



Research and  
Development Center

# 2023 年度投资策略：价值复归

轻工制造

2022 年 12 月 09 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 价值复归

2022年12月09日

### 本期内容提要:

- **2022年1-10月轻工板块整体表现略逊于市场,小市值表现占优。**2022年稳增长政策出台遭遇国内疫情多点散发,消费需求整体偏弱,2022年前10个月轻工板块表现与市场趋势接近,轻工制造板块(2022.1.1-10.31)表现基本接近大盘,1-10月轻工制造行业指数-29.95%,沪深300指数-29%。文娱用品、造纸、包装印刷、家居指数分别-21%、-23%、-29%、36%,小市值企业全年股价表现领先。目前(2022/11/29)来看,轻工板块整体估值水平处于历史中等,其中家居、造纸、文具当前估值水平分别处于历史28%、15%、16%分位点,优质企业价值凸显。
- **2023年盈利修复开启,消费复苏可期。**展望2023年,我们认为大部分轻工子行业随着主要原材料价格回落、企业降本增效,有望迎来盈利修复,其中盈利修复弹性预计主要体现在特种纸、生活用纸、包装。同时,随着经济支持政策力度加码,未来如果经济和消费环境回暖,消费类子行业需求仍有较大改善空间,主要包括可选消费家居、必选文具、造纸包装等。**1)家居:**地产预期回暖带动板块估值修复,23年如果疫情扰动趋弱,预计家居需求仍有较大回补空间。**2)造纸:**造纸行业22年供需格局大致均衡,23年有望迎来成本拐点。**3)包装印刷:**纸包装龙头大包装布局快速推进,阿尔法势能强化,23年盈利修复趋势有望延续。**4)文娱用品:**随着未来疫情防控进一步优化,前期线下业务受损较大的文具龙头有望迎来困境外转。**5)新型烟草:**22年为全球新型烟草监管大年,行业规范落地将驱动行业稳定发展,行业景气调整,未来市场份额将进一步向头部集中。**6)出口链:**经历22年海外需求下行后,23年建议关注收入端去库存进度较快、有客户/业务拓展的细分领域龙头。
- **看好家居文具需求改善、包装特纸盈利修复,布局龙头。**轻工板块经历了2022年的整体业绩和估值下行,多数企业估值安全边际显现。2023年,我们认为随着未来国内经济环境转暖,轻工板块市场风格有望逐步向中大市值公司切换,建议投资者布局需求改善&盈利修复两大投资主线:1)需求改善预期下优选疫情对业务拓展影响较大的文具龙头、以及可选消费家居,公司推荐**晨光股份、欧派家居、志邦家居、敏华控股**,建议关注低估值标的**索菲亚、金牌厨柜、顾家家居**,以及to B弹性标的**江山欧派、皮阿诺、王力安防**。2)盈利修复主线建议布局特种纸、生活用纸、包装龙头,公司推荐**裕同科技、豪悦护理、仙鹤股份、华旺科技**,建议关注**太阳纸业、中顺洁柔、奥瑞金**。
- **风险因素:**原材料价格大幅波动、疫情大范围爆发风险。

## 目录

一、2022 年度回顾：小市值表现占优	7
1.1 分子行业走势回溯	8
1.2 三季报回顾：盈利筑底渐企稳	12
二、2023 年：盈利修复开启，消费复苏可期	15
2.1 家居：估值修复为先，23 年需求不必过于悲观	15
2.2 造纸：成本拐点在即	17
2.2.1 供给侧：实际落地新产能有限、进口减少	17
2.2.2 需求侧：国内需求尚待修复、出口增加	18
2.2.3 成本端：23 年浆价有望高位回落	20
2.3 文娱用品：市场份额加速集中	20
2.4 新型烟草：内销行业增长中枢下移，海外关注 PMTA 进展	22
2.5 出口链：关注库存去化&成本改善	23
三、投资建议：价值回归，布局龙头	26
3.1 需求改善：消费白马有望迎来戴维斯双击	26
3.1.1 欧派家居：大家居龙头厚积待薄发	26
3.1.2 志邦家居：零售大宗双驱动逻辑有望再现	28
3.1.3 江山欧派：大 B 小 B 双轮驱动，强化 23 年业绩弹性	30
3.1.4 晨光股份：文创龙头经营韧性，关注线下业务复苏弹性	32
3.2 盈利修复：拐点在即，龙头企业阿尔法优势扩大	34
3.2.1 裕同科技：大包装龙头渐入佳境，利润率有望步入回升通道	34
3.2.2 仙鹤股份：特种纸龙头盈利向上趋势明确	35
3.2.3 华旺科技：产能扩张打开成长空间	37
四、风险因素	41

## 表目录

表 1: 3Q22 轻工细分板块营收 (亿元)	13
表 2: 3Q22 轻工细分板块归母净利润 (亿元)	14
表 3: 目前美国主要电子烟品牌 PMTA 进展	23
表 4: 重点公司估值表	40

## 图目录

图 1: 2022 年 1-10 月轻工制造板块表现弱于市场 (%)	7
图 2: 2022 年 1-10 月各子板块涨跌幅表现 (%)	7
图 3: 2022 年 1-10 月轻工制造个股股价表现前 20	8
图 4: 2022 年大市值公司整体表现靠后	8
图 5: 轻工制造当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 50%分位	8
图 6: 家居板块表现弱于市场整体水平	9
图 7: 家居个股 2022 年 1-10 月表现前 10	9
图 8: 家居板块当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 28%分位	9
图 9: 造纸板块表现好于市场	10
图 10: 造纸个股 2022 年 1-10 月表现前 10	10

图 11: 造纸板块当前 (2022/11/29) PB 估值处于历史 15%分位	10
图 12: 包装印刷板块表现略逊于市场	10
图 13: 包装印刷个股 2022 年 1-10 月表现前 10	10
图 14: 包装印刷板块当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 56%分位	11
图 15: 文娱板块表现好于市场	11
图 16: 文娱用品个股 2022 年 1-10 月表现前 10	11
图 17: 文娱用品板块当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 68%分位	11
图 18: 文具龙头当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 16%分位	12
图 19: 轻工行业单季度总收入同比增速回落	12
图 20: 轻工行业单季度利润率小幅下降	13
图 21: 轻工行业单季度归母净利润 3Q22 同比下降 16.74%	13
图 22: 轻工行业单季度经营活动现金流量净额	14
图 23: 轻工行业单季度经营现金流量净额/归母净利润同比提升	14
图 24: 轻工行业单季度收现比	14
图 25: 轻工行业单季度资本开支	14
图 26: 10 月住宅竣工面积同比降幅略扩大	15
图 27: 10 月住宅销售面积同比降幅略扩大	15
图 28: 10 月新开工住宅面积同比降幅收窄	15
图 29: 10 月购置土地面积同比降幅收窄	15
图 30: 10 月家具社零总额同比降幅略收窄	16
图 31: 10 月建材家居卖场销售额降幅扩大	16
图 32: 家居板块估值与地产销售同步性较高	16
图 33: 上市公司收入增速持续领先社零增速	17
图 34: 造纸行业 1-10 月固定资产投资累计同增 7.6%	17
图 35: 机制纸 10 月产量同比增加 2%	17
图 36: 双胶纸周度产量与同比增速	18
图 37: 铜版纸周度产量与同比增速	18
图 38: 白卡纸周度产量与同比增速	18
图 39: 22 年进口双胶纸量明显减少	18
图 40: 双胶纸价格三季度变化+11.11%	19
图 41: 铜版纸价格三季度变化+4.84%	19
图 42: 白卡纸价格三季度变化-9.67%	19
图 43: 22 年木浆系纸种出口明显增加	19
图 44: 瓦楞纸、牛卡纸价格仍处低位	19
图 45: 牛卡纸工厂库存有所降低	19
图 46: 10 月规模以上快递业务量同比-0.9%	20
图 47: 限额以上烟酒、饮料类 10 月零售额分别同比-0.7%、+4.1%	20
图 48: 现货浆价保持高位	20
图 49: 期货浆价高位松动	20
图 50: 文教体育娱乐用品业 1-10 月收入同比+1.1%	21
图 51: 文教体育娱乐用品业 1-10 月销售利润率同比+0.3pct	21
图 52: 限额以上体育娱乐用品类 10 月零售额同比+1.8%	21
图 53: 10 月文教体育娱乐用品制造业工业增加值同比-8%	21
图 54: 2022 年 1-9 月中国书写工具品牌市占率	21
图 55: 2022 年 1-9 月日本书写工具品牌市占率	21
图 56: 中国电子烟行业以出口为主	22

