

# 轻工制造行业2023年度策略：需求的回暖，盈利的修复

2022年12月2日

看好/维持

纺织服装	轻工	行业报告
------	----	------

分析师	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	常子杰	电话：010-66554040	邮箱：changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521080005
研究助理	沈逸伦	电话：010-66554044	邮箱：shenyl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121050014

## 投资摘要：

**回顾市场表现：**根据申万行业划分，轻工制造板块2022年市场表现整体较为疲软，截止11月18日板块下跌23.73%，跑输沪深300指数。轻工制造11个子板块中，仅娱乐用品和印刷板块小幅上涨，其余板块均有10%以上的较大跌幅。

**基本面方面：**家居板块，2022年内外销均承压，但家居板块整体收入增速由优于行业，呈现集中度提升的态势。**造纸**，木浆价格年内升至高位，同时受制于全年需求疲软，各子板块纸企提价落实难度较大，盈利能力普遍承压。**包装**，板块整体收入增长稳健，盈利下滑。不同公司业绩表现不一，不乏部分龙头公司凭借产能扩张、降本增效，实现业绩较快增长。

**展望2023年：**宏观向好带来需求回暖+成本下行助力盈利修复，将贯穿全年。家居方面，一系列政策支持下明年竣工增速有望向好，经济修复带来居民购房能力和信心增强，地产销售和家具需求有望明显改善。造纸、包装方面，供给端松动将带来成本下行，经济景气度改善带动各纸品需求回暖，进而有利于纸价提振，造纸包装企业的盈利能力边际改善较为确定。

## 分板块看：

### 一、家具板块：地产拐点可期，投资价值显现

**展望2023年，两大变化值得关注：1、地产拐点可期：**2022年地产端压力较大，政策力度逐步加大，截至11月底供给端房企融资通道全面放松；需求端，LPR多次下调，“因城施策”广度深度逐步提升。我们看好2023年将迎来地产销售数据恢复。

**2. 利润率回升可期：**费用方面，因投放预算前置，家具企业在收入压力下费用率提升。展望2023年，行业压力有望缓解，公司费用投放也将更合理化。毛利率方面，2022年下半年起原材料价格均有回落，2023年毛利率提升可期。

**家具板块估值仍处底部区间，长期逻辑清晰。**家具龙头公司业绩端具备韧性，但估值处于历史底部区间。2022年龙头公司份额继续提升，明年若地产销售数据回暖叠加公司盈利能力的回升，我们看好业绩端的改善，以及带来的业绩估值双升行情。长期来看，大家居时代下龙头公司竞争优势强化，份额提升具有持续性，家具龙头公司具有较好的配置价值。

**投资建议：**我们建议关注三个方向：1) 二线成长期定制公司，包括志邦家居、金牌厨柜等；2) 一线龙头公司，包括欧派家居、顾家家居、索菲亚；3) 家具中景气品类，智能马桶制造和销售龙头的瑞尔特。

### 二、造纸板块：成本拐点与需求改善可期，纸企盈利有望触底反弹

**纸企成本迎来拐点，叠加需求改善推动盈利能力修复。**展望2023年，行业成本端与需求端均有望迎来改善：(1) 海外阔叶浆大规模投产，供给趋于宽松；欧美经济增速回落，对造纸原材料需求趋弱。预计浆价将迎来下行拐点，阔叶浆价下降幅度更大，废纸价格预计也将承压。(2) 疫情防控优化带来经济景气度改善，谨慎乐观看好纸品需求回暖，有利于纸价提振。结合成本拐点与纸价提振的预期，看好纸企盈利迎来触底反弹。

**投资建议：重点推荐特种纸板块，盈利改善预计更显著：**(1) 特种纸企业木浆自给率较低、原材料成本对于浆价的弹性更高；(2) 特种纸价格较为坚挺，充分受益成本回落。**关注生活用纸与旺季文化纸板块的投资机会：**(1) 生活用纸企业有望显著受益浆价下行，关注渠道与产品占优、份额逐步提升的头部公司。(2) 文化纸企毛利率前期创下低点，预期随着行业需求改善、

成本压力缓解，利润率有所修复。

### 三、包装板块：景气度有望改善，关注长期竞争优势与替塑品类发展

**包装板块关注三条主线：（1）需求改善叠加原材料价格承压，关注包企盈利边际改善：**疫情防控优化下，包装需求将随着下游景气度提升而改善。主要包装原材料价格受到产能释放、海外需求走弱、成本下行等因素影响，预计易跌难涨。（2）**关注多元化布局、不断强化壁垒的包企：**头部包企凭借协同优势布局多元化业务，看好中长期成长性；同时修炼内功、降本增效，有望提升市场份额和盈利能力。（3）**替塑市场空间广阔，关注包企相关布局：**全球限塑政策推动下，不可降解塑料替代持续进行，头部包企积极布局。关注具备客户、渠道、技术、产业链等方面优势的公司。综上，推荐裕同科技、家联科技。

### 四、电子烟板块：国内进入国标产品时代，海外关注一次性产品与监管变化

**国内政策风险基本落地，国标产品有待迭代发展。**国内电子烟监管体系已经确立，政策风险基本落地。在口味限制和消费税带来涨价的影响下，国标产品销售存在一定压力。未来随着产品迭代创新、制造端效率提升，国标产品有望实现口味的改善、价格的优化。中长期仍然看好电子烟发挥替烟属性，渗透率逐步提升。**海外一次性电子烟增长迅速，关注监管政策变化。**欧洲市场一次性电子烟发展迅速，烟草巨头纷纷布局，未来有望保持快速增长；美国市场逐步收紧对合成尼古丁一次性电子烟的监管，注重合规的头部公司有望受益。同时，关注海外市场对于电子烟口味监管政策趋于收紧的可能。

**投资建议：**国内市场方面，在国标约束和消费税的压力之下，拥有品牌力、产品、技术、制造优势的企业有望提升份额。海外市场方面，发力一次性电子烟、绑定合规优质客户的制造商有望持续成长。综上，建议关注思摩尔国际。

**风险提示：**地产销售回暖不及预期，原材料价格上涨超预期，疫情发展对经济的影响超预期，行业监管政策变化。

## 行业重点公司盈利预测与评级

子行业	股票简称	股票代码	EPS				PE				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
定制家具	欧派家居*	603833.SH	4.40	5.15	6.07	7.17	27.84	24.22	20.38	17.06	推荐
	索菲亚*	002572.SZ	0.13	1.41	1.76	2.09	136.62	12.62	10.07	8.48	推荐
	志邦家居*	603801.SH	1.62	1.90	2.28	2.80	13.08	11.17	9.29	7.57	推荐
	金牌厨柜*	603180.SH	2.31	2.58	3.13	3.83	10.79	9.66	7.97	6.50	推荐
软体家具	顾家家居*	603816.SH	2.65	2.49	3.08	3.81	16.79	17.85	14.45	11.68	推荐
	敏华控股*	1999.HK	0.57	0.67	0.78	0.92	11.97	10.48	8.41	7.36	推荐
	喜临门	603008.SH	1.44	1.65	2.08	2.59	27.06	17.67	14.03	11.27	
卫浴	瑞尔特*	002790.SZ	0.34	0.49	0.57	0.71	24.41	17.06	14.63	11.61	推荐
大宗纸	太阳纸业*	002078.SZ	1.12	1.09	1.22	1.36	10.41	10.73	9.56	8.55	推荐
	晨鸣纸业	000488.SZ	0.69	0.18	0.30	0.38	10.46	28.68	17.14	13.36	
	仙鹤股份	603773.SH	1.44	1.17	1.72	2.17	28.34	24.80	16.91	13.40	
特种纸	五洲特纸	605007.SH	0.98	0.98	1.57	2.00	23.59	17.45	10.90	8.55	
	华旺科技	605377.sh	1.56	1.41	1.73	2.00	11.48	16.41	13.40	11.55	
包装	裕同科技*	002831.SZ	1.09	1.66	1.99	2.40	30.87	20.32	16.96	14.04	推荐
电子烟	思摩尔国际*	6969.HK	0.90	0.54	0.66	0.82	15.09	25.17	20.33	16.53	推荐

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于 iFinD 一致预期；东兴证券研究所

## 目录

<b>1. 2022 年轻工制造板块回顾</b> .....	<b>6</b>
1.1 行情复盘 .....	6
1.2 需求端承压明显，盈利能力有所下降 .....	6
<b>2. 展望 2023：需求回暖+盈利修复，贯穿全年</b> .....	<b>10</b>
<b>3. 家居：地产拐点可期，家具板块投资价值凸显</b> .....	<b>10</b>
3.1 展望 2023 年：地产拐点值得期待，盈利能力回升可期 .....	11
3.2 板块估值处底部区间，长期逻辑清晰，业绩估值双升可期 .....	15
<b>4. 造纸：成本拐点与需求改善可期，纸企盈利有望触底反弹</b> .....	<b>18</b>
4.1 纸企成本迎来拐点，叠加需求改善推动盈利能力修复 .....	18
4.2 推荐特种纸板块，关注生活用纸、旺季文化纸板块 .....	23
<b>5. 包装：景气度有望改善，关注长期竞争优势与替塑品类发展</b> .....	<b>24</b>
5.1 需求有望受益防疫政策，原材料成本压力较小 .....	24
5.2 关注多元化布局顺利、竞争优势凸出的包装企业 .....	25
5.3 一次性塑料替代持续推进，行业龙头积极布局抢占市场 .....	25
<b>6. 电子烟：国内进入国标产品时代，海外关注一次性产品与监管变化</b> .....	<b>29</b>
6.1 国内政策风险基本落地，国标产品有待消费者认可 .....	29
6.2 海外一次性电子烟增长迅速，关注监管政策变化 .....	30
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>30</b>

## 插图目录

<b>图 1：轻工制造 2022 年行情复盘（截至 11.18）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 2：轻工制造各板块 2022 年涨跌幅（截至 11.18）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 3：家具类零售额当月值及同比</b> .....	<b>6</b>
<b>图 4：家具及其零件出口金额当月值及同比</b> .....	<b>6</b>
<b>图 5：家居板块整体收入承压，利润率微降</b> .....	<b>7</b>
<b>图 6：定制家具板块收入与利润情况</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7：软体家具板块收入与利润情况</b> .....	<b>7</b>
<b>图 8：纸浆现货价变动情况（元/吨）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9：废纸现货价变动情况（元/吨）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 10：环海动力煤均价（元/吨）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 11：双胶纸、铜版纸、白卡纸价格（元/吨）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 12：浆纸系大宗纸板块收入与利润情况</b> .....	<b>8</b>
<b>图 13：特种纸板块收入与利润情况</b> .....	<b>9</b>
<b>图 14：箱板纸、瓦楞纸、白板纸价格（元/吨）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 15：废纸系大宗纸板块收入与利润情况</b> .....	<b>9</b>
<b>图 16：金属包装造纸板块收入与利润情况</b> .....	<b>10</b>
<b>图 17：塑料包装板块收入与利润情况</b> .....	<b>10</b>

图 18: 纸包装板块收入与利润情况 .....	10
图 19: 综合包装板块收入与利润情况 .....	10
图 20: 商品房销售面积变化情况 .....	11
图 21: 商品房销售额变化情况 .....	11
图 22: 住宅新开工面积变化情况 .....	11
图 23: 住宅竣工面积变化情况 .....	11
图 24: 2022 年以来, LPR 数次下调 .....	13
图 25: 家居板块销售费用率对比 .....	13
图 26: 家居板块管理费用率对比 .....	13
图 27: 家居板块毛利率对比 .....	14
图 28: 纤维板近两年期货结算价变化 .....	14
图 29: 不锈钢近两年期货结算价变化 .....	14
图 30: 聚合 MDI 近两年现货价变化 .....	14
图 31: TDI 近两年现货价变化 .....	14
图 32: 海宁皮革指数近两年价格变化 .....	15
图 33: 集装箱海运价价近两年变化 .....	15
图 34: 欧派家居 PE-BAND .....	15
图 35: 顾家家居 PE-BAND .....	16
图 36: 规模以上家具企业收入规模及增速 .....	16
图 37: 9 家主要家具公司收入及市占率 .....	16
图 38: 智能马桶销售量持续增长 .....	18
图 39: 智能马桶销售额持续增长 .....	18
图 40: 机制纸及纸板当月产量 .....	19
图 41: 社会消费品零售总额情况 .....	19
图 42: 漂白阔叶木浆进口量 (万吨) .....	20
图 43: 漂白针叶木浆进口量 (万吨) .....	20
图 44: 全球木浆需求分地区占比情况 .....	20
图 45: IMF 对于部分地区的经济增速预测 .....	20
图 46: 国内阔叶木片进口价格 .....	21
图 47: 双胶纸终端需求结构 .....	21
图 48: 铜版纸终端需求结构 .....	21
图 49: 白卡纸终端需求结构 .....	22
图 50: 瓦楞纸箱终端需求结构 .....	22
图 51: 天然气现货价格 .....	22
图 52: 部分纸种当月出口量同比增长情况 .....	22
图 53: 浆价变动情况下, 特种纸与大宗纸吨成本变动对比 .....	23
图 54: 浆价变动情况下, 特种纸与大宗纸吨毛利变动对比 .....	23
图 55: 中顺洁柔毛利率与木浆价格对比 .....	24
图 56: 太阳、晨鸣(毛利率-销售费用率)与木浆价格对比 .....	24
图 57: 箱板纸、瓦楞纸、白卡纸价格 (元/吨) .....	24

