成本下行可期，静待需求复苏

——轻工行业 2023 年度投资策略

行业评级 看好（维持）
国家/地区 中国
行业 造纸轻工行业
报告发布日期 2022 年 11 月 22 日



核心观点

- **2023 年轻工及小家电板块，预计需求修复弹性、成本改善空间构成关键变量。**回顾 2022 年，受国内疫情反复、上游原材料价格延续高位等因素影响，轻工制造板块持续下探，整体表现略好于大盘。其中，造纸板块受成本高位叠加弱需求影响，盈利承压；原材料价格成本回落下，包装盈利稳步修复； 家居随地产链修复预期波动，基本面压力显现；新兴品类景气度回落，增速阶段性放缓。考虑到目前高成本、弱需求压制仍存，展望 2023 年投资策略，我们建议把握成本改善空间、需求修复弹性两条投资主线。
- **小家电板块，需求回暖可期，盈利改善趋势有望延续。**清洁电器方面，扫地机器人渗透率仍有较大的提升空间，伴随国内消费信心的恢复，实用性强、性价比愈发突出的自清洁类扫地机器人有望带动行业加速放量；洗地机当前仍处于高速增长阶段，现已成长为清洁电器第二大品类，价格中枢的下行有利于产品触达更多的消费人群。中长期来看，随着技术创新推动产品实用性不断增强，清洁电器渗透率仍有较大提升空间，品类未来成长空间广阔。厨小电方面，龙头企业积极推进渠道改革、把握品类高速发展的机遇期，板块收入端有望逐步改善；此外考虑到成本端原材料、海运费价格较前期高位有较大幅度的下滑，伴随龙头企业产品结构的持续优化、价格中枢稳步上行，2023 年板块盈利能力有望延续改善趋势。
- **造纸包装产业链，成本下行有望与需求回暖共振，贡献盈利修复弹性。**造纸板块，上游纸浆价格有望自高位回落，需求回暖有望推动中游造纸环节盈利温和修复，结合供需关系及销售模式差异，推测特种纸盈利弹性较高，其次为文化纸，而白卡纸由于新增供给压力较大、供需或承压。伴随外废成本回落、消费需求复苏，箱板纸盈利弹性有望释放，看好具备高品质纤维原料布局优势的龙头企业盈利扩张。包装板块，纸包装龙头深耕核心客户订单同时多元化布局大包装业务，内生+外延并举提升一体化包装服务实力，伴随上游原材料价格下行叠加智能工厂降本增效落地，盈利能力仍有改善空间。
- **地产后周期产业链，家居头部企业有望通过品类融合、新渠道扩张实现市场份额的加速提升。**保交楼政策落地、更大力度托底宽松政策出台预期等因素背景下，上游房地产行业有望持续当前弱复苏态势，此外考虑国内疫情科学精准防控水平提升，偏刚性的家装消费需求预期缓步修复。头部家居企业全渠道、多品类、多品牌布局的竞争优势巩固，有望实现市场份额的持续提升。

投资建议与投资标的

- 当前各板块龙头动态估值已普遍回落至历史低位水平，展望 2023 年投资策略，我们建议把握成本改善空间、需求修复弹性两条投资主线：
  （1）小家电：消费信心修复、产品价格调整有望催化清洁电器需求释放，中长期品类渗透率仍有较大提升空间，推荐**科沃斯、石头科技、JS 环球生活**。伴随内销需求复苏、海外渠道库存逐步出清，厨小电板块收入端有望稳健增长，盈利水平仍有改善空间，建议关注**小熊电器、新宝股份、苏泊尔、九阳股份以及北鼎股份**。
  （2）造纸包装产业链：造纸板块，上游纸浆价格有望自高位回落，需求回暖或推动造纸环节盈利温和修复；伴随外废成本回落、需求复苏，造纸盈利弹性有望释放——推荐**太阳纸业、仙鹤股份**，建议关注**玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际、晨鸣纸业、博汇纸业**。包装板块，原材料价格下行叠加智能工厂降本增效落地推动盈利修复，依托内生+外延并购相结合，龙头份额有望加速提升——推荐**裕同科技**。
  （3）地产后周期产业链：保交楼政策落地、更大力度地产托底宽松政策预期出台背景下，建议优选品类多元融合发展、全渠道布局深化的龙头公司——建议关注**欧派家居、志邦家居，以及索菲亚、尚品宅配、顾家家居、敏华控股**。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险；地产销售、竣工不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；假设条件变化影响测算结果的风险

证券分析师
李雪君 021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001
香港证监会牌照：BSW124
吴瑾 021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080001
香港证监会牌照：BRW772

联系人
黄宗坤 huangzongkun@orientsec.com.cn

相关报告
本周铜版纸价格小幅上涨，其余纸种价格均有回落：——造纸产业链数据每周速递（2022/11/19） 2022-11-19
10 月国内家具零售额延续同比负增长，降幅略有收窄：——地产后周期产业链数据每周速递（2022/11/20） 2022-11-19
本周木浆系纸品价格均有上涨：——造纸产业链数据每周速递（2022/11/11） 2022-11-13

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1 2022 年轻工行业整体回顾：成本高位叠加需求拖累，板块整体表现较弱 6

1.1 二级市场表现：整体表现低迷，当前细分板块估值均处于历史低位 6
1.2 行业基本面回顾：需求疲软叠加成本高位，板块收入、盈利承压 7
1.3 2022Q3 机构持仓环比有所下降，整体仍处于历史相对低位 7

2 轻工行业 2023 年投资策略：把握成本改善空间、需求修复弹性，低估值优质龙头配置价值凸显 8

2.1 小家电：需求回暖可期，盈利改善趋势有望延续 8
2.2 造纸包装产业链：成本下行、需求复苏有望共振 16
造纸：成本回落预期加强，需求复苏有望提振盈利弹性 16
包装：高端纸包装龙头下游产业多元化布局，盈利有望持续改善 19
2.3 地产后周期产业链：关注国内需求修复弹性，看好家居龙头份额提升 21

3 投资建议：需求修复弹性、成本改善空间仍为关键变量 25

3.1 估值比较：细分板块龙头动态估值已普遍回落至历史低位水平，估值性价比凸显 25
3.2 建议把握成本改善空间、需求修复弹性两条投资主线 26
科沃斯：双品牌领先地位稳固，产品量能逐步释放 27
石头科技：内销市占快速提升，海外中高端品牌定位稳固，公司全球竞争力突出 28
小熊电器：收入、利润增速显著回升，精品化战略提升公司长期竞争力 29
新宝股份：外销代工基本盘稳固，国内自主品牌持续发力，成长势头向好 30
太阳纸业：安全边际充足，成长路径清晰 31
仙鹤股份：产能扩张节奏稳健，产业链布局日益完备，成长确定性强 32
裕同科技：大包装业务多元布局助力市占率提升，盈利能力改善预期兑现 33
欧派家居：多品牌、全渠道、多品类布局，定制家居龙头领先优势巩固 34
志邦家居：全品类、多渠道布局日臻完善，助力市场份额提升 34

风险提示 36

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：2022 年初至今，轻工制造板块累计下跌 24.19%，整体表现略好于大盘（截至 2022/11/10）.....6
图 2：2022 年初至今，轻工制造板块在 A 股 28 个行业排名 22 位（截至 2022/11/10）.....6
图 3：2022 年初至今，部分细分板块龙头取得相对收益（截至 2022/11/10）.....6
图 4：2022Q3 年轻工各子板块收入同比增速有所承压.....7
图 5：2022Q3 轻工各子板块归母净利润同比均有所下滑.....7
图 6：2022Q3 家具、包装印刷、文娱用品板块归母净利润环比增速回正.....7
图 7：2022Q3 基金重仓轻工股配置比例环比下降 0.16pct 至 0.66%，超配比例环比下降 0.14pct 至-0.43%.....8
图 8：2022 年以来，轻工各子板块配置比例整体处于低位，2022Q3 包装印刷板块环比增长，家具、文娱用品板块环比下降.....8
图 9：中国大陆清洁电器渗透率远低于世界其他国家与地区.....8
图 9：假设 2030 年中国清洁电器渗透率将分别提升至 20%、30%，则 2021-2030 年销量年均复合增速将分别达 3%、7%.....9
图 10：2022 年 1-9 月中国扫地机器人线上销售额达 62.7 亿元，同比增长 2%.....9
图 11：2022 年扫地机器人规模增长主要由均价提升驱动，1-9 月扫地机器人线上均价达 3093 元，同比提升 43%.....9
图 12：自清洁已成为行业主流功能，2022 年上半年具备自清洁功能的扫地机产品占比达 82% 10
图 13：2022 年以来 2000 元以下产品销量同比大幅下滑.....10
图 14：2022 年双 11 自清洁类扫地机器人较以往有较大幅度的调价.....10
图 15：8 月初产品调价后，扫地机器人行业销量同比降幅逐月收窄.....11
图 16：假设 2030 年中国扫地机器人渗透率将分别提升至 10%、15%，则 2021-2030 年销量年均复合增速将分别达 10%、16 %.....11
图 17：美国扫地机器人渗透率逐年增长，2021 年达 14%，相较 2014 年提升约 8pct.....12
图 18：中国扫地机器人渗透率水平当前不足 5%，低于美国（14%）、日本（9%）.....12
图 19：2022 年 1-9 月洗地机线上销售额达 43 亿元，同比增长 54%.....12
图 20：2022 年 1-9 月洗地机线上销量达 141 万台，同比增长 61%.....12
图 21：2022 年 1-9 月洗地机线上销售额占清洁电器比重达 28%，同比提升约 10pct.....13
图 22：2022 年洗地机线上均价环比逐步降低.....13
图 23：2022 年上半年 3000 元以下洗地机销量占比同比提升 3pct.....13
图 24：2022 年 1-9 月空气炸锅线上销售额达 39.6 亿元，同比增长 128%.....14
图 25：2022 年 1-9 月电蒸锅线上销售额达 9.8 亿元，同比增长 101%.....14
图 26：2022 年前三季度大多厨房小家电品类出口金额同比有所下滑.....14
图 27：2022 年上半年厨小电上市公司内销收入增长稳健.....15
图 28：2022 年上半年厨小电上市公司外销收入增速承压.....15

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 29：2022 年中国厨房小家电线上平均售价同比有所提升.....16
图 30：2022 年 6 月起铜、铝、不锈钢价格由历史高位开始下行.....16
图 31：中国出口集装箱运价指数当前已回落到历史中位水平.....16
图 32：2021 年底以来国内纸浆价格持续上涨至历史高位，2022 年 9 月以来针叶浆价格小幅回落.....17
图 33：测算 2023 年阔叶浆、针叶浆新增供给增速分别约 6%、4%.....17
图 34： 内需疲弱拖累下，2022 年 4 月以来铜版纸、白卡纸价格均有回落，双胶纸价格稳步提涨.....18
图 35：根据成品纸与木浆价差测算，推测 2022 年 4 月以来木浆系纸品盈利有所回落.....18
图 36：2022 年以来外废价格上涨，箱板纸价格走势相对低迷.....19
图 37：预测当前箱板纸行业盈利整体处于 2017 年废纸政策调整以来历史中位水平以下.....19
图 38：全球可穿戴设备出货量快速增长，预计 2021-2024 年 CAGR 达 6%.....19
图 39：全球智能家居产品出货量快速增长，预计 2022-2026 年 CAGR 达 10%.....19
图 40：纸包装行业集中度仍较为分散，2021 年 CR5 约 15%.....19
图 41：以高端纸包装龙头裕同科技为例，2021 年其纸制品包装主营产品成本中，直接材料占比达 62%.....20
图 42：以高端纸包装龙头裕同科技为例，近年其原纸采购量中白卡纸占比最高、超过 40%.....20
图 43：2022 年三季度以来，白卡纸价格同比显著回落.....20
图 44：裕同科技盈利能力 2022Q3 显著修复.....20
图 45：2022 年 1-9 月新房销售面积持续同比负增长，全国住宅销售面积累计同比下滑 25.7% .21
图 46：2022 年下半年二手房销售增速回升，1-9 月全国十大城市二手房成交套数累计同比下滑 32.5%.....21
图 47：受国内疫情反复影响，2022 年 1-9 月中国家具制造业营收同比下降 8.4%.....23
图 48：2020Q1 家居龙头公司受疫情影响较大，Q2-Q3 业绩迅速反弹.....23
图 49：经销商、直营渠道收入增速放缓，大宗、整装渠道收入快速增长.....24
图 50：2021 年定制家居上市企业收入占家具制造业收入比重达 6.9%，较 2017 年提升约 3.7pct.....24
图 51：造纸板块中，龙头纸企 PE（TTM）普遍已回落至历史中位以下水平，PE（2022E）整体处于历史中位以下水平.....25
图 52：2022 年以来家居龙头企业 PE（TTM）、PE（2022E）整体已回落至历史 20%分位水平以下.....25
图 53：包装板块龙头企业估值普遍已回落至历史中位以下水平，PE（2022E）普遍处于历史 20%分位以下水平.....25
图 54：文具龙头企业当前估值处于历史低位水平.....25
图 55：当前小家电龙头企业 PE（TTM）普遍已回落至历史中位以下水平，PE（2022E）均处于历史中位以下水平.....26
图 56：2021 年科沃斯营收达 130.86 亿元，同比增长 81%.....27
图 57：2021 年科沃斯归母净利润达 20.10 亿元，同比增长 214%.....27
图 58：科沃斯自清洁旗舰产品调价后市场份额快速提升.....28

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 59：科沃斯自主品牌海外收入增长稳健 28
图 60：2021 年石头科技实现营业收入 58.37 亿元，同比增长 29% 28
图 61：2021 年石头科技实现归母净利润 14.02 亿元，同比增长 2%....28
图 62：2022 年 1-9 月石头扫地机器人线上渠道占有率达 17%，同比提升约 8pct....29
图 63：石头科技有三款产品进入德亚扫地机器人畅销榜前十 29
图 64：2022 年前三季度小熊电器营收、归母净利润同比分别增长 14%、27% 30
图 65：2022 年单三季度小熊电器实现净利率 10.83%，同比提升约 4pct，已处于历史约 56%分位水平 30
图 66：过去 5 年新宝股份外销、内销收入复合增速分别为 14%、32%....31
图 67：2022 年二季度以来新宝股份盈利能力显著提升，单三季度净利率同比提升约 3pct....31
图 68：太阳纸业造纸产量规模稳步扩张，测算 2022 年同比增速达 6% 31
图 69：太阳纸业制浆产量规模持续提升，测算 2022 年同比增速达 46% 31
图 70：2018-2021 年仙鹤股份营业收入、归母净利润复合增速分别为 14%、51%....32
图 71：日用消费系列是仙鹤股份收入、利润的主要来源，2021 年贡献收入、毛利润比重分别为 43%、37% 32
图 72：预计未来四年（2021-2025 年）仙鹤股份纸、浆产量（不含夏王）年均复合增速可达 29%....32
图 73： 当前阔叶浆价格仍处于历史最高水平，钛白粉价格较前期高位已有一定幅度的下降 32
图 74：裕同科技近三年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 20%、2%....33
图 75：2021 年，裕同科技烟酒、环保、化妆品包装板块合计收入贡献占比提升 6.76pct 至 25.63%....33
图 76：橱柜、衣柜为欧派家居收入增长核心驱动力，木门、卫浴新业务快速增长....34
图 77：经销、大宗渠道为欧派家居的主要收入来源（以 2021 年为例）....34
图 78：厨柜、衣柜业务贡献公司主体营收，多品类布局推动营收整体稳健增长 35
图 79：经销、大宗渠道构成公司主要收入来源（以 2021 年为例） 35
图 80：对标龙头企业，志邦家居衣柜经销商开店潜力仍有较大提升空间....35
图 81：对标龙头企业，志邦家居衣柜单店提货额仍有较大提升空间 35

表 1：阔叶浆新增产能释放主要集中于 2023Q1 及以后，针叶浆则相对有限....17
表 2：预计 2023 年文化纸新增供给相对有限，白卡纸存在较大不确定性 18
表 3：2022 年 8 月以来中央及地方政府加速出台地产宽松政策（以部分城市为例） 21
表 4：2021 年以来整家套餐模式兴起，头部企业积极通过品类融合推动客单价提升 24

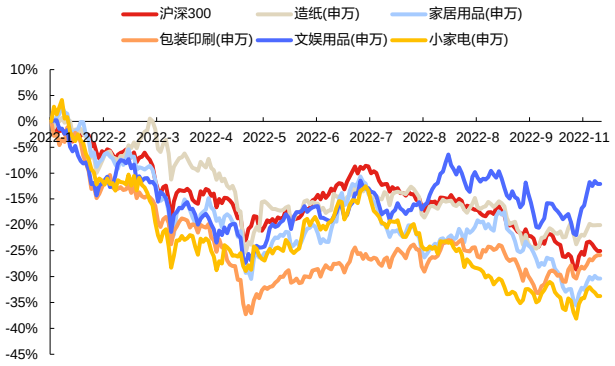
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1 2022 年轻工行业整体回顾：成本高位叠加需求拖累，板块整体表现较弱

1.1 二级市场表现：整体表现低迷，当前细分板块估值均处于历史低位

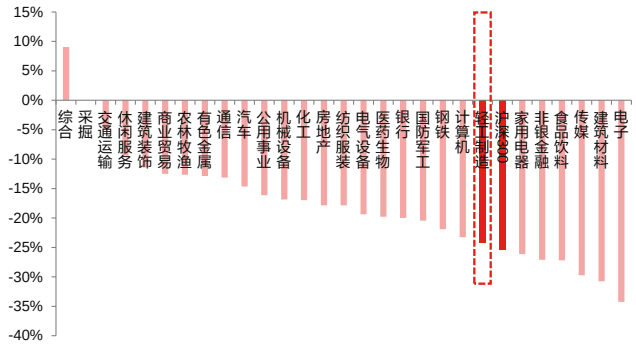
2022 年至今轻工制造板块持续下探，造纸、文娱用品、包装印刷板块实现超额收益。2022 年受国内疫情反复、上游原材料价格延续高位等因素影响，轻工制造板块持续下探，整体表现略好于大盘。2022 年年初至今（截至 2022 年 11 月 10 日）轻工制造（申万）指数累计下跌 24.19%，跑赢沪深 300 指数 1.21pct，在 A 股 28 个行业排名 22 位。轻工制造各子板块按跌幅由低到高排名分别为：文娱用品、造纸、包装印刷与家具板块，分别下跌 11.43%、18.80%、24.64%、30.68%，其中文娱用品、造纸、包装印刷板块实现超额收益。当前时点细分板块估值均处于历史低位，优质龙头配置价值凸显。