图 57: 中长期我国电子烟渗透率仍有较大提升空间	22
图 58: 预计一次性为增长最快的电子烟品类	23
图 59: 英美烟草雾化收入持续高增	23
图 60: 出口大盘增长保持韧性	24
图 61: 2022 年 Q2 美元快速升值	24
图 62: 塑料餐饮具 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 23.33%	24
图 63: 保温瓶 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 33.41%	24
图 64: 纸制品类 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 15.07%	25
图 65: 人造草 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 53.79%	25
图 66: 原油价格年内高位波动	25
图 67: 海运费 2Q22 后大幅回落	25
图 68: 欧派家居营业收入及增速	26
图 69: 欧派分渠道收入构成	26
图 70: 欧派家居多品类营业构成	27
图 71: 欧派家居净利润及增速	27
图 72: 欧派家居毛利率及净利率	27
图 73: 欧派家居 PE-BAND	28
图 74: 志邦家居营业收入及增速	28
图 75: 志邦家居利润及增速	28
图 76: 志邦家居分品类收入构成	29
图 77: 志邦家居分渠道收入构成	29
图 78: 志邦家居毛利率及净利率	29
图 79: 志邦家居现金流同比改善	29
图 80: 志邦家居 PE-BAND	30
图 81: 江山欧派营业收入及增速	30
图 82: 江山欧派分渠道收入构成	30
图 83: 江山欧派净利润及增速	31
图 84: 江山欧派毛利率及净利率	31
图 85: 江山欧派 PE-BAND	31
图 86: 2015-2021 年公司收入 CAGR 为 29.4%	32
图 87: 2015-2021 年公司净利 CAGR 为 23.8%	32
图 88: 22 年 1-9 月传统核心业务收入同比-6.6%	32
图 89: 22 年 1-9 月晨光科技收入同比+15.2%	32
图 90: 晨光股份书写工具外其他品类增长显著	33
图 91: 晨光股份四大品类销量增长趋势	33
图 92: 近年晨光股份科力普收入增长迅速	33
图 93: 近年晨光股份零售大店收入增长迅速	33
图 94: 晨光股份 PE-BAND	33
图 95: 营业收入持续较快发展	34
图 96: 大包装布局稳定扩张	34
图 97: 大包装布局稳定扩张	34
图 98: 公司核心业务 3C 包装持续高增长	34
图 99: 成本上行影响短期盈利	35
图 100: 费用管控稳定优化	35
图 101: 裕同科技 PE-BAND	35
图 102: 2013-2021 年公司收入与增速	36

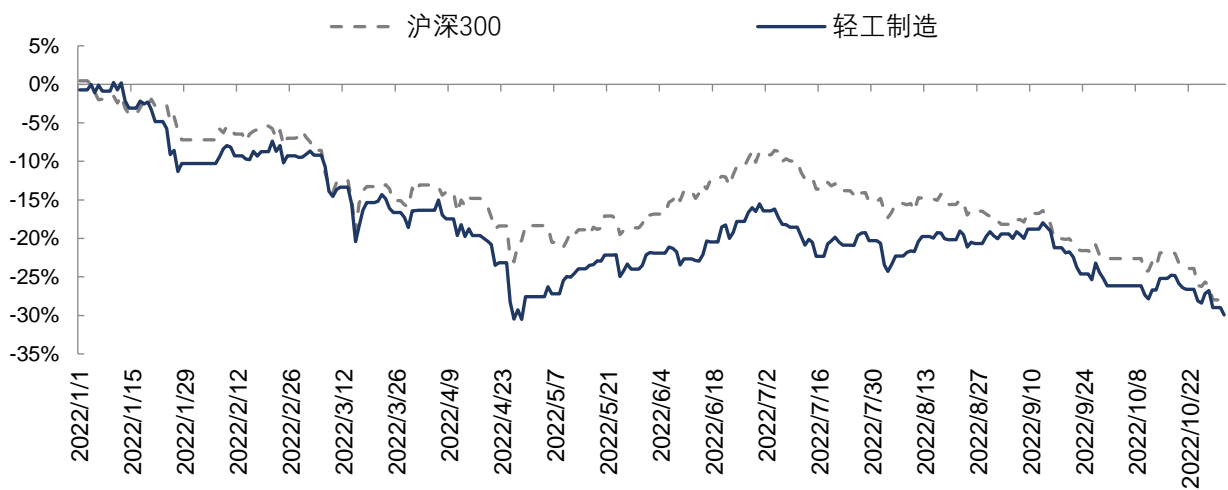
图 103: 2013-2021 年公司归母净利润与增速.....	36
图 104: 仙鹤股份产品结构.....	36
图 105: 仙鹤股份毛利率与归母净利率变化情况.....	36
图 106: 仙鹤股份产能分布.....	36
图 107: 仙鹤股份吨净利.....	36
图 108: 仙鹤股份规划项目.....	37
图 109: 仙鹤股份主要纸种收入.....	37
图 110: 仙鹤股份 PE-BAND.....	37
图 111: 2013-2021 年收入及同比增长情况.....	38
图 112: 2013-2021 年归母净利及同比增长情况.....	38
图 113: 2013-2021 年营业收入构成.....	38
图 114: 2013-2021 年公司主要产品收入.....	38
图 115: 2015-2020 年我国装饰原纸销量及增长情况.....	39
图 116: 2020 年我国装饰原纸市场竞争情况.....	39
图 117: 2015-2020 年我国食品包装特种纸产量.....	39
图 118: 我国医疗包装用纸产量及增速.....	39
图 119: 华旺科技 PE-BAND.....	39

## 一、2022 年度回顾：小市值表现占优

2022 年稳增长政策出台遭遇国内疫情多点散发，消费需求整体偏弱，2022 年前 10 个月轻工板块表现与市场趋势接近，各子板块年初以来均下跌 20% 以上，小市值企业全年股价表现领先。目前（2022/11/29）来看，轻工板块整体估值水平处于历史中等，其中家居、造纸、文具当前估值水平分别处于历史 28%、15%、16% 分位点，优质企业价值凸显。

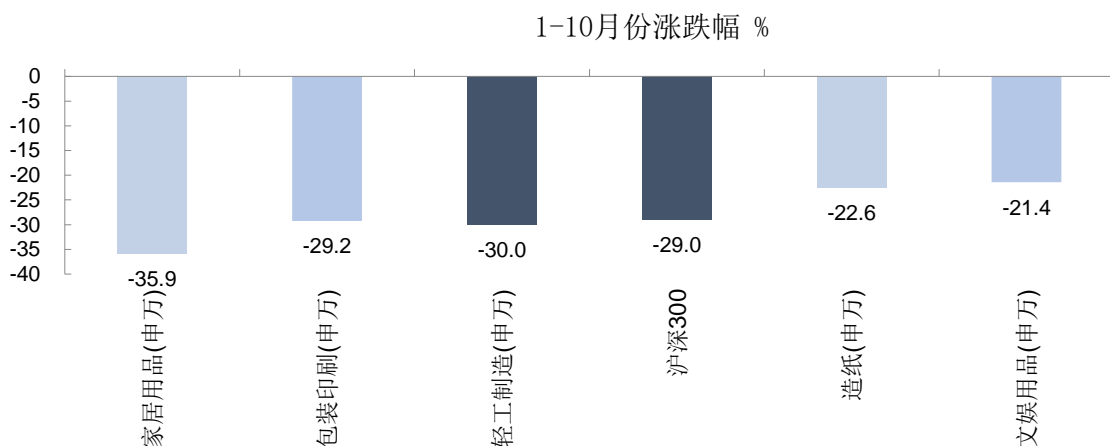
**2022 年 1-10 月份轻工制造指数表现与市场指数趋同 (YTD-29%)。**轻工制造板块（2022.1.1-10.31）表现基本接近大盘，1-10 月轻工制造行业指数-29.95%，沪深 300 指数-29%。轻工制造细分板块中，文娱用品行业指数-21%，是全年跌幅最小的子行业，文娱用品板块小市值标的较多，股价表现分化；造纸行业指数-23%、包装印刷行业指数-29%，今年造纸包装行业整体需求偏弱，叠加成本高企导致盈利承压；家居用品行业指数受地产和消费环境影响，行业景气持续低位，1-10 月家居用品行业指数下跌 36%。

图 1：2022 年 1-10 月轻工制造板块表现弱于市场 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

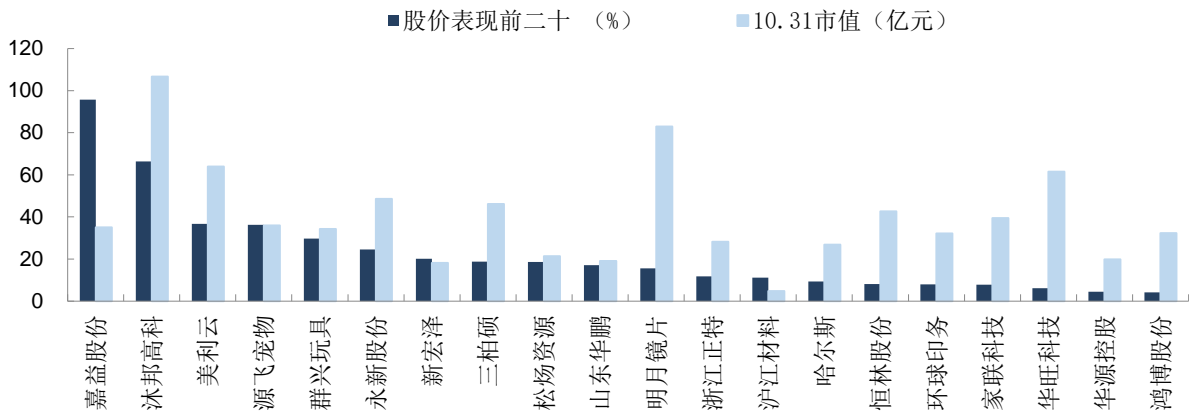
图 2：2022 年 1-10 月各子板块涨跌幅表现 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

