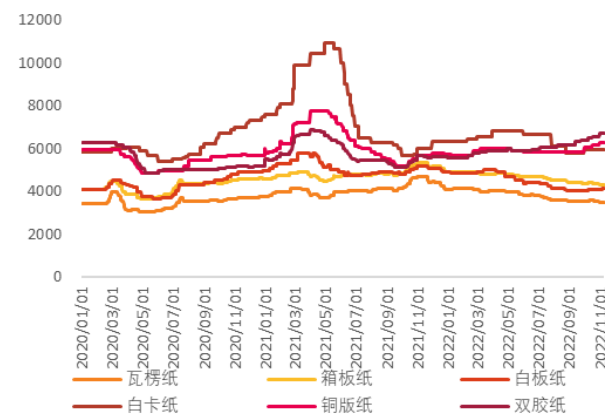
上游木浆供给增加浆价预期回落，纸企利润有望修复。当前，针叶浆价格已有所松动，由高点 7600 元/吨逐步回落至 7300 元/吨左右，主要系人民币贬值、纸企成本增长需求减弱；阔叶浆目前仍维持 6700 元/吨左右高位盘整，伴随智利 Arauco 浆厂新建年产 156 万吨阔叶浆产线投产日期临近，UPM 年产能 210 万吨的阔叶浆厂预计将于 2023 年一季度投产，木浆市场中期供应量有望增加，且浆价回落与纸价下调间存在一定的滞后性，纸企利润有望修复。

图 24：针叶浆、阔叶浆价格（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 25：各类纸种价格（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

表 5：浆价及成品纸价格（单位：元/吨）

	针叶浆	阔叶浆	废旧黄板纸	瓦楞纸	箱板纸	白板纸	白卡纸	铜版纸	双胶纸
21Q3	6298	4703	2493	4069	4787	4830	6338	5686	5363
22Q2	7133	6354	2414	3919	4743	4624	6788	5924	5909
22Q3	7263	6691	2155	3597	4510	4142	6135	5850	6143
22Q3 同比	15.32%	42.28%	-13.56%	-11.61%	-5.79%	-14.24%	-3.20%	2.88%	14.54%
22Q3 环比	1.82%	5.29%	-10.72%	-8.22%	-4.92%	-10.43%	-9.62%	-1.26%	3.96%

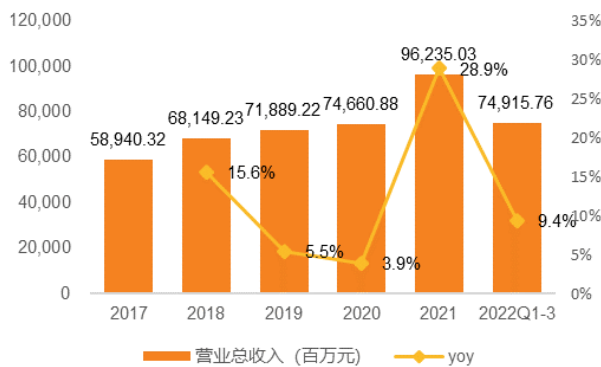
资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

龙头企业于周期底部持续扩产，成本回落后收入、业绩弹性可期。在建工程角度来看，仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸 22Q3 末在建工程较年初分别增加 175.06%、40.60%、19.75%，产能扩张有序推进。仙鹤股份 30 万吨食品卡纸项目预计将于 22 年内逐步投产；广西年产 250 万吨特种浆纸项目预计将于 23 年下半年实现投产，产品集中在食品、医疗、转印及日用消费材料等领域；湖北年产 250 万吨高性能纸基新材料循环经济项目预计将于 23 年底或 24 年初实现投产，主要产品集中在家居装饰、食品包材等系列。华旺科技马鞍山年产 12 万吨装饰原纸项目顺利投产，年产 18 万吨特种纸产线加快推进。五洲特纸 30 万吨化机浆产线、浙江基地 2.2 万吨转印纸产线、江西基地 1.5 万吨描图纸产线，预期明年均逐步投放。纸浆价格下行预期增强，特种纸受益竞争格局优化及产业附加值，伴随产能逐步投放业绩或将触底反转，建议关注【仙鹤股份】、【五洲特纸】、【华旺科技】；大宗纸板块建议关注龙头【太阳纸业】。

