

# 延续结构分化，深度掘金优质个股 竣工存预期差，包装必选或具韧性

行业评级：看好

2022年11月28日

姓名 马莉  
证书编号 S1230520070002

姓名 史凡可  
证书编号 S1230520080008

姓名 傅嘉成  
证书编号 S1230521090001

# 01

**23年深度掘金优质个股，把握成本下跌中格局较好的制造和消费**

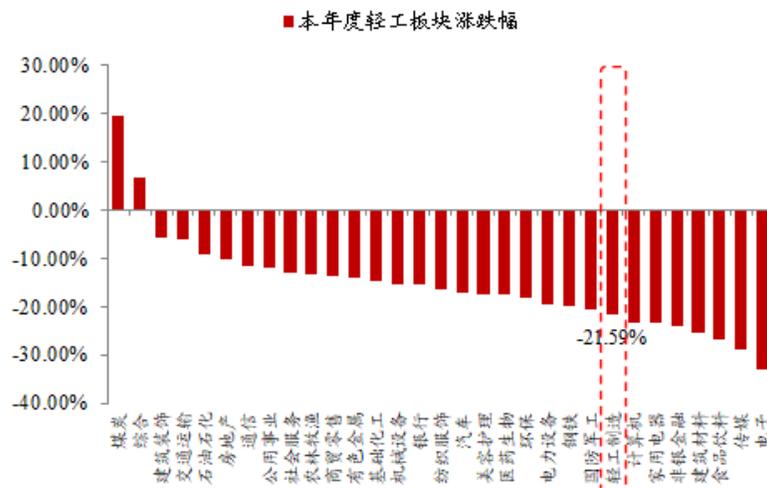
□ **综合表现跑赢大盘：**截至2022年11月25日，上证综指-27.29%、深证成指-26.25%；轻工制造年内-21.59%。

□ **细分赛道分化，娱乐用品表现最优：**细分赛道涨跌幅排序依次为细分赛道涨跌幅排序依次为娱乐用品（1.5%）、印刷（0.89%）、文化用品（-3.8%）、大宗用纸（-5.0%）、塑料包装（-7.9%）、特种纸（-9.0%）、金属包装（-14.5%）、卫浴用品纸（13.3%）、卫浴用品（-16.9%）、纸包装（-16.9%）、综合包装（-19.7%）、定制家居（-22.2%）、成品家居（-23.3%）、瓷砖地板（-25.3%）。

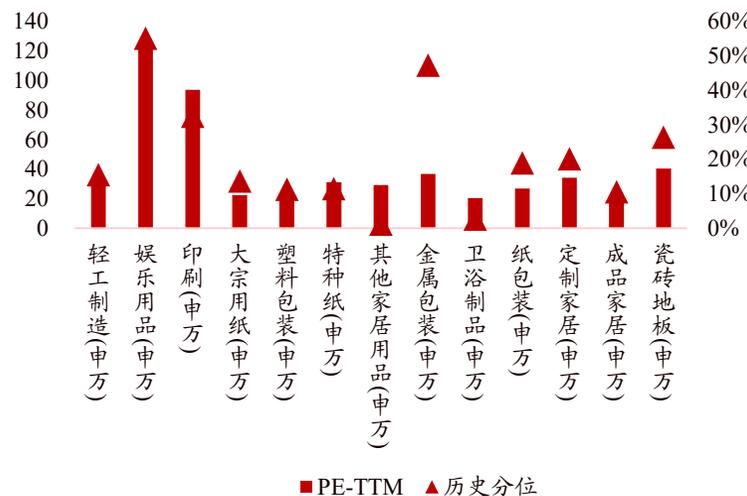
□ **主题个股超额明显：**截至2022年11月25日，涨幅居前的公司以小市值与主题个股为主，例如业绩兑现的华旺科技、嘉益股份、明月镜片等。

□ **估值处于历史低位：**横向比较，轻工制造年内涨幅表现处于申万一级行业67.7%分位、估值处于申万一级行业77.4%分位。目前除了娱乐用品、金属包装、印刷，其他细分板块估值尤处在历史较低水平。

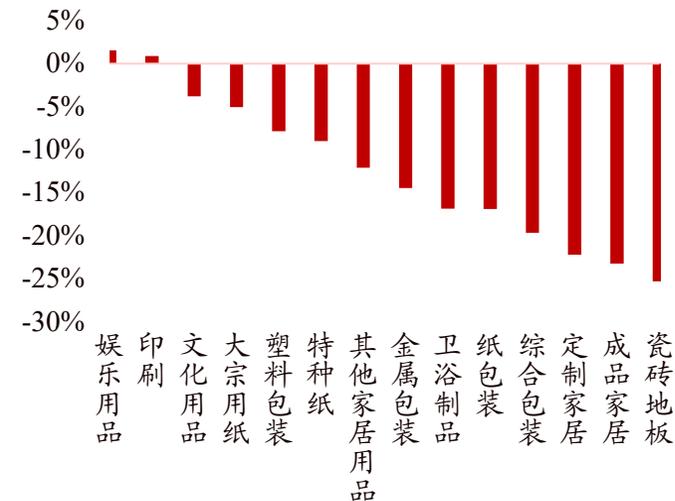
图：本年度轻工涨跌幅



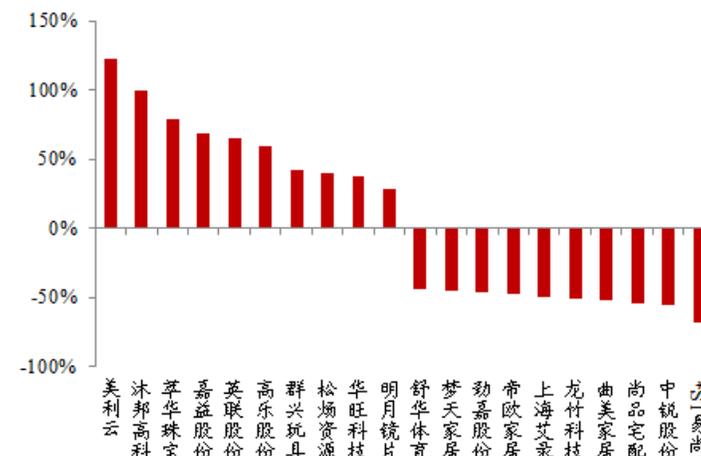
图：轻工制造行业市盈率



图：细分板块年度涨跌幅



图：轻工个股涨跌幅



# 2023年展望，价值白马有望企稳、深度掘金绩优中小市值

## □ 行业定调

- 2022年海外通胀加息周期、国内疫情反复干扰，叠加地产等多重政策压力，传统轻工细分赛道大多面临成本高企、需求疲软的处境，业绩表现缺乏亮点，与之对应家居、造纸、电子烟等和经济环境更为相关的板块股价回调明显，估值已经处在历史绝对低位，而具有一定逆周期属性的包装印刷、必选消费表现相对靓丽。展望2023年，考虑上游原料持续回落、下游需求弱势企稳，叠加地产、防疫政策边际放松，预期行业综合实现边际企稳。其中确定性首选线下疫情复苏的核心资产，弹性聚焦竣工链条家居企业的企稳改善，同时关注成本下跌中盈利能够真实改善的优质个股。

## □ 子行业排序

- **家居板块**：2022年地产商资金压力导致竣工不及预期；2023年预期差在销售和竣工，考虑地产政策转向β或有较强修复，精选α龙头。
- **必选板块**：2022年结构分化，近视防控等赛道表现突出；2023年伴随疫情影响边际下降，依赖于线下消费场景的核心资产确定改善。
- **包装板块**：2022年相对跑赢，逆周期属性明显；2023年下游弱复苏、成本回落的预期中仍将具有比较优势，优选纸包及塑料包细分。
- **造纸板块**：2022年供需两弱、成本高企，基本面进一步承压的同时估值底部；2023年优选成本下跌中供需格局、盈利真实扩张的个股。

## □ 投资推荐

- **主线一：确定性首选推荐线下消费场景复苏的赛道龙头。**重视晨光文具、公牛集团的左侧布局机遇，关注小而美资产百亚股份成长拐点。
- **主线二：预期差首选家居链条的投资机会和拐点布局。**考虑施工待竣工楼盘达97亿平历史新高，地产政策转向的同时期待竣工向上拐点，左侧布局零售家居韧性白马欧派家居、顾家家居、喜临门、志邦家居的同时，关注工程家居江山欧派、皮阿诺。
- **主线三：上游跌价利好格局相对较好的优质制造。**（1）造纸链条的机遇在于纸浆价格下跌，推荐格局好的细分纸种个股仙鹤股份、华旺科技、维达国际、中顺洁柔等；（2）持续看好纸包装、塑料包装板块细分龙头例如裕同科技、新巨丰、中荣股份、永新股份等成长机遇。（3）出口链关注可选补库带来的同比增长与降息周期下的必选弹性机会，可选推荐浙江自然、久祺股份，关注共创草坪，必选选推荐宠物赛道龙头企业中宠股份、佩蒂股份，关注嘉益股份、家联科技。

# 02

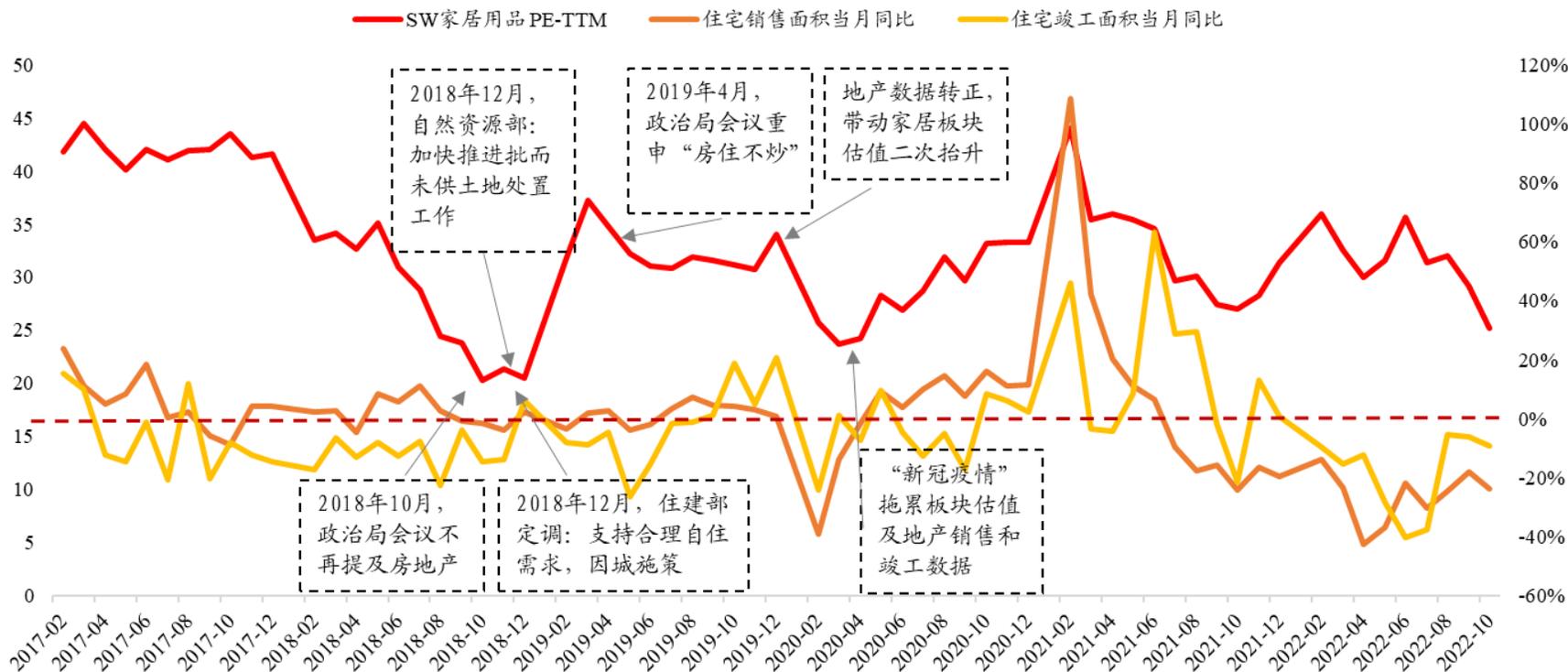
**家居板块：  
竣工数据存预期差，龙头份额集中产业趋势**

□ 22年经历地产+疫情扰动、家居板块估值已至历史底部（历史分位15%）。本轮与18Q4-19Q4行情有一定的相似性，复盘来看：

**1) 数据下行至底部后迎来宽松信号——带动第一轮估值修复行情：**17Q4-18Q3地产销售、竣工数据全面下行，对应家具板块估值下杀至底部（PEttm约20X），随后18Q4地产政策由紧转松，带动板块估值向上修复。21Q2以来家具&地产同样经历类似情景，自21年12月以来地产端宽松政策不断出台，但由于本轮地产数据改善难度较上一轮更大，政策力度不断加码。

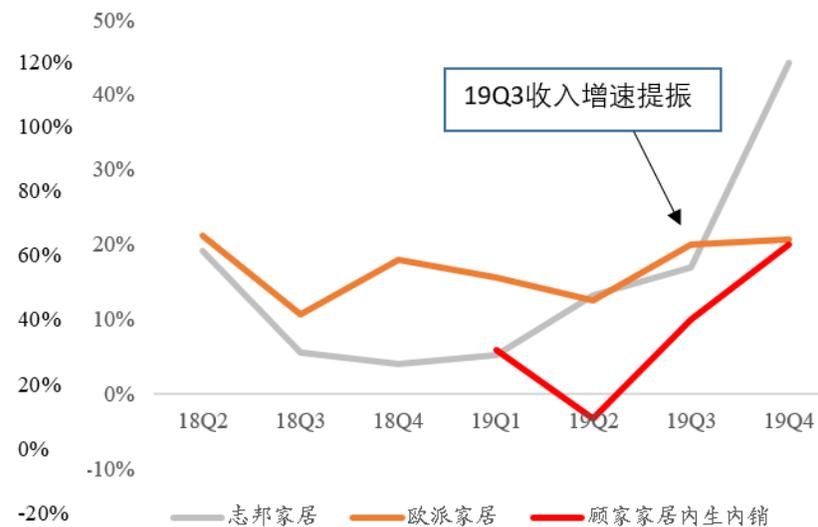
**2) 地产数据&家具业绩的真实改善——带动第二轮业绩&估值双升行情：**19年7月竣工增速由上月的-15%收窄至-1.6%、并在9月转正、12月+20.7%，7月销售增速由6月的-2%转正为3%，部分家居龙头19Q3业绩增长提速。

图：上一轮18年Q4开始的地产政策催化行情复盘



数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：家居龙头季度收入增速



数据来源：Wind，浙商证券研究所

- **差异点1：地产行业困境远大于上一轮，数据真实改善的时间点不断延后。**本轮宽松预期开始，家居板块经历了2021年12月、2022年6月、2022年11月地产链3波政策催化的行情，前两轮都在后续地产数据跌幅继续扩大、停工断贷后结束，并伴随家居龙头业绩增速在22Q2、22Q3连续降档，板块估值进一步下行至更低位置。
- **我们认为11月这波行情的持续性更强、板块不会像前两轮一样跌回起点：**
  1. **政策力度空前，决心坚定。**11月前的地产端政策以相关部门正面表态支持、各散点城市出台限贷限购宽松措施为主，未形成势能，也未解决钱从哪来的问题。11月8日交易商协会“第二支箭”政策（2500亿）、11月13日央行16条具体措施提供金融支持、11月21日央行2000亿免息再贷款支持“保交楼”，落到实处。
  2. **竣工数据已经出现改善。**22年8、9、10月竣工单月增速为-5.2%、-6.1%、-9.2%，1-7月累计-23%，保交楼效果显著。伴随保交付+地产商资金得到盘活+疫情扰动边际减弱，后续竣工增速有望进一步环比改善。

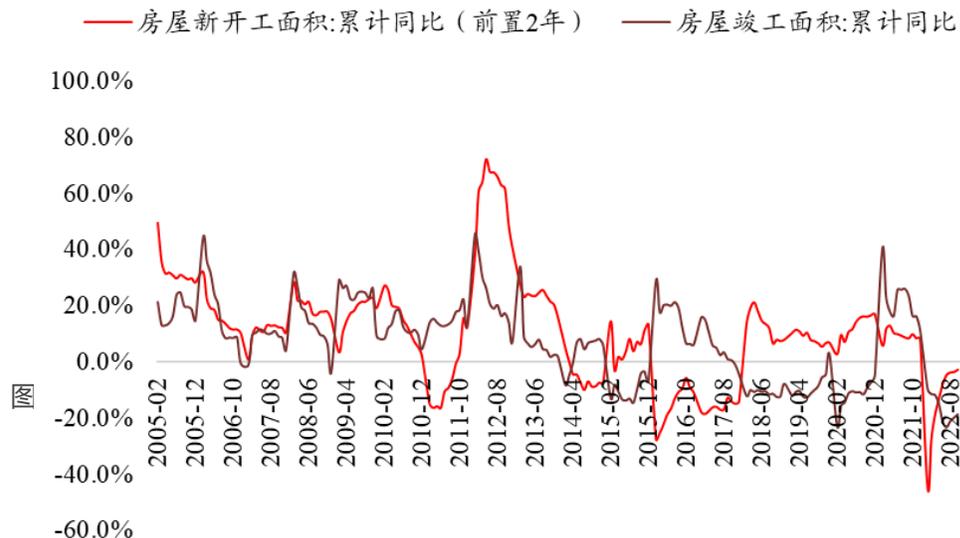
图：22年11月以来地产端政策

时间	政策名称	主要内容
2022/11/8	“第二支箭”	为支持民营企业健康发展，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/11/13	《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》	1. 稳定房地产开发贷款投放； 2. 支持个人住房贷款合理需求； 3. 稳定建筑企业信贷投放； 4. 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期； 5. 保持债券融资基本稳定，支持优质房地产企业发行债券融资； 6. 保持信托等资管产品融资稳定； 7. 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款； 8. 鼓励金融机构提供配套融资支持； 9. 做好房地产项目并购金融支持； 10. 积极探索市场化支持方式； 11. 鼓励依法自主协商延期还本付息； 12. 切实保护延期贷款的个人征信权益； 13. 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排； 14. 阶段性优化房地产项目并购融资政策； 15. 优化住房租赁信贷服务； 16. 拓宽住房租赁市场多元化融资渠道；
2022/11/14	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金，其中置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的30%，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的70%，监管评级4级及以下或资产规模低于5000亿元的商业银行不得开展保函置换预售监管资金业务；
2022/11/19	保交楼贷款支持计划	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作。央行拟发布保交楼贷款支持计划；至2023年3月31日前，央行将向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用

- **差异点2：对于家居企业未来增速的预期不同。**虽然18Q4-19Q1时对于家居龙头预期增速的认知较当前更乐观，但本轮部分优秀的龙头依托多维引流、融合销售、后端供应链等能力，在业绩端表现的超额 $\alpha$ 更加明显。
- **我们认为2023年在标的选择上，要落到综合实力突出、经营韧性强的优质龙头上。**

- **两次新开工-竣工背离后当前施工面积盘积压量庞大。** 地产竣工滞后于新开工约2年，上轮周期中受地产企业迫于资金压力推延竣工以及新冠疫情影响出现2次竣工与新开工增速背离，致使在施工面积累积较多。2017年底在施工面积为78.15亿平、2021年达到97.54亿平（差额19.36亿平），在此期间竣工增速大部分月份都是负增长，形成庞大的待竣工势能。
- **竣工数据持续转好驱动力：** 1) 地产企业流动性紧张问题得到缓解。2) “保交付”政策催化。
- **2023年竣工弹性测算：** 预测2022年竣工面积增速-13%（假设11、12月下滑5%左右），占前置2年的施工面积比例9.5%（21年为11.35%），假定2023年该比例为9%，测算得2023年竣工面积增速为-0.29%（保守预测，实际可能超预期），而市场仍担忧2023年竣工降幅超过2022年。

图：竣工面积增速与新开工增速（前置2年）背离产生庞大的施工面积



图：2022-2024年我国房屋竣工面积推演

单位：万平方米	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房屋竣工面积	93550.11	95941.53	91218.23	101411.94	88042.12	87784.79	92661.72
YOY	-7.82%	2.56%	-4.92%	11.18%	-13.18%	-0.29%	5.56%
房屋在施工面积（前置2年）	758974.80	781483.73	822300.24	893820.89	926759.19	975386.51	926617.18
YOY	3.16%	2.97%	5.22%	8.70%	3.69%	5.25%	-5.00%
转化率	12.33%	12.28%	11.09%	11.35%	9.50%	9.00%	10.0%
<b>竣工/前置2年在施工转化率变化对2023年房屋竣工面积敏感性测算</b>							
	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%
房屋竣工面积	73153.99	78030.92	82907.85	87784.79	92661.72	97538.65	102415.58
YOY	-16.91%	-11.37%	-5.83%	-0.29%	5.25%	10.79%	16.33%

# 02 22年家居龙头仍显著跑赢行业，23年β向好、看好修复

## □ 2022家居业绩表现复盘：龙头2022年业绩增速逐季见底，但仍具韧性：

(1) 疫情扰动+地产周期下行+消费力不足等多重不利因素下，家居龙头2022Q2、Q3增速接连放缓，展望2022Q4考虑春节前置、短期疫情防控态势仍然严峻，经营面仍存有压力。

(2) 行业格局持续集中，龙头超额明显。22年7/8/9月家具零售额同比下滑6.3%/8.1%/7.3%，8月家具亏损企业数量1856家，同比+35%，亏损比例25.4%（21年8月为20.6%），小企业经营困难，而龙头逆势扩张份额、持续维持正增长表现，保持10-20pct的超额α成长。

(3) 大宗先于零售开始有回暖迹象。2022Q3单季，金牌+42.5%、欧派+1.6%转正、江山欧派-0.3%基本持平。

## □ 我们判断2023年伴随竣工交房的逐步回暖，家居龙头业绩将在23H1开始将迎来逐步修复，先传导至大宗，3-6个月后再传导至零售端。

图：家居龙头2022年业绩增速逐季触底，但仍具韧性

单位：百万元						单位：百万元						
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3		2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	
欧派家居	营业总收入	6,202	6,040	4,144	5,549	6,575.35	营业总收入	1,414	1,831	759	1,277	1,481.71
	YOY	30.12%	20.60%	25.60%	13.23%	6.02%	YOY	23.18%	24.69%	11.17%	4.14%	4.79%
	归母净利润	1,101	552	253	765	972.19	归母净利润	148	205	51	106	157.15
	YOY	14.57%	-9.84%	3.88%	-0.46%	-11.71%	YOY	0.85%	3.92%	1.37%	5.26%	5.96%
	扣非净利润	1,068	497	234	748	939.52	扣非净利润	144	170	40	101	156.22
	YOY	13.12%	-9.38%	11.99%	1.45%	-12.05%	YOY	1.20%	-1.63%	-15.97%	2.57%	8.40%
顾家家居	营业总收入	5,209	5,117	4,540	4,476	4,746.04	营业总收入	893	1,228	569	862	1,057.91
	YOY	41.42%	24.16%	20.05%	5.71%	-8.89%	YOY	13.49%	19.87%	17.24%	2.42%	18.52%
	归母净利润	465	427	443	448	512.30	归母净利润	71	180	30	62	71.96
	YOY	7.24%	-359.61%	15.11%	15.53%	10.08%	YOY	-18.14%	24.88%	-31.16%	45.62%	0.86%
	扣非净利润	447	314	382	399	500.33	扣非净利润	62	158	13	28	55.00
	YOY	20.95%	-231.01%	20.30%	14.36%	11.93%	YOY	-17.76%	17.47%	30.37%	-16.87%	-10.64%
喜临门	营业总收入	1,936	2,729	1,405	2,201	2,135.47	营业总收入	2,944	3,163	1,999	2,782	3,152.83
	YOY	31.06%	25.74%	12.35%	18.54%	10.31%	YOY	15.93%	-2.92%	13.53%	9.56%	7.10%
	归母净利润	156	185	54	166	169.35	归母净利润	402.95	(726.28)	114	297	391.60
	YOY	13.42%	38.83%	-36.18%	24.46%	8.46%	YOY	13.71%	-246.66%	-2.87%	-9.35%	-2.82%
	扣非净利润	147	171	49	157	159.01	扣非净利润	382	-759	106	262	382.79
	YOY	10.08%	17.39%	12.85%	17.18%	8.09%	YOY	3.03%	-263.00%	5.01%	-14.66%	0.16%
慕思股份	营业总收入	1,463	2,209	1,245	1,507	1,401.43	营业总收入	1,987	2,146	1,086	1,219	1,455.34
	YOY	-	-	0.20%	-3.79%	-4.20%	YOY	-6.09%	0.67%	-22.87%	-31.11%	-26.74%
	归母净利润	87	273	124	183	118.29	归母净利润	44.40	2.66	-100	0	71.01
	YOY	-	-	-9.07%	-3.71%	36.59%	YOY	-75.39%	-93.91%	-1366.78%	-101.43%	59.92%
	扣非净利润	-	-	124	184	106.06	扣非净利润	39	-9	-109	-18	49.45
	YOY	-	-	-8.67%	-0.95%	-	YOY	-77.44%	-162.25%	1372.91%	-191.32%	27.60%