图 1：2022 年初至今，轻工制造板块累计下跌 24.19%，整体表现略好于大盘（截至 2022/11/10）



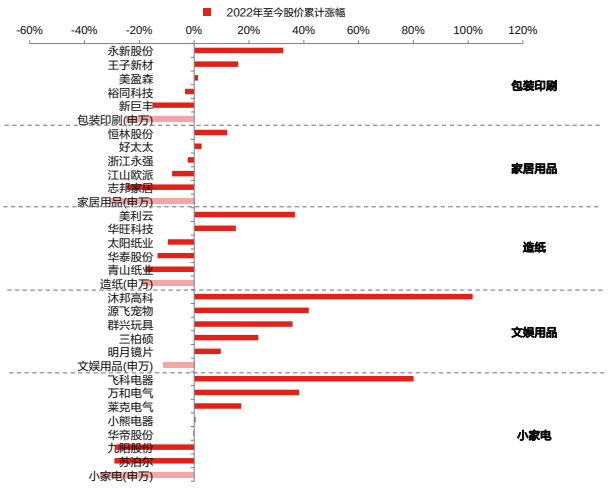
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2022 年初至今，轻工制造板块在 A 股 28 个行业排名 22 位（截至 2022/11/10）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2022 年初至今，部分细分板块龙头取得相对收益（截至 2022/11/10）



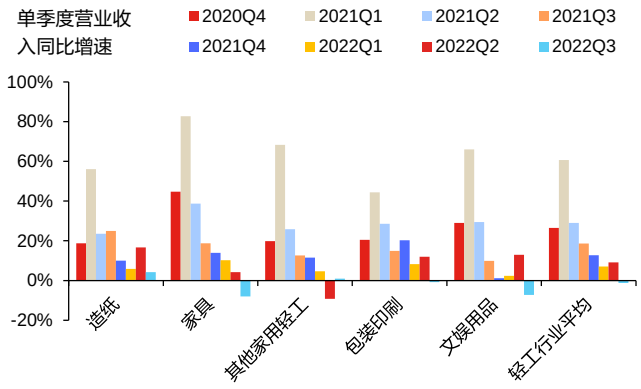
数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2 行业基本面回顾：需求疲软叠加成本高位，板块收入、盈利承压

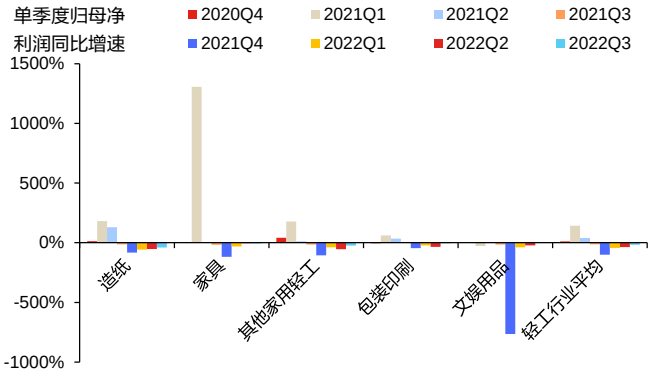
需求疲软叠加成本高位，2022 年前三季度轻工行业收入、盈利承压。这里根据申万轻工制造分类，并剔除掉部分主业已脱离轻工行业的上市公司，以 115 家公司为样本进行分析。回顾 2022 年前三季度，大宗原材料价格高位震荡等因素，对地产后周期产业链及中游制造业成本端持续构成压制；与此同时，需求侧地产景气度维持低位、疫情反复造成的内需疲弱均拖累收入，导致成本端压力转嫁无法顺畅达成。2022 年前三季度板块收入同比增速持续转低，板块利润同比降幅受 2021 年三季度低基数影响逐步收窄，2022 年单三季度轻工制造板块收入同比下降 1.27%，归母净利润同比下降16.95%。环比角度看，家具、包装印刷、文娱用品等板块归母净利润环比增速转正；同期造纸板块盈利环比继续走低，主要系前期采购的高价木浆逐步投入生产且人民币快速贬值进一步抬升木浆采购成本，同时终端需求相对疲软，导致成本端压力无法及时向下游传导。

图 4：2022Q3 年轻工各子板块收入同比增速有所承压



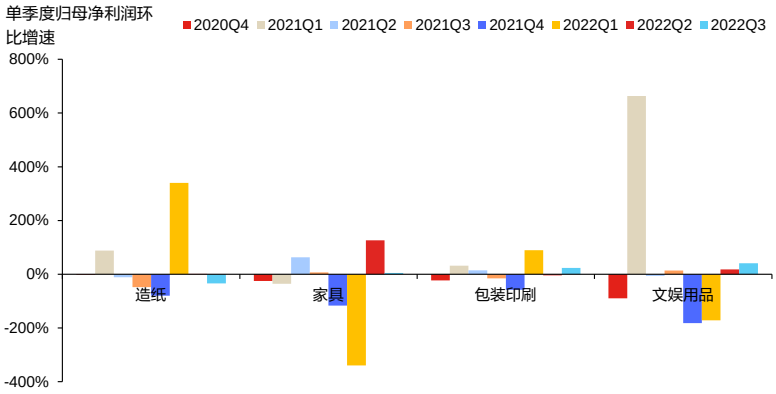
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2022Q3 轻工各子板块归母净利润同比均有所下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：2022Q3 家具、包装印刷、文娱用品板块归母净利润环比增速回正



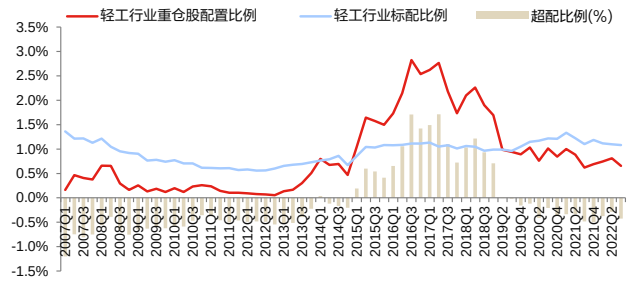
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 2022Q3 机构持仓环比有所下降，整体仍处于历史相对低位

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2022Q3 年轻工行业重仓股配置比例环比有所下降，整体仍处于历史相对低位。轻工行业基金重仓股配置比例自 2018 年下半年持续下滑以来，2022 年仍延续历史相对低位水平，2022Q3 基金重仓轻工股配置比例环比下降 0.16pct 至 0.66%，超配比例环比下降 0.14pct 至-0.43%。细分各子板块，2022Q3 包装印刷板块关注度提升，重仓股配置比例环比提升 0.04pct 至 0.08%；造纸、其他家用轻工板块重仓股配置比例环比基本维稳；家具、文娱用品印刷板块重仓股配置比例环比分别下降 0.18pct、0.02pct 至 0.33%、0.05%，各子板块重仓股配置比例仍处于历史低位水平。

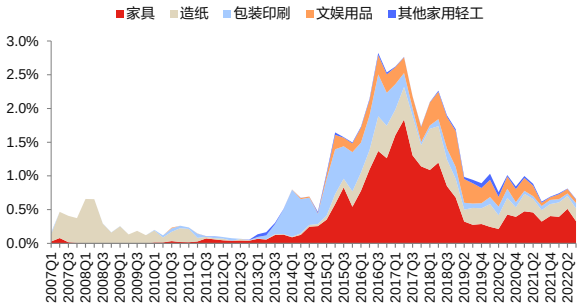
图 7：2022Q3 基金重仓轻工股配置比例环比下降 0.16pct 至 0.66%，超配比例环比下降 0.14pct 至-0.43%



注：① 轻工行业重仓股配置比例=轻工行业的基金重仓市值占基金重仓股市值比重
② 轻工行业标配比例=轻工行业A股流通市值 / 全部A股流通市值
③ 超配比例=轻工行业重仓股配置比例-轻工行业标配比例

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：2022 年以来，轻工各子板块配置比例整体处于低位，2022Q3 包装印刷板块环比增长，家具、文娱用品板块环比下降



注：上图为各子板块基金重仓市值占基金重仓股市值的比重：
①包装印刷板块环比提升0.04pct至0.08%
②造纸、其他家用轻工板块环比分别稳定在0.19%、0.01%
③家具板块环比下降0.18pct至0.33%，文娱用品板块环比下降0.02pct至0.05%

数据来源：Wind，东方证券研究所

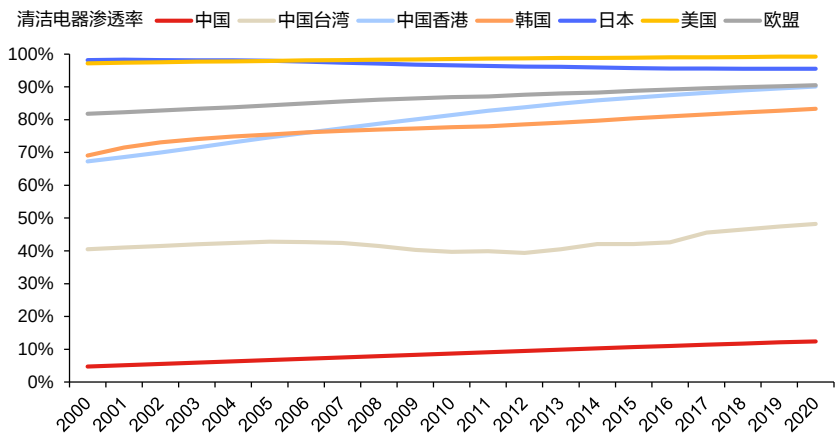
2 轻工行业 2023 年投资策略：把握成本改善空间、需求修复弹性，低估值优质龙头配置价值凸显

2.1 小家电：需求回暖可期，盈利改善趋势有望延续

当前中国清洁电器渗透率相对较低，测算未来 9 年清洁电器销量 CAGR 将达 3%-7%。清洁电器包括吸尘器、扫地机器人、电动拖把、洗地机等用于地面清洁的家用电器，根据欧睿的统计数据，2020 年中国清洁电器渗透率为 12.4%，较 2010 年提升 3.7pct，整体处于缓慢增长阶段。横向对比欧、美、日、韩等国，其清洁电器渗透率已在 80%以上，远高于中国的清洁电器渗透率。以扫地机器人、洗地机为代表的清洁电器产品在技术层面不断迭代形成的量变或将带来质变，创新型产品有望驱动渗透率快速提升。我们假设清洁电器更换周期为 4 年，中性情形下，假设 2030 年渗透率将由提升至 20%，预计 2030 年中国清洁电器销量将达 2913 万台，2021-2030 年年均复合增速为 3%；乐观情形下，若 2030 年渗透率达 30%，预计 2030 年销量将达 4334 万台，2021-2030 年年均复合增速达 7%。

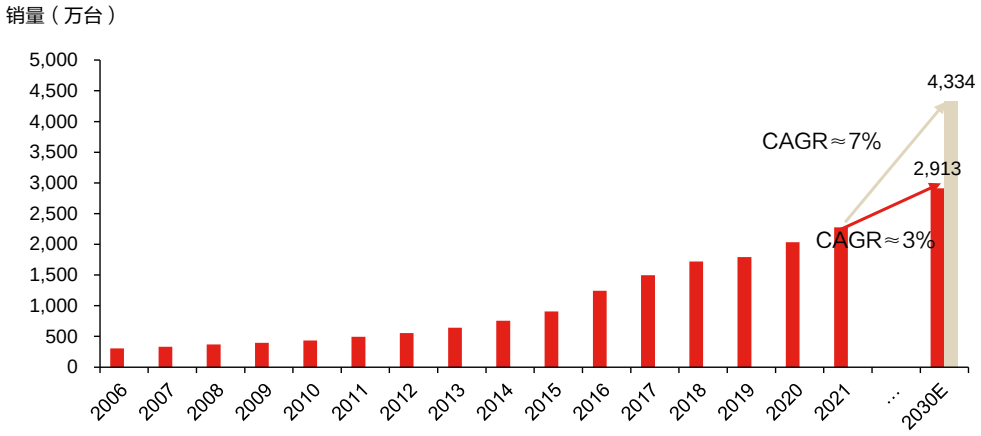
图 9：中国大陆清洁电器渗透率远低于世界其他国家与地区

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 10：假设 2030 年中国清洁电器渗透率将分别提升至 20%、30%，则 2021-2030 年销量年均复合增速将分别达 3%、7%



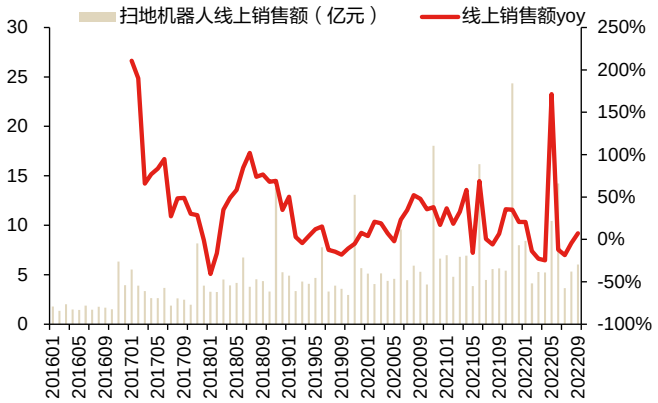
数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

中国扫地机器人市场增速放缓，均价提升成为增长的主要驱动力。2022 年在疫情扰动下，国内消费需求相对疲软，扫地机器人市场增速有所放缓，根据奥维云网的统计数据，2022 年 1-9 月中国扫地机器人线上渠道（不含抖音）销售额达 62.7 亿元，同比增长 2%。整体价格中枢的上行是市场规模增长的主要动因，2022 年 1-9 月中国扫地机器人线上均价达 3093 元，同比提升约 43%，主要系高价自清洁产品的占比大幅提升；同期中国扫地机器人线上销量达 202.7 万台，同比下降 28%。

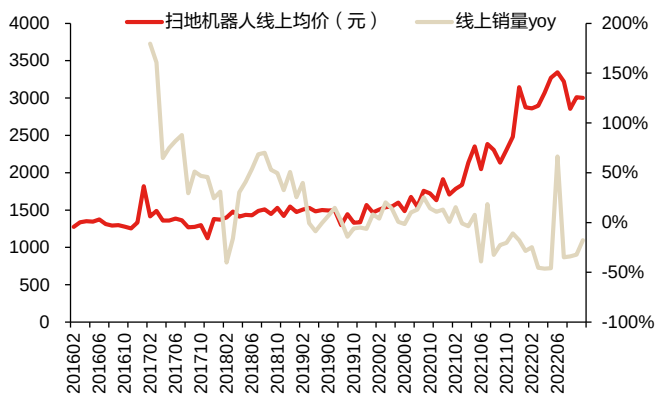
图 11：2022 年 1-9 月中国扫地机器人线上销售额达 62.7 亿元，同比增长 2%

图 12：2022 年扫地机器人规模增长主要由均价提升驱动，1-9 月扫地机器人线上均价达 3093 元，同比提升 43%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



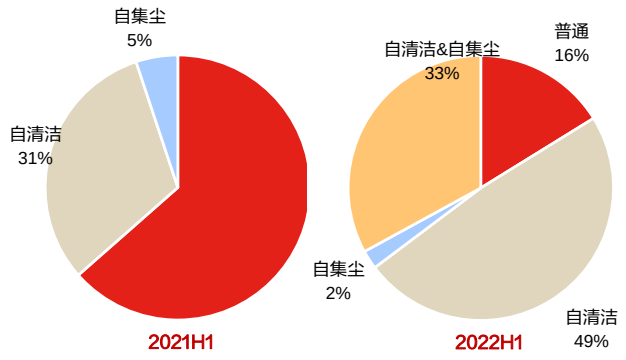
数据来源：奥维云网，东方证券研究所



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

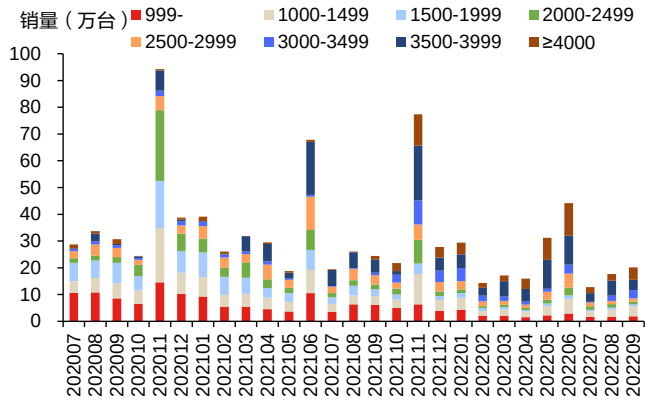
中高端自清洁产品成为行业主流，低端产品销量同比大幅下滑。2022 年中国扫地机器人市场呈现结构性增长的特征，2022 年 1-9 月 3000 元以上扫地机器人线上销量达 114 万台，同比增长 67%，其中带自清洁功能的产品贡献主要增量，根据奥维云网的统计数据，2022 年上半年具备自清洁功能的扫地机器人线上销售额占比已达 82%，同比提升 50pct，自清洁已成为行业主流功能。与此同时，低端产品缩量明显萎缩，同期 2000 元以下产品销量为 57 万台，同比下降约 60%，推测主要系当前主流品牌推出的低价新品数量相对较少。

