

轻工制造 2023 年度投资策略

布局家居地产链拐点，看好需求复苏盈利修复

超配

核心观点

行情回顾：市场“内忧外患”整体下行，轻工板块下行幅度超越大盘。A股2022年经历四个阶段：1)年初至4月底下行，市场主要担忧主要包括：疫情多点散发影响消费需求带来经济下行、油价上涨、海外通胀压力、流动性收缩。2)5-7月震荡回暖，主要受到国内疫情好转经济复苏预期拉动。3)8月初至10月震荡下行，全球通胀数据居高不下，内部疫情持续扰动。4)11月至今市场筑底反弹，内部对政策预期较为积极；外部美国通胀数据好于预期。轻工各细分板块趋势与大盘基本一致，家居板块受地产行情及相关政策扰动较大；文娱及造纸板块受益于需求复苏及盈利改善，股价反弹幅度较大。
行业数据：家具内外销承压，造纸盈利承压，必选消费增长稳健。家居行业今年受国内外房地产行业景气度较差的影响，内外销承压；板材价格上涨，定制家居企业成本压力大。必选消费销售增长稳健，文化办公用品受疫情影响较大销售下滑。造纸行业浆价高位运行纸价提涨困难，纸企盈利端承压。

投资主线一：地产政策催化估值修复，竣工向好叠加消费复苏有望助推戴维斯双击。1) 基本面β：家居消费周期与地产竣工及景气度相关，随地产竣工端修复、疫情政策优化、外销库存回落，明年家具行业有望迎来基本面回暖。2) 基本面α：逆境下行业持续整合，龙头分化趋势渐显，集中度有望提升。3) 估值：负面预期受地产销售下行带动，正面预期是地产政策激励。

投资主线二：人均文具开支增长驱动行业量价齐升，个护家清必选消费短期显现韧性。文具行业未来随疫情缓和，短期需求回暖盈利改善可期；长期人均消费增长与龙头集中度提升为主要驱动力。个护家清板块作为必选消费，短期基本面彰显韧性，长期集中度有望进一步提升。

投资主线三：纸浆价剪刀差驱动板块盈利，浆价回落和疫后复苏预期增加。今年浆价攀升纸企成本压力显著，随产品提价、渠道结构调整完成，同时预计明年一季度末UPM浆厂投产，或部分释放浆价压力盈利有望修复。

风险提示：疫情反复多次冲击；地产开工持续下滑；行业竞争格局恶化。

投资建议：把握家居板块戴维斯双击机遇，布局需求复苏盈利修复个股。家居行业困境下内生变革释放马太效应，预期转暖与基本面复苏在即，龙头长期成长性有望凸显，重点推荐欧派家居/顾家家居/索菲亚/喜临门/志邦家居/公牛集团。必选消费韧性凸显盈利拐点即将来临，重点推荐晨光股份/百亚股份。造纸产业链看好成本回落与需求提振，重点推荐太阳纸业/中顺洁柔。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603833	欧派家居	买入	109.90	669.46	4.58	5.40	24.00	20.35
603816	顾家家居	买入	37.20	305.74	2.18	2.47	17.06	15.06
002572	索菲亚	买入	17.11	156.11	1.26	1.51	13.58	11.33
603008	喜临门	买入	28.50	110.41	1.62	1.90	17.58	14.99
603801	志邦家居	买入	28.68	89.44	1.77	2.06	16.20	13.92
603195	公牛集团	买入	142.00	853.64	5.29	6.22	26.84	22.83
603899	晨光股份	买入	50.80	470.88	1.53	2.20	33.20	23.09
003006	百亚股份	买入	13.71	59.00	0.43	0.57	31.88	24.05
002078	太阳纸业	买入	10.94	295.86	1.07	1.20	10.23	9.12
002511	中顺洁柔	买入	11.41	149.96	0.28	0.41	40.21	27.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

轻工制造

超配 · 维持评级

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

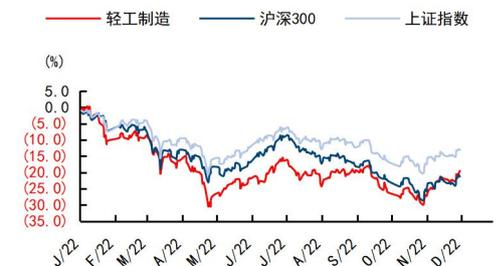
S0980520040004

联系人：刘璨

0755-81982887

liucan5@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《轻工制造双周报（2222期）-地产与防疫优化政策出台，看好龙头估值修复》——2022-11-21
- 《轻工制造双周报（2221期）-造纸成本下行，双十一重点家具品牌销售亮眼》——2022-11-11
- 《轻工制造11月投资策略及三季报总结-龙头基本面稳健，建议把握估值底部布局机遇》——2022-11-02
- 《轻工制造双周报（2220期）-利好政策持续，关注家居基本面改善及估值修复》——2022-10-19
- 《轻工制造双周报（2219期）-地产放松政策加码，看好龙头估值修复》——2022-10-11

内容目录

行情回顾：市场“内忧外患”整体下行，轻工板块下行幅度超越大盘	7
整体趋势：市场“内忧外患”，大盘整体震荡下行	7
轻工各细分板块趋势与大盘基本一致，造纸及文娱用品板块表现较好	8
相关公司全年表现整体不佳，近6个月少部分公司表现出抗跌属性	9
行业数据：家具内外销承压，造纸盈利承压，必选消费销售增长稳健	10
家居行业：2022年地产链下行趋势明显，家具内外销承压	10
消费品：必选消费销售增长稳健，文化办公用品销售下滑	13
造纸：浆价高位运行纸价提涨困难，纸企盈利端承压	14
家居板块：地产政策催化估值修复，竣工向好叠加消费复苏有望助推戴维斯双击	16
业绩估值逻辑：基本面与地产竣工及景气度相关，龙头分化趋势渐显，估值与地产销售及政策相关，市场存在预期差	16
欧派家居：定制家具龙头行稳致远，整装模式领先引领增长	22
顾家家居：软体家具龙头匠心不改，产品/品牌/渠道多元化布局完善	26
索菲亚：定制衣柜龙头，整家战略客单值提升明显	30
志邦家居：橱柜品类领先衣柜品类快速增长，运营稳健盈利能力持续提升	35
公牛集团：民用电工行业领军者，新业务新渠道拓展顺利传统业务彰显韧性	37
喜临门：聚焦自主品牌业务，产品渠道成长性显现	40
文具板块：人均消费增长与龙头集中度提升为主要长期成长驱动力	44
人均文具开支增长驱动行业量价齐升	44
晨光股份：人均消费增长，行业格局优化	46
个护家清板块：长期展望集中度提升，短期必选消费显现韧性	51
行业成熟饱和，集中度有望进一步提升	51
行业趋势一：产品中高端化发展，细分产品存在结构性机遇	52
行业趋势二：线上渗透率提升，直播与O2O业务多维触达消费者	53
短期逻辑：消费震荡复苏，必选消费具备刚性	54
百亚股份：看好电商引领增长，外围市场稳步扩张	54
造纸板块：纸浆价剪刀差驱动板块盈利，浆价回落和疫后复苏预期增加	57
长期复盘：纸浆价剪刀差驱动板块表现	57
浆价今年以来高位震荡，全球产能释放有望缓解供应紧张	60
纸价受需求推动，看好疫后需求复苏	62
太阳纸业：造纸龙头，林浆纸一体化有望缓解成本周期压力	63
中顺洁柔：生活用纸龙头，产品升级与全渠道建设赋能成长	66
投资建议：把握家居板块戴维斯双击机遇，布局需求复苏盈利修复个股	68
免责声明	71

图表目录

图 1: A 股大盘与板块指数行情走势	7
图 2: 美股大盘与板块指数行情走势	8
图 3: 港股大盘与板块指数行情走势	8
图 4: A 股/港股/美股大盘与轻工制造相关指数行情表现	8
图 5: A 股大盘与板块指数行情走势	9
图 6: A 股相关上市公司行情表现	10
图 7: 港股相关上市公司行情表现	10
图 8: 社会消费品零售总额及家具销售额当月同比	11
图 9: 整体出口额及家具出口额当月同比	11
图 10: 美国地产销售	11
图 11: 全部工业品、家具制造业 PPI	12
图 12: 出口平均单价: 胶合板及类似多层板	12
图 13: 板材进口价格指数	12
图 14: MDI&TDI 市场主流价格	13
图 15: 房地产开发、销售面积当月同比增速	13
图 16: 房地产开发、销售面积累计同比增速	13
图 17: 社会消费品零售总额及相关细分领域销售额当月同比	14
图 18: 全部工业品、造纸及纸制品 PPI	14
图 19: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)	15
图 20: 针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)	15
图 21: 整体出口额及纸浆纸及其制品出口额当月同比	15
图 22: 白卡纸和双胶纸价格 (元/吨)	16
图 23: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)	16
图 24: 家具零售额与房地产竣工及销售相关度较高	17
图 25: 龙头增速优于行业增速	17
图 26: 定制家居行业市场规模测算	18
图 27: 我国沙发及床垫市场规模测算	19
图 28: 龙头增速快于行业增速	19
图 29: 欧派家居业务概览	22
图 30: 欧派家居股价与估值复盘	23
图 31: 欧派家居营业收入及同比增速	23
图 32: 欧派家居净利润及同比增速	23
图 33: 顾家家居业务概览	26
图 34: 顾家家居营业收入及同比增速	27
图 35: 顾家家居净利润及同比增速	27
图 36: 顾家家居增长逻辑图	27
图 37: 顾家家居渠道提升逻辑图	28

图 38: 顾家家居未来五年内贸分品类规模及市占率	28
图 39: 顾家家居品牌矩阵及增长逻辑	29
图 40: 索菲亚业务概览	31
图 41: 索菲亚股价与估值复盘	32
图 42: 索菲亚营业收入及同比增速	32
图 43: 索菲亚净利润及同比增速	32
图 44: 索菲亚增长逻辑图	33
图 45: 志邦家居业务概览	35
图 46: 志邦家居营业收入及同比增速	36
图 47: 志邦家居净利润及同比增速	36
图 48: 公牛集团业务概览	38
图 49: 公牛集团营业收入及同比增速	39
图 50: 公牛集团净利润及同比增速	39
图 51: 公司业务概况	41
图 52: 2021 年家具市场竞争格局	41
图 53: 公司家具市场市占率	41
图 54: 2017~2021 年公司床垫销量与出厂单价	42
图 55: 2018~2021 年公司沙发销量与出厂单价	42
图 56: 电商渠道收入及同比增速	42
图 57: 公司单店提货额增长率	42
图 58: 中美日三国书写工具零售额及增长情况	44
图 59: 中美日三国零售量及增长情况	44
图 60: 中美日三国书写工具人均消费金额变化情况	44
图 61: 2011-2021 年 K12 在校生数量变化情况	44
图 62: 中日主要文具人均消费对比	45
图 63: 中日主要文具人均消费对比	45
图 64: 2011-2020 年中美日文具前五大公司集中度比较	45
图 65: 2011-2020 年中美日文具前五大品牌集中度比较	45
图 66: 晨光股份业务概览	46
图 67: 2011-2020 晨光股份在中国书写工具市场的份额变化	47
图 68: 2011-2020 年中美日文具前五大品牌集中度比较	47
图 69: 三菱、百乐、晨光研发费用金额对比	47
图 70: 2020 年 1 月-2022 年 6 月晨光申请专利详情	48
图 71: 2020 年 1 月-2022 年 6 月真彩申请专利详情	48
图 72: 2021 年各品牌中性笔价格带对比	48
图 73: 个人卫生护理市场规模及增速	51
图 74: 家庭清洁市场规模及增速	51
图 75: 个人卫生护理市场 CR5 中美日对比 (%)	52
图 76: 家庭清洁市场 CR5 中美日对比	52
图 77: 市场产品单价提升	52
图 78: 2015~2020 年中国家清人均支出情况	52

图 79: 拉拉裤市场规模及增速	53
图 80: 中国衣物洗护新品子品类	53
图 81: 个人卫生护理渠道结构	53
图 82: 家庭清洁市场渠道结构	53
图 83: 直播电商市场规模 (亿元) 及同比增速	54
图 84: 到店与到家市场规模 (亿元)	54
图 85: 石油现货价平均价格指数	54
图 86: 公司业务概况	55
图 87: 自由点品牌卫生巾市场份额	55
图 88: 百亚股份卫生用品市场份额	55
图 89: 自由点品牌收入贡献持续提升	56
图 90: 自由点&妮爽销量及均价	56
图 91: 公司电商收入规模 (百万) 及同比增速	56
图 92: 外围市场占比	56
图 93: 纸及纸板消费量 (万吨) 与同比增速	59
图 94: 造纸及纸制品固定资产投资累计同比	59
图 95: 2017 年至今浆价、纸价与主要造纸企业毛利率、估值复盘	59
图 96: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)	61
图 97: 针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)	61
图 98: 国内主要港口纸浆库存 (千吨)	61
图 99: 欧洲港口纸浆 (万吨)	61
图 100: 白卡纸和双胶纸价格 (元/吨)	62
图 101: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)	62
图 102: 纸浆纸及其制品出口规模及同比增速 (亿美元, %)	63
图 103: 公司业务概况	64
图 104: 2021 年造纸行业竞争格局 (产量口径)	64
图 105: 溶解浆收入及同比增速	64
图 106: 公司业务概况	66
图 107: 2021 年前四大生活用纸品牌市占率	67
图 108: 公司销售毛利率	67
图 109: 2021 年分渠道大类营业收入及增速	67

表 1: 2022 年地产主要激励政策梳理	20
表 2: 定制家居公司整装模式基本情况	24
表 3: 欧派家居盈利拆分	25
表 4: 欧派家居盈利预测及市场重要数据	25
表 5: 顾家家居盈利拆分	29
表 6: 顾家家居盈利预测及市场重要数据	30
表 7: 索菲亚盈利拆分	34
表 8: 索菲亚盈利预测及市场重要数据	34
表 9: 志邦家居盈利拆分	37
表 10: 志邦家居盈利预测及市场重要数据	37
表 11: 公牛集团盈利拆分	40
表 12: 公牛集团盈利预测及市场重要数据	40
表 13: 收入与毛利率假设	43
表 14: 盈利预测与市场重要数据	43
表 15: 晨光股份业务分拆及假设	50
表 16: 盈利预测和财务指标	51
表 17: 盈利拆分预测	57
表 18: 公司盈利预测及市场重要数据	57
表 19: 全球木浆拟新增产能情况	62
表 20: 9、10 月主要企业提价概况	63
表 21: 盈利预测假设拆分	65
表 22: 盈利预测与市场重要数据	66
表 23: 盈利预测假设拆分	68
表 24: 盈利预测与市场重要数据	68

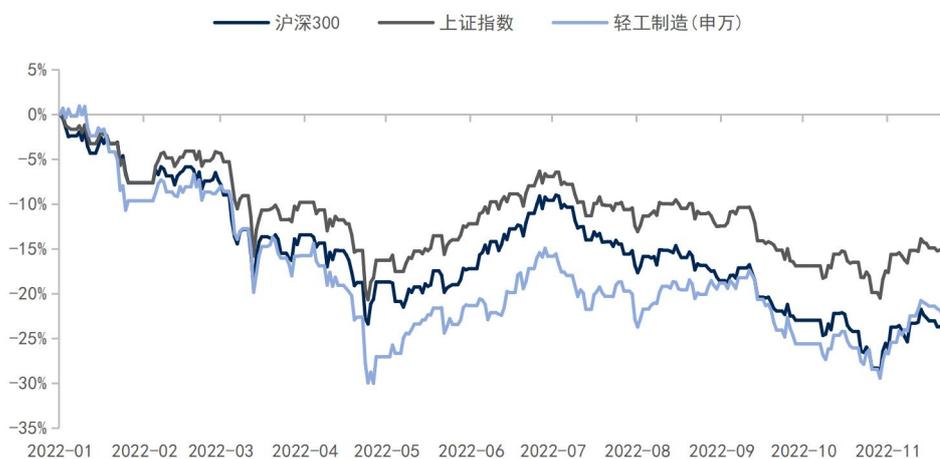
行情回顾：市场“内忧外患”整体下行，轻工板块下行幅度超越大盘

整体趋势：市场“内忧外患”，大盘整体震荡下行

整体趋势：A股年初至4月底先延续2021年底下行趋势，5-7月震荡回暖，8月初至10月震荡下行，11月至今有所反弹；港股下行至3月后有所反弹，随后延续震荡下行趋势，11月至今有所回暖；美股年初至9月底震荡下行，10月初至今震荡回暖。A股轻工制造板块趋势与大盘基本一致，下行幅度超过大盘；港股轻工制造指数（中信）弱于恒生指数和港股非必须性消费；美股非必须性消费品弱于标普、道琼斯指数和纳斯达克指数。

1. **A股：阶段一：**年初至4月底先延续2021年底下行趋势，市场主要担忧主要包括：疫情多点散发影响消费需求带来经济下行、油价上涨、海外通胀压力、流动性收缩。**阶段二：**5-7月震荡回暖，主要受到国内疫情好转经济复苏预期拉动，大盘见底反弹。**阶段三：**8月初至10月震荡下行，这一阶段外部全球通胀数据居高不下，美联储连续多次大幅度加息，推升无风险利率；内部疫情持续扰动，经济复苏和稳增长效果不及预期。**阶段四：**11月至今市场筑底反弹，内部二十大召开后，疫情防控政策优化，稳增长政策持续，市场对政策预期较为积极；外部美国通胀数据好于预期。上证指数和沪深300指数年初至今分别下滑15.1%和24.0%。轻工制造板块跌幅大于大盘，年初至今下滑22.1%，其中，4月底降至最低点，下滑30.0%；自最低点反弹7.9%；

图1：A股大盘与板块指数行情走势



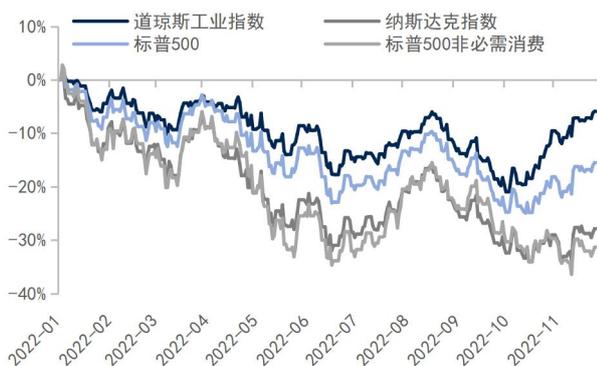
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. **港股：阶段一：**年初至今大盘呈下行趋势，市场担忧主要包括：外部受到俄乌地缘冲突爆发、美联储连续加息货币紧缩预期、中概退市法案等影响；内部疫情影响经济预期，3月跌幅收窄之后有所回暖，随后延续震荡下行趋势。**阶段二：**内部疫情防控政策优化，经济复苏预期、稳增长预期增强；外部对海外流动性收紧的担忧逐步缓解，11月至今有所回暖。恒生指数年初至今下滑24.5%；在10月底降至最低点，下滑37.2%，后自最低点反弹12.7%。轻工制造板块（中信）与大盘相比跌幅较大，年初至今下滑53.4%，其中，10月底降至最低点，下滑63.4%，

后自最低点反弹 10.0%；

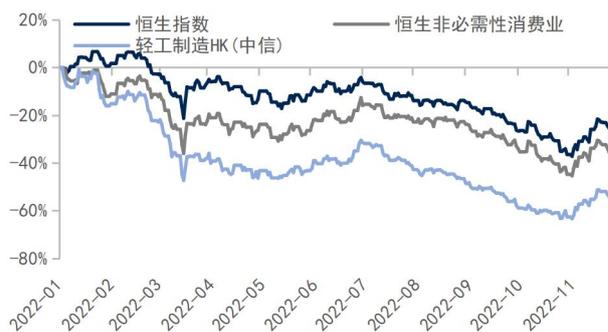
3. **美股：**年初至 9 月底震荡下行，震荡幅度较大，10 月初至今震荡回暖，标普 500、道琼斯指数和纳斯达克指数分别下滑 15.5%/5.9%/27.9%，其中，10 月中旬降至最低点，三大指数分别下滑 24.8%/18.4%/34.0%。非必须消费品指数下滑幅度较大，年初至今下滑 31.3%，其中，11 月中旬降至最低点，下滑 36.4%。

图2：美股大盘与板块指数行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：港股大盘与板块指数行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：A股/港股/美股大盘与轻工制造相关指数行情表现

市场	代码	指数	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	月末价
A股	801140.SI	轻工制造(申万)	10.4%	8.9%	4.7%	3.6%	1.1%	-22.1%	2,265
	801143.SI	造纸	10.7%	7.8%	11.6%	0.4%	1.9%	-14.3%	2,300
	801141.SI	包装印刷	5.7%	5.2%	7.7%	-2.6%	6.9%	-25.2%	2,628
	801142.SI	家居	13.0%	11.3%	-2.4%	-7.7%	-5.2%	-27.5%	1,887
	801145.SI	文娱用品	13.1%	12.6%	7.6%	-1.2%	6.8%	-11.1%	1,922
	000300.SH	沪深300	7.1%	6.1%	-1.3%	-8.1%	-6.8%	-24.0%	3,757
港股	000001.SH	上证指数	6.8%	5.9%	2.1%	-4.7%	-1.9%	-15.1%	3,089
	HSCICD.HI	恒生综合行业指数-非必需性	18.3%	16.9%	-0.1%	-15.2%	-15.2%	-35.4%	2,591
	CIHK5009.WI	轻工制造HK(中信)	27.3%	24.8%	13.6%	-9.4%	-19.3%	-53.4%	541
美股	HSI.HI	恒生指数	20.2%	18.1%	2.5%	-11.8%	-16.4%	+24.5%	17,661
	DJI.GI	道琼斯工业指数	4.5%	4.1%	19.0%	6.5%	3.0%	-5.9%	34,194
	IYIC.GI	纳斯达克指数	2.7%	1.6%	6.7%	-6.1%	-7.0%	-27.9%	11,285
	SPX.GI	标普500	4.0%	3.2%	12.3%	-0.1%	-3.1%	-15.5%	4,027
	S5COND.SPI	标普500非必需消费	-1.6%	-2.3%	-1.4%	-11.3%	-7.8%	-31.3%	1,106

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：时间截至 2022 年 6 月 30 日

轻工各细分板块趋势与大盘基本一致，造纸及文娱用品板块表现较好

轻工各细分板块与大盘、轻工制造板块整体趋势基本一致。

家居用品板块：年初至 4 月底受到地产数据持续向下与部分城市疫情反复的双重影响，延续 2021 年底的下行趋势；5-6 月随着稳增长预期持续释放，板块震荡回暖；7-8 月由于地产销售数据进一步大幅向下，需求预期持续下滑，板块震荡下行；9 月保交楼政策推进以及竣工数据回暖带动板块回暖，但基于对家居企业三季度业绩的悲观预期，9-10 月家具板块持续下行；10 月家居企业披露三季报数据，基本面压力显现，板块延续下行趋势；11 月至今随着房地产融资相关政策及疫情优化政策发布，板块伴随地产链有所反弹，当前位点仍低于年初。

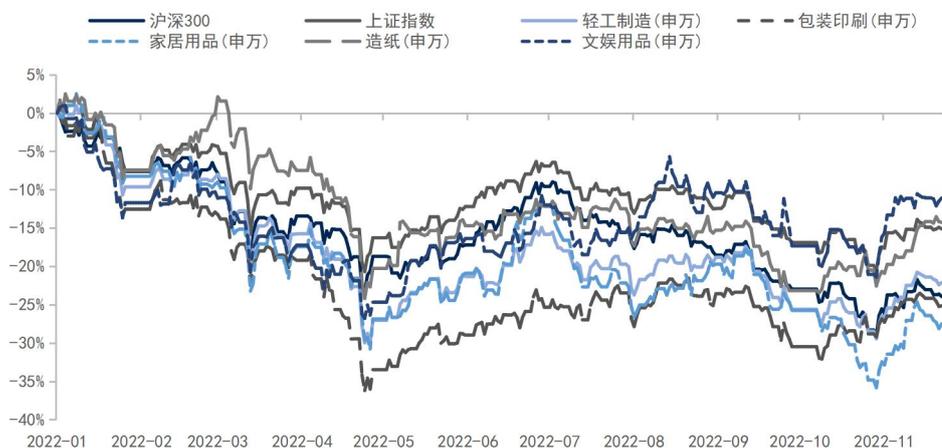
文娱用品板块：年初至4月底生产及线下需求受疫情影响较大，股价持续下行；5-8月随消费复苏预期股价震荡回暖；9-10月基于对三季度基本面的悲观预期，股价小幅下行；11月初至今受益于疫情优化政策及下半学期消费旺季的到来，需求端回暖，板块大幅反弹，当前位点仍低于年初。

包装印刷板块：年初至4月底由于疫情原因，需求受限、物流受阻，板块持续下行；5-8月震荡回暖；9月震荡下行；10月至今由于上游原材料价格均有不同幅度的下降，板块持续回暖，当前位点仍低于年初。

造纸板块：由于今年上游原材料端浆价持续高位震荡，叠加下游需求疲软、纸价提涨难落实，纸企利润空间受挤压；同时生产端受疫情反复影响较大，股价整体震荡下行，2月有短暂反弹，3-4月持续下滑，5-7月震荡回暖，8月小幅震荡下行，9月大幅下滑；10月初至今随着木浆、废纸浆价格有望开始步入下行周期、浆厂投产日期临近，以及部分纸品订单释放、需求缓慢修复，盈利有望修复，板块股价有所反弹，其中特种纸股价反弹力度较大，板块整体当前位点仍低于年初。

年初至今文娱用品和造纸板强于轻工板块及其他轻工细分板块。年初至今按下跌幅度从大到小依次是家居、包装印刷、造纸、文娱用品，分别-27.5%/-25.2%/-14.3%/-11.1%。其中，各板块在4月下旬降至最低点，按下跌幅度从大到小分别是包装印刷、家居用品、文娱用品、造纸，分别下滑-36.2%/-30.8%/-26.8%/-24.2%；随后皆有所反弹，按反弹幅度从高到底分别是家居用品、文娱用品、造纸、包装印刷，分别反弹19.8%/16.0%/12.2%/12.0%。从年初至今整体变化来看，文娱用品和造纸板块强于轻工板块，包装印刷和家居板块弱于轻工板块。

图5: A股大盘与板块指数行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关公司全年表现整体不佳，近6个月少部分公司表现出抗跌属性

1. A股方面，在大盘整体有较大幅度回调的情况下，重点公司全年整体股价均为负增长，近6个月少部分公司跌幅较小或获得正收益，相对于大盘表现出抗跌属性，其中包括：志邦家居（36.5%）、豪悦护理（25.9%）、百亚股份（22.6%）、

裕同科技（19.3%）、金牌橱柜（11.4%）、奥瑞金（4.7%）、喜临门（3.9%）、博汇纸业（3.3%）、中顺洁柔（2.1%）、梦百合（-2.4%）。

2. 港股方面，绝大多数重点公司全年整体股价均为负增长，近6个月少部分公司跌幅较小或获得正收益，表现较好，其中包括：华宝国际（1.6%），维达国际（0.8%）、敏华控股（-6.5%）。

图6：A股相关上市公司行情表现

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
家居	603833.SH	欧派家居	24.4%	20.6%	-10.8%	-17.3%	-12.1%	-30.4%	101
	603816.SH	顾家家居	15.5%	11.0%	-12.9%	-24.3%	-24.9%	-40.3%	35
	002572.SZ	索菲亚	16.6%	12.3%	-3.2%	-3.3%	-22.8%	+24.7%	16
	300616.SZ	尚品宅配	8.4%	8.3%	8.0%	-14.5%	-21.4%	-53.8%	20
	603801.SH	志邦家居	26.8%	26.5%	13.3%	24.8%	36.5%	-11.0%	26
	603180.SH	金牌橱柜	13.4%	12.8%	9.7%	17.1%	11.4%	-23.6%	28
	603313.SH	梦百合	11.4%	3.7%	5.6%	-16.7%	-2.4%	-40.5%	10
造纸	603008.SH	喜临门	25.1%	23.4%	-14.4%	-16.2%	3.9%	-28.7%	28
	002078.SZ	太阳纸业	1.5%	-8.7%	-7.0%	-11.4%	-9.6%	-5.8%	11
	600966.SH	博汇纸业	10.3%	7.8%	4.1%	0.8%	3.3%	-27.9%	7
家清护理	000488.SZ	晨鸣纸业	6.4%	5.3%	6.8%	-5.5%	-7.4%	-30.9%	5
	002511.SZ	中顺洁柔	17.4%	17.0%	8.0%	2.2%	2.1%	-33.6%	11
	301009.SZ	可靠股份	6.5%	7.9%	8.1%	-7.1%	-10.5%	-39.3%	11
	003006.SZ	百亚股份	28.0%	28.9%	49.9%	18.5%	22.6%	+24.9%	13
包装印刷	605009.SH	豪悦护理	5.7%	6.7%	17.6%	8.3%	25.9%	-18.0%	44
	002831.SZ	裕同科技	-1.6%	-4.0%	6.4%	6.3%	19.3%	-4.2%	32
	601968.SH	宝钢包装	-6.6%	-7.7%	-17.7%	-27.5%	-13.6%	-38.9%	6
电子烟	002701.SZ	奥瑞金	4.9%	3.3%	7.3%	7.8%	4.7%	-27.0%	5
	002191.SZ	劲嘉股份	6.4%	7.4%	-9.6%	-17.2%	-8.4%	-47.5%	8
	603429.SH	集友股份	4.7%	0.6%	-1.2%	-16.7%	-13.3%	-39.1%	11
文具	603899.SH	晨光文具	14.9%	13.9%	2.7%	6.2%	-9.1%	-27.3%	46
	603195.SH	公牛集团	8.2%	5.6%	-7.8%	-13.7%	-11.0%	-21.3%	130