数据来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

图：家居龙头2022Q3大宗增速开始环比改善（单季度）

大宗增速	22Q1	22Q2	22Q3
欧派家居	-7.0%	-19.5%	1.6%
金牌厨柜	27.9%	-2.8%	42.5%
志邦家居	-1.5%	-11.7%	-6.0%
索菲亚	-9.3%	-1.5%	-13.0%
江山欧派	-11.2%	-30.0%	-0.3%

数据来源：Wind，浙商证券研究所

回顾来看，近年家居销售业态经历了如下变化：

- **扩品类**：由生产销售单一厨柜、衣柜产品向厨衣木等全品类延展。
- **扩渠道**：前置获客入口，布局大宗、整装等新渠道。
- **套系化销售**：厨+衣/衣+软体等融合销售，做大客单值。
- **整家套餐**：厨客卧卫浴阳台全空间套系化销售，满足一站式需求，客单值进一步提高。
- **整装**：对接硬装环节，服务价值链进一步延伸。

渠道形态也从**单品单店**→**多品单店**→**多品融合店**→**整家定制**→**全屋整装**

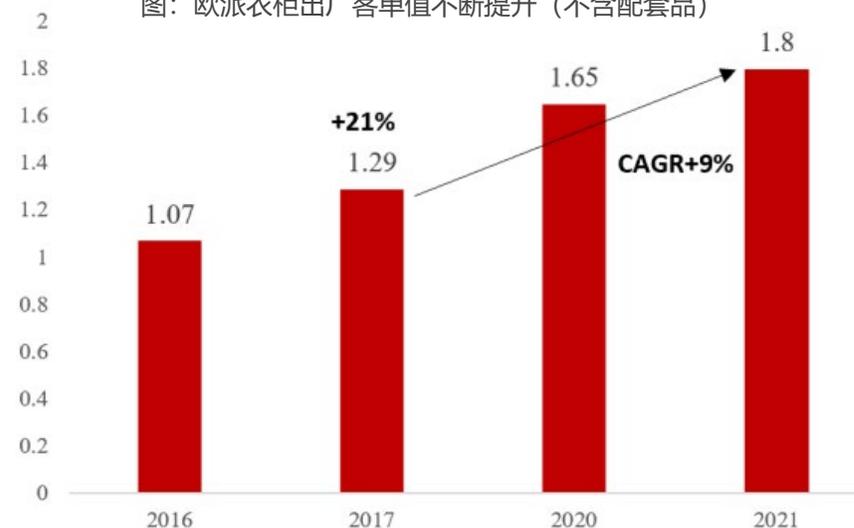
**业态转变对龙头的影响：**

- **1、客单值提升**。索菲亚22Q1-Q3客单值+35%，喜临门套系化战略下今年客单值+10%，欧派17→21年衣柜客单价保持9%的复合增长。
- **2、配套品对毛利率仍有拖累**。随着毛利率相对较低的配套品增长贡献加大，逐步展现出增收不增利的现象（欧派配套品毛利率15.5%），后续通过增加ODM产品占比有望提升盈利能力。
- **3、竞争格局优化**。品类不断融合销售且向整家大家居迈进，对终端套系化销售能力及企业品牌、供应链等综合实力要求提高，尾部企业份额不断丢失。

图：索菲亚推出整家战略后客单值大幅提升



图：欧派衣柜出厂客单值不断提升（不含配套品）



- **疫情背景下逆势拓店，顾家、喜临门扩张最快。**虽然22年家居行业景气不佳、经销商投资信心普遍不足，但龙头给到的支持补贴政策较多，支撑门店扩张。具体来看22Q1-Q3开店情况：顾家家居+700家（系列店口径）、喜临门+691家、金牌厨柜+449家、志邦家居+425家、欧派家居+310家（含整装大家居）、索菲亚-863家（调整关闭司米&华鹤木门店态）。
- **同店增长主要来自客单值提升**，22Q1-Q3欧派单店表现（+13%）一马当先，索菲亚受益客单值显著提升&司米门店汰换（+33%）。
- **客流量2023年有望修复**：22年受疫情封控、交房压力传导，即使龙头通过家装、小区样板间、拎包、电商等多维度渠道捕获流量，也只能做到小幅下滑，预计2023年在β好转背景下，进店客流有望正增长。

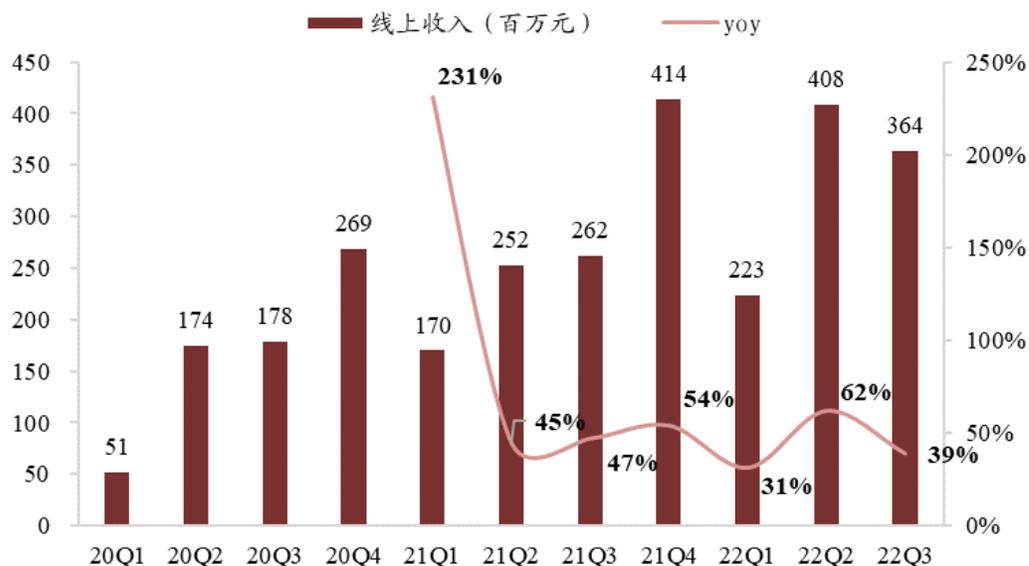
图：家居龙头同店&amp;开店表现

单位：万元		2,019	2,020	2,021	2022Q1-Q3	较期初新增门店数	单位：万元		2,019	2,020	2,021	2022Q1-Q3	较期初新增门店数
欧派家居	零售收入（百万元）	11371	12057	16769	13837	310	志邦家居	零售收入（百万元）	2323	2666	3502	2661	425
	门店数量（含整装大家居）	7062	7538	8135	8445			门店数量（家）	2721	2942	3742	4167	
	门店数YOY		7%	8%	4%			门店数YOY		8%	27%	12%	
	单店收入（万元）	161	160	206	164			单店收入（万元）	85	91	94	64	
	YOY		-1%	29%	13%			YOY		6%	3%	-1%	
顾家家居 (内销收入)	零售收入（百万元）	6097	7649	10712	8010	700	金牌厨柜	零售收入（百万元）	1653	1747	2303	1581	449
	门店数量（系列店）	6250	7250	8563	9263			门店数量（家）	2142	2493	3130	3579	
	门店数YOY		16%	18%	13%			门店数YOY		16%	26%	23%	
	单店收入（万元）	98	106	125	86			单店收入（万元）	77	70	74	44	
YOY		8%	19%	-7%	YOY		-9%	5%	-12%				
索菲亚	零售收入（百万元）	6931	6849	8803	6874	(863)	喜临门	零售收入（百万元）	2403	3140	5174	3851	691
	门店数量（家）	3723	4409	4863	4000			门店数量（家）	3000	3643	4495	5186	
	门店数YOY		18%	10%	-15%			门店数YOY		21%	23%	21%	
	单店收入（万元）	186	155	181	172			单店收入（万元）	80	86	115	74	
YOY		-17%	17%	33%	YOY		8%	34%	-2.5%				

注：欧派未披露22Q3整装大家居门店数量，我们按较年初增加100家估算

- 2022年疫情影响线下出行+消费有一定降级趋势，床垫、沙发电商渠道销售表现相对更优。
- 本轮跑出超额增长的喜临门主要受益于电商渠道运营思路成熟、先发优势明显，并从直播带货、社交网络种草、综艺投放等多方位进行营销爆破、把握线上客流，22Q1-Q3电商增速高达45%。
- 线上格局更为集中，利于龙头份额提升。2022年双11预售期间，沙发品类芝华仕、顾家家居市占率分别为25.67%、22.68%；床垫品类喜临门为26.97%、遥遥领先。双11表现亮眼，电商化趋势下弥补线下消费场景。2022年双十一喜临门全网销售额12.8亿（根据喜临门公众号），同比+52.9%，品牌高端化&年轻化趋势显著。芝华仕全网销售额12.8亿（+16%，根据匠舍家居网以及亿邦动力网数据），成长稳健。
- 零售板块标的推荐：首选成长份额提升确定性最强的欧派家居、顾家家居、喜临门、敏华控股、索菲亚、志邦家居。

图：喜临门季度电商收入&amp;增速



图：沙发品类2022年双11预售阶段竞争格局

排序	品牌	零售额 (万)	零售额同比	市占率
1	芝华仕/CHEERS	11036.43	-21%	25.67%
2	顾家家居/KUKA	9749.98	447.33%	22.68%
3	林氏木业	3931.07	31.49%	9.14%
4	源氏木语	3591.60	182.73%	8.35%
5	全友/QUANU	2094.17	163.85%	4.87%
6	法莎蒂	1005.49	--	2.34%
7	狄普	960.08	32334.04%	2.23%
8	帕沙曼/PASHAMAN	819.84	45102.13%	1.91%
9	NORHOR	812.68	84.76%	1.89%
10	宜家/IKEA	664.69	-17.28%	1.55%
11	冬熊	546.49	1019.13%	1.27%
12	卡尔适/CARZZI	543.82	394.94%	1.26%
13	雅居轩	449.36	132.11%	1.05%
14	原始原素	379.69	-58.19%	0.88%
15	龙猫先森	361.23	1069.65%	0.84%
16	美柏	305.32	1221.38%	0.71%
17	宜洛/IGLOUCE	274.75	27596.91%	0.64%
18	恒林家居	227.53	--	0.53%
19	乐至宝/LA-Z-BOY	214.84	-67.28%	0.5%
20	华纳斯	212.89	130.21%	0.5%

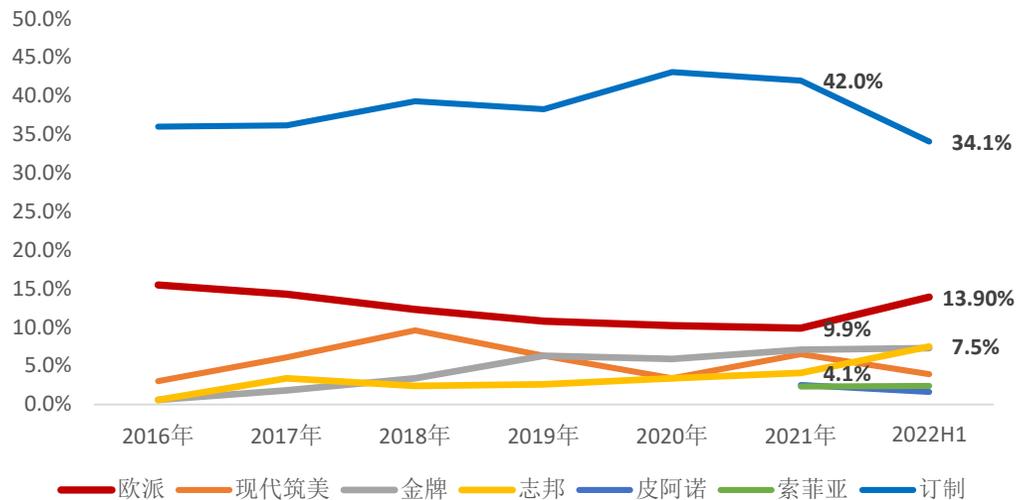
图：床垫品类2022年双11预售阶段竞争格局

排序	品牌	零售额 (万)	零售额同比	市占率
1	喜临门/SLEEMON	30391.13	71.81%	26.97%
2	丝涟/SEALY	8503.92	61.24%	7.55%
3	全友/QUANU	7969.29	713.32%	7.07%
4	林氏木业	7162.09	127.87%	6.36%
5	源氏木语	6683.11	12.69%	5.93%
6	蓝盒子	5706.20	108.92%	5.06%
7	芝华仕/CHEERS	4714.15	-20.31%	4.18%
8	金可儿/KINGKOIL	4615.24	10.24%	4.1%
9	顾家家居/KUKA	4437.89	110.82%	3.94%
10	雅兰/AIRLAND	3934.24	-27.54%	3.49%
11	原始原素	2923.95	87.15%	2.59%
12	金橡树	2730.73	7.06%	2.42%
13	慕思/DE RUCCI	2513.27	-48.49%	2.23%
14	JACE	1570.75	4170.44%	1.39%
15	舒达/SERTA	1348.65	-11.94%	1.2%
16	宜洛/IGLOUCE	1114.05	65553.44%	0.99%
17	恒林家居	841.20	--	0.75%
18	席梦思/SIMMONS	689.83	126.66%	0.61%
19	半日闲	650.06	2256.9%	0.58%
20	冬熊	644.70	293.6%	0.57%

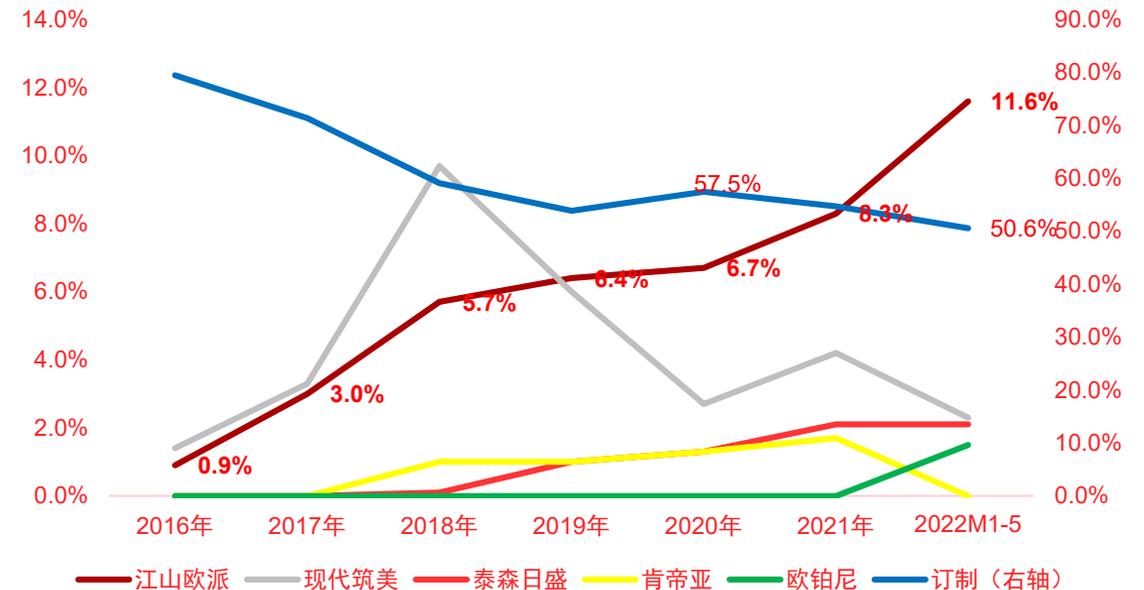
## 02 工程家居：聚焦toB竞争格局的改善+短期业绩弹性

- 保交付+竣工数据改善，对于to B订单和验收改善最为直接，短期业绩弹性最快22Q4将有体现，23H1为弹性最大时期。
- 竞争格局21-22年实质优化：自20年8月三道红线开始，地产商接连违约、精装修市场容量相应收缩，引发：
  - 1) 行业价格竞争加剧，付款条件较优的国央企地产订单成为“香饽饽”，压价能力增强，大宗利润率下行，使得不具备规模优势的小供应商亏损出清；
  - 2) 对供应商资金链考验加大，客户结构差、账期成的大量小企业资金链断裂、退出市场。
- 江山欧派、欧派家居、志邦家居等龙头上市公司，成本较低、能扛压价，同时有2C业务反哺现金流，虽然工程收入端增速放缓或出现一定下滑，但下滑幅度低于精装修市场整体，份额实质提高：木门领域，22年1-5月江山欧派11.6%（同比+3.3pct）；橱柜领域，22H1欧派家居份额13.9%（+4pct）、志邦家居7.5%（+3.4pct）。相应定制（地方性代工or杂牌）份额不断下降。

图：精装修橱柜市场竞争格局



图：精装修木门市场竞争格局



# 02 工程家居：聚焦toB竞争格局的改善+短期业绩弹性

- 综合考虑：**1) 大宗龙头市占率进一步提升，若2023年再提高2-3pct、对应弹性即有20-30%（例如江山欧派木门市占率为11.6%，提高2.5pct则有22%的订单弹性）；2) 保交付对竣工数据改善拉动；3) 精装修渗透率提升，根据奥维云网2022年渗透率约41%、未来预计每年保持1-2pct的提升速度。**我们认为大宗业务收入端弹性存在超预期的可能。2023年需要跟踪：**地产商资金周转能力如果出现真实好转，对工程业务利润率和现金流状况是否有改善，如有改善对估值体系将形成拉动。
- 工程板块标的推荐：**1) 正统toB龙头、经营数据预期最先好转的**江山欧派**；2) 与保利股权合作，具备订单导入&品类延申预期的**皮阿诺**；3) 基于大宗业务逻辑，欧派家居、志邦家居等定制龙头。

图：精装修开盘套数



图：精装修楼盘开发商TOP5变化

TOP5开发商	2021		2022M1-M7		
	规模 (万套)	项目 (个)	TOP5开发商	规模 (万套)	项目 (个)
碧桂园	24.51	256	万科	5.04	55
万科	20.49	208	保利发展	4.71	55
中国恒大	16.1	114	中海地产	3.51	38
保利发展	11.37	119	碧桂园	2.84	36
融创中国	9.64	92	龙湖地产	2.78	39

数据来源：奥维云网，浙商证券研究所

- **欧派家居 (23年PE为20X) : 家居行业份额提升确定性最强的龙头。** 1) 以厨衣木卫为核心, 持续向软体、主辅材等领域延伸, 提供真正的一站式解决方案, 客单值不断做大; 2) 整装大家居模式目前一骑绝尘, 符合未来消费习惯, 卡位好、布局早, 未来成为公司重要的流量渠道以及和其他上市龙头的分水岭。
- **顾家家居 (23年PE为14X) : 组织体系具备活力, 优质消费品资产。** 1) 从软体龙头延申至定制家居业务, 打开客单值天花板 (软体2.5万, 定制可达4-5万), 融合大店模式提供一站式解决方案。2) 具备零售思维, 通过区域零售运营模式强化对消费者需求的敏感性, 提升对经销商的服务能力。长期市占率提升确定性强。3) Q4百日奋战营销大促活动正在进行, 11-12月经营业绩有望环比好转。
- **喜临门 (23年PE为14X) : 卡位床垫黄金赛道、成长超额显著。** 1) 电商渠道运营思路成熟、先发优势显著; 2) 线下门店系列区隔明显、支撑快速且健康地扩张; 3) 从床垫单品→卧室空间→客卧一体化空间, 套系化销售拉动客单值提升; 4) 大手笔营销投入塑造品牌影响力。
- **敏华控股 (23年PE为11X) : 优化渠道, 期待经营拐点。** 1) 功能沙发市场地位依旧保持绝对领先, 床垫品类拓展顺利、占总内销比重达到26%。2) 渠道放缓开店节奏, 聚焦门店效率提升与智慧零售运营, 经营有望环比改善。
- **志邦家居 (23年PE为13X) : 积极求变的二线龙头。** 1) 渠道端, 整装、线上新零售、大宗等渠道全面铺开, 传统店态向厨衣融合店转型。2) 品类端, 推进Z7大整家套餐做大客单值, 同时从厨衣木向卫浴空间进一步延申。
- **索菲亚 (23年PE为10X) : 整家定制转型顺利, 23年继续收获成长。** 1) 整家定制拉动索菲亚客单值明显提升, 22Q1-Q3客单值+35%、后续仍有望保持较快增长; 2) 索菲亚、司米、华鹤、米兰纳的全品牌矩阵成型, 客群覆盖全面; 3) 整装渠道保持高速拓展, 22Q1-Q3增长121%。
- **江山欧派 (23年PE为16X) : 有望率先受益竣工景气修复&精装市场格局优化。** 1) 业务结构优化, 直营大宗占比从起初70%+降低至当前40%, 不垫资业务占比持续提升。2) 大B客户结构优化, 大B客户结构优化, 20年top5占60+%, 目前占比不到40%, 且为万科、保利、华润、中海、新城相对优质的客户。3) 经销新零售业务发力, 21年4月开始启动后就迅速放量, 22年前三季度实现收入6.1亿 (+45%)、占总收入30%, 公司供货价极具性价比, 市场下沉空间仍然很大。
- **皮阿诺 (23年PE为13X) : 深度绑定保利、分享成长。** 1) 保利参股20%提高产业链绑定, 23年订单导入确定性较强, 且保利自身有较好的增长规划。2) 从厨柜大宗延申至收纳、木门等新品类, 打开成长天花板。

# 03

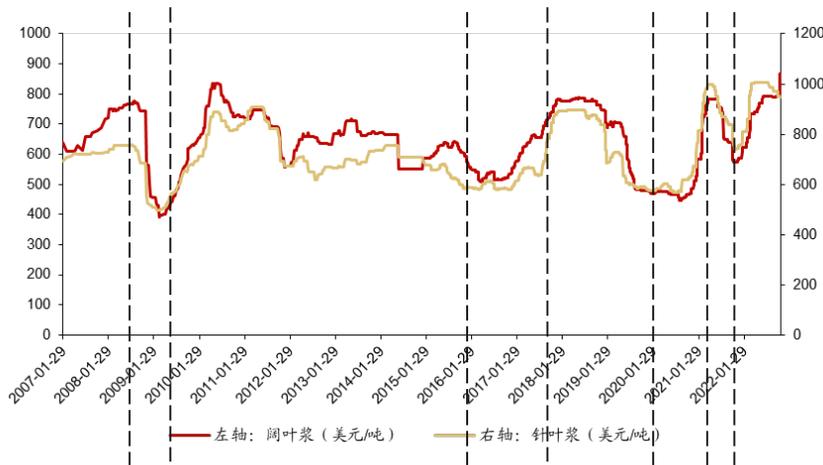
**造纸板块：**

**成本下跌全年主线，优选细分纸种供需格局**

### □ 纸浆、造纸行业周期复盘：

- 2009-2010年**，**浆**：智利地震、芬兰大规模罢工等原因（影响全球供给约10%），全球供给短缺，浆价从430美元/吨提涨至897美元/吨；**纸**：国家出台多项经济刺激政策提振需求，纸价上涨；
- 2011-2016年**，**浆**：阶段性供给短缺修复，2012-2016年进口纸浆价格由高点下滑至600美元/吨；**纸**：造纸行业产能释放供给过剩，纸价低迷、小厂出清，行业去库存；
- 2016-2017年**，**浆**：价格低迷致使印尼OKI等浆厂投产低于预期、CMPC的巴西浆厂因锅炉损坏宣布停产4个月（影响供给1-2%），纸浆价格从562美元/吨涨至809美元/吨；**纸**：国家供给侧改革以及环保压力提升，纸厂大量中小产能关停、库存低位，纸价大幅上涨；
- 2018-2019年**，**浆**：浆厂扩产（新增供给超420万吨），同时中美贸易战拖累终端需求走弱，进口纸浆价格从809美元/吨快速跌至500美元/吨；**纸**：贸易战影响国内需求、大厂供给释放，纸价一路走低；
- 2019-2020年**，**浆**：浆厂持续产能释放，浆价从809美元/吨快速跌至500美元/吨；**纸**：纸企产能释放放缓，行业需求相对稳定，盈利状况有所上行；
- 2020-2022年**，**浆**：20年初国内疫情得到控制、需求复苏，浆价底部抬升、目前仍在高位；**纸**：20年5月至21年，疫情得到控制后，造纸迎来需求修复，纸企盈利改善；22年以来，全球地缘纠纷成本高位、国内疫情反复影响需求、大厂供给还有陆续释放，价格走低、纸企盈利大幅承压。