图 13：自清洁已成为行业主流功能，2022 年上半年具备自清洁功能的扫地机产品占比达 82%



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

图 14：2022 年以来 2000 元以下产品销量同比大幅下滑



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

头部品牌主动调整旗舰产品价格，有望催化自清洁类产品进一步放量。2022 年 7 月底扫地机器人头部品牌主动下调单自清洁/全能基站类产品价格，并在双 11 再次进行价格调整，以科沃斯 T10 OMNI、石头 G10S、米家全能扫拖机器人这三款自主避障+全能基站类产品为例，双 11 期间产品售价较 618 期间分别下调了 21%、9%、23%，自主避障+全能基站类产品已下沉至 3000-3500 元的价格带，产品性价比显著增强。受价格调整影响，扫地机器人市场在短期内已出现回暖趋势，根据奥维云网的统计数据，8 月以来扫地机器人线上销量同比降幅逐月收窄。展望未来，扫地机器人渗透率仍有较大的提升空间，伴随国内消费信心的恢复，实用性强、性价比愈发突出的自清洁类扫地机器人有望带动行业加速放量。

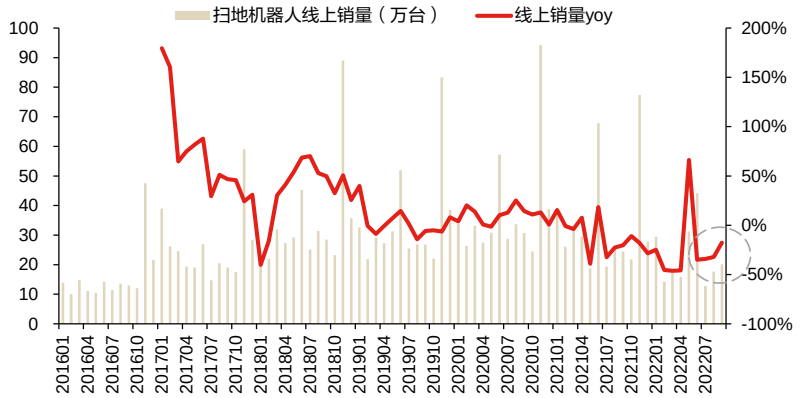
图 15：2022 年双 11 自清洁类扫地机器人较以往有较大幅度的调价

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

品牌	科沃斯			云鲸		石头			小米		
机型	X1 OMNI	T10 Turbo	T10 OMNI	J2	J3	G10	G10S	G10S Pro	米家免洗扫拖机器人	米家免洗扫拖机器人PRO	米家全能扫拖机器人
首发价格（元）	5999	3999	4999	4299	4699	3999	4799	5799	2499	3499	3999
2022年618价格（元）	5199	3399	4299	3399		3799	4499	5699	2299	2999	3899
2022年双11价格（元）	4499	2949	3399	2899	3999	3099	4099	4899	1999	2599	2999

数据来源：京东，天猫，东方证券研究所

图 16：8 月初产品调价后，扫地机器人行业销量同比降幅逐月收窄

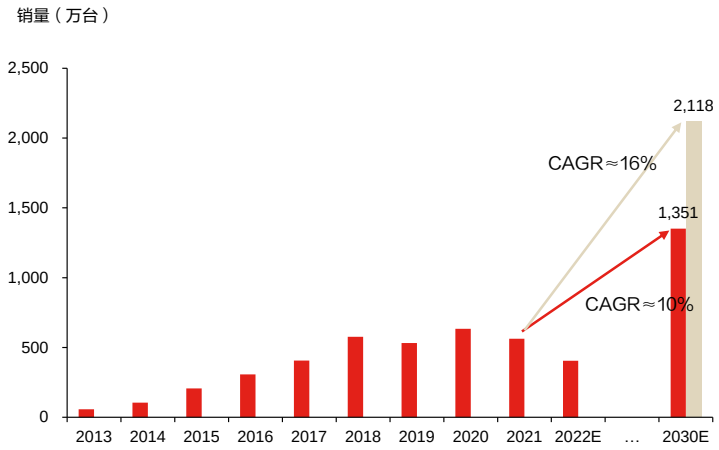


数据来源：奥维云网，东方证券研究所

目前中国扫地机器人渗透率仅为 4.9%，测算未来 9 年中国扫地机器人销量 CAGR 将达 10-16%。近年美国扫地机器人渗透率一直保持稳定的增长，2021 年已达 14%，较 2014 年提升 8pct 。同期中国市场扫地机器人渗透率约 4.9%，远低于西班牙（25%）、美国（14%）、韩国（11%）、日本（10%）的渗透率水平。对标海外发达国家，伴随扫地机器人产品持续迭代、实用性不断提升，中国扫地机器人行业有望迎来渗透率的快速提升。假设扫地机器人更换周期为四年，我们测算若2030年中国扫地机器人渗透率将分别提升至10%、15%，则2030年销量分别为1351万台、2118万台，2021-2030年年均复合增速将分别达10%、16%。行业成长空间广阔，龙头品牌产品迭代速度快、竞争力出众，建议关注**科沃斯、石头科技、JS 环球生活。**

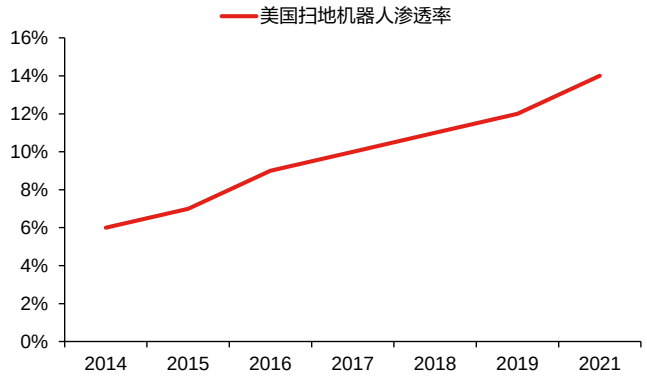
图 17：假设 2030 年中国扫地机器人渗透率将分别提升至 10%、15%，则 2021-2030 年销量年均复合增速将分别达 10%、16 %

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



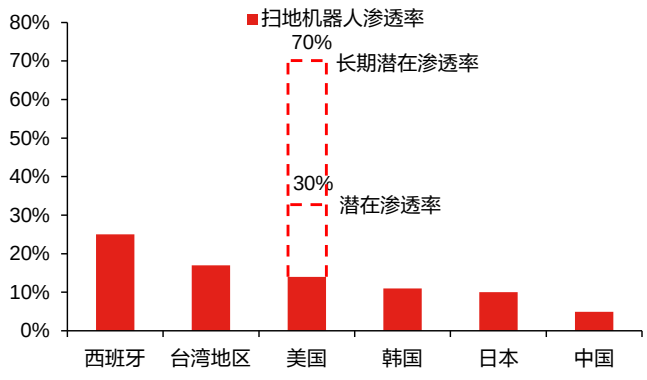
数据来源：中怡康，奥维云网，Wind，东方证券研究所

图 18：美国扫地机器人渗透率逐年增长，2021 年达 14%，相较 2014 年提升约 8pct



数据来源：iRobot 公告，东方证券研究所

图 19：中国扫地机器人渗透率水平当前不足 5%，低于美国（14%）、日本（9%）



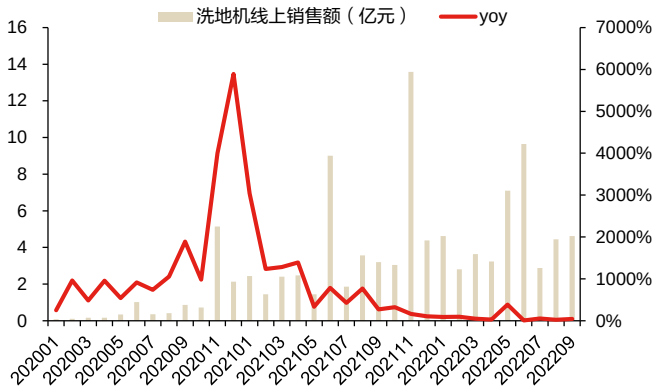
数据来源：iRobot 公告，东方证券研究所

洗地机延续高增长态势，已成为清洁电器第二大品类。洗地机依托于自身“吸拖洗”一体化的产品特性，切实解决了中国消费者的地面清洁痛点，于 2020 年下半年开始快速放量；当前洗地机仍处于渗透率快速提升的高景气发展阶段，行业规模延续高速增长态势，根据奥维云网的统计数据，2022 年 1-9 月中国洗地机线上销售额达 43 亿元，同比增长 54%，同期洗地机销量达 141 万台，同比增长 61%。经过两年的爆发式增长，洗地机已成为清洁电器第二大品类，2022 年 1-9 月洗地机线上销售额占清洁电器整体销售额的比重达 28%，同比提升 10pct。

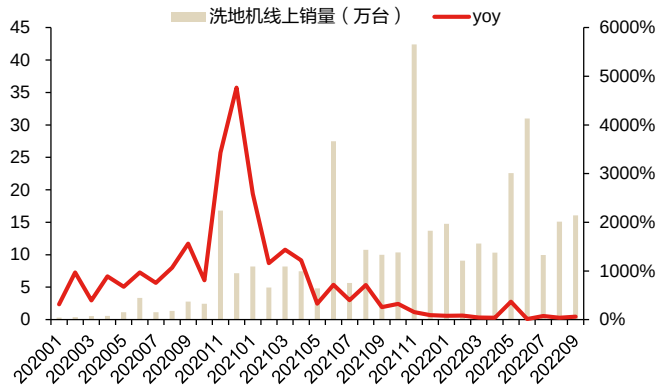
图 20：2022 年 1-9 月洗地机线上销售额达 43 亿元，同比增长 54%

图 21：2022 年 1-9 月洗地机线上销量达 141 万台，同比增长 61%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

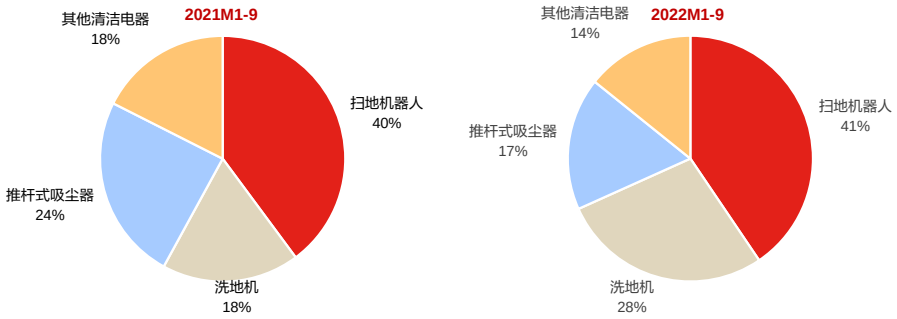


数据来源：奥维云网，东方证券研究所



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

图 22：2022 年 1-9 月洗地机线上销售额占清洁电器比重达 28%，同比提升约 10pct



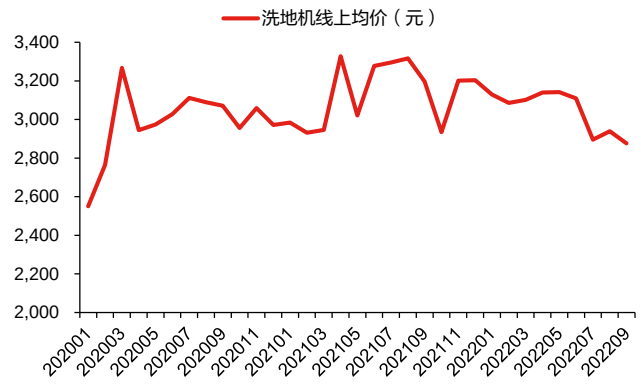
数据来源：奥维云网，东方证券研究所

洗地机渗透率成长空间广阔，价格中枢下行有利于量能的进一步释放，行业增长确定性强。洗地机产品生命周期相对较长、单品销量大，生产端规模效应突出，品牌商调价空间相对较大且调价对盈利水平的影响相对较小。伴随洗地机行业规模的高速增长，产品价格中枢也在逐步下行，2022 年以来洗地机线上均价环比逐步降低至 3000 元以下，2022 年上半年 3000 元以下产品线上销量占比达 50%，同比提升 3pct。根据奥维云网的统计数据，2020 年以来洗地机线上销量合计约为 332 万台，在城镇家庭的普及率不足 2%，我们认为洗地机价格中枢的下行有利于产品触达到更多的消费人群，行业整体有望持续放量、带动规模效应进一步释放，形成良性循环。

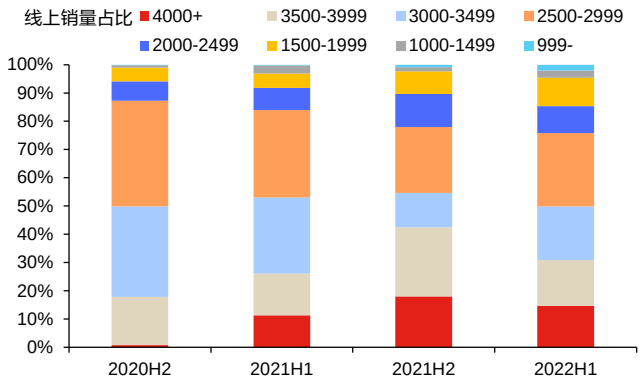
图 23：2022 年洗地机线上均价环比逐步降低

图 24：2022 年上半年 3000 元以下洗地机销量占比同比提升 3pct

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



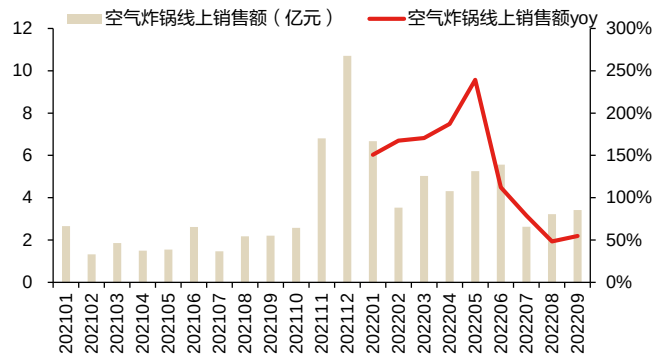
数据来源：奥维云网，东方证券研究所



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

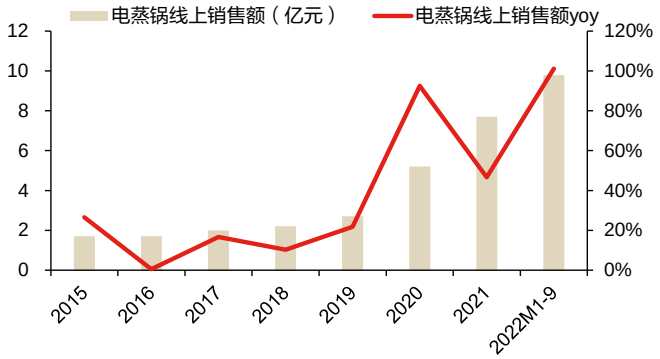
厨小电内销市场有所回暖，海外需求仍相对疲软。2022 年以来中国厨小电市场有所回暖，根据奥维云网的统计数据，2022 年 1-9 月厨房小家电全品类（包含电饭煲、电蒸锅、空气炸锅等 14 个品类）全渠道零售额达 413.5 亿元，同比增长 5.7%，其中空气炸锅、电蒸锅等新兴品类增速较为亮眼，同期空气炸锅、电蒸锅奥维线上监测渠道（不含抖音）零售额达 39.6 亿元、9.8 亿元，同比分别增长 128%、101%。海外市场方面，受地缘政治以及高通胀等宏观因素影响，海外厨小电消费需求较为疲软，2022 年前三季度中国大部分厨小电品类出口金额同比有所下滑。

图 25：2022 年 1-9 月空气炸锅线上销售额达 39.6 亿元，同比增长 128%



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

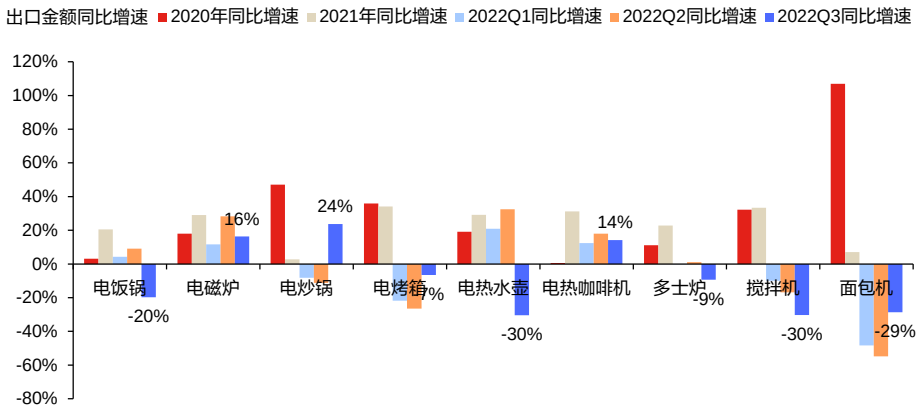
图 26：2022 年 1-9 月电蒸锅线上销售额达 9.8 亿元，同比增长 101%



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

图 27：2022 年前三季度大多厨房小家电品类出口金额同比有所下滑

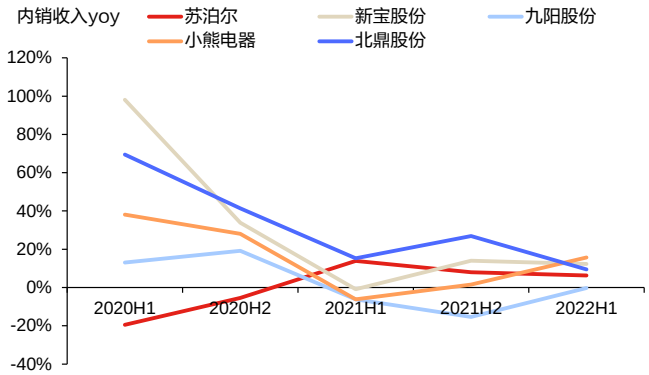
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：海关总署，东方证券研究所