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：港股相关上市公司行情表现

细分板块	证券代码	证券名称	本月至今	上月涨跌幅	2个月涨跌幅	3个月涨跌幅	6个月涨跌幅	年初至今	收盘价
家居	1999.HK	敏华控股	53.0%	50.2%	34.0%	7.9%	-6.5%	-43.4%	7
造纸	2689.HK	玖龙纸业	26.9%	22.4%	20.9%	3.1%	-12.2%	-28.5%	6
家清护理	1044.HK	恒安国际	11.8%	9.7%	-3.0%	-8.3%	-9.8%	-11.3%	34
	3331.HK	维达国际	29.6%	27.9%	3.2%	-4.2%	0.8%	3.1%	19
电子烟	6993.HK	蓝月亮集团	9.9%	7.8%	-8.1%	-0.7%	-17.1%	-129.8%	5
	6969.HK	思摩尔国际	35.3%	33.7%	20.3%	-7.5%	-34.6%	-71.1%	11
	0336.HK	华宝国际	13.5%	11.4%	12.9%	1.1%	1.6%	-71.1%	4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

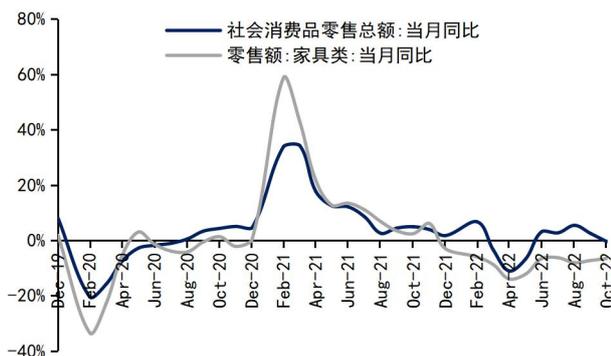
行业数据：家具内外销承压，造纸盈利承压，必选消费销售增长稳健

家居行业：2022年地产链下行趋势明显，家具内外销承压

家具内销：上半年同比下滑幅度较大，三季度至今小幅回暖。内销方面，今年上半年家具行业受疫情及新房交房数量下行叠加影响，家具类零售额同比降幅大于消费品零售总额同比降幅。一季度、二季度家具类零售额分别同比下行4%和5%；消费品零售总额分别同比下行1%和2%。三季度疫情好转，消费出现复苏趋势，家具类零售额同比上涨4%；消费品零售总额同比上涨7%。1-10月，家具类零售额同比-0.9%；消费品零售总额同比+1.8%。

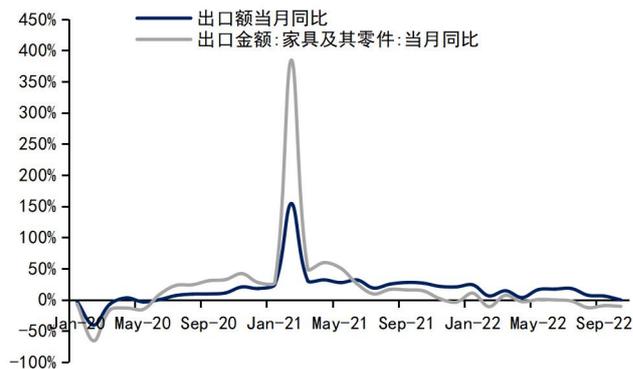
家具外销：受美国地产销售下行及海外库存高位影响，下滑幅度较大。外销方面，一方面受到今年美国地产销售进入下行通道压力；另一方面从二季度开始，由于家具海外库存较高，进入去库存周期，家具出口额二季度同比增速转负。一季度家具出口额同比+4%，总出口额同比+16%；二季度、三季度家具出口额分别同比-1%和-8%，10月同比增速进一步下滑至-11%；总出口额分别同比+12%、+10%，10月同比持平。1-10月，家具出口额同比-3%，总出口额+11%。

图8：社会消费品零售总额及家具销售额当月同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：整体出口额及家具出口额当月同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

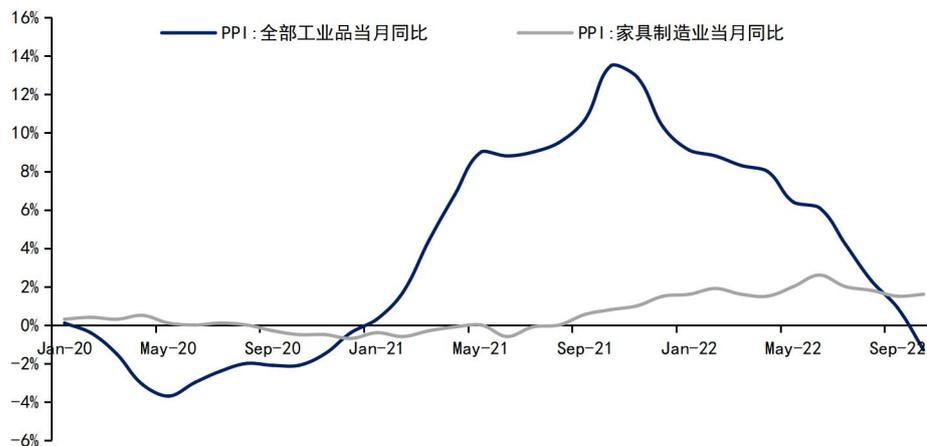
图10：美国地产销售



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

家具制造业 PPI：全年同比上行，主要受原材料价格上涨推动。1-10月，家具制造业 PPI 月度同比平均上涨 1.8%，其中二季度涨幅较高；全部工业品 PPI 月度同比平均上涨 5.3%。家具制造业原材料以板材和石油化工品（MDI、TDI）为主，故受到板材及石油价格上涨影响。今年上半年多种板材的出口平均单价和进口价格指数均处于近 5 年来的高位，5 月后刨花板和胶合板的进口价格有所下降；同时由于海绵和粘合剂上游原材料 TDI、MDI 为石油化工品，受石油价格影响，TDI 价格位于 2020 年以来高位，10 月涨至高点后有所回落；聚合 MDI 价格今年持续下行。

图11: 全部工业品、家具制造业 PPI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 出口平均单价: 胶合板及类似多层板



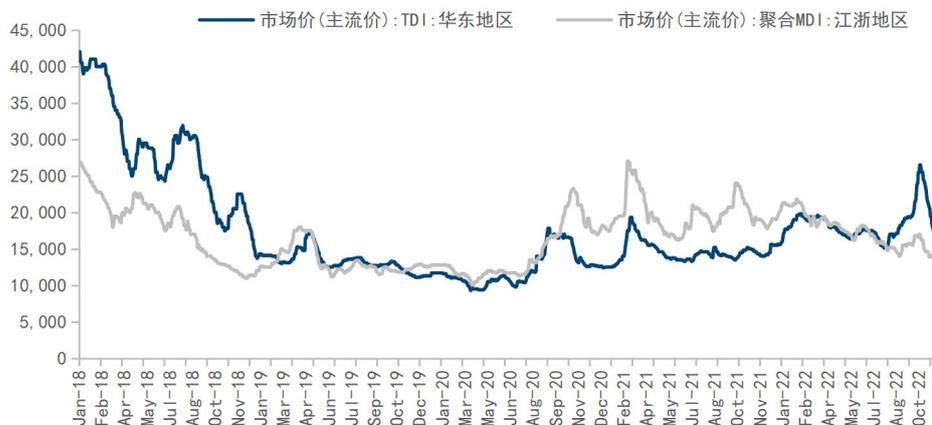
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 板材进口价格指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

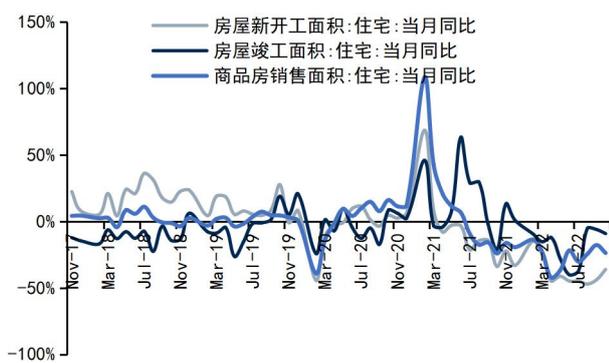
图14: MDI&TDI 市场主流价格



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

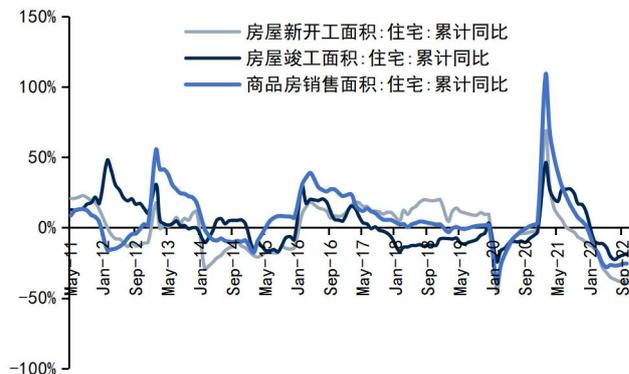
地产数据: 住房开工、竣工、销售面积持续下滑, 8月以来竣工端受保交楼政策利好同比降幅收窄至个位数。截至10月末, 住宅开工、竣工、销售面积分别累计同比下滑38.5%、18.5%、25.5%, 当月同比数据持续下行。其中竣工端受益于保交楼政策, 自8月起大幅修复, 8~10月住宅竣工面积分别同比增长-5.2%/-6.1%/-9.2%, 降幅维持在个位数。销售端受多轮地产刺激政策影响, 9月销售边际回暖, 降幅有所收窄。

图15: 房地产开发、销售面积当月同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 房地产开发、销售面积累计同比增速



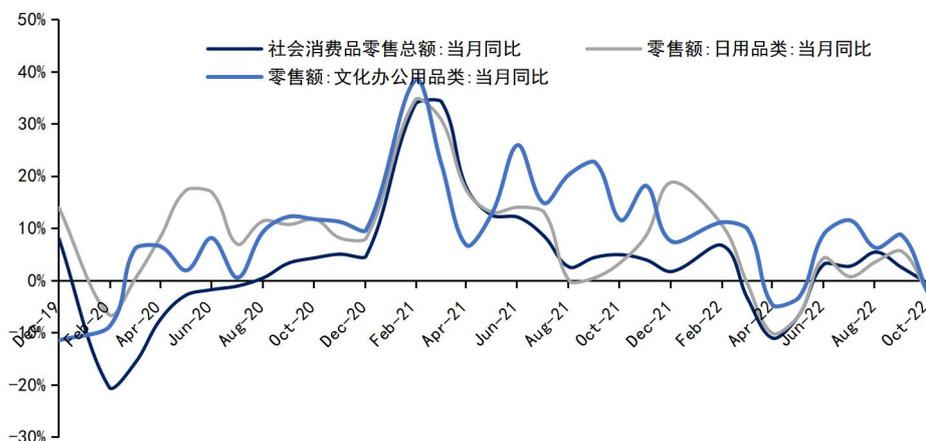
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

消费品: 必选消费销售增长稳健, 文化办公用品销售下滑

日用品及办公用品零售额: 日用品零售额正增长, 文化办公用品零售额负增长。今年在疫情影响下, 必选消费与可选消费增长态势截然相反。日用品零售额增幅领先, 1-10月同比+8.8%, 分季度来看, 一季度至三季度零售额分别同比+14%、6%、12%; 文化办公用品消费需求受疫情影响较大, 1-10月零售额同比-5.6%; 三季度随疫情好转, 销售有所回暖, 分季度来看一季度至三季度零售额分别同比-7%、

-8%、-3%。

图 17: 社会消费品零售总额及相关细分领域销售额当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

造纸: 浆价高位运行纸价提涨困难, 纸企盈利端承压

制造端: 造纸及纸制品 PPI 维稳, 木浆价格高位震荡。1-10 月, 造纸及纸制品 PPI 月度同比平均上涨 1.2%, 其中 1-2 月涨幅较高, 分别同比+5%和 3%, 3-10 月基本同比维持在 1%以内的增长; 全部工业品 PPI 月度同比平均上涨 5.3%。

图 18: 全部工业品、造纸及纸制品 PPI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

浆价持续位于高位, 针叶浆和阔叶浆分别于 4 月和 6 月后涨价趋势趋缓, 维持高位震荡。截至 11 月 28 日, 从外盘浆价来看, 智利针叶浆银星和巴西阔叶浆金鱼外盘报价分别为 940 美元/吨和 860 美元/吨, 2022 年以来最高价分别为 1010 美元/吨和 860 美元/吨; 最低价分别为 770 美元/吨和 610 美元/吨。从我国现货价格来看, 以华南地区针叶浆银星和阔叶浆金鱼主流价为例, 11 月 28 日市场价分别为 7350 元/吨和 6650 元/吨, 2022 年以来最高价分别为 7650 元/吨和 6900 元/吨; 最低价分别为 5950 元/吨和 5100 元/吨。今年浆价大幅上涨, 主要受加拿大

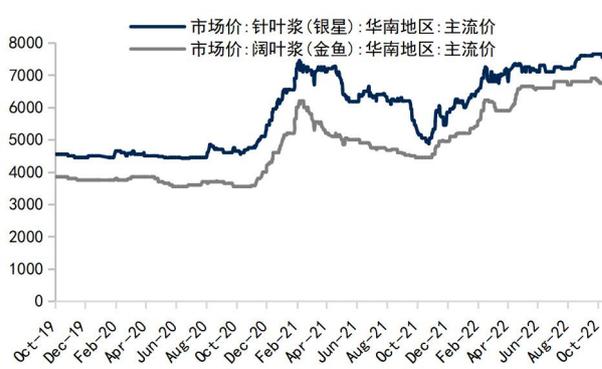
暴雨泥石流导致 Crofton 工厂停产、芬兰浆厂 UPM 罢工、印尼金光 APP 宣布暂停向市场供应阔叶浆、海运物流不畅通等因素影响，供给端收缩；同时还受到俄乌冲突导致商品宏观环境变化影响，原油价格上涨，影响全球供应链。

图 19: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

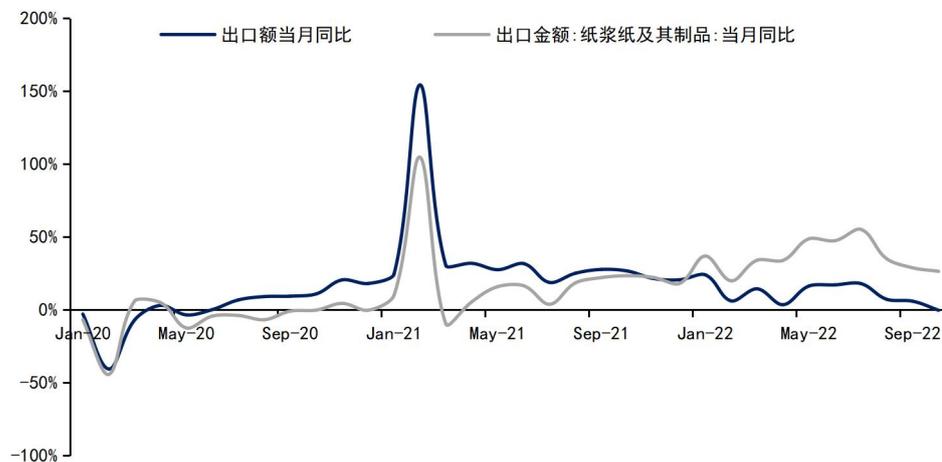
图 20: 针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

需求端：外销景气度高，内销疲软纸价提涨困难。外销方面，纸浆纸及其制品出口额同比快速增长。1-10 月纸浆纸及其制品出口额同比+37%，总出口额同比+11%。分季度来看，一季度至三季度出口额分别同比+31%、43%、39%；总出口额分别同比+16%、12%、+10%。纸浆纸及其制品出口额与其他行业相比保持领先。

图 21: 整体出口额及纸浆纸及其制品出口额当月同比

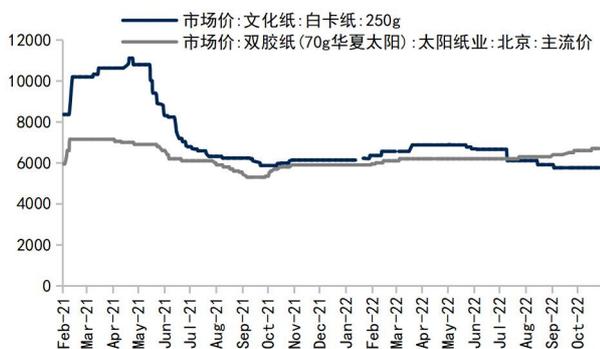


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

内需方面较为疲软，开工受疫情影响，纸价提涨困难。文化纸价格方面，截至 11 月 29 日，白卡纸 (250g) 市场均价为 5760 元/吨，双胶纸 (70g 华夏太阳) 市场均价为 6700 元/吨。2022 年以来最高价分别为 6885 元/吨和 6700 元/吨；最低价分别为 5760 元/吨和 5900 元/吨。包装纸价格方面，截至 11 月 29 日，箱板纸 (140g)、瓦楞纸 (140g) 市场均价分别为 5450 元、4050/吨。2022 年以来最高价分别为 5600 元/吨和 4460 元/吨；最低价分别为 5450 元/吨和 4035 元/吨。从成本角度看，对于文化纸、白卡纸等纸浆系纸种来说，纸浆价格的持续高位震荡给纸企带来了巨

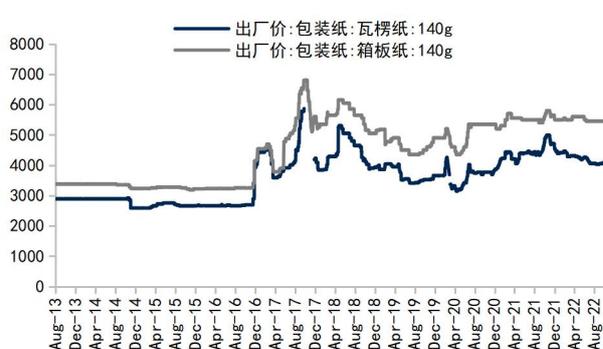
大的成本压力。对于废纸系，包括瓦楞、箱板、白板纸等，相对原材料涨幅较小，由于人工成本、能源价格等也有所上涨，基本处于持平或微增。为缓解或转嫁上游成本压力，纸企以提价函的形式向下游进行传导，但由于终端需求疲软，涨价行动落实难，纸企盈利端压力较大。

图22：白卡纸和双胶纸价格（元/吨）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图23：箱板纸和瓦楞纸价格（元/吨）



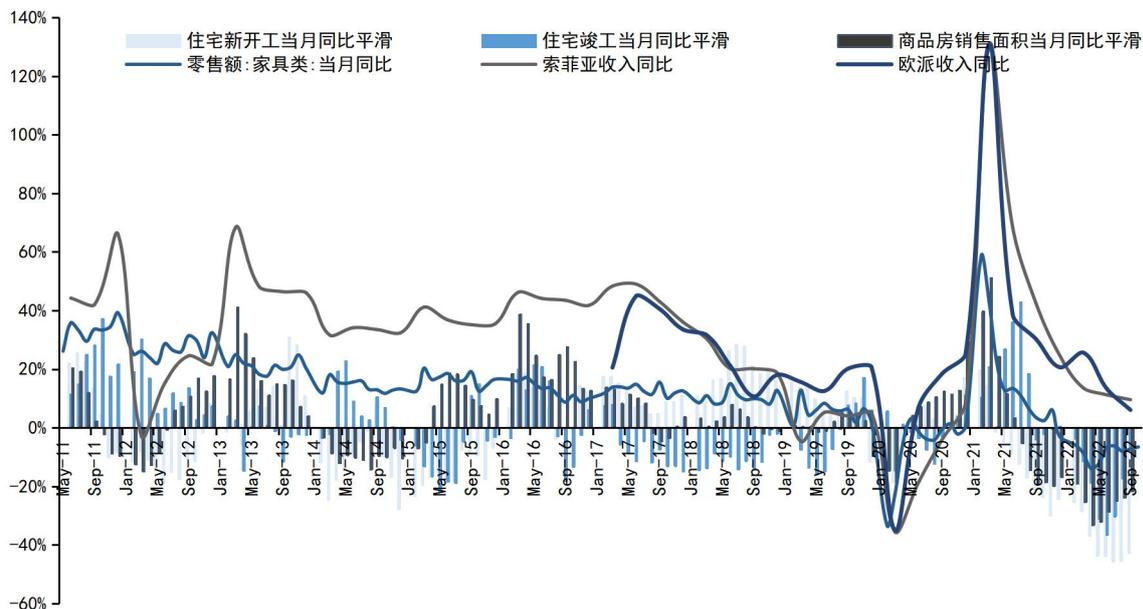
资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

家居板块：地产政策催化估值修复，竣工向好叠加消费复苏有望助推戴维斯双击

业绩估值逻辑：基本面与地产竣工及景气度相关，龙头分化趋势渐显，估值与地产销售及政策相关，市场存在预期差

基本面β：家具零售额与地产竣工及商品房销售相关度较高。家具行业位于房地产下游，新房竣工数量直接关系到新房装修需求和家具购买需求；新房销售数量一定程度上体现了房地产的景气度和购房活跃度，同时新房销售数据较好时，经济预期和消费需求也较好。从过去二十年家具零售额、住宅竣工面积、商品房销售面积的同比变化来看：1) 当房地产竣工与销售同时景气时，家具行业景气度最高；2) 当房地产竣工与销售其中之一景气时，家具行业景气度一般；3) 当房地产竣工与销售同时表现较差时，家具行业景气度差。2022年，三指标均呈下行趋势，当前房屋竣工面积优先出现回暖迹象，今年竣工端下滑主要受到地产商资金压力影响，未来随地产保交楼政策及房企融资优化政策的落实，地产商资金链预计改善，进而竣工端有望进一步修复，在销售数据没有进一步改善的预期下，明年家具行业预计会有小幅回暖。

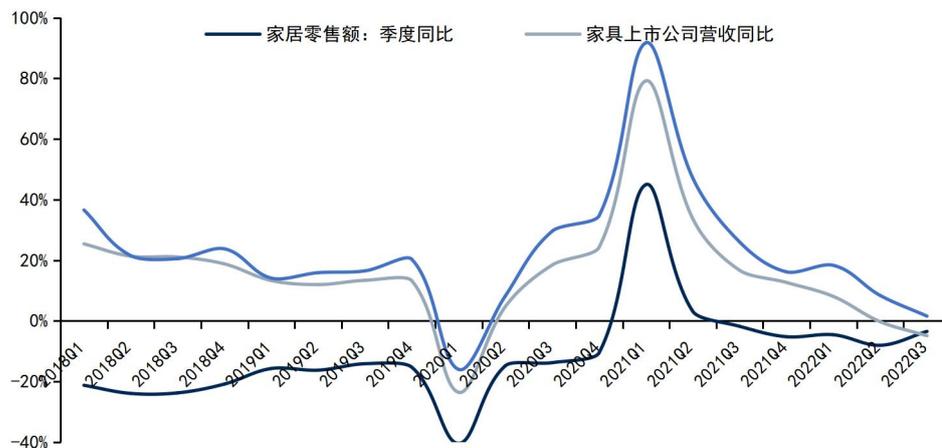
图24：家具零售额与房地产竣工及销售相关度较高



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

基本面 α：龙头分化趋势渐显，集中度有望提升。我们通过整体法进行统计，从同比增速来看，家具上市公司营收同比增速明显高于行业，家具龙头上市公司（此处我们统计的公司包括：欧派家居、顾家家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、喜临门、梦百合）的营收同比增速又明显高于所有家居上市公司，在地产竣工同比下滑、家居行业整体销售同比下滑的同时，家居龙头仍能保持稳健增速。我们认为在行业整体呈现下行趋势时，龙头标的竞争优势愈加明显，具体体现在渠道力、产品力、品牌力等综合实力，基本面好于行业，未来集中度有望进一步提升。

图25：龙头增速优于行业增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

动能转换、渗透率和客单提升共同推动家居行业规模。行业未来发展动能在于：1) 动力转换：存量房时代行业驱动力由地产后周期转向需求驱动；2) 泛家居行业融合竞争：对公司全方位综合实力要求提升，企业通过产品和渠道的多元化布局发力。我们通过构建市场需求模型，对家居行业及其细分品类进行了更加详细的测算和预测。我们假设在新住宅销量和竣工面积逐年减少的情况下，未来行业增长动力主要在于：1) 存量房数量和翻新需求增加；2) 家居渗透率和单价逐年增加。二者叠加未来定制行业总规模有望一定程度上抵御新房增速下滑。在行业增长以及变革的基础上，龙头企业的品牌力、渠道力、产品力优势将逐渐强化且日益凸显，我们更加看好在行业变革趋势下龙头企业通过整合市场份额，获得超越行业的增速。

图26: 定制家居行业市场规模测算

	单位	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
新房	现房销售面积	万平方米	23,205	18,215	15,736	16,357	15,702	15,074	14,471	13,893	13,337	12,803	12,291	11,800	11,328
	面积增长率	%	-26%	-22%	-14%	4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
	2年前期房销售面积	万平方米	105,609	113,545	124,725	131,929	139,142	140,175	135,269	130,535	125,966	121,557	117,303	113,197	109,235
	面积增长率	%	22%	8%	10%	6%	5%	1%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
	住宅平均面积	平米/套	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
	新房装修套数	万套	1,431	1,464	1,561	1,648	1,720	1,725	1,664	1,605	1,548	1,493	1,440	1,389	1,340
	新房套数占比	%	71%	69%	69%	67%	66%	67%	66%	66%	64%	65%	66%	64%	64%
	10年前住宅竣工套数	万套	494	555	602	722	764	749	766	705	746	677	623	645	598
	二手房销售套数	万套	430	426	432	393	381	370	359	348	337	327	318	308	299
	二手房装修率	%	20%	22%	25%	26%	27%	28%	29%	31%	33%	37%	41%	45%	49%
旧房更换套数+二手房装修套数	万套	580	649	710	824	867	853	870	813	857	798	753	784	744	
存量房更换套数占比	%	29%	31%	31%	33%	34%	33%	34%	34%	36%	35%	34%	36%	36%	
需装修住宅数		2,011	2,113	2,271	2,472	2,588	2,578	2,534	2,418	2,405	2,291	2,193	2,173	2,084	
橱柜规模	亿元	951	1,013	1,079	1,209	1,303	1,335	1,349	1,323	1,353	1,324	1,301	1,323	1,301	
规模增长	%		6%	6%	12%	8%	2%	1%	-2%	2%	-2%	-2%	2%	-2%	
渗透率			59%	60%	59%	60%	61%	62%	63%	64%	65%	66%	67%	68%	69%
需求量	万套	1,189	1,267	1,349	1,493	1,589	1,609	1,606	1,557	1,573	1,521	1,478	1,486	1,446	
价格	元/套	8000	8000	8000	8100	8200	8300	8400	8500	8600	8700	8800	8900	9000	
衣柜规模	亿元	905	972	1,067	1,199	1,294	1,328	1,344	1,320	1,351	1,324	1,303	1,326	1,307	
规模增长	%		7%	10%	12%	8%	3%	1%	-2%	2%	-2%	-2%	2%	-1%	
渗透率			45%	46.00%	47.00%	48%	49%	50%	51%	52%	53%	54%	55%	56%	57%
需求量	万套	905	972	1,067	1,186	1,268	1,289	1,292	1,257	1,275	1,237	1,206	1,217	1,188	
价格	元/套	10,000	10,001	10,002	10,102	10,202	10,302	10,402	10,502	10,602	10,702	10,802	10,902	11,002	
木门规模	亿元	1,400	1,450	1,550	1,817	2,135	2,372	2,432	2,418	2,501	2,474	2,456	2,520	2,500	
规模增长	%		4%	7%	17%	18%	11%	3%	-1%	3%	-1%	-1%	3%	-1%	
木门/住宅			4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
需求量	万套	8,750	8,056	7,750	8,651	9,704	10,311	10,135	9,670	9,619	9,164	8,772	8,691	8,335	
价格	元/套	1600	1800	2000	2100	2200	2300	2400	2500	2600	2700	2800	2900	3000	
定制家居规模	亿元	3256	3435	3696	4225	4731	5035	5126	5061	5205	5122	5060	5170	5109	
规模增长	%		5%	8%	14%	12%	6%	2%	-1%	3%	-2%	-1%	2%	-1%	