图：针叶、阔叶、化机浆价格变动

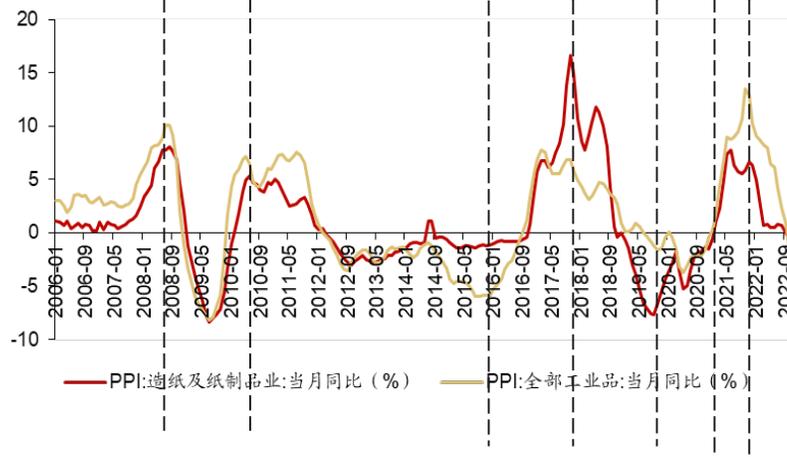


图：进口纸浆均价变动

进口纸浆均价（美元/吨）

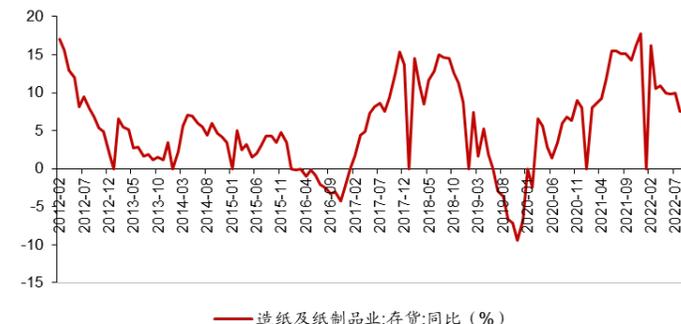


图：造纸-工业PPI



图：造纸行业存货同比变动

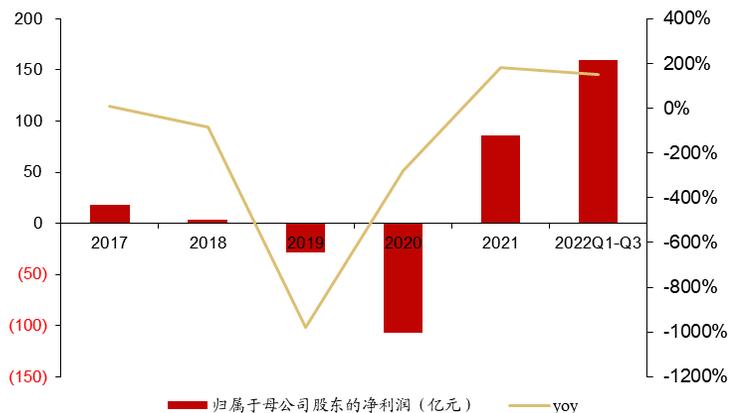
造纸及纸制品业:存货:同比 (%)



## □ 我们认为，23年初纸浆价格下跌，需求转弱为核心催化：

- **(1) 国内需求：**全球商品浆总量6800万吨，中国进口量3000万吨为核心需求国，Q3以生活纸为代表的大厂承压（维达单季度净利率1.76%历史新低），产能利用率由80%至60%，纸厂开工率历史低位，对应价格相对更高的针叶浆率先走弱；
- **(2) 上游浆厂：**Suzano为代表的海外主要浆厂利润极高，22Q1-Q3Suzano实现归母净利润159.25亿元，同比+152.15%，产业链利润向上游浆厂集中，下游纸企深度亏损，不合理利润分配下纸企需求萎缩，难以支撑浆价长时间高位运行；
- **(3) 海外需求：**美废OCC最新报价220美金/吨，较年初跌150美金，判断欧美需求同时较为疲软；
- **(4) 港口库存：**根据卓创，2022年10月国内主要港口库存为175万吨，环比2.74%，同比-1.12%，处于历史48%分位。其中，10月青岛港口环比上升9万吨，常熟港口库存环比下降3万吨，保定港口环比下降1.33万吨。纸浆港口库存略有上升，下游纸厂成本压力持续较大，对高价浆接受度走低，采购力度一般仅维持刚需，观望浆价走势为主。

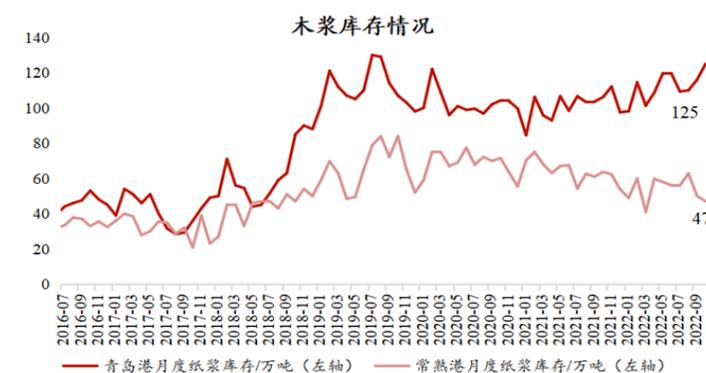
图：Suzano净利润情况



图：生活用纸开工率



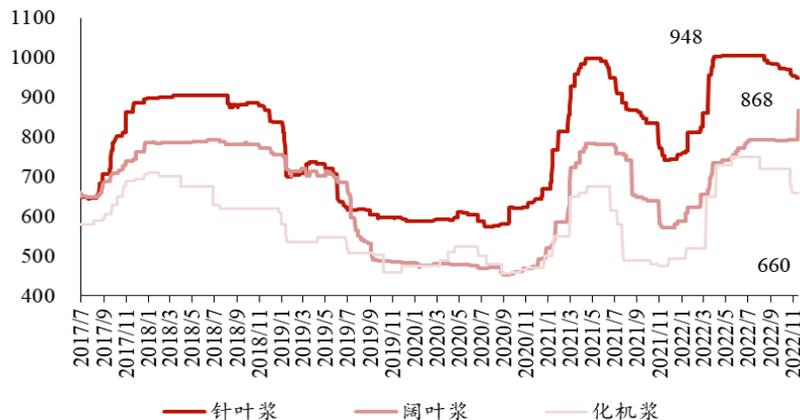
图：港口木浆库存情况



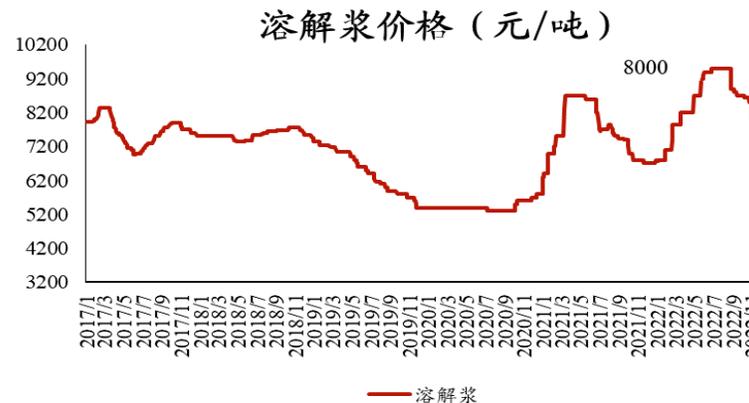
# 03 造纸：浆价下行拐点已现，需求转弱为核心驱动

□ 除阔叶浆价格坚挺，溶解浆、美废OCC、国废等价格均下降，针叶浆价格略松动，主要系下游纸厂需求边际走弱，减少针叶纤维用量转为使用低成本竹浆替代，判断浆价高位或维持至23Q1，随后进入下跌区间。

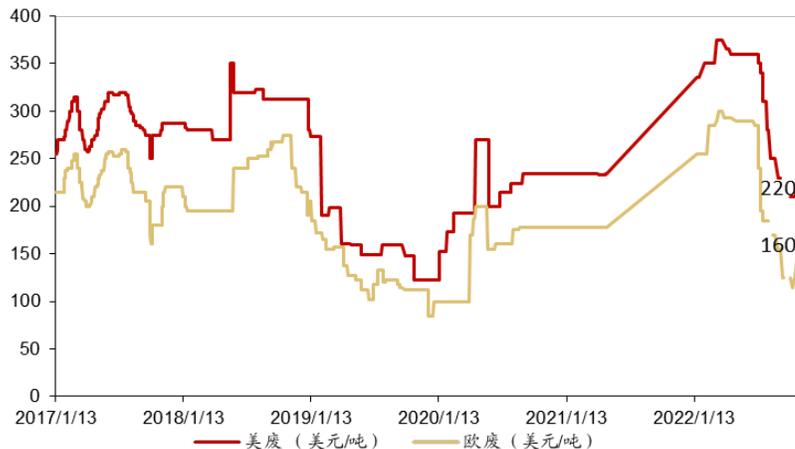
图：针叶、阔叶、化机价格走势  
针叶浆、阔叶浆、化机浆价格（美元/吨）



图：溶解浆价格走势



图：美废、欧废价格走势



图：国废价格走势  
国废价格走势（元/吨）



- **供给：23年初新增商品浆产能投产，浆价回落预期确定。** 21-22年全球商品浆增量供应较少，叠加2022年全球地缘纠纷、全球供应链承压，海外主要浆厂罢工等事件，全年浆供给较紧张。Arauco156万吨漂白桉木硫酸盐浆生产线（BEK）预计于22年12月中旬投产，2023年达到产能峰值；UPM位于乌拉圭中部Paso de los Toros附近210万吨的桉木阔叶浆厂暂定于2023年3月底投产。

图：全球主要浆厂商品浆投产计划

年份	国家	集团	产能/万吨	浆种	预计投产时间	纸浆新增产能/万吨
2022	智利	Arauco	156	阔叶浆	22Q4	156（不含溶解浆）
	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	22Q3	
2023	乌拉圭	UPM	210	阔叶浆	23Q1	210
	芬兰	Metsa Fiber	70	针叶浆	23Q3	70
2024	巴西	Suzano	220	阔叶浆	23Q4-24Q1	220
暂定	巴西	Eldorado	230	阔叶浆		
	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	-	590
	巴西	Euca Energy	210	阔叶浆		
	智利	Arauco	250	阔叶浆	2028	250
	合计		1546			1496

- **特种纸&生活纸供需格局好，价格压力可传导：**特种纸柔性化设备生产、以销定产，深度绑定下游客户，22Q2至今高价浆压力下主要纸企纷纷提价，提价传导相对通畅。我们认为，**特种纸**的商业模式以销定产、**生活纸**下游为刚需消费，供需格局相对稳定，因此特种纸、生活纸龙头在年内成本上涨中部分实现提价落地，预期在成本下跌中率先实现盈利扩张。考虑纸浆库存1-2个月，盈利扩张或滞后浆价下跌于23Q2开始兑现。

表：特种纸涨价函

特种纸提价函内容情况

特种纸提价函内容情况			
冠豪高新	热升华转印纸	2022/3/20	上调1000元/吨
浙江仙鹤新材料	喷绘热印原纸	2022/3/20	上调1000元/吨
江河纸业	所有产品	2022/3/20	上调1000元/吨
五洲特纸	食品卡纸	2022/4/1	上调500元/吨
五洲特纸	食品卡纸	2022/5/1	上调200元/吨
太阳纸业	淋膜原纸	2022/5/1	上调200元/吨
太阳纸业	淋膜原纸	2022/6/1	上调300元/吨
浙江仙鹤新材料	格拉辛纸	2022/6/15	上调500元/吨
江河纸业	所有产品	2022/6/15	上调500元/吨
江河纸业	格拉辛纸	2022/6/15	上调500元/吨
浙江仙鹤新材料	喷绘热印原纸	2022/7/1	上调1500元/吨
冠豪高新	热升华转印纸	2022/7/1	上调1500元/吨
江河纸业	所有产品	2022/7/1	上调1500元/吨
冠豪高新	热升华转印纸	2022/8/1	上调1000元/吨
浙江仙鹤新材料	喷绘热印原纸	2022/8/1	上调1000元/吨
江河纸业	格拉辛纸	2022/8/1	上调500元/吨
五洲特纸	格拉辛纸	2022/8/1	上调500元/吨
江河纸业	所有产品	2022/8/1	上调1000元/吨
冠豪高新	热敏纸、无碳纸、原纸等	2022/9/13	上调200元/吨
恒达新材	食品包装纸、医用包装纸等	2022/9/27	上调600元/吨

- **包装用纸仍待观察，文化纸表现相对较好：**大宗纸表现分化，包装用纸（箱板、瓦楞、白卡、白板纸等）价格以跌为主、行业库存还在提升，下游需求较为疲弱，价格传导能力较差。文化纸价格阶段性提涨较为顺畅，社会库存环比下降，格局相对最好，预期成本下跌中盈利实现改善。

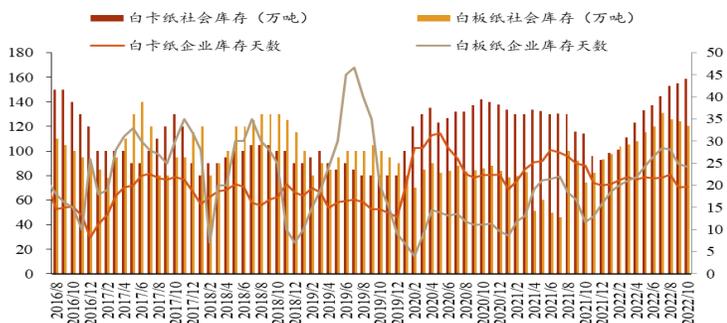
图：箱板、瓦楞纸价格

箱板瓦楞纸每日平均企业价格（元/吨）



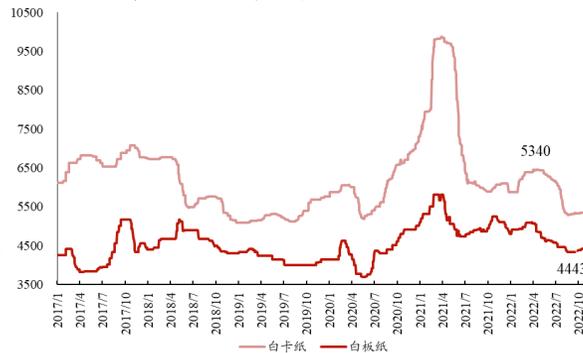
图：白卡、白板纸库存

白卡纸、白板纸库存情况



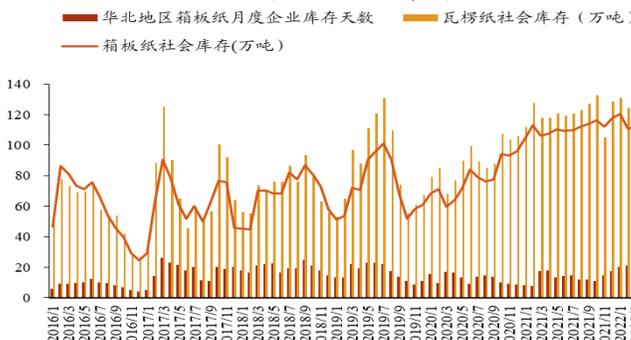
图：白卡、白板纸价格

白卡、白板纸每日平均企业价格（元/吨）



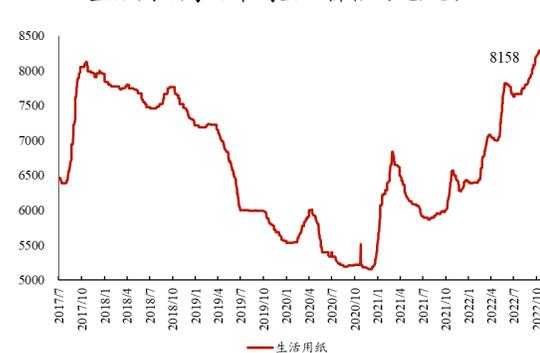
图：箱板、瓦楞纸库存

箱板瓦楞库存



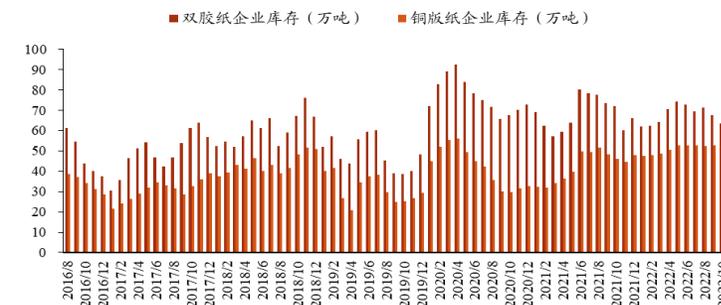
图：生活用纸价格

生活用纸每日平均企业价格（元/吨）



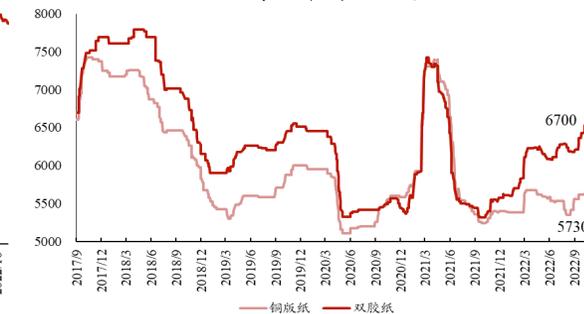
图：文化纸库存

文化纸库存



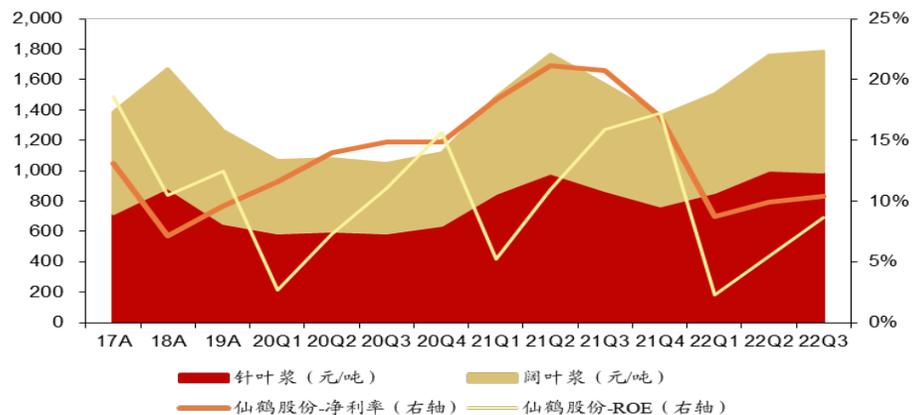
图：文化用纸价格

文化纸每日平均企业价格（元/吨）

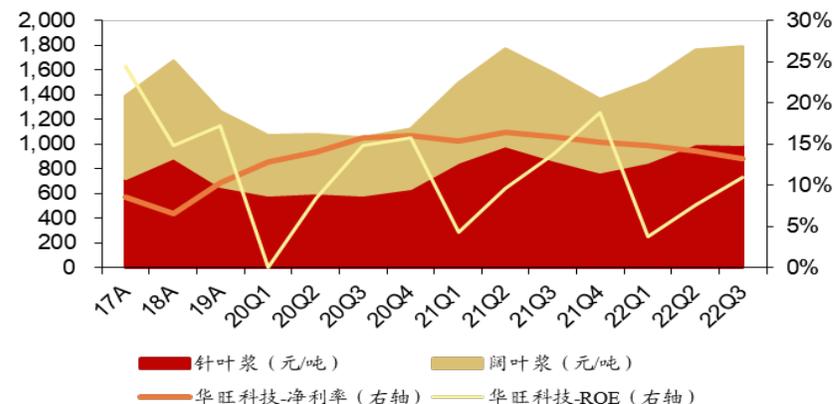


- 本轮纸浆下跌优选供需格局好&浆自给率低的品种，预计率先享受23年浆价下跌带来的利润弹性（文化纸龙头太阳纸业、晨鸣纸业纸浆自给率分别达到50%、90%）。基于量、利和公司长期成长性的思考，本轮浆价下行我们**推荐关注特种纸、生活纸**。
- 特种纸首选**仙鹤股份**（特种纸绝对龙头，产品结构丰富，深度绑定下游客户），关注**华旺科技**（家居饰面纸龙头，纸种品类开始扩张，新增产能有序投放）。生活纸推荐**维达国际**（电商具有优势，盈利弹性最大）、**中顺洁柔**（提价及产品高端化，团队变革基本落地）。

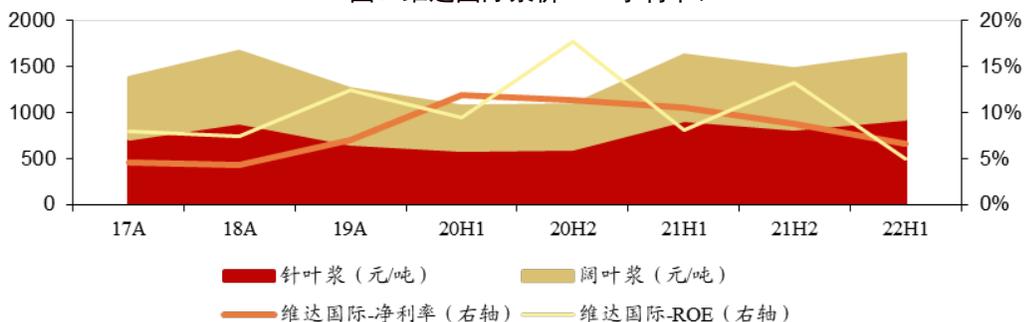
图：仙鹤股份浆价 vs 净利率、ROE



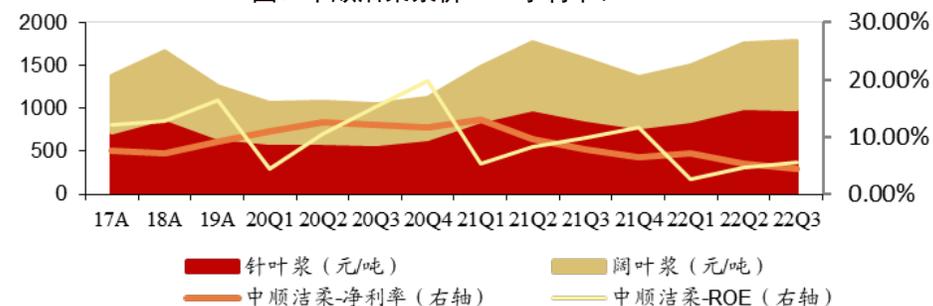
图：华旺科技浆价 vs 净利率、ROE



图：维达国际浆价 vs 净利率、ROE



图：中顺洁柔浆价 vs 净利率、ROE



数据来源：Wind，卓创资讯，浙商证券研究所

- **特种纸龙头产能扩张加速：**（1）**仙鹤股份：**特种纸龙一，测算得 22/23/24/25 年造纸设计产能150/180/240/280 万吨、纸浆设计产能 10/20/80/110 万吨；测算 22/23/24/25 年造纸实际产能增速 25%/ 20%/ 33%/ 17%；（2）**华旺科技：**家居装饰原纸龙头、逐步延伸至其他品类，测算得 22/23/24/25 年造纸设计产能 27/ 35/ 60/ 75 万吨；测算得 22/ 23/ 24/ 25 年实际产能增速 23%/ 30%/ 71%/ 25%。（3）**五洲特纸：**食品白卡龙头，产能高速扩张，测算得 22/23/24年造纸设计产能 135/155/205万吨，测算得 22/23/24 年造纸产能增速 59%/15%/32%。