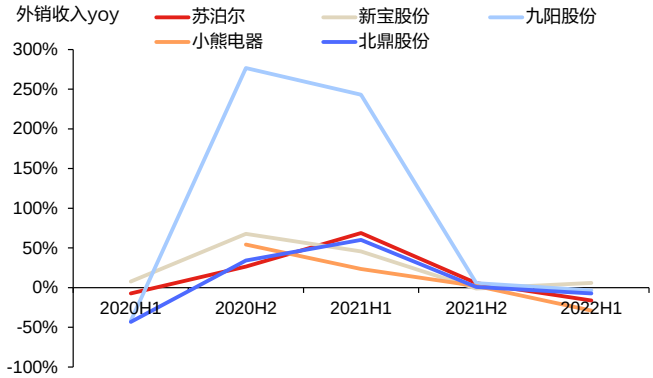
厨小电板块内销收入稳健增长可期，外销基数进一步转低，后续有望逐步改善。内销方面，中国厨小电上市企业积极把握新兴品类高速成长所带来的发展机遇，陆续推出差异化特征突出的空气炸锅、电蒸锅以及智能炒菜机等产品，带动厨小电板块 2022 前三季度内销收入稳健增长；后续随着空气炸锅刚需属性的增强，电蒸锅等新兴品类渗透率的快速提升以及行业渠道变革的逐步落地，2023 年厨小电板块内销业务有望维持稳健的增长态势。外销方面，2022 年外销收入在海外整体需求疲软、渠道去库存的背景下依旧承压，单三季度外销收入增速进一步转低。展望 2023 年，伴随海外渠道库存的逐步出清以及人民币的持续贬值，厨小电板块外销收入增速或有所回升。

图 28：2022 年上半年厨小电上市公司内销收入增长稳健



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：2022 年上半年厨小电上市公司外销收入增速承压

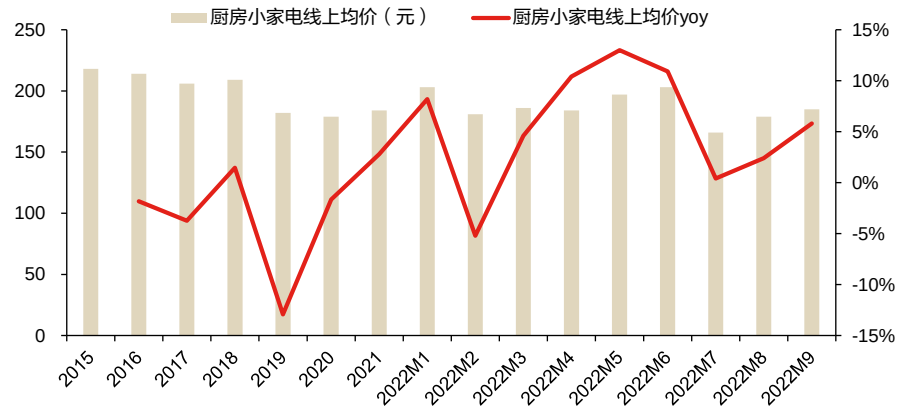


数据来源：公司公告，东方证券研究所

原材料价格、海运费较前期高点均有所回落，产品结构调整带动均价提升，2023 年厨小电板块盈利水平有望持续改善。成本端，2022 年 6 月以来铜、铝、不锈钢以及塑料等原材料价格由历史高位开始下跌，海运价格亦出现较大幅度的回落，当前海运价格处于约历史 40%分位，成本下行的红利有望逐步释放。收入端，厨小电龙头企业积极调整产品布局，如小熊电器坚持推行“精品化战略”，九阳股份主推太空科技新品、提高中腰部产品占比，产品结构的优化以及高附加值新品的上市带动行业均价持续上行，根据奥维云网的统计数据，2022 年 1-9 月厨房小家电线上均价同比稳步提升。外销方面，厨小电出口企业供应稳定性优势突出，因而具备一定的议价能力，盈利水平稳定性强。展望 2023 年，伴随成本下行红利的传导与释放，国内市场产品价格中枢的不断上移，板块整体盈利能力有望延续改善趋势。建议关注厨小电龙头企业——**小熊电器、新宝股份、苏泊尔以及九阳股份。**

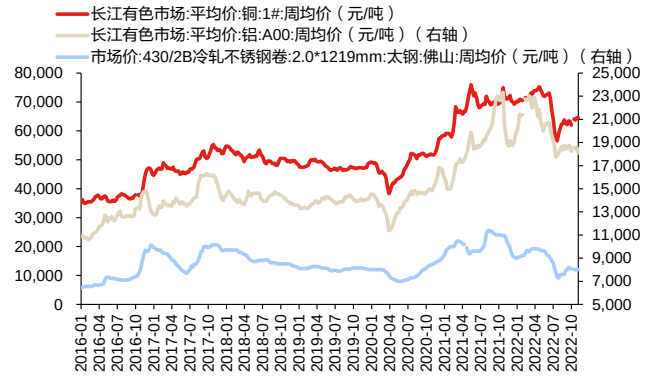
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 30：2022 年中国厨房小家电线上平均售价同比有所提升



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

图 31：2022 年 6 月起铜、铝、不锈钢价格由历史高位开始下行



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：中国出口集装箱运价指数当前已回落到历史中位水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

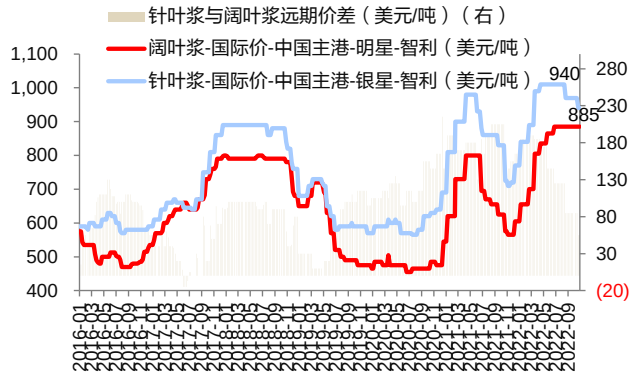
2.2 造纸包装产业链：成本下行、需求复苏有望共振

造纸：成本回落预期加强，需求复苏有望提振盈利弹性

木浆系产业链，上游纸浆新增产能释放在即，推测 2023 年浆价有望自高位回落。2021 年 11 月以来纸浆价格持续上行，于 2022 年 3 月达历史高点后高位震荡，本轮国内纸浆价格高景气主要由供给因素推动：①海外原本计划投产的新增产能延后；②纸浆主产区南美洲至中国的供应链效率持续下降；③俄乌战争导致俄罗斯木材对欧洲出口受限；④欧洲天然气价格、化工原料价格高企；⑤芬兰大型浆纸企业 UPM 于 2022 年初至 4 月 22 日罢工（现已恢复）。展望未来供给端，供给端，考虑到 Arauco MAPA 156 万吨、UPM 乌拉圭 210 万吨、Paracel 巴拉圭 150 万吨新项目推迟，预计 2022-2024 年阔叶浆新增供给增速分别约 4%、6%、10%，且新增产能释放主要集中于 2023Q1 及以后；针叶浆新增供给增速分别约 0%、4%、0%，相对有限。考虑到阔叶浆新增产能均集中于全球成本较低的南美地区，结合海内外需求走向以及新增产能投建进度，推测 2023 年纸浆价格有望自高位回落。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 33：2021 年底以来国内纸浆价格持续上涨至历史高位，2022 年 9 月以来针叶浆价格小幅回落



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 34：测算 2023 年阔叶浆、针叶浆新增供给增速分别约 6%、4%

	2022E	2023E	2024E	投产时间待定
阔叶浆新增产能（万吨）	156	255	435	210
阔叶浆新增供给增速	**4%**	**6%**	**10%**	**4%**
针叶浆新增产能（万吨）	0	114	0	380
针叶浆新增供给增速	**0%**	**4%**	**0%**	**12%**

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：阔叶浆新增产能释放主要集中于 2023Q1 及以后，针叶浆则相对有限

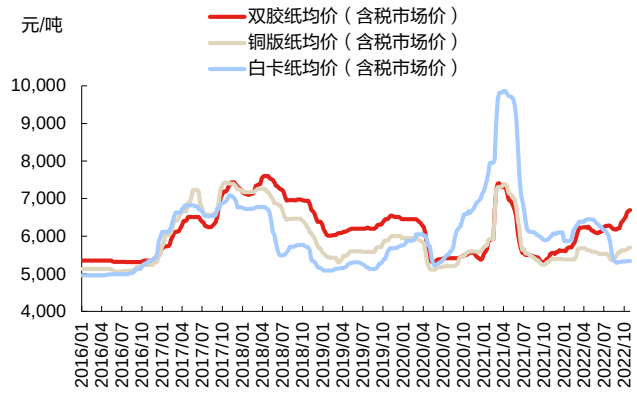
公司	工厂名称	地点	浆种	产能（万吨）	预计投产时间
ARAUCO	Arauco	乌拉圭	阔叶	156	2022 年 12 月
UPM	Uruguay	乌拉圭	阔叶	210	2023 年 3 月底
Paper Excellence	Prince Albert	加拿大	针叶	34	2023 年下半年
Metsä Fibre	KEMI	芬兰	针叶	80	2023Q3
Metsä Fibre	KEMI	芬兰	阔叶	10	2023Q3
CMPC	Gua í ba	巴西	阔叶	35	2023Q4
Suzano	Cerrado	巴西	阔叶	255	2024 年下半年
Paracel	Paraguay	巴拉圭	阔叶	180	2024 年底
Boreal Bioref	Kemijärvi	芬兰	针叶	50	待定
Euca Energy	Mato Grosso	巴西	阔叶	210	待定
RFP	Amursk	俄罗斯	针叶	50	待定
Finnpulp	Finnpulp	芬兰	针叶	120	待定
中冶集团	Siberwood	俄罗斯	针叶	60	待定
Segezha & CAMCE	Lesosibirsk LDK	俄罗斯	针叶	100	待定

数据来源：公司公告，中国纸业网，东方证券研究所

需求疲弱导致 2022 年以来成本上行压力无法顺畅传导至纸价，伴随疫情后国内需求逐步回暖，中游造纸环节利润或温和修复。2022 年以来，俄乌冲突背景下欧洲能源及化工成本高企、俄罗斯木材出口受限以及新增产能投产延后等供给端因素持续，支撑纸浆价格上涨至历史高位，行业用浆成本逐步上行。然而，受多地疫情反复影响，内需疲弱拖累下白卡纸价格持续下跌至历史底部，文化纸受益于教辅教材刚性需求支撑、9 月起实现价格稳步提涨，但涨幅整体不及成本提升幅度，造纸环节盈利整体承压。展望 2023 年，供给端文化纸新增供给较为有限，白卡纸供应压力相对较大；需求端，国内疫情影响趋弱，稳增长政策发力下内需有望修复，伴随成本端纸浆价格回落，中游造纸环节利润有望企稳回升。结合供需关系及销售模式差异，推测特种纸、文化纸弹性较高，建议关注**太阳纸业、仙鹤股份**。

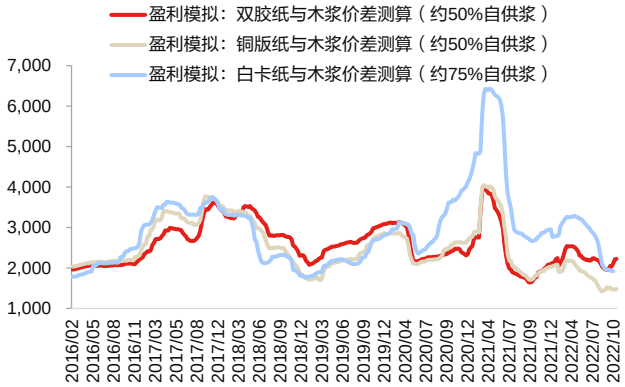
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35： 内需疲弱拖累下，2022 年 4 月以来铜版纸、白卡纸价格均有回落，双胶纸价格稳步提涨



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 36：根据成品纸与木浆价差测算，推测 2022 年 4 月以来木浆系纸品盈利有所回落



数据来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

表 2：预计 2023 年文化纸新增供给相对有限，白卡纸存在较大不确定性

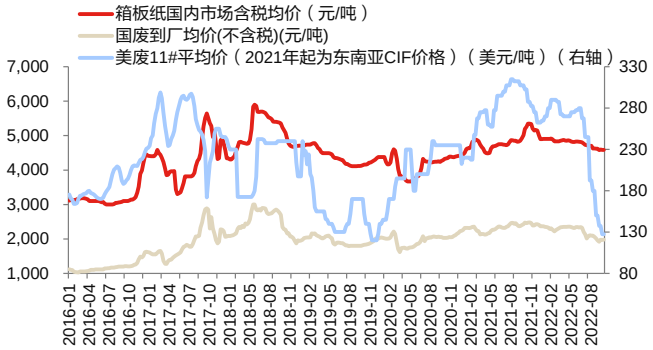
用途	纸种类别	2021年供需情况	供需预测	2022E	2023E	2024E
文化纸	非涂布文化纸	供给相对过剩	新增供给	4%	8%	待定
			新增需求	1.2%	1.2%	1.2%
			供需格局	2023年新增产能压力较大		
	铜版纸	供给相对过剩	新增供给	0%	0%	0%
			新增需求	0.5%	0.5%	0.5%
			供需格局	供需相对平稳		
包装纸	白卡纸	供需相对紧张	新增供给	11%	55%	5%
			新增需求	5%	5%	5%
			供需格局	2023年起新增产能压力较大		

数据来源：公司公告，中国纸业网，东方证券研究所

废纸系，伴随外废成本回落、消费需求复苏，箱板纸盈利弹性有望释放，看好具备高品质纤维原料布局优势的龙头企业盈利扩张。箱板纸终端需求与宏观经济关联度较高，2022 年以来受多地疫情反复、消费疲弱等因素拖累，箱板纸价格走势相对低迷，盈利低于历史中位水平；受外需回落，以及全球航运周转效率逐步恢复、海运价格回调影响，2022 年 9 月以来外废价格自历史高点快速下跌至低位水平，考虑到库存等因素，预计美废成本回落带来的盈利修复或于四季度后逐步体现。展望 2023 年，伴随科学精准防疫逐步推进，内需回暖有望带动箱板纸盈利稳步向上修复；与此同时，外废进口受限下高品质纤维稀缺性将持续凸显，预计使用外废等高质量原材料生产的高档箱板纸价格、盈利涨幅仍将显著优于使用国废生产的低档箱板纸，且分化或将加剧。若需求向好、推升国废原材料价格上涨，龙头纸企由于箱板瓦楞纸中优质纤维占比（即替代国废的原材料比重）整体高于行业内其他企业，依托原材料布局构筑的成本优势，盈利弹性有望充分凸显。考虑到海外建厂壁垒较高，新建项目预计难以在短期内落地，已实现布局的纸企具备先发优势，护城河有望持续拓宽。建议关注已在废纸浆、海外成品纸项目等方面实现原材料布局的废纸系龙头纸企——**太阳纸业、玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际**。

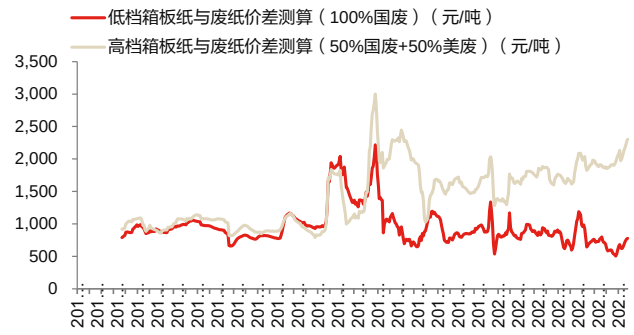
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 37：2022 年以来外废价格上涨，箱板纸价格走势相对低迷



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 38：预测当前箱板纸行业盈利整体处于 2017 年废纸政策调整以来历史中位水平以下

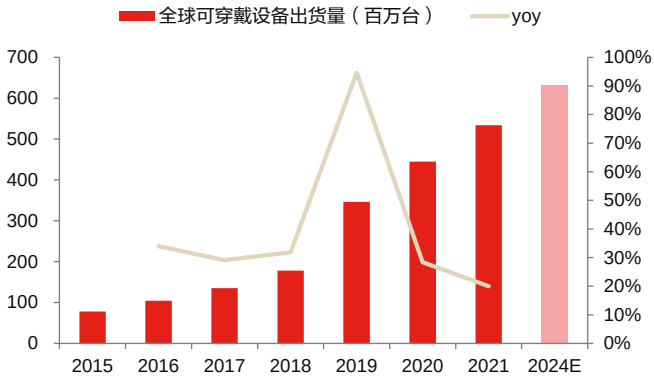


数据来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

包装：高端纸包装龙头下游产业多元化布局，盈利有望持续改善

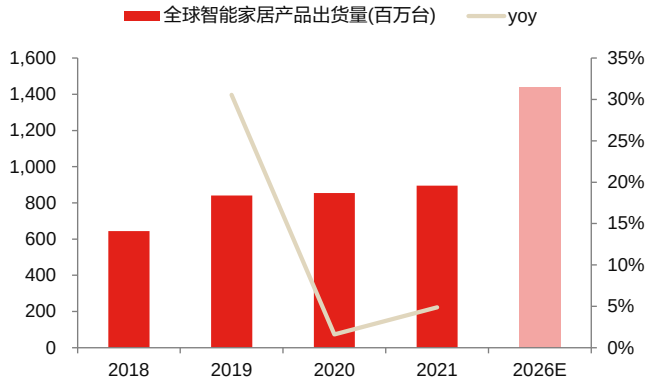
高端纸包装龙头推进下游业务多元化布局，市场份额有望稳健提升。后疫情时代，全球高端纸包装下游各类产业需求逐步复苏，有望成为驱动板块整体业绩回暖的主要动力。分需求类型来看，消费电子是高端纸包装下游需求占比最高的行业之一，伴随 5G 换机潮带来的传统消费电子需求增加，以及智能穿戴、智能家居等新型智能硬件产品需求放量，消费电子行业整体有望保持稳健扩张态势；根据 IDC 预期，全球 2021 年全球可穿戴设备出货量达 5.34 亿台，预计未来三年（2021-2024 年）年均复合增速达 6%；智能家居设备未来五年（2021-2026 年）年均复合增速达 10%。此外，高端纸包装龙头积极完善大包装业务布局，通过“内生+外延”并举的方式开拓下游烟酒、环保、化妆品等行业包装需求，例如裕同科技近年来通过收购华宝利电子、任禾智能、武汉艾特等公司，巩固消费电子主业份额领先优势的同时，顺利开拓烟包等其他大包装业务需求。在当前纸包装行业竞争激烈、集中度较为分散的背景下，龙头企业有望依托新客户拓展+老客户深耕实现中长期市场份额的稳健提升。