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所预测和整理

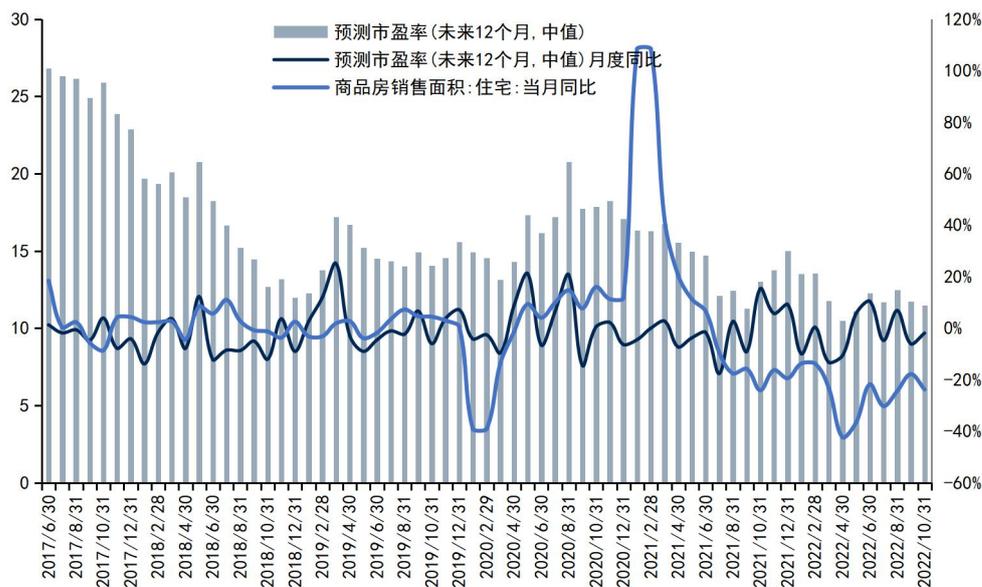
图27：我国沙发及床垫市场规模测算

	单位	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E		
新房	现房销售面积	万平方米	23,204.71	18,215.21	15,736.48	16,356.74	15,702.47	15,074.37	14,471.40	13,892.54	13,336.84	12,803.36	12,291.23	11,799.58	11,327.60	
	面积增长率	%	-26%	-22%	-14%	4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	
	2年前期房销售面积	万平方米	105,608.62	113,545.13	124,724.71	131,929.12	139,141.99	140,175.43	135,269.29	130,534.87	125,966.15	121,557.33	117,302.83	113,197.23	109,235.32	
	面积增长率	%	22%	8%	10%	6%	5%	1%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	
	住宅平均面积	平米/套	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	
	新房装修套数	万套	1,431.26	1,464.00	1,560.68	1,647.62	1,720.49	1,725.00	1,663.79	1,604.75	1,547.81	1,492.90	1,439.93	1,388.85	1,339.59	
	新房套数占比	%	67%	66%	66%	64%	64%	65%	64%	65%	63%	64%	65%	63%	64%	
	存量房	10年前住宅竣工套数	万套	493.92	554.89	601.98	721.92	764.24	749.31	765.94	705.01	745.54	677.06	622.92	645.28	597.66
		二手房销售套数	万套	430.00	426.00	432.00	393.00	381.21	369.77	358.68	347.92	337.48	327.36	317.54	308.01	298.77
		二手房装修率	%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
旧房更换套数+二手房装修套数		万套	708.92	767.89	817.98	918.42	954.84	934.20	945.28	878.97	914.28	840.74	781.69	799.29	747.04	
存量房更换套数占比		%	33%	34%	34%	36%	36%	35%	36%	35%	37%	36%	35%	37%	36%	
沙发市场规模		亿元	590.26	634.24	696.25	772.36	828.02	846.26	853.72	835.59	851.60	829.84	812.17	822.33	806.12	
规模增长率	%		7%	10%	11%	7%	2%	1%	-2%	2%	-3%	-2%	1%	-2%		
渗透率	%	80%	81%	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%	85%	85%	86%	86%		
每户套数	套/户	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		
单价	元	3,447.48	3,530.09	3,613.67	3,693.17	3,774.42	3,857.46	3,942.33	4,029.06	4,117.70	4,208.29	4,300.87	4,395.49	4,492.19		
价格增长率	%	2.2%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%		
床垫市场规模	亿元	551.68	594.01	653.99	728.97	785.16	806.11	816.81	802.91	821.74	804.02	790.03	803.02	790.17		
规模增长率	%		8%	10%	11%	8%	3%	1%	-2%	2%	-2%	-2%	2%	-2%		
渗透率	%	60%	61%	62%	62%	63%	64%	65%	66%	66%	67%	68%	69%	70%		
每户套数	套/户	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2		
单价	元	2,148.10	2,188.70	2,231.68	2,276.31	2,321.84	2,368.28	2,415.64	2,463.95	2,513.23	2,563.50	2,614.77	2,667.06	2,720.40		
价格增长率	%	2%	2%	2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%		

资料来源：国家统计局，wind，中指研究，国信证券经济研究所整理

估值：与地产产业链相关，负面预期受地产销售下行带动，正面预期是地产政策激励。由于投资者情绪受上游地产景气度影响较大，家居板块估值一定程度受到地产销售数据影响。2022年来地产销售同比下滑幅度较大，家居板块、个股标的估值处于中等偏低位置，每逢地产正向激励政策发布，地产链包括家居板块的股价和估值会有明显回升。我们看好地产销售回暖对产业链信心的提振、地产跌幅见底后修复对家居估值的拉动。

图28：龙头增速快于行业增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

今年地产主要激励政策主要包括：一方面是需求端刺激购房需求，具体包括住房公积金政策支持、下调房贷利率等；另一方面是供给端纾困政策，主要包括信贷支持用于保交楼、债券融资支持、股权融资支持等。

表1：2022年地产主要激励政策梳理

类型	时间	部门	核心内容
上市企业发展	2022/4/11	证监会、国资委、全国工商联	证监会、国资委、全国工商联发布进一步支持上市公司健康发展的通知。在稳定企业预期方面，通知指出，坚持“房住不炒”，依法依规支持上市房企积极向新发展模式转型，加强自身风险管理，密切关注市场形势和行业变化，严格防范、妥善化解各类风险，促进房地产行业良性循环和健康发展。
房地产信贷政策	2022/4/19	人民银行、银保监会	人民银行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会，抓好近期各项金融政策的落地工作，加大疫情防控和经济社会发展金融支持，保障物流畅通和促进产业链供应链循环。会议强调，金融机构要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，更好满足购房者合理住房需求。要执行好房地产金融宏观审慎管理制度，区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。要及时优化信贷政策，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。
加大实体经济支持力度	2022/4/26	中国人民银行	据中国人民银行微信公众号消息，近期金融市场出现一些波动，主要受投资者预期和情绪的影响。人民银行表示，将加大稳健货币政策对实体经济的支持力度，特别是支持受疫情影响严重行业和中小微企业、个体工商户，支持农业生产和能源保供提供，推出科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，增加1000亿元再贷款支持煤炭开发使用和增强储能，增加支农支小再贷款和民航专项再贷款，保持流动性合理充裕，促进金融市场健康平稳发展，营造良好的货币金融环境。
住房公积金政策支持		/	国务院常务会议上，要求财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘。部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道、扩大有效投资；决定阶段性免除经济困难高校毕业生国家助学贷款利息并允许延期还本。其中指出，对当前有困难的企业和职工，给予住房公积金政策支持。今年年底前企业申请即可缓缴，职工正常提取公积金和申请公积金贷款不受影响，预计减缓企业负担900多亿元。职工未正常偿还公积金贷款，不作逾期处理。各地可合理提高公积金租房提取额度。
住房公积金政策支持	2022/5/24	住房和城乡建设部、财政部、人民银行	据住建部网站5月24日消息，住房和城乡建设部、财政部、人民银行发布关于实施住房公积金阶段性支持政策的通知。受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，到期后进行补缴。在此期间，缴存职工正常提取和申请住房公积金贷款，不受缓缴影响。受新冠肺炎疫情影响的缴存人，不能正常偿还住房公积金贷款的，不作逾期处理，不作为逾期记录报送征信部门。各地根据当地房租水平和合理租住面积，可提高住房公积金租房提取额度，支持缴存人按需提取，更好地满足缴存人支付房租的实际需要。
推进“保交楼”	2022/7/21	银保监会	国务院新闻办公室举行新闻发布会，会上，银保监会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞就有关房地产下一步工作表示，银保监会将继续坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，坚持“稳地价、稳房价、稳预期”，保持房地产金融政策的连续性、稳定性，加强与相关部门的沟通配合，保持房地产融资平稳有序，支持商品房市场更好满足购房者合理住房需求，引导金融机构市场化参与风险处置，与住建部、人民银行加强协同，配合地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展。
推进“保交楼”	2022/7/28	中央政治局	强调要稳定房地产市场，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
推进“保交楼”	2022/7/28	银保监会年中会议	支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展。
住房政策	2022/8/1	央行	在房地产市场方面，因城施策实施好差别化住房信贷政策。保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式。
住房政策	2022/8/10	央行	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，稳妥实施房地产金融审慎管理制度。
推进“保交楼”	2022/8/12	银保监会	积极主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，千方百计推动“保交楼、稳民生”。
住房政策	2022/8/19	住建部、财政部等	完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。
下调房贷利率	2022/8/22	央行	下调贷款市场报价利率为1年期LPR为3.65%，较前值3.7%下降5BP，5年期以上LPR为4.3%，较前值4.45%下降15BP。
信贷政策	2022/8/24	国务院常务会议	允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。
信贷政策	2022/8/31	国务院常务会议	要求地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。
信贷支持政策	2022/9/5	国新办	国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会，人民银行副行长刘国强、财政部部长助理欧文汉、商务部部长助理李飞、国家发展改革委副秘书长杨荫凯介绍稳经济一揽子政策的接续政策措施，并答记者问。人民银行副行长刘国强表示，下一步要进一步发挥贷款市场报价利率指导性作用和存款利率市场化调整机制的作用，引导金融机构将存款利率下降效果传导到贷款端，降低企业融资和个人信贷的成本。同时提出，保障房地产合理融资需求，合理支持刚性和改善性住房需求。依法依规加大对平台经济重点领域的金融支持，促进平台经济健康持续发展。
保交楼	2022/9/5	银保监会	银保监会副主席肖远企一行到兴业银行调研座谈，听取兴业银行工作情况汇报，并围绕宏观经济、人民币汇率变化趋势以及推动房地产平稳健康发展、加强重点风险管控等问题进行座谈交流。肖远企表示，要统筹处理好房地产短期问题和长期健康发展的关系，配合地方做好保交楼、保民生工作，促进房地产市场平稳健康发展；要围绕服务主业、支撑主业开展综合化集团化经营探索，建立健全风险隔离制度机制；要强化底线思维和

“保交楼”专项借款落地	2022/9/29	中国人民银行	风险意识，切实做好重点领域风险防范化解，警惕经济社会风险向银行体系传导的滞后效应，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。 中国人民银行官网消息，中国人民银行货币政策委员会 2022 年第三季度（总第 98 次）例会于 9 月 23 日在北京召开。会议提出，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。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。这一政策措施的出台，有利于支持城市政府“因城施策”用足用好政策工具箱，促进房地产市场平稳健康发展。在当地政策范围内，银行和客户可协商确定具体的新发放首套住房贷款利率水平，有利于减少居民利息支出，更好地支持刚性住房需求。 中国人民银行决定，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%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025% 和 3.575%。
阶段性调整住房信贷政策	2022/9/29	人民银行、银保监会	据中国人民银行官网消息，10 月 13 日，二十国集团（G20）轮值主席国印度尼西亚以线上线下相结合的方式，在美国华盛顿主持召开今年第四次 G20 财长和央行行长会议。会议主要讨论了全球经济、国际金融架构、可持续金融、金融部门改革、基础设施投资、国际税收等议题。中国人民银行行长易纲以视频连线方式出席会议。易纲在发言中介绍了中国经济形势和货币政策立场，表示中国物价水平基本稳定，人民银行将加大稳健货币政策实施力度，为实体经济提供更有力的支持，重点发力支持基础设施建设，支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款，同时推动“保交楼”专项借款加快落地使用，促进房地产市场平稳健康发展。
下调房贷利率	2022/9/30	央行	证监会相关人士表示，对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房地产业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资。条件为：自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%；参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过 10%。
推动“保交楼”专项借款加快落地	2022/10/13	央行	银行间市场交易商协会发布信息，为落实稳经济一揽子政策措施，坚持“两个毫不动摇”，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。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。
房企融资	2022/10/20	证监会	为进一步推动民营企业债券融资支持工具工作，加大对民营企业增信服务力度，中债信用增进公司发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》，意向民营房地产企业可提出增信需求，公司将在收到邮件后 3 个工作日内予以邮件反馈。
支持民企发债融资，“第二支箭”落地	2022/11/8	银行间市场交易商协会	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台保持房地产融资平稳发展，积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度六个方面 16 条措施支持房地产市场平稳健康发展。
支持民营房企发债融资	2022/11/9	中债信用增进公司	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问称，恢复上市房企和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业。
促进房地产市场发展 16 条	2022/11/11	央行、银保监会	证监会表示，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；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。
支持民营房企发债融资，“第三支箭”落地	2022/11/28	证监会	

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们认为家具板块**短期的确定性**主要在于：1）基本面方面，地产端来看，近期随“第二支箭”、“第三支箭”相继落地，地产商资金链有望改善，进而竣工端有望进一步回暖，在销售数据没有进一步改善的预期下，明年家具行业整体需求仍有望受到竣工回暖带动，尤其定制家居公司大宗工程业务直接受益；消费端来看，内销随疫情优化防控“二十条”政策出台，线下消费、物流、装修有望复苏；外销方面，软体家具海外高库存拐点明年有望到来，家居出口额有望复苏。2）估值方面，地产需求端与供给端刺激政策频出，提振地产链信心，从而带动地产链股价和估值回升；竣工数据回暖拉动基本面与销售数据下滑影响估值间存在预期差，目前家居板块估值位于历史低位，上行空间较大。

短期的不确定性在于：1）疫情方面，四季度广州等地疫情较为严重，大部分家居企业大本营在广州，生产和消费端或受疫情影响较大；2）地产行业商业模式重构以及需求端回暖迹象仍需观察。

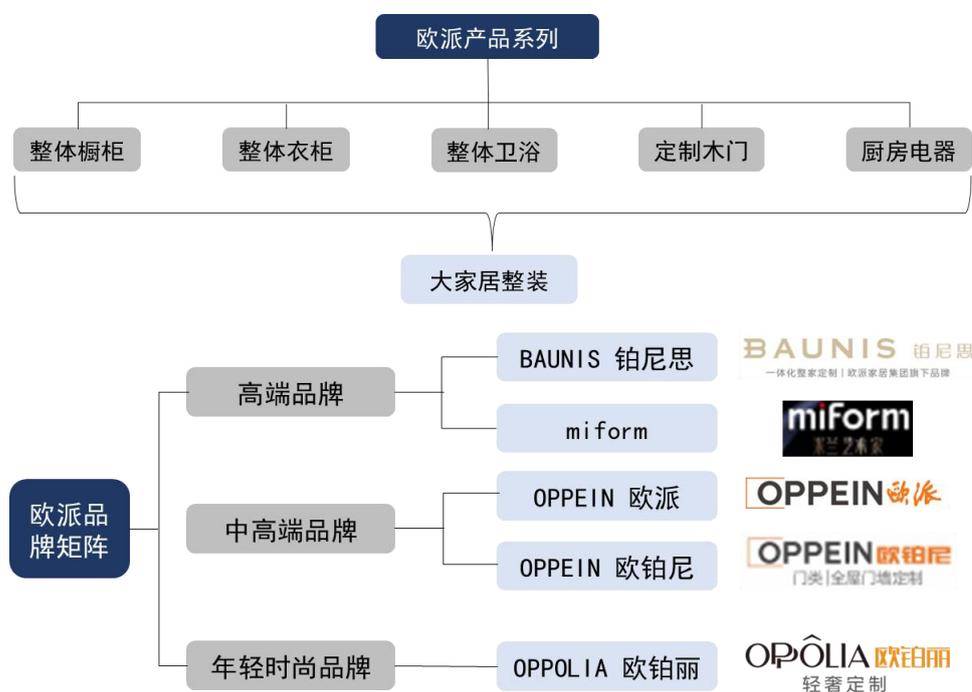
长期的确定性在于：1) 地产端来看，地产基本面进一步下探的可能性也较小；2) 家居行业来看，家居行业呈融合竞争、品类和渠道多元化的趋势，泛家居行业市场空间广阔，头部企业市场份额小，在当前的市场竞争环境下，综合竞争实力明显，长期超额增速具有确定性。

欧派家居：定制家具龙头行稳致远，整装模式领先引领增长

（一）业务概览：多品类产品满足不同需求，渠道多元布局同步发力

欧派家居创建于1994年，以橱柜起家，系我国定制橱柜行业的开创者和领导者。公司以整体橱柜为旗舰，带动相关产业发展，包括衣柜、卫浴、木门、金属门窗、装甲门、家具、厨房电器、软装、全屋定制、整装大家居等，形成多元化产业平台。公司旗下拥有“欧派”、“欧铂尼”、“欧铂丽”、“铂尼思”和“mi form”五大品牌，覆盖高端、中端、轻时尚消费全方位档次，满足不同客群需要。生产端拥有天津、清远、无锡、成都和武汉五大智能化生产基地，总建筑面积超250万平方米，定制家具产品生产总规模位居行业第一。渠道端，公司建立家居行业内规模最大的营销服务网络，拥有行业内最具实力的经销商资源，经销商超过5000家，门店超7000家；对经销商终端管理方面始终秉承经销商树根理念，首创千分考核机制、“10+1”欧派终端营销系统、双50理论、店面4S管理等完善的经销商管理制度并有效执行。同时，公司顺应行业发展趋势，深化全渠道发展战略，搭建起以零售、整装渠道为主，工程、电商渠道为辅，直营、外贸渠道为重要支撑的较为成熟的渠道运营模式。

图29：欧派家居业务概览



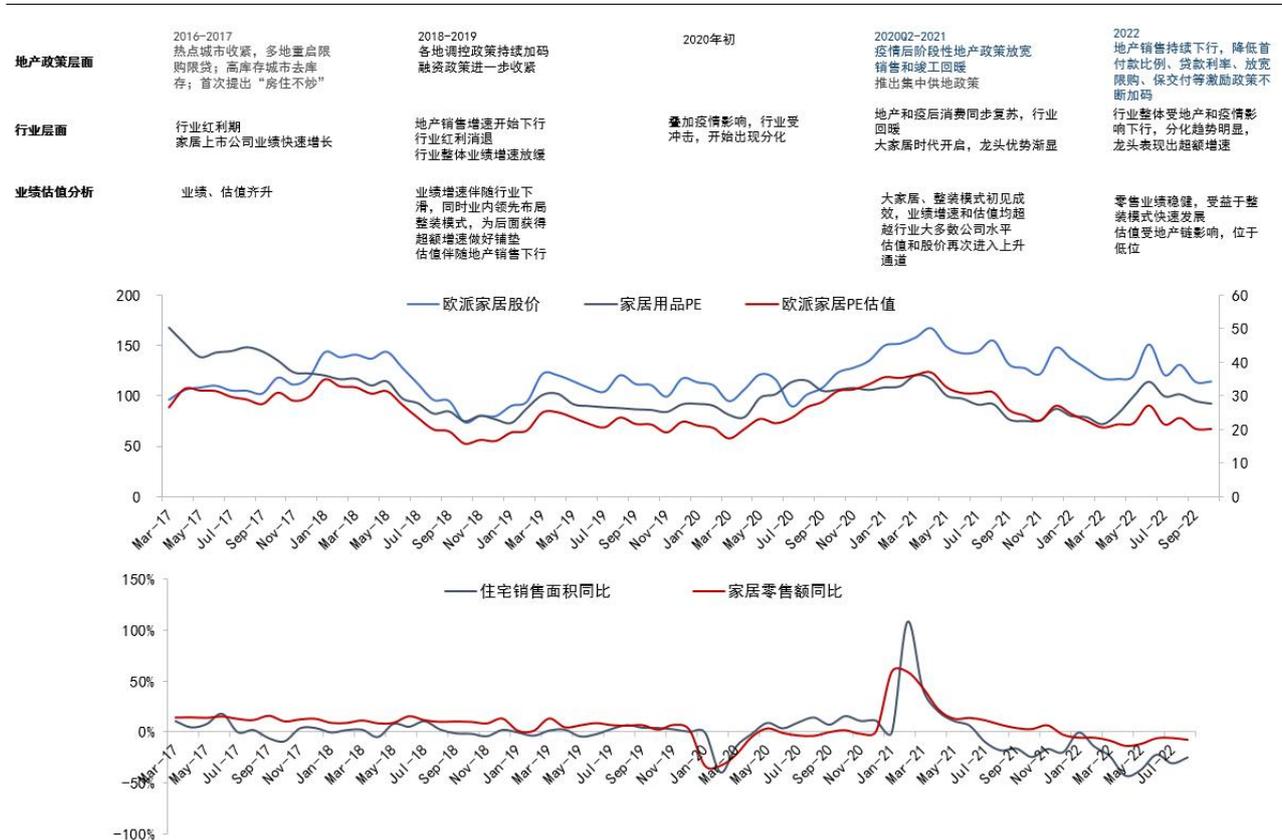
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

（二）竞争力和成长性分析

竞争力：行业引领者，从定制橱柜龙头到一站式赋能平台。欧派家居作为定制家居龙头，自我迭代能力强，品类及渠道多元化布局行业领先，增长速度快。从产

品力来看，公司品类拓张时间早增速快，从单品多品到全屋布局完善，二三增长曲线快速发展，2021年衣柜品类收入已超越橱柜，且产品设计、品质、产能、生产效率方面行业领先。从渠道力来看，公司传统零售渠道数量、质量双高，整装渠道是行业先行者、引领者，目前发展最快、规模最大。品牌力方面欧派具有极强的品牌影响力，打造多品牌矩阵覆盖多层次市场。

图30：欧派家居股价与估值复盘



资料来源：wind，公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

图31：欧派家居营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：欧派家居净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

引领整装合作模式，发展优质装企成为经销商。欧派从 2018 年起开始推进整装

大家居业务，与各地规模较大、口碑较好的优质家装公司开展合作。欧派凭借自身较高的品牌知名度、丰富的产品品类、成熟的信息化系统，对家装企业进行品牌、产品、信息系统的赋能；家装公司则负责提供设计、施工、安装等服务。合作模式上，主要以招募家装公司作为欧派的整装经销商为主，同时还兼顾直接与家装公司总部合作、经销商与当地家装公司合作的模式。其中家装公司作为加盟经销商的模式，除了具备整装业务将引流前置的优势，还利于欧派扩大经销商网络、拓展销售区域、与家装公司进行深度合作。

欧派整装的模式主要包括两种，一是整装大家居，即公司层面和几千个整装经销商合作，分为“欧派”、“铂尼思”双品牌（“铂尼思”前称为“星之家”，于2022年6月正式更名），两翼并进，全域协同。二是零售体系大家居，即厨卫、衣柜经销商与家装公司合作，这部分业务欧派历程更长，目前拥有大约7000-8000门店，4000-5000代理商。与其它品牌相比，欧派布局时间与规模都遥遥领先。

我们认为欧派的整装模式，既是在当前及未来渠道更为碎片化、传统线下商场客流下滑等行业形势下，为公司带来大量前置流量的破局之法；又是在行业内成为“一站式整体家居服务商”愿景的落地，作为赋能型平台企业，更有益于公司未来整合泛家居市场，稳固自身龙头地位，不断提升市场份额。

表2：定制家居公司整装模式基本情况

	开始时间	整装模式	欧派提供	合作方提供	2020年末门店数	2021收入规模	整装基础套餐价格
欧派家居	2018	1) 主要模式：与各地规模较大、口碑较好的优质家装公司合作，家装公司作为欧派整装经销商； 2) 其他模式：直接与家装公司总部合作、经销商与当地家装公司合作	品牌、产品、信息系统赋能	家装公司负责提供设计、施工、安装等服务	426	整装大家居>20亿	整装~1100元/m ² 全屋定制（不含装修）~500元/m ²
索菲亚	2019	1) 公司与全国性整装企业例如星艺装饰、圣都家装共同设立子公司； 2) 公司或经销商与区域性家装、整装企业合作；与老板电器等合作	产品专供,子公司的战略规划、经营方针、日常运营等以索菲亚为主	家装公司负责设计施工安装； 圣都家装拓展销售渠道，下属全部门店上线索菲亚的产品	500	5.29亿	~1100元/m ²
志邦家居	2019	1) 公司与大型整装公司合作，如齐家网和沪尚茗居； 2) 经销商与家装公司或区域性整装公司合作	产品、服务、引流、设计、培训赋能	装企自助服务； 外包服务；经销商服务	-	~1亿	-
尚品宅配	2017	1) 整装云：互联网平台，S2b2c模式，集合中小供应商； 2) 圣诞鸟：在广州、佛山、成都三地进行自营整装	整装云：提供定制家居产品，销售管理赋能、营销赋能、供应链赋能、软件系统赋能；	参与供应链的一环	整装云会员3000家	整装云~5亿 圣诞鸟~4亿	圣诞鸟：~1600元/m ²

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

成长性：行业引领者，致力打造一站式整体家居服务商。欧派家居之所以能成为定制家居行业龙头，主要与其管理者对消费者及行业趋势的精准洞察和把握，敢为人先的魄力和试错精神，以及战略精准且坚定，战术灵活调整等优秀精神和品质相关。可以说欧派家居每一次变革，都是行业变革的引领者、先行者，每一次都使得欧派的龙头地位更加稳固，使其抵抗行业周期，做到一直以来业绩的高质量快速发展。我们认为欧派已经走过从单品类到多品类，再到大家居的变革，每一步都引领着行业趋势，同时带动公司业绩稳健增长、不断稳固龙头地位，未来公司将进一步有望成为一站式整体家居赋能平台，向泛家居龙头迈进。

（三）盈利预测拆分和投资建议

1、盈利预测

预计公司2022~2024年收入分别为230/270/310亿元，分别增长13%/17%/15%，毛利率分别为32.1%/32.3%/32.5%，净利润分别为27.9/32.9/39.0亿元，分别增

长 4.6%/18.0%/18.5%。

表3: 欧派家居盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	5,544.74	7,021.95	9,562.66	11,331.18	13,365.83	14,507.44	20,144.97	22,647.54	26,580.44	30,534.30
	定制衣柜及配件	3,845.01	4,369.40	5,354.44	5,765.22	6,193.41	6,061.47	7,529.32	7,642.26	8,024.37	8,425.59
	定制厨柜及配件	1,337.04	2,022.03	3,295.57	4,147.96	5,166.51	5,771.61	10,171.62	12,307.66	15,384.58	18,461.49
	木门	121.37	208.43	321.40	474.67	597.41	770.89	1,236.24	1,384.59	1,661.51	1,910.73
	地板	148.19	241.65	303.23	453.35	624.14	739.48	988.82	1,028.37	1,182.63	1,360.02
	其他业务	93.13	180.45	288.02	489.98	784.36	1,163.99	218.97	284.66	327.36	376.46
营收占比	合计	69%	62%	56%	51%	46%	42%	100%	100%	100%	100%
	定制衣柜及配件	24%	29%	34%	37%	39%	40%	37%	34%	30%	28%
	定制厨柜及配件	2%	3%	3%	4%	4%	5%	50%	54%	58%	60%
	木门	3%	3%	3%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	6%
	地板	2%	3%	3%	4%	6%	8%	5%	5%	4%	4%
	其他业务	69%	62%	56%	51%	46%	42%	1%	1%	1%	1%
YoY	合计	17%	27%	36%	18%	18%	9%	39%	12%	17%	15%
	定制衣柜及配件	12%	14%	23%	8%	7%	-2%	24%	2%	5%	5%
	定制厨柜及配件	35%	51%	63%	26%	25%	12%	76%	21%	25%	20%
	木门	42%	72%	54%	48%	26%	29%	60%	12%	20%	15%
	地板	6%	63%	25%	50%	38%	18%	34%	4%	15%	15%
	其他业务	11%	94%	60%	70%	60%	48%	-81%	30%	15%	15%
毛利率	合计	32.0%	37.1%	35.1%	39.0%	36.3%	35.6%	32.1%	32.1%	32.3%	32.5%
	定制衣柜及配件	32.0%	38.1%	36.7%	39.8%	36.6%	36.2%	34.3%	32.0%	32.3%	32.6%
	定制厨柜及配件	33.4%	36.8%	34.7%	42.0%	39.9%	40.0%	32.2%	31.9%	32.2%	32.5%
	木门	16.3%	17.0%	15.9%	13.6%	12.4%	14.0%	13.8%	20.0%	20.2%	20.4%
	地板	17.0%	19.4%	19.3%	26.5%	26.2%	26.7%	25.4%	28.5%	28.8%	29.1%
	其他业务	35.8%	36.6%	28.9%	24.2%	28.2%	19.9%	16.9%	48.0%	48.0%	48.0%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

2、投资建议：看好家居龙头稳健经营，整装模式引领增长。2022年公司在疫情和地产链影响下收入增速依然亮眼，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。公司身为行业龙头竞争实力显著，尤其在整装渠道目前体现出强大的竞争优势，一方面公司零售整装和整装大家居业务抢占先机，具备先发优势；另一方面整装业务规模快速发展，欧派凭借自身行业龙头的产品、渠道、品牌优势，未来有望协助公司提高获客效率，降低获客成本，同时带动更多品类实现快速增长。为其长期持续增长进一步扩大空间。预计2022-2024年的净利润分别为27.89、32.9和39.0亿元，同比增速4.6%、18.0%、18.5%。我们维持“买入”评级，上调合理估值区间至113.4~118.8元（前值为97.2~108.0元），合理估值对应2023年21~22x PE。