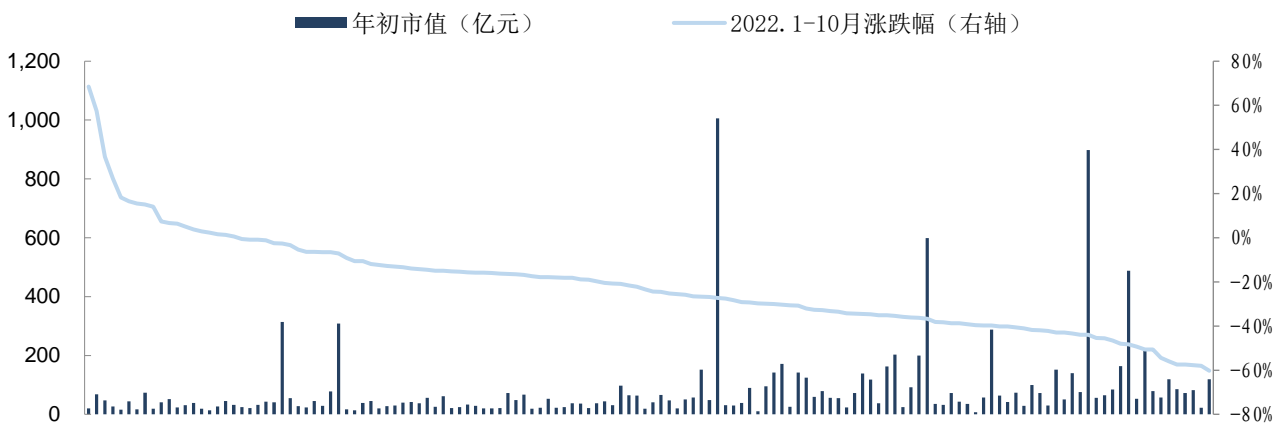
个股表现方面，小市值标的全年股价涨幅领先。1-10 月轻工制造板块中，涨幅较大的公司主要包括嘉益股份、沐邦高科、美利云、源飞宠物、群兴玩具分别上涨 95.7%、66.33%、36.76%、36.32%、29.75%，表现优于其他个股。从市值来看，22 年 1-10 月涨幅排名前 20 的个股中，大部分公司市值均低于 60 亿元。

图 3: 2022 年 1-10 月轻工制造个股股价表现前 20



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 2022 年大市值公司整体表现靠后



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 轻工制造当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 50%分位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.1 分子行业走势回溯

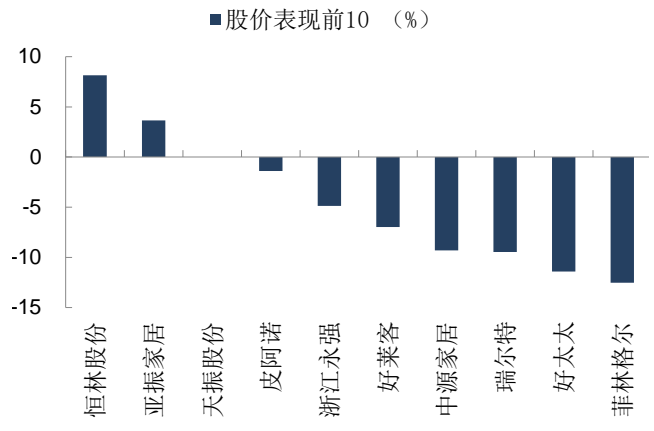
**家具板块:** 年初至 10 月 31 日家居板块指数下跌 35.87%，跑输大盘 6.89pct。个股方面，年初至 10 月 31 日仅有 2 个小市值家居公司股价上涨，为恒林股份、亚振家居，分别上涨 8.1%、3.7%。截至 11 月 29 日，家居板块当前 PE-TTM 动态估值为 29x，处于历史 28%分位，仍有较高安全边际。

图 6: 家居板块表现弱于市场整体水平



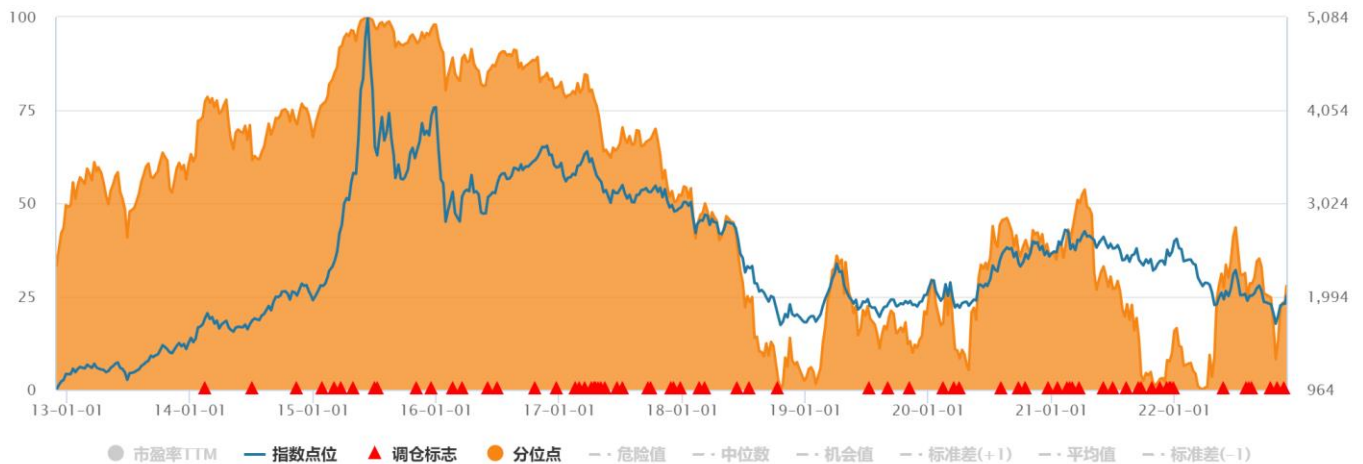
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 家居个股 2022 年 1-10 月表现前 10



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 家居板块当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 28%分位

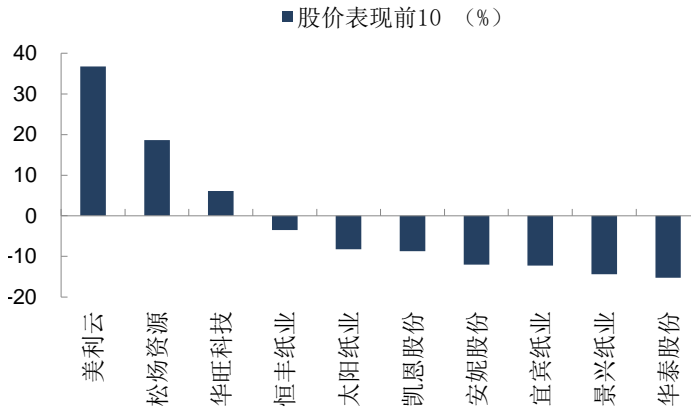


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

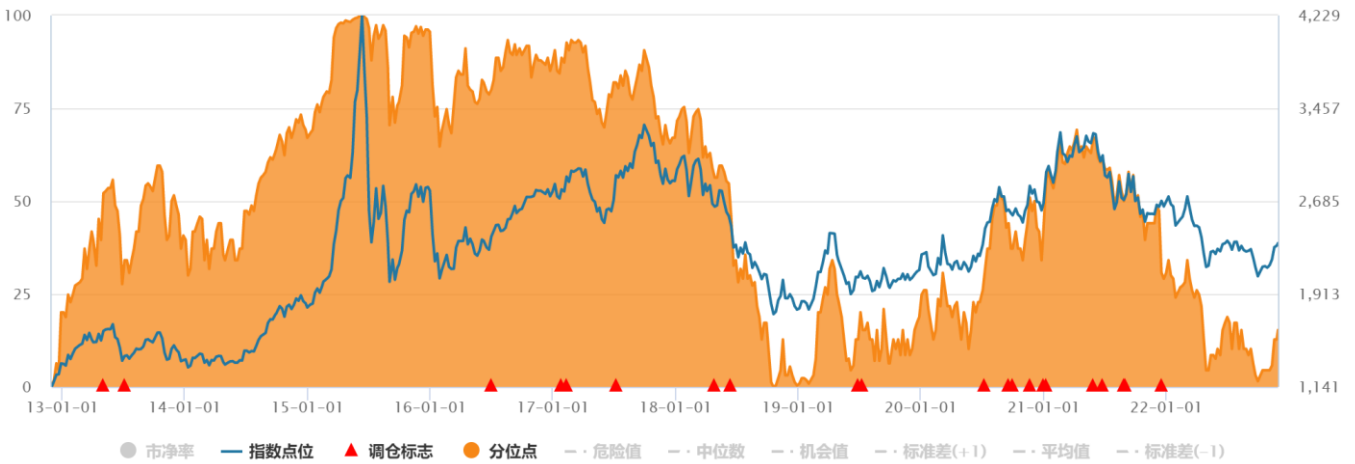
**造纸板块:** 整体表现优于市场，截至 2022 年 10 月 31 日，造纸行业指数较年初下跌 22.57%，跑赢大盘 6.41pct。个股方面，年初至今造纸板块 3 家公司股价取得正向涨幅，包括美利云、松炆资源、华旺科技，分别上涨 36.8%、18.6%、6.1%。截至 11 月 29 日，造纸板块 PE-TTM 动态估值水平为 25x、PB 为 1.2x，处于历史 15%分位。