图 58: 竹浆、甘蔗浆价格 (元/吨) .....	24
图 59: 铝、马口铁价格 (元/吨) .....	24
图 60: PP、PS 价格 (元/吨) .....	24
图 61: 国内主要领域一次性塑料用量估计 .....	27
图 62: 全球一次性塑料用量与替代材料市场规模 (万吨) .....	27
图 63: 我国现制茶饮市场规模 .....	27
图 64: 我国外卖市场规模 .....	27
图 65: 裕同科技环保纸塑业务收入 .....	28
图 66: 家联科技生物全降解材料制品业务收入 .....	28

## 表格目录

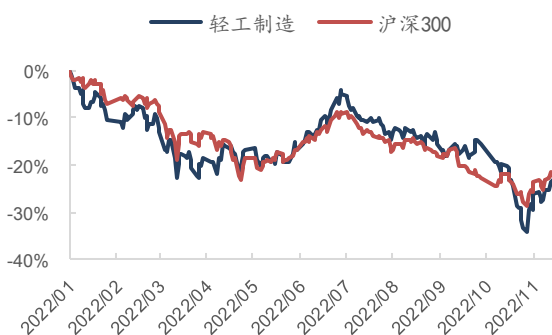
表 1: 2022 年下半年地产相关政策汇总 (截至 11 月 28 日) .....	12
表 2: 9 家主要家具公司的近五年收入 CAGR .....	16
表 3: 部分定制家具公司 2022 年前三季度业绩及同比情况 .....	17
表 4: 部分软体家具公司 2022 年前三季度业绩及开店情况 .....	17
表 5: 2021 年底以来影响全球木浆供应的部分事件 .....	19
表 6: 2022 年 Q4-2023 年预计投产的木浆产能 .....	20
表 7: 2023 年预计投产的白卡纸、文化纸产能 .....	23
表 8: 《进一步加强塑料污染治理的意见》关于禁止、限制塑料使用的部分内容 .....	25
表 9: 部分国家、地区禁止或限制塑料使用的政策 .....	26
表 10: 替塑材料制品相关上市公司募投项目情况 .....	28
表 11: 2022 年电子烟发布和实施的主要政策 .....	29

## 1. 2022 年轻工制造板块回顾

### 1.1 行情复盘

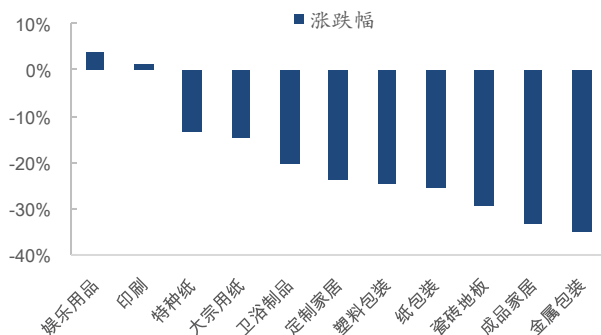
2022 年轻工制造板块市场表现整体较为疲软。截至 11 月 18 日，申万行业划分下的轻工制造板块年内跌幅超 20%，10 月 31 日板块到达年内低点，11 月有部分反弹。轻工制造 11 个子板块中，仅娱乐用品和印刷板块小幅上涨，其余板块均有 10% 以上的较大跌幅。

图1：轻工制造 2022 年行情复盘（截至 11.18）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：轻工制造各板块 2022 年涨跌幅（截至 11.18）

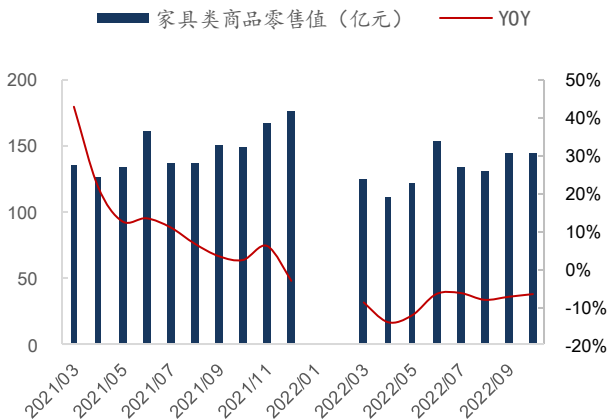


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 1.2 需求端承压明显，盈利能力有所下降

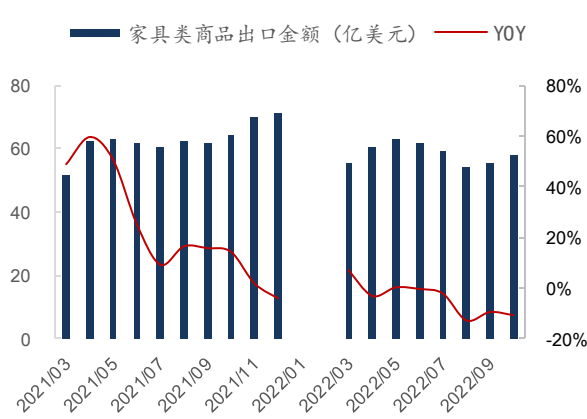
**家居：内外销俱承压。**内销方面，今年家具行业在地产竣工下行及疫情防控的双重影响下，限额以上家居零售额前 10 个月均保持下滑态势。其中 3-5 月受疫情封控影响较大，随后数月同比下滑幅度有所收窄。内销前 10 个月累计同比下滑约 8.2%。**外销方面**，上半年需求较好，家具出口累计金额保持正增长，优于内销。但随着堵港问题缓解，北美零售商库存增至高位；叠加各国加息带来的需求抑制效果，外销业务自 8 月份后下滑明显，8-10 月单月同比下滑幅度均在双位数左右。外销前 10 个月累计同比下滑约 2.8%。

图3：家具类零售额当月值及同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：家具及其零件出口金额当月值及同比

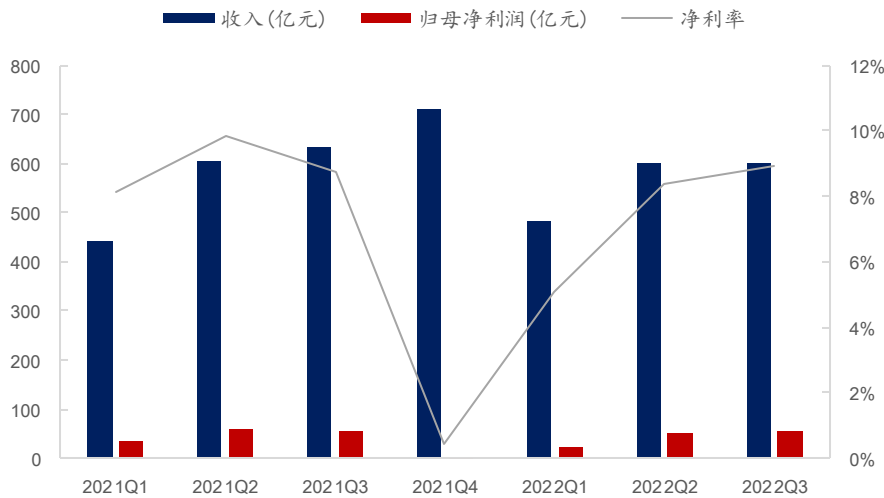


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



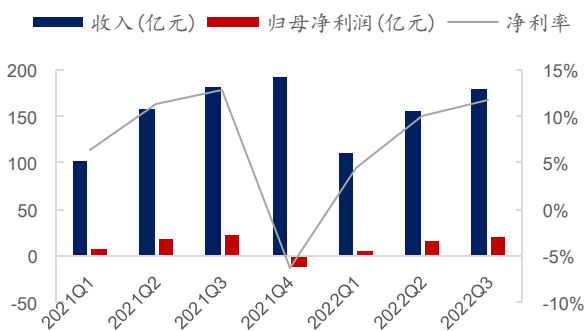
上市公司表现优于行业，体现出一定马太效应。从上市公司层面看，家居板块前三季度整体营业收入同比增长 0.4%，归母净利润同比下滑 14.9%。在行业需求整体下滑的背景下，板块收入端保持正增长。上市家具公司凭借较强的渠道、产品、品牌、资金等优势，表现优于行业，实现集中度的提升。但利润端下滑幅度较大，主要原因是原材料价格保持高位，带来成本压力。另一方面，由于今年销售情况受疫情影响较大，普遍低于公司预期，而费用投放普遍为年前制定，因此费用率方面也有所提升，对利润造成压力。细分来看，定制家具和软体家具前三季度收入同比分别为+1%、-0.1%，利润端同比为-12.5%、-1.3%。子板块收入端变化基本相仿，但软体家居公司由于原材料价格变化较小，利润表现较好。

图5：家居板块整体收入承压，利润率微降



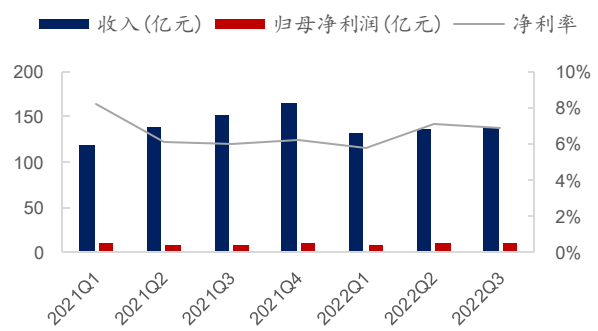
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：定制家具板块收入与利润情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

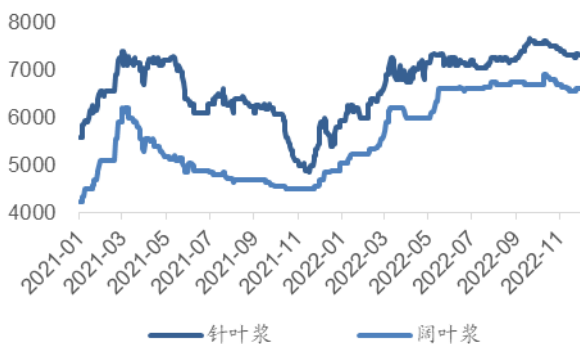
图7：软体家具板块收入与利润情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

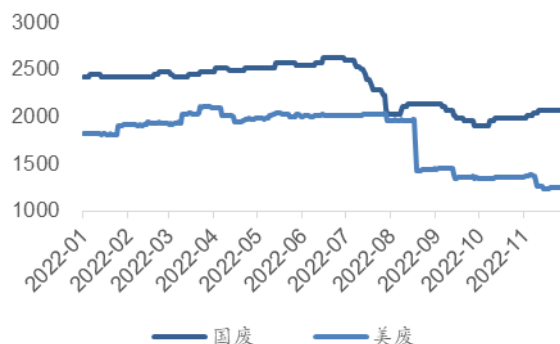
**造纸：行业整体盈利能力处于底部区间。**木浆供给端扰动不断，价格自去年 12 月以来持续上涨，年内维持在高位；国内废纸上半年延续外废禁令以来的高位价格水平，下半年随着国内外需求疲软而有所回落。同时动力煤价格 2021 年以来整体上行，2022 年内维持较高水平，推升行业能源成本。面对成本端的压力，纸企提价幅度却受制于需求端的疲软，未能较好地通过提价传导成本，使得各子板块纸企盈利能力普遍承压，行业整体盈利能力处于底部区间。

图8：纸浆现货价变动情况（元/吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：废纸现货价变动情况（元/吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：环海动力煤均价（元/吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**浆纸系大宗纸企：纸浆价格保持高位，影响利润率。**浆纸系大宗纸企前三季度营业收入同比+10.8%，归母净利润同比-49.6%，对应净利率同比-5.6pct。产能释放推动纸企收入端保持增长，但利润端承压明显。成本端，浆价维持高位，能源价格也相对较高。受疫情防控、下游需求疲软的影响，纸业难以通过提价消化成本压力，仅旺季存在刚需的胶版纸有部分提价，但幅度亦有限。

图11：双胶纸、铜版纸、白卡纸价格（元/吨）

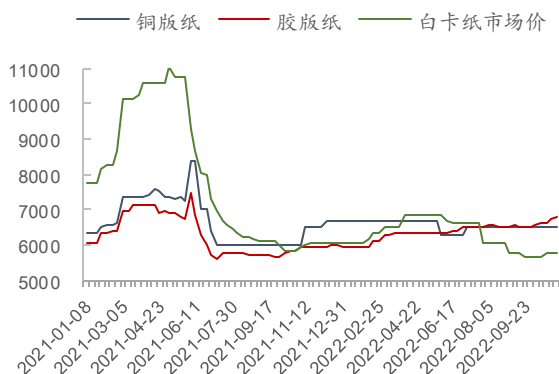
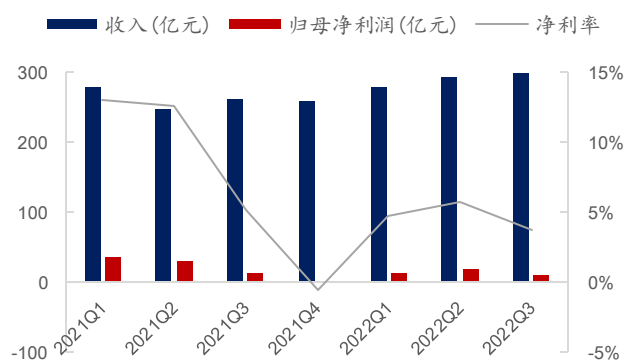