表4: 欧派家居盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,740	20,442	23,033	26,985	30,959
(+/-%)	8.9%	38.7%	12.7%	17.2%	14.7%
净利润(百万元)	2063	2666	2789	3290	3900
(+/-%)	12.1%	29.2%	4.6%	18.0%	18.5%
每股收益(元)	3.43	4.38	4.58	5.40	6.40
EBIT Margin	15.2%	14.2%	12.9%	13.3%	13.5%
净资产收益率(ROE)	17.3%	18.5%	16.9%	17.4%	17.9%
市盈率(PE)	31.1	24.4	23.3	19.7	16.6
EV/EBITDA	25.6	20.9	19.6	16.8	14.7
市净率(PB)	5.38	4.51	3.94	3.43	2.98

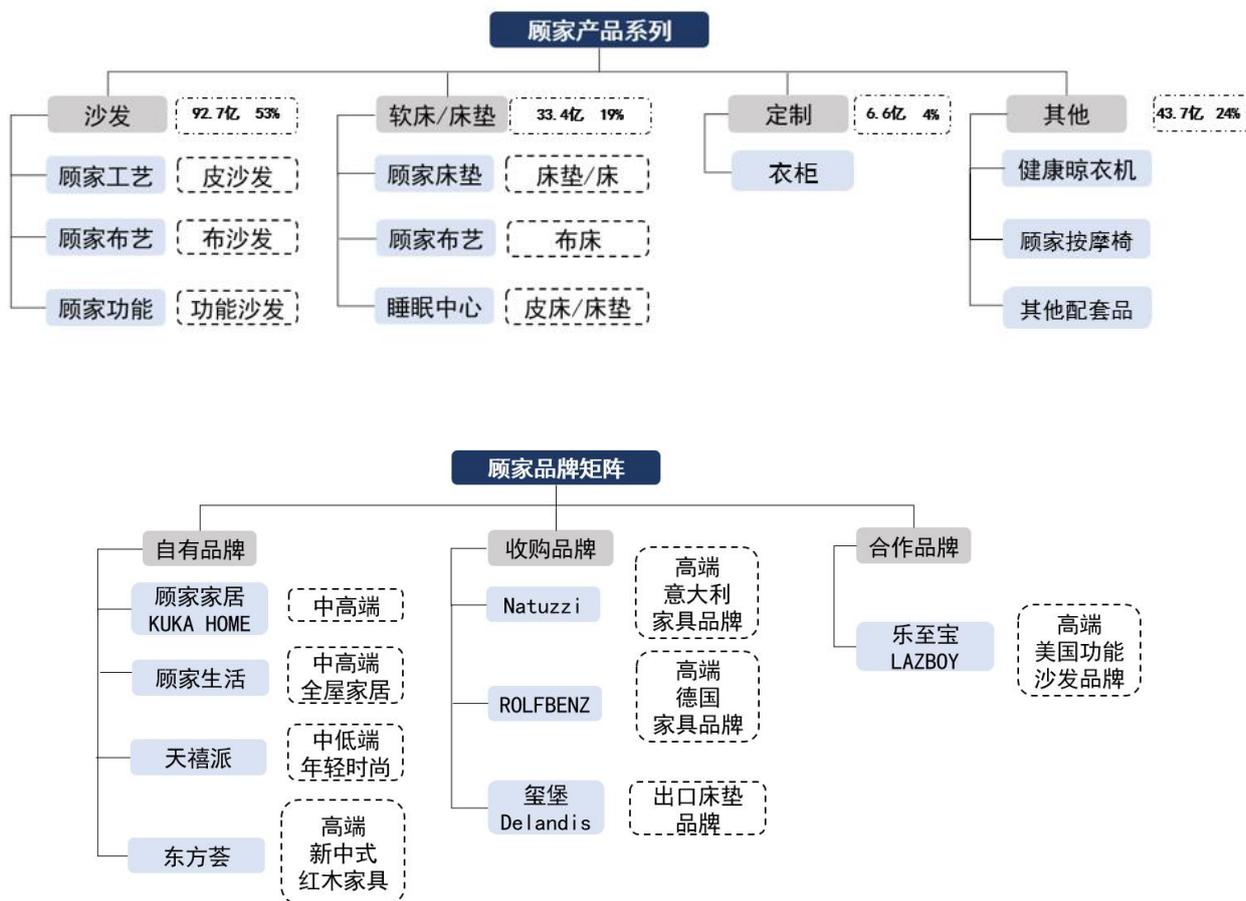
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

顾家家居：软体家具龙头匠心不改，产品/品牌/渠道多元化布局完善

（一）业务概览：软体家具为主品类丰富，品牌定位多元

顾家家居创立于1982年，以沙发业务为核心逐步将业务拓展至软床及床垫、定制家具、红木家具、配套产品等领域，并形成了满足不同消费群体需求的品牌矩阵。公司产品远销120余个国家和地区，拥有6000多家品牌专卖店，为全球超千万家庭提供美好生活。公司旗下拥有“顾家工艺”、“顾家布艺”、“顾家功能”、“睡眠中心”、“顾家床垫”、“全屋定制”、“健康晾衣机”、“顾家按摩椅”八大产品系列；自有当代设计师家具品牌KUKA HOME、轻时尚家居品牌“天禧派”、新中式风格家具品牌“东方荟”、全屋家居品牌“顾家生活”、合作品牌“LAZBOY”美国乐至宝功能沙发，收购国内外知名家具品牌：意大利高端家具品牌“Natuzzi”、德国高端家具品牌“ROLFBENZ”、出口床垫品牌“DeLandis 玺堡”组成了满足不同消费群体需求的八大品牌矩阵。

图 33：顾家家居业务概览



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

（二）竞争力和成长性分析

竞争力：综合实力强劲，竞争力持续巩固。从渠道力来看，公司具有多元化的渠道体系。在全球拥有6000多家品牌专卖店，门店数量多、覆盖范围广，不同层级

城市布局均匀。渠道开拓执行“1+N+X”的发展战略。从产品力来看，公司具备完善的产品矩阵以及全球化、智能化的生产基地布局。产品定位以中高端为主，价格带较宽，覆盖消费者范围广；生产基地遍布我国华东、华北、华中、西南区域，海外以越南、墨西哥两基地为核心。生产技术上打造智能生产基地，领跑工业 4.0。从品牌力来看，公司品牌内涵丰富，重视品牌长期建设，珍视消费者口碑，具有高品牌热度和美誉度。

图 34: 顾家家居营业收入及同比增速



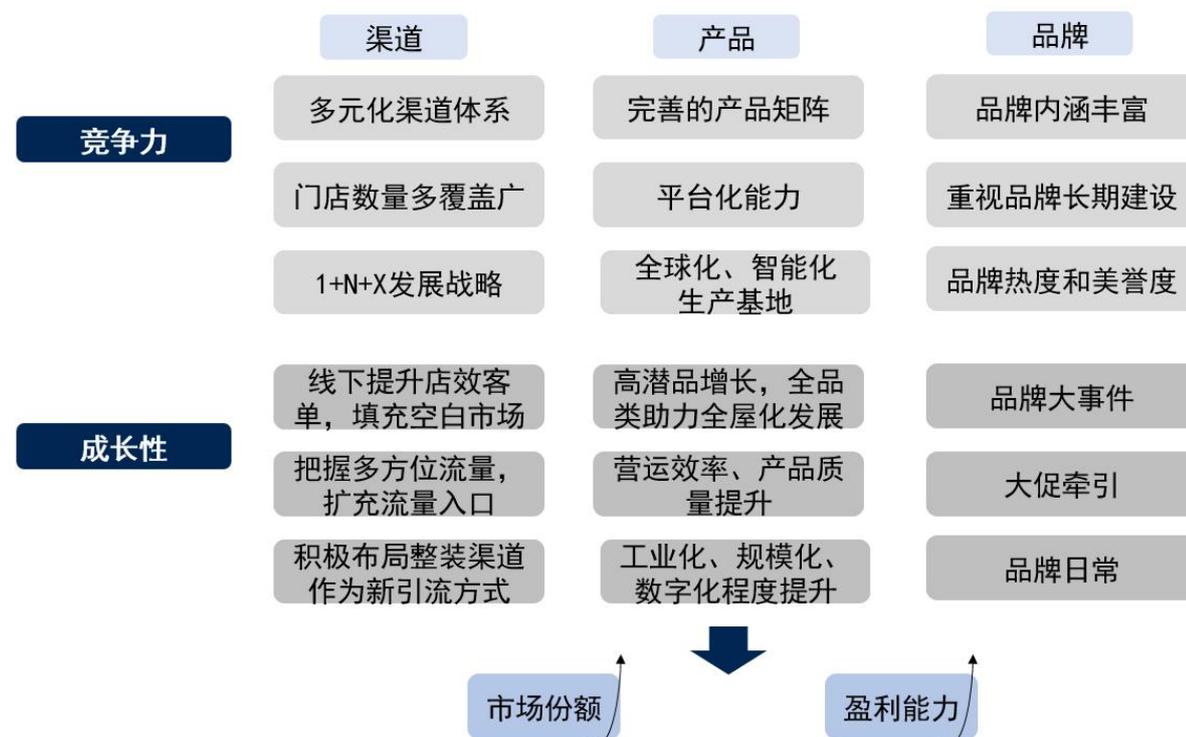
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 顾家家居净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 顾家家居增长逻辑图

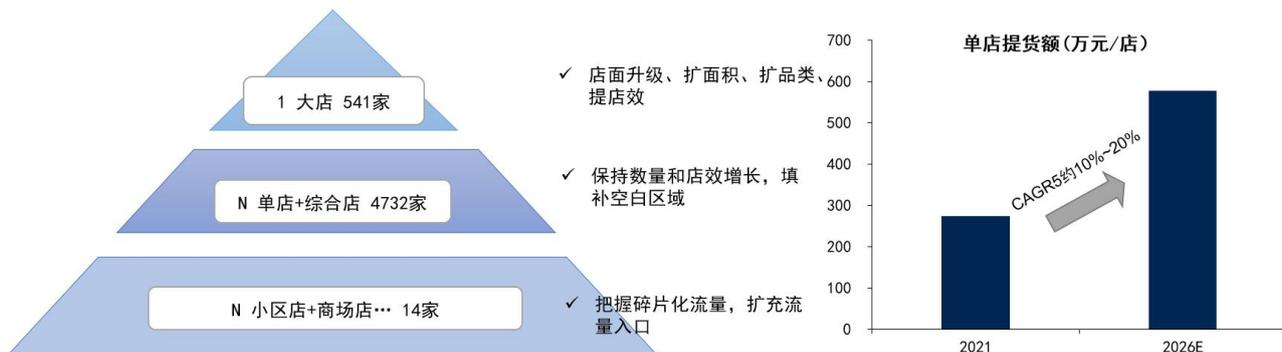


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- **成长性:** 从渠道角度来看，线下提升店效与扩充流量入口，积极把握线渠道与整装渠道。第一，从线下渠道来看，公司目前门店在全国各城市的覆盖度已较高，空白商场会继续进驻；未来成长性主要在于店态的变化，坚持 1+N+X 渠道战略，积极布局“1”、全面升级“N”、鼓励探索“X”，重装扩面、优

化位置、升级势能店：即一方面通过打造多品类组合的融合大店，来提升店效和客单；另一方面小店灵活开设，把握多方位流量，扩充流量入口。**第二，从线上渠道来看**，公司积极把握电商、直播、短视频、自媒体平台等线上渠道与流量入口，提升线上收入，提升曝光率，扩充流量入口的同时，提升品牌知名度。**第三，积极布局整装渠道**，作为新的引流方式将客流量进入时间从购买成品家具前置到装修环节，同时通过扩充单客购买品类来扩充客单值。

图37：顾家家居渠道提升逻辑图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **从产品角度来看**，高潜产品规模增长势头足，营运效率、产品质量、工业化、规模化、数字化程度仍有提升空间。首先公司产品线具备较高的广度和深度，具备全品类矩阵和平台化能力；同时生产能力也具备优势，生产基地在海内外布局广阔，智能制造技术先进。成长性分品类来看，沙发产品为公司的优势产品，规模体量较大；高潜品类，床品、定制家居、功能产品有望在全屋定制、整装模式带动，以及品类店铺的扩张下，进一步快速提升规模。

图38：顾家家居未来五年内贸分品类规模及市占率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **从品牌角度来看**，品牌打造按照长期发展目标制订品牌定位和营销策略。从品牌矩阵来看，顾家自主品牌一直以来主定位在中高档位，客户群较为精准，后续通过自建和外延，扩充品牌矩阵覆盖高中低端各个档次，包括高端品牌Rolf benz/Natuzzi/Lazboy；中高端品牌顾家主品牌；和大众品牌：天禧派，进一步扩展客群范围。高端产品线，有利于拓展更高层次的客户需求、提升公司品牌形象；大众品牌天禧派覆盖客群更广，目前增长势头好，2021年业绩同比增长近2倍；2022Q1同比增长一倍以上。

图39：顾家家居品牌矩阵及增长逻辑



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（三）盈利预测拆分和投资建议

1、盈利预测

预计公司 2022~2024 年收入分别为 194/224/255 亿元，分别增长 6%/15%/14%，毛利率分别为 27.9%/28.4%/28.8%，净利润分别为 17.9/20.3/23.8 亿元，分别增长 7.8%/13.0%/17.3%。

表5：顾家家居盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	3,441	4,501	6,270	8,710	10,705	12,302	17,631	19,037	22,006	25,134
	沙发	2,263	2,840	3,692	5,144	5,831	6,413	9,268	10,009	11,410	13,008
	床类产品	435	650	886	1,132	1,953	2,338	3,338	3,838	4,683	5,619
	配套产品	742	946	1,242	1,610	1,906	2,225	3,140	3,265	3,755	4,131
	信息技术服务	--	--	174	332	405	626	930	903	948	995
	定制家具	--	--	86	212	343	456	660	792	951	1,093
	红木家具	--	--	113	158	143	113	126	94	104	114
	其他主营业务	--	66	76	121	123	132	169	135	155	174
营收占比	合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	沙发	66%	63%	59%	59%	54%	52%	53%	53%	52%	52%
	床类产品	13%	14%	14%	13%	18%	19%	19%	20%	21%	22%
	配套产品	22%	21%	20%	18%	18%	18%	18%	17%	17%	16%
	信息技术服务			3%	4%	4%	5%	5%	5%	4%	4%
	定制家具			1%	2%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
	红木家具			2%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
	其他主营业务		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
YoY	合计	12%	31%	39%	39%	23%	15%	43%	8%	16%	14%
	沙发	10%	25%	30%	39%	13%	10%	45%	8%	14%	14%
	床类产品	54%	49%	36%	28%	73%	20%	43%	15%	22%	20%
	配套产品	3%	27%	31%	30%	18%	17%	41%	4%	15%	10%
	信息技术服务				91%	22%	54%	49%	-3%	5%	5%
	定制家具				146%	62%	33%	45%	20%	20%	15%
	红木家具				40%	-9%	-21%	12%	-25%	10%	10%
	其他主营业务			15%	58%	2%	7%	28%	-20%	15%	12%
毛利率	合计	41.1%	40.4%	37.3%	36.4%	34.9%	35.2%	28.9%	27.9%	28.4%	28.8%
	沙发	41.5%	41.0%	36.5%	34.9%	32.4%	32.6%	29.5%	29.5%	30.1%	30.7%
	床类产品	43.2%	42.4%	38.2%	38.2%	35.1%	35.6%	33.2%	33.2%	34.6%	35.2%

配套产品	31.4%	31.7%	27.3%	26.7%	24.2%	24.2%	24.8%	24.6%	24.6%	24.6%
信息技术服务			93.3%	87.3%	87.6%	85.3%	86.6%	80.0%	80.0%	80.0%
定制家具			26.9%	30.0%	35.8%	35.8%	32.4%	32.4%	33.1%	33.7%
红木家具			13.5%	13.9%	25.3%	21.6%	29.7%	18.0%	18.4%	18.7%
其他主营业务		19.6%	28.9%	24.2%	19.3%	10.6%	10.8%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2、投资建议：看好家居龙头稳健经营，高潜品类引领增长。公司在疫情和地产链影响下内贸收入增速依然稳健，三大高潜品类收入快速增长，盈利能力和经营性现金流不断改善，我们看好公司业绩的稳定性和成长性。顾家家居在家居领域深耕多年，具有市场领先地位，拥有完善多元的产品矩阵和渠道体系，同时享有高知名度和美誉度，生产技术和布局上也具备领先优势。从财务角度来看，盈利能力和营运效率都处于业内较高水平。未来通过渠道引流扩量，生产提质提效，品牌精准定位营销，渠道力、产品力、品牌力等核心竞争力有望进一步提升，进而提升公司市场份额和盈利能力。预计 2022-2024 年的净利润分别为 17.9、20.3 和 23.8 亿元，同比增速 7.8%、13.0%、17.3%。维持“买入”评级和 37~42 元的合理估值区间，合理估值对应 2023 年 15-17x PE。

表 6: 顾家家居盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,666	18,342	19,393	22,379	25,527
(+/-%)	14.2%	44.8%	5.7%	15.4%	14.1%
净利润(百万元)	845	1664	1795	2029	2380
(+/-%)	-27.2%	96.9%	7.8%	13.0%	17.3%
每股收益(元)	1.34	2.63	2.18	2.47	2.90
EBIT Margin	11.0%	10.1%	9.0%	9.7%	10.0%
净资产收益率(ROE)	12.5%	20.8%	19.7%	19.7%	20.3%
市盈率(PE)	26.2	13.3	16.0	14.2	12.1
EV/EBITDA	17.5	14.0	17.4	14.4	12.5
市净率(PB)	3.29	2.76	3.17	2.79	2.45

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

索菲亚：定制衣柜龙头，整家战略客单值提升明显

（一）业务概览：定制衣柜领导者，发展全渠道多品牌全品类

索菲亚始创于 2001 年，以定制衣柜起步，系我国衣柜领域开创者和领导者，有“柜类定制专家”的美誉。发展 20 余年，品类逐渐拓展到橱柜、木门、地板等，形成覆盖定制家居全品类的产品矩阵。同时构建多重渠道流量入口，线下零售开设终端门店逾 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域，此外铺设大宗、整装、线上全渠道。旗下拥有“索菲亚”、“司米”、“华鹤”和“米兰纳”四大品牌，覆盖高端、中端、大众消费全方位档次，满足不同客群需要。近年来以大家居为战略，以“全渠道、多品牌、全品类”为发展目标，推出全屋定制、整厨定制、整屋木门、整屋墙板、整屋家具、整屋地板和整屋电器 7 大整装品类，以及 8+1 空间整体解决方案。生产端，建设全国 7 大生产基地，拥有亚洲先进的工业 4.0 车间，打造了全方位、垂直一体化“数字化运营平台”，形成集团内相互呼应的产品研发和供应体系，实现纵深渠道全面发展。管理架构上，通过扁平化组织结构提升管理效率，打造出数字化、智能化中后台。

图40：索菲亚业务概览

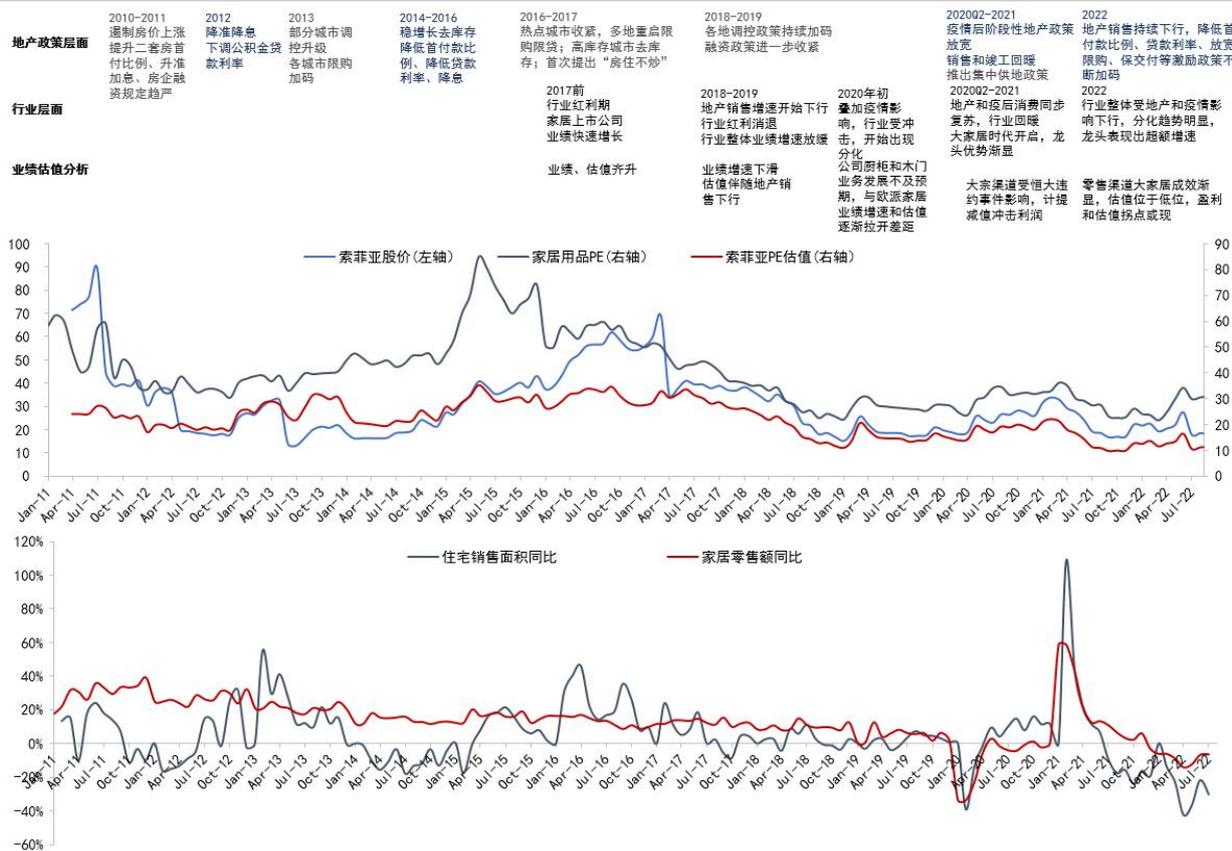


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

（二）竞争力和成长性分析

竞争力：内核实力强劲，战略调整后再启航。渠道力方面，零售渠道核心品类店数、店效较高；经销商管理考核标准趋严，赋能效果显现，大商依赖程度下降、中小商保持扩张和成长；客单价在整家战略下显著提升；渠道多元化布局，整装渠道与大型装企建立深度合作。品牌力方面，以品牌为导向全面实行大家居战略，各品牌定位精确，品牌矩阵完善，品牌热度与知名度高。产品力方面，优势品类带动全屋品类发展，成长空间大；产品内外兼修，风格系列丰富满足多元审美需求，产品品质精益求精；价格带广，子品牌定价区隔明显，客群覆盖面广，套餐性价比高；拥有七大生产基地，供应链、数字化能力领先。

图41：索菲亚股价与估值复盘



资料来源：wind，公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

图42：索菲亚营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图43：索菲亚净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成长性：整家战略下客单价增长可期，管理精细化助力终端优化。 索菲亚在过去十余年的发展中也曾经历挫折和失误。吸取过去的教训后，公司在组织、管理、战略上都进行了调整，“全渠道、多品牌、全品类”战略日臻完善。具体变革措施包括：变革1：从战略变革来看，制订并逐步完善整家战略，落地过程中客单价提升效果显著。变革2：从渠道变革来看，整装渠道深度合作，合伙人模式进一步捕捉碎片化流量。变革3：从管理变革来看，经销商管理更加严格，渠道赋能有所强化。变革4：从品牌变革来看，各品牌定位精准，米兰纳打开下沉市场

增速快，司米独立运营后增长有望提速。综上，公司通过战略、渠道、管理等方面变革，管理能力和终端运营能力持续优化，客单价和盈利能力增长可期。

图44：索菲亚增长逻辑图

	渠道	产品	品牌
竞争力	<ul style="list-style-type: none"> 全渠道运营体系 零售渠道门店和经销商数量多店效高 整装渠道与大型装企建立深度合作 	<ul style="list-style-type: none"> 完善的产品矩阵、丰富的价格带 品质精益求精、内外兼修 供应链、数字化能力领先 	<ul style="list-style-type: none"> 完善的品牌矩阵、价格定位区隔明显 以品牌为导向凭借优势品类带动全屋 品牌热度知名度高
过去不足	<ul style="list-style-type: none"> 经销商管理粗放、整装布局晚、大宗受坏账冲击 	<ul style="list-style-type: none"> 橱柜、木门业务发展慢 	<ul style="list-style-type: none"> 品牌间协同效益差司米、华鹤发展慢
成长性	<ul style="list-style-type: none"> 经销商管理精细化，强化渠道赋能 把握多方位流量，扩充流量入口 大宗渠道优化客户结构，控制风险 整装渠道建立深度 	<ul style="list-style-type: none"> 全品类助力整家大家居发展 橱柜、木门、墙地等业务快速发展 营运效率、产品质量提升 收入、利润同步增长 	<ul style="list-style-type: none"> 多品牌助力整家大家居发展 米兰纳扩充公司目标客群，增速快 司米战略调整后增长有望提速 华鹤木门助力门墙柜一体

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（三）盈利预测拆分和投资建议

1、盈利预测

预计公司 2022~2024 年收入分别为 116/135/153 亿元，分别增长 11%/16%/14%，毛利率分别为 32.5%/32.6%/32.8%，净利润分别为 11.5/13.7/16.3 亿元，分别增长 838.4%/19.4%/18.7%。

表7: 索菲亚盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	3,195.73	4,529.96	6,161.45	7,310.89	7,686.08	8,352.83	10,407.09	11,581.97	13,452.17	15,309.73
	定制衣柜及配件	3,073.80	4,084.41	5,444.17	6,393.77	6,605.22	6,701.78	8268.98	9,343.95	10,652.10	11,930.35
	定制厨柜及配件	86.66	413.00	590.20	708.52	851.21	1,210.94	1419.88	1,419.88	1,774.85	2,129.82
	木门	0.00	0.00	73.07	158.17	187.84	291.84	457.78	489.82	636.77	795.96
	地板	15.77	8.73	7.07	6.07	0.13	112.16	196.51	200.44	260.57	325.72
	其他业务	19.50	23.82	46.94	44.36	41.68	36.11	63.94	127.88	127.88	127.88
营收占比	合计	100%	100%	100%	100%						
	定制衣柜及配件	96%	90%	88%	87%	86%	80%	79%	81%	79%	78%
	定制厨柜及配件	3%	9%	10%	10%	11%	14%	14%	12%	13%	14%
	木门	0%	0%	1%	2%	2%	3%	4%	4%	5%	5%
	地板	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	2%
	其他业务	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
YoY	合计	35%	42%	36%	19%	5%	9%	25%	11%	16%	14%
	定制衣柜及配件	33%	33%	33%	17%	3%	1%	23%	13%	14%	12%
	定制厨柜及配件	604%	377%	43%	20%	20%	42%	17%	0%	25%	20%
	木门				116%	19%	55%	57%	7%	30%	25%
	地板	-43%	-45%	-19%	-14%	-98%	86177%	75%	2%	30%	25%
	其他业务	32%	22%	97%	-5%	-6%	-13%	77%	100%	0%	0%
毛利率	合计	37.8%	36.6%	38.2%	37.6%	37.3%	36.6%	33.2%	32.5%	32.6%	32.8%
	定制衣柜及配件	38.6%	39.5%	39.9%	39.2%	38.9%	40.4%	35.7%	34.6%	35.0%	35.5%
	定制厨柜及配件	9.3%	6.3%	23.0%	28.0%	28.5%	22.7%	26.3%	25.5%	25.5%	25.7%
	木门			25.5%	11.8%	15.8%	14.6%	17.1%	17.1%	17.1%	17.3%
	地板	8.8%	30.6%	27.2%	20.6%	-61.5%	7.7%	8.2%	8.2%	8.2%	8.3%
	其他业务	62.0%	54.9%	52.7%	46.5%	65.4%	49.7%	55.1%	55.1%	55.1%	55.1%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

2、投资建议: 看好公司战略调整后长期增长空间。我们看好索菲亚在定制家居领域具有市场领先地位, 尤其在衣柜领域深耕多年, 拥有强大的产品力、渠道力、品牌力。公司持续深化“全渠道、多品牌、全品类”的大家居发展战略, 成果显著, 各品牌客单价增速亮眼。整装渠道快速增长; 整家定制套餐受到市场广泛认可。产品方面开拓门窗和墙地市场, 扩充整家战略品类, 通过产品线的丰富提高客单值; 渠道方面新开创合伙人模式, 灵活度增加, 渠道有望进一步扩充; 各品牌发展稳步推进。司米经公司全资控股及战略调整后, 2024年有望重新回到高速增长通道。预计2022-2024年的净利润分别为11.5、13.74和16.3亿元, 同比增速838.4%、19.4%、18.7%。我们维持“买入”评级和19.6~22.6元的合理估值区间, 合理估值对应2023年13~15xPE。