**图 9: 造纸板块表现好于市场**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

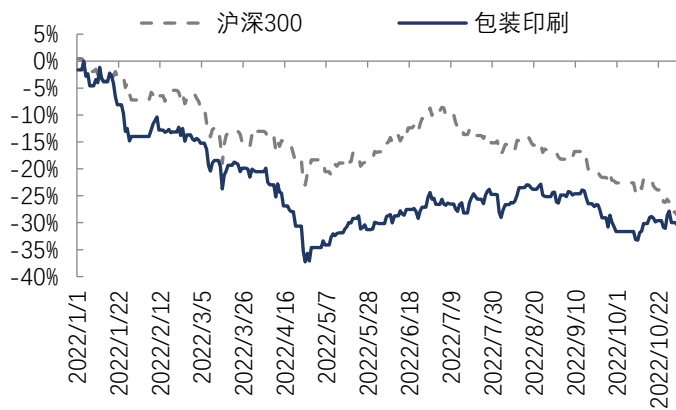
**图 10: 造纸个股 2022 年 1-10 月表现前 10**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

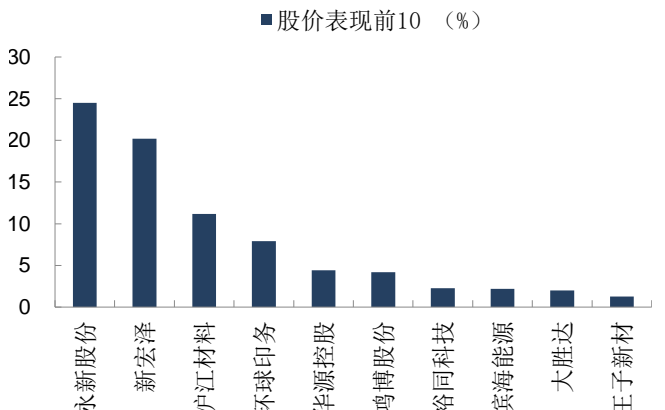
**图 11: 造纸板块当前 (2022/11/29) PB 估值处于历史 15%分位**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

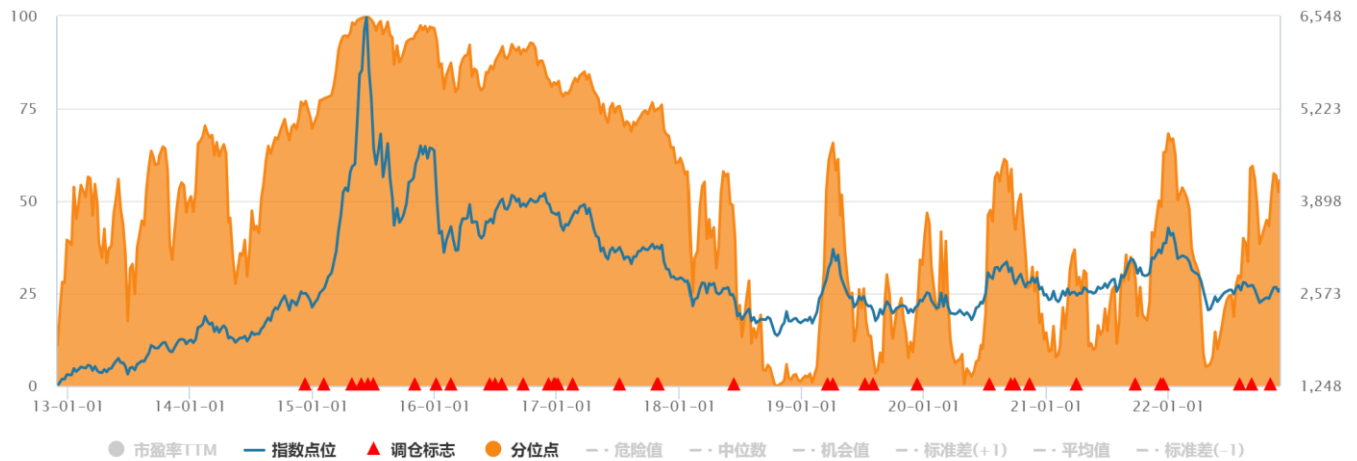
**包装板块:** 年初以来市场表现跑输市场整体水平约 0.25pct, 年初至 10 月 31 日包装印刷指数下跌 29.2%。个股方面, 年初至今表现靠前的包装公司包括永新股份、新宏泽、沪江材料、环球印务, 分别上涨 24.5%、20.2%、11.2%、7.9%。截至 11 月 29 日, 包装印刷板块 PE-TTM 动态估值水平为 31x, 处于历史 56%分位。

**图 12: 包装印刷板块表现略逊于市场**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 13: 包装印刷个股 2022 年 1-10 月表现前 10**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

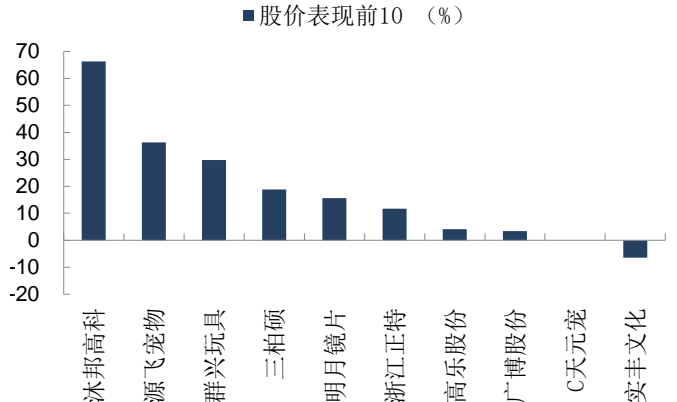
**图 14: 包装印刷板块当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 56%分位**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

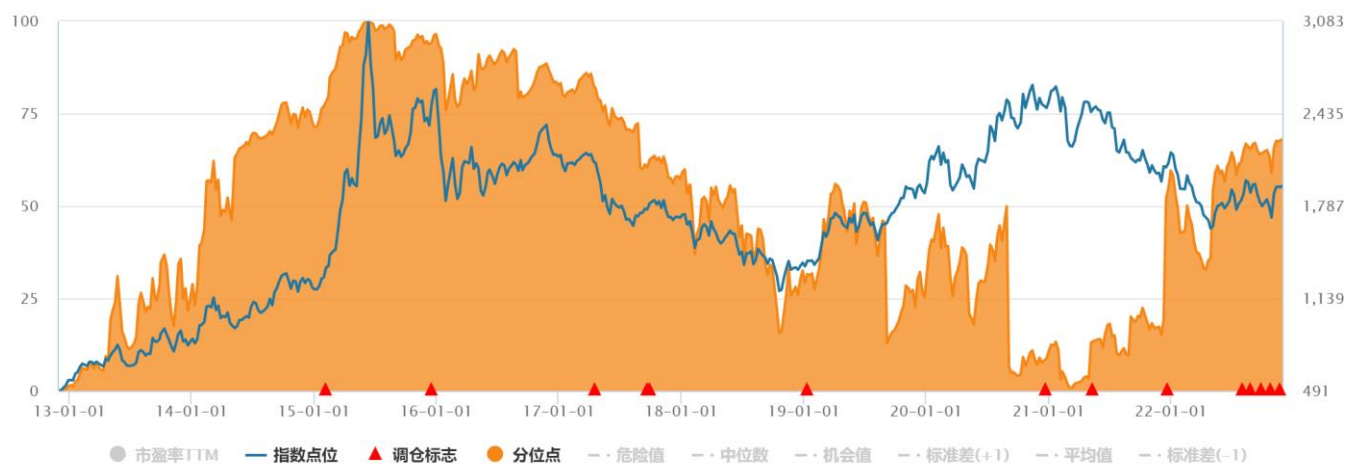
**文娱用品:** 年初至 10 月 31 日文娱用品行业指数下跌 21.4%，跑赢大盘 7.56pct。个股方面，年初至今表现靠前的文娱用品公司包括沐邦高科、源飞宠物、群兴玩具，分别上涨 66.3%、36.3%、29.8%。截至 11 月 29 日，文娱用品板块 PE-TTM 动态估值水平为 61x，处于历史 68%分位。