图12：浆纸系大宗纸板块收入与利润情况



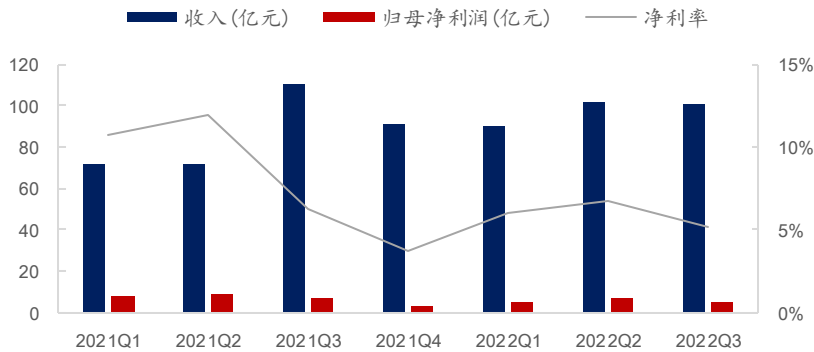


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**特种纸企业：提价部分落地，盈利能力压力仍在。**特种纸纸企前三季度营业收入同比+15.3%，归母净利润同比-24.4%，对应净利率同比-3.1pct。特种纸需求端韧性较强，叠加产能释放，带来收入的较好增长。但成本端压力与浆纸系纸企相仿。2022 年 2 月以来，特种纸企业多次发布各个细分纸种的涨价函，涨价虽然部分落地，但是幅度仍然受制于下游疲软的需求，盈利能力维持低位并在 Q3 出现环比下滑。

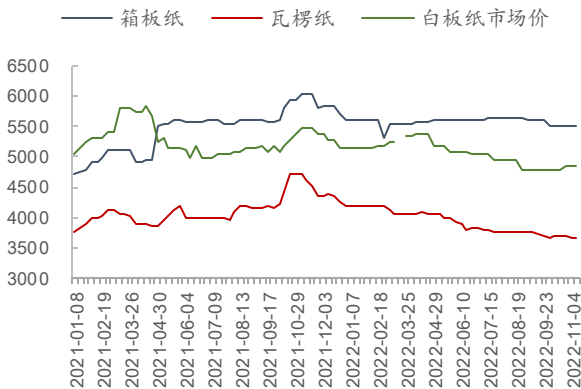
图 13：特种纸板块收入与利润情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

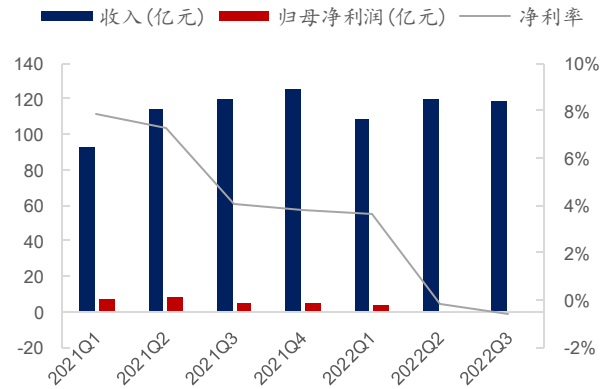
**废纸系大宗纸企：需求端承压，盈利能力承压。**废纸系大宗纸企前三季度营业收入同比+6.1%，归母净利润同比-85.5%，对应净利率同比-5.4pct。需求疲软导致产品价格下滑、开工率不足，对收入和利润端均有一定影响。

图 14：箱板纸、瓦楞纸、白板纸价格（元/吨）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 15：废纸系大宗纸板块收入与利润情况

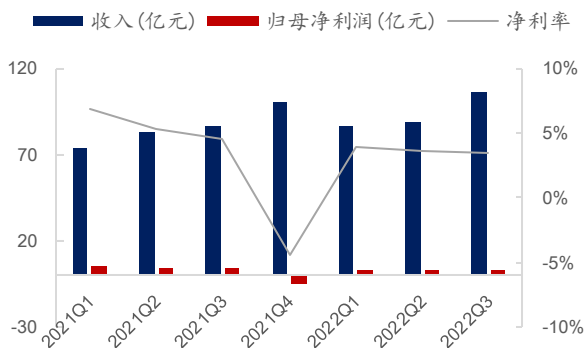


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**包装：整体收入增长稳健，部分龙头公司增长亮眼。**包装板块整体前三季度营业收入同比+8.2%，归母净利润同比-13.3%，对应净利率同比-1.4pct。具体来看，金属包装板块收入同比增长幅度相对较大，主要由于头部金属罐企业产能投放与销售增长；但由于上半年马口铁和铝价上涨，包装企业提价有所滞后，板块利润率同比有所下降。纸包装板块利润率同比有所下滑，主要由于部分烟标公司受到下游消费疲软、产品结构改变的影响，毛利率有所下滑。部分龙头公司不乏亮眼表现，驱动因素包括产能投放、市场份额提升、经营优

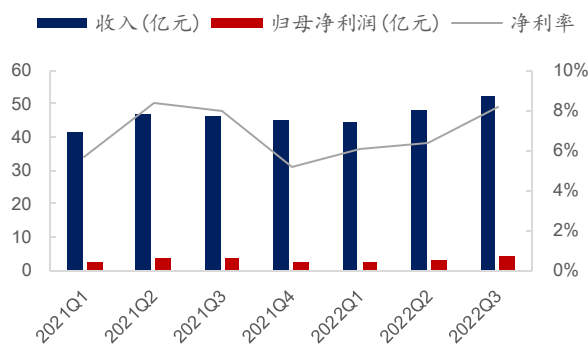
化降本增效，例如裕同科技前三季度收入同比+19.71%，归母净利润同比+52.67%，净利率同比+2.06pct，表现显著优于板块平均水平。

图 16：金属包装造纸板块收入与利润情况



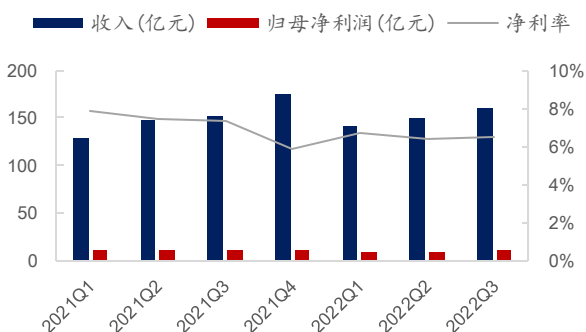
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 17：塑料包装板块收入与利润情况



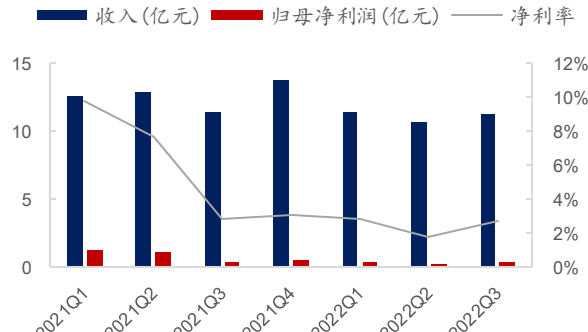
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 18：纸包装板块收入与利润情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 19：综合包装板块收入与利润情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2. 展望 2023：需求回暖+盈利修复，贯穿全年

**展望 2023 年：宏观向好带来需求回暖+成本下行助力盈利修复，将贯穿全年。**2022 年轻工制造主要板块面临的主要矛盾在于需求端，需求的不振以及带来的价格传导不畅，而 2023 年宏观经济确定性复苏，虽然节奏尚未可知，但是方向已定。家居方面，一系列政策支持下明年竣工增速有望回至较好水平，经济的修复带来的居民购房能力和信心也将增强，整体上地产销售和家具的需求将明显改善。造纸、包装方面，供给端的松动将带来成本端纸浆价格的下行，经济景气度改善带动各个纸品需求回暖，进而有利于纸价提振，造纸包装企业的盈利能力边际改善较为确定。我们看好明年轻工制造主要板块明年业绩与估值的双升。

分板块看：

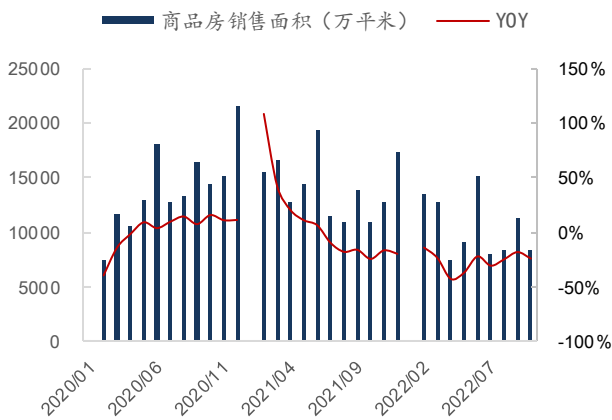
### 3. 家居：地产拐点可期，家具板块投资价值凸显

### 3.1 展望 2023 年：地产拐点值得期待，盈利能力回升可期

#### 3.1.1 地产销售在政策端推动下，有望迎来拐点

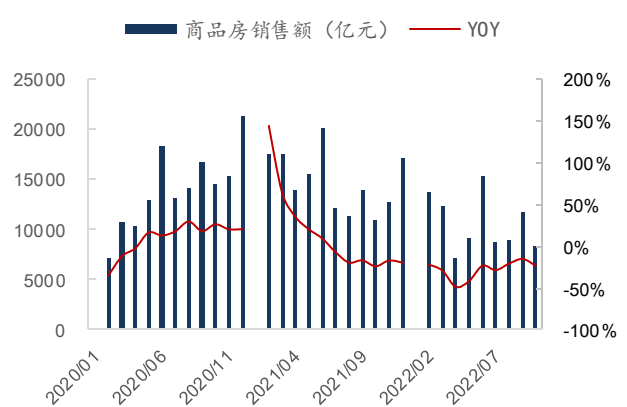
2022 年地产销售、开工、竣工等数据均有所承压。商品房销售面积及销售额自 2021 年 7 月以来，持续同比下滑。2022 年 8 月-10 月，数据进入低基数区间后，下滑幅度依然在 20%左右。住宅新开工数据在销售端和房企融资端的双重压力下，在 2022 年 4 月-10 月均保持 40%左右的下滑幅度。前期开工端的低迷已在竣工端反映，自 2022 年以来竣工数据进入同比下行通道。但 8 月后因保交楼政策的推动，竣工数据降幅有所收窄，下滑幅度在 10%左右。竣工数据与家具需求相关性较高，短期来看保交楼政策对竣工数据的支撑有望提振需求，中长期仍需等待销售端数据回暖。

图20：商品房销售面积变化情况



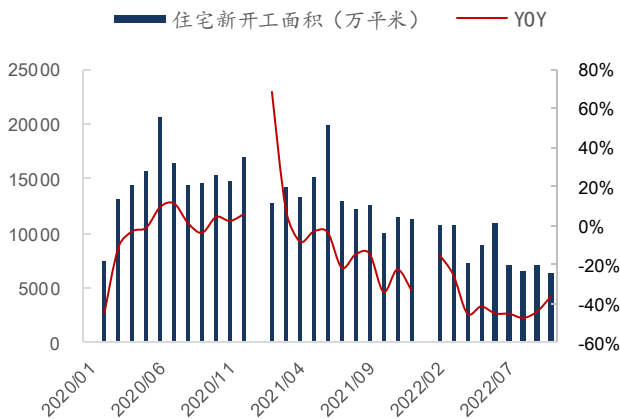
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：商品房销售额变化情况



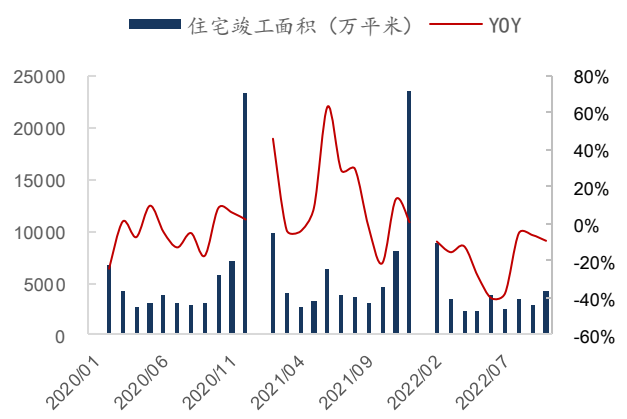
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：住宅新开工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：住宅竣工面积变化情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

政策端力度持续加大，2023 年地产销售拐点可期。3 月份，2022 年政府工作报告写入“因城施策”，各地支持购房需求的政策集中出台。但地产销售数据仍不改下滑态势，政策端力度逐步有所加大。需求侧：lpr 年内数次下调；8 月起因城施策开始扩展到南京、苏州等二线城市；9 月底相关部委推出换购住房所得税优惠、