图：特种纸产能扩张情况

仙鹤股份	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
造纸设计产能	82	94	120	150	180	240	280
造纸设计产能增量		12	26	30	30	60	40
造纸设计产能YOY		15%	28%	25%	20%	33%	17%
纸浆产能	5	10	10	10	20	80	110
华旺科技	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
造纸设计产能	15	22	22	27	35	60	75
造纸设计产能增量		7		5	8	15	15
造纸设计产能YOY		47%		23%	30%	71%	25%
其中：装饰原纸	15	22	22	27	35	35	35
其中：特种纸						25	40
五洲特纸	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
造纸设计产能	47	54	85	135	155	205	
造纸设计产能增量		7	31	50	20	50	
造纸设计产能YOY		15%	57%	59%	15%	32%	

- 仙鹤股份 (23年归母净利预期12.79亿元, 对应PE 13X)：**特种纸全品类绝对龙头，下游卡位大消费领域。(1) 公司为全品类特种纸龙头，以销定产、深度绑定下游客户，下游面向大消费领域，灵活转产实力突出，带动产品结构持续优化。(2) 纸、浆产能有序扩张：预计23年初可新增30万吨食品卡+10万吨特种纸产能，23年至25年广西（250万吨林浆纸）、湖北（250万吨林浆纸）、莱州（200万吨林浆纸）产能陆续投产，协同浙江、河北基地，全国布局趋于完善，预期2023年总产能将超180万吨，预计未来成长动力充足。
- 华旺科技：**（1）公司为高端装饰原纸龙头，现有产能20万吨，预计中长期随地产修复，下游中高端占比有望提升，装饰原纸业务可实现稳步提升。（2）向医疗、食品、光伏等品类快速拓展，新增特种纸产能有序扩展，预计马鞍山“年产18万吨特种纸生产线扩建项目”一期8万吨医疗透析纸有望在23年Q3投产，有望为公司营收贡献新增长点。

图：仙鹤股份PE-band



图：华旺科技PE-band



- **太阳纸业 (23年归母净利预期为29.73亿元，对应PE 11X):** 产能扩张保障高成长，林浆纸一体化优势突出。(1)布局多元化产品矩阵(铜板、文化、溶解浆、箱板纸的综合龙头)，溶解浆高位略回落，文化纸&箱板纸需求修复后提价等措施有望落地，产品综合盈利能力预期具有韧性；(2)原料端自建化学浆/化机浆产线，自给率持续提高，并通过海外老挝林浆纸一体化项目建设巩固自身生产成本优势；(3) 预计北海15万吨生活纸+南宁一期100万吨箱板纸、50万吨本色浆、15万吨漂白化学浆+老挝15万吨本色浆+山东3.4万吨特种纸进入投产期，2023年公司浆纸总产能将突破1300万吨，保障三年高速增长！

图：太阳纸业PB-band



图：太阳纸业产能投放计划

名义产能 (万吨)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
非涂布文化用纸	90	120	120	120	140	185	210	210	210	210	210
涂布包装纸板											
铜版纸	80	80	80	100	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	12	12	12	17	29	39	39	39	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	30	30	30	30	30
牛皮箱板纸	-	80	80	160	140	200	280	280	380	380	380
特种纸							7	7	10.4	10.4	10.4
牛皮箱板纸 (老挝)						200					
<b>纸合计</b>	<b>202</b>	<b>312</b>	<b>312</b>	<b>412</b>	<b>392</b>	<b>509</b>	<b>636</b>	<b>646</b>	<b>749</b>	<b>749</b>	<b>749</b>
化机浆	70	70	70	80	90	108	140	140	140	140	140
溶解浆	30	50	50	80	80	80	80	80	80	80	80
溶解浆 (老挝)			0	30	30	30	30	30	30	30	30
化学浆	-	-	10	10	10	10	90	90	90	90	90
半化学浆				50	50	50	50	50	91	91	91
本色针叶浆						20	20	20	85	85	85
化学浆 (老挝)				25	0	0	0	0	0		
再生纤维浆 (老挝)					40	40	40	40	40	40	40
竹浆							15	15	15	15	15
<b>浆合计</b>				<b>275</b>	<b>300</b>	<b>338</b>	<b>465</b>	<b>465</b>	<b>571</b>	<b>571</b>	<b>571</b>

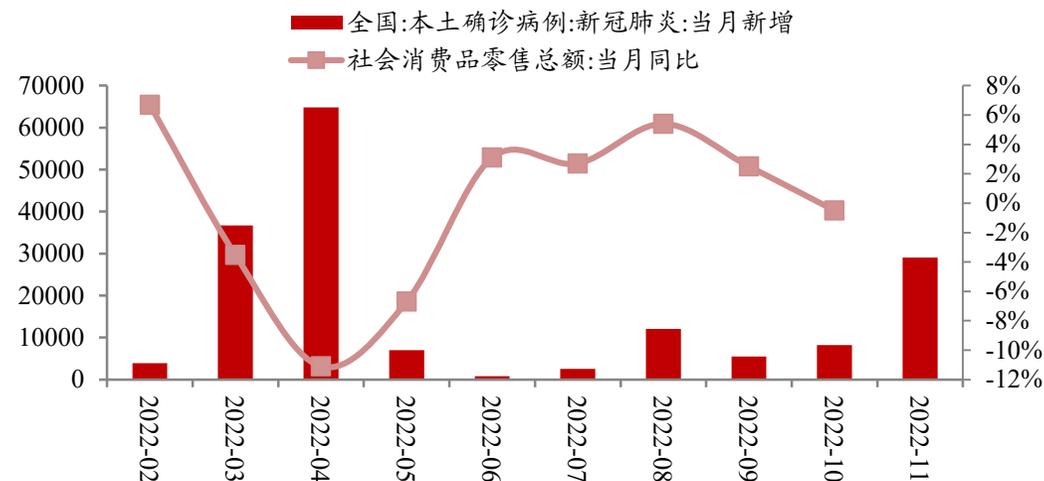
# 04

**必选消费：**  
**战略配置绩优白马，生活纸个护需求稳健**

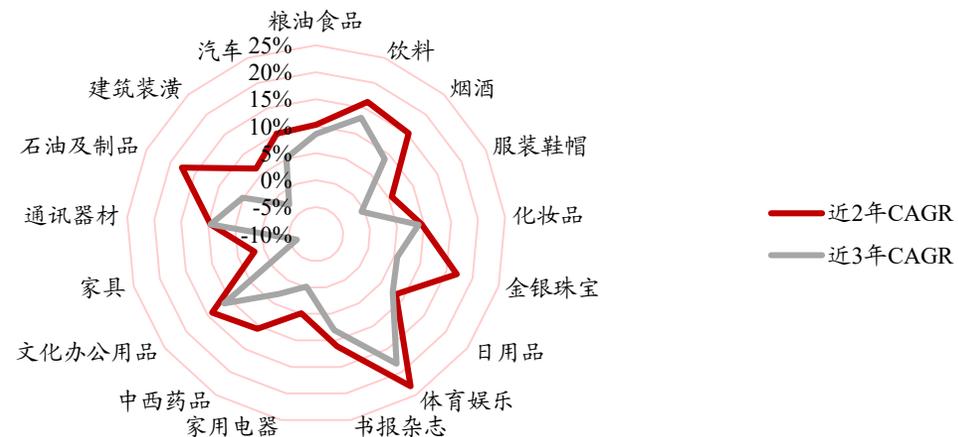
### □ 社零消费有望弱复苏，必选品类表现突出

- 疫情防控优化，或推动社零消费弱复苏：**复盘年内社零表现，当新冠确诊病例快速增长带动防控政策升级时，社零增速显著承压，随着确诊病例下降疫情边际转好，社零增速对应出现回暖。**因此社零增速与确诊病例及防控政策强度呈高度逆向走势。**近期疫情优化防控二十条发布，优化疫情管控措施并强调整治“层层加码”等行为，有望推动终端经营秩序及线下客流恢复，推动社零消费弱复苏。
- 体育娱乐、文化办公用品等近2-3年增速居前：**以截至2022年10月的社零分项情况来看，近2年CAGR排名居前的品类包括：体育娱乐（+23.09%）、石油制品（+17.67%）、金银珠宝（+16.97%）、饮料（16.29%）、烟酒（15.33%）、文化办公用品（14.07%）；近3年CAGR排名居前的品类包括：体育娱乐（18.18%）、饮料（13.11%）、文化办公用品（11.25%）、通讯器材（9.57%）、化妆品（9.00%）。受益于居民注重加强体育锻炼，叠加全民健身政策影响下，体育娱乐类社零增速在近2-3年维度复合增速均排名第一。饮料、文化办公、日用品等必选消费品类增速稳健、展现较强韧性。
- 看好必选消费品类延续稳健增长，线下依赖赛道增速回升：**展望23年，我们仍然看好诸如体育娱乐、文化办公、日用品等需求端具有韧性的品类延续稳健增速。同时高度依赖于线下销售场景的书写文具、转换器等细分产品有望受益线下客流恢复在增速端有所回暖。

图：社零增速VS.全国新冠疫情确诊病例数量



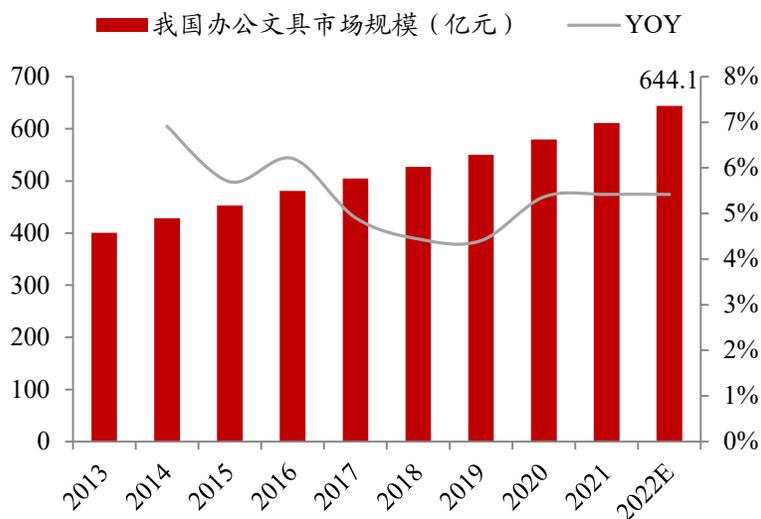
图：社零分项近2/3年复合增速（%）



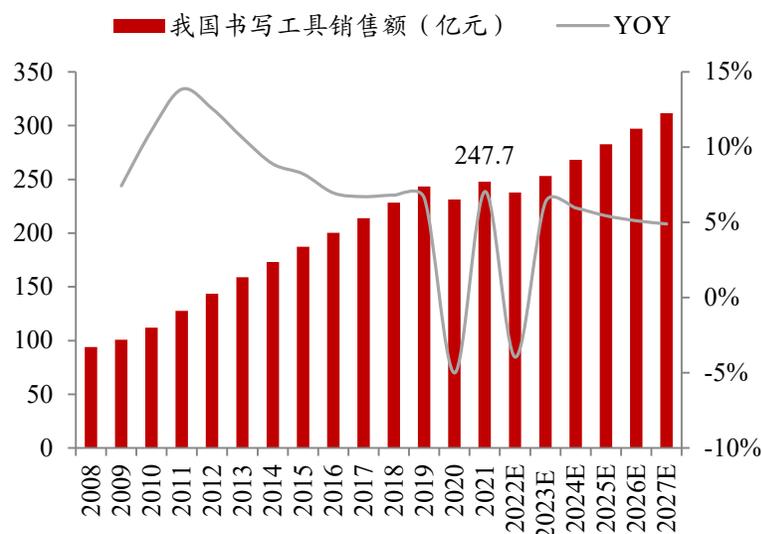
### □ 传统文具：以价补量行业仍有增长动力，龙头晨光份额仍有较大提升空间

- **办公文具**：2021年广义文化办公用品零售额4121.6亿元，同比增长18.8%，近10年CAGR为9.72%。其中狭义办公文具市场规模预期约611亿元，2021年晨光办公文具出厂规模约33.4亿元，对应市场份额约5.5%，后续仍然有较大提升空间。
- **书写工具**：根据欧睿数据，2021年我国书写工具市场规模达247.7亿元，同比增长7.05%，近10年CAGR为3.65%。近年来我国书写工具人均零售额同比增速持续高于人均零售量同比增速，说明价格增长已成为驱动我国书写工具销售规模增长的重要因素。在产品提价向高端化发展的趋势下，晨光股份凭借突出品牌和产品力实现份额提升。2021年晨光市场份额同比+3.0pct至26.1%，位居我国书写工具行业市占率首位，领先第2名得力约18.4pct。
- **学生文具**：根据智研咨询数据，2019年我国学生文具市场规模约176亿元，考虑到2020/2021年双减政策、疫情等因素对行业增速带来的扰动，预计目前我国学生文具市场规模约200亿元。2021年晨光学生文具实现收入31.28亿元，对应市场份额约16%。

图：我国办公文具市场规模（亿元）及增速



图：我国书写工具市场规模（亿元）及增速

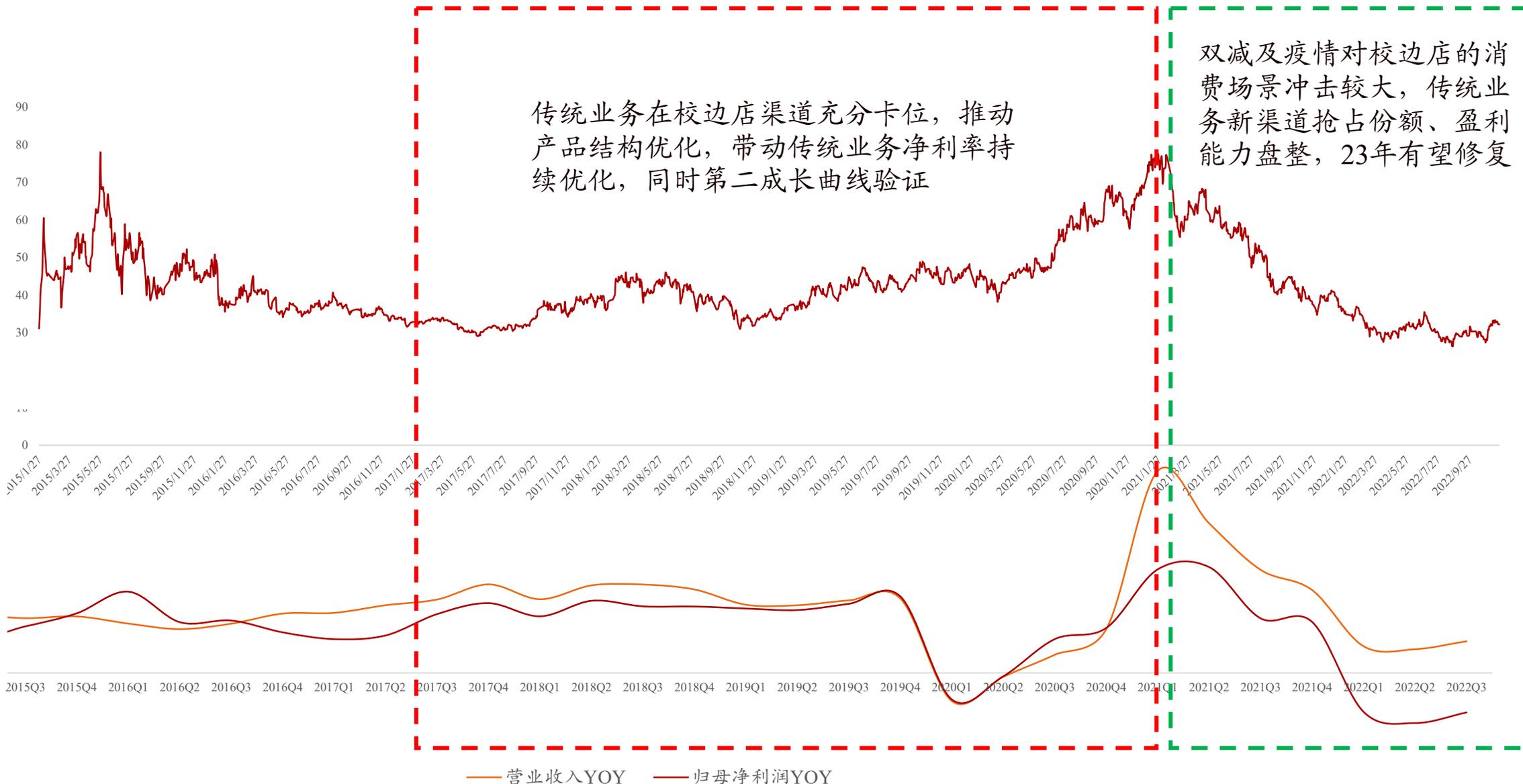


图：我国书写工具行业竞争格局

品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
晨光	14.7%	15.8%	16.5%	17.4%	18.1%	21.1%	23.1%	26.1%
得力	3.7%	3.8%	3.9%	5.5%	6.3%	6.8%	7.3%	7.7%
爱好	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.8%	2.7%
绘儿乐	1.6%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.5%
百乐	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.4%
真彩	6.2%	5.3%	4.5%	3.9%	3.3%	2.9%	2.7%	2.5%
三菱	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%
三木	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%
宝克	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%

数据来源：欧睿、浙商证券研究所

# 文具：传统份额稳步提升，龙头晨光长期壁垒犹存



# 文具：传统份额稳步提升，龙头晨光长期壁垒犹存

表：晨光股份收入拆分

## 晨光股份 (23年PE: 24X)：传统及零售大店业务有望复苏，科力普业务高增趋势延续。

(1) 传统核心业务：年内传统业务受疫情等因素拖累表现承压。目前渠道库存已处于低位，叠加疫情优化防控20条出台、教育政策放松，学生开学及终端客流均有望回归常态，推动公司传统业务迎来复苏。公司渠道布局多消费场景卡位，产品抓住全民健身机遇布局晨光体育业务，有望成为传统业务新增长点。

(2) 科力普：科力普22年内持续实现超预期增速，且在规模效应释放下净利率有所提升。科力普品类场景不断丰富，且持续开发央国企等优质客户。后续随着科力普规模提升及规模效应的释放，在客户端排名、中标率、议价能力均有望进一步提高。

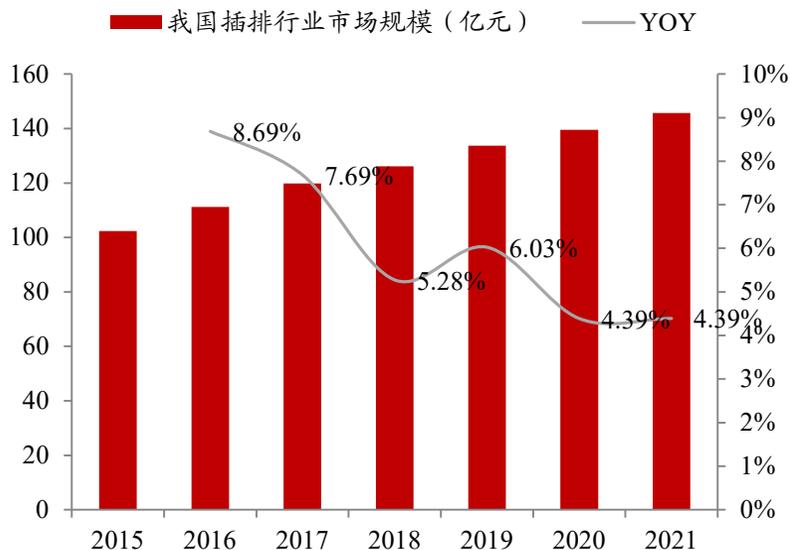
(3) 零售大店：截至22Q3晨光的九木杂物社当前门店已达484家（较年初+21家），业务收入及开店速度均受疫情拖累有所放缓。当前晨光零售大店业务运营及营销模式日益成熟，后续随疫情防控优化后有望重拾增长势头。

(亿元)		2021	22Q1	22Q2	22H1	22Q3	22Q1-3
总收入		176.07	42.29	42.05	84.33	52.96	137.30
yoy		34.02%	10.94%	8.53%	9.72%	18.60%	12.99%
净利润		15.18	2.76	2.53	5.29	4.07	9.35
yoy		20.94%	-16.04%	-25.12%	-20.65%	-9.84%	-16.28%
净利率		8.62%	6.52%	6.02%	6.27%	7.68%	6.81%
按业务拆分							
传统渠道	收入 (含晨光科技及安硕)	87.88	18.18	17.84	36.02	25.03	61.04
	yoy	17.44%	-13.55%	-9.44%	-11.56%	5.49%	-5.29%
	净利润	13.63	2.34	2.08	4.42	3.37	7.79
	yoy	15.06%	-23.99%	-34.49%	-29.32%	-17.82%	-24.76%
其中：上海安硕+贝克曼	收入	3.01	1	1.6	2.6	1.50	4.10
	其中：安硕收入	2.8	0.7	1	1.7	1.00	2.7
	安硕净利润	(0.77)	(0.10)	(0.26)	(0.36)	(0.20)	(0.56)
	*归母净利润	(0.43)			(0.20)		
其中：晨光科技	收入	5.27	1.18	1.17	2.35	2.21	4.56
	yoy	11.26%	9.07%	-4.25%	2.00%	33.21%	15.18%
	净利润	(0.25)			(0.05)		
	净利率	-4.80%			-2.14%		
科力普 (办公直销)	收入	77.66	21.46	22.56	44.02	25.31	69.33
	yoy	55.31%	46.37%	35.77%	40.74%	40.27%	40.57%
	毛利率	9.37%	9.30%	8.54%	8.91%	9.10%	8.98%
	净利率	2.42	0.64	0.71	1.35	1.01	2.36
九木&生活馆	净利率	3.12%	3.00%	3.13%	3.07%	4.00%	3.41%
	*归母净利润	1.69	0.45	0.49	0.95	0.71	1.65
	收入/亿	10.54	2.65	1.65	4.30	2.62	6.92
	其中：九木生活馆	9.49	2.43	1.57	4.00	2.35	6.35
九木&生活馆	yoy	60.93%	9.07%	-32.12%	-11.53%	-9.08%	-10.62%
	净利润/亿	-0.21	-0.04	-0.05	-0.09	-0.02	-0.11
	净利率	-2.00%	-1.50%	-2.99%	-2.07%	-0.76%	-1.57%
	*归母净利润	(0.14)	(0.03)	(0.04)	(0.08)	(0.02)	(0.09)
九木&生活馆	门店数	523	532	534	534	537	537
	其中：九木生活馆	463	472	481	481	484	484
	其中：九木生活馆	60	60	53	53	53	53
	单店收入/万	218.68			86.26		130.61

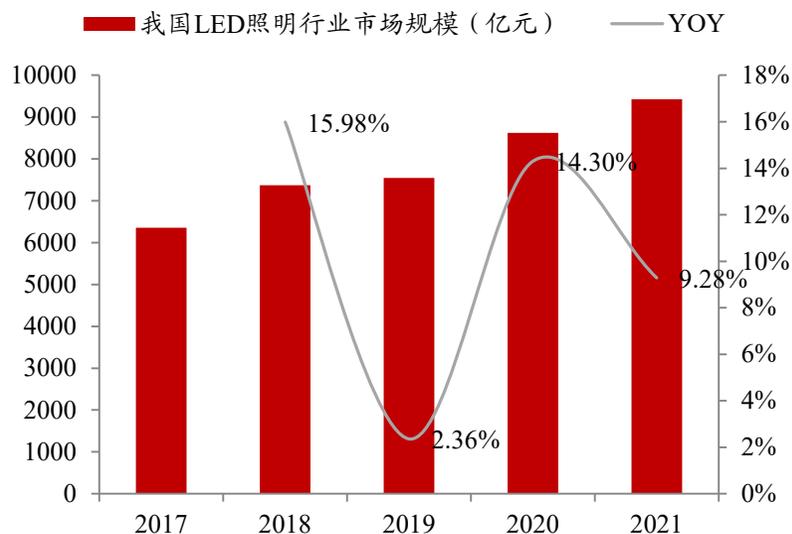
## □ 电工照明：墙开及插线板行业高度成熟公牛份额居前，LED照明行业空间广阔增长稳健