**图 15: 文娱板块表现好于市场**

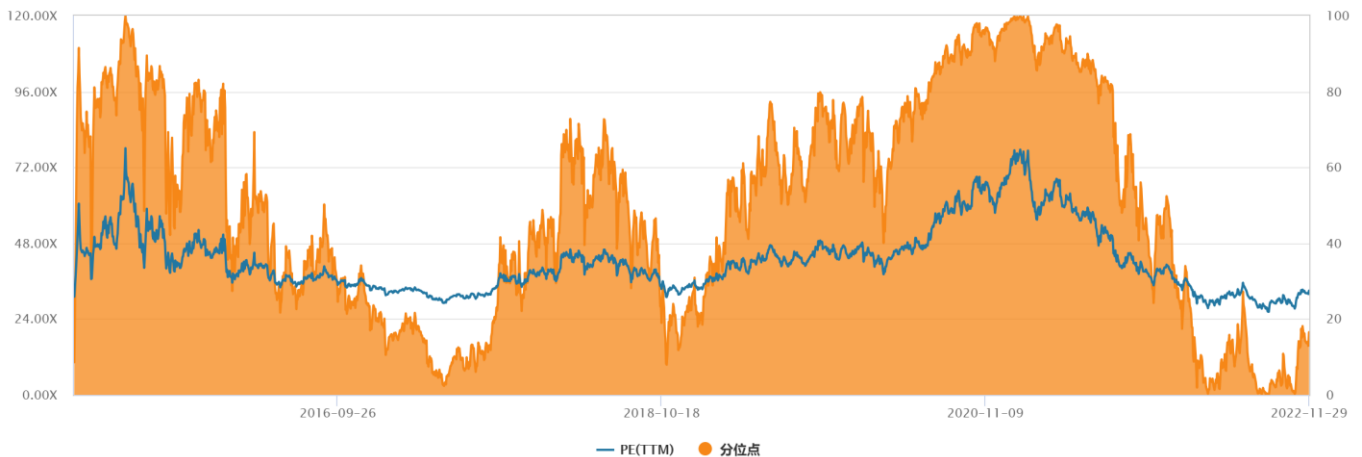

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: 文娱用品个股 2022 年 1-10 月表现前 10**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17: 文娱用品板块当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 68%分位**


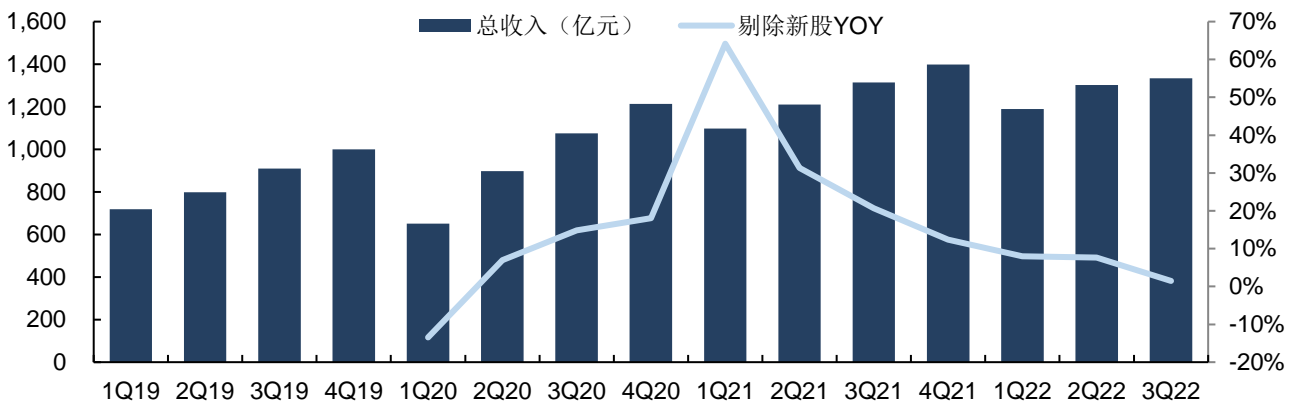
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 18: 文具龙头当前 (2022/11/29) PE 估值处于历史 16%分位**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 三季度回顾：盈利筑底渐企稳

**Q3 板块营收增速进一步放缓。**2022 年前三季度，轻工板块样本公司合计营收为 3825.36 亿元，剔除新股上市影响后，营收同比增速为 5.49%。2022 年单三季度，轻工板块样本公司合计营收为 1333.39 亿元，剔除新股上市影响后，同比增长 1.44%，Q3 增速环比下降 6.22pct，自 2021 年 Q3 以来，轻工行业营收增速呈现持续放缓态势。

**图 19: 轻工行业单季度总收入同比增速回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**单三季度各子板块营收表现分化，同比呈现正负个位数变动。**在轻工制造各细分领域中，22 年 Q3 单季度包装行业营收增速虽然仅取得高个位数（3Q22+7.14%），但在各子领域中表现已相对领先。造纸、文娱个护板块 Q3 单季收入均实现同比约+5%增长，家居板块 Q3 单季收入同比-5%下滑，出口链 Q3 单季收入同比-9%。

**前三季度来看，造纸板块前三季度收入增长 10.36%，为增速最快的子行业；**包装、出口链、文娱个护板块 9M22 亦均实现收入同比正向增长，增速分别为 5.75%、3.59%、1.69%；家居板块前三季度营收规模与去年同期基本持平。

**季度增速环比来看，**包装、文娱个护板块单 Q3 收入增速较 Q2 提速，主要受多领域及多客户拓展的包装企业，

以及内需必选消费相关的文娱个护增速改善带动；外需相关的出口链板块单 Q3 增速较 Q2 显著放缓，主要受海外去库存以及通胀需求回落影响；家居板块在地产环境和疫情扰动下 Q3 单季营收增长持续放缓；造纸板块受下游需求疲软影响单季度增速亦有所回落。

表 1: 3Q22 轻工细分板块营收 (亿元)

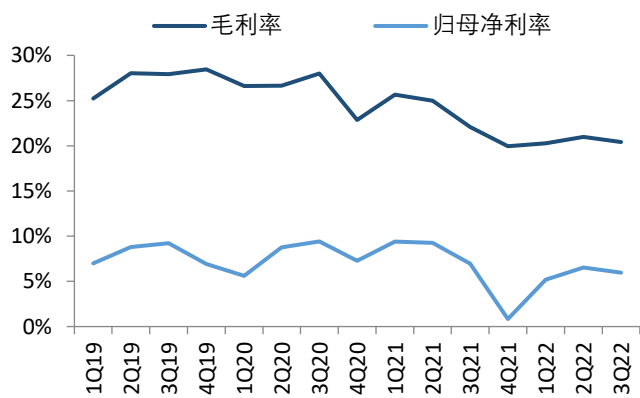
细分板块	9M22 营收	YOY	3Q22 营收	YOY	QOQ
家居	885.49	-0.13%	332.09	-4.80%	7.69%
造纸	1,501.01	10.36%	513.35	4.97%	0.44%
包装	589.97	5.75%	210.86	7.14%	9.21%
文娱个护	389.41	1.69%	138.77	4.67%	7.87%
出口链	459.48	3.59%	138.32	-9.24%	-15.38%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**利润率方面:** 2022 年第三季度, 盈利能力同比仍有所回落但环比改善, 按整体法测算 (所有样本公司营收与所有样本公司毛利润、归母净利润计算), 轻工板块样本公司实现毛利率 20.42%, 同比-1.66pct, 环比-0.57pct; 实现归母净利率 5.98%, 同比-0.97pct, 环比-0.54pct。整体来看, 板块毛利率、净利率今年以来虽然同比延续小幅回落态势, 但自低位已逐季企稳, 毛利率和净利率的总体变化趋势基本一致。2022 年前三季度, 轻工板块样本公司实现毛利率 20.58%, 同比-3.56pct; 实现归母净利率 5.91%, 同比-2.54pct。

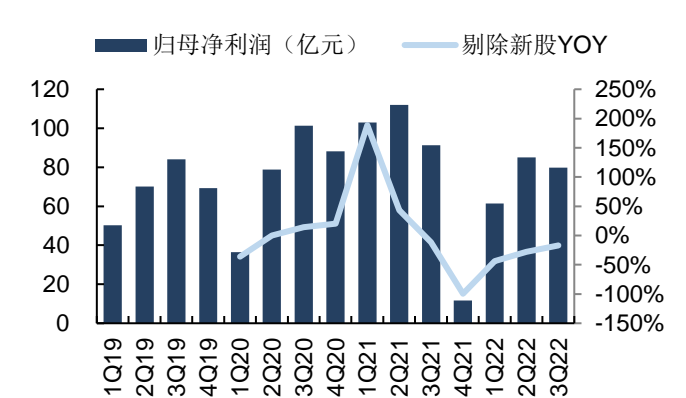
**归母净利增速方面:** 2022 年第三季度, 轻工板块样本公司实现合计归母净利润 79.77 亿元, 剔除新股上市影响后, 在 2021 年同期较高基数下同比下降 16.74%, Q3 增速环比 Q2+10.95pct。2022 年前三季度, 轻工板块样本公司合计实现归母净利润为 226.25 亿元, 剔除新股上市影响后, 同比下降 29.88%。

图 20: 轻工行业单季度利润率小幅下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 轻工行业单季度归母净利润 3Q22 同比下降 16.74%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**三季度出口链盈利增速亮眼, 其余各子板块普遍承压。**分子板块来看, 出口链板块在 22 年前三季度和单 Q3 的归母净利润均实现同比正增长 (9M22 +19.20%、3Q22 +92.34%), 主要因汇兑收益贡献增加、以及部分原材料价格有所改善。造纸板块 22 年前三季度和单 Q3 利润同比降幅均较大 (9M22 -51.37%、3Q22 -38.27%), 单 Q3 造纸板块利润总额比 Q2 利润总额进一步减少 34.88%, 主要因木浆等原材料价格持续高位、而下游需求不振对纸企盈利造成较大影响。此外, 文娱个护、包装、家居板块 9M22 利润同比下降幅度虽然超过 15%, 单 Q3 利润分别同比-12.28%、-12.59%、-13.14%。