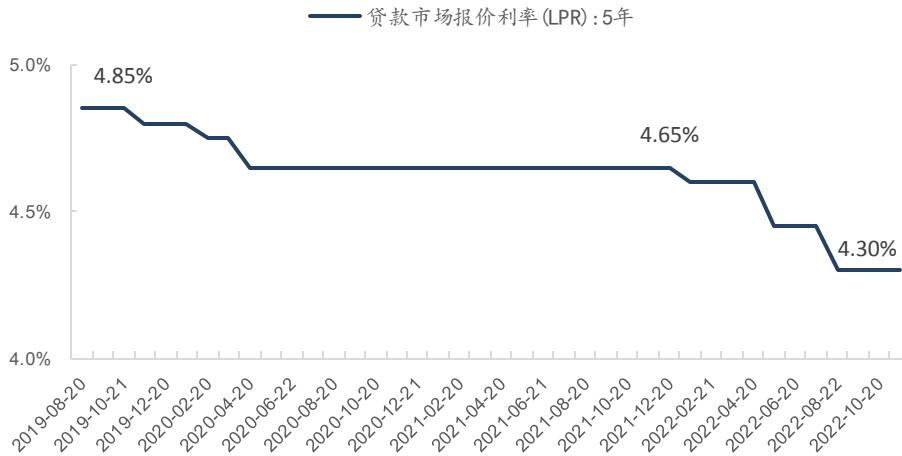
公积金贷款利率降低等政策。供给侧：交易商协会受理龙湖集团 200 亿储架式发行，“央行 16 条”全维度支持房地产融资，证监会允许房企股权融资，至 11 月底贷款、债券、股权融资全面放开，“三箭齐发”。地产销售持续低迷的背景下，地方政策由低能级城市向高能级城市拓展，同时中央层面的放松政策也在不断推出，对于地产的呵护态度明显。供需两端政策放松力度均不断加强，后续需求限购政策仍有施政空间，我们看好 2023 年将迎来地产销售数据实质性恢复。

表1：2022 年下半年地产相关重要政策汇总（截至 11 月 28 日）

时间	发布的部门/会议	主要内容
2022/11/28	证监会	1. 允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金。2. 允许上市房企非公开方式再融资。3. 与境内 A 股政策保持一致，允许以房地产为主业的 H 股上市公司再融资。4. 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。
2022/11/11	央行、银保监会	1. 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；2. 鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求；3. 支持各地在全国政策基础上，因城施策实施好差异化住房信贷政策，合理确定当地个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限，支持刚性和改善性住房需求。4. 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排。
2022/11/10	交易商协会	交易商协会受理龙湖集团 200 亿元储架式注册发行，中债增进公司同步受理企业增信业务意向。
2022/11/08	交易商协会	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。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/09/30	财政部、税务总局	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2022/09/30	央行	自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。
2022/09/29	央行、银保监会	决定阶段性调整差异化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。

资料来源：证监会官网，中国政府网，中国银行间交易商协会官网，中国人民银行官网，东兴证券研究所

**图24：2022 年以来，LPR 数次下调**

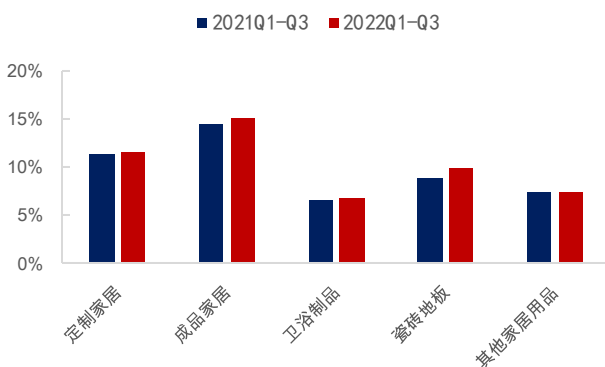


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.1.2 利润率回升可期

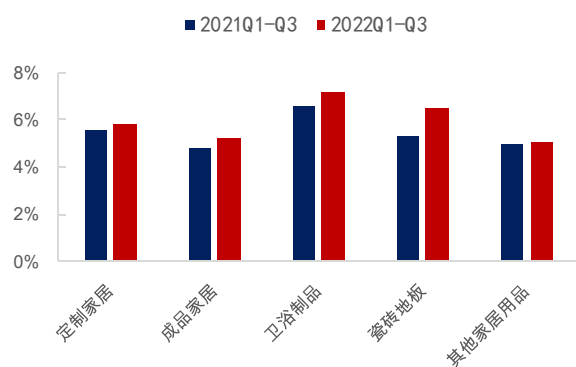
**2022 年费用率同比提升，2023 年回落可期。**费用投放预算通常为年前或年初制定，有一定前置性。上市家具公司相比中小企业具有资金优势，在防疫期间行业较大的背景下普遍较为积极地进行费用投放以提升份额。但在 2022 年地产下行及疫情的压力下，家具公司收入端均有所承压，使得费用率有所提高。从数据来看，家居用品各板块 2022 年前三季度销售费用率和管理费用率同比均有不同程度提升。当前行业压力尚未好转，我们认为明年多数公司或会采取较为保守的费用投放计划；同时可能到来的地产回暖以及疫情防控放松有望减轻公司收入端压力，共同推动费用率的同比回落。

**图25：家居板块销售费用率对比**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图26：家居板块管理费用率对比**

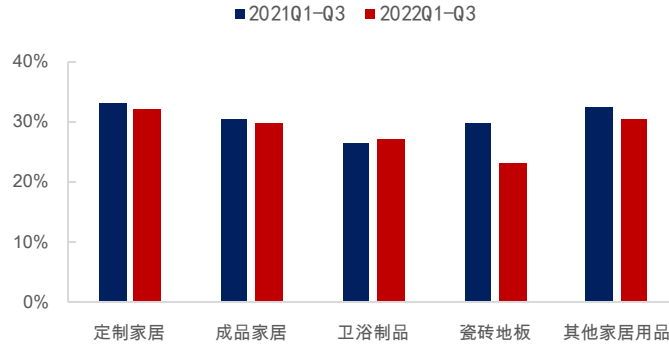


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**原材料价格回落，高基数下 2023 年毛利率有望同比提升。**2022 年家具板块在原材料价格压力下毛利率承压，子板块毛利率多有回落。原材料价格自 2022 年下半年开始均有不同程度回落。定制家具主要原材料板材和金属的价格上半年仍在高位，下半年回落明显。软体家具主要原材料皮革、MDI、TDI 等整体波动不大，目前基本在低位，仅占比较低不高的 TDI 短期有上涨，同时海运费回落明显。综合来看，软体家具成本压力较低，叠加提价能力较强，核心公司二、三季度利润率已普遍实现同比提升。而定制等其他家具等在 2022 年上半

年仍面对较高的成本压力，三季度仅有部分公司实现毛利率同比持平。考虑到目前原材料价格普遍回落，明年家具板块毛利率在高基数下有望实现同比提升。

图27：家居板块毛利率对比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：纤维板近两年期货结算价变化



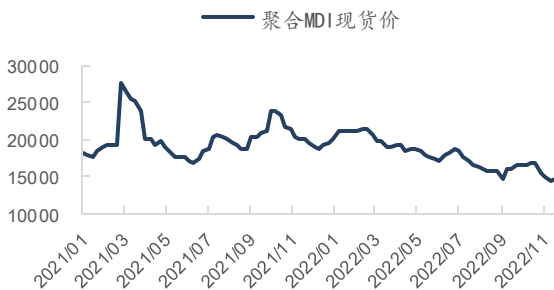
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图29：不锈钢近两年期货结算价变化



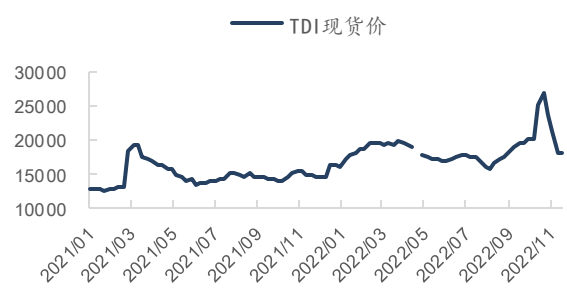
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：聚合 MDI 近两年现货价变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：TDI 近两年现货价变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



**图32：海宁皮革指数近两年价格变化**



**图33：集装箱海运价价近两年变化**



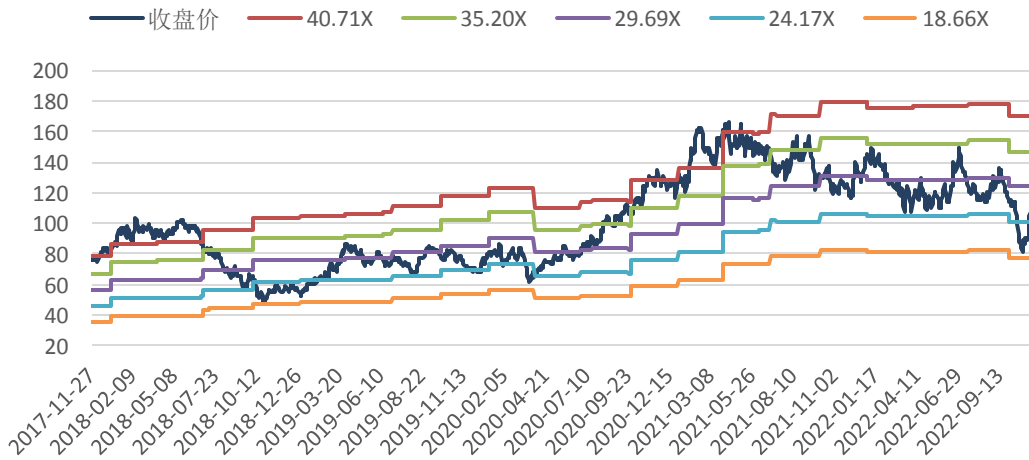
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.2 板块估值处底部区间，长期逻辑清晰，业绩估值双升可期

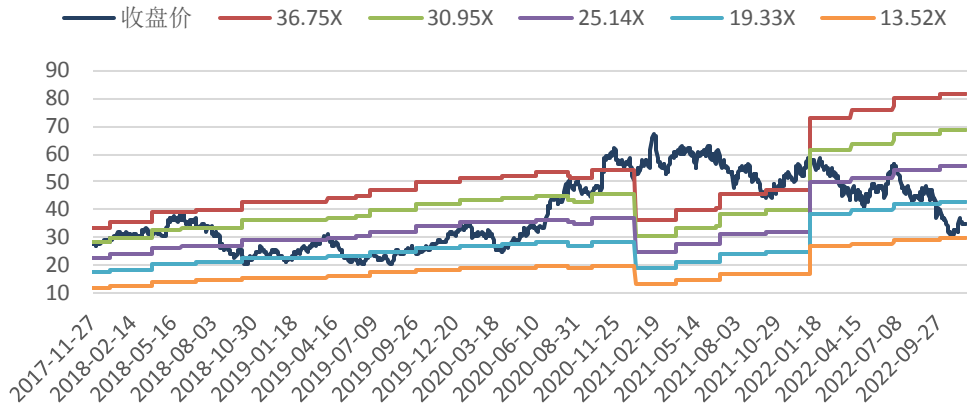
优质公司利润端保持稳健，但估值处于底部区间。当前优质家具公司估值处于历史低位。以定制龙头欧派家居和软体龙头顾家家居为例，PE-BAND 显示：估值在 10 月底达到上市以来最低点后有所反弹，但依旧处于底部区间；而利润方面，欧派稍有承压但基本保持稳健，顾家的 EPS 在逐季提升。家具优质龙头公司业绩端具备韧性，但估值已处低位。明年若地产回暖，叠加盈利能力的回升，我们看好当前优质家具公司的投资机会。

**图34：欧派家居 PE-BAND**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

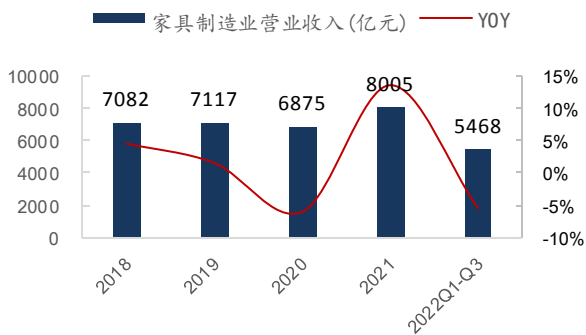
图35：顾家家居 PE-BAND



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

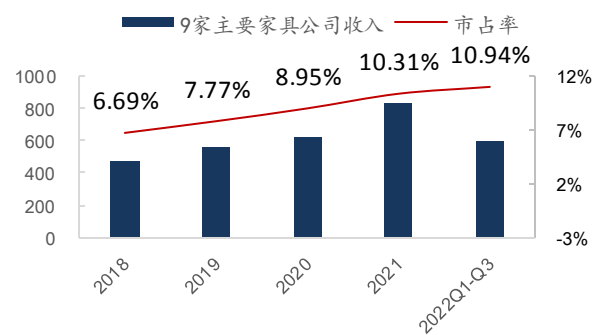
家具行业集中度持续提升，大家居时代下龙头竞争优势将进一步强化。我们选取 9 家主要家具公司（包含定制和软体），根据测算整体市占率持续提升，从 2018 年的 6.69% 持续提升至 2022 年前三季度的 10.94%。即使在 2022 年行业下滑的背景下，多数优质头部公司收入保持正增长。随着行业逐步进入存量房时代，零售业务的重要性日渐提升，同时获客成本提高，多品类布局提高客单价将是行业主要的发展方向。多品类对公司供应链提出更高的要求，已实现相关布局的龙头公司的竞争优势有望进一步凸显。因此我们认为随着大家居战略的不断推进，优质零售家具龙头公司份额提升具有长期持续性，业绩增长确定性较高，长期具有较好的配置价值。

图36：规模以上家具企业收入规模及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图37：9 家主要家具公司收入及市占率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表2：9 家主要家具公司的近五年收入 CAGR