- **插线板**：根据华经产业研究院数据，2015-2021年我国插排行业市场规模由102.35亿元增长至145.71亿元，CAGR为6.06%，行业发展已进入成熟阶段。从生产及需求量角度看，2021年我国插排产量/需求量分别为8.05/4.99亿个，行业产量远超需求量，生产的大量产品出口海外。
- **墙壁开关插座**：2021年我国墙壁开关插座行业规模240.55亿元，2017-2021年CAGR达4.76%。从竞争格局方面看，公牛集团市场份额超20%，位居我国墙壁开关插座行业首位。
- **LED照明**：2017-2021年我国LED照明行业市场规模由6358亿元增至9428亿元，CAGR达10.35%，行业仍然处于稳健成长阶段。同时诸如无主灯等产品目前仍然处于渗透率快速提升阶段。根据群核科技发布的《2022上半年家居行业趋势观察》，2022上半年各户型无主灯产品占比较2021H1均有可观增长（全年预期1亿左右）。

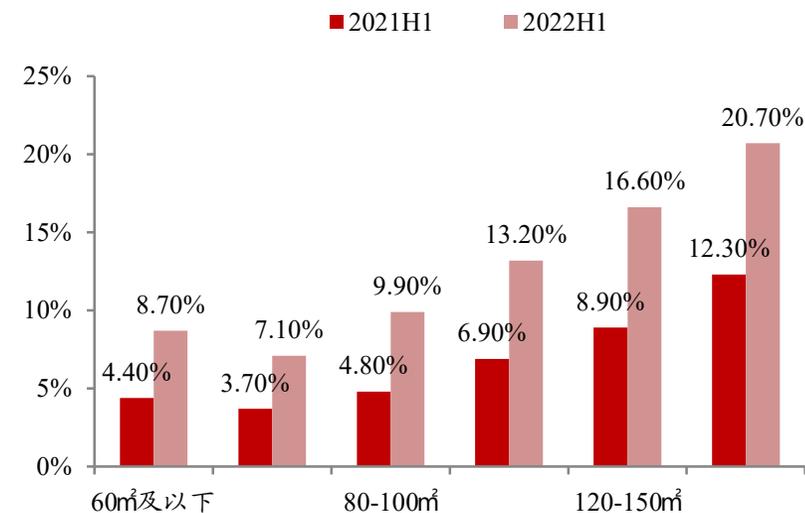
图：我国插排市场规模（亿元）及增速



图：我国LED照明市场规模（亿元）及增速



图：各户型面积下无主灯占比变化



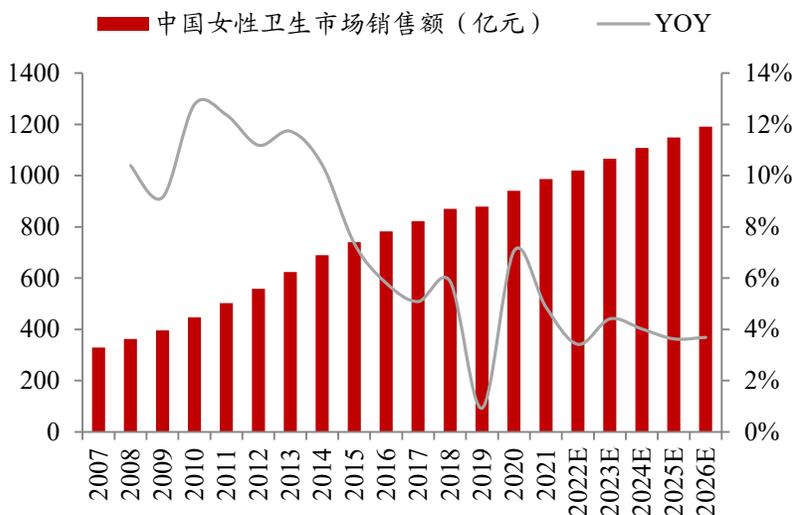
- **公牛集团：照明业务第二增长曲线得到验证，布局新能源充电枪、储能等业务后续成长动力充足。** 公司为我国电工照明行业绝对龙头。
- (1) 传统优势品类优势稳固：公司以插座、插线板等业务起家，市场份额长期领先且品牌力、产品力已深入人心。公司定价能力强，提价&新品推出带动结构优化助力增长，公司收入基本盘稳固；(2) 照明业务第二增长曲线验证：公司智能电工照明业务持续实现靓丽增长，成为公司年内对抗疫情及地产下行等多重压力的重要支柱，公司无主灯生产基地于22年9月顺利投产，预计后续无主灯业务在产品、渠道、供应链多重共振下快速放量，拉动智能电工照明业务持续高增；(3) 景气品类储备充足：公司切入新能源充电枪充电桩、户外移动储能等赛道，其中新能源充电枪充电桩在线上渠道已成长为市占率第一名。公司围绕新能源电连接及智能家居生态两大板块进行品类延展，后续成长动能充足。(4) 管理精细化，渠道端优势深厚：公司渠道端采用扁平化经销体系，覆盖百万终端网点，独创配送访销实现地毯式铺货，同时重视线上电商渠道发展。

表：公牛集团收入增长驱动因素拆分（亿元）

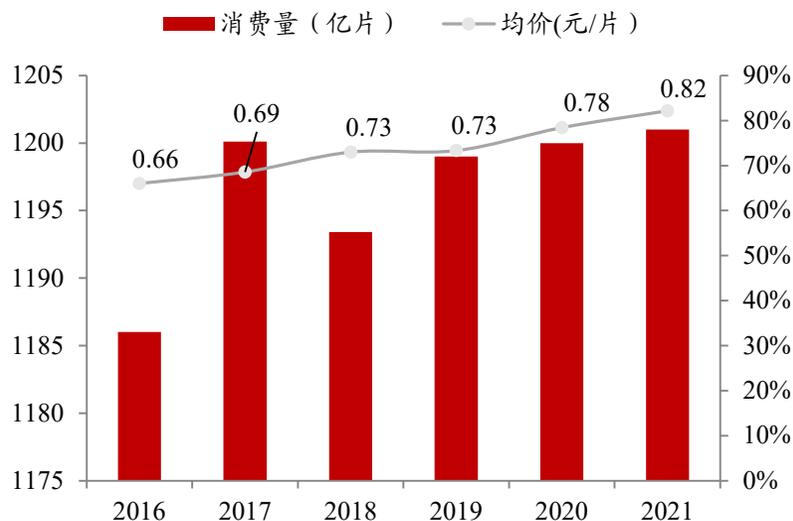
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
营业收入	72.40	90.65	100.40	100.51	123.85
YOY	34.91%	25.21%	10.76%	0.11%	23.22%
<b>电连接</b>					
营业收入	40.37	48.47	50.53	55.49	64.13
YOY	21.91%	20.06%	4.24%	9.81%	15.58%
<b>智能电工照明</b>					
营业收入			44.23	40.55	55.51
YOY				-8.33%	36.90%
其中：墙开					
营业收入	23.22	27.97	32.09	29.52	38.25
YOY	44.62%	20.46%	14.72%	-7.99%	29.55%
其中：LED照明					
营业收入	4.16	7.41	9.84	7.70	10.66
YOY	164.18%	78.21%	32.82%	-21.74%	38.53%
其中：其他照明					
营业收入			2.31	3.33	6.60
YOY				44.01%	98.37%
<b>数码配件业务</b>					
营业收入	1.41	2.77	3.56	4.18	3.73
YOY	1776.39%	96.51%	28.39%	17.48%	-10.79%

- 行业需求量稳定，价格提升驱动增长：**根据欧睿数据，2021年我国女性卫生用品市场规模达987亿元，近五年CAGR为4.74%，其中需求量方面较为稳定，近5年CAGR为0.25%。行业片单价则在产品结构持续向高端化和功能化发展的趋势下提涨，2016-2021年行业卫生巾均价从0.66元/片增至0.82元/片，CAGR达4.48%，成为驱动我国女性卫生用品行业增长的主要动力。
- 外资品牌份额居前，内资格局显变化：**2021年我国女性卫生用品行业品牌CR10为41.40%，较2021年持平，行业格局相对稳定。前十大品牌中外资市占率25.3% (+0.1pct)、内资16.1% (-0.1pct)，龙头品牌苏菲（尤妮佳）和七度空间（恒安）市占率居前。整体看外资品牌份额相对稳固，内资品牌中七度空间受恒安渠道结构、产品迭代速度、及品牌形象等问题拖累市占率出现下滑。自由点（百亚股份）则凭借线下加速全国扩张，线上布局天猫、抖音多平台加大投入，推动份额持续提升。（川渝龙头、逐步外延至全国，20年成立杭州电商子公司、21年开始进行电商改革，转为“多平台”+“直营+经销并行”模式，并减少低价促销品占比推动产品结构优化。）

图：我国卫生巾市场规模（亿元）及增速



图：我国卫生巾销售量VS.销售均价



图：我国卫生巾品牌市占率

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021
苏菲	9.5%	10.1%	10.5%	11.6%	12.4%	12.2%
七度空间	10.7%	11.5%	11.1%	10.7%	10.2%	9.9%
护舒宝	5.3%	5.0%	5.2%	5.7%	5.7%	5.7%
高洁丝	2.7%	2.8%	3.0%	3.4%	3.6%	3.8%
ABC	2.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%
乐而雅	1.8%	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
自由点	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%
洁婷	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%
洁伶	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
Free	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%

数据来源：欧睿、华经产业研究院、浙商证券研究所

- **线下渠道仍为核心，把握电商崛起弯道超车：**卫生巾购买注重时效性，线下仍然为卫生巾消费的主流渠道，目前占比超过70%。然而伴随互联网兴起，个护产品作为偏标准化消费品，线上化购买趋势更明显，2014-2021年卫生巾线上销售占比从8.5%提升至27%。
- **百亚线上策略调整显效，年内线上渠道快速增长：**百亚于21年开始电商渠道改革，从单一平台转向多平台发展，并优化线上产品结构带动盈利能力改善向上。22年改革成效显现，电商增长逐步提速，22H1+52%、22Q3翻倍以上，其中抖音渠道增长尤为亮眼，22Q3同比+200%~300%。双十一跟踪来看，自由点在天猫和抖音平台销售额均取得行业第六、国牌第二（天猫：5256万，+37%；抖音773万，）。目前公司抖音近一月销售额约2500-5000w量级，位于平台同类产品前10%，除自播外，与小杨哥和部分明星主播合作带货，看好公司线上渠道未来延续高增态势，紧抓线上快速增长机遇实现份额逐步向上。同时百亚推动线上渠道产品结构优化，减小低价促销品比例，拉动公司线上渠道毛利率由21年30%+提升至40%+。至2022Q3公司线上渠道毛利率达到45%。

表：我国女性卫生用品渠道结构

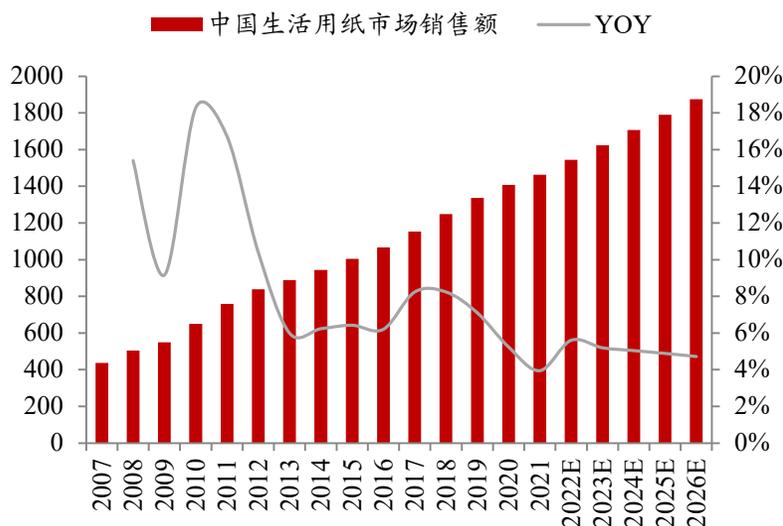
女性卫生用品渠道	2021	2014
<b>线下渠道</b>	<b>73.0%</b>	<b>91.5%</b>
零售渠道	69.6%	88.2%
<b>现代零售渠道</b>	56.4%	69.3%
便利店	3.5%	3.0%
折扣店	0.1%	0.1%
零售店	0.1%	0.1%
超级卖场	39.5%	51.0%
特大型超市	13.2%	15.1%
<b>传统零售商</b>	13.2%	18.9%
<b>非零售渠道</b>	3.4%	3.3%
美妆、个护专营店	3.4%	3.3%
<b>电商渠道</b>	<b>27.0%</b>	<b>8.5%</b>

表：百亚股份渠道结构

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021A	22H1
<b>线下渠道</b>	<b>702.15</b>	<b>708.06</b>	<b>737.65</b>	<b>877.38</b>	<b>948.16</b>	<b>1122.93</b>	<b>537.50</b>
YOY	4.87%	0.84%	4.18%	18.94%	8.07%	18.43%	-10.35%
占比	95.04%	87.39%	76.75%	76.34%	75.81%	76.75%	72.77%
毛利率	50.75%	48.16%	47.07%	50.11%	47.12%	49.20%	
<b>经销商渠道</b>	<b>559.64</b>	<b>540.59</b>	<b>531.80</b>	<b>607.88</b>	<b>703.40</b>	<b>856.52</b>	<b>376.35</b>
YOY	2.59%	-3.40%	-1.63%	14.31%	15.71%	21.77%	
占比	75.75%	66.72%	55.33%	52.89%	56.24%	58.54%	50.95%
毛利率	48.43%	45.39%	44.77%	48.99%	48.04%	50.60%	
<b>KA渠道</b>	<b>142.51</b>	<b>167.47</b>	<b>205.85</b>	<b>269.50</b>	<b>244.76</b>	<b>266.42</b>	<b>161.15</b>
YOY	14.91%	17.51%	22.92%	30.92%	-9.18%	8.85%	
占比	19.29%	20.67%	21.42%	23.45%	19.57%	18.21%	21.82%
毛利率	59.87%	57.10%	53.00%	52.63%	44.52%	44.69%	
<b>电商渠道</b>	<b>34.21</b>	<b>39.88</b>	<b>64.07</b>	<b>110.62</b>	<b>153.42</b>	<b>209.89</b>	<b>137.94</b>
YOY	56.28%	16.57%	60.65%	72.66%	38.69%	36.81%	51.96%
占比	4.63%	4.92%	6.67%	9.62%	12.27%	14.35%	18.68%
毛利率	33.87%	38.64%	32.93%	39.37%	35.30%	34.52%	41.20%
<b>ODM渠道</b>	<b>2.43</b>	<b>62.26</b>	<b>159.45</b>	<b>161.42</b>	<b>149.18</b>	<b>130.24</b>	<b>63.16</b>
YOY	-	2462.14%	156.10%	1.23%	-7.58%	-12.69%	-9.79%
占比	0.33%	7.68%	16.59%	14.04%	11.93%	8.90%	8.54%
毛利率	15.94%	25.01%	23.01%	27.57%	21.86%	22.44%	

- 中国市场增速高于全球，人均消费具有空间：**2007-2021年中国零售生活用纸市场规模从436.50亿元增长至1462.51亿元，CAGR为9.02%（同期全球CAGR仅为3.37%）；消费量从476万吨上升至1046万吨，CAGR为5.78%。根据《中国生活用纸年鉴》数据，2020年我国人均生活用纸消费量为7.5kg/人，对比美国29kg/人、西欧和日本16-17kg/人的人均生活用纸消费量有空间。
- 行业集中度较成熟市场仍有提升空间：**根据欧睿数据，2021年我国生活纸企业CR10仅为37.8%，对标美国CR3超70%的集中度水平，我国生活用纸行业竞争格局仍有优化空间。品牌上看，维达（维达国际）、心相印（恒安国际）、洁柔（中顺洁柔）市场份额位居前三。
- 线上渠道占比快速提高，电商成为破局关键：**21年我国生活纸的线上渠道占比约为17.8%（14年占比仅为5.7%），渠道占比快速提升。其中维达国际通过在线上电商渠道的先发布局优势，于2021年份额达到行业第一。电商渠道布局成为我国生活用纸企业破局关键。

图：我国生活纸市场规模（亿元）及增速



表：我国生活纸品牌市占率 (%)

品牌	公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021
维达	维达国际	8.9%	8.7%	8.8%	8.6%	9.0%	
心相印	恒安国际	9.4%	8.9%	9.5%	9.8%	8.9%	8.5%
洁柔	中顺洁柔	4.2%	4.5%	5.0%	5.4%	5.9%	6.3%
清风	APP	8.6%	8.3%	7.8%	7.6%	6.2%	6.0%
植护	朵朵云	0.1%	0.2%	0.8%	1.6%	2.5%	
得宝	维达国际	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	
洁云	悦心健康	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
五月花	永丰纸业	1.7%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%
舒洁	金佰利	2.1%	1.7%	1.4%	1.1%	1.1%	1.0%
斑布	四川环龙	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%

图：生活纸渠道变化

生活用纸渠道	2021	2014
<b>实体零售</b>	<b>82.1%</b>	<b>94.3%</b>
<b>零售渠道</b>	<b>80.4%</b>	<b>92.1%</b>
<b>现代零售渠道</b>	64.6%	73.3%
便利店	3.0%	2.8%
折扣店	0.2%	0.4%
超级卖场	44.9%	52.1%
特大型超市	16.5%	18.0%
<b>传统零售商</b>	15.8%	18.8%
<b>非零售渠道</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.2%</b>
美妆、个护专营店	1.7%	2.2%
<b>电商渠道</b>	<b>17.8%</b>	<b>5.7%</b>

- **把握成本压力下格局优化机会，生活用纸龙头份额提升：**年内受疫情和高价浆压力下中小生活用纸企业加速出清，龙头企业则通过多维度优势仍能实现收入正增长，带动份额提升，但整体营收增速也受制于成本压力有所趋缓。22H1恒安/维达/洁柔生活用纸业务收入增速分别为+21.04%/+6.06%/+4.48%。高价浆压力下，纸企为控制亏损普遍缩减费用投放，后续随着浆价回落费用投放逐步回归正常节奏，龙头纸企收入增速有望回暖，同时盈利弹性也有望得到释放。
- **电商渠道成为收入增长主要动因：**22H1恒安国际生活用纸业务收入仍能实现20%+增速，我们认为主要受益于公司开始注重发展电商等新兴渠道。22H1恒安电商渠道收入同比+34.68%，快于维达（+14.97%）。洁柔虽未披露电商渠道当前经营数据，但至22H1公司以电商为主的非传统渠道收入占比已达到48.56%。关注龙头企业把握电商渠道发展，实现份额提升。

表：恒安/维达/洁柔生活用纸业务收入及公司毛利率走势

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022H1
<b>恒安国际</b>									
营业收入 (亿港元)	108.57	108.00	101.36	112.33	116.72	128.23	123.36	120.38	68.32
YOY	6.40%	-0.53%	-6.15%	10.83%	3.91%	9.86%	-3.79%	-2.42%	21.04%
销售毛利率	46.11%	47.61%	48.78%	46.91%	38.20%	38.63%	42.26%	37.38%	35.20%
<b>维达国际</b>									
营业收入 (亿港元)	78.70	93.57	100.23	109.08	121.11	132.54	136.08	155.01	79.63
YOY	17.33%	18.90%	7.11%	8.83%	11.03%	9.43%	2.67%	13.91%	6.06%
销售毛利率	30.16%	30.51%	31.66%	29.66%	28.14%	31.01%	37.69%	35.32%	32.02%
<b>中顺洁柔</b>									
营业收入 (亿元)	25.06	29.33	37.65	45.41	55.78	65.63	75.00	86.58	42.66
YOY	1.01%	17.04%	28.37%	20.61%	22.84%	17.66%	14.28%	15.44%	4.48%
销售毛利率	29.79%	31.73%	35.33%	34.37%	33.62%	39.24%	40.90%	35.46%	32.49%

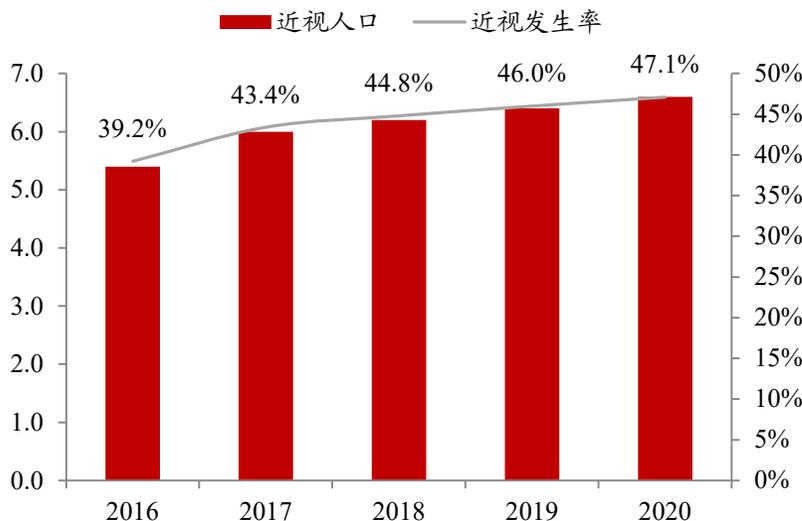
表：恒安/维达/洁柔电商渠道收入及占比

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022H1
<b>维达电商收入 (亿元)</b>	4.43	10.13	18.57	24.55	31.38	41.03	52.88	76.57	39.69
YOY		128.67%	83.32%	32.20%	27.82%	30.75%	28.88%	44.80%	14.97%
占比	7%	13%	18%	21%	25%	29%	36%	41%	41%
<b>恒安电商收入 (亿元)</b>		6.96	11.00	19.16	29.54	44.54	42.73	48.02	27.00
YOY			58.05%	74.18%	54.18%	50.78%	-4.06%	12.38%	34.68%
占比		3.735	5.71%	10.60%	14.40%	19.80%	19.10%	23.10%	24.25%
<b>洁柔电商收入 (亿元)</b>		2.43	5.02	7.80	11.93	18.71	27.38		
YOY			106.58%	55.38%	52.95%	56.83%	46.34%		
占比		8.21%	13.18%	16.82%	21.00%	28.20%	35%		

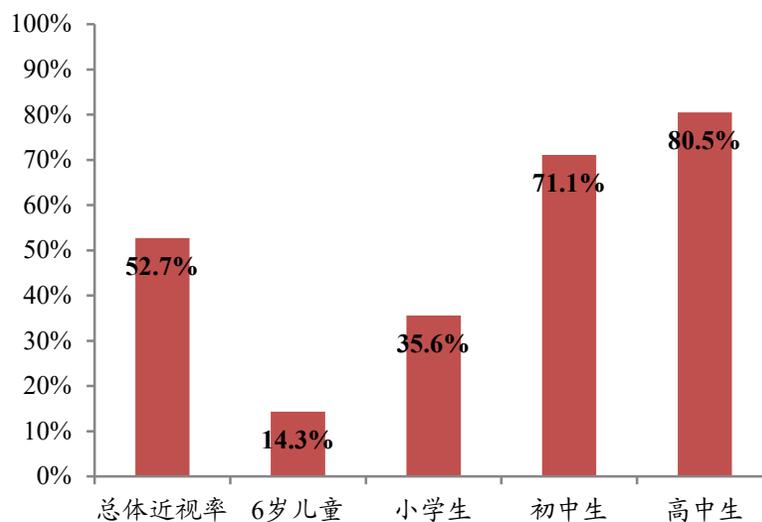
- **百亚股份 (23年PE: 23X)：线下全国化扩张进展顺利，线上渠道调整显效有望持续贡献高增长。** (1) 全国化扩张步伐稳健，目前公司在川渝市占率第一，云贵陕第二。外围省份河北、山东、两湖、两广发力，公司线下渠道仍有充足的增长动能；(2) 线上渠道调整后表现优异，收入和毛利率均有显著提升。明年在抖音等高成长平台驱动下仍有望延续高增；(3) 线上渠道随收入增长规模效应释放，23年公司线上渠道有望带来盈利正贡献；(4) 疫情扰动下公司年内销售费用效果未能充分显现，随着疫情影响边际减弱，公司盈利能力或在销售费用率小幅回落驱动下有所回暖。
- **维达国际 (23年PE: 13.5X)：电商渠道先发优势明显，产品高端化叠加中期浆价回落带来盈利弹性。** (1) 公司提价逐步落地，高端化纸品产能释放，并推出可水洗厨房纸等高毛利率产品，推动产品结构不断优化，带动公司平均成交单价提升；(2) 电商渠道先发优势明显，电商渠道收入占比已超过40%，且在年内“618”、“双十一”等线上大促季均表现靓丽（天猫纸品湿巾类目排名第一），卡位增速较快的电商渠道为公司收入快速增长提供动力；(3) 品类向个护延伸顺利，薇尔表现优异，为公司成长提供新增长点；(4) 中期浆价有望回落，为公司带来盈利弹性。
- **中顺洁柔 (23年PE: 25X)：管理团队更迭完毕赋能后续成长，产品及渠道结构持续优化。** (1) 公司管理团队更迭陆续完成，新管理团队中多数在公司任职多年，对公司文化及战略高度认同，看好新管理团队为公司经营管理注入活力；(2) 产品提价及退出低效KA渠道对销量造成的冲击已逐步恢复，公司收入端在销量恢复价格提升驱动下有望重回增长轨道；(3) 产品结构优化，布局湿巾、湿厕纸、厨房用纸、棉柔巾等高毛利率产品，有望带动公司盈利回暖并有效缓解原料过度依赖木浆的问题；(4) 中期浆价有望回落，为公司带来盈利弹性。