**季度增速环比来看,** 出口链板块 Q3 利润同比增速较 Q2 进一步提速; 家居、包装、文娱个护虽然单 Q3 利润同

比仍有双位数下滑，但降幅较 Q2 有所收窄，盈利逐步筑底。

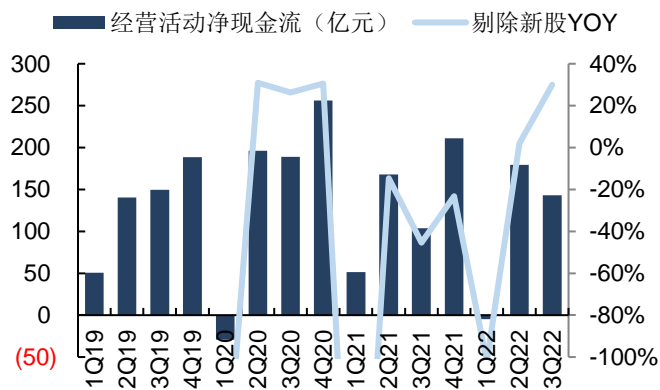
表 2: 3Q22 轻工细分板块归母净利润 (亿元)

细分板块	9M22 净利润	YOY	3Q22 净利润	YOY	QOQ
家居	69.57	-15.21%	31.42	-13.14%	17.85%
造纸	61.93	-51.37%	15.92	-38.27%	-34.88%
包装	32.70	-17.05%	11.36	-12.59%	7.26%
文娱个护	22.67	-23.78%	8.92	-12.28%	32.32%
出口链	39.37	19.20%	12.15	92.34%	-42.78%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

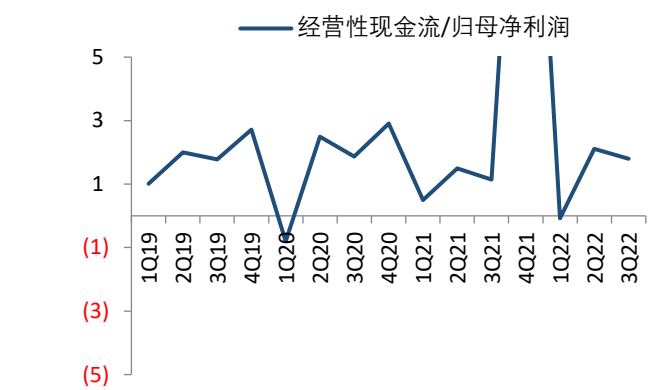
**现金流三季度同比有所改善。**2022 年第三季度，轻工板块样本公司合计经营活动现金流量净额为 143.19 亿元，剔除新股上市影响后，同比增长 29.98%，净利润现金含量（经营现金流量净额/归母净利润比值）为 1.80，21Q3 为 1.14，三季度现金流情况同比有所改善。**2022 年前三季度**，轻工板块样本公司合计经营活动现金流量净额为 317.51 亿元，剔除新股上市影响后，2022 年前三季度同比减少 7.48%。

图 22: 轻工行业单季度经营活动现金流量净额



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 轻工行业单季度经营现金流量净额/归母净利润同比提升



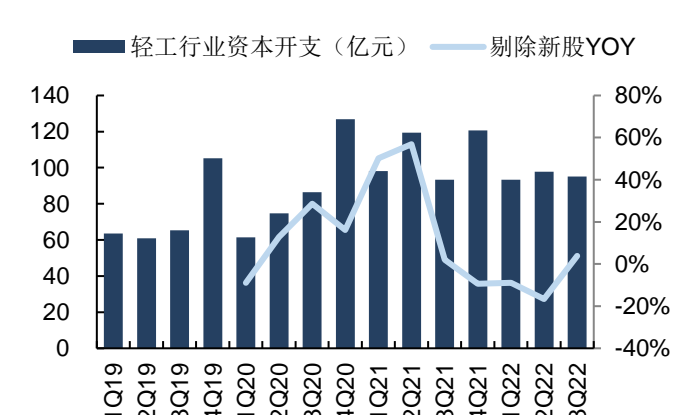
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 轻工行业单季度收现比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 轻工行业单季度资本开支



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、2023 年：盈利修复开启，消费复苏可期

展望 2023 年，我们认为大部分轻工子行业随着主要原材料价格回落、企业降本增效，有望迎来盈利修复，其中盈利修复弹性预计主要体现在特种纸、生活用纸、包装。同时，随着经济支持政策力度加码，未来如果经济和消费环境回暖，消费类子行业需求仍有较大改善空间，主要包括可选消费家居、必选文具、造纸包装等。

**1) 家居：**地产预期回暖带动板块估值修复，23 年如果疫情扰动趋弱，预计家居需求仍有较大回补空间。**2) 造纸：**造纸行业 22 年供需格局大致均衡，23 年有望迎来成本拐点。**3) 包装印刷：**纸包装龙头大包装布局快速推进，阿尔法势能强化，23 年盈利修复趋势有望延续。**4) 文娱用品：**随着未来疫情防控进一步优化，前期线下业务受损较大的文具龙头有望迎来困境外转。**5) 新型烟草：**22 年为全球新型烟草监管大年，行业规范落地将驱动行业稳定发展，行业景气调整，未来市场份额将进一步向头部集中。**6) 出口链：**经历 22 年海外需求下行后，23 年建议关注收入端去库存进度较快、有客户/业务拓展的细分领域龙头。

### 2.1 家居：估值修复为先，23 年需求不必过于悲观

**2022 年在经济和地产环境偏弱、疫情多发的背景下，家居行业景气承压。**地产方面，2022 年 1-10 月住宅竣工面积同比-18.5%，单 10 月同比-9.2%，增速环比-3.1pct；1-10 月住宅销售面积同比-25.5%，单 10 月同比-23.8%，增速环比-5.9pct；1-10 月新开工面积同比-38.5%，单 10 月同比-36.2%，增速环比+7.8pct；1-10 月购置土地面积同比-53%，单 10 月同比-53%，增速环比+12pct。

图 26：10 月住宅竣工面积同比降幅略扩大



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：10 月住宅销售面积同比降幅略扩大



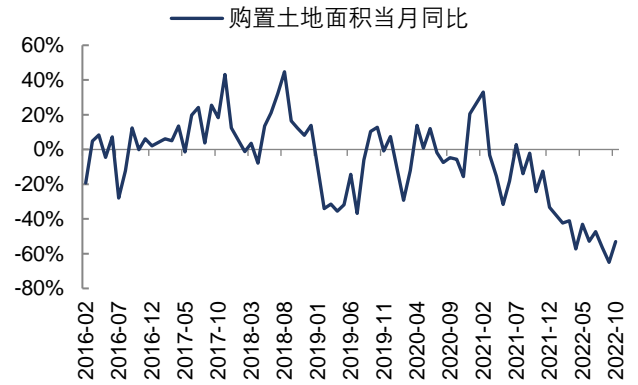
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：10 月新开工住宅面积同比降幅收窄



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：10 月购置土地面积同比降幅收窄

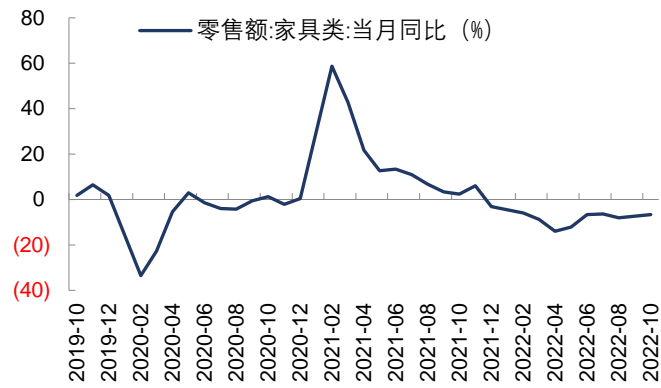


资料来源：Wind，信达证券研发中心

家居行业方面，2022 年 1-10 月限额以上家具社零同比-8.2%，单 10 月同比-6.6%，增速环比+0.7pct；2022 年

1-10月建材家居卖场销售额同比+10.6%，单10月同比-42.5%，增速环比-27.2pct。从规模以工业企业家具制造业来看，2022年1-9月规上工业企业家具制造业收入同比-6.2%，单10月同比-7.4%，增速环比-3.7pct。目前虽然行业数据仍处低位，但我们认为此轮景气下行周期底部正在夯实，即使后续受疫情扰动或仍有反复，但同比趋势仍有望逐步改善，建议超配家居。