证券简称	2021 年收入	过去 3 年 CAGR	2022Q1-Q3 收入	同比增速
欧派家居	204.42	21.10%	162.69	12.96%
索菲亚	104.07	12.49%	79.34	9.53%
尚品宅配	73.10	3.23%	37.60	-27.18%
志邦家居	51.53	28.42%	35.17	5.86%
金牌厨柜	34.48	26.54%	24.89	12.13%

江山欧派	31.57	35.01%	22.13	-3.25%
顾家家居	183.42	25.99%	137.62	4.06%
喜临门	77.72	23.38%	57.41	13.85%
慕思股份	64.81	26.68%	41.53	-2.77%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**定制家具：多品类布局持续推进，利润弹性可期。**优质定制家具公司通过开立单独开店、综合门店以及整装等方式，推动新品类实现较高的增长，借助拓展品类在 2022 年行业压力下实现整体收入的正增长。其中整装渠道保持高速拓展，如索菲亚前三季度整装同比增速超 120%，各公司在持续深化新渠道渗透的同时，进一步加强大家居的布局。家具品类拓展空间充足，未来收入端持续增长可期。利润端方面，因原材料价格高位及费用率提高的影响，各定制公司均有所回落。考虑到利润端负面因素均有望缓解，未来随收入持续增长，利润弹性可期。其中志邦、金牌由于衣柜品类规模效应逐步显现，毛利率仍提升，当前利润端已实现逆势增长，利润弹性预计较大。

**表3：部分定制家具公司 2022 年前三季度业绩及同比情况**

证券简称	收入	归母净利润	收入按品类拆分			
			厨柜	衣柜	木门	其他
欧派家居	162.7 亿元 +13.0%	19.9 亿元 -5.8%	54.5 亿元 +1.0%	87.1 亿元 +20.9%	9.4 亿元 +11.8%	9.1 亿元 9.9%
索菲亚	79.3 亿元 +9.5%	8.0 亿元 -5.4%			-	
志邦家居	35.2 亿元 +5.9%	3.1 亿元 +5.0%	17.5 亿元 -6.4%	14.4 亿元 21.5%	1.2 亿元 +61.1%	2.0 亿元 +6.3%
金牌厨柜	24.9 亿元 +12.1%	1.6 亿元 +4.1%	16.6 亿元 +1.0%	6.6 亿元 37.6%	1.0 亿元 101.7%	0.04 亿元 -45.0%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

**软体家具：利润端表现优异，门店持续拓展有望带来业绩弹性。**软体家具公司受益于原材料价格回落以及此前提价效果的显现，利润端表现优异，增速普遍与收入端持平或更高。软体家具沙发、床垫等消费品属性强，龙头公司具备较好的提价能力，在原材料价格普涨的背景下保持较高利润率水平，盈利能力有望持续稳健。各家公司近年来持续拓展门店，2022 年保持净开店态势，未来随行业的回暖业绩弹性依然可期。同时软体公司也在逐步拓展品类布局，头部公司顾家、敏华已有定制业务线，走向大家居布局；喜临门、梦百合等公司也已建立床具和沙发的双品类布局，打开未来成长空间。

**表4：部分软体家具公司 2022 年前三季度业绩及开店情况**

证券简称	收入	归母净利润	内销门店数量			
			2019	2020	2021	2022Q3
顾家家居	137.6 亿元 +4.1%	14.0 亿元 +13.4%	6486	6691	6456 (单店口径 增 000 家以上)	-
敏华控股	95.3 亿港元 -8.0%	10.9 亿港元 +10.5%	2874	4122	5968	6230

喜临门	57.4 亿元 +13.9%	3.9 亿元 +4.1% (扣非+12.5%)	2620	3643	4495	5186
梦百合	60.7 亿元 -0.7%	1.0 亿元 +154.8%	379	620	1090	1260

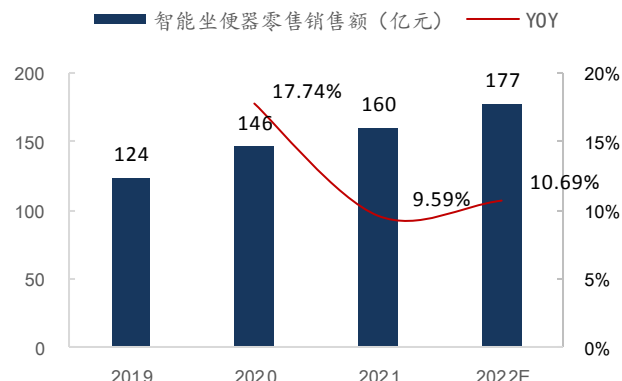
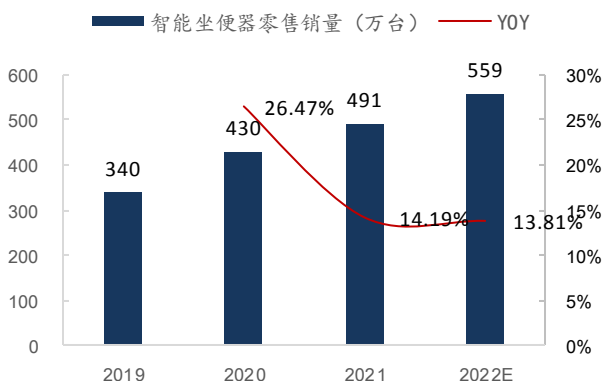
资料来源：各公司公告，iFinD，东兴证券研究所

注：敏华控股数据为 2023 上半年财年（04.01-09.30）

关注保持景气的细分品类，如智能马桶。2022 年家居行业承压，但仍存在部分较为景气的细分品类，未来若行业回暖弹性可以期待。其中智能马桶近年来增速较高，当前渗透率仅为 5%，对比美日韩 60% 以上渗透率提升空间广阔。瑞尔特以水件起家，大力拓展智能马桶业务。公司主业稳健，智能产品业务逆势高增，智能坐便器及盖板业务，上半年增速超 20%，收入占比已达 40%。同时自有品牌业务增势迅猛，利润率提升可期。

图38：智能马桶销售量持续增长

图39：智能马桶销售额持续增长



资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

资料来源：奥维云网，东兴证券研究所

投资建议：家具龙头公司估值历史低位，短期存在地产回暖等催化因素，长期增长确定性较高，明年具备较好的投资价值。对于在零售端有优势的家具公司，我们看好随着地产的转暖，业绩端实现较快回升。我们建议关注家具板块三个方向：1) 二线优质定制公司，包括志邦家居、金牌厨柜等。过往的经营质量高，多品类及整家布局推进顺利。同时公司明年利润弹性值得期待。长期来看，我们也看好其能复刻龙头的发展路径，实现持续增长。；2) 一线龙头公司，包括欧派家居、顾家家居、索菲亚。整家战略布局领先，多品类销售已实现验证，渠道优势较强，长期成长确定性高；3) 家具中景气品类对应的公司，如大力发展智能马桶的瑞尔特。智能马桶在今年地产压力下，依然保持景气，瑞尔特智能马桶业务实现逆势高增。当前自有品牌开拓顺利，未来依然可期。

## 4. 造纸：成本拐点与需求改善可期，纸企盈利有望触底反弹

### 4.1 纸企成本迎来拐点，叠加需求改善推动盈利能力修复

#### 4.1.1 回顾 2022 年：原材料价格高企与需求疲软压制纸价是主要矛盾

供应端扰动因素频出，推动原材料价格升至高位。木浆方面，2022 年海外木浆供应多次受到极端天气、工人罢工、俄乌冲突、运力挤占等因素扰动，同时在建浆厂投产时间多次延后。叠加海外需求在疫情管控放开后的恢复，浆价攀升后持续高位运行。废纸方面，国内废纸回收受到部分地区疫情影响，叠加外废禁令以来偏紧的供需关系，上半年价格维持高位；外废受到海外需求复苏和海运问题影响，价格亦维持高位，纸企海外生产废纸浆成本较高、生产受限。

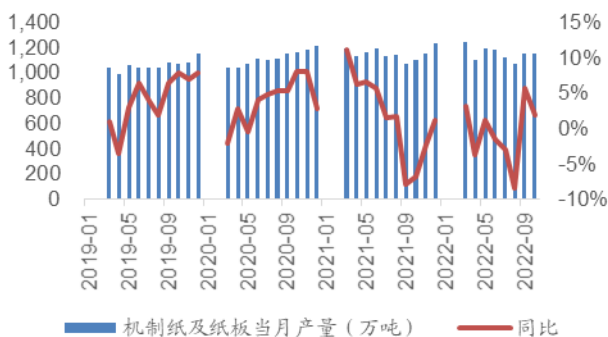
表5：2021 年底以来影响全球木浆供应的部分事件

时间	受影响生产地区	事件
2021 年 11 月以来	加拿大	疫情造成劳动力短缺，自然灾害影响运输条件，造成供应链效率下降，使得纸浆及其产业链上下游普遍受到影响，停工与库存积压情况增加。
2021 年 12 月-2022 年 1 月	俄罗斯	受疫情影响，我国边境连接俄罗斯的部分通关口岸暂时关闭。
2022 年 1 月-4 月	芬兰	芬兰造纸工会向芬兰 UPM 旗下工厂发动罢工，时间持续近 4 个月。
2022 年 2 月以来	欧洲	俄乌冲突爆发，欧盟制裁的影响包括木材与化学品贸易受阻、能源价格大幅上升、物流紧张加剧等，进而影响了欧洲浆厂的生产以及全球木浆的货运。
2022 年 5 月	巴西	当地浆厂满负荷运转，无力进一步增加木浆供应；海运运力出现挤兑，木浆出口受到影响。巴西 Suzano 警告全球纸浆库存大幅下降，可能出现断供。
2022 年 11 月	美国	美国铁路货运工会酝酿在 12 月发动罢工
2022 年内	智利	智利 Arauco 公司 156 万吨阔叶浆项目 (MAPA) 投产日期一再推迟，目前已推迟至 2022 年 4 季度。

资料来源：纸业网，纸视界，东兴证券研究所

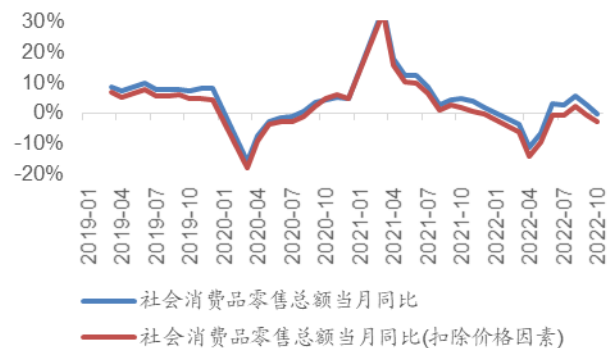
疫情多地散发，拖累整体需求。受到全国各地疫情散发的影响，2022 年国内经济增长承压，用纸需求亦较为疲软。尽管上游原材料价格高企，但纸企难以同步大幅提价，未能完全消化成本上涨影响。

图40：机制纸及纸板当月产量



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图41：社会消费品零售总额情况



资料来源：国际统计局，东兴证券研究所

#### 4.1.2 原材料价格预期回落，成本有望迎来拐点

木浆价格有望下行，阔叶浆价预期回落幅度更大。随着海外阔叶浆产能大规模落地，以及欧美木浆需求预期回落，木浆价格有望迎来下行。考虑到产能投放主要为阔叶浆种，且阔叶浆进口更为顺畅，预计其价格回落幅度大于针叶浆。

- **阔叶浆新增产能落地可期，有望推动浆价回落。**根据海外浆厂披露，未来一年阔叶浆产能投放规模较大，其中 Arauco 旗下 156 万吨阔叶浆项目有望在 2022 年 Q4 投产，UPM 旗下 210 万吨阔叶浆项目有望在 2023 年 Q1 投产，产能大规模释放有望推动阔叶浆价格回落。相对而言，针叶浆未来一年产能新增较少，结合前期关停的产能来看，对于针叶浆价格的影响或相对有限。

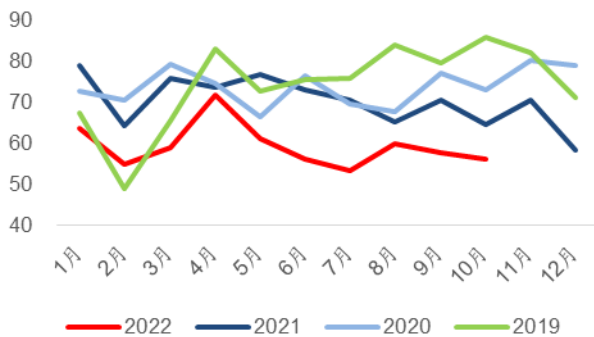
表6：2022 年 Q4-2023 年预计投产的木浆产能

品种	公司	项目所在地	项目产能（万吨）	预计投产时间
阔叶浆	Arauco	智利	156	2022 年 Q4
阔叶浆	UPM	乌拉圭	210	2023 年 Q1
针叶浆	Mesta	芬兰	80	2023 年 Q3
阔叶浆	Mesta	芬兰	10	2023 年 Q3
阔叶浆	CMPC	巴西	35	2023 年 Q4
针叶浆	Paper Excellence	加拿大	35	2023 年底-2024 年初