表8: 索菲亚盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,353	10,407	11,582	13,452	15,310
(+/-%)	8.7%	24.6%	11.3%	16.1%	13.8%
净利润(百万元)	1192	123	1150	1374	1630
(+/-%)	10.7%	-89.7%	838.4%	19.4%	18.7%
每股收益(元)	1.31	0.13	1.26	1.51	1.79
EBIT Margin	16.8%	12.8%	12.4%	12.7%	13.1%
净资产收益率(ROE)	19.5%	2.2%	18.3%	19.5%	20.5%
市盈率(PE)	13.0	126.3	13.5	11.3	9.5
EV/EBITDA	11.5	12.9	11.6	10.0	8.8
市净率(PB)	2.53	2.74	2.47	2.20	1.95

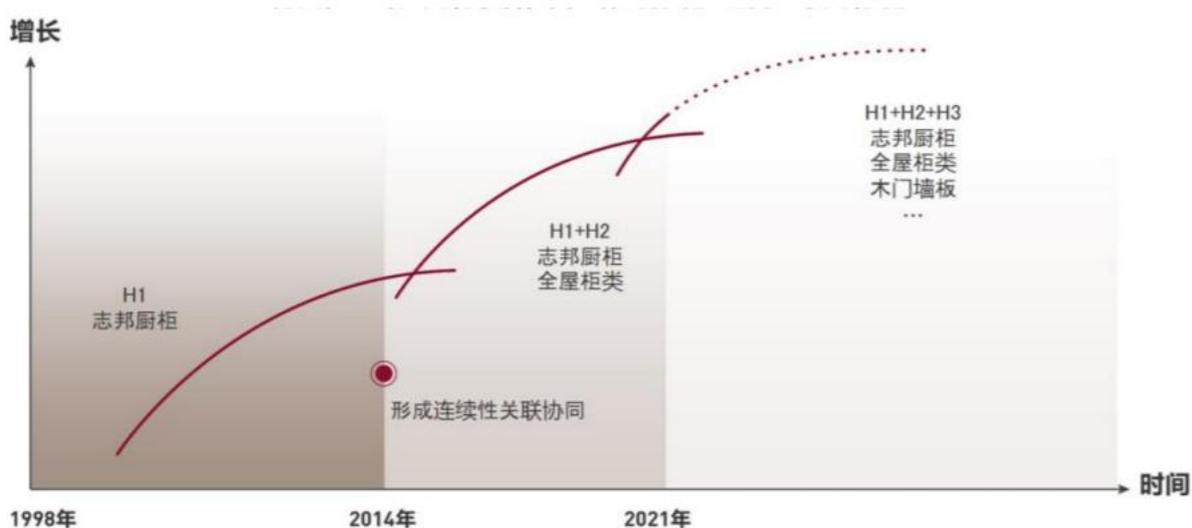
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

志邦家居：橱柜品类领先衣柜品类快速增长，运营稳健盈利能力持续提升

（一）业务概览：橱柜行业领先品牌，衣柜业务快速增长

志邦家居创立于1998年，从“乐享厨房”到“专注家居更懂生活”，从单一空间到全屋布局，是专注于全屋定制家居的研发、设计、生产、销售和安装服务的公司。公司由定制橱柜起步，由整体厨房领先迈向整家定制领先，产品囊括九大空间，包括整体厨房、全屋定制、定制木门/墙板、整体卫浴、家具配套、软装等整体家居产品。公司始终坚持“以市场为导向，以客户为中心”的原则，围绕为客户“装修一个家”的核心开展业务，向客户提供一体化、一站式的整体定制家居解决方案，实现人们对家的美好想象。品牌矩阵方面目前拥有三大品牌，分别是向中高端家居消费者提供厨柜、全屋定制、木门/墙板等定制产品的“ZBOM 志邦”品牌，向互联网思维的刚需家居消费人群者提供全屋定制产品的“IK”品牌，以及“FLY 法兰菲”配套家居成品。公司不断调整优化产品结构，衣柜橱柜业务占比均衡；2020年厨衣门业务版块融合，重点发力全屋定制市场；深耕经销渠道，经销商门店数保持快速增长；紧抓整装业务势能，全面布局整装渠道合作；持续开拓大宗战略客户合作，大宗渠道收入占比较高，风险控制良好。

图45：志邦家居业务概览



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

（二）竞争力和成长性分析

竞争力：二线品牌中竞争实力强劲增长势头足，稳健运营量质同步发展。产品力方面，公司设有独立的研发中心，坚持原创设计和技术创新；打造了全国专业设计师的交流与资质认证的资源共享平台“志邦设计谷”，并不断升级终端应用的全屋设计软件，实现快速出具3D效果图，兼具VR呈现、自动报价与一键下单的设计应用软件“云设计软件”。渠道力方面，经销模式成熟，通过立足华东区域、布局全国市场，拥有强大的零售营销网络，店面已形成“全屋定制”发展格局；整装渠道积极布局，发布“超级邦”装企服务战略；新媒体营销公司以技术驱动营销，与移动端头部流量媒体以及圈层KOL紧密合作，精准曝光，精准引流，有效转化，同步提升与消费者的互动。品牌力方面，公司持续推动志邦由橱柜品牌向全屋定制大家居品牌的转变，用品牌赋能产品，全方位塑造品牌“年轻化+时尚”

化”形象。在 2019 年升级品牌形象，签约国际巨星周杰伦为公司全新品牌代言人，进一步提升了品牌知名度。近年来，公司不断资源整合，采用广告传播品牌和互联网内容传播的方式相结合，提高品牌曝光度。

图 46: 志邦家居营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 志邦家居净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成长性：公司优势业务稳健增长，扩品类与整家战略成效显著。分品类看，公司第二、三增长曲线，衣柜和木门收入增速快，尤其衣柜业务收入占比快速提升，衣柜毛利率处于爬坡期带动盈利增长，成为公司业绩增长的重要引擎；木门业务目前处于招商建店的快速扩张阶段，规模较小增速较快。分渠道看，直营渠道公司大本营合肥直营店稳健增长，广州直营店空间广阔；经销渠道开店和店效提升仍有上升空间；大宗渠道风险控制良好。整家战略下，公司拓展日本松下、意大利 OXO 卫浴、意大利 R&G 家具、爱依瑞斯等高端品牌，覆盖不同消费群体，扩充了多种成品家具，并新增软装墙布、卫阳空间产品，满足用户一站式消费需求。实现线上平台、政策使用及资料下载等信息化运营，床、沙发、定制窗帘等软体配套成品增速迅猛。公司开放多品类共享多渠道资源，丰富全屋定制家居品类，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐渐显现，实现消费者整家全品类一站式购齐的需求。

（三）盈利预测拆分和投资建议

1、盈利预测

预计公司 2022~2024 年收入分别为 55/64/74 亿元，分别增长 7%/16%/15%，毛利率分别为 36.7%/36.9%/37.0%，净利润分别为 5.5/6.4/7.6 亿元，分别增长 9.1%/16.5%/17.6%。

表9: 志邦家居盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	1,188.42	1,569.99	2,156.88	2,432.99	2,962.14	3,840.44	5,152.80	5,519.33	6,425.46	7,379.81
	整体橱柜	1,120.03	1,418.92	1,876.47	1,928.18	2,117.11	2,498.60	2934.17	2,831.47	2,973.05	3,121.70
	定制衣柜	22.44	91.20	224.71	430.00	734.44	1,140.87	1759.78	2,138.13	2,779.57	3,474.47
	木门	-	-	-	7.79	27.63	43.37	169.82	246.24	369.36	480.17
	其他业务	45.94	59.88	55.7	67.03	82.96	157.60	289.03	303.48	303.48	303.48
营收占比	合计	100%									
	整体橱柜	94%	90%	87%	79%	71%	65%	57%	51%	46%	42%
	定制衣柜	2%	6%	10%	18%	25%	30%	34%	39%	43%	47%
	木门	0%	0%	0%	0%	1%	1%	3%	4%	6%	7%
	其他业务	4%	4%	3%	3%	3%	4%	6%	5%	5%	4%
YoY	合计	13%	32%	37%	13%	22%	30%	34%	7%	16%	15%
	整体橱柜	10%	27%	32%	3%	10%	18%	17%	-4%	5%	5%
	定制衣柜	0%	306%	146%	91%	71%	55%	54%	22%	30%	25%
	木门	-	-	-	0%	255%	57%	292%	45%	50%	30%
	其他业务	48%	30%	-7%	20%	24%	90%	83%	5%	0%	0%
毛利率	合计	37.7%	36.8%	34.9%	36.0%	38.5%	38.1%	36.2%	36.7%	36.9%	37.0%
	整体橱柜	39.3%	38.8%	36.8%	38.3%	42.4%	41.8%	40.5%	40.9%	41.3%	41.7%
	定制衣柜	-2.0%	19.5%	26.0%	30.0%	31.6%	33.4%	34.4%	36.8%	37.6%	37.8%
	木门	-	-	-	-56.6%	-3.6%	16.0%	13.0%	14.0%	14.1%	14.2%
	其他业务	19.3%	15.8%	7.6%	17.1%	14.3%	18.1%	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

2、投资建议: 看好公司稳健经营下的业绩韧性。公司橱柜业务在业内享有高知名度; 衣柜近年来快速发展成为公司第二增长曲线; 木门、其它成品家具等品类持续扩充, 多元化平台搭建日趋完善。随公司产品逐渐补全, 多品类产生协同效益; 同时随整装模式的发展, 以及南下战略的推进, 零售端业务逐步释放业绩; 大宗渠道目前处于调整阶段, 三季度以来已经展现出环比改善的迹象, 预计未来将进一步好转。同时基于公司精益化管理, 降本措施成效显著, 盈利能力有望不断提升。预计 2022-2024 年净利润分别为 5.52、6.42 和 7.56 亿元, 同比增速 9.1%、16.5%、17.6%。我们维持“买入”评级和 28.5~30.4 元的合理估值区间, 合理估值对应 2023 年 14~15x PE。

表 10: 志邦家居盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	5,519	6,425	7,380
(+/-%)	29.7%	34.2%	7.1%	16.4%	14.9%
净利润(百万元)	395	506	552	642	756
(+/-%)	20.0%	27.8%	9.1%	16.5%	17.6%
每股收益(元)	1.77	1.62	1.77	2.06	2.42
EBIT Margin	11.1%	10.8%	10.8%	11.1%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	17.7%	19.5%	18.9%	19.4%	20.0%
市盈率 (PE)	15.1	16.6	15.2	13.0	11.1
EV/EBITDA	15.2	16.2	14.3	12.5	11.1
市净率 (PB)	2.69	3.23	2.86	2.52	2.22

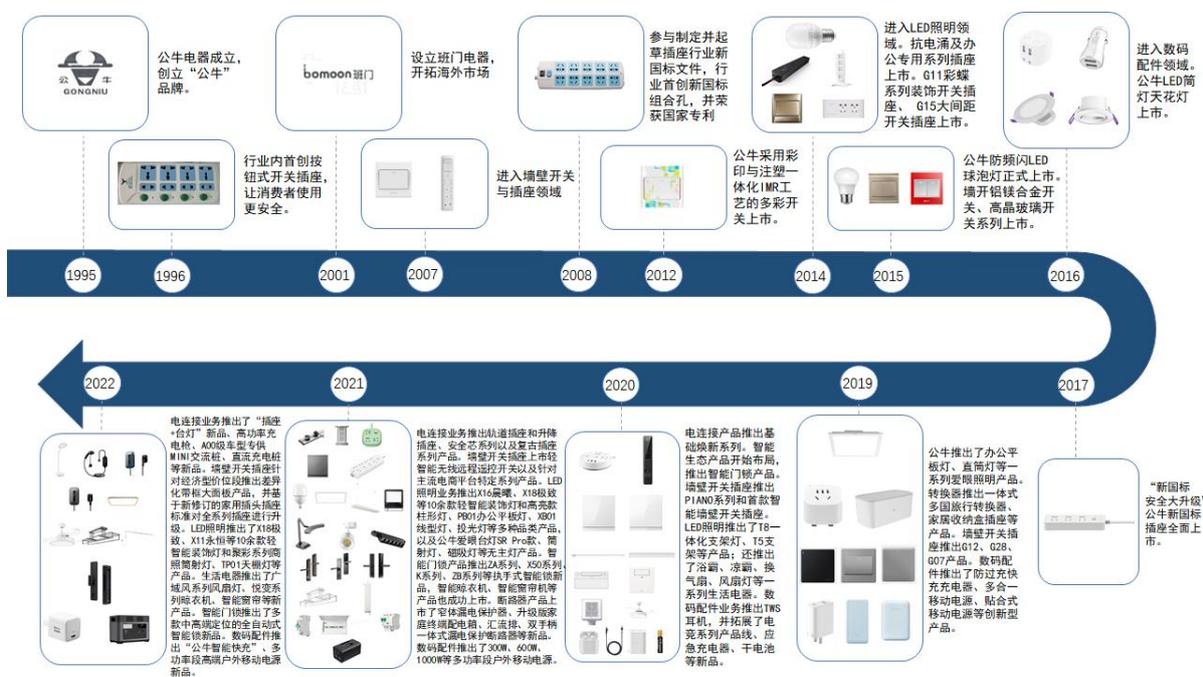
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

公牛集团: 民用电工行业领军者, 新业务新渠道拓展顺利传统业务彰显韧性

（一）业务概览：传统业务创新升级，新品类带动收入增长

公牛集团创立于1995年，始终坚持以消费者需求为导向，以产品品质为根本，从“插座”这一细分领域开始，不断推动功能、技术与设计的创新，开发出了大批受消费者喜爱的新产品。以创新为灵魂，凭借产品研发、营销、供应链及品牌方面的综合领先优势，公司在多年的发展过程中逐步拓展，形成了电连接、智能电工照明、数码配件三大业务板块，围绕民用电工及照明领域形成了长期可持续发展的产业布局。公司顺应时代趋势不断变化，依托覆盖全国城乡、110多万家网点的线下实体营销网络和专业的线上电商营销网络，在民用电工领域形成了线下、线上协同发展的强大营销体系，已在全国范围内建立了75万多家五金渠道售点（含五金店、日杂店、办公用品店、超市等）、12万多家专业装饰及灯饰渠道售点以及25万多家数码配件渠道售点，开拓了数十家线上授权经销商。公司形成了以售点广告为核心的立体化品牌传播模式，使“公牛”品牌家喻户晓。并且，公司不断提升精益化、自动化、智能化制造水平，形成了具备先进制造技术能力和自动化生产能力的供应链系统，使公司在品质、效率、成本方面始终保持竞争力。

图48：公牛集团业务概览



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

（二）竞争力和成长性分析

竞争力：研发创新能力强产品质量优，C端渠道布局完善利于新品导入。产品力方面，公司以产品品质为根本，以创新为灵魂，公司建立了以消费者需求为导向的产品研发创新优势，产品不断推陈出新。公司多年来参与起草国家标准、行业标准及团体标准93项，截至2022年6月末，公司有效专利授权1990项。公司始终坚持以质取胜的质量理念，形成了有效、系统的质量管理和控制体系。品牌力方面，公司在民用电工领域具有高口碑、高国民度和知名度，凭借良好口碑和品牌背书，公司传统品类销售增长稳健，新品类导入市场、快速推广较为容易。渠道力方面，公司线下渠道以经销为主、直销为辅，在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售方式；线上渠道以直销+经销模式覆盖主流电商平台、

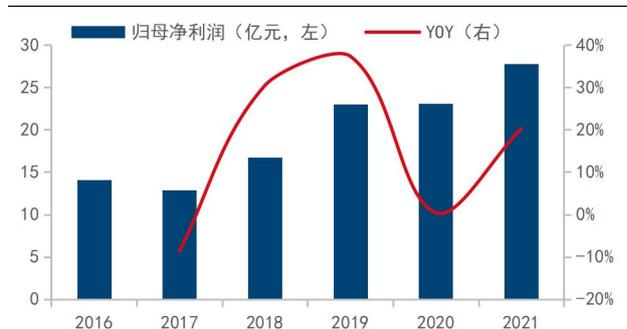
短视频平台；同时加速 B 端渠道装企、工程项目的开发与销售力度，并积极探索海外市场，加快全球布局。C 端拥有覆盖全国城乡、110 多万家网点的线下实体营销网络和专业的线上电商营销网络。

图 49：公牛集团营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 50：公牛集团净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成长性：新老业务与新老渠道协同发展。分品类看传统业务中，墙开和照明业务仍维持双位数增长，电连接业务单位数增长。新业务拓展方面进展顺利，1) 无主灯业务从去年开始孵化，今年 3 月正式推出产品，目前惠州生产基地已正式投产；2) 新能源业务以充电业务为主，全年预计将完成 1 亿的收入目标，同时以户外储能为主要产品的储能业务也在逐步推进；3) 包括浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能窗帘机等智能生态产品，前三季度获得快速增长。分渠道看，B 端渠道加速装企、工程项目的开发与销售力度，并积极探索海外市场，加快全球布局。2022 年 C 端装饰渠道开始了新业务无主灯的市场导入，完成了 8000 多家网点的初步布局，同时进一步开展全品类专卖区下沉建设；C 端五金渠道继续保持优势；C 端数码渠道店态持续丰富；新能源渠道于 2022 年 3 月份开始组建；B 端渠道 2022 年公牛以智控无主灯产品为核心，强化开拓头部家装公司，开拓力度、合作数量、合作深度上持续加码，销售收入快速增长。

（三）盈利预测拆分和投资建议

1、盈利预测

预计公司 2022~2024 年收入分别为 145/166/186 亿元，分别增长 17%/15%/12%，毛利率分别为 36.8%/37.7%/38.1%，净利润分别为 31.8/37.4/43.4 亿元，分别增长 14.4%/17.6%/16.0%。

表 11: 公牛集团盈利拆分

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	合计	4,458.91	5366.48	7240.07	9065.00	10,040.44	10,051.13	12,384.92	14,490.31	16,606.40	18,643.14
	电连接产品	3131.69	3311.95	4037.47	4847.4	5,248.62	5,548.84	6413.21	7,343.13	8,224.30	9,046.73
	智能电工照明产品	1321.79	2039.65	3046.09	3921.56	4,423.16	4,054.71	5550.98	6,661.18	7,833.54	8,977.24
	数码配件		7.51	140.95	276.97	357.03	417.73	372.68	436.04	497.08	566.67
	其他业务	5.43	7.37	15.57	19.07	11.43	29.85	48.05	49.97	51.47	52.50
营收占比	合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	电连接产品	70%	62%	56%	53%	52%	55%	52%	51%	50%	49%
	智能电工照明产品	30%	38%	42%	43%	44%	40%	45%	46%	47%	48%
	数码配件		0%	2%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
	其他业务	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
YoY	合计		20%	35%	25%	11%	0%	23%	17%	15%	12%
	电连接产品		6%	22%	20%	8%	6%	16%	15%	12%	10%
	智能电工照明产品		54%	49%	29%	13%	-8%	37%	20%	18%	15%
	数码配件			1777%	97%	29%	17%	-11%	17%	14%	14%
	其他业务		36%	111%	22%	-40%	161%	61%	4%	3%	2%
毛利率	合计	41.61%	45.2%	37.7%	36.6%	41.4%	40.1%	37.0%	36.8%	37.7%	38.1%
	电连接产品	40.64%	44.9%	33.4%	33.3%	38.3%	39.1%	32.9%	33%	33.7%	34.0%
	智能电工照明产品						43.2%	42.0%	42%	42.4%	42.8%
	数码配件		26.5%	19.8%	22.5%	24.7%	22.4%	27.0%	27%	27.0%	27.0%
	其他业务						60.1%	63.0%	62%	62.5%	62.5%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

2、投资建议：看好新老业务及新老渠道协同并进。公司各类产品持续推陈出新，传统业务与新业务齐头并进，产品矩阵不断丰富；传统渠道布局完善，B 段渠道快速增长，新能源渠道拓展进展良好。我们看好公司凭借自身研发、创新、制造与渠道优势持续进入更多民用电工、智能家居相关领域，实现长期稳健经营和成长。预计 2022-2024 年净利润分别为 31.8、37.4 和 43.4 亿元，同比增速 14.4%、17.6%、16.0%。我们维持“买入”评级和 136.9~149.3 元的合理估值区间，合理估值对应 2023 年 22~24x PE。

表 12: 公牛集团盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,490	16,606	18,643
(+/-%)	0.1%	23.2%	17.0%	14.6%	12.3%
净利润(百万元)	2313	2780	3182	3741	4340
(+/-%)	0.4%	20.2%	14.4%	17.6%	16.0%
每股收益(元)	3.85	4.62	5.29	6.22	7.22
EBIT Margin	25.9%	24.5%	23.3%	24.2%	24.8%
净资产收益率 (ROE)	25.3%	25.8%	25.4%	25.7%	25.6%
市盈率 (PE)	35.8	29.8	26.1	22.2	19.1
EV/EBITDA	30.4	26.9	24.6	20.8	18.2
市净率 (PB)	9.07	7.71	6.63	5.69	4.89

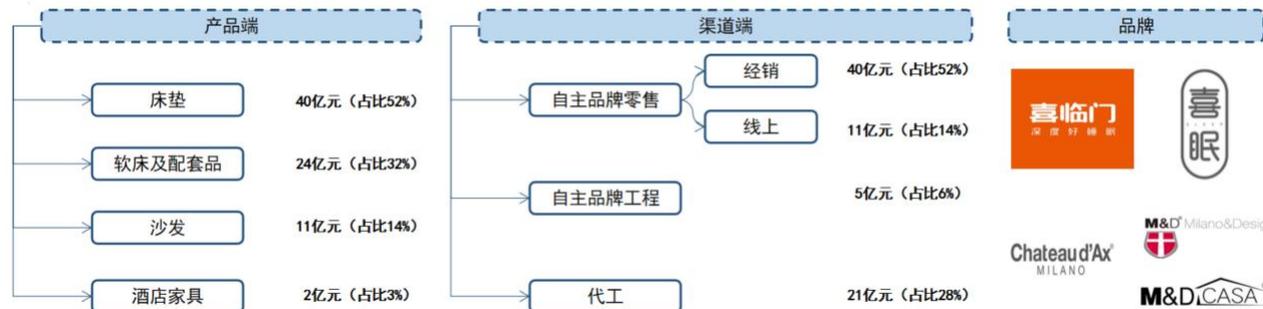
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

喜临门：聚焦自主品牌业务，产品渠道成长性显现

床垫专业制造龙头，自主品牌驱动增长。公司以床垫生意起家，目前拥有自主品牌喜临门，同时设立喜眠覆盖下沉市场。18 年公司收购意大利高端沙发品牌 M&D 以及夏图（销售代理权）拓展第二产品曲线。2021 年公司床垫、软床业务合计达

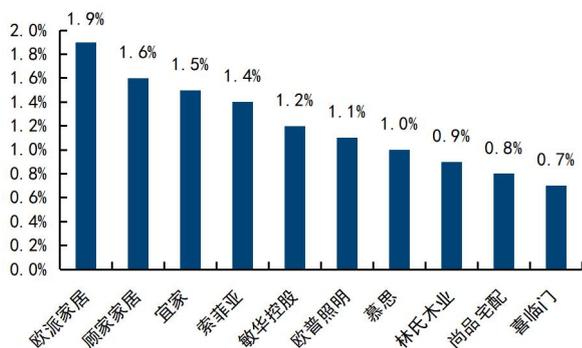
64 亿元，占比超 80%，沙发约 11 亿元，占比 14%。渠道层面，公司加强自主品牌渠道拓展，自主品牌与代工业务约 7：3。公司持续升级自主品牌影响力，发挥品牌效应抢占市场。2012~2021 年其家具市场市占率由 0.1%提升至 0.7%，位列第十，在软体家具企业中暂列顾家家居、敏华控股、慕思股份之后。同时根据 Chnbrand 发布的 2022 年中国顾客推荐指数品牌排名，喜临门位列床垫行业第一名。

图51：公司业务概况



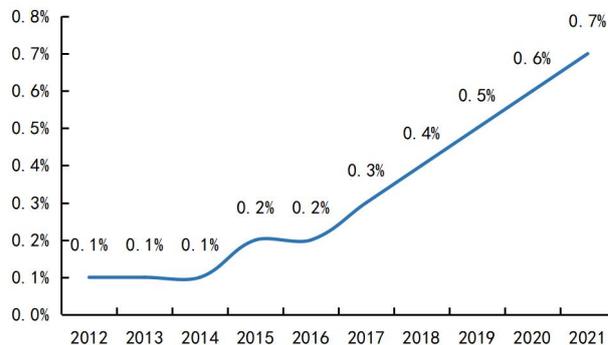
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（*21 年收入数据口径）

图52：2021 年家具市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

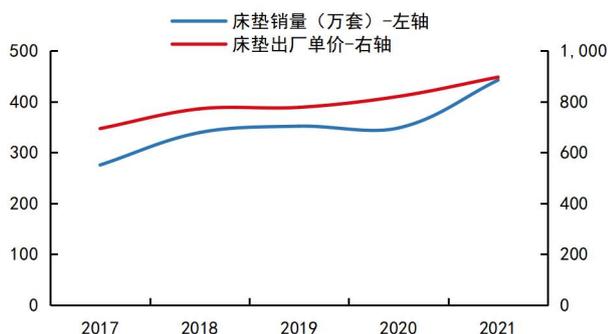
图53：公司家具市场市占率



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

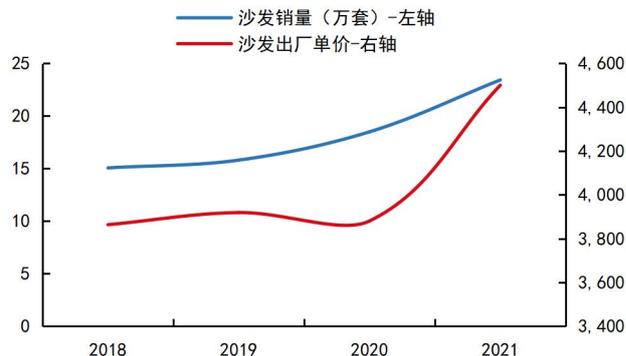
核心看点一：多层次产品矩阵全覆盖，沙发构建第二增长曲线。第一，产品客群覆盖广、推动高客单。喜临门目前拥有 11 个子系列，纵向延申覆盖低中高端群体，价格带延伸广，横向打造睡眠空间、拓展沙发品类，推动套系化销售，推动客单价增长。第二，发力打造沙发第二增长曲线。收购意大利高端沙发品牌 M&D/夏图，同时布局自有系列可尚沙发，目前门店数量约 500 多家，持续快速扩张。2018~2021 年公司沙发销量年复合增长率 15.9%，同期收入年复合增长率为 21.9%。第三，量价齐升，自主品牌业务驱动盈利升级。2017~2021 年床垫销量/出厂单价年复合增速分别为 13%/7%，沙发销量/出厂单价年复合增速分别为 16%/5%。

图54: 2017~2021 年公司床垫销量与出厂单价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图55: 2018~2021 年公司沙发销量与出厂单价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

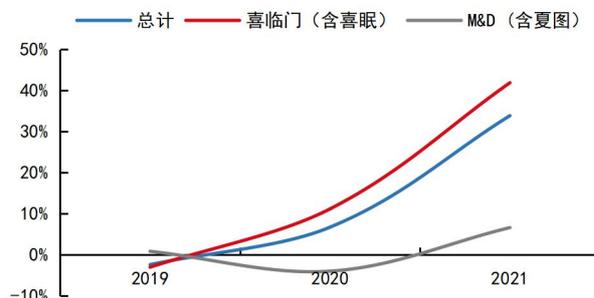
核心看点二: 渠道高速扩张阶段, 成长性充足。第一, 公司线上渠道规模领先床垫同行, 线上渠道成为公司重要的增长引擎之一, 公司通过大促营销、直播电商、加强线上服务等措施实现线上业务快速增长, 2021 年同比增速 63%。第二, 线下经销渠道方面, 公司扩张线下门店布局, 加速覆盖全国市场, 2021~2023 年为高速拓展期, 计划每年门店新增千家, 目前门店保有量为 5186 家; 同时通过大商策略、套系化销售提升门店店效, 2021 年单店提货额约 97 万元/年, 同比增长 34%。

图56: 电商渠道收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: 公司单店提货额增长率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

看好床垫龙头聚焦自主品牌业务, 发力品类扩张、渠道建设, 核心竞争力持续巩固提升, 给予“买入”评级。喜临门深耕床垫业务多年, 其自主品牌喜临门定位国民营销, 同步通过内生外延逐步拓展沙发品类业务, 渠道层面经销门店对标国内成熟软体家居龙头尚有开店空间, 电商平台发展领先同行, 预计近 2 年仍为相对高速发展期, 在行业出清阶段提升市场份额。财务层面, 伴随渠道品类拓张费用投入相对较高, 未来随着规模效应释放逐步提升盈利能力。预计公司 2022~2024 年净利润分别为 6.3/7.4/8.9 亿元, 同增 12.4%/17.2%/20.3%; 2023 年合理估值为 30.4~36.1 元 (对应 16~19x PE), 给予“买入”评级。