5. 包装：龙头份额稳步提升，成本端压力逐步缓解

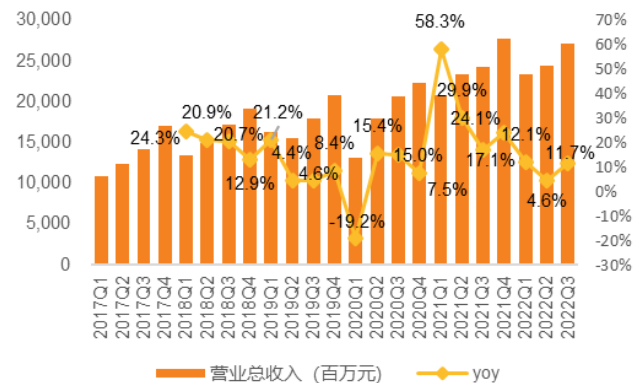
2022Q1-3 包装板块收入 749.16 亿元，同比+9.4%，其中 Q1/Q2/Q3 收入分别为 234.12/244.28/270.76 亿元，同比分别+12.1%/+4.6%/+11.7%。分板块来看，纸包装板块中裕同科技通过收购优质资产拓展新业务增长点、不断深化大客户合作，行业需求承压的情况下 Q3 收入同比+22.0%，环比 Q2 加速增长；大胜达、美盈森 Q3 单季度收入同比+22.1%、+18.7%，表现优于行业。金属包装板块，昇兴股份得益于海外市场旺盛需求、海外工厂订单充裕，22 前三季度收入同比+34.3%，其中 Q3 单季度同比+38.1%。

图 26：2017-22 年前三季度包装板块营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：2017Q1-2022Q3 包装板块单季度营收及同比

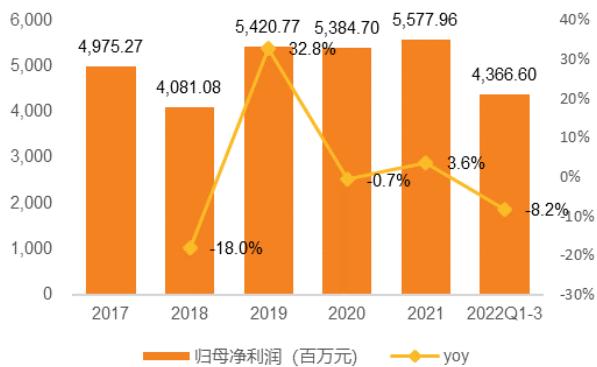


资料来源：wind，天风证券研究所

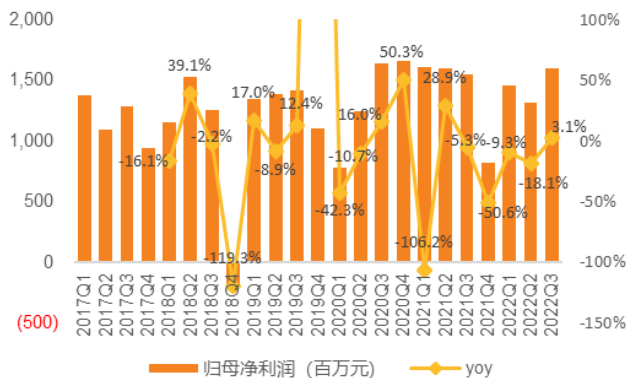
22Q1-3 包装板块归母净利润 43.67 亿元，同比-8.2%，其中 Q1/Q2/Q3 归母净利润分别 14.56/13.11/15.99 亿元，同比分别-9.3%/-18.1%/+3.1%，Q3 单季度同比增速由负转正。

图 28：2017-22 年前三季度包装板块归母净利润及同比

图 29：2017Q1-2022Q3 包装板块单季度归母净利润及同比



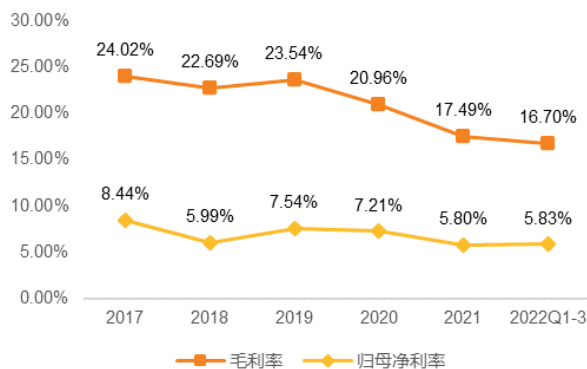
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