图 39：全球可穿戴设备出货量快速增长，预计 2021-2024 年 CAGR 达 6%



数据来源：IDC，东方证券研究所

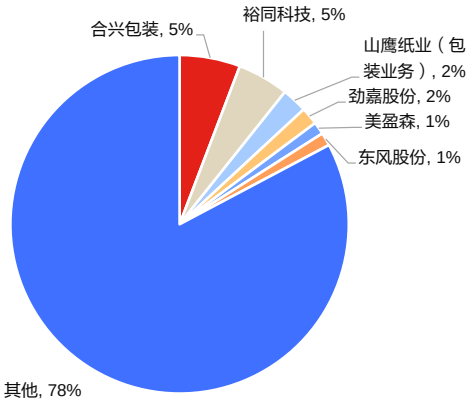
图 40：全球智能家居产品出货量快速增长，预计 2022-2026 年 CAGR 达 10%



数据来源：IDC，东方证券研究所

图 41：纸包装行业集中度仍较为分散，2021 年 CR5 约 15%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

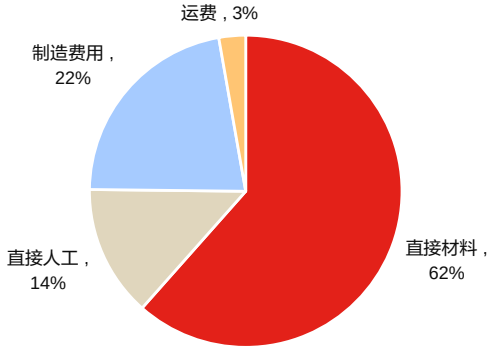


注：此处行业规模数据采用的是中国包装联合会公布的规模以上纸包装企业营业收入（2021 年为 3192.03 亿元），考虑到包装行业整体较为分散，中小企业数量较多，根据公司公告，中国纸包装行业产值约 9000-10000 亿元，据此可得行业实际 CR5 仅为 3%，行业集中度整体较为分散

数据来源：公司公告，中国包装联合会，东方证券研究所

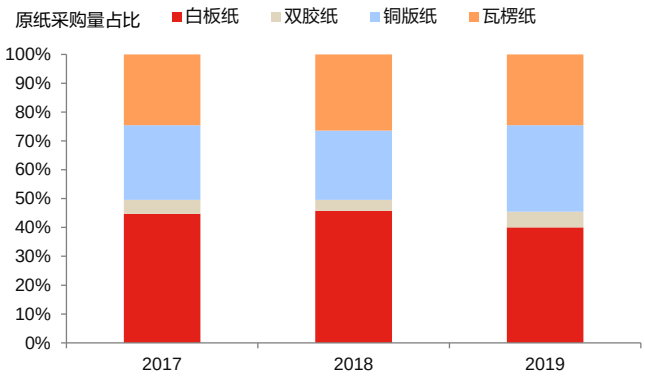
原材料价格进入同比下行通道，智能工厂降本增效落地助推高端纸包装龙头盈利持续改善。包装作为中游制造业，行业集中度较低，对上游原材料供应商议价能力有限，2022 年中之前的原材料价格同比上涨，叠加行业激烈竞争导致成本侧压力难以向下游客户端传导，包装板块盈利及估值均有承压。以高端纸包装龙头裕同科技为例，2021 年其纸制品包装主营产品成本中，直接材料占比达 62%；近年其原纸采购量中白卡纸占比最高超过 40%。2022 年三季度以来，受疫情反复导致的需求疲弱拖累，白卡纸价格同比下跌，公司三季度盈利能力显著改善。展望未来，白卡纸等主要原材料价格上涨压力有望持续缓解，叠加公司多地智能工厂投产后降本增效落地，高端纸包装龙头盈利能力有望持续改善。建议关注中高端纸包装龙头企业——**裕同科技**。

图 42：以高端纸包装龙头裕同科技为例，2021 年其纸制品包装主营产品成本中，直接材料占比达 62%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：以高端纸包装龙头裕同科技为例，近年其原纸采购量中白卡纸占比最高、超过 40%

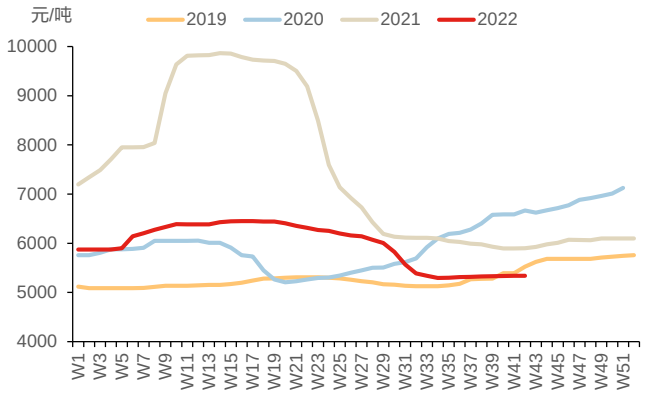


数据来源：公司公告，东方证券研究所

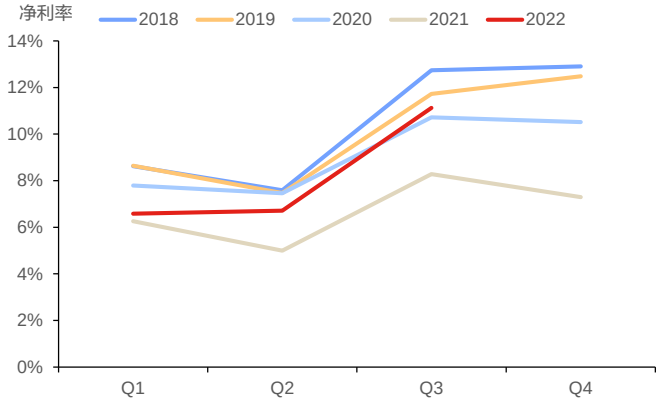
图 44：2022 年三季度以来，白卡纸价格同比显著回落

图 45：裕同科技盈利能力 2022Q3 显著修复

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

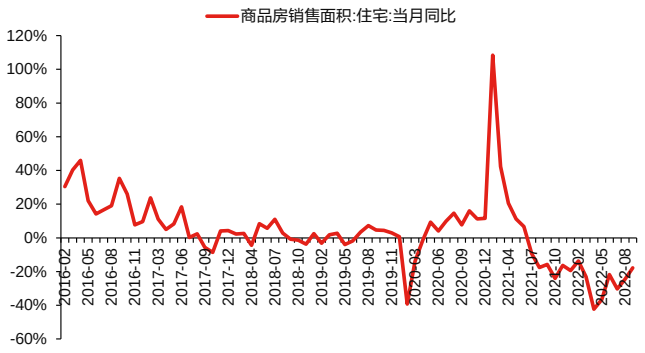


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 地产后周期产业链：关注国内需求修复弹性，看好家居龙头份额提升

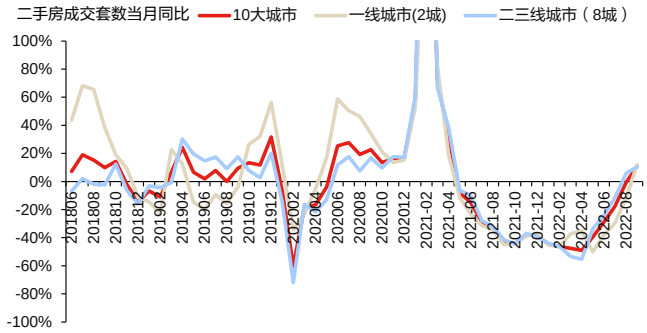
上游房地产行业有望弱复苏，带动下游家居需求逐步修复。2022 年至今家居板块上游房地产行业销售数据持续下行，1-9 月国内新房、二手房销售面积累计分别同比下滑 25.7%、32.5%，二季度以来单月同比降幅逐步收窄，全年地产销售景气度整体较为低迷。展望未来，参考东方证券地产团队观点，我们预期上游房地产行业基本面保持弱复苏态势；拿地与开工端，11 月央行与银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台 2500 亿债券融资支持工具为民营房企纾困；竣工端，受保交楼政策落地影响，竣工增速数据近期或有回升，有望释放部分地产商对下游家居企业的订单需求，预期 2022 年、2023 年房地产竣工面积同比增速分别为-10%、-8%；需求端，20 大报告指出坚持房住不炒定位，加快建立多渠道保障、租购并举的住房制度，因城施策的差别化住房信贷政策将逐步落实，在前期宽松政策组合对购房信心的修复效果有限的情况下，未来仍有看到更大力度托底宽松政策的可能。系列政策出台落地有望推动上游房地产行业基本面缓慢复苏，进而刺激中长期家装板块消费需求逐步释放。

图 46：2022 年 1-9 月新房销售面积持续同比负增长，全国住宅销售面积累计同比下滑 25.7%



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 47：2022 年下半年二手房销售增速回升，1-9 月全国十大城市二手房成交套数累计同比下滑 32.5%



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

表 3：2022 年 8 月以来中央及地方政府加速出台地产宽松政策（以部分城市为例）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

日期	城市	政策内容
8.4	北京	**限贷：**中心城区 60 岁及以上家庭购买试点项目并随迁户口，贷清无房家首付 35%，执行相应贷款优惠利率
8.9	南通	**限贷：**首套房首付 20%，二套房首付 30%
8.8	廊坊	**限购：**取消户籍、社保等限购条件； **限售：**取消“北三县”及环雄安新区周边县（市）限售年限要求
8.1	连云港	**限贷：**家庭一套房、贷款已结清的执行首套房政策 **预售资金监管：**房企可采取商业保函方式，释放一定数额资金（≤重点监管额度的 30%）用于房地产项目建设运营
8.11	长春	**购房补贴：**进城农民和来长人才购买新房给予 200 元/平米补贴
8.12	*南京、无锡、苏州	**限贷：**名下 1 套房、贷款已结清，首付低至 30%；名下 1 套房、贷款未结清，首付 50-60%
8.15	惠州	**限贷：**首套房为普通住房，首付比例 20%
8.16	福州	**限贷：**市五区一套房、贷款已结清，二套首付 40%；非五区户籍购买五区首套房、贷款已结清的，首付 30%
8.17	昆山、太仓	**限购：**外地户籍居民购首套房无需社保或个税证明
8.17	济南	**二手房：**推出二手房“带押过户”新模式，降低交易成本
8.19	西安	**限购：**存量住房被纳入保障租赁房管理后，家庭新增 1 套购房资格
8.19	北京	**预售条件：**商品住房项目可按栋申请办理预售许可，最低规模不得小于栋
8.2	上海临港	**限购：**在临港新片区工作的非户籍人才缴纳个税/社保满 1 年，片区内限购 1 套住房，网签备案满 7 年后可转让
8.24	常州	**限售：**9 月 1 日起二手房将全面取消限售
8.25	北京	**限购：**部分北京国企员工收到通知，具备北京购房资格的可在通州区多购一套住房
8.26	济南	**限购：**非户籍家庭缴纳 6 个月个税/社保可在限购区内购房，大专及以上学历购房者，需累计缴纳社保满 3 个月
8.27	东莞	**限贷：**1 套房+1 项贷款已结清，普宅首付 3 成；贷款记录≥2 且结清，或 1 套房+该贷款未结清，普宅首付 4 成
9.1	深圳	**二手房：**坪山公证处完成深圳首例“公证提存 免赎楼带押过户”二手房交易服务
9.8	*宁波	**限购：**全面放开限购，家庭购房套数不受限制
9.9	福州	**二手房：**推行“带押过户”新模式
9.15	济南	**限购：**限购范围缩小至历下区、市中区
9.15	广州	**二手房：**鼓励推广“带押过户”新模式
9.16	天津	**限购：**非户籍连续 6 个月社保可购 1 套房，60 岁以上/多孩家庭/自住房用于保租房 5 年以上等可增购一套 **限贷：**无房首套首付最低 30%，二套首付最低 40%，认贷不认房 首套/二套利率实行 LPR-20bp/LPR+60bp
9.16	南京	**二手房：**全面推行 “带押过户”新模式
9.19	郑州	**限贷：**限购区内二套房首付比例降至 40%
9.2	无锡	**二手房：**全面推行 “带押过户”新模式
9.21	合肥	**二手房：**首例二手房“带押过户”办理通过
9.21	北京	**二手房：**试行存量房交易“连环单”业务，购房家庭先出售名下住房，再次购买住房，可并行办理
9.22.	合肥	**限贷：**部分银行支持二套房首付 30%，主要为名下 1 套房、贷款已结清，或该贷款未结清但符合多孩/人才政策
9.27	武汉	**限贷：**二套房首付比例调整为 40%，同时取消对二套房不同面积的首付差异限制
10.12	苏州	**政府回购：**拟对 6 个区及 4 个县市共 10 个板块回购约 1 万套新房
10.9 -10.25	武汉、天津、贵阳	**限贷：**首套房贷款利率降至 3.9%（LPR-40bp）
	石家庄、温州	**限贷：**首套房贷款利率降至 3.8%（LPR-50bp）

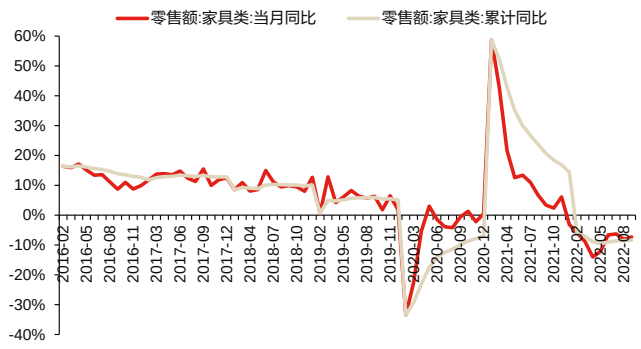
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

昆明、大连	**限贷：**首套房贷款利率降至 3.95%（LPR-35bp）；昆明部分银行二套房首付降至 30%

数据来源：各地政府官网，东方证券研究所

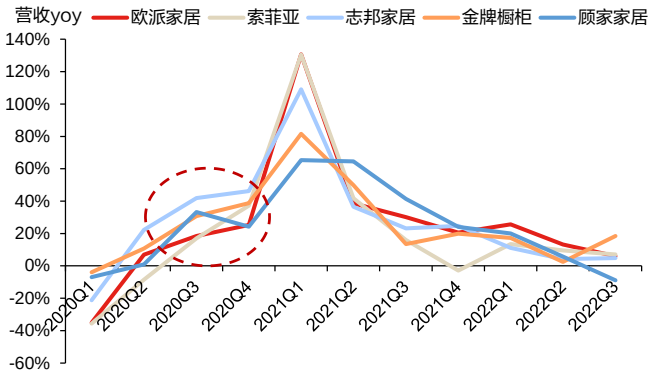
家装需求因 2022 年国内疫情反复受持续压制，科学精准防疫背景下或将温和回暖。家居消费需求高度依赖线下消费场景，尤其是定制家居，其服务流程中的上门量房、安装交付等环节均需要进入小区完成。2022 年国内疫情整体呈现点多、面广、频发特征，多地疫情封控导致家居门店线下客流显著减少，家装订单成交遇阻，导致家居龙头营收增速受明显扰动。根据国家统计局公布的数据，2022 年 1-9 月中国家具制造业营收同比下降 8.4%。但不同于其他消费需求，房屋装修需求相对刚性，我们认为疫情反复对家装需求的影响更多体现在延迟订单成交节奏，而非压缩需求总量。回溯 2020 年，家居需求在疫情爆发期间显著下降，但是后续随着 Q3、Q4 疫情封控放松，家具龙头企业营收增速逐季明显改善。预期未来伴随国内科学精准防控水平不断提升，疫情封控政策对居民日常生产生活节奏的影响趋弱，前期积累的家装需求有望缓步释放，未来延迟交付的订单需求亦有望逐步兑现，板块整体营收增速或将温和回暖。

图 48：受国内疫情反复影响，2022 年 1-9 月中国家具制造业营收同比下降 8.4%



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 49：2020Q1 家居龙头公司受疫情影响较大，Q2-Q3 业绩迅速反弹

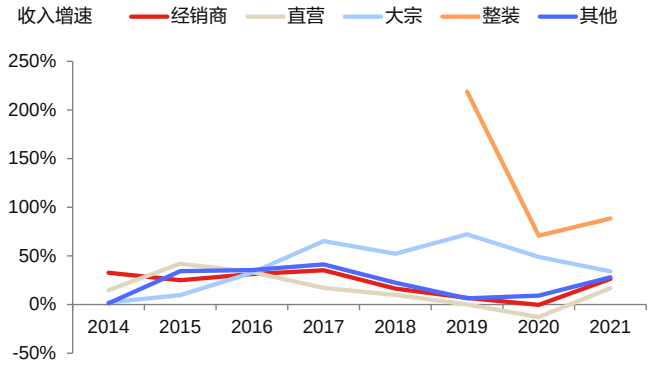


数据来源：wind，东方证券研究所

行业格局方面，头部家居企业全渠道、多品类、多品牌竞争优势持续彰显，行业集中度提升趋势有望延续。后疫情时代家装行业渠道多元化、流量粉末化特征显著，在上游地产景气度弱复苏、疫情压制的家装需求温和释放背景下，家居头部企业凭借全渠道、多品类、多品牌构筑竞争优势，终端获客实力持续强化。①渠道端，家居企业为拓宽用户需求触点，持续深化全渠道布局，以 9 家定制家居上市企业为例，其经销、直营、大宗、整装渠道近三年（2018-2021 年）营收年均复合增速分别达 10%、1%、51%、117%，大宗、整装等新兴渠道高速发展，其中整装渠道顺应家装行业需求流量入口不断前置趋势，将获客节点从硬装提前至全屋设计环节，同时家居企业通过与地方装企合作形式开发整装渠道，深入挖掘家装消费需求。②品类端，头部家居企业基于自身产品研发设计、制造、供应链等方面的实力，推进定制家居产品与软体家居、成品配套产品的品类融合，推出整家套餐满足整装客户需求，助力客单值提升。③品牌端，为实现更精准的消费者触达，提升家装需求的转化为订单的效率，头部家居企业近年积极完善多品牌矩阵，欧派、索菲亚等头部企业面向大众、中、高端市场，分别开发有梯度的多元品牌。未来伴随头部家居企业在渠道、产品和品牌端的竞争优势持续彰显，整体市场份额有望继续向头部企业集中。