表13: 收入与毛利率假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	4871	5623	7772	8922	10435	12136
自主品牌零售业务	2329	3085	5054	6039	7354	8795
-经销渠道	1832	2412	3956	4392	5048	5797
(1) 喜临门	1360	1883	3307	3827	4486	5132
门店数量	2548	3140	3899	4675	5375	5575
店效	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
(2) M&D (含夏图)	472	529	649	565	562	665
门店数量	452	503	596	631	681	731
店效	1.15	1.11	1.18	0.92	0.86	0.94
-线上渠道	496	673	1098	1647	2306	2998
自主品牌工程业务	574	429	470	390	351	375
代工业务	1823	1785	2128	2373	2611	2845
其他	21	54	119	119	119	119
总收入 YOY	15.7%	15.4%	38.2%	14.8%	17.0%	16.3%
自主品牌零售业务	22.3%	32.5%	63.9%	19.5%	21.8%	19.6%
-经销渠道	25.4%	31.6%	64.0%	11.0%	14.9%	14.8%
(1) 喜临门	-3.0%	11.2%	41.9%	-5.0%	0.0%	5.0%
门店净增量	528	592	759	776	700	200
店效	-3.0%	11.2%	41.9%	-5.0%	0.0%	5.0%
(2) M&D (含夏图)	25.8%	12.0%	22.7%	-12.9%	-0.6%	18.4%
门店净增量	85	51	93	35	50	50
店效	0.9%	-4.0%	6.6%	-22.0%	-7.0%	10.0%
-线上渠道	12.1%	35.5%	63.3%	50.0%	40.0%	30.0%
自主品牌工程业务	24.9%	-25.3%	9.4%	-17.0%	-10.0%	7.0%
代工业务	3.8%	-2.1%	19.3%	11.5%	10.0%	9.0%
其他	18.1%	159.7%	123.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.8%	33.8%	32.0%	33.6%	34.5%	35.1%
自主品牌零售业务	52.4%	49.2%	43.6%	44.6%	44.6%	44.4%
-经销渠道	51.3%	48.1%	44.7%	45.8%	46.0%	45.9%
喜临门品牌	57.0%	51.9%	47.6%	48.1%	48.0%	47.9%
M&D (含夏图)	34.6%	34.9%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
-线上渠道	56.6%	53.1%	39.4%	41.4%	41.5%	41.5%
自主品牌工程业务	25.5%	18.7%	6.8%	7.0%	7.1%	7.2%
代工业务	17.0%	12.1%	9.7%	10.0%	10.1%	10.2%
其他	7.4%	21.5%	39.9%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表14: 盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,623	7,772	8,922	10,435	12,136
(+/-%)	15.4%	38.2%	14.8%	17.0%	16.3%
净利润(百万元)	313	559	628	736	886
(+/-%)	-17.6%	78.3%	12.4%	17.2%	20.3%
每股收益(元)	0.81	1.44	1.62	1.90	2.29
经营利润率	9.9%	9.6%	8.8%	9.6%	9.9%
净资产收益率(ROE)	10.7%	17.5%	17.4%	18.0%	19.0%
市盈率(PE)	35.2	19.8	17.6	15.0	12.5
EV/EBITDA	22.6	18.2	18.2	15.3	13.6
市净率(PB)	3.75	3.45	3.06	2.70	2.37

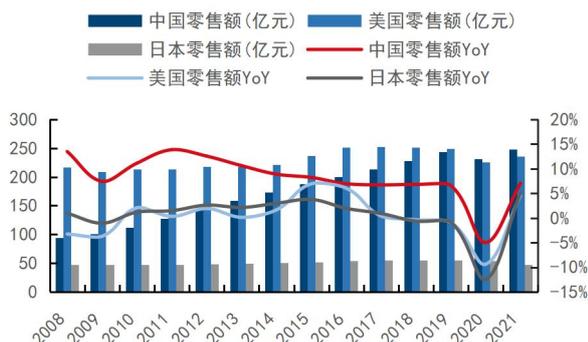
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

文具板块：人均消费增长与龙头集中度提升为主要长期成长驱动力

人均文具开支增长驱动行业量价齐升

中国书写工具零售额市场增长较快、单价提升趋势明显。2021年中国书写工具市场零售额约250亿元，体量与美国相当，约为日本的5倍。从增长趋势看，中国市场保持中单位数左右的复合增长，而美国、日本规模相对稳定。拆分量价来看，三个市场的产品单价都持续上升趋势，而零售量有一定波动，其中同样也是中国市场量价齐升的趋势最为明显，量价持续保持低单位数的增长水平。人均文具消费方面，由于文具品类丰富、功能性和时尚性附加值高、在中国起步较晚、人均消费显著低于发达国家，未来品类扩张将推动人均消费量提升、产品创新将推动单价提升。消费人数方面，近年文具主要消费人群5~70岁人口数量趋于稳定。从学生数量来看，2011-2016年放开二胎之后出生率由原本的12‰上升13‰-14‰，而这一波婴儿潮的新生儿达到上学年龄分别是在2017年和2023年，K12在校生人数有望在短期内增长，长期看预计文具行业的消费人群数量将基本持平。

图58：中美日三国书写工具零售额及增长情况



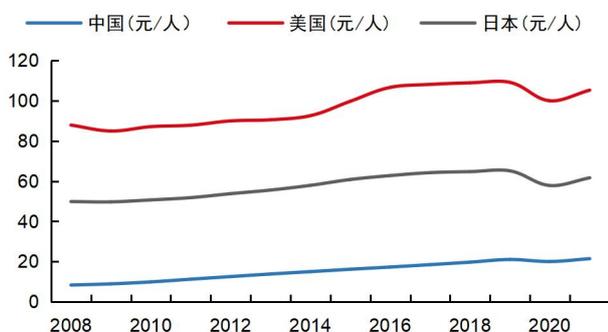
资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图59：中美日三国零售量及增长情况



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

图60：中美日三国书写工具人均消费金额变化情况



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

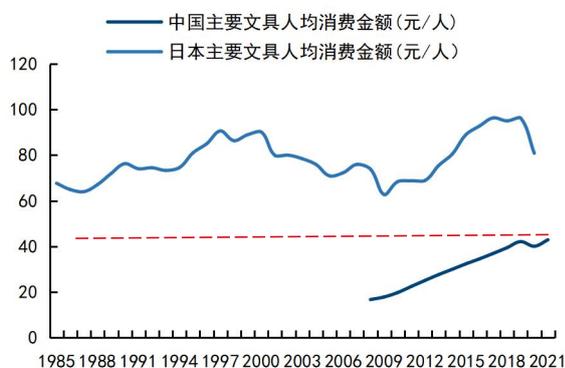
图61：2011-2021年K12在校生数量变化情况



资料来源：wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

对标日本，中国文具人均消费长期来看有3倍左右的空间。参考日本的历史经验，即使经济疲弱、教育支出持平，文具市场尤其是主要品类依然能实现扩张，主要是由人均消费的提升所推动，而人均文具消费的提升主要由人均消费量和单价的提升所推动，教育宽松政策的负面影响不明显。参考日本，1980年文具行业的红利期过后，人均文具消费金额仍持续实现增长，从1985年的64元/人上升至近年的95元/人，中国目前的人均消费金额为40元（为日本的不足1/2且低于日本1985年的水平）。拆分量价来看，人均文具消费量也基本呈上升趋势，从1985年的20件上升到近年的30-40件；单价方面，与1990年代初相比日本文具整体单价略有提升。日本教育宽松政策对人均文具消费的影响不明显。日本1980年代初、1990年代末、2000年代初，日本分别推行三次“宽松教育”，但人均文具消费金额仍有提升，教育宽松对文具消费的影响较为有限。中国2021年7月施行“双减”政策，全面压减作业总量和工作时长，提升课后服务质量、全面规范校外培训行为，短期内对文具需求产生一定的冲击，但不影响人均文具消费长期增长的趋势。

图62：中日主要文具人均消费对比



资料来源：日本产经省、日本统计局、中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

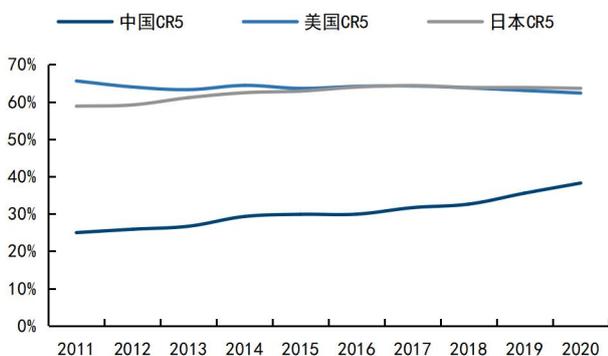
图63：中日主要文具人均消费对比



资料来源：日本产经省、日本统计局、中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

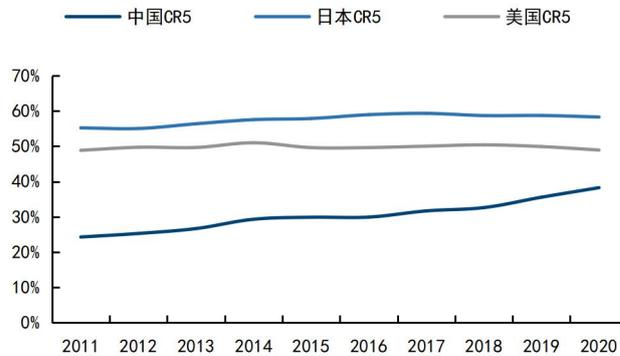
中国文具市场集中度加速上升，仍有较大提升空间。中国文具市场集中度仅为美国和日本1/3-1/2，市场仍具有较大竞争空间和发展潜力。目前，中国文具行业前五大公司的集中度为38.2%，远低于美国的62.4%和日本的63.6%。同时，中国文具市场的集中度在持续稳步上升，近五年来中国前五大公司集中度提升8.3个百分点。

图64：2011-2020年中美日文具前五大公司集中度比较



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图65：2011-2020年中美日文具前五大品牌集中度比较



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

晨光股份：人均消费增长，行业格局优化

传统核心业务增长稳健，新业务快速迈向收获期。公司是全球最大的综合文具制造商之一，致力于“整合创意价值与服务优势，倡导时尚文具生活方式，提供学习和工作场景解决方案”。公司目前主要收入来自两大行业、三大业务和四大产品，其中按业务来看，公司形成了一体两翼的经营结构：

1、公司的传统核心业务主要是“M&G 晨光”及所属品牌书写工具、学生文具、办公文具及其他产品等的设计、研发、制造和销售，收入占比五成，近三年复合增速约为 17%；公司核心业务的产品分为大众产品、精品文创、儿童美术和办公产品四大赛道，渠道以全国超过 8 万家终端门店为基石发展线上线下全渠道布局，品牌“M&G 晨光”深入人心，获得荣获 2021 “中国品牌年度大奖文具 NO.1”称号等奖项；

2、新业务主要是办公直销平台和零售大店业务。办公直销平台晨光科力普业务经过近十年的快速增长，已经贡献公司近四成的收入，近三年复合增速约为 44%；零售大店业务以晨光生活馆和九木杂物社为主，收入占公司的比例接近一成，战略的定位是成为晨光品牌和产品升级的桥头堡和全国领先的中高端文创杂货零售品牌，近三年复合增速约为 51%。

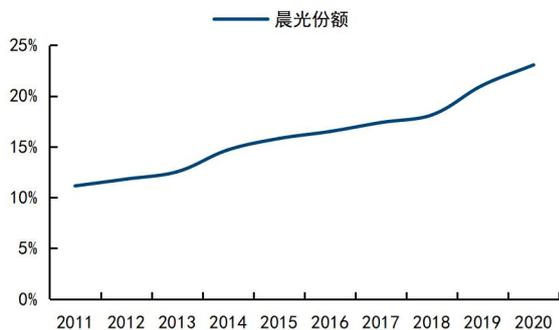
图 66：晨光股份业务概览



资料来源：晨光股份招股书、晨光股份年报，国信证券经济研究所整理

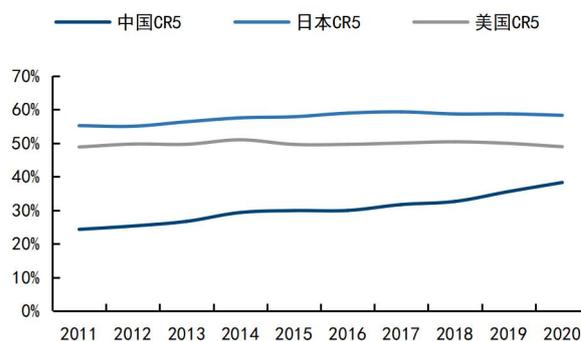
从书写工具的市占率来看，晨光处于龙头地位，行业竞争格局优化。晨光书写工具在中国的市占率近 10 年提升 12 个百分点至 2020 年的 23%，近年提升速度较快。从集中度看，中国前五大品牌集中度近年加速提升，但距离美股和日本仍有 1.5~2 倍的差距。

图 67: 2011-2020 晨光股份在中国书写工具市场的份额变化



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

图 68: 2011-2020 年中美日文具前五大品牌集中度比较



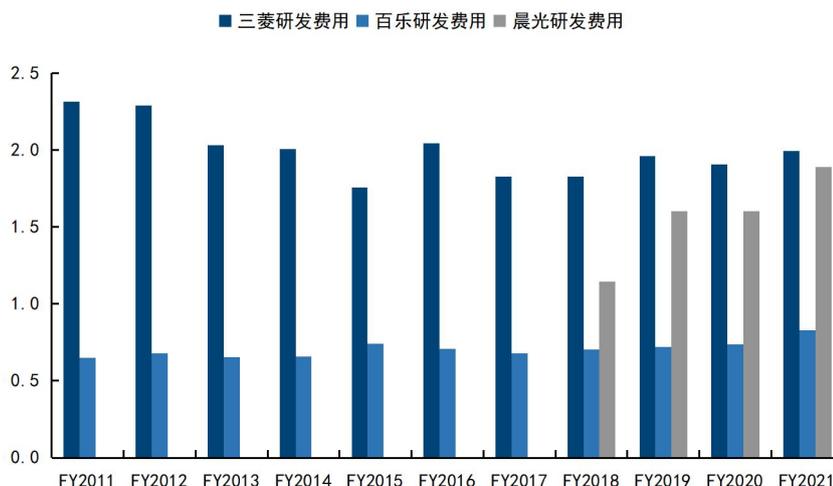
资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

产品研发制造实力领先、升级空间充足, 有望实现海外输出。从产品品质方面, 晨光股份拥有快速市场反应能力和强大研发设计能力, 在外观设计和制造技术方面均处于行业领先。在产品策略方面坚持推出具有单品类功能的新产品和高附加值产品。在产品功能性方面, 公司掌握笔头、油墨及其匹配技术, 可实现速干、超顺滑、大容量、热可擦和悬浮护套等强功能产品的开发。在前置消费者调研、把握市场流行趋势的策略推动下, 自 2017 年起陆续推出变形金刚、航海王、京剧系列等文创产品, 满足消费者个性化需求。

公司注重产品技术研发与设计创新, 近年研发费用接近 2 亿元, 与三菱较为接近、高于百乐。专利方面, 截至 2021 年末公司共掌握 841 项专利, 涵盖笔、墨、纸、尺、胶等办公文具品类。产品设计包揽国际四大工业设计大奖——德国 iF 奖、红点奖, 日本 G-mark, 以及美国 IDEA, 此外还多次获得金点设计奖、红星奖等重量级设计类奖项, 拥有一流的设计实力。

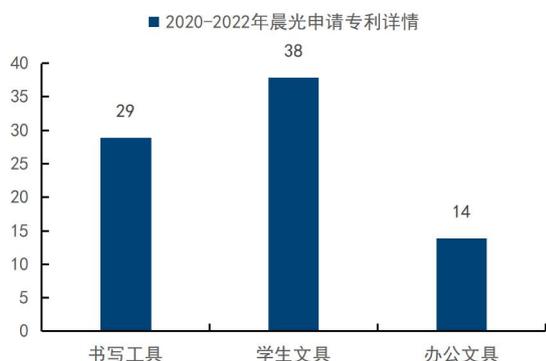
与国内同行真彩文具相比, 晨光的书写工具零售额体量约为真彩的数十倍, 但申请专利/发明数量远远多于真彩。2020 年至今, 晨光在书写工具/学生文具/办公文具方面共申请专利发明 29 个/38 个/14 个, 而真彩的申请数分别为 7 个/3 个/0 个。

图 69: 三菱、百乐、晨光研发费用金额对比



资料来源: 三菱、百乐、晨光公司公告, 国信证券经济研究所整理

图70：2020年1月-2022年6月晨光申请专利详情



资料来源：国家知识产权局，国信证券经济研究所整理

图71：2020年1月-2022年6月真彩申请专利详情



资料来源：国家知识产权局，国信证券经济研究所整理

从品牌价格段来看，国内文具品牌的价格带仍远低于日本品牌。国内品牌如晨光、真彩、得力的主要书写工具件单价多数在5元以下，而日本品牌的核心价格带基本在5~20元之间，国内文具龙头品牌的产品升级空间十分充足。

图72：2021年各品牌中性笔价格带对比

价格区间	晨光官方旗舰店	真彩旗舰店	得力官方旗舰店	pilot百乐旗舰店	uni三菱旗舰店	zebra斑马牌旗舰店
<5	93.0%	76.4%	74.0%	0.2%	0.0%	4.1%
<7	5.4%	3.9%	22.8%	1.9%	21.5%	5.4%
<9	1.0%	1.1%	1.0%	29.5%	32.7%	13.1%
<11	0.4%	0.0%	1.4%	9.6%	10.6%	5.3%
<13	0.1%	0.0%	0.5%	12.2%	22.6%	3.6%
<15	0.0%	0.0%	0.3%	27.6%	4.4%	1.3%
<17	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	2.1%	5.5%
<19	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	0.0%	11.9%
<21	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	1.3%	2.2%
>=21	0.0%	18.5%	0.0%	6.3%	4.8%	47.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：阿里第三方数据库，国信证券经济研究所整理

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入假设：预计2022~2024年分别为203.1/261.4/312.2亿元，分别同比增长15.4%/28.7%/19.4%。其中传统业务稳健成长和新业务快速提升。

1) 公司的传统核心业务产品研发实力强劲、渠道壁垒深厚，长期来看有望实现量价齐升。2022年公司二季度受到上海疫情的影响工厂停产，预计销量将有所下滑，但单价由于产品升级有望提升，预计2022年传统核心业务收入将下滑2%。展望2023-2024年，随着消费能力的提升、产品品类扩充，公司的非晨光科力普产品销量在2023年有望在低基数下实现高双位数的增长，2024年预计实现7~8%左右的增长。综合来看，预计公司2022-2024年收入增速分别为15.4%/28.7%/19.4%。

2) 新业务晨光科力普市场空间充足，办公直销业务疫情影响较小，预计销量以每年20%~27%的速度增长、单价均以每年5%~10%的速度增长，推动2022-2024年收

入分别增长 38.5%/30%/25%。

3) 零售大店业务模式跑通、九木杂物社未来将维持较快的开店节奏，此外公司升级产品、扩展品类，有望实现量价齐升，预计 2022-2024 年收入增速分别为 -9.1%/61.5%/19.9%，其中九木的收入增速预计为 -7.6%/66.8%/20.8%。

2、毛利率假设：预计 2022~2024 年分别为 20.6%/21.4%/21.2%，其中各项业务毛利率预计均有提升，但由于低毛利率的科力普（办公直销业务）占比提升，整体毛利率预计在 20~22%左右。

1) 公司的文教办公用品（包括在批发和零售大店渠道销售的产品）研发能力较强、品牌知名度和美誉度高，近年产品升级毛利率提升，预计未来 3 年毛利率为 32.6%/32.9%/33.1%，有小幅的提升空间。

2) 公司的零售业（包括晨光科力普和晨光生活馆所销售的非晨光产品收入）中，晨光科力普预计随着采购深度的增加重点品类议价能力提升、采用数字化技术提高效率，假设未来 3 年毛利率分别为 9.0%/11.1%/11.6%；整体零售业毛利率预计为 11.1%/13.4%/13.7%。

3、费用支出假设：预计 2022~2024 年费用率稳中有降。

由于费用率较低的晨光科力普占比提升较快，销售费用率预计小幅下降至 7.4%~7.7%；管理费用率预计维持在 3.8%~4.4%，其中股权激励费用率在 0%~0.1% 左右；研发费用率预计维持在 0.9%~1.2% 的水平；公司现金充足，财务费用率占比较低，预计维持在 -1%~0% 左右的水平。

4、净利润假设：预计 2022~2024 年归母净利润分别为 14.2/20.4/24.8 亿元，分别同比 -6.4%/43.9%/21.3%。

1) 传统核心业务具有品牌、产品、渠道优势，未来中高端产品需求增加，2022 年大学汛销售不及预期，净利率保守起见假设 12.1%，2023-2024 年预计恢复至 14% 以上；

2) 晨光科力普采购深度增加、效率持续提升，预计净利率将提升至 3.0%~3.6%；

3) 零售大店模式逐步跑通，2022 年疫情影响华东主要销售地区，预计净利率约为 -2.9%，2023 年有望扭亏为盈，2023-2024 年净利率有望提升至 4.5%~6.0%。

综上所述，预计 2022-2024 年营收分别为 203.1/261.4/312.2 亿元，同比增长 15.4%/28.7%/19.4%，毛利率 20.6%/21.4%/21.2%，净利率分别为 7%/7.8%/7.9%。

表 15: 晨光股份业务分拆及假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入(亿元)						
合计	111.4	131.4	176.1	203.1	261.4	312.2
YoY	30.5%	17.9%	34.0%	15.4%	28.7%	19.4%
传统核心业务	69.5	75.8	88.8	86.9	104.3	116.8
YoY	26.1%	9.1%	17.2%	-2.1%	20.0%	12.0%
零售大店/生活馆	6.0	6.5	10.5	9.6	15.5	18.6
YoY	96.3%	9.0%	61.0%	-9.1%	61.5%	19.9%
其中:九木	4.6	5.6	9.5	8.8	14.6	17.7
YoY	200.9%	21.3%	70.0%	-7.6%	66.8%	20.8%
晨光科力普	36.6	50.0	77.7	107.6	139.9	174.8
YoY	41.5%	36.7%	55.3%	38.5%	30.0%	25.0%
业务之间抵消	(1.0)	(0.6)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
YoY	-36.4%	43.9%	-0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
销量:非晨光科力普						
合计	90.0	92.6	103.7	97.5	116.0	124.9
YoY	17.6%	2.9%	11.9%	-6.0%	19.0%	7.6%
销量:晨光科力普	2.9	3.7	4.6	5.8	7.0	8.4
YoY	-	29.7%	23.7%	25.9%	20.4%	19.0%
单价:非晨光科力普	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
YoY	11.4%	5.6%	8.0%	3.3%	6.9%	5.0%
单价:晨光科力普	12.7	13.4	16.8	18.5	19.9	20.9
YoY	-	5.4%	25.5%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率						
合计	26.1%	25.4%	23.2%	20.6%	21.4%	21.2%
文教办公用品制造 与销售	31.5%	33.3%	32.8%	32.6%	32.9%	33.1%
零售业	16.7%	13.8%	12.7%	11.1%	13.4%	13.7%
费用率						
销售费用	8.8%	8.4%	7.9%	7.4%	7.3%	7.2%
管理费用	4.2%	4.6%	4.2%	4.4%	3.9%	3.9%
其中:股权激励费	-	0.6%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%
其中:非股权激励费	-	4.0%	3.8%	4.3%	3.9%	0.0%
研发费用	1.4%	1.2%	1.1%	0.9%	1.2%	1.2%
财务费用	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
净利润(亿元)						
合计	10.6	12.6	15.2	14.2	20.4	24.8
YoY	33.2%	15.1%	23.8%	-6.4%	43.9%	21.3%
净利率	9.5%	9.6%	8.6%	7.0%	7.8%	7.9%
传统核心业务	10.1	11.4	13.1	10.5	14.7	16.7
YoY	26.1%	9.1%	17.2%	-2.1%	20.0%	12.0%
净利率	14.5%	15.1%	14.8%	12.1%	14.1%	14.3%
晨光科力普	0.8	1.4	2.4	3.7	5.1	6.9
YoY	41.5%	36.7%	55.3%	38.5%	30.0%	25.0%
净利率	2.1%	2.9%	3.1%	3.4%	3.6%	3.9%
零售大店	(0.1)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	0.7	1.1
YoY	73.4%	-524.2%	58.0%	45.3%	703.3%	59.9%
净利率	-1.3%	-7.7%	-2.0%	-1.2%	4.5%	6.0%

资料来源:晨光股份年报,国信证券经济研究所整理预测

投资建议:公司核心竞争力强劲,看好估值回调后的布局良机

年初至今疫情管控、商场客流下降、部分地区开学延迟对公司生产经营造成较为明显的影响,未来随疫情缓和,短期不利因素消散后合作伙伴需求将恢复;长期看,公司传统核心主业品牌优势显著、产品高端化推进顺利、渠道壁垒深厚,具有长期持续成长动能;新业务零售大店与科力普齐头并进,呈现高质量快速发展。预计公司 2022-2024 年净利润分别为 14.2/20.4/24.8 亿,分别同比

-6.7%/44.3%/21.4%，EPS 分别为 1.53/2.2/2.67 元，由于公司长期竞争力强劲、行业地位领先，维持合理估值 53.4-55.5 元（对应 2023 年 PE24.3-25.3x），维持“买入”评级。

表 16: 盈利预测和财务指标

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,138	17,607	20,428	26,293	31,406
(+/-%)	17.9%	34.0%	16.0%	28.7%	19.4%
净利润(百万元)	1255	1518	1416	2042	2479
(+/-%)	18.4%	20.9%	-6.7%	44.3%	21.4%
每股收益(元)	1.35	1.64	1.53	2.20	2.67
EBIT Margin	10.8%	9.6%	7.3%	8.5%	8.4%
净资产收益率(ROE)	24.2%	24.5%	19.8%	24.0%	24.4%
市盈率(PE)	31.9	26.4	28.3	19.6	16.1
EV/EBITDA	27.6	23.5	26.6	19.0	16.6
市净率(PB)	7.70	6.46	5.60	4.70	3.93

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

个护家清板块：长期展望集中度提升，短期必选消费显现韧性

个护家清作为快速消费品，消费具备高频刚需特点。长期来看，存量市场空间广阔，长期看好量价稳步提升，通过把握产品与渠道结构性机遇，进一步整合提升市场集中度。短期来看，疫情反复下消费刚性显现，通过全渠道有效及时触达消费者，叠加成本下行，在消费震荡复苏形势下具备盈利韧性。

行业成熟饱和，集中度有望进一步提升

个护家清行业已处成熟阶段、产品渗透率高，长期展望集中度提升。2021 年中国个人卫生护理市场和家庭清洁市场规模分别约 1861、1205 亿元，2010~2021 年年复合增速为 9.5%、6.7%，增速稳健。中国个人卫生护理、家庭清洁市场 CR5 分别约 33%、48%，美国两市场集中度近 70%，日本约 80%。对标美日发达国家，中国头部企业仍有份额提升空间。

图 73: 个人卫生护理市场规模及增速



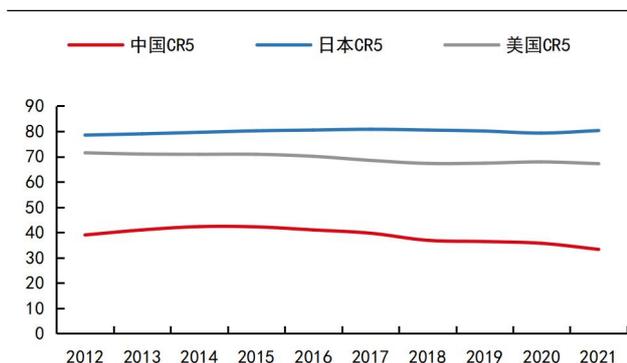
资料来源: 华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 74: 家庭清洁市场规模及增速



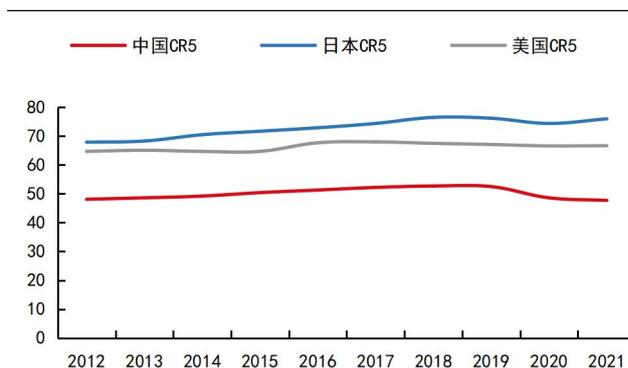
资料来源: 华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图75: 个人卫生护理市场 CR5 中美日对比 (%)



资料来源: 华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图76: 家庭清洁市场 CR5 中美日对比



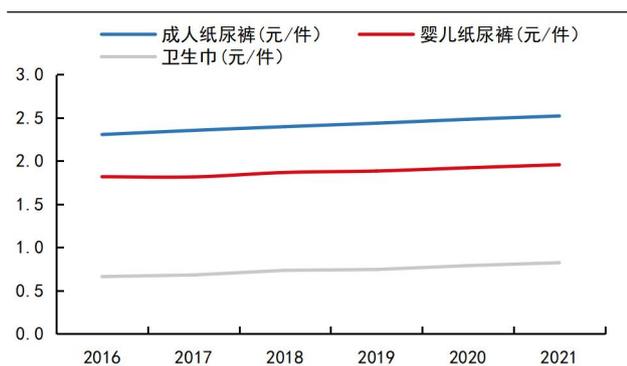
资料来源: 华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