图 30: 10月家具社零总额同比降幅略收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

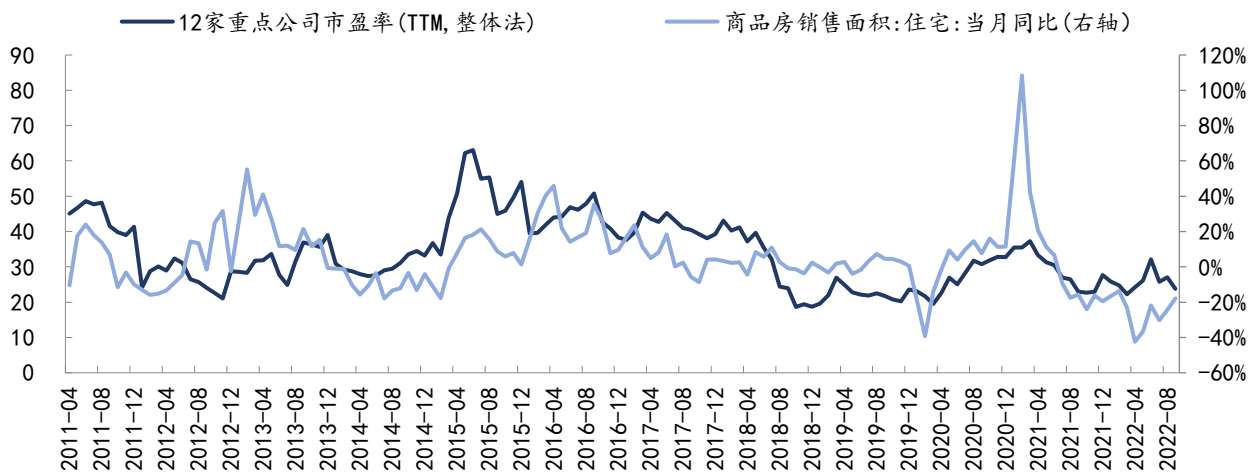
图 31: 10月建材家居卖场销售额降幅扩大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

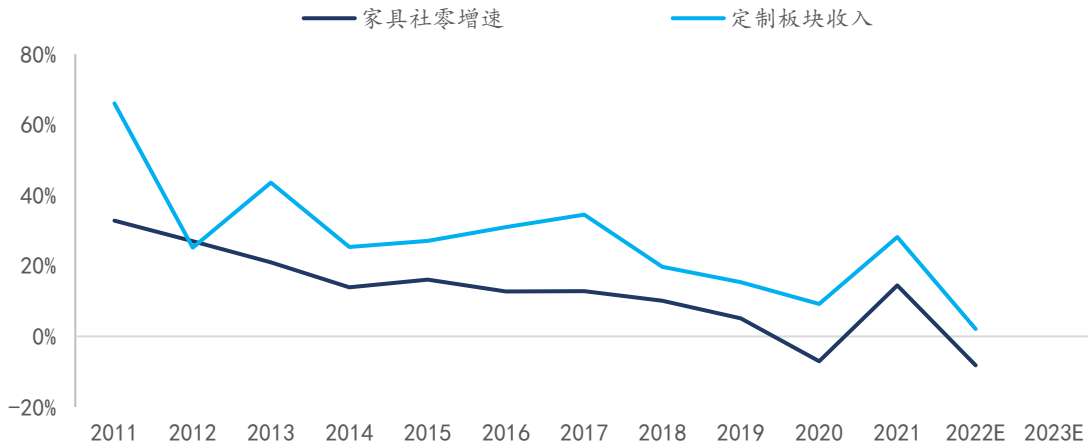
**23年地产竣工&销售预期改善，有望带动家居板块业绩&估值双升。**地产在经历22年深幅调整后近期迎来政策蜜月期，11月底第三支箭落地，证监会5大措施支持房企再融资，叠加前期对民营房企融资支持和银行授信政策、保交付等多项支持政策持续出台，进一步优化房企融资环境。我们认为，随着未来政策执行逐步落地，23年地产竣工&销售边际好转是大概率事件，地产销售改善将对家居板块估值形成一定支撑；同时，竣工回暖预期下 to B 业务占比高的家居企业有望率先受益、to C 企业需求也有望逐渐回补。

图 32: 家居板块估值与地产销售同步性较高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，从历史数据看，上市公司收入增速持续领先家具社零增速，近年超额增速基本稳定在10%-16%，行业龙头提份额趋势延续。同时，我们认为，家居板块整体利润率经历21-22年的持续承压后，随着原材料价格逐步回落、企业加强降本增效，预计2023年板块也有望逐步迎来盈利修复。

**图 33：上市公司收入增速持续领先社零增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2.2 造纸：成本拐点在即

造纸行业 2022 年供需格局大致均衡，2023 年有望迎来成本拐点。供给端 2022 年进口纸冲击减少、新产能投放有限，需求端内需低迷、海外需求带动纸种出口增加。展望 2023 年，随着海外纸浆产能投产，进口浆价有望回调，木浆系成品纸盈利水平有望修复。

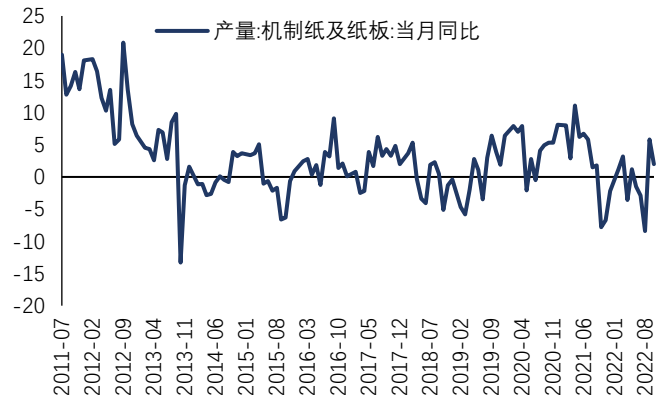
### 2.2.1 供给侧：实际落地新产能有限、进口减少

**2022 年行业新产能投放有限，白卡纸产量增加较多。**截止 2022 年 1-10 月，造纸行业整体固定资产投资累计同比增长 7.6%，考虑到新产能从固定资产投资到达产至少需要 1 年半左右时间，且近三年来疫情扰动明显，实际落地新产能有限。2022 年 10 月，当月机制纸及纸板产量同比增加 2%，增速环比 9 月下降 3.8pct，整体产量仍保持较低增长速度。主要纸种方面，2022 年前 10 月，双胶纸、铜版纸、白卡纸累计产量分别为 713 万吨、436 万吨、833.4 万吨，双胶纸、铜版纸、白卡纸累计产量同比分别-2.37%、-0.53%、+16.71%，文化纸种实际新增产能投放有限、白卡纸新增产量较多。

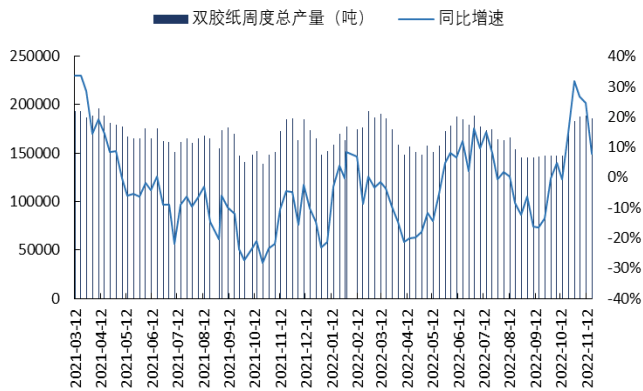
**2022 年进口纸冲击压力减少。**文化用纸方面，2022 年 1-9 月双胶纸累计进口量 297.79 千吨，同比减少 65.88%；包装纸方面，2022 年 1-9 月份箱板纸累计进口数量约 162.72 万吨，同比减少 3.35%，1-9 月瓦楞纸累计进口量 173.28 万吨，同比减少 20.06%。整体来看，国内市场需求整体平淡，主要纸种进口量下降，进口对国内成品纸价格影响弱化。

**图 34：造纸行业 1-10 月固定资产投资累计同增 7.6%**

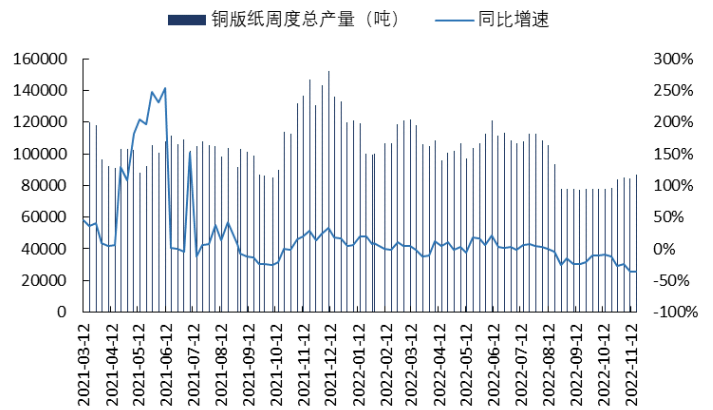

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 35：机制纸 10 月产量同比增加 2%**


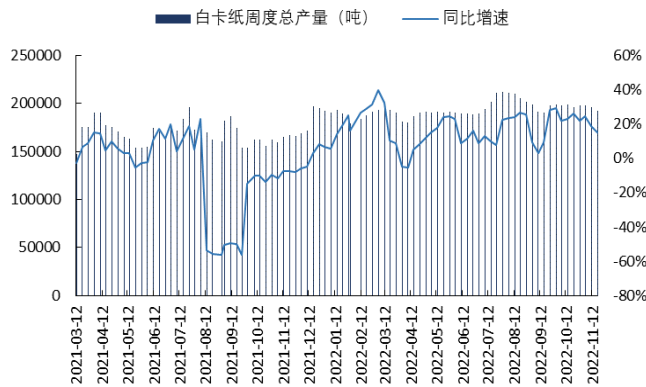
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 36: 双胶纸周度产量与同比增速**