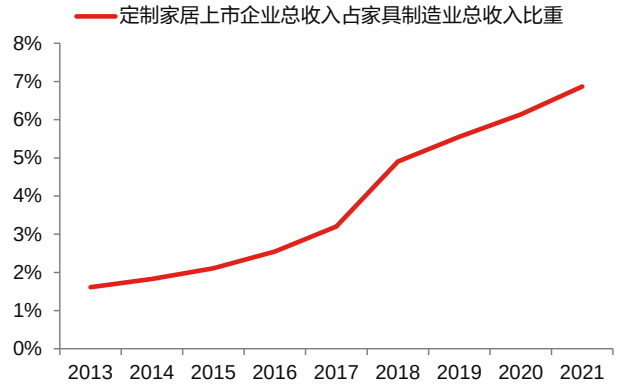
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 50：经销商、直营渠道收入增速放缓，大宗、整装渠道收入快速增长



注：以上数据来源为 9 家定制家居上市企业收入分渠道拆分情况
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 51：2021 年定制家居上市企业收入占家具制造业收入比重达 6.9%，较 2017 年提升约 3.7pct



数据来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

表 4：2021 年以来整家套餐模式兴起，头部企业积极通过品类融合推动客单价提升

套餐名称	价格	定制	沙发+茶几	一桌四椅	床+床垫+床头柜	护墙板	橱柜	烟机+燃气灶
欧派家居-橱衣联购双王炸套餐	29800+9999	20平米	3件	5件	4件	3平米	3米地柜+3米台面+1米吊柜	欧派品牌烟机灶具+配套水槽
		最低900元/平	贴牌+品牌合作（直播价13800）			最低500元/平	9999	
索菲亚-大牌整家套餐	39800	定制	沙发+茶几	一桌四椅	床+床垫	护墙板	橱柜	烟机+燃气灶
		20平米	3件	5件	2件	3平米	3米地柜+3米台面+1米吊柜	加999元
		最低900元/平	芝华士（15699沙发，5999茶几）	芝华士（9999）	舒达（10980床，10980床垫）	最低500元/平	7999	卡萨帝（零售价7298，某宝山寨款折后价2099）
			直播价36800					
索菲亚-大牌拎包套餐	39800	定制	沙发+茶几	一桌四椅	床+床垫	床头柜	智能晾衣机	家电
		20平米	3件	5件	2件	1件	1件	3选1
		最低900元/平	芝华士（15699沙发，5999茶几）	芝华士（9999）	舒达（10980床，10980床垫）	舒达（1480，折后价1100）	索菲亚品牌（1149）	①加2999元 卡萨帝双子云裳滚筒洗衣机（零售14999） ②加1999元 东芝净味对开门冰箱（零售12999） ③免费送 海尔洗烘一体机+舒达舒享乳胶枕2件+索菲亚格林之光床品四件套
索菲亚-轻享拎包套餐	39800	26平米定制	10件成品			-	智能晾衣机	大牌家电三选一
索菲亚-时尚拎包套餐	39800	26平米定制	10件成品			10平米背景墙	智能晾衣机	-
顾家家居-全自制拎包套餐	29800	18平米	3件	5件	2件	-	-	-
		最低900元/平	顾家软体家具（定制套餐专供）			-	-	-
顾家家居-全屋套餐	49800	22平米	3件	5件	2件	-	-	配件包（铰链+拉手+抽屉+挂衣杆等）
		最低900元/平	顾家软体家具（定制套餐专供）			-	-	
顾家家居-全屋套餐	79800	24平米	3件	5件	2件		3米地柜+3米台面+1米吊柜	零增项豪华包（拉手、铰链、衣通、平板抽、拉直器）
		最低900元/平	顾家软体家具（定制套餐专供，零售价6万左右）				3999元	12999元（相当于每平米500元左右）
志邦家居-大牌厨衣套餐	29700	定制	沙发+茶几	一桌四椅	床+床垫+床头柜	护墙板	橱柜	家电
		20平米（不含榻榻米）	-				3米地柜+3米台面+1米吊柜	1、烟机灶具+松下智能冰箱+五金免费升级百隆（橱柜）/海蒂诗（全屋定制） 2、预定+51元，送松下电饭煲（1299元） 3、预交1w，加51元，送3m净水器（3980元） 4、订单满2w，加999元，送老板洗碗机（7999元） 5、订单满4w，加1999元，送老板蒸烤一体机（8980元）
		高颜美家板12色，最低900元/平	-				7999元（含烟灶），+999元升级微晶岩板台面	
志邦家居-大牌整家套餐	29700	21平米（不含榻榻米）	1件	5件	3件	4平米	-	1、铰链升级海蒂诗（全屋定制） 2、预交2000，加51元，送美国丝涟净眠被（价值1580元） 3、预交1w满1w，加51元，送喜临门抗菌防螨乳胶床垫（3580元） 4、预交2w满2w，加1999元，送松下9kg洗衣机（6999元） 5、预交4w满4w，加2999元，送丝涟净眠皮床+床垫（26570元）
		高颜美家板20色，柜体10色，最低900元/平	RG功能沙发（三人位）	贴牌岩板餐桌，仿皮椅	丝涟（1.5m皮床+床垫）+1个贴牌床头柜	399元/平米，12色，实木	-	

数据来源：微信公众号，公司官网，抖音，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

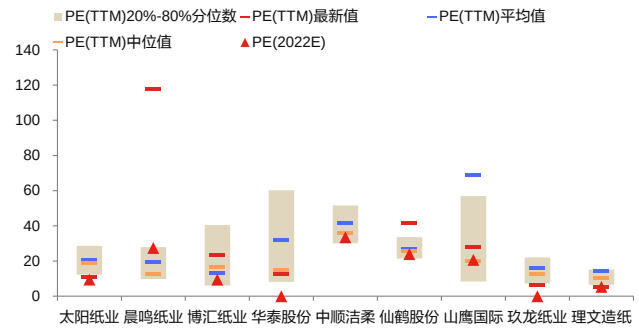
看好家居板块需求回暖，头部企业有望通过品类融合、新渠道扩张实现市场份额的加速提升。在疫情反复压制行业需求释放背景下，头部家居企业积极顺应终端流量结构性调整趋势，拓展全渠道布局并着力发展整装渠道、通过主打整家套餐推动多品类融合、打造多品牌矩阵，改善全需求类型消费者触达力的同时提升客单值，助力市场份额提升。展望未来，上游地产行业弱复苏预期或将推动家居板块估值修复，同时疫情科学精准防控水平提升有望驱动前期积累的家装需求温和释放，建议关注**欧派家居、志邦家居，以及索菲亚、尚品宅配、顾家家居、敏华控股**。

3 投资建议：需求修复弹性、成本改善空间仍为关键变量

3.1 估值比较：细分板块龙头动态估值已普遍回落至历史低位水平，估值性价比凸显

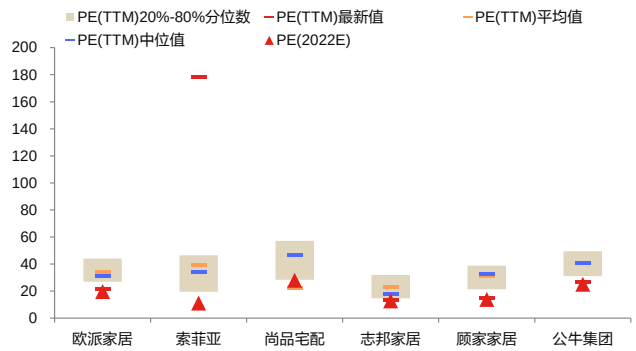
当前造纸、包装、家居、小家电等细分板块龙头企业动态估值已普遍回落至历史低位水平，估值性价比凸显。2022 年以来受下游需求疲弱拖累、成本端原材料价格持续走高压制盈利等因素影响，家居、造纸、小家电等细分板块龙头企业 PE（TTM）普遍回落至历史较低水平。在此情形下，伴随疫情后国内消费需求复苏确定性进一步增强，以保交付为核心的地产纾困政策陆续落地，预期小家电、家居等地产后周期消费属性板块基本面有望逐步修复，其中在产品研发、推新以及新兴渠道布局具备先发优势的龙头企业有望实现市场份额的进一步提升，为估值回升提供动力。中游制造产业链，造纸板块当前估值已处于历史低位，2023 年一季度阔叶浆新项目集中投产有望带动浆价自高位回落，成本回落、需求改善趋势下，板块盈利能力改善可期；包装板块当前估值普遍回落至历史中位水平以下，伴随全球高端纸包产业需求的逐步复苏，叠加原材料价格进入下行通道，板块盈利弹性或逐步释放，估值压制因素有望缓解。

图 52：造纸板块中，龙头纸企 PE（TTM）普遍已回落至历史中位以下水平，PE（2022E）整体处于历史中位以下水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 53：2022 年以来家居龙头企业 PE（TTM）、PE（2022E）整体已回落至历史 20%分位水平以下

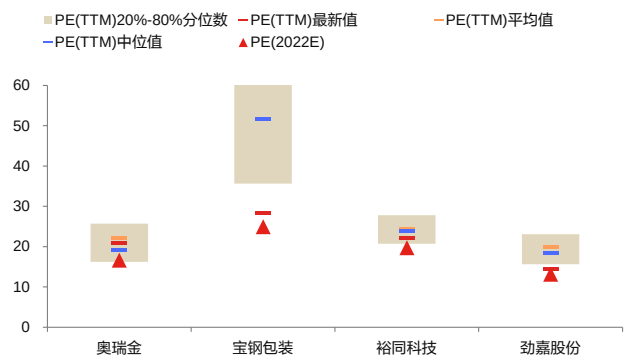


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 54：包装板块龙头企业估值普遍已回落至历史中位以下水平，PE（2022E）普遍处于历史 20%分位以下水平

图 55：文具龙头企业当前估值处于历史低位水平

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

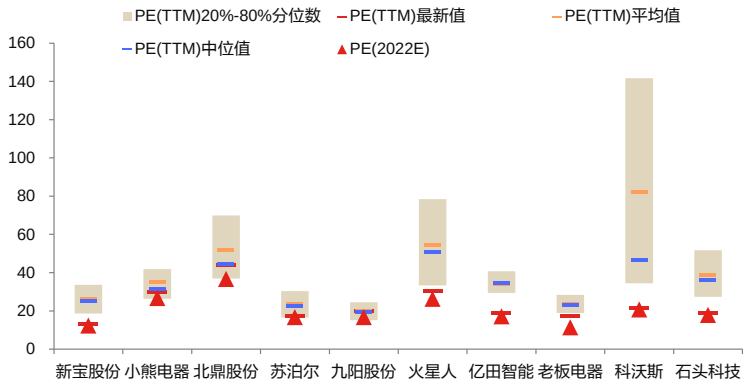


注：宝钢包装 PE(TTM)历史 80%分位数达 150 倍，此处未予显示完全
数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 56：当前小家电龙头企业 PE（TTM）普遍已回落至历史中位以下水平，PE（2022E）均处于历史中位以下水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 建议把握成本改善空间、需求修复弹性两条投资主线

综合前文分析，结合科学精准防疫水平提升背景下的下游行业消费需求复苏节奏、成本端原材料价格同比回落释放盈利弹性等因素，我们对各板块标的推荐顺序如下：

① 小家电：清洁电器方面，短期自清洁产品价格调整有望催化量能逐步释放，中长期品类渗透率仍有较大提升空间，预期产品实用性的进一步提升将带动市场需求放量增长，推荐科沃斯(603486，买入)、石头科技(688169，买入)、JS 环球生活(01691，买入)。 2022 年厨小电新兴品类增长亮眼，带动内销市场整体回暖，同期外销基数持续走低，后续伴随疫情影响趋弱后内销需求的复苏以及海外渠道库存的逐步出清，板块收入端有望稳健增长；考虑到成本端原材料及海运费大幅下降，同时龙头企业产品结构优化带动均价上行，板块盈利水平有望延续改善趋势，建议关注小熊电器(002959，增持)、新宝股份(002705，买入)、苏泊尔(002032，增持)、九阳股份(002242，增持)以及北鼎股份(300824，增持)。

② 造纸包装产业链：上游纸浆价格有望自高位回落，需求回暖有望推动中游造纸环节盈利温和修复；伴随外废成本回落、消费需求复苏，箱板纸盈利弹性有望释放，看好具备高品质纤维原料布局优势的龙头企业盈利扩张——推荐太阳纸业(002078，买入)、仙鹤股份(603733，买入)，建议关注玖龙纸业(02689，未评级)、理文造纸(02314，未评级)、山鹰国际

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

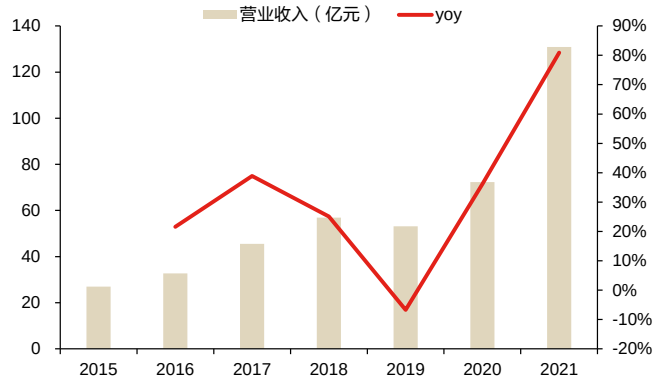
(600567，未评级)，以及晨鸣纸业(000488，未评级)、博汇纸业(600966，未评级)。包装板块：下游大包装业务需求有望回暖，原材料价格同比下行叠加智能工厂降本增效落地推动盈利修复预期兑现，依托新客户拓展+老客户深耕，通过内生+外延并购相结合，龙头公司有望加速份额提升——推荐裕同科技(002831，买入)。

③ 家居：保交楼政策落地、更大力度地产托底宽松政策预期出台背景下，国内疫情科学精准防控水平提升有望推动刚性较强的家装行业需求缓步释放，建议优选品类多元融合发展、全渠道布局深化的龙头公司，建议关注欧派家居(603833，买入)、志邦家居(603801，未评级)，以及索菲亚(002572，买入)、尚品宅配(300616，增持)。软体家居渠道扩张仍有空间，头部企业市占率提升确定性强，受地产周期影响相对有限——建议关注顾家家居(603816，未评级)、敏华控股(01999，未评级)。

科沃斯：双品牌领先地位稳固，产品量能逐步释放

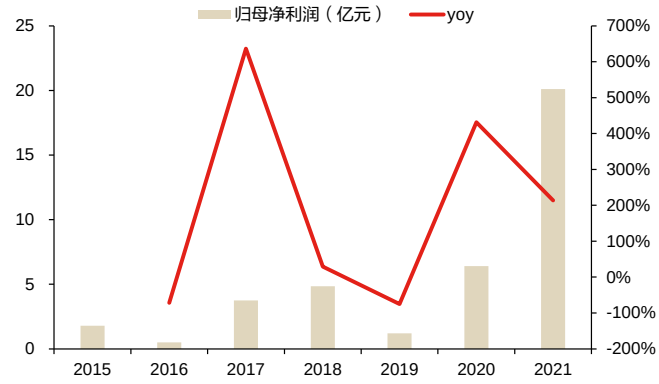
扫地机、洗地机市场领先地位稳固，科沃斯+添可双轮驱动收入稳健增长。科沃斯自 2019 年起坚持推进服务机器人代工业务收缩、科沃斯+添可双自有品牌崛起发展路线。2021 年公司实现营业收入 130.86 亿元，同比增长 80.90%；同期实现归母净利润 20.10 亿元，同比增长 214%。自主品牌、代工类业务分别实现收入 118.47 亿元、9.92 亿元，同比增长 116%、-36%，其中代工类业务贡献整体收入的比重下滑 14pct 至仅 8%。自主品牌中科沃斯、添可分别实现收入 67.10 亿元、51.37 亿元，同比增长 58%、308%，延续高增长态势。2022 年在疫情的扰动下，公司营收、利润增速有所放缓，2022 年前三季度实现营业收入 101.24 亿元，同比增长 23%；同期实现归母净利润 11.22 亿元，同比下滑 16%。

图 57：2021 年科沃斯营收达 130.86 亿元，同比增长 81%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 58：2021 年科沃斯归母净利润达 20.10 亿元，同比增长 214%



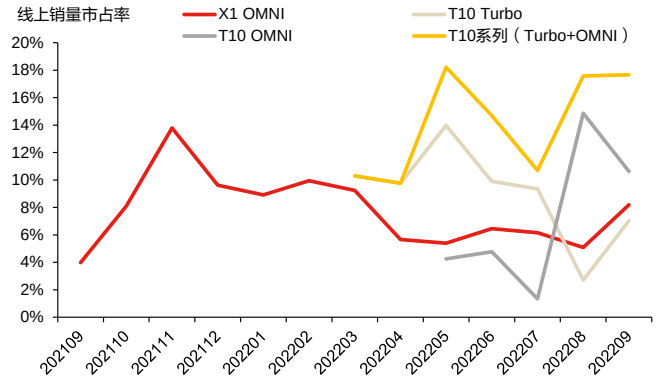
数据来源：公司公告，东方证券研究所

内销量能逐步释放，海外新兴市场拉动外销收入稳步增长。内销方面，科沃斯品牌于 2022 年 8 月初主动下调 X1 OMNI、T10 OMNI 以及 T10 TURBO 等自清洁旗舰产品的售价，提升产品综合性价比与市场竞争力，带动产品量能逐步释放。根据奥维云网的统计数据，X1 OMNI 以及 T10 系列产品线上销量市占率自 8 月以来显著提升，2022 年 9 月 T10 OMNI、X1 OMNI 以及 T10 TURBO 线上销量市占率分别为 10.63%、8.19%、7.03%，分别位居畅销榜第二、第三与第五位；添可品牌洗地机领先地位较为稳固，2022 年前三季度添可国内线上市场占有率（销量口径）达 49%，2022 年 9 月芙万 Station 上市，将全能基站理念融入洗地机涉及中。此外，添可产品生态不断完