行业趋势一：产品中高端化发展，细分产品存在结构性机遇

个护家清企业顺应消费升级，产品中高端化、细分化，价升推动收入及毛利增长空间。2016~2020年中国个人卫生护理各细分市场单价逐年提升，2015~2020年中国家清人均支出亦呈现上升趋势。消费者卫生观念提升，产品向功能性、舒适性、场景专业化细分升级，中高端化持续推动价增。

市场细分赛道仍具备产品结构性机遇：1) 女性护理：裤型卫生巾作为夜用产品的升级版，解决夜间侧漏问题，呈现加速趋势，根据华经产业研究院数据，2021年裤型卫生巾零售规模35亿元，2016~2021年年复合增速为24.1%，高于大盘。2) 婴儿护理：拉拉裤2021年市场规模约221亿元，2015~2021年年复合增速为25%，因更适用于学步期的婴儿，更易于穿脱、弹性贴身，成为趋势大单品。3) 家清清洁：衣物洗涤产品中新品及高端化推动细分市场的发展，包括洗衣液香氛升级、洗衣凝珠、内衣等专业洗涤剂，据统计，自动洗洁剂新品仍占主导，其中洗衣凝珠占比已有2018年12.1%提升至38.5%，手洗剂、柔顺剂也是景气度细分赛道。

图77: 市场产品单价提升



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图78: 2015~2020年中国家清人均支出情况



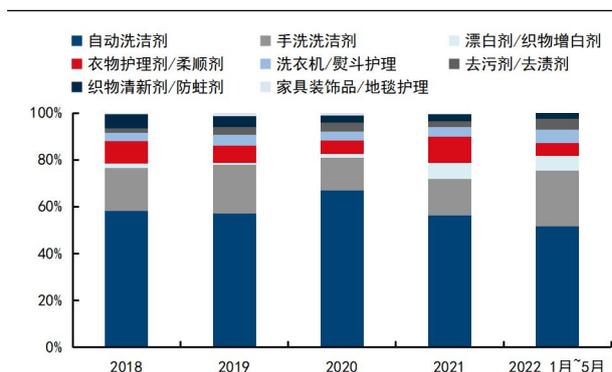
资料来源: 华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图79：拉拉裤市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

图80：中国衣物洗护新品子品类

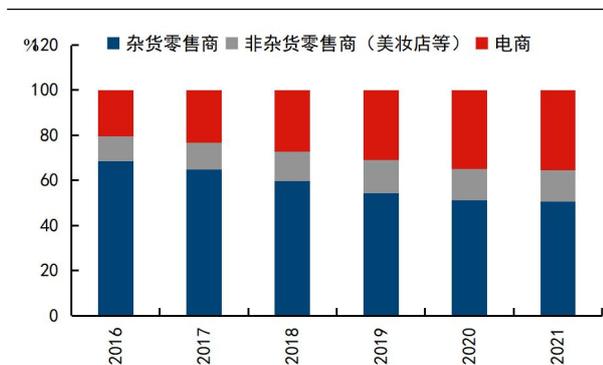


资料来源：英敏特、国信证券经济研究所整理

行业趋势二：线上渗透率提升，直播与O2O业务多维触达消费者

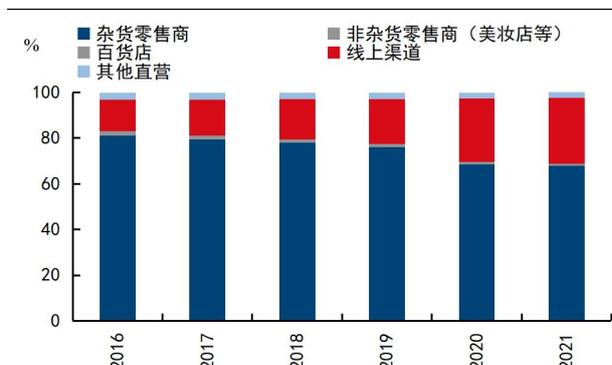
全渠道趋势下，线上渠道占比提升，疫情催化直播与O2O业务发展。中国个人卫生护理市场从2010年到2021年电商渠道占比由2.6%提升到35.5%，其中纸尿裤市场已接近50%；家庭清洁市场电商渠道由13.5%提升至38.6%，线上渗透率不断提升。近年直播电商与到家O2O受疫情和“宅经济”影响爆发式增长，多元触达消费者。2017~2021年直播电商市场规模从196亿元增长至23,615亿元，年复合增速230%，2018~2021年渗透率由1.6%提升至18.0%。据中研网，抖-快平台品类中个护家清销量占比约7.4%，位列第二梯队。据中国连锁经营协会数据，2016~2021年到店业务年复合增速为17%，到家业务年复合增速64%，达12269亿元，个护家清企业联合线下零售商铺设到家业务作为抢夺线上流量的重要补充。

图81：个人卫生护理渠道结构



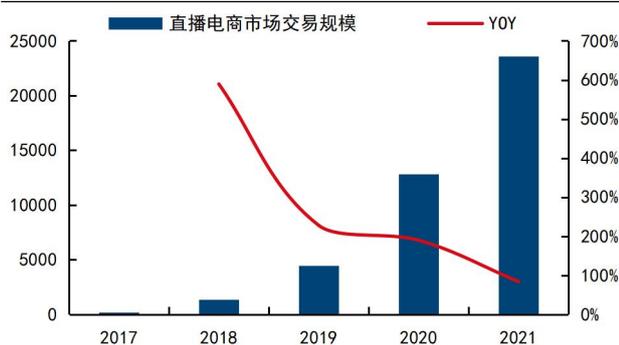
资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图82：家庭清洁市场渠道结构



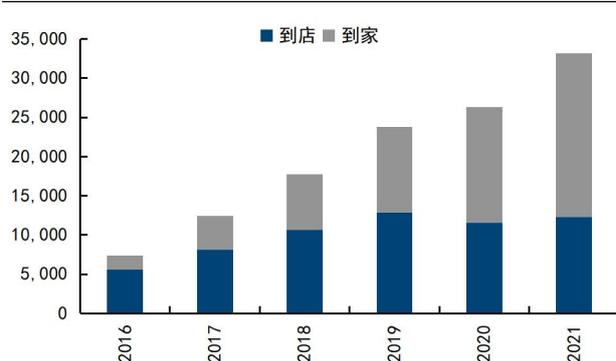
资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

图83: 直播电商市场规模(亿元)及同比增速



资料来源: 网经社、国信证券经济研究所整理

图84: 到店与到家市场规模(亿元)

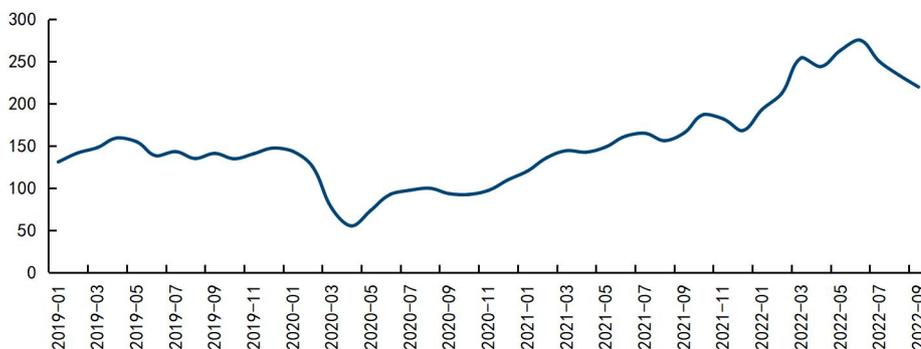


资料来源: 中国连锁协会、国信证券经济研究所整理

短期逻辑: 消费震荡复苏, 必选消费具备刚性

近年受疫情影响消费下行, 个护家清产品作为快速消费品, 高频刚需特点具备收入韧性, 2020年两大市场均实现正增长。需求层面, 个人卫生护理用品在疫情期间因居家必备仍保持稳定增长势头, 家庭清洁因对灭菌需求激增; 疫后常态化下仍具备刚性。供应层面, 线上渠道和到家业务亦使得产品及时有效触达消费者。成本层面, 2022年四季度成本压力边际缓解, 石油价格出现回落趋势, 预计推动原材料价格下滑, 盈利有望进一步改善, 利好头部上市企业。

图85: 石油现货价平均价格指数



资料来源: 国际货币基金组织, Wind, 国信证券经济研究所整理

百亚股份: 看好电商引领增长, 外围市场稳步扩张

公司以自由点品牌为基, 卫生巾作为核心品类引领增长。公司旗下卫生巾品牌包括自由点及Freemore定位中高端, 妮爽定位低端, 另拥有好之婴裤和丹宁成裤品牌。从产品结构来看, 卫生巾为核心品类, 公司2021年收入约14.6亿元, 其中卫生巾、纸尿裤、代工业务比例为8:1:1。从增速表现来看, 卫生巾尤其是自由点品牌引领增长, 2017年~2021年卫生巾品类年复合增速约22%, 自由点品牌推算约25%, 高出公司整体复合增速约6、9个百分点。

图86: 公司业务概况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (*21 年收入数据口径, 另 10%为代工业务)

公司凭借自由点品牌成为西南地区区域性个护龙头。从全国市场来看, 自由点品牌份额位列卫生巾市场第七名, 本土品牌第三 (前两位为恒安旗下七度空间和景兴健护旗下 ABC); 公司份额位列个护市场第 9 名, 本土品牌第四 (前三位为恒安、景兴健护、上海夕尔-Babycare)。从区域市场来看: 根据尼尔森的统计数据, 2021 年公司在重庆市场销售份额排名第一, 在四川及云贵陕市场份额排名第二。2022 年第二季度于重庆市占率 36%, 四川 24%。

图87: 自由点品牌卫生巾市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图88: 百亚股份卫生用品市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 欧睿, 国信证券经济研究所整理

核心看点一: 自由点中高端升级, 量价齐升推动业务发展。品牌结构层面, 2017 年到 2019 年公司定位中高端的自由点品牌量价齐升, 平均出厂价由 0.45 元/片提升至 0.48 元/片, 2017 年~2019 年自由点收入贡献占比提高近 21 个百分点至 77%。品牌系列层面, 自主研发不同产品线, 持续向中高端升级。2022 年上半年无感系列合计占比 50%, 定位更加高端的有机纯棉系列顺应疫情后卫生理念升级占比已达高个位数, 趋势大单品安睡裤占比约 10%。未来新品将持续定位高价位、高品位, 材料健康、天然、环保, 技术薄、柔、吸收性强等, 推动产品升级。

图89：自由点品牌收入贡献持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图90：自由点&妮爽销量及均价



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

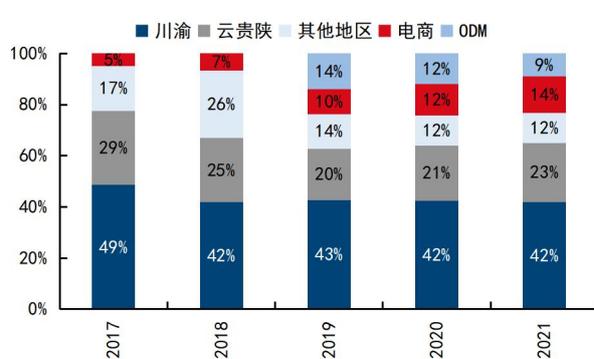
核心看点二：电商增长亮眼，外围渠道成长空间大。公司抓住电商风口，收入由2017年0.4亿元提升至2.1亿元，维持双位数增长，2022年上半年、三季度电商同比增速分别约52%、100%。公司以2C业务在天猫、京东平台推新品、加大品牌投入同步提升品牌声量；2B业务加强市场覆盖；利用直播电商红利驱动增长。线下拓展来看，公司采取“川渝市场精耕、国内有序拓展”的策略，2017~2021年川渝地区收入占比由49%下降至42%，云贵陕地区占比约23%，其他地区因2020年疫情原因收入收缩，2021年恢复双位数增长，公司持续利用永辉等KA核心客户及经销商经验在河北、山东、湖南、广东、江苏等省稳步推进覆盖。

图91：公司电商收入规模（百万）及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图92：外围市场占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（*注：2017~18年ODM收入计入云贵陕和其他地区，口径改变）

投资建议：短期看好核心品类与电商渠道引领增长，长期展望全国市场拓展空间。2022年前三季度公司业务由承压后同环比改善，盈利修复。公司加强团队信心激励、提升渠道投放效率，持续引领产品结构升级实现收入和盈利端的较好增长。展望四季度，电商有望保持引领增长，外围区域扩张稳步推进，材料成本压力预期缓解，有望保持盈利修复趋势。长期我们看好渠道结构、产品结构、组织结构调整后，凭借电商及O2O渠道的快速增长、中长期延续拓张市场份额的逻辑。预计2022-2024年净利润为1.9/2.4/3.0亿元，同增-18.3%/30.7%/24.4%，维持合理估值为13.0~14.2元（对应2023年23~25x PE），维持“买入”评级。

表 17: 盈利拆分预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (百万)	1,149	1,251	1,463	1,582	1,922	2,321
川渝	491	531	614	554	615	650
云贵陕	230	269	336	346	431	520
其他地区	156	149	173	229	273	330
电商	111	153	210	332	481	696
ODM	161	149	130	121	123	125
收入 YOY	19.6%	8.8%	17.0%	8.1%	21.5%	20.8%
川渝	22.2%	8.1%	15.7%	-9.9%	11.1%	5.7%
云贵陕	-4.9%	16.6%	24.9%	3.2%	24.3%	20.8%
其他地区	-38.4%	-4.6%	16.4%	32.5%	19.4%	20.8%
电商	72.7%	38.7%	36.8%	58.2%	44.7%	44.9%
ODM		-7.6%	-12.7%	-7.4%	1.7%	1.6%
毛利率	45.9%	42.7%	44.7%	44.4%	45.4%	46.4%
期间费用率						
销售费用	26.9%	17.7%	19.1%	22.8%	23.3%	23.7%
管理费用	3.7%	4.8%	5.1%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	1.6%	2.4%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%
财务费用	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.3%
营业利润率	12.9%	17.0%	17.4%	13.9%	14.9%	15.3%
所得税率	13.8%	14.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
归母净利率	11.1%	14.6%	15.6%	12.0%	12.8%	13.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 18: 公司盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,251	1,463	1,582	1,922	2,321
(+/-%)	8.8%	17.0%	8.1%	21.5%	20.8%
净利润(百万元)	183	228	186	243	303
(+/-%)	42.4%	24.9%	-18.3%	30.7%	24.4%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.43	0.57	0.70
EBIT Margin	16.8%	16.1%	12.9%	13.5%	14.1%
净资产收益率(ROE)	16.2%	18.8%	14.5%	17.6%	20.1%
市盈率(PE)	25.4	20.4	25.1	19.2	15.4
EV/EBITDA	20.3	17.9	21.4	16.7	13.6
市净率(PB)	4.13	3.83	3.63	3.37	3.10

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

造纸板块: 纸浆价剪刀差驱动板块盈利, 浆价回落和疫后复苏预期增加

长期复盘: 纸浆价剪刀差驱动板块表现

浆价、纸价剪刀差驱动板块盈利和估值变化。我们选取 2021 年 A 股上市前三大公司太阳纸业、晨鸣纸业、山鹰国际, 复盘其毛利率与浆价、纸价的相关性。我们以浆价变动为基准分成三个阶段, 分析剪刀差变动以及板块盈利与估值变化。

1. 2017~2018 年: 浆价高位, 产能出清叠加需求较好纸价上行, 盈利提升后维稳

浆价端: 2017 年起浆价提升, 至 2018 年全年基本位于高位, 以 2018 年中为高点

对比 2017 年 1 月阔叶浆、针叶浆进口均价分别提升约 54%、52%。

纸价端：1) 2017 年在经历前期行业环保整改、落后产能出清后，延续 2016 年的需求高景气度，纸品持续提价。以白卡纸-华夏太阳 250g、双胶纸-华夏太阳 70g 价格为例（下同），2017 年提价幅度约 17%、29%。2) 2018 年板块企业受行业景气度影响，加大产能扩建，固定资产投资完成额出现明显增加，同时需求端因中美贸易战、内部消费疲软等原因，2018 年消费量同比-4%，导致 2018 年年内白卡纸、双胶纸价格回落 14%、26%。

综上，毛利率整体受益提价处于历史 5 年内相对高位，2017-2018 年呈现先上升后下降的波动变化。估值 2017 年相对较高，三家公司 PE 在 10~15X 区间，2018 年因利润增速回落、需求疲软估值下跌，年末三家公司 PE 在 3~5X 区间。

2. 2019~2020 年：浆价回落，需求回升叠加竞争格局优化纸价上行，盈利修复

浆价端：浆价回落，阔叶浆、针叶浆进口均价在 2020 年末对比 2018 年末回落约 34%、30%，两年内处于低位。

纸价端：1) 2019 年纸及纸板需求一定程度回升但仍相对疲软，销售量同比增加 3%，对比 2017 年-2%。板块企业维持挺价动作，年内白卡纸、双胶纸价格同比上升 11%、12%。2) 2020 年双胶纸因疫情、教辅招标延迟等影响价格下降 16%。白卡纸在需求端，受益于限塑令以及外卖、包装等下游需求增长；在供给端，APP 收购博汇纸业，龙头整合提升白卡纸集中度，根据纸视界数据，2020 年前三龙头 APP、晨鸣、万国太阳市占率合计 84.8%，龙头提价协同性高，年内价格提升 13%。

综上，三家公司毛利率于 2019 年提升约 5 个百分点、2020 年维稳或小幅回落，估值呈现相同趋势，三家公司 PE 回升至 7~13X 区间，其中太阳纸业因林浆纸一体化布局估值显著提升。

3. 2021 年至今：浆价提升至新高位，纸价稳定，盈利下滑

浆价端：2021 年至今浆价整体呈提升趋势，2021 年 10 月对比 2020 年末阔叶浆和针叶浆进口均价大幅提升 82%、65%至近 5 年内新高位。

纸价端：白卡纸于 2020 年上半年延续竞争格局利好提价明显，涨幅约 35%，后续回归至正常，2022 年 10 月因需求疲软价格对比 2021 年高位下降约 46%。双胶纸整体平稳，受浆价高位支撑，2022 年 10 月对比 2020 年末低位提价约 15%。

综上，因浆价高位、需求疲软，板块公司毛利率承压，下降约 4~8 个百分点，估值在 2021 年末回落至 5~8X，进入 2022 年 2H 因浆价下行、疫情复苏预期回升至 7~9X 区间。

图93: 纸及纸板消费量(万吨)与同比增速



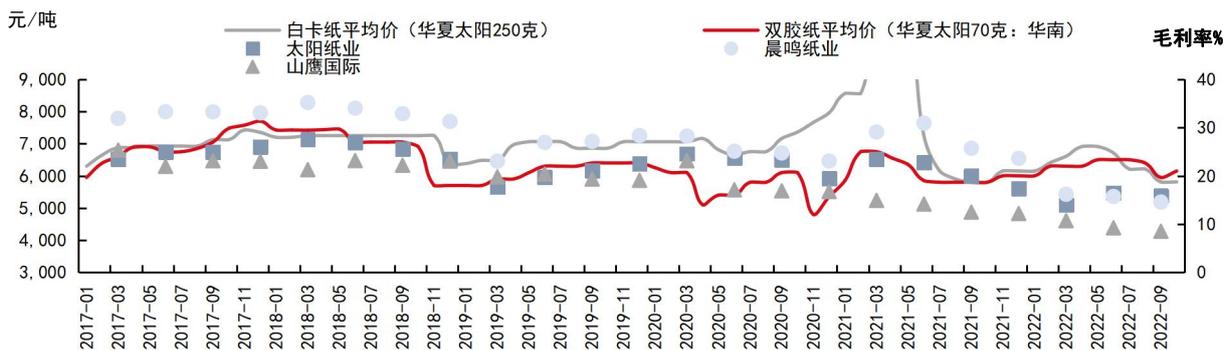
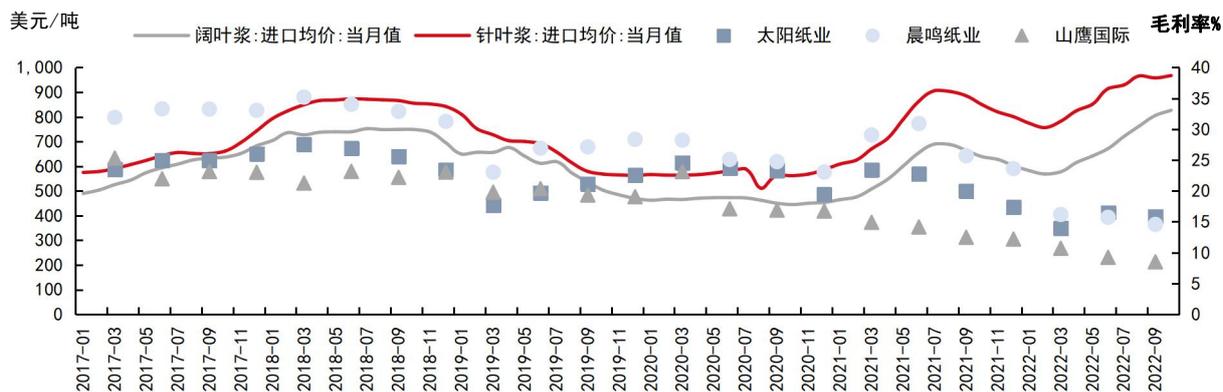
资料来源: 中国造纸协会, 国信证券经济研究所整理

图94: 造纸及纸制品固定资产投资累计同比



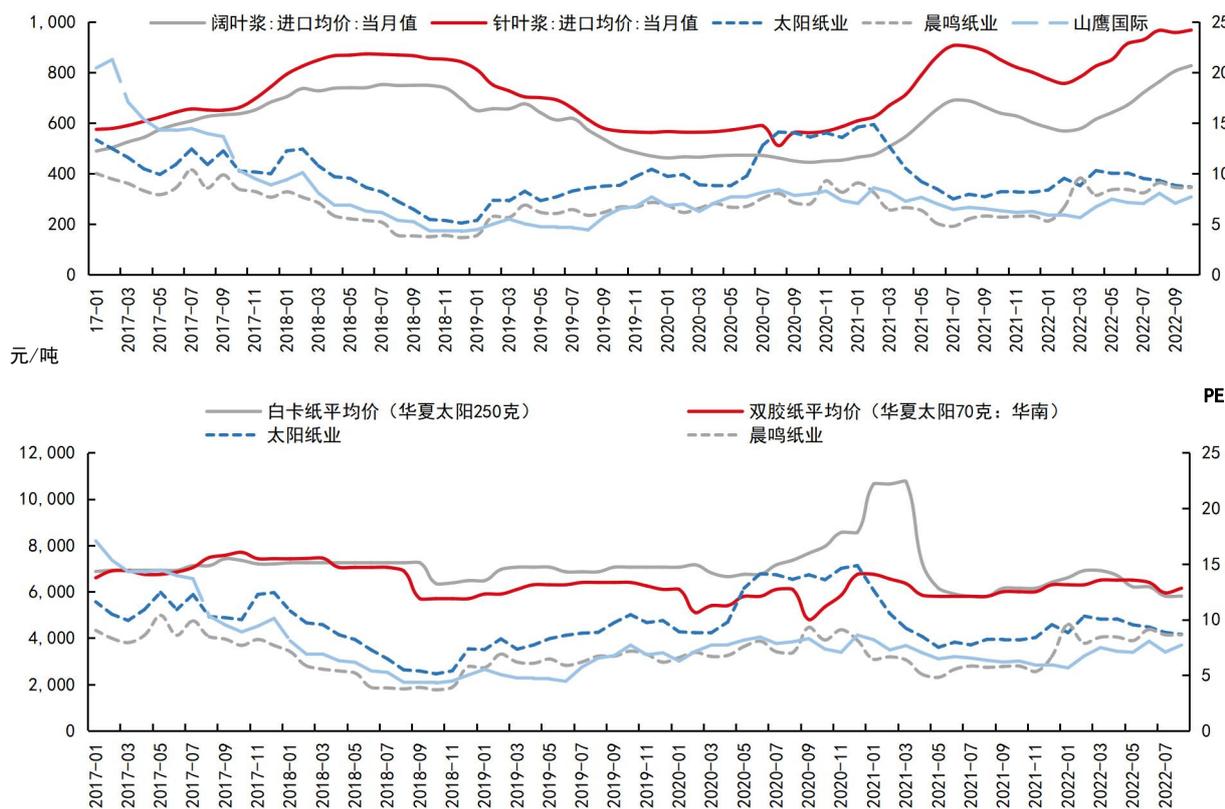
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图95: 2017年至今浆价、纸价与主要造纸企业毛利率、估值复盘



美元/吨

PE



资料来源: Wind, Ifind, 国信证券经济研究所整理

浆价今年以来高位震荡，全球产能释放有望缓解供应紧张

浆价 2022 年年初至今大幅上涨至高位，维持高位震荡。2022 至今浆价持续上涨，后续维持高位震荡。从外盘浆价来看，11 月 30 日智利针叶浆银星和巴西阔叶浆金鱼外盘报价分别为 940 美元/吨和 860 美元/吨，2022 年以来分别上涨 22%和 41%，针叶浆价自 8 月下旬回落约 7%，阔叶浆价高位震荡。从我国现货价格来看，以华南地区针叶浆银星和阔叶浆金鱼主流价为例，11 月 30 日市场价分别为 7350 元/吨和 6650 元/吨，2022 年以来分别上涨 24%和 30%，11 月下旬对比 10 月底高位分别小幅回落约 4%和 1%。

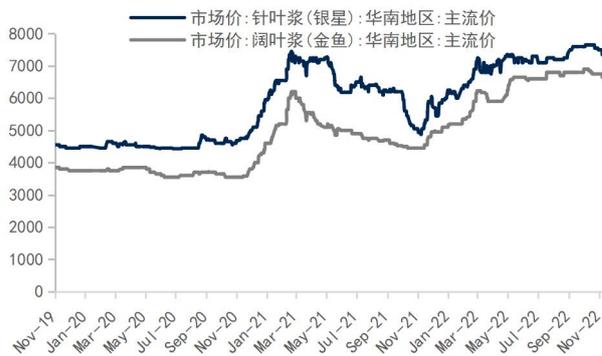
浆价抬升主要受供给端短期影响。今年浆价大幅上涨，主要受加拿大暴雨泥石流导致 Crofton 工厂停产、芬兰浆厂 UPM 罢工、印尼金光 APP 宣布暂停向市场供应阔叶浆、海运物流不畅通等因素影响，供给端收缩；同时还受到俄乌冲突导致商品宏观环境变化影响，原油价格上涨，影响全球供应链。

图96: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

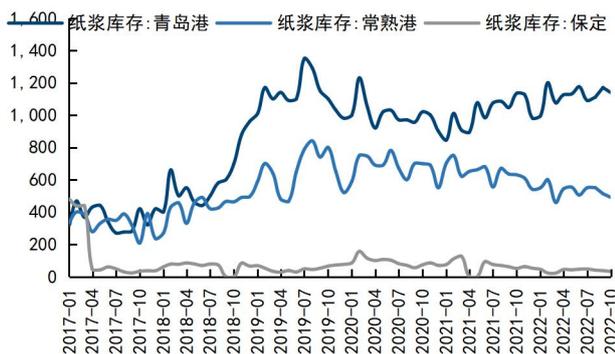
图97: 针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

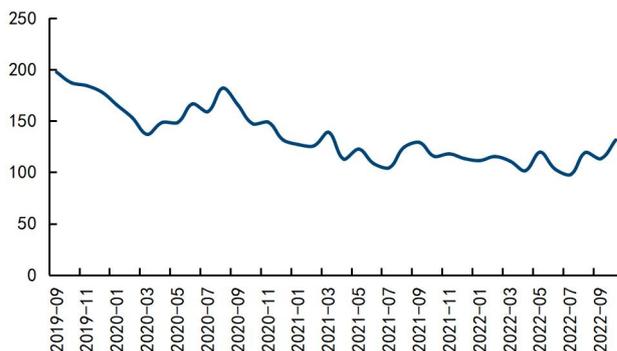
短期供给端仍紧张预计支撑浆价高位, 2023 年一季度后产能释放有望回调。因 5 月底集中到港和消费需求不振, 港口木浆库存明显上升, 6 月初数据仍继续上升, 4-5 月部分纸厂的停机限产对国内木浆消耗影响已开始出现; 6 月至 10 月主要港口库存整体平稳、小幅去库, 对高浆价形成一定支撑。供给端来看, 2022 年国际纸浆库存量处于低位, 经历上半年下行后 8~10 月回升, 10 月末库存对比 7 月增加约 35%; 根据 PPPC, 8 月世界 20 主要产浆国总出货量同比增长 8.3%、环比增长 5.6%, 对中国发货量同比增长 8.9%、环比增长 5.0%, 释放一定积极信号。但近期美国铁道罢工危机、智利 23 个港口罢工或增加供应链不确定性因素。从产能投放情况来看, 针叶浆近 2 年无产能投放计划, 阔叶浆 Arauco MAPA 项目 156 万吨产线预计于 2022 年 12 月运营, UPM 宣布乌拉圭新浆厂 210 万吨阔叶浆延期至 2023Q1 投产, 随短期制约供给的因素逐步缓解, 以及全球木浆厂家陆续投产, 浆价有望于 2023 年一季度后震荡下行。