- 我国近视人口基数大，年龄日趋低龄化：**2020年我国近视人口数量达6.6亿人，近视发生率高达47.1%。同时，我国近视人口低龄化问题突出。根据国家卫健委调查数据，2020年我国儿童青少年总体近视率达52.7%，较2019年上升2.5pct，较2018年下降0.9pct，其中6岁儿童近视率为14.3%，小学生为35.6%，初中生为71.1%，高中生为80.5%。
- 政策催化，我国近视防控需求景气度高：**我国儿童青少年近视率整体情况与《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出的至2030年我国6岁儿童近视率控制在3%左右，小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中生近视率下降到70%以下)相比仍存在较大的差距。近年来，我国针对近视防控相关政策不断加码，对近视率下降和落实主体都提出明确要求，催化我国近视防控需求高景气。

图：我国近视人口及近视发生率（亿人）



图：2020年我国儿童青少年总体近视率达52.7%



图：我国儿童青少年近视率变化情况及防控要求



数据来源：国家卫健委、艾瑞咨询、欧睿、浙商证券研究所

- 多维度优势突出，离焦镜产品渗透率有望快速提升：**对比当前近视防控主流产品离焦镜、OK镜、阿托品，离焦镜具有近视防控效果较好，几乎无副作用及并发症，儿童青少年使用难度低，渠道推广门槛相对较低，及价格较OK镜便宜具有性价比等特点，综合优势突出。因此我们认为离焦镜产品相较OK镜及阿托品，其渗透率更易快速提升。
- 我国离焦镜行业规模有望随渗透率提升快速扩容：**2021年我国离焦镜行业批发端市场规模约20亿元，以当前离焦镜行业500-1000元/副的出厂价格测算，2021年我国离焦镜销售量约200-300万副，对应离焦镜产品渗透率不足5%。假设：（1）至2030年我国儿童青少年近视率持续降低，但仍然维持在50%以上水平；（2）离焦镜产品渗透率逐年提升2.0pct，至2030年离焦镜产品渗透率提升至20%；（3）换镜周期为1.5年；（4）离焦镜出厂价格每年变动约1%，终端零售价格变动约2%；测算至2030年我国离焦镜产品销售量有望突破1700万副，对应行业终端零售额约475.5亿元，2021-2030年CAGR有望达到25.55%。
- 持续看好国产镜片龙头品牌明月镜片（23年PE：48X）：**（1）离焦镜赛道景气度高，公司“轻松控”系列产品有望随离焦镜渗透率提升而快速放量，是公司后续收入高增主要动力；（2）消费者对传统镜片需求正由单光片向具有防蓝光、抗疲劳等的功能片切换，公司早早退出行业价格战泥沼布局功能片，传统镜片业务有望量价齐升；（3）若明年疫情对终端配镜影响减弱，前期滞后的配镜需求有望于明年集中释放。

图：2022-2030年离焦镜销售量及销售额规模预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
6-18岁人口数量（万人）	21927.7	22213.3	22385.5	22290.4	22169.1	21773.5	21223.5	21030.9	20840.1	20650.9
儿童青少年近视率	53%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
6-18岁近视人口（万人）	11512.0	11639.8	11707.6	11635.6	11550.1	11322.2	11015.0	10894.0	10774.3	10655.9
离焦镜渗透率	3%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	20%
换镜周期（年）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
离焦镜销售量（万副）	266.7	391.8	603.9	847.7	1022.3	1188.7	1335.8	1506.1	1613.3	1729.8
销售量同比增速		0.5	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
离焦镜出厂价假设（元/副）	750.0	757.5	765.1	772.7	780.5	788.3	796.1	804.1	812.1	820.3
行业销售额（出厂口径/亿元）	20.0	29.7	46.2	65.5	79.8	93.7	106.3	121.1	131.0	141.9
离焦镜终端零售均价假设（元/副）	2300.0	2346.0	2392.9	2440.8	2489.6	2539.4	2590.2	2642.0	2694.8	2748.7
行业销售额（零售口径/亿元）	61.3	91.9	144.5	206.9	254.5	301.9	346.0	397.9	434.8	475.5

数据来源：Wind、国家卫健委、爱博医疗公司公告、浙商证券研究所

# 05

**包装板块：**

**盈利释放拐点可期，龙头边界持续延伸**



### □ 供给端格局：行业空间大，集中度仍较低，疫情加速小产能去化。

根据中国包装联合会统计，2021年我国纸包行业市场规模约3192亿元，计算裕同科技、合兴包装、劲嘉股份、美盈森、东风股份CR5合计14.06%（2017年测算为7.81%），集中度持续提升、且向上空间仍然很大，其中裕同科技从17年的2.48%提高至21年的4.65%。2022年，疫情反复下包装供应链中的中小企业经营压力进一步加大，龙头企业凭借稳定的交付和产品品质赢得客户信赖，核心客户份额提升、开拓新客户能力增强。

### □ 需求端：下游赛道偏必需消费，增长稳健、对抗经济周期性强。

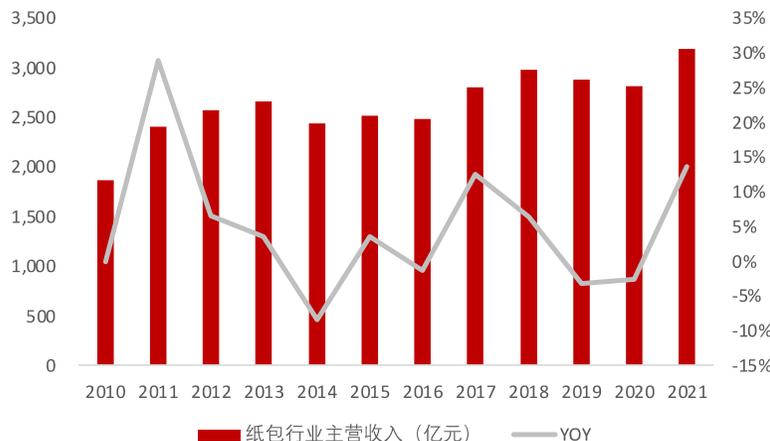
**1) 日化领域空间广阔、美妆市场兴起。**根据国家统计局，2021年中国日用品市场零售额达到7421.20亿元（同比+14.4%），其中，化妆品零售额达到4026亿元（同比+14%）。

**2) 烟酒包装存在结构性机会。**2021年国内烟包市场规模预计达325亿（根据21年卷烟销量4836万大箱，和劲嘉烟标单价673元/大箱估算），酒包装429亿（21年白酒产量715.6万千升、按500ml/瓶估算约143亿瓶，单个盒子价值量假定为3元），市场规模较大、反腐给竞争力突出的企业带来机遇。

**3) 消费电子中智能穿戴类保持较好势头。**虽然智能手机出货量景气较差，但根据IDC数据，2015年-2021年全球可穿戴设备出货量复合增长率达36.65%；同时电子烟市场崛起，英美烟草、悦刻等客户包装盒业务价值较大。

**4) 休闲食品（16-21年CAGR为10.6%，数据来源：《2022年中国休闲零食行业报告》）、保健品（09-19年CAGR为9.6%，数据来源：中国营养保健协会）需求稳健增长。**

图：纸包装行业主营收入与增速



图：纸包装企业份额

亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
纸包行业主营收入	1869.43	2410.25	2567.07	2657.41	2433.02	2518.99	2486.54	2799.84	2977.63	2883.84	2810.88	3192.03
YOY	-	28.93%	6.51%	3.52%	-8.44%	3.53%	-1.29%	12.60%	6.35%	-3.15%	-2.53%	13.56%
裕同科技	16.09	17.81	23.06	25.94	36.65	42.90	55.42	69.48	85.78	98.45	117.89	148.5
占比	0.86%	0.74%	0.90%	0.98%	1.51%	1.70%	2.23%	2.48%	2.88%	3.41%	4.19%	4.65%
合兴包装	15.21	19.18	21.15	24.42	27.16	28.52	35.42	63.23	121.66	110.97	120.07	175.49
占比	0.81%	0.80%	0.82%	0.92%	1.12%	1.13%	1.42%	2.26%	4.09%	3.85%	4.27%	5.50%
劲嘉股份	20.24	23.00	21.52	21.37	23.23	27.20	27.77	29.45	33.74	39.89	41.91	50.67
占比	1.08%	0.95%	0.84%	0.80%	0.95%	1.08%	1.12%	1.05%	1.13%	1.38%	1.49%	1.59%
东风股份	13.57	15.35	17.65	18.02	20.02	22.19	23.42	28.02	33.28	31.73	30.69	38.05
占比	0.73%	0.64%	0.69%	0.68%	0.82%	0.88%	0.94%	1.00%	1.12%	1.10%	1.09%	1.19%
美盈森	7.29	8.40	10.34	13.06	15.63	20.16	22.19	28.57	32.49	33.92	33.65	36.05
占比	0.39%	0.35%	0.40%	0.49%	0.64%	0.80%	0.89%	1.02%	1.09%	1.18%	1.20%	1.13%
CR5	3.87%	3.47%	3.65%	3.87%	5.04%	5.60%	6.60%	7.81%	10.31%	10.92%	12.25%	14.06%

注：21年统计口径发生变化，纸包行业同比口径增长13.56%，以前年度数据均按增速口径进行调整

数据来源：中国包装联合会，浙商证券研究所

- 纸张是重要原材料成本，纸包龙头逐渐走出盈利受损期。**根据中荣股份招股书，直接材料占生产成本约65%（裕同科技也在55-60%），其中纸张类占其中的61.5%（白板、白卡、瓦楞、其他纸分别占比28%、17%、4%、12%）。自2022Q2起，伴随纸价下行，纸包龙头盈利走出低谷期、开始兑现业绩弹性。
- 纸价23年预计延续下跌势头：**22Q3包装纸价同比、环比均向下，22Q3箱板纸（同比-8%、环比Q2-3%）、瓦楞纸（同比-17%、环比Q2-7%）、白卡纸（同比-9%、环比Q2-12%）。展望2023年，纸浆成本预期下行，对应纸价也有望迎来新一轮下探。

图：中荣股份纸张成本占比

项目	2019 年度		2020 年度		2021 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纸张	60,085.72	54.52%	74,534.18	58.74%	88,526.13	61.48%
其中：白板纸	30,393.38	27.58%	37,006.33	29.17%	40,675.79	28.25%
白卡纸	15,678.39	14.23%	19,294.63	15.21%	25,030.75	17.38%
瓦楞纸	4,582.08	4.16%	5,416.17	4.27%	5,950.50	4.13%
其他纸	9,431.87	8.56%	12,817.05	10.10%	16,869.08	11.72%
油类材料	9,226.26	8.37%	10,413.40	8.21%	11,355.11	7.89%
塑料材料	14,236.36	12.92%	11,547.90	9.10%	11,129.82	7.73%
纸制材料	9,598.11	8.71%	12,360.97	9.74%	11,317.12	7.86%
耗材及其他	17,058.89	15.48%	18,024.26	14.21%	21,654.44	15.04%
合计	110,205.35	100.00%	126,880.71	100.00%	143,982.62	100.00%

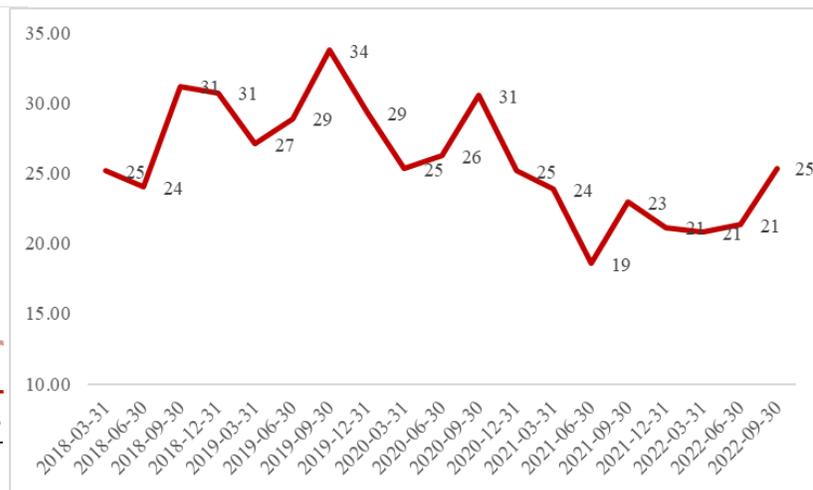
图：箱板、瓦楞纸价格



图：白卡、白板纸价格



图：裕同科技单季度毛利率开始拐点向上（百分比）



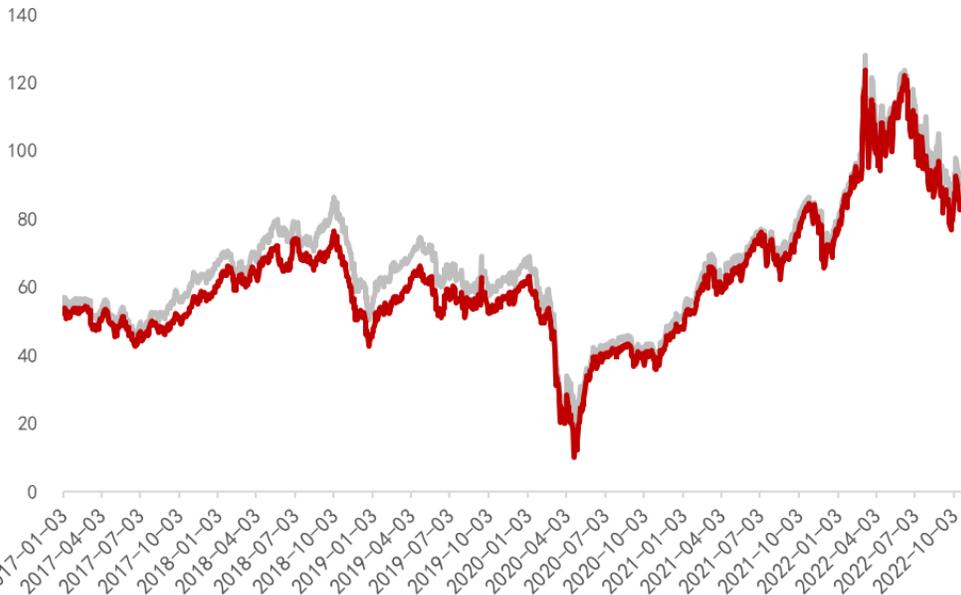
- **裕同科技 (23年PE为16X)：盈利拐点逻辑兑现，疫情加速供应链格局优化。** 1) 3C主业在行业景气不佳下逆势增长，得益于更稳定的交付、以及智能工厂带来的更高效率，在核心客户中供应商份额显著提升，同时持续开发新客户。2) 烟酒包装22年受疫情影响进展缓慢，但中长期受益阳光采购快速增长的趋势不变。3) 环保包装高增长、空间大。裕同科技作为纸包装的绝对核心资产，战略卡位建议布局。
- **新巨丰：无菌包装龙头，深度绑定伊利加速国产化替代。** 1) 行业下游高度集中，2020年伊利和蒙牛分别占据33%，29.4%，市场集中且趋势仍在延续，深度绑定大客户为无菌包装企业长期成长的必要条件，公司2017年同伊利签署有效期十年的战略合作框架协议，伊利在早期更持有新巨丰20%股份，目前仍持有近5%股份，双方深度绑定。 2) 无菌包装行业高度集中，国内利乐+SIG+纷美+新巨丰市占率达82.94%，其中利乐市场份额超50%。3) 性价比优势显著，新巨丰产品定价相比行业龙头利乐固定低约8%-10%，以高质低价实现国产化替代。2017-2020年新巨丰销售量市场份额分别为8.40%，8.90%，9.20%，9.60%，份额提升明显。
- **中荣股份：下游领域持续扩张，预期成长性较优。** 1) 烟包、酒包扩张，保持高2位数增长；2) 电子烟包装业务拓展客户，从英美延申至悦刻，日化客户新拓展花西子、欧莱雅等；3) 服务快消&日化&食品客户主要是保洁高露洁等国际客户，并通过越南工厂(23H2投产)来扩展其亚太区以外的国际区域业务；4) 生产自动化水平、效率高。

- 行业分散，龙头企业产品形态&应用领域差异较大。**2021年我国塑料包装行业规模1858亿元，近5年CAGR5.7%，行业CR5 9.07%，较为分散。塑料制品可塑性较强，下游不同行业对产品物理特性要求（如耐温、无菌、耐磨性等）实际差异较大，定制属性强&技术难度较高，复盘海外安姆科等龙头发展历史，其多通过并购实现跨赛道拓展。行业特性决定国内上市塑料包装龙头多已在自身赛道凭借规模、制造优势实现对头部客户绑定，盈利能力稳定性较好，而收入增长多由自生绑定赛道下游需求决定。
- 石油系原材料加速下行，Q3盈利进一步释放。**22Q3原油价格震荡下行，截至10月23日BRENT原油周均价为91.99美元/桶（环比-1.96%），WTI原油周均价为84.68美元/桶（环比-4.31%），较俄乌战争时期高点下滑幅度超过25%，塑料包装企业盈利改善。
- 品类拓展打开成长天花板。**传统轻工塑料包装多应用于消费品等品类，近年消费承压下，行业龙头持续向外围拓展。永新股份22年高阻隔膜产能投放，获得高露洁订单增量，公司持续围绕高附加值多功能膜布局，打造第二增长曲线，新建设3.3万吨BOPE膜项目主体设备已到厂安装。紫江企业马鞍山180万平铝塑膜项目亦已于21Q4投产。看好行业龙头企业借助自身技术基础，向潜力市场横向拓展，如塑料制品行业向膜行业（1858亿→3515亿），从而打开成长天花板。

图：石油价格走势

图：塑料包装企业份额梳理

——期货结算价(连续):布伦特原油    ——期货结算价(连续):WTI原油

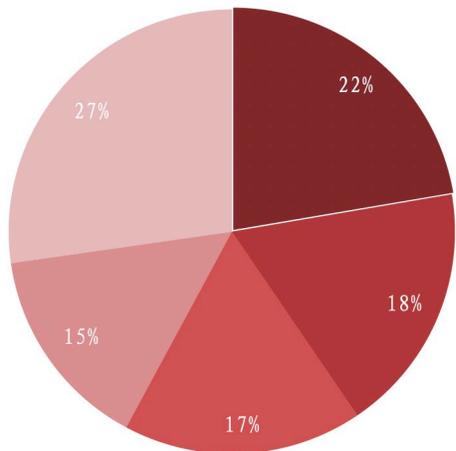


亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
塑料包装行业主营收入(亿元)	1319.53	1391.18	1486.34	1606.58	1627.31	1666.52	1858.34
YOY	5.88%	5.43%	6.84%	8.09%	1.29%	2.41%	11.51%
紫江企业	83.90	83.56	85.08	90.10	92.11	84.18	95.29
占比	6.36%	6.01%	5.72%	5.61%	5.66%	5.05%	5.13%
永新股份	17.84	19.04	20.08	23.32	26.00	27.37	30.24
占比	1.35%	1.37%	1.35%	1.45%	1.60%	1.64%	1.63%
王子新材	4.41	4.74	5.98	9.12	13.26	15.42	17.35
占比	0.33%	0.34%	0.40%	0.57%	0.81%	0.93%	0.93%
珠海中富	18.75	16.20	16.15	16.19	15.58	12.61	14.46
占比	1.42%	1.16%	1.09%	1.01%	0.96%	0.76%	0.78%
上海艾录	2.91	3.38	4.59	5.46	6.45	7.75	11.20
占比	0.22%	0.24%	0.31%	0.34%	0.40%	0.46%	0.60%
CR5	9.69%	9.12%	8.87%	8.97%	9.43%	8.84%	9.07%

- **行业有序扩产，供需格局优化。** 1) **两片罐**：供需表现紧平衡，龙头产能利用率高位。2021年两片罐供给约605亿罐、总需求约500+亿罐，供需格局历经低谷已有明显改善。产能扩张有序，龙头集中度提升：目前行业新增产能计划多为厂中厂模式，为满足特定客户需求投建，对行业供需影响有限；新增产能多集中于龙头企业，龙头集中度有所提升（CR4超70%）。2) **三片罐**：供需格局稳定，下游粘性较强，奥瑞金产能85亿罐（红牛、奶粉客户为主）、昇兴股份产能60亿罐（蛋白客户、泰国红牛为主）、嘉美包装产能80亿罐（养元为主）。行业格局优化，龙头提价能力提升，年内二次提价落地（一二季度分别提价3-4分）带动收入增长。
- **原材料预期进一步回落，23年盈利有望持续改善。** 随着海外持续加息，大宗商品价格下行，金属罐核心原材料铝、镀锡板Q3开始加速下行，其中镀锡薄板均价环比下降11%，两片罐铝价环比下降11%，预期23年原材料价格随着加息有望进一步下行，考虑行业格局优化，龙头提价能力提升，23年金属罐企业盈利能力有望持续改善。

图：两片罐供需格局

■ 奥瑞金+波尔中国 ■ 宝钢包装 ■ 中粮包装 ■ 昇兴包装+太平洋 ■ 其它



图：铝材价格走势



图：镀锡板价格走势



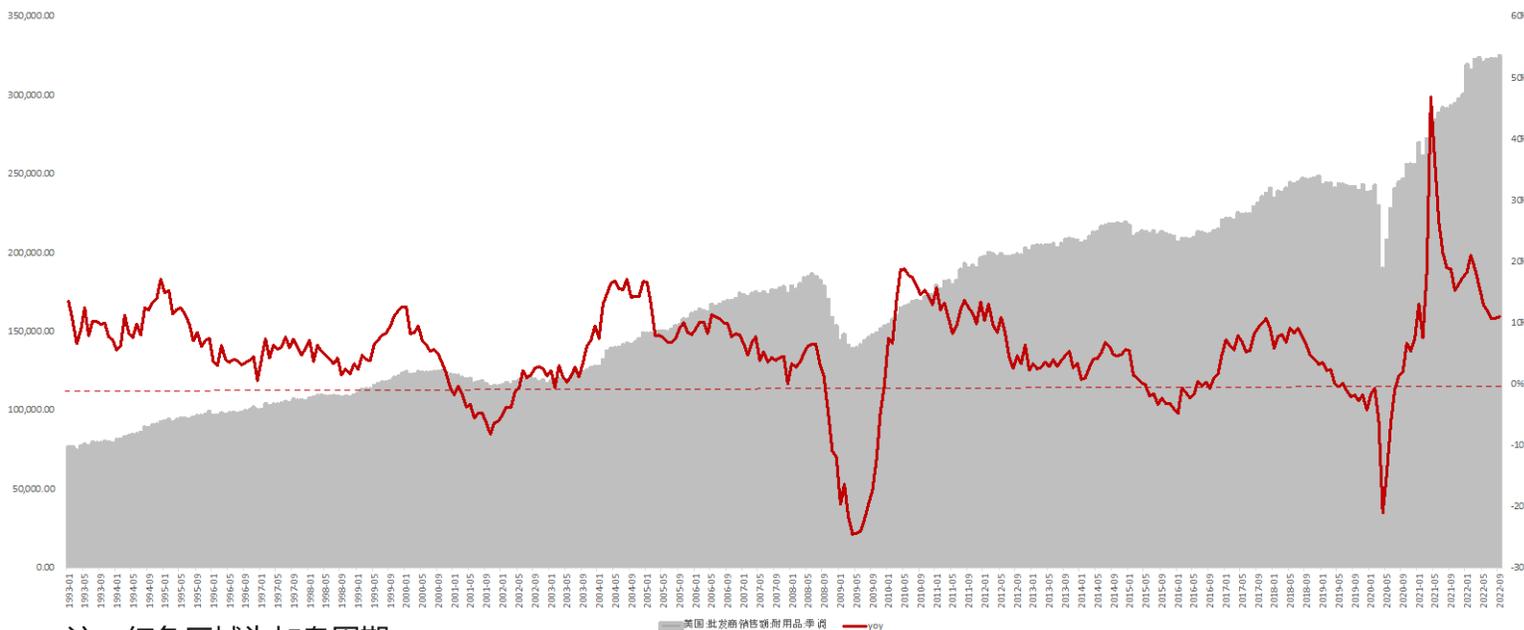
- **永新股份 (23年PE 12X, 利润+14%)**：有望受益油价下跌，功能性薄膜打开成长天花板。1) 疫情期间，中小工厂供应链交付不稳定，客户更多订单下给永新的工厂。2) 功能性薄膜产品放量增长，薄膜市场空间可达千亿级，公司持续围绕高附加值多功能膜布局，有望成为第二成长曲线。3) 公司主要原材料为PP等石油衍生品，有望受益油价下行释放盈利弹性。
  