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

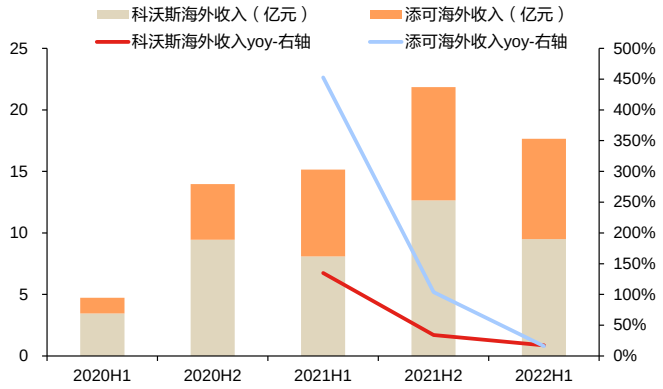
善，智能家居清洁、料理等场景下产品快速迭代，持续培育品牌发展新动能。外销方面，公司在欧美市场消费需求相对疲软的背景下，积极开拓日本、亚太等新兴市场，拉动自主品牌海外收入实现稳健增长，2022 年上半年科沃斯、添可海外收入分别为 9.49 亿元、8.17 亿元，同比分别增长 17%、16%。后续伴随中高端产品线出海、全渠道建设持续推进，公司自主品牌海外收入有望维持高增长。

图 59：科沃斯自清洁旗舰产品调价后市场份额快速提升



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

图 60：科沃斯自主品牌海外收入增长稳健



数据来源：公司公告，东方证券研究所

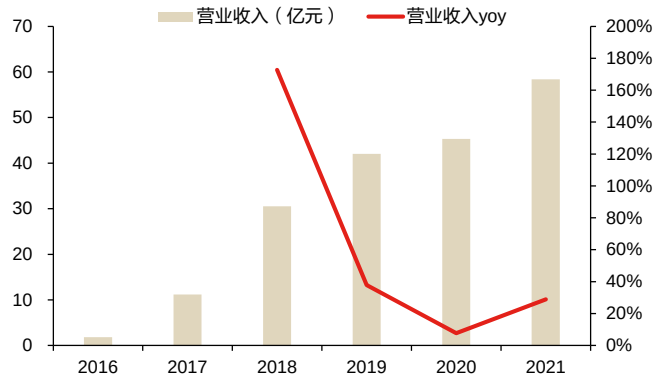
石头科技：内销市占快速提升，海外中高端品牌定位稳固，公司全球竞争力突出

扫地机器人新贵，自有品牌快速崛起。石头科技作为小米定制品牌“米家”ODM 原始设计商起家，凭借研发优势驱动产品力持续提升，自 2017 年起迅速向自有品牌战略转型，推动收入、利润快速增长，2021 年公司实现营业收入 58.37 亿，同比增长 29%；实现归母净利润 14.02 亿，同比增长 2%，近三年（2018-2021 年）收入、归母净利润年均复合增长率分别达 24%、66%。公司自有品牌业务发展快速，2022 前三季度线上销售额市占率同比提升 10.5pct 达 22.3%，由于自有品牌盈利能力整体高于米家 ODM 业务，因此伴随自有品牌贡献收入比重提升，公司利润增速整体高于收入增速，2021 年原材料、海运价格高企导致公司盈利能力短期内有所承压。2022 年公司营收、利润增速较前期有所放缓，2022 年前三季度公司实现营收 43.92 亿元，同比增长 15%，增速放缓主要系公司主要海外市场（即欧洲市场）的消费需求疲软；同期实现归母净利润 8.55 亿元，同比下降 16%，主要系疫情扰动下营销投放效率偏低，此外人民币的快速贬值也导致公司在手远期合约出现公允价值亏损。

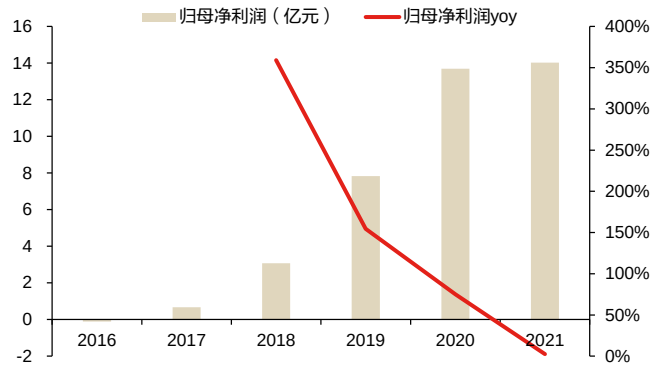
图 61：2021 年石头科技实现营业收入 58.37 亿元，同比增长 29%

图 62：2021 年石头科技实现归母净利润 14.02 亿元，同比增长 2%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



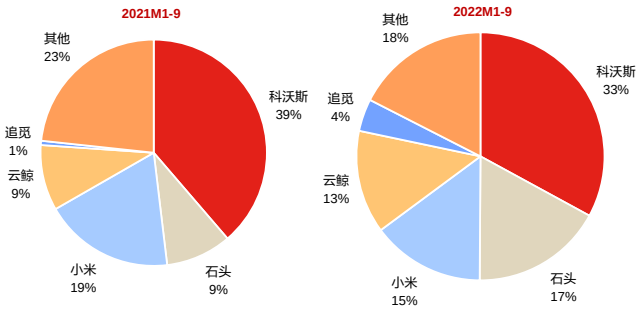
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

内销市占率快速提升，海外中高端定位稳固，公司全球竞争力突出。内销方面，公司以高性能优质自清洁新品 G10、G10S 为抓手，配合加大广告及市场推广投入，加深消费者对于产品的感知与体验。优质产品与高效营销的结合拉动石头科技内销市占率快速提升，根据奥维云网的统计数据，2022 年 1-9 月石头扫地机器人线上销量市占率达 17%，同比提升约 8pct，其中 G10S、G10 线上销量市占率分别达 7%、6%，位居畅销榜第四、第五位。展望未来，随着新品推出配合顶级流量代言，公司产品力与品牌力不断夯实，内销市场份额有望继续提升。外销方面，公司 2022 年持续在海外推出性能出众的旗舰产品，中高端品牌定位深入人心，海外优势市场的领先地位较为稳固，根据亚马逊的统计数据，当前公司共有三款产品进入德亚扫地机器人 Best Seller Top10，其中 S7 PRO Ultra 以及 S7 MaxV Ultra 分别位列第一、第六位，且公司畅销产品单价远高于榜单内其他产品，中高端定位凸显。渠道端，公司通过进驻美亚、自建销售子公司等途径深耕海外自建渠道，在巩固欧洲、日本市场领先优势的同时开拓美国市场，目前公司已有一款产品进入美亚 Best Seller Top20 榜单。后续随着海外渠道的不断完善以及更多高性能产品在海外上市，看好公司全球竞争力不断提升。

图 63：2022 年 1-9 月石头扫地机器人线上渠道占有率达 17%，同比提升约 8pct



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

图 64：石头科技有三款产品进入德亚扫地机器人畅销榜前十

排名	品牌	机型	售价（欧元）
1	Roborock	S7 PRO Ultra	959
2	Xiaomi	Mi Robot Vacuum Mop 2S	210
3	AIRROBO	P20	180
4	eufy	RoboVac G10 Hybrid	133
5	MEDION	E32	180
6	Roborock	S7 MaxV Ultra	1,399
7	iRobot	Roomba i3	249
8	Roborock	S7	469
9	MEDION	E32 SW	139
10	Ecovacs	N8+	510

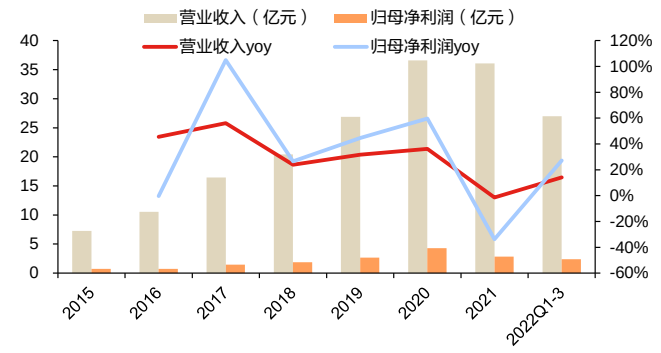
数据来源：Amazon，东方证券研究所

小熊电器：收入、利润增速显著回升，精品化战略提升公司长期竞争力

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

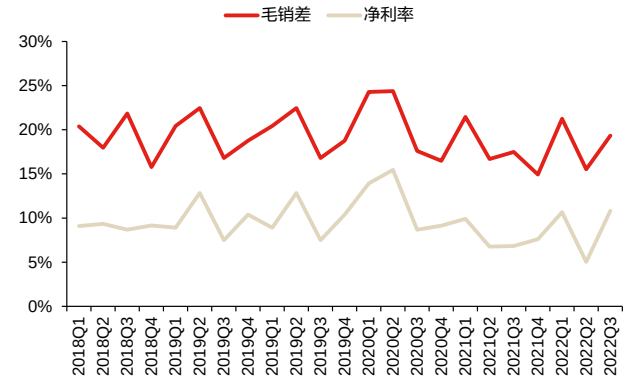
精品化战略初显成效，收入、利润增速显著回升。2015-2020 年为小熊电器高速发展期，期间收入、归母净利润 CAGR 分别达 38%、43%；2021 年受前期需求透支、业绩基数较高影响，公司营收、归母净利润同比分别下降 1%、34%。为应对新的市场环境，公司于 2021 年二季度开始坚定推行产品精品化战略，目前已初显成效，2022 年前三季度公司实现营收、归母净利润 26.99、2.40 亿元，同比分别增长 14%、27%，增速显著回升。拆分品类来看，锅煲类、西式类、壶类厨房小家电以及个护、母婴类小家电收入增速相对较好，同比分别增长 33%、25%、11%、67%；优质品类的快速增长也带动公司盈利水平稳步回升，2022 年单三季度公司实现净利率 10.83%，同比提升约 4pct，已处于历史约 56%的分位水平。

图 65：2022 年前三季度小熊电器营收、归母净利润同比分别增长 14%、27%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 66：2022 年单三季度小熊电器实现净利率 10.83%，同比提升约 4pct，已处于历史约 56%分位水平



数据来源：公司公告，东方证券研究所

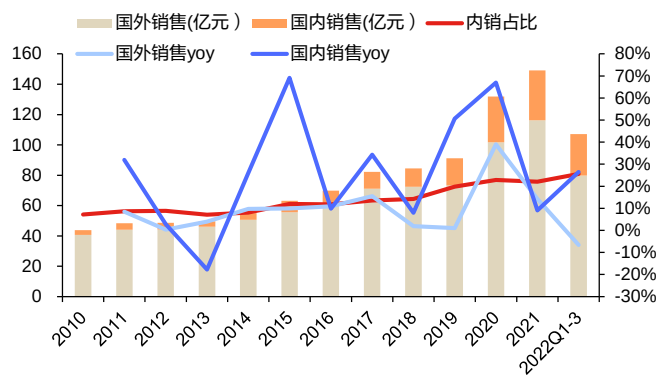
产品精品化战略持续推进，年轻化品牌形象深入人心。产品端，公司坚持以“产品精品化战略”为核心，提升单品创新性与市场竞争力，着重发展市场规模较大、发展潜力较高的优质小家电品类（如电饭煲、电水壶、空气炸锅等品类），优化自身产品结构、提升客单价。营销端，公司于 2022 年 5 月发布“年轻人喜欢的小家电”的全新品牌形象，通过系列短视频“大地食装秀”等差异化内容营销方式触达年轻消费群体，深化品牌形象。渠道端，在传统电商渠道稳健增长的基础上，公司积极布局小红书、抖音等新兴渠道，着手布局海外销售渠道，全渠道运营策略稳步推进。

新宝股份：外销代工基本盘稳固，国内自主品牌持续发力，成长势头向好

外销 ODM 基本盘稳固，国内自主品牌高速增长。过去 20 多年新宝股份与 JARDEN、APPLICA、HAMILTON BEACH 等全球知名小家电品牌商主要客户紧密合作，2021 年以 ODM 业务为主的外销收入达 116.24 亿元，过去 5 年 CAGR 达 14%，出口代工龙头地位稳固；2022 年前三季度受海外通胀以及消费需求疲软营销，公司外销收入同比下降约 7%。同时公司积极拓展国内市场自主品牌业务，坚持“一个平台，专业产品专业品牌”的品牌策略，摩飞、东菱、百胜图等自主品牌表现亮眼，根据魔镜的统计数据，2022 年上半年百胜图咖啡机线上销售额市占率达 5.86%，跻身行业 Top5；得益于自主品牌的良好发展势头，2022 年前三季度公司以自主品牌为主的内销收入达 27.42 亿元，同比增长 26%。展望未来，伴随摩飞商标权等资产的收购事项持续推进，国内商标使用权授权经营问题将得以解决，利于品牌中长期建设。公司作为全球小家电 ODM 龙头，研发+制造优势积淀深厚，内销矩阵品类丰富度进一步提升，后续随研发力度、上新速度稳步提升，更多差异化新品推出，期待自主品牌内销表现持续向好。

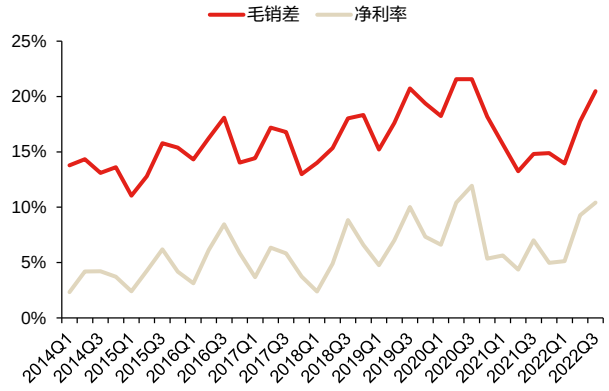
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 67：过去 5 年新宝股份外销、内销收入复合增速分别为 14%、32%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 68：2022 年二季度以来新宝股份盈利能力显著提升，单三季度净利率同比提升约 3pct

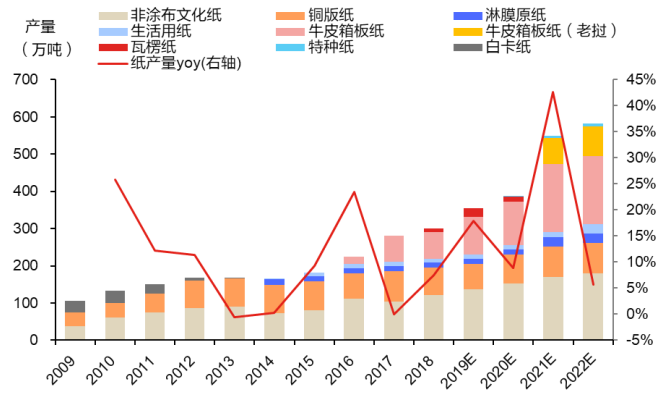


数据来源：公司公告，东方证券研究所

太阳纸业：安全边际充足，成长路径清晰

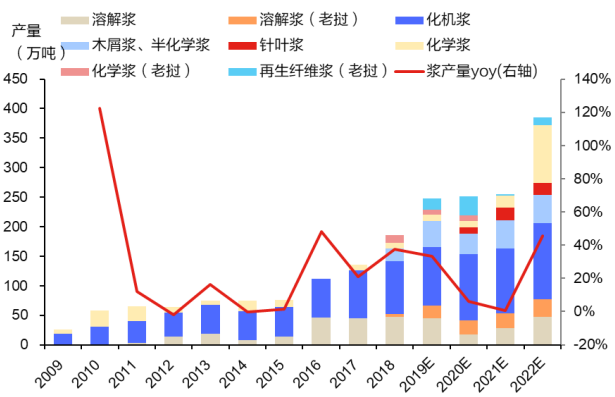
未来新产能释放有望为公司持续贡献增量，中长期成长性充足。太阳纸业是国内浆纸规模领先的综合性龙头纸企，截止 2021 年底，公司合计拥有浆纸产能约 1014 万吨，其中造纸产能约 596 万吨（含非涂布文化纸 220 万吨、铜版纸 80 万吨、牛皮箱板纸 240 万吨等），制浆产能约 418 万吨（含化机浆 138 万吨、化学浆 90 万吨、溶解浆 80 万吨等），浆纸产能规模整体位居行业前列。作为行业内成本端最具优势的企业，公司具备低成本扩张的能力，中长期成长性充足。展望未来，公司广西一期 167 万吨浆纸产能已于 2021 年底前投产，15 万吨生活用纸一期（10 万吨）预计将于 2022 年底前陆续投产，山东宏河 3.4 万吨超高强度特种纸计划于 2023 年一季度投产，南宁 525 万吨林浆纸项目计划分二期实施，其中一期规划 100 万吨、120 万吨高档包装纸各一条，并配套 50 万吨本色化学浆、15 万吨漂白化学浆产线（技改），未来新产能释放有望为公司持续贡献增量。此外，公司南宁基地有望进一步打开公司成长天花板，与山东、广西北海和老挝三大基地形成协同，未来成长性充足。

图 69：太阳纸业造纸产量规模稳步扩张，测算 2022 年同比增速达 6%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 70：太阳纸业制浆产量规模持续提升，测算 2022 年同比增速达 46%



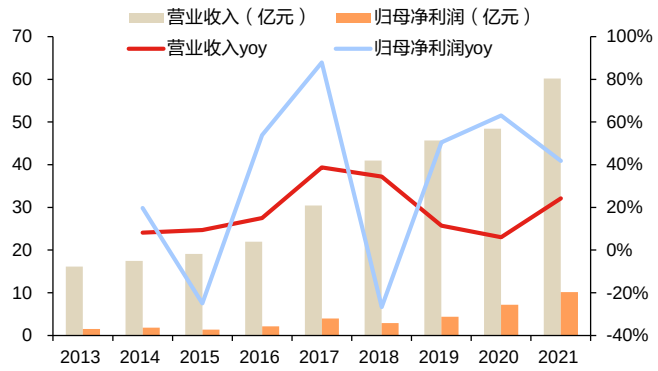
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仙鹤股份：产能扩张节奏稳健，产业链布局日益完备，成长确定性强