资料来源：纸业网，UPM，CMPC，东兴证券研究所

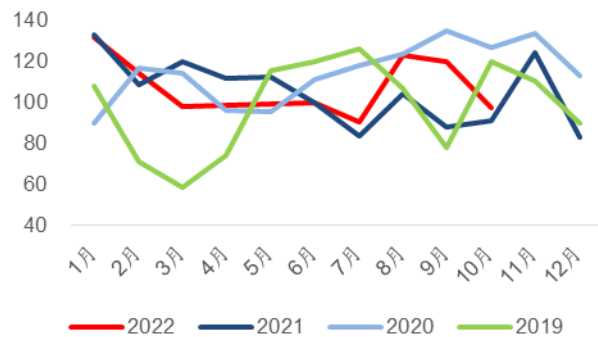
- **阔叶浆进口量已恢复，针叶浆进口有待修复。**从国内进口情况来看，阔叶浆进口量在 2022 年 6 月之后已恢复单月同比正增长，但针叶浆进口量仍然偏低，或与主要进口来源国加拿大物流拥堵问题仍未解决、俄罗斯出现化学品短缺等有关。相关因素预计也将使得阔叶浆价回落幅度高于针叶浆。

图42：漂白阔叶木浆进口量（万吨）



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图43：漂白针叶木浆进口量（万吨）



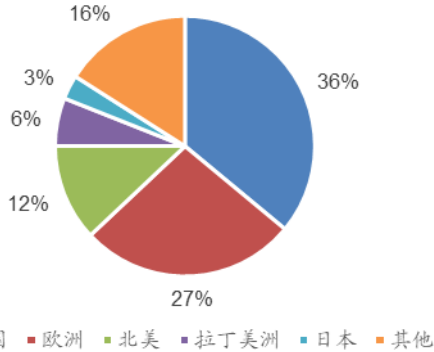
资料来源：海关总署，东兴证券研究所

- **海外需求迎来降温，驱动浆价的能力减弱。**根据 IMF 的预测，主要木浆需求地区中，2023 年美国经济增长预计下滑至+1.0%，欧元区经济增长预计下滑至+0.5%，预计其对于纸品的需求也将受到影响。虽然国内对于纸品的需求预计有所改善，对于浆价构成积极因素；但是全球整体来看，需求端景气度对于浆价的支撑能力预计有限。

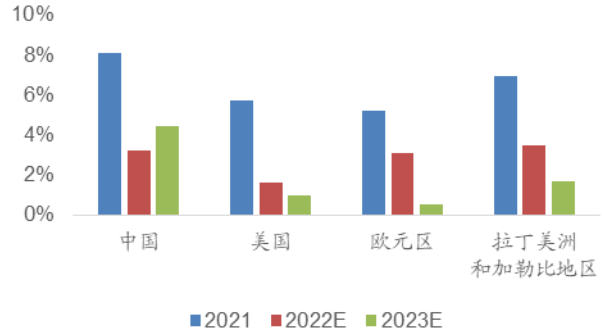
图44：全球木浆需求分地区占比情况

图45：IMF 对于部分地区的经济增速预测





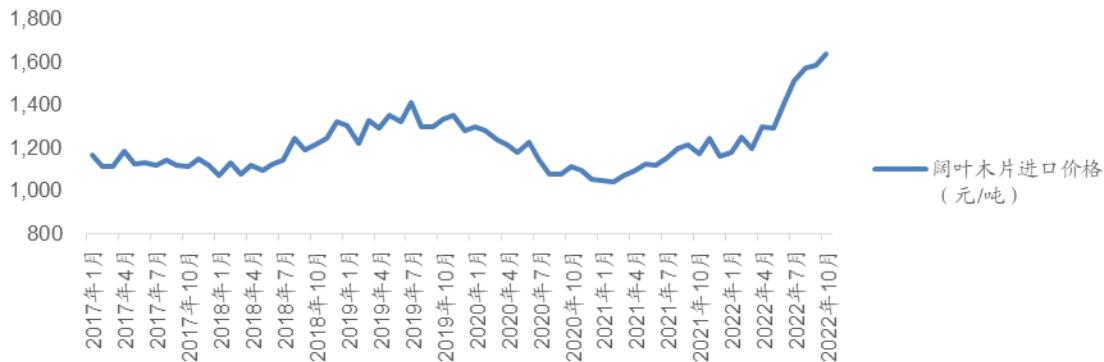
资料来源：芬林集团，东兴证券研究所



资料来源：IMF，同花顺，东兴证券研究所

➤ **木片价格走高，对于浆价而言或构成底部支撑。**2022 年以来，受到木材供应紧缺、国内自制木浆需求增加等因素影响，木片进口价格持续走高。木片价格升高增加了木浆的生产成本，预计对于浆价构成底部支撑。

图46：国内阔叶木片进口价格



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

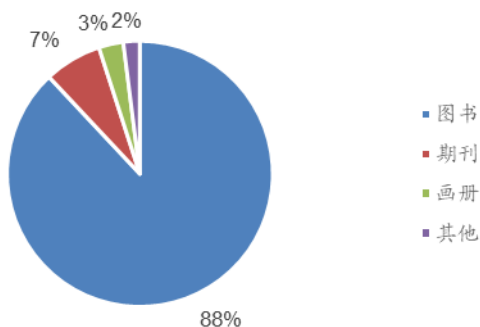
**废纸价格大幅回落，海外需求走弱或形成压制。**2022 年下半年以来，受到国内需求疲软、海外经济景气度下滑的影响，国内外废纸价格均出现明显回落。2023 年随着国内需求迎来改善，废纸需求也将有所增加；但考虑到海外需求预期疲软，外废价格预计受到压制，促进废纸浆进口，进而亦影响国废价格。已经布局海外废纸浆产能的纸企，预计成本优势将有所增强。

#### 4.1.3 需求有望迎来改善，新增产能投放情况仍需关注

**国内需求谨慎乐观，疫情防控优化下有望改善。**纸品需求整体上与消费和商业活动景气度相关，例如铜版纸常用于画册、单页等商业印刷，白卡纸、箱板瓦楞纸常用于各类商品包装，部分特种纸（如格拉辛纸、热敏纸、食品包装纸等）也与消费密切相关。随着 2022 年 11 月起疫情防控政策的优化，国内消费和商业活动景气度有望回暖，拉动纸品需求、提振纸品价格。

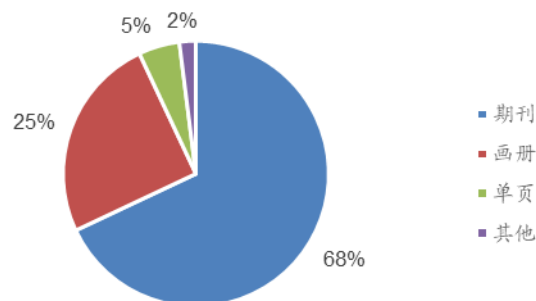
图47：双胶纸终端需求结构

图48：铜版纸终端需求结构



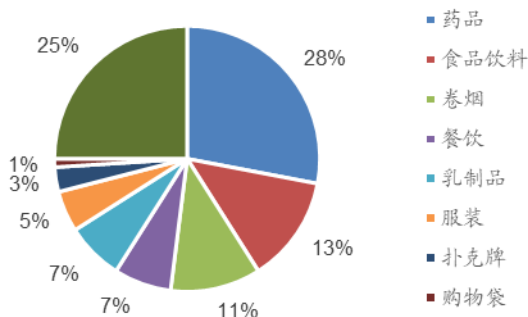
资料来源：观研天下，东兴证券研究所

图49：白卡纸终端需求结构



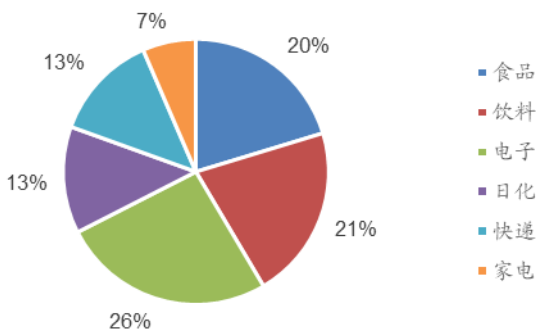
资料来源：观研天下，东兴证券研究所

图50：瓦楞纸箱终端需求结构



资料来源：观研天下，东兴证券研究所

图51：天然气现货价格



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

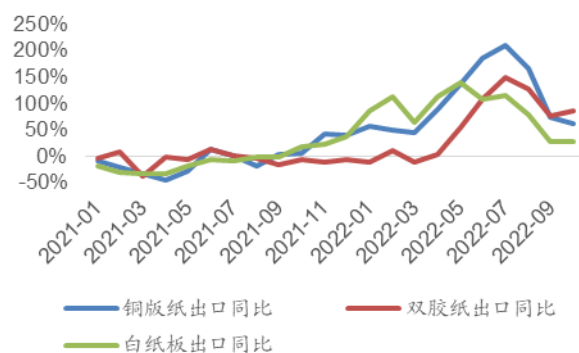
图52：部分纸种当月出口量同比增长情况

海外能源价格回落、需求走弱，纸品出口量或有所回落。随着天然气储备增加和消费量的削减，欧洲能源价格已出现回落，欧洲造纸业压力或有所缓解。另一方面，欧美经济增速下行，预期导致纸品需求走弱、价格走低，因而影响国内纸品出口。因此整体来看，未来一年纸品出口对于纸价的支撑力度较弱。



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

白卡纸规划新增产能规模较大，需关注实际落地情况。2022年白卡纸新增产能对供需关系造成了一定压力，从纸企在建项目的情况来看，2023年预计仍有较多白卡纸产能投放，或对白卡纸价格造成一定压制。此外，文化纸产能预计也有一定投放。实际影响仍需关注项目实际落地情况。



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

表7：2023 年预计投产的白卡纸、文化纸产能

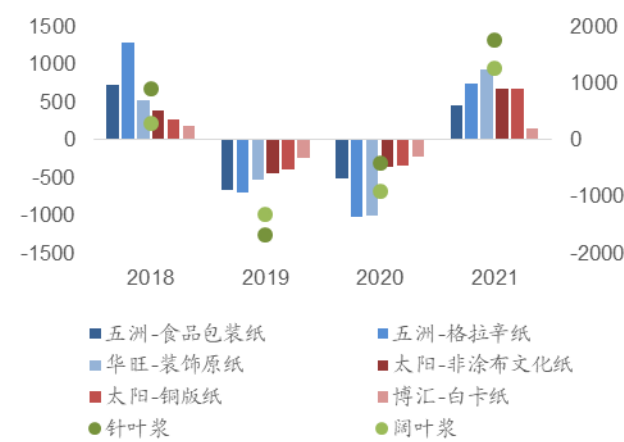
纸种	公司	项目产能(万吨)	预计投产时间
白卡纸	联盛纸业	100	预计 2023 年 4 月
白卡纸	亚太森博	100	规划 2023 年年中投产
白卡纸	玖龙纸业	120	预计 2023 年 Q4
文化纸	亚太森博	50	预计 2023 年 10 月
文化纸	玖龙纸业	55	预计 2023 年 Q4

资料来源：纸业网，纸视界，玖龙纸业公司公告，东兴证券研究所

## 4.2 推荐特种纸板块，关注生活用纸、旺季文化纸板块

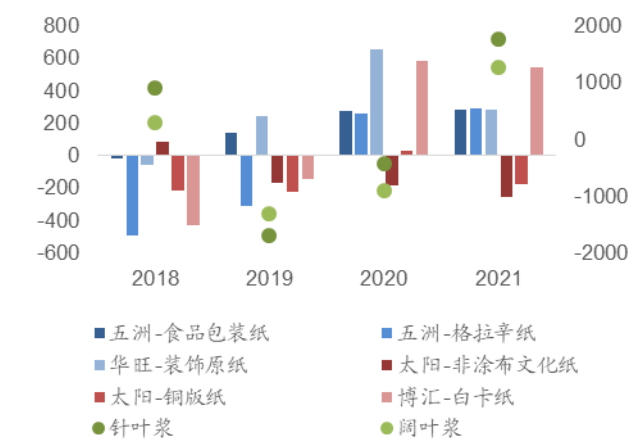
综合考虑成本与供需，重点推荐特种纸板块。我们认为未来随着浆价回落与需求改善，特种纸板块吨毛利改善将更为显著：（1）特种纸企业木浆自给率较低、原材料成本对于浆价的弹性更高，浆价下行期间成本回落幅度更大；（2）部分特种纸需求增速较快，竞争格局较为集中，纸价在浆价回落期间有望保持挺挺。

图53：浆价变动情况下，特种纸与大宗纸吨成本变动对比



资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

图54：浆价变动情况下，特种纸与大宗纸吨毛利变动对比

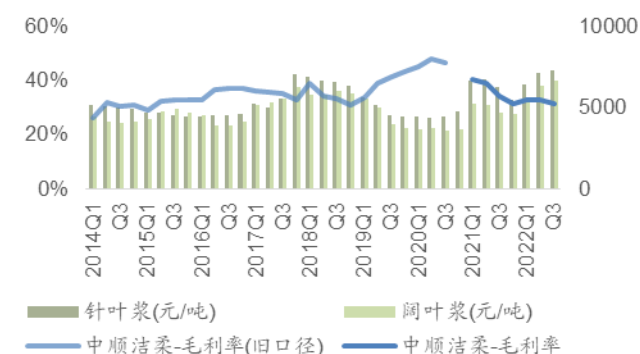


资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

关注生活用纸板块，文化纸板块旺季或有所表现。在成本下行、需求改善的基础上，关注行业供给竞争较小、成本优势显现。

- 生活用纸有望显著受益成本下行，同时关注竞争格局变化。生活用纸企业木浆自给率同样较低，浆价回落预计带动成本显著下行，毛利率有望迎来反弹。近年来头部纸企陆续发力电商渠道与中高端产品，品牌竞争有所加剧；同时行业产能相对过剩，存在一定价格竞争。关注渠道与产品具备优势、份额有望逐步提升的头部公司。
- 文化纸利润率已至近年低点，后续有望随需求触底回升。文化纸企业木浆自给率较高，浆价大幅波动期间吨成本相对于纸价更为稳定，历史上看业绩受纸价驱动更为明显，浆价下行拖累纸价的情况下毛利率反而承压。但是过去一年受到需求端的压制，文化纸价格与浆价走势分化，毛利率下降程度较为极端。预期随着行业需求改善，文化纸企利润率将有所修复。双胶纸需求刚性在 2022 年已有所体现，铜版纸需求有望跟随经济整体而改善，关注旺季纸价表现。