图98: 国内主要港口纸浆库存 (千吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图99: 欧洲港口纸浆 (万吨)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

表 19: 全球木浆拟新增产能情况

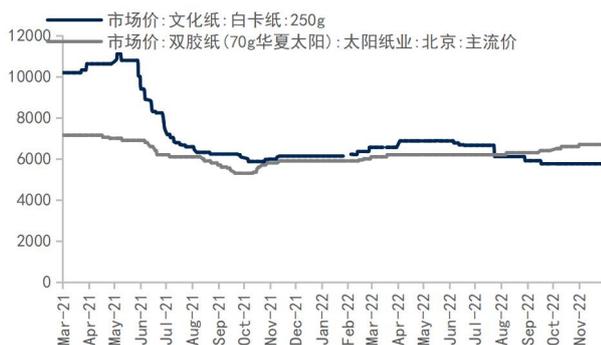
地点	拟新投产工厂	拟投产情况	原计划时间	现计划时间
巴西	Bracell	阔叶浆 280 万吨/年或切换生产溶解浆 150 万吨/年	目前已投产	
智利	Arauco	阔叶浆 156 万吨	2021 年底	预计于 2022 年 12 月投产
乌拉圭	UPM	阔叶浆 210 万吨	2022H2	2023Q1
芬兰	Mets a	针叶浆 80 万吨	2023	2023
巴哥	Suzano	阔叶浆 220 万吨	2024	2024

资料来源: 纸业联讯, 中国纸业网, 国信证券经济研究所整理

纸价受需求推动, 看好疫后需求复苏

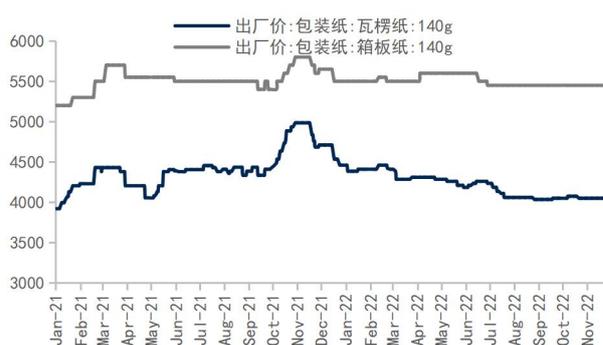
近期纸价: 文化纸受教辅印刷需求带动小幅上涨, 包装纸受疫情影响价格稳定。受益于下半年印刷出版旺季, 双胶纸价格自 9 月初至 11 月末价格由 6300 元/吨上涨至 6700 元/吨。白卡纸因疫情影响, 名片、卡片印刷等需求以及包装需求相对疲软, 价格下半年回落约 900 元/吨至 5760 元/吨。瓦楞纸、箱板纸等包装运输用纸亦因需求偏弱下半年价格维稳, 瓦楞纸小幅回落约 185 元/吨。

图 100: 白卡纸和双胶纸价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图 101: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

浆价高位支撑短期纸厂调价。在经历 6、7 月一轮涨价潮后, 纸企因高浆价成本挺价意愿强烈, 9 月、10 月提价动作持续落地, 四季度盈利压力有望环比缓解。市场需求目前受疫情扰动因素较多, 疫情政策拐点显现, 下游需求有望逐步复苏、盈利修复。

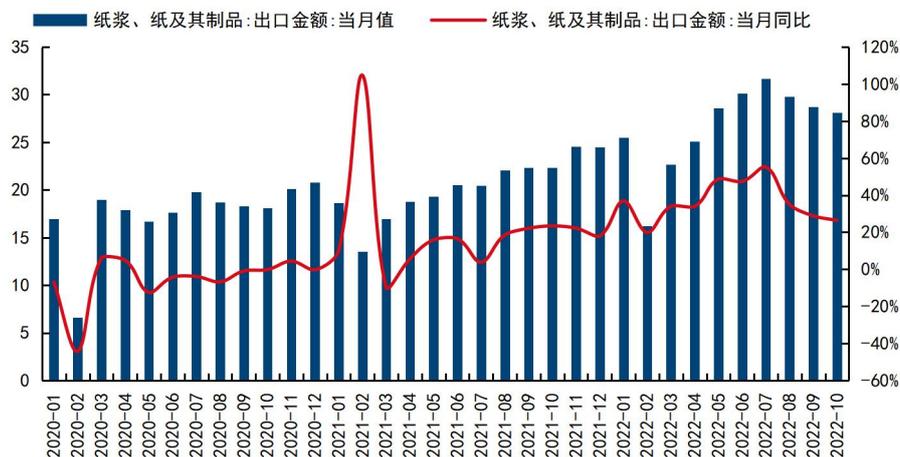
表 20: 9、10 月主要企业提价概况

类别	造纸企业	细分纸种	提价时间	提价情况
文化纸	亚太森博	非涂布纸	2022/9/13	上调 200 元/吨
	亚太森博	非涂布纸	2022/10/1	上调 200 元/吨
	山东晨鸣	文化纸	2022/9/13	上调 200 元/吨
	山东晨鸣	文化纸	2022/10/1	上调 200 元/吨
	岳阳林纸	文化纸	2022/9/14	上调 200 元/吨
	岳阳林纸	文化纸	2022/10/1	上调 200 元/吨
白卡纸	博汇纸业	卡纸	2022/10/1	上调 200 元/吨
	上海晨鸣	白卡纸	2022/10/1	上调 200 元/吨
	万国纸业	全系列纸种	2022/10/1	上调 200 元/吨
箱板纸/瓦楞纸	东莞玖龙	瓦楞纸 100g 以上	2022/9/21	上调 30 元/吨
	东莞玖龙	牛卡纸、再生牛卡、芯纸	2022/10/10	上调 50 元/吨
	太仓玖龙	地瓦、江瓦	2022/9/21	上调 30 元/吨
	太仓玖龙	所有纸种	2022/10/10	上调 50 元/吨
	天津玖龙	白面牛卡、涂布牛卡、白板纸	2022/10/10	上调 50 元/吨
	重庆玖龙	地牛、再生、瓦纸、白面、涂布牛卡	2022/10/10	上调 50 元/吨
	重庆玖龙	江瓦	2022/10/10	上调 100 元/吨
	泉州玖龙	地龙、再生牛卡、瓦楞纸	2022/10/10	上调 50 元/吨
	中冶银河	瓦楞原纸	2022/10/8	上调 50 元/吨
	广东冠豪高新	无碳纸、原纸	2022/9/13	上调 200 元/吨
特种纸	山东太阳	所有产品	2022/10/20	上调 300 元/吨
	山东太阳	所有产品	2022/11/1	上调 300 元/吨

资料来源：中纸网，国信证券经济研究所整理

出口助力造纸景气度提升。2022 年以来纸浆纸及其制品出口额持续提升，增速维持双位数增长，下半年 7-10 月纸浆纸及其制品出口额分别同比增长 55%/35%/29%/26%，出口量上涨一定程度上提振造纸景气度。

图 102: 纸浆纸及其制品出口规模及同比增速（亿美元，%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

太阳纸业：造纸龙头，林浆纸一体化有望缓解成本周期压力

公司以文化用纸起家，成为综合性纸、浆产品供应商龙头。2021 年公司收入 320 亿元，造纸业务合计接近 80%，其中业务最大的纸种为文化纸约 128 亿元，占比 40%，其次为箱板瓦楞纸占比约 3 成。纸浆业务约 52 亿元，占比约 16%。截至 2021

年末，公司纸、浆总产能达 1000 万吨，山东-广西-老挝“三大基地”战略格局初步形成，形成协同互补。

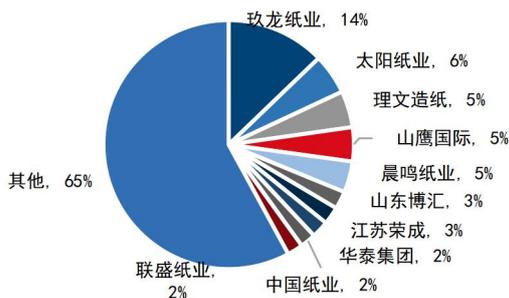
图 103：公司业务概况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（*为 2021 年收入数据）

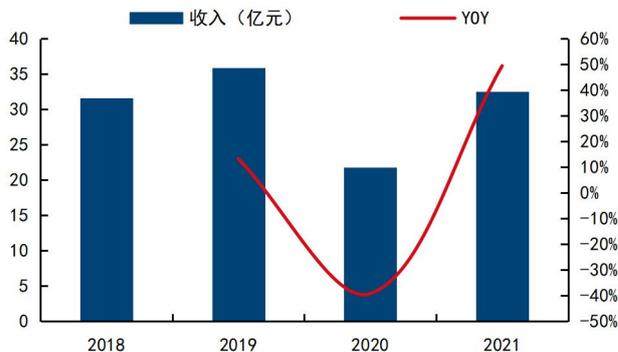
核心看点一：多元化品类布局，缓解周期波动。公司是造纸行业龙头，2021 年市场占有率约 6%，仅次于玖龙纸业位列第二，供需驱动周期性相对明显。公司在文化纸、箱板瓦楞纸的业务基础上横向拓展生活用纸等其他品类，因生活用纸具备刚需特点帮助缓解纸品下游周期性需求波动。纵向延申制浆业务，2011 年公司开发溶解浆系列产品，中国是溶解浆消费大国、依赖进口，2020 年以来受疫情和环保政策影响加剧供需错位。公司捕捉景气度需求，2021 年溶解浆收入达 33 亿元，同比+49%。

图 104：2021 年造纸行业竞争格局（产量口径）



资料来源：中国造纸协会，国信证券经济研究所整理

图 105：溶解浆收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心看点二：布局林浆纸一体化，三大基地协同发展。老挝基地方面，2018 年老挝“林浆纸一体化”项目启动，截至 2021 年末老挝基地已形成 150 万吨的浆、纸生产能力。公司重点布局林地种植，2022 年预计可增约 1 万公顷以上种植面积，公司向上游延申产业链可有效提升浆自给率，缓解浆价成本上行压力。同时，公司广西基地方面，2019 年公司启动“广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目”，广西北海项目一期 10 万吨生活用纸产能于 2022 年 9、10 月陆续试产，预计于年底完成投产。PM23 搬迁与升级改造项目计划于年底完成，完成后非涂布文化纸生产能力可达 85 万吨，有效发挥木浆产能优势。南宁园一期项目审议完成，稳步进

行。由此，公司实现三大基地协同发展，打造中长期竞争力。

短看成本回落盈利修复，长看龙头建设林浆纸一体化、穿越周期的竞争力。中短期，随着浆价回落预期加强、社会消费复苏，有望实现行业景气度回升的盈利修复拐点。长期我们看好龙头产能规模效应释放、林浆纸产业链前瞻性布局，抵御浆价波动的长期竞争力。

投资建议：看好长期林纸浆一体化效应释放，维持“买入”评级。2022年以来浆价高位震荡，下半年旺季期因疫情影响需求较为疲软，公司通过提价、产品结构调整等方式应对成本压力。同时上游延申浆、林产业，进行长期产能布局，可加强可本管控能力、灵活捕捉浆类景气需求。未来凭借龙头综合实力与林纸浆一体化布局，有望抵消成本周期导致的盈利波动。预计2022-2024年净利润为28.9/32.4/36.2亿元，同增-2.2%/12.2%/11.5%，维持合理估值区间14.9-15.7元，对应2023年12.4-13.1倍PE，维持“买入”评级。

表21：盈利预测假设拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(百万)	22,763	21,589	31,997	39,610	42,026	43,467
非涂布文化纸	7,385	7,209	8,671	9,209	9,485	9,675
铜版纸	3,463	3,509	4,099	3,156	2,683	2,414
牛皮箱板纸	3,363	4,172	9,870	12,337	14,188	14,897
瓦楞纸	686	75	39	94	113	130
淋膜原纸	874	826	1,610	1,449	1,304	1,304
生活用纸	824	786	857	1,371	1,440	1,512
溶解浆	3,587	2,178	3,255	5,046	5,449	5,722
化学机械浆	1,583	1,787	1,827	1,973	2,032	2,093
化学浆	27	96	150	2,700	2,970	3,267
电及蒸汽	806	795	1,072	1,715	1,801	1,891
石灰	12	15	13	10	12	12
其他业务	153	141	533	549	549	549
总收入 YOY	4.6%	-5.2%	48.2%	23.8%	6.1%	3.4%
非涂布文化纸	-2%	20%	6%	3%	2%	2%
铜版纸	1%	17%	-23%	-15%	-10%	10%
牛皮箱板纸	24%	137%	25%	15%	5%	10%
瓦楞纸	-89%	-48%	140%	20%	15%	13%
淋膜原纸	-6%	95%	-10%	-10%	0%	0%
生活用纸	-5%	9%	60%	5%	5%	4%
溶解浆	-39%	49%	55%	8%	5%	4%
化学机械浆	13%	2%	8%	3%	3%	0%
化学浆	255%	56%	1700%	10%	10%	0%
电及蒸汽	-1%	35%	60%	5%	5%	0%
石灰	22%	-13%	-25%	20%	3%	0%
其他业务	-8%	277%	3%	0%	0%	0%
毛利率	22.5%	19.4%	17.4%	15.5%	16.0%	16.5%
费用率						
销售费用率	4.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	2.5%	3.0%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用率	1.8%	1.9%	1.7%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用率	2.5%	2.5%	1.8%	2.1%	1.9%	1.8%
所得税率	15.3%	17.3%	12.2%	9.0%	12.0%	12.0%
归母净利润(百万)	2178.1	1953.1	2956.8	2890.8	3243.3	3617.5
YOY	-2.7%	-10.3%	51.4%	-2.2%	12.2%	11.5%
归母净利率	9.6%	9.0%	9.2%	7.3%	7.7%	8.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 22: 盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,589	31,997	39,610	42,026	43,467
(+/-%)	-5.2%	48.2%	23.8%	6.1%	3.4%
净利润(百万元)	1953	2957	2891	3243	3617
(+/-%)	-10.3%	51.4%	-2.2%	12.2%	11.5%
每股收益(元)	0.74	1.10	1.07	1.20	1.34
经营利润率	13.5%	12.3%	10.1%	10.5%	11.1%
净资产收益率(ROE)	12.1%	15.8%	13.9%	14.0%	14.0%
市盈率(PE)	13.9	9.4	9.7	8.6	7.8
EV/EBITDA	10.8	9.1	7.8	7.2	6.7
市净率(PB)	1.69	1.49	1.35	1.21	1.08

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

中顺洁柔: 生活用纸龙头, 产品升级与全渠道建设赋能成长

公司是四大生活用纸龙头之一, 销售网络辐射全国。公司 2021 年收入约 91.5 亿元。同比增长 17%, 其中生活用纸占比达 95%, 分为定位中高端的洁柔品牌和定位相对低端的太阳品牌, 洁柔品牌细分多个系列定位不同客群。公司于 2018 年进军个人卫生护理用品, 推出朵蕾蜜卫生巾和 OKBEBE 纸尿裤, 因处于起步阶段业务收入仅占 0.8%。第三块为健康精品业务, 包括新棉初白系列棉柔巾、医用外科口罩等, 受疫情推动影响该业务占比约 4.5%。

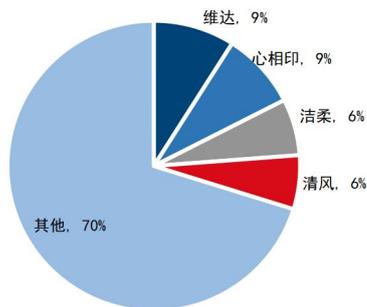
图 106: 公司业务概况



资料来源: 品牌官网, 京东官方旗舰店, 国信证券经济研究所整理

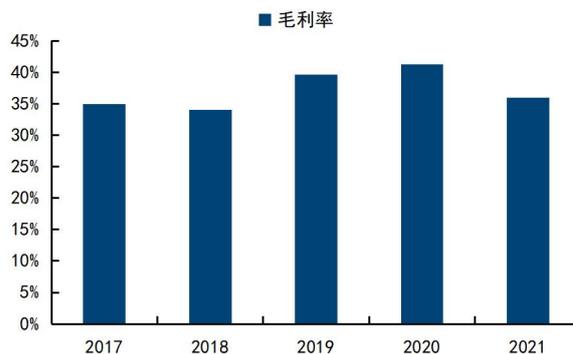
核心看点一: 公司驱动高端、高毛利产品销售, 提升盈利能力与品牌市场份额。公司生活用纸产品定位中高端, 聚焦油画、LOTION 系列以及厨房纸巾、湿巾湿厕纸等高毛利产品的销售, 持续推进品牌化、系列化、高端化的产品发展策略。2021 年公司洁柔品牌市占率约 6%, 位于行业第三位, 具备优质的品牌形象。毛利率表现看, 公司成本端受浆价波动因素较大, 销售端不断提升中高端产品占比、推进个护等高毛利业务发展, 助力抵消原材料价格上涨的负面压力。

图 107：2021 年前四大生活用纸品牌市占率



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，国信证券经济研究所整理

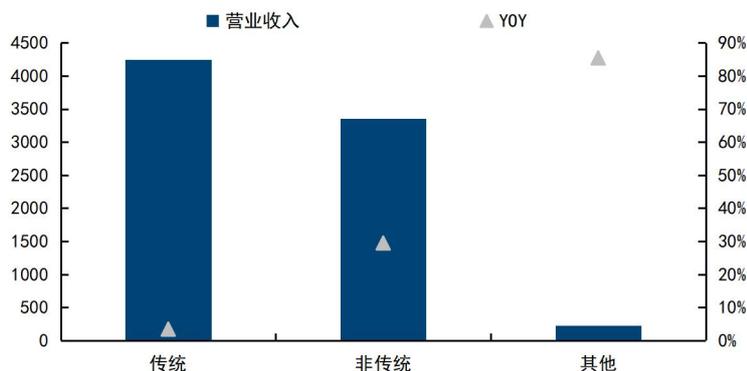
图 108：公司销售毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心看点二：五大渠道齐头并进，覆盖网络较为完善。公司由 2015 年前单一的经销商团队拓展为 GT（传统经销商渠道）、KA（大卖场连锁渠道）、AFH（商消渠道）、EC（电商渠道）、RC（新零售渠道）的 5 大渠道结构，覆盖市场广泛下沉，线上线下全面捕捉客流。2021 年，传统渠道（GT+KA）收入占比超一半，实现个位数增长，非传统渠道（KA+AFH+RC）引领增长，收入占比约 47%，同比+43%。电商和新零售渠道在传统渠道客流流失的挑战下成为新的增长引擎。

图 109：2021 年分渠道大类营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年以来因疫情影响及浆价高位，公司盈利承压，未来随浆价回落与疫后复苏有望迎来盈利修复。目前产品端，终端应对浆价高企多次提价落地，三季度末毛利率基本恢复合理水平；渠道端战略性调整 KA 渠道，放弃部分现金流风险较大以及亏损通道，导致公司位于盈利低位。浆价回落预期加强，疫情政策优化调整后看好企业后续的盈利修复。

投资建议：产品提价与渠道良性调整，看好后续盈利逐步修复。2022 年以来浆价攀升，成本压力显著，公司终端提价落地、渠道结构调整导致短期收入下滑，同时加强费用管控缓解盈利压力。随着产品提价、渠道结构调整完成，同时预计明年一季度末 UPM 浆厂投产 210 万吨，或部分释放浆价压力，盈利有望修复。看好公司“洁柔”、“太阳”品牌力，持续发力干巾品类高端化，卫生巾与健康精品有望形成第二增长曲线，良性渠道结构协同发展，保持长期增长潜力。预计 2022-2024 年净利润为 3.7/5.4/7.1 亿元，同增-36%/45%/30%，合理估值为 10.2~11.9 元，对应 2023 年 25~29x PE，维持“买入”评级。

表 23: 盈利预测假设拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	6635	7824	9150	9244	10515	11858
生活用纸	6563	7500	8658	8944	10196	11522
个人护理	3	100	77	55	67	76
其他	69	224	415	245	252	260
传统模式		4245	4391	4139	4064	4068
非传统模式		3355	4344	4860	6199	7531
其他		224	415	245	252	260
总收入 YOY	16.8%	17.9%	17.0%	1.0%	13.7%	12.8%
生活用纸	17.6%	14.3%	15.4%	3.3%	14.0%	13.0%
个人护理	0.0%	3005.6%	-23.0%	-28.0%	20.0%	15.0%
其他	-30.9%	223.4%	85.4%	-41.0%	3.0%	3.0%
传统模式			3.4%	-5.7%	-1.8%	0.1%
非传统模式			29.5%	11.9%	27.5%	21.5%
其他			85.4%	-41.0%	3.0%	3.0%
毛利率	39.6%	41.3%	35.9%	32.6%	34.5%	35.8%
生活用纸	40.0%	42.1%	37.0%	33.2%	35.0%	36.3%
个人护理	60.9%	63.3%	40.7%	44.0%	46.0%	46.7%
其他	7.9%	5.4%	12.7%	9.6%	9.7%	9.8%
费用率						
销售费用率	20.6%	19.7%	21.7%	20.2%	20.8%	21.2%
管理费用率	4.4%	4.7%	3.7%	4.6%	4.7%	4.7%
研发费用率	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
财务费用率	0.3%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税率	16.3%	16.8%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
归母净利润 (百万)	603.8	905.9	581.1	372.9	541.0	705.0
YOY	48.4%	50.0%	-35.9%	-35.8%	45.1%	30.3%
归母净利率	9.1%	11.6%	6.4%	4.0%	5.1%	5.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 24: 盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,824	9,150	9,244	10,515	11,858
(+/-%)	17.9%	17.0%	1.0%	13.7%	12.8%
净利润 (百万元)	906	581	373	541	705
(+/-%)	50.0%	-35.9%	-35.8%	45.1%	30.3%
每股收益 (元)	0.69	0.44	0.28	0.41	0.54
经营利润率	13.8%	7.4%	4.8%	5.9%	6.9%
净资产收益率 (ROE)	18.0%	11.9%	7.2%	9.8%	11.8%
市盈率 (PE)	13.9	21.6	33.7	23.2	17.8
EV/EBITDA	10.9	14.7	21.1	17.2	14.6
市净率 (PB)	2.49	2.56	2.44	2.29	2.11

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

投资建议：把握家居板块戴维斯双击机遇，布局需求复苏盈利修复个股

首先，家居行业周期性与地产竣工景气度高度相关，近年叠加疫情冲击，行业持续下滑，而上市龙头企业的超额增长显著，有赖于行业在困境下的内生变革释放

马太效应。当下，行业预期转暖与基本面复苏在即，龙头长期成长性有望凸显，重点推荐整装模式引领增长的定制家居龙头**欧派家居**；多元布局综合实力强的软体家具龙头**顾家家居**；整家战略下客单值提升明显的**索菲亚**；产品渠道成长性足的**喜临门**；运营稳健第二曲线快速增长的**志邦家居**；新老业务新老渠道同步发力的**公牛集团**。另外建议关注敏华控股、金牌厨柜、尚品宅配、江山欧派、曲美家居、好太太；

第二，文具行业近年受双减与疫情双重打击，核心龙头通过新业务发力驱动增长，未来消费震荡复苏下需求回补拐点将近，看好渠道优势下品类延展性强的龙头企业，重点推荐**晨光股份**；

第三，个护家清板块疫情下韧性显现，本土品牌通过渠道变革产品升级实现稳健业绩，未来份额扩张成长性充足，重点推荐**百亚股份**，建议关注蓝月亮集团、恒安国际；

第四，造纸产业链面临成本高企格局有望迎来转机，需求复苏也有望打通提价通道，重点推荐**太阳纸业**、**中顺洁柔**，建议关注仙鹤股份、裕同科技。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (人民币)	EPS			PE			PB
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021
603833	欧派家居	买入	109.90	4.40	4.58	5.40	25.0	24.0	20.3	4.6
002572	索菲亚	买入	17.11	0.13	1.26	1.51	131.6	13.6	11.3	2.8
603801	志邦家居	买入	28.68	1.62	1.77	2.06	17.7	16.2	13.9	3.5
300616	尚品宅配	买入	20.59	0.45	0.73	1.05	45.8	28.3	19.6	1.1
603208	江山欧派	增持	59.33	2.45	0.66	2.66	24.2	89.9	22.3	3.4
603816	顾家家居	买入	37.20	2.65	2.18	2.47	14.0	17.1	15.1	2.9
1999	敏华控股	无评级	6.94	0.46	0.69	0.84	15.0	10.0	8.3	2.9
603008	喜临门	买入	28.50	1.45	1.62	1.90	19.7	17.6	15.0	3.5
603313	梦百合	无评级	10.71	-0.57	0.52	0.89	-18.8	20.8	12.0	1.8
603818	曲美家居	无评级	6.97	0.31	0.50	0.78	22.5	14.1	8.9	2.0
000910	大亚圣象	无评级	8.92	1.09	0.94	1.08	8.2	9.5	8.3	0.8
603610	麒盛科技	无评级	13.52	1.28	0.98	1.24	10.6	13.8	10.9	1.2
301061	匠心家居	无评级	30.00	4.59	2.59	2.94	6.5	11.6	10.2	1.0
603180	金牌厨柜	无评级	29.72	2.31	2.47	3.03	12.9	12.0	9.8	1.9
603898	好莱客	无评级	12.08	0.21	1.44	1.13	57.5	8.4	10.6	1.5
002614	奥佳华	无评级	8.47	0.74	0.33	0.68	11.4	25.9	12.4	1.1
603579	荣泰健康	无评级	20.80	1.75	1.44	1.78	11.9	14.4	11.7	1.7
002078	太阳纸业	买入	10.94	1.12	1.07	1.20	9.8	10.2	9.1	1.6
2689	玖龙纸业	买入	5.67	1.51	1.18	2.11	3.8	4.8	2.7	0.6
603733	仙鹤股份	买入	30.18	1.44	2.37	2.69	21.0	12.7	11.2	3.5
000488	晨鸣纸业	无评级	5.08	0.56	0.18	0.29	9.1	28.5	17.3	0.8
2314	理文造纸	无评级	2.77	0.59	0.89	0.91	4.7	3.1	3.0	0.5
600567	山鹰纸业	无评级	2.52	0.34	0.12	0.31	7.4	21.6	8.2	0.7
600966	博汇纸业	无评级	7.62	1.29	0.74	0.94	5.9	10.3	8.1	1.4
600963	岳阳林纸	无评级	5.72	0.17	0.38	0.46	33.6	15.1	12.4	1.2
605007	五洲特纸	无评级	17.49	0.98	0.95	1.54	17.8	18.5	11.3	3.6
605377	华旺科技	无评级	22.76	1.57	1.41	1.73	14.5	16.2	13.2	2.6
6969	思摩尔国际	买入	10.81	0.89	0.88	1.13	12.2	12.2	9.6	3.4
603899	晨光股份	买入	50.80	1.65	1.53	2.20	30.9	33.2	23.1	7.6
002301	齐心集团	无评级	7.27	-0.77	0.28	0.35	-9.4	26.2	20.7	1.9
1044	恒安国际	增持	32.41	2.79	2.27	2.77	11.6	14.3	11.7	2.0
6993	蓝月亮集团	买入	4.79	0.14	0.13	0.18	33.5	35.7	27.3	2.8
3331	维达国际	无评级	17.91	1.12	1.49	1.75	16.1	12.1	10.3	2.0
002511	中顺洁柔	买入	11.41	0.45	0.28	0.41	25.4	40.2	27.7	3.1
605009	豪悦护理	无评级	45.69	2.28	2.42	2.98	20.0	18.9	15.3	2.4
003006	百亚股份	买入	13.71	0.53	0.43	0.57	25.9	31.9	24.1	4.8
301009	可靠股份	无评级	11.43	0.17	0.14	0.39	67.2	79.4	29.4	2.2
001206	依依股份	无评级	25.69	1.35	1.21	1.41	19.0	21.2	18.2	1.4
6601	朝云集团	无评级	1.42	0.07	0.22	0.27	19.6	6.5	5.4	0.7
603195	公牛集团	买入	142.00	4.63	5.29	6.22	30.7	26.8	22.8	7.9
605099	共创草坪	无评级	24.00	0.95	1.19	1.50	25.3	20.1	16.0	4.8
605299	舒华体育	无评级	10.26	0.28	0.24	0.29	36.6	43.3	35.2	3.3
603848	好太太	无评级	13.22	0.75	0.81	0.97	17.6	16.3	13.7	2.8
300729	乐歌股份	无评级	17.25	0.85	1.05	1.39	20.3	16.5	12.4	2.0
300993	玉马遮阳	无评级	14.33	1.19	0.70	0.86	12.0	20.4	16.7	1.7
002831	裕同科技	无评级	32.82	1.09	1.64	1.98	30.2	20.0	16.6	3.3
002191	劲嘉股份	无评级	7.77	0.70	0.58	0.68	11.1	13.3	11.5	1.5
002701	奥瑞金	无评级	5.03	0.37	0.31	0.37	13.6	16.2	13.5	1.7
601968	宝钢包装	无评级	6.62	0.26	0.28	0.35	25.5	23.8	19.1	2.1
0336	华宝国际	无评级	3.74	0.22	0.36	0.45	17.3	10.4	8.3	0.9

数据来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。

注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg, Wind 一致预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032