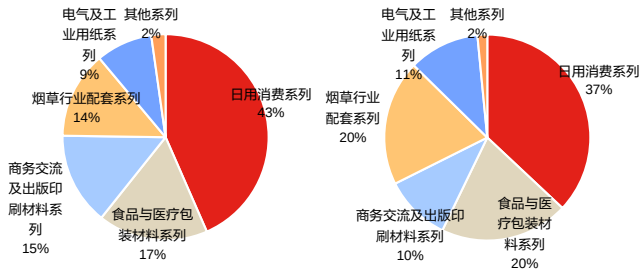
前瞻性产能布局逐步释放，特种纸龙头企业营收、利润高速增长。仙鹤股份作为国内特种纸龙头企业，依托于自身在高增长细分领域的前瞻性产能布局，实现了收入、利润的高速增长，2021 年公司实现营业收入 60.17 亿元，同比增长 24%，同期实现归母净利润 10.17 亿元，同比增长 42%；近三年（2018-2021 年）公司营收、归母净利润年均复合增速分别为 14%、51%。拆分纸种来看，日用消费系列以及食品与医疗包装材料系列下游需求景气度高，贡献公司收入、利润的主要来源，2021 年日用消费系列、食品与医疗包装材料系列收入占主营业务收入的比重分别达 43%、17%，贡献毛利润比重分别为 37%、20%。2022 年前三季度公司实现营业收入 55.10 亿元，同比增长 26%，主要系新增产能逐步释放带动营收规模扩张；同期公司实现归母净利润 5.67 亿元，同比下降 37%，主要系前期高价木浆逐步投入生产，抬高整体生产成本。

图 71：2018-2021 年仙鹤股份营业收入、归母净利润复合增速分别为 14%、51%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 72：日用消费系列是仙鹤股份收入、利润的主要来源，2021 年贡献收入、毛利润比重分别为 43%、37%



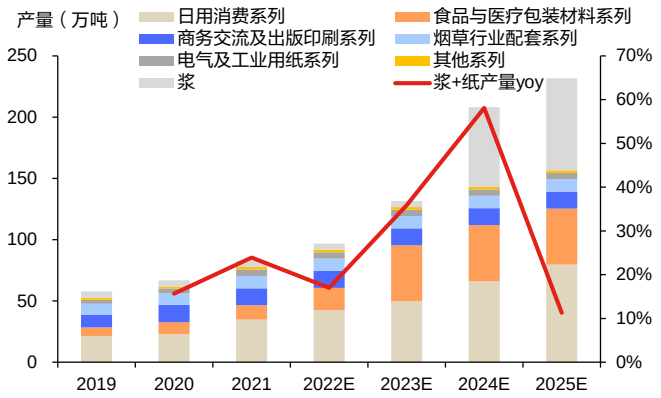
数据来源：公司公告，东方证券研究所

产能扩张节奏稳健，浆纸一体化布局全面推进，中长期成长确定性强。近期针叶木浆外盘报价较三季度高位已累计下调近 70 美元/吨，同期钛白粉价格亦出现明显回落，原材料端压力较前期略有缓解；当前阔叶木浆价格仍处于历史最高水平， 2023 年一季度全球阔叶浆新增产能的投产后阔叶木浆价格预计将有所松动，或进一步减轻成本压力，短期来看公司盈利水平有望稳步改善。新增产能方面，公司 30 万吨食品卡纸项目预计将于 2022 四季度投产，有望贡献增量。此外公司广西、湖北两大“林浆纸一体化”项目于 2022 年上半年全面启动，测算未来四年（2021-2025 年）公司纸、浆产量年均复合增速达 29%（不含夏王）。中长期看，随着自备木浆项目逐步投产，公司抵御原料价格波动的能力有望增强，增长确定性高。

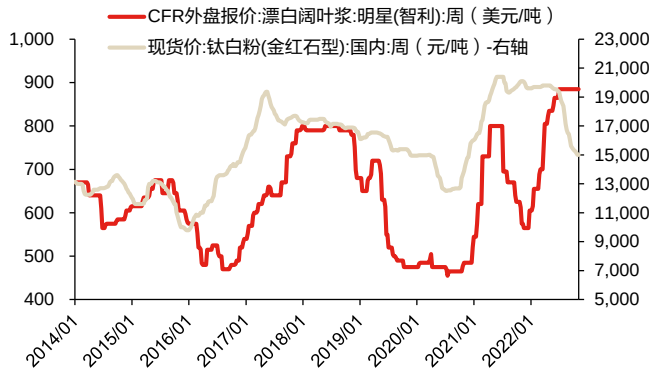
图 73：预计未来四年（2021-2025 年）仙鹤股份纸、浆产量（不含夏王）年均复合增速可达 29%

图 74： 当前阔叶浆价格仍处于历史最高水平，钛白粉价格较前期高位已有一定幅度的下降

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：公司公告，东方证券研究所

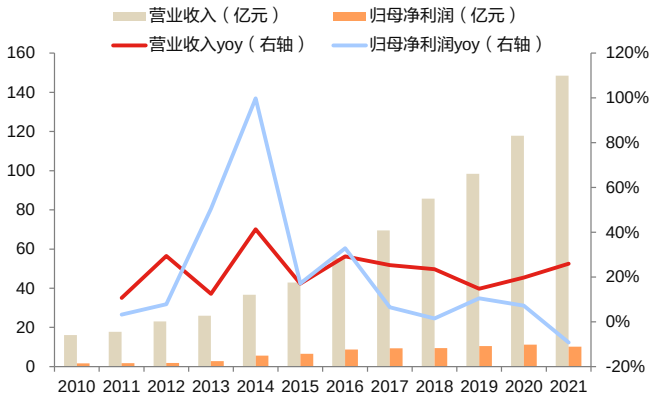


数据来源：Wind，东方证券研究所

裕同科技：大包装业务多元布局助力市占率提升，盈利能力改善预期兑现

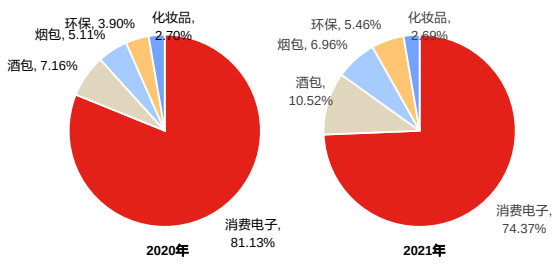
裕同科技大包装业务多元布局打开市占率提升空间，原材料价格同比下行叠加智能工厂降本增效推动盈利改善预期兑现。裕同科技是国内领先的高端纸包装龙头企业，近三年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 20%、2%。消费电子、烟酒、环保包装均有积极贡献。裕同近年深耕 3C 板块需求，凭借高水平的品牌包装整体方案供给实力实现大客户份额提升，同时积极拓展烟酒、环保、大健康等多元业务领域下游客户订单，实现大包装业务多点开花，2021 年除消费电子之外其他板块贡献整体营收比重达 26%，同比提升 7pct。预期下游 5G 换机、智能穿戴、智能家居等 3C 产品需求高增长，有望推动公司消费电子包装主业景气度回暖；烟酒、大健康、化妆品等多元业务随着下游客户开拓，稳健放量可期，禁塑政策下环保纸塑业务亦有望保持高速增长。根据中国包装联合会公告数据，2021 年裕同在全国规模以上纸包装企业营业收入中占比 5%，同比 2020 年提升 2pct，在当前纸包装行业集中度仍较为分散的背景下，市占率提升空间较为广阔。展望未来，上游原材料价格已经入同比下行通道，此外，公司位于许昌、武汉的工厂已完成智能化改造并顺利投产，并且已培育智能工厂升级方案的模块化输出能力；随着原材料成本端压力释放，多地工厂智能化改造带来降本增效落地，公司盈利能力有望持续改善。

图 75：裕同科技近三年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 20%、2%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 76：2021 年，裕同科技烟酒、环保、化妆品包装板块合计收入贡献占比提升 6.76pct 至 25.63%



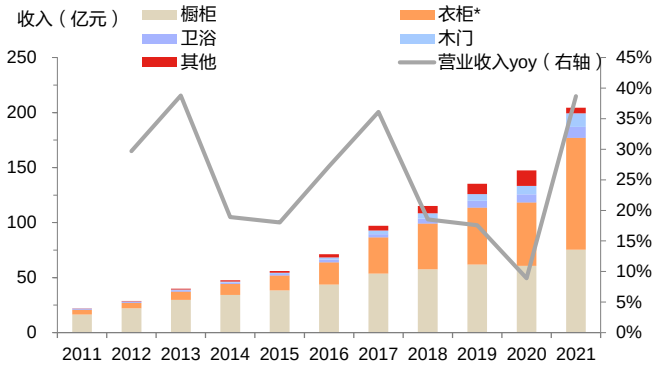
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

欧派家居：多品牌、全渠道、多品类布局，定制家居龙头领先优势巩固

定制家居龙头领先优势巩固，全品类、全渠道布局推动业绩持续稳健增长。2022 年前三季度，公司收入达 162.69 亿元，同比增长 12.96%；2021 年公司收入、归母净利润分别达 204.42、26.66 亿元，近五年 CAGR 分别为 23%、23%，作为国内全屋定制龙头企业，欧派家居规模优势持续巩固。分品类，橱柜、衣柜业务贡献主体营收，其中衣柜业务表现亮眼，衣柜及其他（含配套家具产品）业务近五年收入 CAGR 达 36%；木门、卫浴新业务快速增长，近五年 CAGR 分别达 43%、33%，2021 年两业务均占整体收入 5%左右。分渠道，公司渠道结构以经销为主，以大宗业务、直营店、出口为辅，经销渠道近五年收入 CAGR 达 21%，其中整装大家居模式步入发展快车道，公司于全渠道布局获取零售端客户流量；大宗业务近年来快速增长，近五年 CAGR 达 45%，2021 年收入占比达 18%。

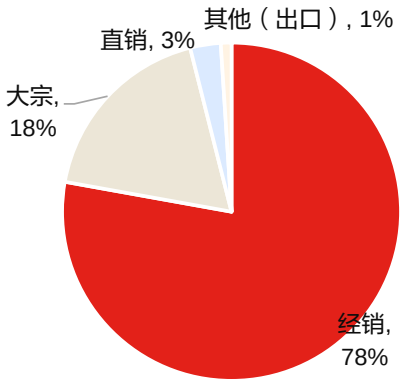
图 77：橱柜、衣柜为欧派家居收入增长核心驱动力，木门、卫浴新业务快速增长



注：公司于 2021 年年报对收入口径重分类，2021 年衣柜即衣柜及配套家具产品收入

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 78：经销、大宗渠道为欧派家居的主要收入来源（以 2021 年为例）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

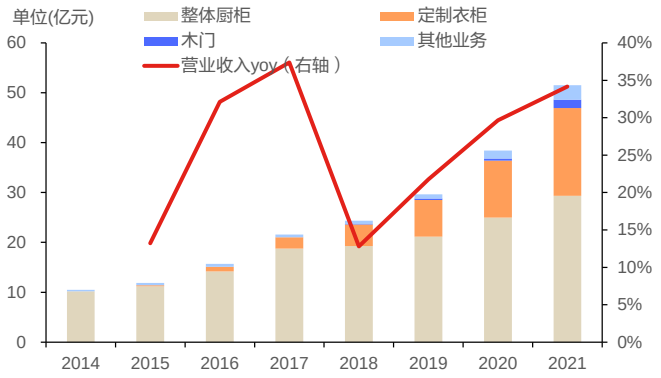
多维度积极推进大家居战略，定制家居龙头品牌、渠道、产品优势突出，市场份额有望稳步提升。①品牌端，公司积极围绕提供家居一体化解决方案完善品牌布局，现已形成“MIFORM”定位国外高端定制家居，“欧派”与“欧铂尼”分别定为中高端及中端，“欧铂丽”和“铂尼思”主打年轻轻奢时尚的多品牌矩阵。②渠道端，公司持续深化全渠道整装布局，同步推进整装大家居与零售代理商合作装企模式开拓整装业务，多触点搜集定制家居需求，获客实力继续强化；公司 2022 年 6 月将原“星之家”品牌焕新为“铂尼思”，同时调整组织结构，集成家居营销事业部调整为整家营销事业部，厨柜、卫浴营销事业部合并为厨卫营销事业部，着力驱动整装业务实现快速放量。③产品端，公司依托多年积累的产品研发、信息化、供应链等系统化实力，终端零售套餐选项有望持续丰富，推动客单值稳步提升。中长期维度，公司作为率先布局整装业务的国内定制家居龙头，围绕大家居战略的全品类、全渠道布局以及供应链、数字化优势将愈发凸显，看好公司市场份额持续提升。

志邦家居：全品类、多渠道布局日臻完善，助力市场份额提升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

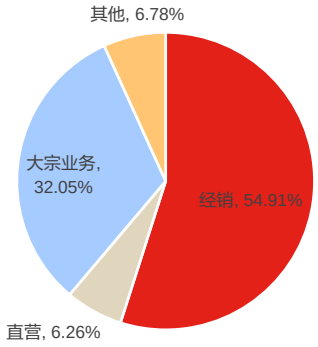
志邦家居厨衣木多品类布局推动业绩稳健增长，发力整装渠道建设。志邦家居以厨柜起步，近年逐步拓展业务边界，完善厨衣木多品类矩阵，收入、利润随之稳健增长。2022 年前三季度公司分别实现营收、归母净利润 35.17、3.15 亿元，同比增长 5.86%、4.95%；2021 年公司分别实现营收、归母净利润 51.53 亿元、5.06 亿元，近五年 CAGR 分别为 26.8%、23.2%。分产品，厨柜和衣柜共同构成公司的核心业务，2021 年分别贡献整体收入的 56.9%、34.2%。其中公司厨柜业务规模稳居行业第二，厨柜经销渠道下沉打开拓店空间，推动业务整体收入规模增长；衣柜业务目前处于“开店+同店”共同驱动的高速发展阶段，近五年 CAGR 达 80.8%，为驱动公司整体收入规模增长的主要动力。分渠道，经销、大宗渠道贡献公司主体营收，2021 年整体营收占比分别为 54.9%、32.1%，近五年 CAGR 分别为 21.2%、46.1%；此外，公司顺应家居行业流量粉末化趋势前置流量入口，通过与家装公司合作等模式加速整装渠道拓展， 有望构筑新的业务增长点。

图 79：厨柜、衣柜业务贡献公司主体营收，多品类布局推动营收整体稳健增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 80：经销、大宗渠道构成公司主要收入来源（以 2021 年为例）



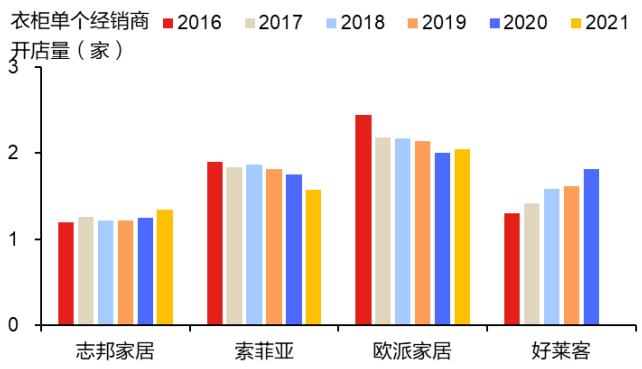
数据来源：公司公告，东方证券研究所

多业务场景下品类布局日臻完善，全渠道布局助力市场份额提升。产品端，公司近年在丰富厨衣柜产品线基础上推出卫浴、木门系列产品，通过品类拓展延伸覆盖客厅、卫生间等家装业务场景；同时公司推出 29800 元/35800 元/88888 元全品类定制套餐，并且借力 Z7 计划改良终端门店陈列布局，推动成品家具配套率提升，助力客单价上行。渠道端，对标定制家居行业龙头，公司衣柜业务单经销商开店数量以及单店提货额均有显著提升空间，未来伴随衣柜门店持续扩张，叠加配套率提升带来的单店提货额改善，公司衣柜业务有望保持高速增长；此外，公司先后通过超级邦模式、天网启动会等形式深度赋能全国装企，加速整装渠道布局完善。品类融合、渠道拓展持续推进，看好公司市场份额提升。

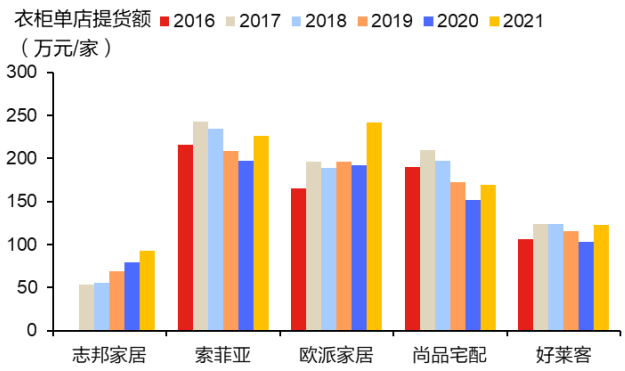
图 81：对标龙头企业，志邦家居衣柜经销商开店潜力仍有较大提升空间

图 82：对标龙头企业，志邦家居衣柜单店提货额仍有较大提升空间

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑超预期的风险：**若国内宏观经济增速发生较大波动，终端需求下滑幅度超预期，则造纸及包装印刷、家居、小家电行业存在收入端大幅回落、盈利大幅下滑的风险。
- **地产销售、竣工不及预期的风险：**由于家居行业受地产景气因素影响较为明显，若地产销售、竣工不及预期，将影响家具行业接单情况，或将导致家居企业估值受压制、盈利存在大幅波动的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**若未来小家电行业新进入者较多、行业竞争加剧，小家电企业或将面临盈利大幅波动、估值下滑的风险。
- **假设条件变化影响测算结果的风险：**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：　上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：　021-63325888

传真：　021-63326786

网址：　www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。