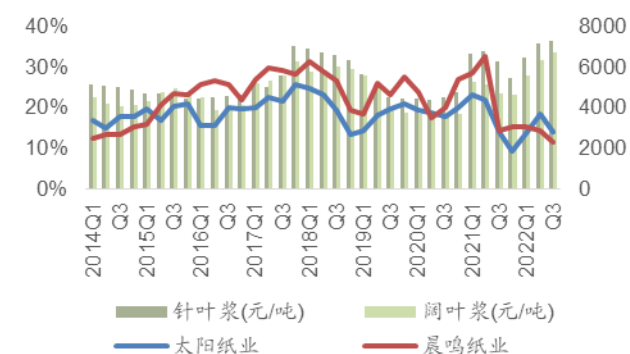
图55：中顺洁柔毛利率与木浆价格对比



资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

注：旧口径中营业成本不包含运输费用

图56：太阳、晨鸣(毛利率-销售费用率)与木浆价格对比



资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

注：使用(毛利率-销售费用率)是为了剔除营业成本口径变化的影响

- **包装纸关注供需关系变化。**对于白卡纸、箱板纸、瓦楞纸等包装纸，预计成本有望迎来回落，价格提振幅度需关注下游需求的具体改善情况，同时需要关注行业产能投放带来的竞争压力。

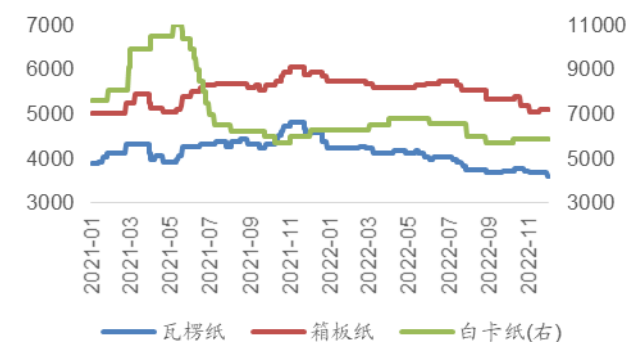
## 5. 包装：景气度有望改善，关注长期竞争优势与替塑品类发展

### 5.1 需求有望受益防疫政策，原材料成本压力较小

**疫情防控政策优化，行业景气度有望改善。**包装行业终端需求与消费相关性较高，随着疫情防控政策的优化，下游需求的复苏有望带动包装行业景气度的改善。根据终端需求的不同，各细分领域的复苏节奏或有所差异（例如消费电子受到海外通胀、库存积压等因素影响，复苏进度可能相对延后）。

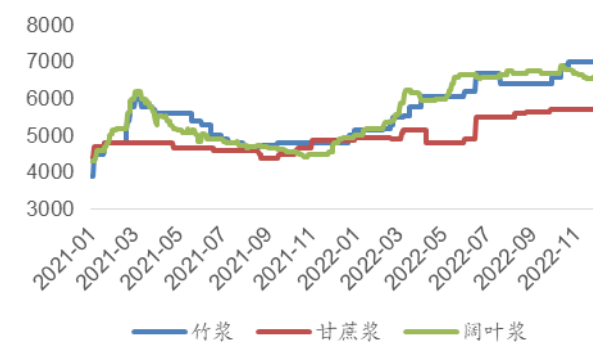
**原材料价格回落，成本端压力较小。**2022年下半年，受到下游需求偏弱的影响，包装上游原材料普遍有所回落，有望带动包装企业盈利改善。纸包装与纸塑方面，考虑到2023年木浆价格预期下行，甘蔗浆、竹浆等环保纸塑原材料价格预计承压；由于原材料价格回落，白卡纸产能的释放等，白卡纸、箱瓦纸等纸包装原材料价格预计不会大幅上行。金属包装、塑料包装方面，预计受制于行业产能释放、海外需求预期疲软，价格亦将保持相对较低水平。

图57：箱板纸、瓦楞纸、白卡纸价格（元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

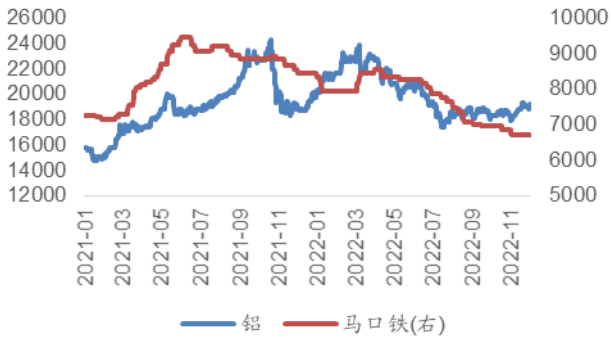
图58：竹浆、甘蔗浆价格（元/吨）



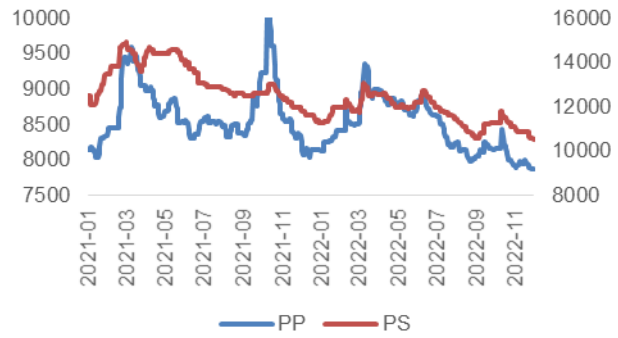
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图59：铝、马口铁价格（元/吨）

图60：PP、PS价格（元/吨）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

## 5.2 关注多元化布局顺利、竞争优势凸出的包装企业

**包装企业多元化布局，打开增长空间、优化业务结构。**包装行业细分领域较多，包企传统上业务较为聚焦，扩张取决于各自细分领域市场空间与竞争格局特点。目前头部包企在细分领域已取得一定份额，而合理扩张业务边界已具备契机（例如烟酒包装市场化程度提升、环保替塑包装市场空间打开等）。

近年来，包装行业头部企业布局新领域、新品类的动作较多，其中以**裕同科技**为代表的公司已有所收获。包装企业利用现有制造能力、技术研发、客户资源等协同，延伸布局其他包装细分领域或者相关产业，有利于打开成长空间。与此同时，部分新业务相对于传统业务的盈利能力较强，业务多元化有利于提升公司综合利润率。

**头部包企修炼内功打造竞争力，有望提升利润率与市场份额。**包装行业竞争较为激烈，面对下游客户的议价能力较弱；通过自身降低成本费用，提升制造交付效率，有望实现盈利能力与市场份额的提升。例如**裕同科技**，通过打造智能工厂，实现工厂全自动化生产，显著降低人力成本。面对竞争压力，公司仍能保持高质量的及时交付，在消费电子客户中的订单份额持续提升。

## 5.3 一次性塑料替代持续推进，行业龙头积极布局抢占市场

### 5.3.1 不可降解塑料限制大势所趋，国内外政策陆续落地

**国内外政策支持下，全球限塑持续推进。**随着全球塑料污染问题日益突出、环保意识逐渐增强，全球多个国家和地区陆续制定了针对不可降解塑料的限塑、禁塑政策。国内方面，2020 年发布的《进一步加强塑料污染治理的意见》制定了截至 2025 年的禁塑、限塑时间表，涉及不可降解塑料袋、一次性塑料餐具等多个品类。海外方面，欧盟、北美等发达地区的各个国家亦陆续制定了一系列禁塑、限塑政策。

➢ **国内：限塑范围持续扩大，迈向 2025 年政策目标。**根据《进一步加强塑料污染治理的意见》，从 2020 年至 2022 年，对于不可降解一次性塑料餐具（除吸管）的限制主要在县级以上建成区、景区景点的餐饮堂食服务领域；至 2025 年，《意见》要求地级以上城市外卖领域消耗强度下降 30%，进一步促进塑料制品替代。同时，不可降解塑料袋、宾馆酒店一次性塑料制品的限制范围也在逐步扩大。

表8：《进一步加强塑料污染治理的意见》关于禁止、限制塑料使用的部分内容

分类	品类	2020 年底目标	2022 年底目标	2025 年底目标
----	----	-----------	-----------	-----------



分类	品类	2020 年底目标	2022 年底目标	2025 年底目标
禁止、限制使用的塑料制品	不可降解塑料袋	① <b>禁止使用范围</b> ：直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动 ② <b>规范和限制使用范围</b> ：集贸市场	① <b>禁止使用范围</b> ：扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	① <b>禁止使用范围</b> ：扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区的集贸市场
	不可降解一次性塑料吸管	<b>禁止使用范围</b> ：全国餐饮行业		
	不可降解一次性塑料餐具（除吸管）	<b>禁止使用范围</b> ：地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务	<b>禁止使用范围</b> ：扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务	<b>地级以上城市外卖领域消耗强度下降 30%</b>
	宾馆、酒店一次性塑料用品		全国范围 <b>星级宾馆、酒店等场所不再主动提供</b>	<b>实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿</b>
	不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等		<b>禁止使用范围</b> ：北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点	<b>禁止使用范围</b> ：扩大至全国范围邮政快递网点
	不可降解的塑料胶带		北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网	全国范围邮政快递网点 <b>禁止使用</b> <b>降低使用量</b>

资料来源：国家发改委，东兴证券研究所

- **海外：多国政策落地，禁塑、限塑渐成趋势。** 欧盟 2019 年通过《一次性塑料制品指令》，禁止销售一次性塑料餐盘、餐具、吸管等，目前已有超过一半成员国完成了相应立法，其他成员国亦被要求跟进。加拿大 2022 年发布《一次性塑料制品禁令》，计划在 2022-2025 年分阶段逐步禁止一次性塑料餐具等制品。其他发达国家如美国、日本、澳大利亚等，亦处于不同进度的禁塑、限塑进程中。

表9：部分国家、地区禁止或限制塑料使用的政策

国家/地区	实施时间	部分相关政策内容	
欧盟	2021 年	要求各成员国限时完成立法，禁止销售一次性塑料餐盘、餐具、吸管、饮料搅拌棒等，以及发泡聚苯乙烯制成的食品饮料容器等。截至 2022 年 9 月，已有超过一半的欧盟成员国依据指令完成了本国立法。	
加拿大	2022 年	2022-2025 年，分阶段逐步禁止餐具、吸管、搅拌棒等一次性塑料制品的制造、进口、销售、出口。其中餐具、吸管、搅拌棒等一次性塑料制品在 2022 年 12 月 20 日之后将禁止制造和进口、2023 年 12 月 20 日之后禁止销售。	
美国	加利福尼亚州	2017 年以来	2017 年起，禁止大型超市和药店免费提供一次性塑料袋；2019 年起，禁止全方位服务餐厅（即不包括快餐店、咖啡馆等）提供一次性吸管，除非顾客主动索取。
	新泽西州	2020 年以来	2020 年起，禁止餐厅服务员主动提供塑料吸管，除非顾客特别要求；2022 年 5 月起，禁止零售商店、便利店、药店及餐厅等售卖或提供一次性塑料袋，餐厅不得售卖或提供 PS 塑料餐具。
	华盛顿州	2021 年以来	2022 年起，禁止餐厅主动提供塑料餐具、吸管，除非顾客要求。
	俄勒冈州	2020 年以来	2020 年起，餐饮业者禁止提供一次性塑料吸管，除非顾客要求。
	华盛顿特区	2019 年以来	2019 年 7 月起，禁止使用一次性塑料吸管。



国家/地区	实施时间	部分相关政策内容
纽约州纽约市	2021 年以来	2021 年 11 月起，市内所有餐馆、酒吧、咖啡馆等不允许提供一次性塑料吸管，除非顾客特别要求。
华盛顿州西雅图市	2018 年以来	2018 年 7 月起，全面禁止餐饮业者提供一次性塑料吸管及塑料餐具。
日本	2022 年	促进塑料生产者、消费者等减少特定塑料制品（包括餐具、吸管、酒店用品等）的使用和废物排放，促进塑料制品的回收与再利用。执行上主要以非强制手段推动执行，例如针对每年向消费者提供 5 吨以上特定塑料制品的商户，如果减塑不力，可能遭到政府的公示与指导。

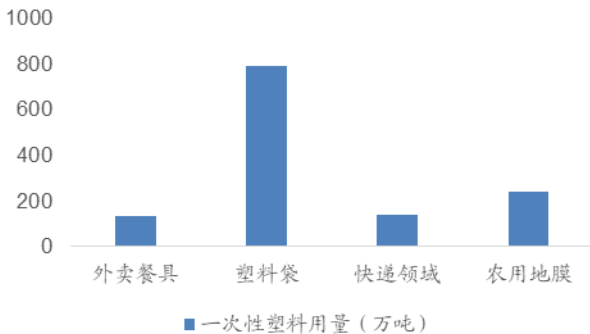
资料来源：家联科技、富岭股份招股说明书，欧盟、加拿大、日本政府官网，东兴证券研究所