- **喜悦智行：塑料可循环包装龙头，租赁模式助力赛道拓展。** 1) 塑料可循环包装相比一次性包装在成本（全生命周期节省20%+），保护程度，生产效率方面优势突出，测算目前公司重点布局的汽车、家电领域市场规模超200亿。2) 公司上市后募资加速租赁模式拓展，租赁模式相比传统销售模式于客户实现快速部署，于公司实现商业模式优化提高盈利能力与收入稳定性同时强化客户绑定。3) 公司汽车领域客户收入占比70%，为特斯拉一供，上市募资后以租赁模式加速家电等新领域拓展，预计23年开始放量。
  
- **昇兴股份 (23年PE 13X, 利润+36%)**：金属包装领军企业，三片罐红牛客户高速成长，两片罐高毛利柬埔寨产能快速释放。1) 公司三片罐深度绑定泰国红牛，伴随其放量补齐产能利用率短板，实现年化产能利用率从30%-40%提升至40%-50%。截至目前三片罐产能55亿罐，系国内第三。中期空间测算，红牛可替代国内20%-30%市场，对应13.4-2.1亿罐，贡献收入11.4-17.1亿元，目前三片罐收入占比30%+。2) 两片罐23年柬埔寨产能释放、云南项目投产、太平洋老旧项目技改升级将驱动产能提升，预计23年总设计产能将达122亿罐+，其中伴随高毛利率柬埔寨产能释放，公司两片罐盈利有望持续上行。
  
- **宝钢包装：二片罐龙头，盈利弹性突出。** 1) 纯正两片罐标的，收入占比超90%，目前拥有120亿+产能，对应国内100亿+罐，海外20亿罐。2) 深度绑定可口可乐、百事可乐、百威、青啤等头部客户，其中可口可乐、百事可乐合作年限超20年。3) 引入上游企业宝洁成为战略投资人，有望在采购协同降成本、制造协同提高生产效率、海外基地上游配套建设等方面达成合作，强化公司生产制造优势。

# 06

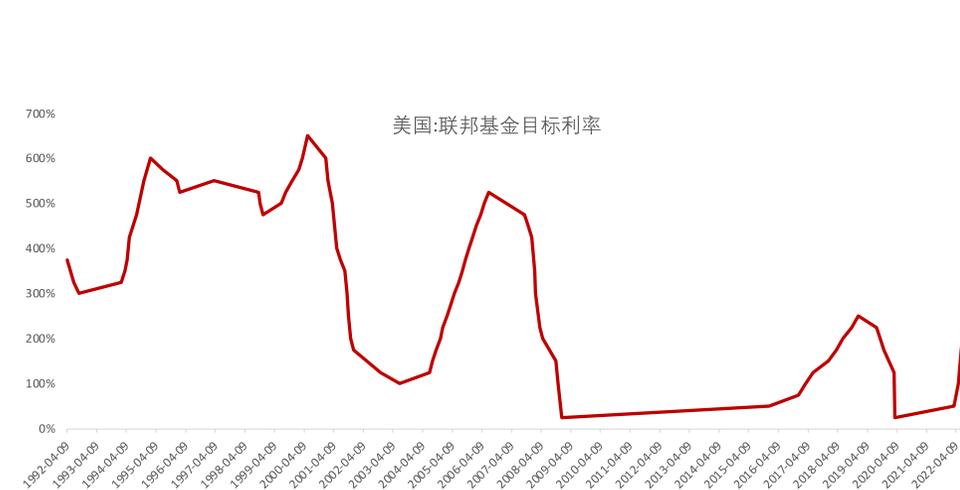
**出口优质制造：  
需求韧性赛道首选，把握库存优化与需求改善拐点**

- **需求现状：22Q1增长压力显现，环比保持平稳。** 海外补贴结束以及3月进入加息周期，可选需求增长压力率先显现，截至9月增速从1月18.2%下降至10.9%，但环比需求保持平稳。
- **需求展望：复盘历史，预期23年增长压力仍较为突出**
  - **1990年以来已有5轮加息周期：**1994/2-1995/2 (+300bp)、1999/6-2000/5 (+175bp)、2004/6-2006/6 (+425bp)、2016/12-2018/12 (+200bp)、2022/3至今 (+375bp)，**考虑市场预期23年Q1加息停止，预计本轮加息幅度与2004年较为接近。**
  - **复盘看历轮加息周期后需求增速均将进入1-1.5年的下行周期，加息对可选需求影响持续性实际较重，预计23Q1加息终止后，可选需求增长压力仍较重。**

图：美国批发商耐用品销售与历史增速



图：联邦基金历史目标利率



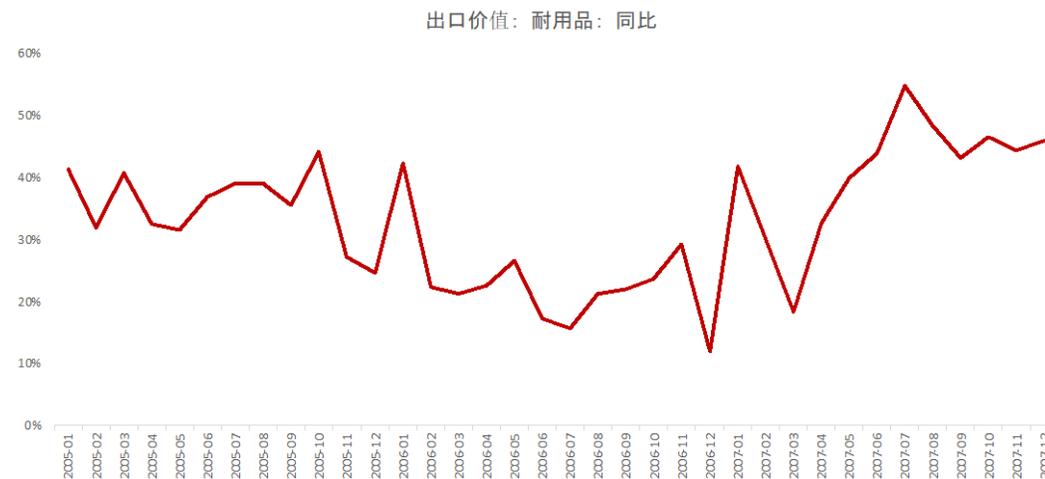
## □ 库存现状：库销比已达疫情前水平，预期库存增速将开始下行

- Q2海运改善后，海外订单集中出货驱动库销比快速上行，目前已达疫情前水平，考虑可选订单承压已较久，且基数逐步扩大，预期海外库存增速将进入下行周期，对应需求平稳时库销比或将下行。

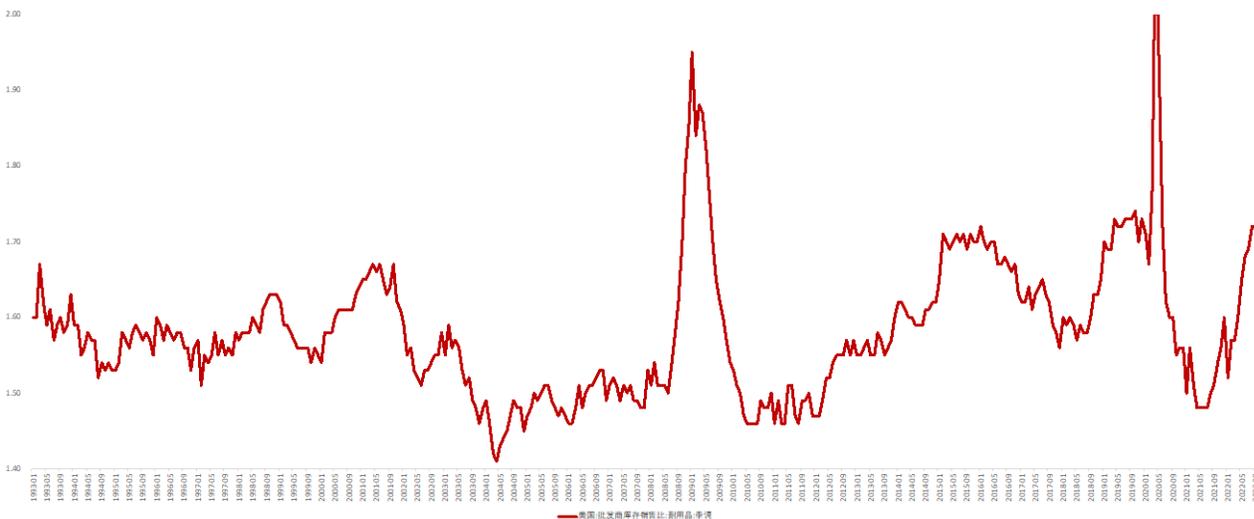
## □ 历史复盘：库存增速下行带来补库需求驱动耐用品出口在加息周期后逆势增长

- 以2006年为例，加息周期中随着加息影响显现，订单边际减弱，随着库存增速真实下行，海外客户将根据海运周期提前下单逐步开始补库，加息结束后（2006年6月）库存增速进一步下行，客户补库提速，直至库存增速修复。**补库阶段中，对应我国耐用品出口增速开始上行，到2007年1月耐用品出口订单增速已从16年7月15.7%提升至41.8%**
- 23年随着库存增速与库销比预期下行，短期建议关注耐用品补库需求释放拐点。

图：海外补库阶段中国耐用品出口增长提速

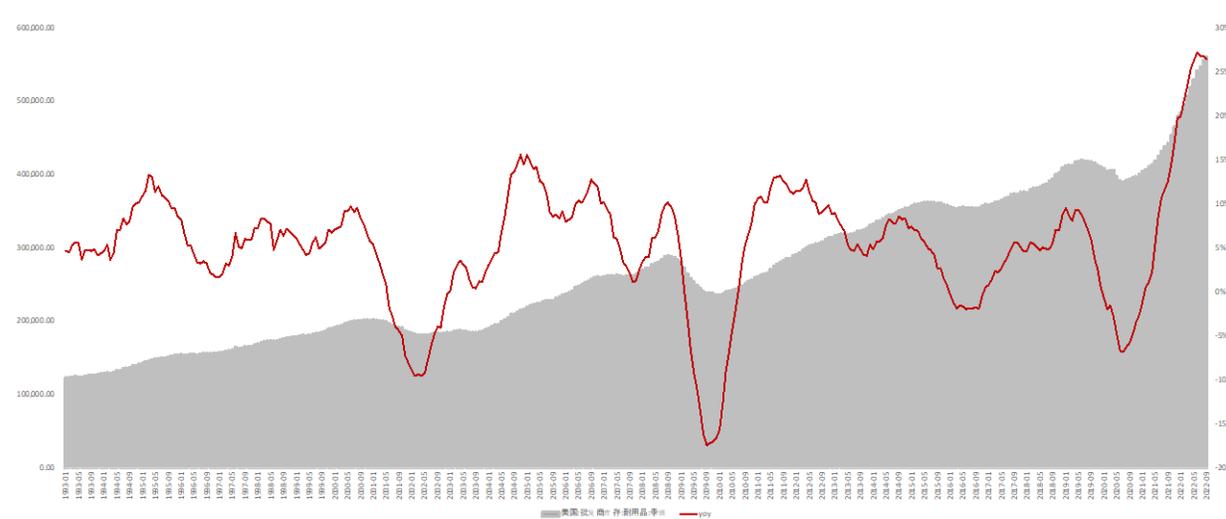


图：批发商耐用品库存销售比



注：红色区域为加息周期

图：批发商耐用品库存与增速



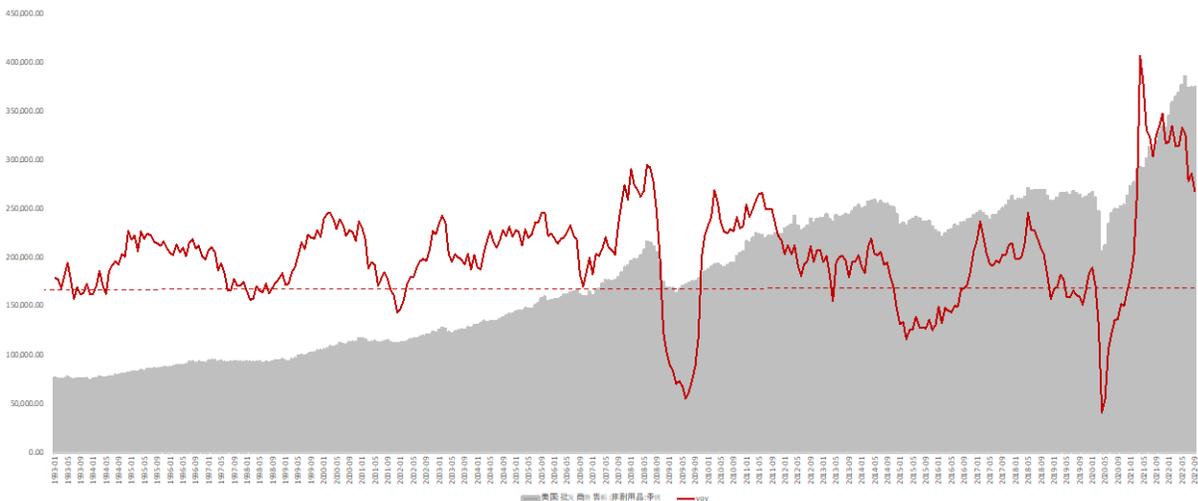
## □ 需求现状：增长相对具韧性，22Q3起环比持稳

- 相比可选，必选品类需求韧性凸显，截至22Q2仍保持高速增长，Q3起增长压力显现，截至9月增速从1月26.2%下降至17.6%，但相比可选增速仍具优势，环比亦保持平稳。

## □ 库存现状：库销比尚处低位，当前销售水平下较为健康

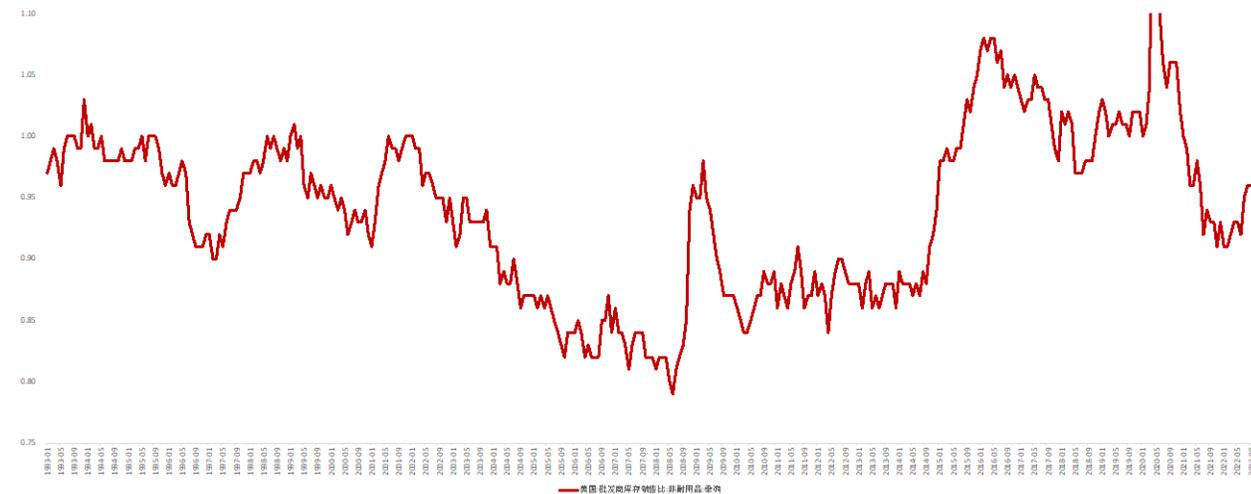
- 需求更具韧性，Q3起增长放缓，货物集中到港后驱动库销比Q3加速上行，但目前仍维持低位。考虑必选品订单/交货周期较短，海运优化后必选订单增长仍将由下游需求变化与基数影响。

图：美国批发商非耐用品销售与历史增速



注：红色区域为加息周期

图：美国批发商非耐用品库存销售比



## □ 预期23年中进入降息周期，关注需求改善

- **海外加息节奏：**目前预期23Q2加息见顶，本轮最终加息幅度或与2004年接近。值得注意的是本轮经济下行压力凸显，**预期23年中或有望进入降息周期。**

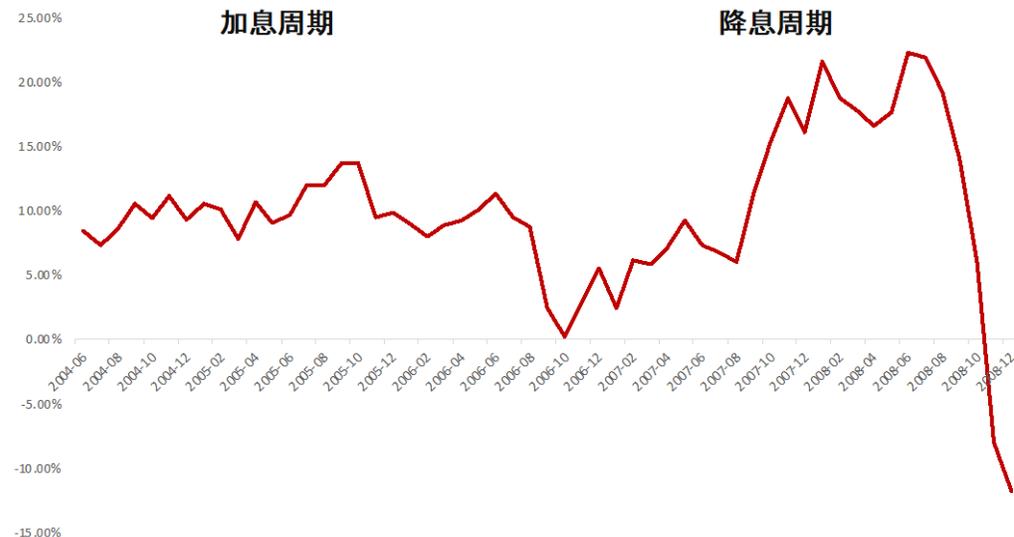
## □ 历史复盘：加息周期后可选增长亦有压力，但降息周期中需求增长弹性突出

- 复盘看历史加息周期后可选需求增长亦有压力，**但本轮加息周期与此前不同在于本轮经济下行压力凸显，23Q1-Q2加息预期见顶后，23Q2-Q3或将进入降息周期。**
- **2001年与2007年两轮降息周期中，必选品相比可选需求明显改善，本轮建议关注23Q2后进入降息周期下必选需求改善。**

图：23年联邦目标基金利率区间概率分布

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES								
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	24.2%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.5%	48.3%	11.3%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	42.9%	36.9%	7.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	33.6%	38.7%	16.7%	2.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	32.9%	38.6%	17.3%	2.8%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.3%	33.8%	35.2%	14.9%	2.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	18.1%	34.2%	29.7%	11.5%	1.7%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.2%	10.9%	25.8%	32.1%	21.1%	6.9%	0.9%
2023/12/13	0.1%	1.5%	7.8%	20.5%	29.8%	25.0%	11.9%	3.0%	0.3%

图：2004/6-2008/12美国批发商非耐用品销售额同比



单位：亿元		2021A	22M1	22M2	22M3	22M4	22M5	22M6	22M7	22M8	22M9	22M10
床垫	出口金额	100.85	9.56	5.23	7.73	9.71	8.86	8.43	8.23	8.06	9.42	9.68
	YOY	9.44%	4.93%	-22.85%	3.30%	12.43%	9.98%	0.81%	-1.54%	-6.29%	15.05%	12.62%
休闲沙发	出口金额	632.20	55.33	30.22	44.49	46.65	49.84	47.74	46.90	40.30	40.50	42.05
	YOY	21.06%	1.77%	-16.01%	-1.87%	-12.83%	-4.20%	-10.14%	-8.60%	-26.18%	-23.96%	-27.97%
功能沙发	出口金额	606.64	62.77	35.02	47.51	51.56	50.22	46.88	42.79	41.30	44.01	49.06
	YOY	18.01%	12.09%	-8.17%	2.19%	-7.55%	-6.71%	-10.04%	-13.58%	-13.88%	-1.32%	-1.51%
办公椅	出口金额	613.24	60.06	32.68	48.07	50.46	45.12	42.13	38.65	35.43	41.20	42.89
	YOY	25.87%	7.13%	-8.32%	-5.18%	-9.83%	-15.43%	-16.33%	-15.50%	-27.45%	-12.91%	-19.43%
升降桌椅	出口金额	331.57	23.33	10.80	16.53	18.86	20.62	20.85	20.13	19.56	20.73	23.29
	YOY	20.82%	-23.12%	-35.42%	-29.83%	-36.24%	-30.24%	-28.96%	-25.49%	-34.78%	-22.66%	-24.14%
PVC地板	出口金额	430.52	40.70	26.66	37.04	36.03	39.49	42.46	40.79	32.73	31.14	28.39
	YOY	12.74%	19.66%	5.05%	25.79%	3.99%	22.43%	6.28%	16.48%	-20.70%	-17.30%	-32.04%
电动摩托车及脚踏车	出口金额	341.65	30.33	21.22	25.97	25.57	29.92	34.55	39.03	36.98	34.53	29.23
	YOY	40.84%	34.00%	0.70%	11.20%	-8.40%	4.00%	3.90%	27.10%	18.20%	8.78%	-10.82%
自行车	出口金额	330.17	27.17	17.57	22.65	19.16	20.50	23.83	23.01	21.35	20.81	18.08
	YOY	30.78%	3.44%	-5.51%	-6.20%	-34.69%	-33.02%	-16.13%	-23.92%	-24.58%	-28.17%	-29.42%
宠物食品	出口金额	168.58	18.83	11.76	17.36	16.73	19.51	18.53	17.09	16.92	14.53	15.45
	YOY	18.84%	42.59%	22.56%	22.61%	21.69%	54.17%	30.14%	20.91%	28.44%	-0.24%	11.84%
宠物尿垫	出口金额	33.46	3.26	2.16	3.08	2.91	3.52	3.31	3.65	3.40	3.16	3.20
	YOY	12.17%	18.39%	-8.36%	13.43%	23.58%	29.76%	36.71%	30.49%	11.70%	2.75%	6.89%
遮阳篷	出口金额	96.47	13.22	8.51	11.44	12.21	9.60	7.85	6.40	5.17	4.48	5.12
	YOY	36.87%	59.13%	11.68%	19.51%	35.51%	0.39%	-4.68%	-10.35%	-13.83%	-28.23%	-31.64%
保温杯	出口金额	231.13	25.61	13.78	18.54	23.06	26.46	27.14	26.70	21.91	23.43	25.95
	YOY	28.23%	32.03%	0.31%	39.53%	30.69%	44.62%	35.74%	41.95%	4.63%	3.15%	19.54%
塑料制品	出口金额	980.10	100.22	53.85	82.56	97.01	104.07	105.11	100.57	91.78	101.23	102.66
	YOY	24.14%	21.40%	-3.34%	19.41%	25.49%	28.63%	26.49%	27.44%	8.90%	14.19%	19.35%
人造草坪	出口金额	85.23	7.42	4.49	6.22	5.69	6.41	6.51	6.59	6.16	6.45	6.08
	YOY	8.72%	-12.57%	-20.89%	-12.14%	-18.80%	-16.02%	-15.91%	-3.44%	-8.86%	4.46%	-7.69%
充气床垫	出口金额	16.93	1.65	1.63	1.78	2.44	2.02	1.78	1.43	1.25	1.18	1.01
	YOY	33.83%	20.25%	41.88%	8.69%	56.71%	34.71%	9.22%	17.34%	-0.98%	4.12%	-16.18%