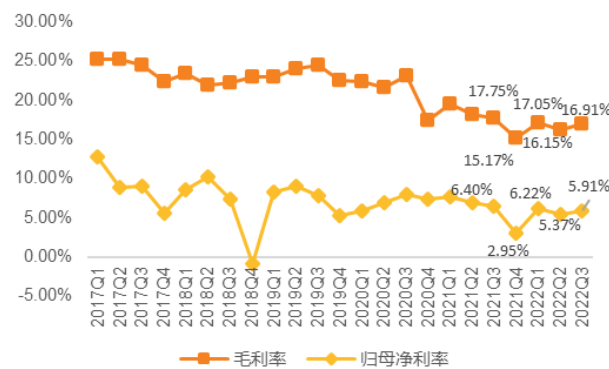
22Q1-3 包装板块毛利率 16.70%，同比-1.7pct，其中 Q1/Q2/Q3 单季度毛利率分别为 17.0%/16.1%/16.9%，同比 -2.5pct/-2.0pct/-0.8pct；22Q1-3 归母净利率 5.83%，同比 -1.1pct，其中 Q1/Q2/Q3 单季度归母净利率 6.22%/5.37%/5.91%，同比分别 -1.5pct/-1.5pct/-0.5pct，主要原材料白卡纸、铝价、镀锡板 22Q3 均价环比 Q2 分别下降 9.62%、10.78%、11.57%，伴随成本端压力逐步缓解，毛利率、净利率 Q3 跌幅收窄。其中纸包装龙头裕同科技得益于智能工厂投产、制造端效率提升，汇兑收益增厚利润，22Q3 单季度毛利率 25.37%，同比+2.4pct，归母净利率 11.12%，同比+2.8pct，盈利显著改善。

图 30: 2017-22 年前三季度包装板块盈利水平



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31: 2017Q1-2022Q3 包装板块单季度盈利水平



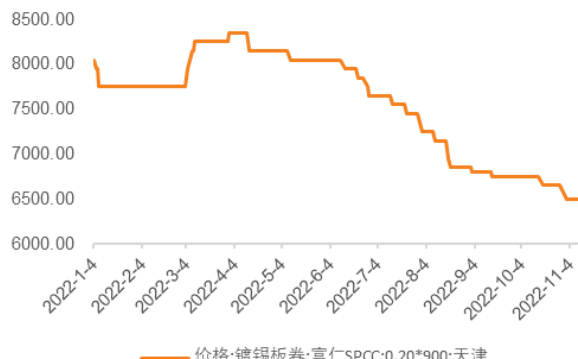
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 32: 22Q2 以来原材料铝价逐步回落 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 33: 22 年 7 月以来镀锡板价格下跌 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

包装板块推荐【裕同科技】，公司作为 3C 包装优势企业，大包装战略逐步推进，盈利能力拐点向上，公司凭借高生产效率、强研发实力、贴近式产能布局，核心客户中的份额有望逐步提升。

6. 轻工必选消费

➤ **晨光股份：传统业务环比向好，疫情防控政策优化后，线下渠道有望持续修复。**

22Q1-3 实现收入 137.3 亿元，同比+13%，其中 22Q1-3 传统核心业务（包含晨光科技）实现收入 61.0 亿元，同比-5%，Q3 单季度实现收入 25.03 亿元，同比+5.49%，环比改善。疫情防控政策优化，终端客流有望回暖、线下渠道优势凸显，看好其依托现有的供应链和品牌优势，继续提升精品文创市场占有率；受益办公集采政策东风，科力普近年发展迅速，后续有望持续放量。

➤ **明月镜片：看好离焦镜渗透率提升、持续贡献增量，产品结构升级推动盈利提升。**

22Q3 营收 1.68 亿元（yoy+21.9%），归母净利润 0.35 亿元（yoy+70.5%），归母净利率 20.8%（同比+5.9pct）。Q3 收入增速环比明显提升，我们认为主要系验光配镜需求偏刚性，受疫情短期扰动后快速修复，叠加暑期为学生配镜旺季，针对学生群体的近视防控产品快速放量。中国约 1.2 亿青少年儿童需要近视管理，近视离焦防控镜片渗透率目前不足 5%，新品近视防控镜片品类渗透率预计仍有较大提升空间，叠加传统产品升级，有望借助终端渠道布局、凭借性价比优势进一步提升市场份额。

➤ **百亚股份：核心市场市占率提升+产品结构升级，助力业绩快速增长。**

2022Q1-Q3 实现收入 11.29 亿元，同比增长 4.23%，根据尼尔森数据，公司 Q3 在核心市场市占率环比有所提升，川渝处于第一位，云贵陕排名第二。产品端来看，自由点卫生巾营收增速恢复快速增长，Q3 同比+26.9%，持续推进产品结构升级、提高高毛利产品占比，品牌力有望进一步提升。渠道端来看，Q3 电商渠道收入同比增长超 100%，线下渠道收入同比+11.5%。伴随主要原材料价格下行，预计盈利能力有望快速提升。

7. 风险提示

- 地产销售、竣工不及预期：家具行业需求与地产景气度有一定联系，若新房交付放缓、二手房交易下降，或将对家具产品的需求造成一定影响；
- 原材料价格上行风险：主要原材料价格发生波动，将对行业盈利能力造成一定压力；
- 行业竞争加剧：家具消费频次低，行业竞争激烈，若未来地产销售下行，行业竞争有加剧风险；
- 中美贸易摩擦风险：轻工出口企业中存美国客户，或存在中美贸易摩擦风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com