### 5.3.2 一次性塑料用量规模巨大，替塑空间广阔

全球一次性塑料用量超 1 亿吨，替代材料制品规模仍较小。一次性塑料广泛用于外卖餐具、塑料袋、快递包装、农用地膜等领域，据估算国内 2020 年四大领域一次性塑料用量可达 1300 万吨左右，而全球一次性塑料制品用量预计可达到 1.0-1.5 亿吨。

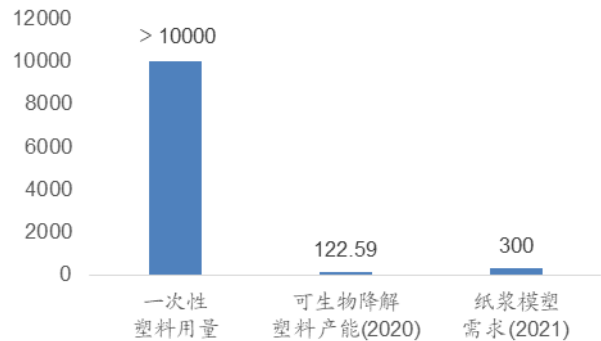
替代不可降解塑料的主要材料包括生物降解塑料（如 PLA、PBAT）、纸浆模塑、纸制品（如淋膜纸制品、环保纸袋等）。相对而言，目前替代不可降解塑料的主要材料产量仍然较低，2020 年全球可生物降解塑料的产能为 122.59 万吨。2021 年全球纸浆模塑需求约 300 万吨。

图 61：国内主要领域一次性塑料用量估计



资料来源：海正生材招股说明书，东兴证券研究所

图 62：全球一次性塑料用量与替代材料市场规模（万吨）

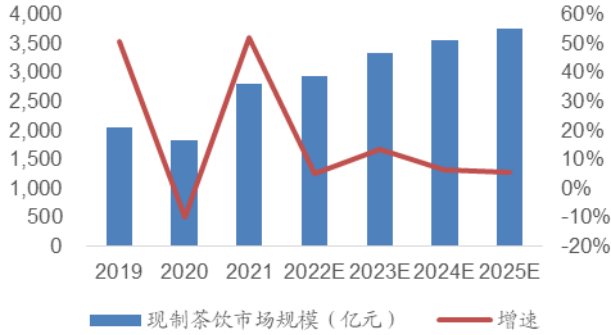


资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

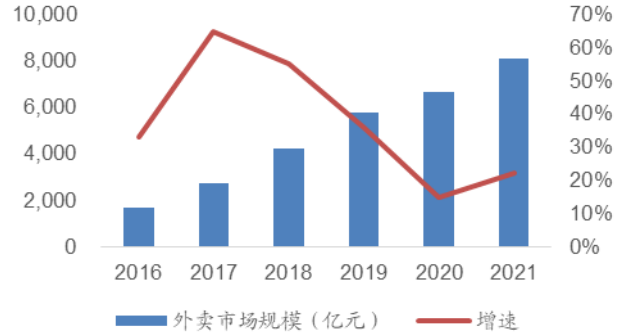
随着消费水平上升，塑料制品需求及其潜在替代空间仍在增长。从我国日用塑料制品产量来看，尽管 2018 年受到限制废塑料进口、中美贸易战的影响而下滑，但是 2019-2021 年产量逐渐回升。消费水平的上升，外卖与茶饮等应用场景的扩张，支撑了塑料制品的产量，亦意味着可降解材料潜在的替代空间仍在增长。

图 63：我国现制茶饮市场规模

图 64：我国外卖市场规模



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，艾媒咨询，东兴证券研究所

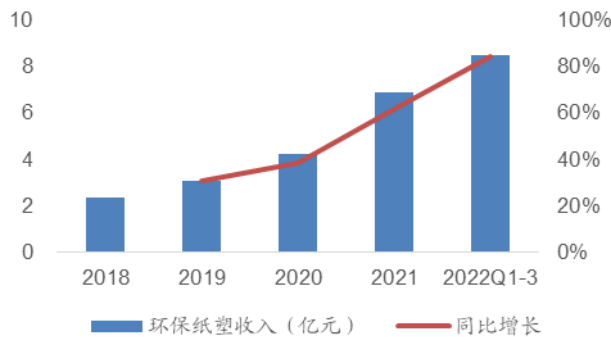


资料来源：中国饭店协会，华经产业研究院，东兴证券研究所

### 5.3.3 包装企业积极布局替塑领域，关注具备竞争优势的头部公司

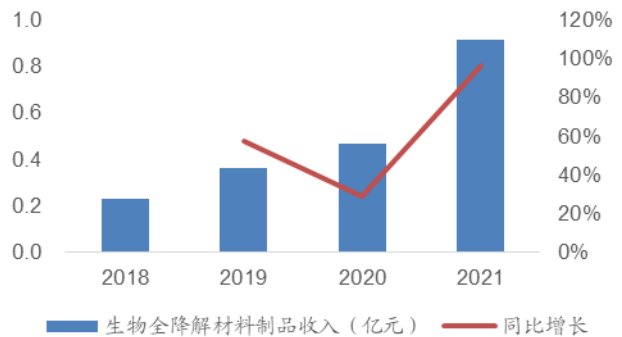
相关公司替塑制品业务实现快速增长。受益于全球一次性塑料制品替代进程，多家包装企业纷纷发力替塑制品领域，相关业务实现了快速发展。例如 2019-2021 年，裕同科技的环保纸塑业务收入复合增速达到+43%，家联科技的生物全降解材料制品收入复合增速达到+59%，增长表现迅猛。

图65：裕同科技环保纸塑业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图66：家联科技生物全降解材料制品业务收入



资料来源：家联科技招股说明书、公司公告，东兴证券研究所

头部公司布局积极，扩张产能抢占市场份额。随着行业市场空间打开，纸浆模塑、纸制品、可降解塑料制品企业开始积极布局，已有多家公司寻求上市募资和扩张产能。

表10：替塑材料制品相关上市公司募投项目情况

公司	涉及领域	上市阶段	替塑材料制品募投项目	项目投资 (万元)
家联科技	可降解塑料制品	已上市	漈浦厂区生物降解材料制品及高端塑料制品生产线建设项目(含 1.6 万吨生物降解材料制品)	26604
			生物降解材料及制品研发中心建设项目	10023
富岭股份	可降解塑料制品	IPO 进程中	年产 2 万吨可循环塑料制品、2 万吨生物降解塑料制品技改项目	62105.23
众鑫股份	纸浆模塑	IPO 进程中	年产 10 万吨甘蔗渣可降解环保餐具项目 (崇左众鑫一期)	68188.4
			年产 10 万吨甘蔗渣可降解环保餐具项目	40462.15

公司	涉及领域	上市阶段	替塑料材料制品募投项目 (来宾众鑫一期)	项目投资 (万元)
南王科技	环保纸袋、纸制食品包装	IPO 进程中	年产 22.47 亿个绿色环保纸制品智能工厂建设项目	38853.14
			纸制品包装生产及销售项目	25098.66
恒鑫生活	纸制、可降解塑料餐具	IPO 进程中	年产 3 万吨 PLA 可堆肥绿色环保生物制品项目	60000

资料来源：各公司招股说明书，东兴证券研究所

关注在客户、渠道、技术、产业链等方面具备优势的公司。我们认为具备客户资源与渠道、研发与技术、产业链布局等优势的公司，有望在替塑料材料制品方面取得领先。例如裕同科技（消费电子、烟酒等客户资源深厚，餐包客户拓展顺利，同时布局上游浆板生产）、家联科技（多年服务于餐饮类客户，PLA 发泡技术领先，同时布局可降解塑料与环保纸塑领域）等。

## 6. 电子烟：国内进入国标产品时代，海外关注一次性产品与监管变化

### 6.1 国内政策风险基本落地，国标产品有待消费者认可

国内政策风险基本落地，行业过渡期结束。2022 年国内电子烟主要监管政策陆续颁布施行，监管体系、行业标准、税收标准等已经确立。目前国内行业政策风险基本落地，前期国内市场由于监管政策变动而处于过渡期，生产销售有所承压，后续将恢复正常。

表11：2022 年电子烟发布和实施的主要政策

时间	政策	主要内容
2022 年 3 月发布 2022 年 5 月实施	《电子烟管理办法》	对于电子烟的生产销售、质量管理等方面制定了明确规范，包括电子烟相关企业须取得烟草专卖生产企业许可证，企业设立与产能扩张等需要审批，电子烟零售方需通过电子烟批发企业购进产品，并不得排他性经营上市销售的电子烟产品等。
2022 年 4 月发布 2022 年 10 月实施	《电子烟》国家标准	规定了电子烟及其烟液、烟具、雾化物等的定义和规范要求，其中明确提出电子烟是“用于产生气溶胶供人抽吸等的电子传送系统”，无论雾化物是否含有烟碱均受监管，同时“雾化物应含有烟碱”；电子烟产品特征风味不应呈现除烟草外的其他风味，同时规定了允许使用的添加剂。
2022 年 10 月发布 2022 年 11 月实施	《关于对电子烟征收消费税的公告》	电子烟实行从价定率的办法计算征收消费税。生产（进口）环节的税率为 36%，批发环节的税率为 11%。纳税人出口电子烟，适用出口退（免）税政策。
2022 年 4 月-11 月	《关于促进电子烟产业法治化规范化的若干政策措施（试行）》《电子烟产品技术审评实施细则》《关于电子烟零售点布局和许可管理工作的指导意见》等多项政策细则	

资料来源：国家烟草专卖局，东兴证券研究所

国标产品或有待迭代发展，中长期仍看好替烟属性。尽管监管过渡期已经结束，但是短期来看电子烟销售相比过渡期前或有所下滑、行业增速有所放缓（具体幅度有待观察），主要由于：（1）口味方面，国标产品的特征风味须是烟草风味，口味整体受限，相较此前水果味为主的非国标产品有较大差异，对于部分消费者的吸引力降低；（2）价格方面，电子烟加征消费税后，终端零售价格上涨幅度较大，相对于传统卷烟的价格竞争力进一步下降。

未来随着口味迭代创新，雾化技术升级，制造端规模化、自动化降低成本，国标电子烟有望实现口味的改善、价格的优化，消费者的接受度有望提升。中长期仍然看好电子烟发挥替烟属性、转化传统卷烟烟民，渗透率逐步提升。

## 6.2 海外一次性电子烟增长迅速，关注监管政策变化

一次性电子烟在欧洲有望快速增长，在美国迎来合规监管。(1) 欧洲方面，一次性电子烟发展迅猛。根据调查数据显示，一次性电子烟在英国电子烟使用者中的渗透率从 2021 年的 8% 骤增至 2022 年的 52%。同时，英美烟草、帝国烟草等烟草巨头也陆续在欧洲推出了一次性产品。预计一次性电子烟在欧洲的热度可继续维持。(2) 美国方面，一次性电子烟发展同样迅猛，目前市占率已达到 1/3，并影响了换弹式产品的增长。一次性产品在美国的风靡，一定程度上是由于众多厂商使用合成尼古丁规避 FDA 监管，从而绕过禁令提供水果味等口味产品。2022 年 4 月 FDA 将使用合成尼古丁的产品纳入监管范围后，已陆续向不合规产品发出营销拒绝令。后续执法力度的增强，有望降低不合规一次性电子烟对换弹式电子烟的冲击，利好主要布局合规产品的 Vuse 等品牌。

海外电子烟口味监管仍存在不确定性，关注政策进展。(1) 美国方面已明确禁止除了烟草、薄荷以外口味的电子烟销售，对于薄荷口味电子烟的态度则尚不明朗。考虑到 FDA 在前期已批准 Logic 品牌烟草味电子烟通过 PMTA 的情况下，向 Logic 品牌的薄荷味电子烟发布了营销拒绝令，后续仍需关注其他品牌产品的审批进展。(2) 欧盟方面对于电子烟口味尚未颁布禁令，少数国家（荷兰、丹麦、芬兰等）自行禁止了非烟草口味电子烟的销售；另一方面，欧盟近期针对加热烟草颁布了香精禁令，将其口味限制在烟草口味上。后续欧盟是否会制定针对电子烟制定类似政策，仍需观察。目前欧美对于电子烟口味的限制仍存在不确定性，但是不排除收紧的可能。

**投资建议：看好具备制造、技术、品牌等优势，绑定优质客户的电子烟企业。**国内市场方面，在国标约束和消费税的压力之下，中小制造商和品牌商或将逐渐出清，拥有品牌力、产品力、技术实力、制造能力的品牌商和制造商份额有望提升。海外市场方面，发力一次性电子烟、绑定合规优质客户的制造商有望持续成长。建议关注思摩尔国际，公司在国内有望凭借自动化制造和技术创新等保持竞争力，海外绑定英美烟草（受益于 Juul 未通过美国 PMTA）等优质客户，与英美烟草合作的一次性电子烟产品在英国市场取得成功，未来有望持续放量。

## 7. 风险提示

地产销售回暖不及预期，原材料价格上涨超预期

啊

## 分析师简介

### 分析师：刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 分析师：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造业行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

## 研究助理简介

### 研究助理：沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造业行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F



邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526