- **原材料：**海外持续加息下，Q2末原材料开始下行，截至当前代表大宗商品价格的标普高盛商品指数从高点回落16%，叠加龙头企业在22H1由于俄乌战争等因素导致的原材料上行中多进行提价应对，Q3相关企业毛利率端环比多有明显改善。
- **美元汇率：**Q3人民币延续Q2趋势，继续拉东毛利率提升并贡献汇兑收益，截至10月31日人民币相比6月30日贬值9%，预计Q4汇率端亦将继续贡献业绩增量。
- **盈利水平：**下游需求优秀、产业地位较高的行业龙头当前盈利水平处于历史较高区间，预计23年有望延续。
- **展望Q4，我们认为原材料下行趋势未变，汇率贡献增量或边际弱化，继续看好出口企业盈利改善，展望23年需关注22Q4-23Q1的新一轮定价周期，赛道需求韧性&话语权较强的龙头企业，盈利能力有望维持较高水平。**

图：美元兑人民币汇率



图：典型出口企业目前盈利水平和所处历史区间

	梦百合	麒盛科技	海象新材	共创草坪	嘉益股份
22Q3毛销差	12.31%	16.60%	14.99%	26.10%	33.46%
22Q3净利率	0.76%	16.19%	12.36%	43.37%	21.42%
毛销差历史分位数	17.22%	11.78%	40.92%	22.80%	100.00%
净利率历史分位数	41.30%	27.70%	55.91%	82.44%	96.79%

- **共创草坪：人造草坪绝对龙头，订单边际改善明显。** 1) 人造草坪相比天然草具有高性能、低成本属性，替代需求显著。2019年全球规模180亿元，15-19年CAGR14.8%，2019年休闲草渗透率仍仅为个位数，未来渗透率提升空间广阔。2) 公司是人造草坪绝对龙头，2021年全球市占率18%（11年为10%），排名第一，主要竞争对手为中国企业青禾，双方在产品定价（公司高端）、客户层级（头部客户），行业认证（公司为亚洲唯一获得FIFA优选供应商亚洲企业）等方面具有较明显差异。3) 22年受俄乌战争、通货膨胀等因素影响，海外需求压力凸显，随着战争等因素边际好转，客户去库完成，公司订单在Q3-Q4已迎来好转，叠加低基数，23年成长可期。
- **浙江自然（23年PE 16X，利润+14%）：户外运动制品龙头，TPU材质优势突出。** 1) 户外用品赛道空间广阔，增长稳健。2021年全球规模1893亿美元，预计20-25年CAGR8%，国内市场方兴未艾，预计2025年达2410亿元，2020-2025CAGR达7%。2) 公司深耕户外用品赛道，已与迪卡侬、Kathmandu等全球同步品牌建立长期稳定合作关系。3) 公司2007年切入TPU户外用品生产，已掌握TPU薄膜生产及面料复合等核心技术，实现研发生产一体化，盈利能力相比同行占优。4) 品类持续拓展，公司依托全球产能布局，在越南、柬埔寨基地扩大防水箱包、水上用品及保温箱包等新品类的产能，助力公司的新品类扩张。Q3需求承压增长放缓，Q4新品释放有望驱动成长。
- **久祺股份（23年PE 11X，利润+30%）：自行车ODM龙头，电踏车&跨境电商驱动成长。** 1) 我国为自行车第一大出口国，2020年自行车出口252亿元，公司市占率4.6%行业较为分散。电助力自行车海外市场发展势头强劲，美国市场渗透率仅约为2%，未来提升空间广阔。2) 公司渠道优势明显，线上、线下齐发力，已逐步打通全球市场。3) 电踏车为传统自行车升级产品，下游需求较好，推动公司产品结构持续升级。4) 公司18年布局跨境电商业务，主营销自主品牌，公司ODM业务二十多年以来，积累3万+SKU，洞悉各地区客户需求偏好，充分支撑自主品牌产品力。

- **中宠股份 (23年PE 29X, 利润+44%)**：干&湿粮产能释放，保障聚焦主粮战略落地，海外悲观预期充分反映。1) 目前产能零食2.5万吨，干粮一期3万吨已投产，预计23年投产剩余3万吨产能，湿粮国内3万吨，新西兰PFNZ工厂8000吨，海外仍有2万吨预计23年投产。公司此前干粮主要依靠代工，21年随着销量提升，毛利率下降至18%，随着干粮产能投产代工比例大幅降低，预计盈利能力将改善。2) 23年国内消费或仍将承压，公司核心品牌顽皮定位中端，相比海外品牌及国内高端品牌性价比优势凸显，或受益国内消费趋势。3) 悲观预期充分反映，复盘08年经济危机海外宠物市场仍保持稳健成长，看好公司23年海外代工业务保持10%以上的常态增速。
- **佩蒂股份 (23年PE 20X, 利润+15%)**：国内爆款打法落地逐步爆品牌，海外干粮产能释放驱动高成长。1) 双十一全网销售同比增长100%，爆单品到爆品牌成效显著。爵宴成为天猫双十一狗零食第二名（21年未上榜），市场份额大幅提升。后续关注爆品持续更新迭代与向爆品牌转化。2) 柬埔寨9200吨零食产能22年预计释放30%，23年产能利用率进一步提升，有望驱动ODM业务盈利能力进一步提升。3) 新西兰4万吨干粮产能23年预计释放30%，该产能一方面供应海外代工业务（目前已确定客户），贡献23年增量，另一方面也将推动国内高端干粮品牌打造。
- **嘉益股份：保温杯领军企业，产能快速释放、下游大客户订单增长。**1) 绑定具备国际大客户PMI等，海外需求景气上行，22Q3公司海外核心客户之一PMI产品销售增长靓丽，预计23年订单需求有望提升；2) 产能有序扩张：预计23年新增2200-2500万只杯子的产能，产品供应能力更加强大；3) 公司团队管理层级精炼，运行效率较高，对业务进行赋能，预计23年归母净利润2.8亿元，同比+22%。
- **家联科技：塑料制品龙头，可降解品类改性优势突出。**1) 疫情后海运压力&原材料价格上涨&人工成本快速提升，海外本土供给不足，中小厂商出清，订单转移至国内，公司充分受益22Q2起放量成长。预期23年海外本土产能仍难以恢复。2) 国内下游咖啡茶饮等连锁化率不断提高，对头部企业安全稳定供应产品需求扩大，公司已拓展蜜雪冰城、喜茶等客户有望放量支撑成长。3) 可降解产品公司具有改性能力，盈利能力优于富岭等可比公司，有望通过价格优势实现份额快速提升。

07

新型烟草：  
先破而后立，国内监管+海外成长

## ■ 21年产业数据：走出疫情阴霾，雾化电子烟&HNB双双增长提速

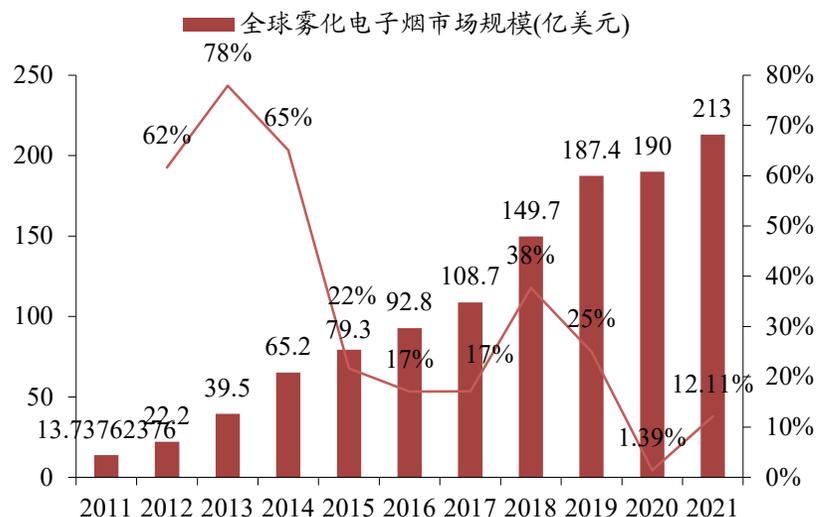
- **加热不燃烧**全球264.1亿美元 (+27%)，日本市场103.1亿美元 (+7.4%)，欧洲124.8亿美元 (+45.9%) 为主要驱动。
- **雾化烟**全球213亿美元 (+12.1%，未统计一次性电子烟产品)，美国20年调味烟禁令影响去化、实现9.9%的正增长，英国+16.9%。
- **传统卷烟**全球除中国外5051亿美元 (+4.2%)，加热不燃烧+雾化烟的渗透率合计达到9%。

## ■ 产业趋势：一次性电子烟大行其道，国内雾化监管规范

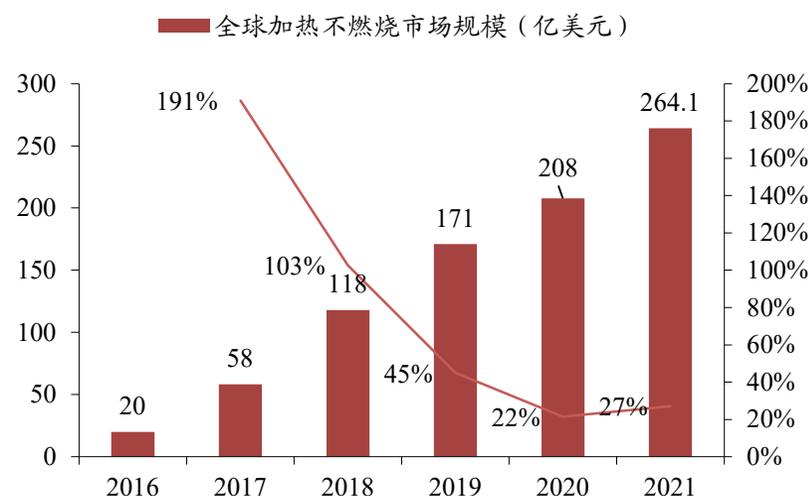
- **海外**：大口数、高性价比、高便携性使得一次性电子烟产品在全球范围内迅速增长、21年我国出海中占比达到60%。思摩尔国际等龙头也于22H1推出一性产品。
- **国内**：电子烟国标、电子烟管理办法、电子烟征税方案依次落地，进入规范发展时代。

## ■ 23年展望：全球增长仍然作为主力，雾化烟依赖于新兴市场、加热不燃烧观察新品升级；国内雾化政策落地、规范后产业增速预期触底。

图：全球雾化电子烟市场规模&增速



图：全球加热不燃烧烟草市场规模&增速



### □ 靴子落地、行业进入良性发展阶段：

- 2022年10月25日，继电子烟《国标》、《管理办法》等细则相继出台和落地后，市场最担忧的最后一道征税方案明确出台，产业发展的不确定因素逐一消除，进入合规、健康发展阶段。

### • 税额测算：各环节利润率或回归合理区间

此前国内电子烟仅征收13%增值税，我们估算以思摩尔为代表的代工厂商烟弹出货价约7元/颗，悦刻为代表的品牌厂商出货价约15元/颗，电子烟交易平台订货价约20+元/颗，终端零售价目前在33元/颗（暂不考虑促销折扣）。

对悦刻等品牌厂商征收36%生产环节税率： $15 \times 36\% = 5.4$ 元，考虑增值税影响较之前共多出 $5.4 \times (1 + 13\%) = 6.1$ 元税负。

对零售商征收11%批发环节税率： $20 \times 11\% = 2.2$ 元，考虑增值税影响较之前共多出 $2.2 \times (1 + 13\%) = 2.5$ 元税负。

我们测算税负合计增加约8.6元，产业链代工厂商、品牌商、零售商等各环节利润空间或被压缩，但龙头譬如思摩尔通过提高自动化水平来加强生产效率、悦刻通过提价转移部分压力等均将消化一定影响。

- 2023Q1是重要的观察时间点：**22Q4是消费中/渠道消化囤货库存期，预计2023Q1将成为水果口味向烟草口味转化的重要观察期，后续电子烟的减害逻辑有望长期支撑烟草口味的需求增长。

数据来源：国家烟草专卖局，浙商证券研究所

图：国内新型烟草监管政策梳理

时间	政策/态度
2021/3/22（明确监管主体）	工信部网站发布公开征求对《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》的意见，建议“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”
2021/11/30（产品端管理细则）	电子烟国国标征求意见稿出炉，明确了电子烟的定义、标准、技术等细节，围绕产品安全性&未成年人保护展开。国标限制尼古丁浓度在2%以下，禁止合成尼古丁用于烟用并对口味及添加剂进行限制。
2021/12/2（渠道、生产环节管理细则）	电子烟管理办法征求意见稿出炉，在国标对电子烟明确主体与产品后，对电子烟的渠道、生产端进行明确管理与限制。具体包括生产端企业需要获得双重认证，渠道端企业需要获得批发许可证才可从业，将建立全国统一的电子烟交易管理平台等。
2022/3/14（禁售口味烟）	电子烟国标进行二次征求意见，较前稿核心变化在于禁售除烟草口味外的调味电子烟，以防止青少年及不吸烟者使用
2022/5/1	《电子烟管理办法》开始执行，渠道、生产企业开始申请牌照
2022/6/15	电子交易平台上线
2022/10/1	非国标产品不得销售，口味转化开始
2022/10/25（税收方案落地）	财政部、海关总署、税务总局近日发布《关于对电子烟征收消费税的公告》（下称《公告》），自2022年11月1日起执行。《公告》规定，电子烟实行从价定率的办法计算纳税。生产（进口）环节的税率为36%，批发环节的税率为11%，电子烟出口将适用于退（免）税政策。

图：雾芯科技季度收入增速（亿元）

RLX	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
收入	19.04	17.14	22.34	10.44
YOY	18%	-29%	-12%	-38%

图：FDA的PMTA监管进展

时间	主要事件
2021.10.12	Vuse Solo和 2款烟弹（棉芯），首款电子烟过审PMTA
2022.3.24	Logic Pro、Logic Power等
2022.4.26	NJOY ACE首款主销陶瓷芯产品sku获批
2022.5.12	Vuse Vibe、Vuse Ciro
2022.6.10	NJOY Daily首款一次性小烟获批
2022.10.27	FDA针对 Logic销售的几种薄荷味电子烟产品发布了营销拒绝令(MDO)。
2022.11.9	美国电子烟协会 (USVA) 正在起诉FDA的PMTA给小企业带来的负面影响。

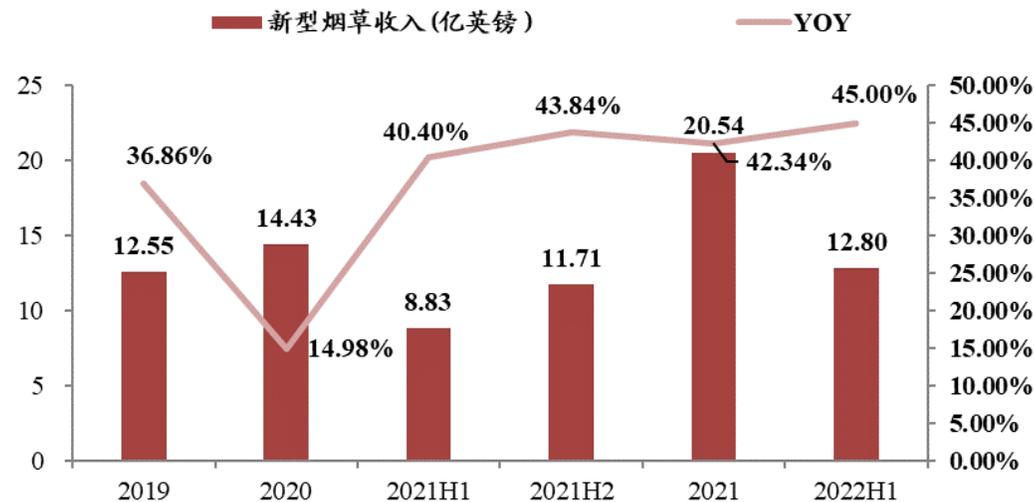
### □ 英美烟草：雾化&HNB双管齐下，势头优于IQOS

- 22H1新型烟草产品（NGP）表现靓丽，营收12.80亿英镑（+45.0%），占比提升至10%，计划到2025年新型烟草板块收入达50亿英镑。
- Vuse：销量和单价分别提升+19%/+24.37%。**
- Glo：发布新品hyper，22H1收入+44%。**
- 海外格局：**尼尔森数据统计截止22年11月5日的四周，VUSE /JUUL /NJOY在美国的市场份份额分别为40.4%（+0.4pct）、27.6%（-0.4pct）、2.8%，Vuse继续保持份额提升。JUUL计划11月再裁员约400人，并将其运营预算减少30%至40%，对Vuse份额的竞争力进一步削弱。
- 后续展望：**预计主流产品Vuse Alto（思摩尔主供，陶瓷芯产品）通过审核只是时间问题，但需要谨慎提防美国禁售薄荷醇口味（占全美销售约60%）被禁售的风险。

### □ 菲莫国际：IQOS增长展现疲态，新兴市场仍有潜力

- IQOS在22Q1/22Q2/22Q3营收增速分别为10.74%/-0.40%/1.55%，收入占比29.41%，短期因高基数+疫情影响新兴市场开拓，增速较为疲软，但公司23/25年RRP营收占比40%/50%的目标保持不变。
- 新品Iluma助力新市场开拓。** Iluma于2022年10月初在葡萄牙市场推出，同时公司将加快Iluma和VEEBA等新品在2022Q4及2023年上市，推动收入增速及市场份额进一步提升。

图：2019-2022H1英美烟草新型烟草收入及增速



数据来源：FDA、BTA年报，浙商证券研究所

图：思摩尔国际拆分预测

### 思摩尔国际 (23年PE为17X)：雾化科技龙头，长期成长和平台价值凸显。

**海外：**（1）一次性产品持续放量（22年预计20亿、23年增长动能更强），思摩尔国际FEELM Max陆续推出了多个环保型电子雾化产品解决方案，并联合供应商研发环保材料，符合客户选择方向，22Q3订单逐月环比向上；

（2）大客户英美烟草降价阶段性结束（22Q3环比22Q2价格稳定），美国PMTA进一步优化竞争格局，期待PMTA过审带来进一步产业优化；（3）医药产品研发持续推进，持续转型雾化科技平台，长期价值凸显。

**国内：**截至目前思摩尔在国内有3.29亿颗烟弹产能的悦刻、7400万颗烟弹产能的YOOZ、3300万颗烟弹产能的魔笛、7700万颗烟弹产能的雪加、400万颗烟弹产能的极感、90万颗烟弹产能的干慕等客户，合计达到5.2亿颗左右。征税等方案落地实质利好份额提升，跟踪新国标落地后的动销情况。

单位：（百万元）	2017	2018A	2019A	2020A	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,565.19	3,433.71	7,610.60	10,009.94	13,755.24	13,117.89	15,629.16	18,866.52
YOY	121.31%	119.38%	121.64%	31.53%	37.42%	-4.63%	19.14%	20.71%
归母净利润	189.00	734.00	2,173.79	2,399.92	5,286.97	2,974.75	3,797.08	4,654.89
YOY	78.30%	288.36%	196.16%	10.40%	120.30%	-43.73%	27.64%	22.59%
扣非归母净利润（调整后）			2,265.39	3,893.43	5,442.61	3,074.75	3,797.08	4,654.89
YOY				71.87%	39.79%	-43.51%	23.49%	22.59%
扣非净利率	12.08%	21.37%	29.77%	38.90%	39.57%	23.44%	24.29%	24.67%
其中：面向企业客户的销售（ODM）	1003.70	2492.99	6572.88	9162.84	12593.24	11665.39	13813.54	16687.77
奥驰亚(NU MARK)	262.57	221.48						
YOY	27.34%	-15.65%						
占比	16.78%	6.45%						
日烟(logic+ploomtech)	397.65	711.17	959.74	623.83	448.22	493.04	591.65	709.98
YOY	84.19%	78.84%	34.95%	-35.00%	-28.15%	10.00%	20.00%	20.00%
占比	25.41%	20.71%	12.60%	6.23%	3.26%	3.76%	3.79%	3.76%
其中logic	207.47	267.81	354.74	311.52	249.22	274.14	328.97	394.76
yoy (%)		29.09%	32.46%	-12.18%	-20.00%	10.00%	20.00%	20.00%
其中ploomtech	153.75	443.36	605.00	312.31	199.00	218.90	262.68	315.22
yoy (%)		188.36%	36.46%	-48.38%	-36.28%	10.00%	20.00%	20.00%
Seasonal Visions(NJOY)	112.51	142.50	1192.89	835.02	334.01	367.41	422.52	485.90
YOY	205.15%	26.66%	737.11%	-30.00%	-60.00%	10.00%	15.00%	15.00%
占比	7.19%	4.15%	15.67%	8.34%	2.43%	2.80%	2.70%	2.58%
英美/雷诺烟草（Vuse）		292.56	1147.57	3477.09	4723.60	4959.78	5703.75	6559.31
YOY		0.00%	292.25%	203.00%	35.85%	5.00%	15.00%	15.00%
占比		8.52%	15.07%	34.74%	34.34%	37.81%	36.49%	34.77%
THC雾化设备（Jupiter+KIM）	121.87	673.24	1522.12	1065.48	1598.23	1837.96	2113.65	2430.70
YOY		452.42%	126.09%	-30.00%	50.00%	15.00%	15.00%	15.00%
占比	7.79%	19.60%	20.00%	10.64%	11.62%	14.01%	13.52%	12.88%
RELX（悦刻）			877.62	1840.97	3739.00	1270.00	1179.94	1415.93
YOY				109.77%	103.10%	-66.03%	-7.09%	20.00%
占比			11.53%	18.39%	27.18%	9.68%	7.55%	7.50%
柚子等其他国内客户			711.08	868.35	934.00	280.20	252.18	302.62
YOY				22.12%	7.56%	-70.00%	-10.00%	20.00%
占比			8.67%	6.79%	6.79%	2.14%	1.61%	1.60%
其他客户（22年一次性+医疗产品开始放量）	109.10	451.04	157.65	452.10	816.19	2457.00	3549.85	4782.34
YOY	113.80%	313.43%	-65.05%	186.78%	80.53%	201.03%	44.48%	34.72%
占比	6.97%	13.16%	11.46%	4.52%	5.93%	18.73%	22.71%	25.35%
ODM毛利率	20.99%	34.85%	45.51%	54.00%	55.00%	47.50%	47.50%	47.50%
其中：面向零售客户的销售-开放式电子雾化器（APV）	561.49	941.72	1041.94	847.10	1162.00	1452.50	1815.63	2178.75
YOY	184.62%	67.72%	10.64%	-18.70%	37.17%	25.00%	25.00%	20.00%
销量（万套）	475.30	864.50	1273.00	1264.68	1094.89	1094.89	1094.89	1095.35
单价（元/套）	118.13	108.93	81.85	77.76	77.76	77.76	77.76	155.51
占比	35.87%	27.42%	13.68%	8.46%	8.45%	11.07%	11.62%	11.55%
毛利率	37.20%	34.20%	34.70%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	26.73%	34.69%	44.05%	52.91%	53.63%	43.18%	44.73%	45.24%
销售费用率	3.23%	2.87%	2.07%	1.44%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
管理+研发费用率	4.04%	6.66%	7.94%	11.01%	11.15%	17.43%	16.65%	16.65%
财务费用率	0.21%	0.17%	0.18%	-0.70%	-2.90%	-2.39%	-2.00%	-1.85%

数据来源：Wind、思摩尔年报，浙商证券研究所

### □ 地产政策调控力度超预期、销售和竣工不达预期

复盘历史家居板块估值与地产销售、地产政策关联度较高，家居企业业绩与竣工关联度较大，若23年地产政策调控超预期，以及销售和竣工不达预期，板块估值与业绩将承压。

### □ 防疫政策优化不达预期、社零数据复苏不达预期

若23年防疫政策或社零数据不达预期，对应线下消费场景和消费意愿或仍将承压，将使线下场景收入占比较多的消费型企业（如家居、必选等）收入增长承压。

### □ 行业竞争加剧、细分赛道供需格局超预期恶化

行业竞争加剧将使企业议价能力与盈利能力承压，企业业绩或因此不达预期，股价或有超预期下行风险。

### □ 原材料价格大幅波动

轻工制造多为中游制造行业，产品多为年度议价，原材料与毛利率、净利率关联度较高，若原材料价格大幅波动，对应企业业绩波动或将超预期。

# 行业评级与免责声明

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

# 行业评级与免责声明

## • 法律声明及风险提示

- 本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
- 本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。
- 本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
- 本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
- 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 联系方式

### 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>