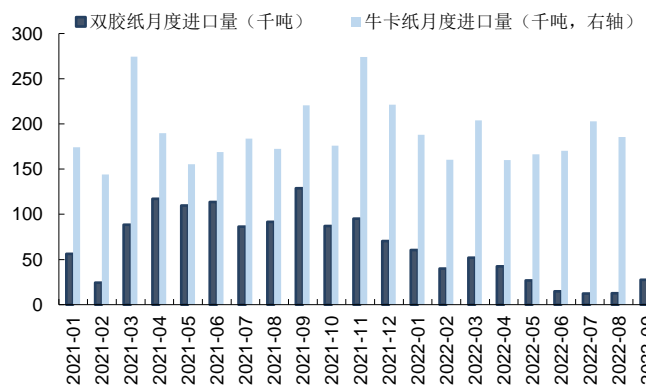
资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

**图 37: 铜版纸周度产量与同比增速**


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

**图 38: 白卡纸周度产量与同比增速**


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

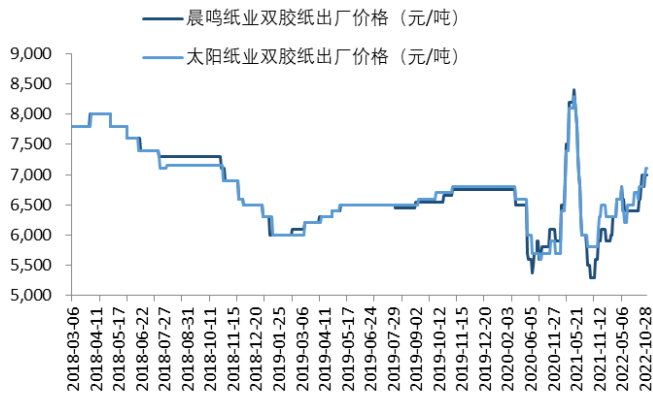
**图 39: 22 年进口双胶纸量明显减少**


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

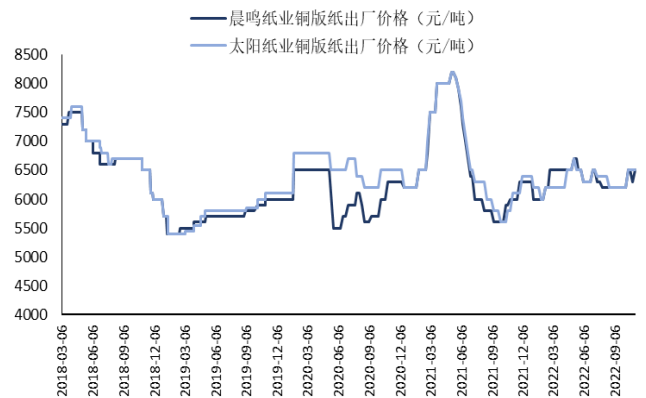
## 2.2.2 需求侧：国内需求尚待修复、出口增加

**木浆系：出口增加、小旺季需求回暖&木浆成本支撑，文化纸价格回升。**2022 年三季度，双胶纸、铜版纸价格分别较年初上涨 11.11%、4.84%，主要原因在于：1) 需求方面，随着 Q3 开学季到来以及二十大宣传册印刷需求增加，文化纸需求开始逐步好转，下游存在一定补库存需求。2) 成本方面，前三季度木浆价格、能源化工价格高位，由于海外浆厂停产检修导致的国内木浆价格持续高位，成本压力下为纸厂提价进一步提供支撑。

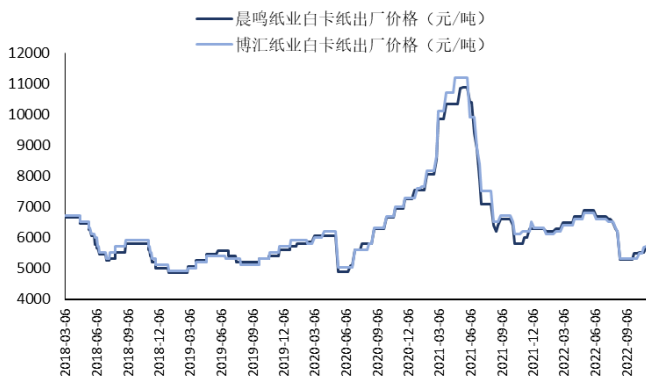
**2022 年海外需求带动木浆系纸种出口增加。**近期国外受疫情、原材料短缺、社会罢工事件导致产能受限等因素影响，海外白卡纸供应链紧张，导致订单回流国内，带动白卡纸出口需求明显提升。据百川盈孚数据显示，2022 年 1-9 月我国白卡纸出口量 204.93 万吨，同比增加 435.54%。9 月白卡纸出口数量约 17.22 万吨，同比增加 26.58%。

**图 40: 双胶纸价格三季度变化+11.11%**


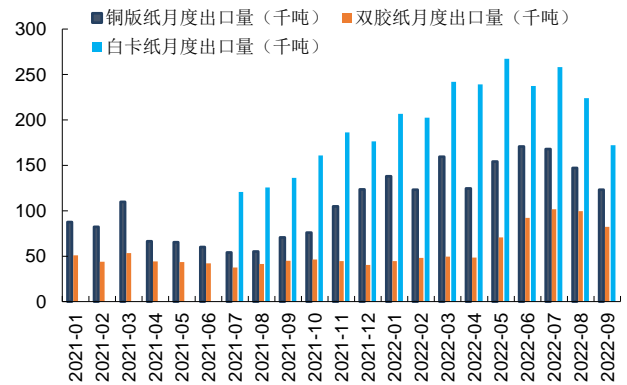
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

**图 41: 铜版纸价格三季度变化+4.84%**


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

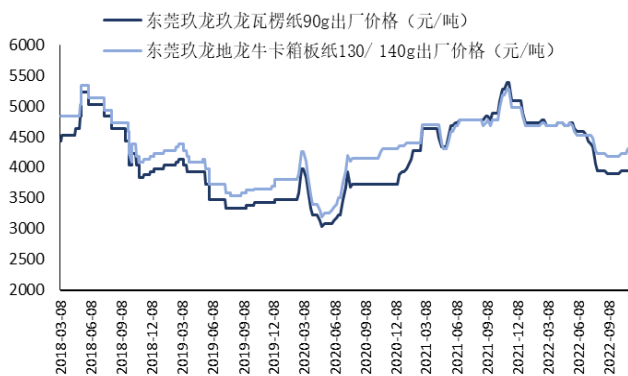
**图 42: 白卡纸价格三季度变化-9.67%**


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

**图 43: 22 年木浆系纸种出口明显增加**


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

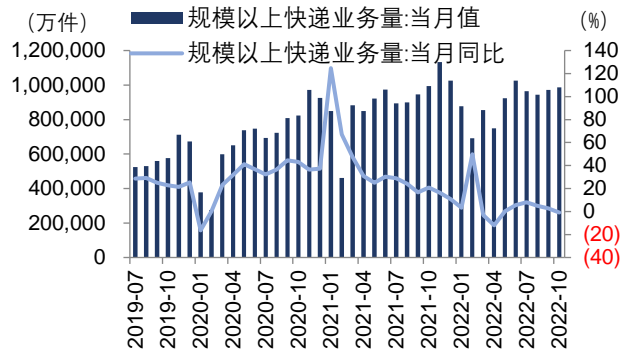
**废纸系: 需求偏弱, 包装纸价持续低位。** 包装纸方面, 22Q3 瓦楞纸、箱板纸价格下跌, 主要因需求端受宏观经济以及疫情影响较大国内需求仍然偏弱, 预计 23 年随着疫情后续逐步得到控制, 以及春节旺季来临, 包装纸价仍存在修复空间。

**图 44: 瓦楞纸、牛卡纸价格仍处低位**


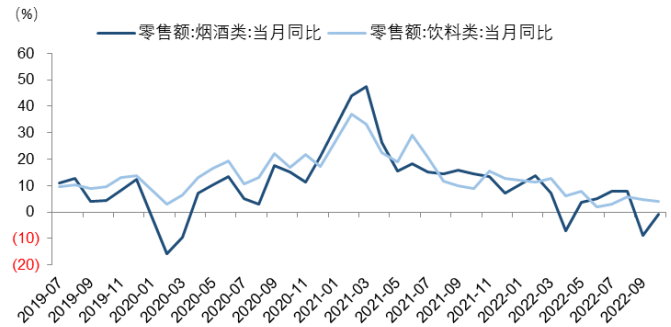
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

**图 45: 牛卡纸工厂库存有所降低**


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

**图 46: 10 月规模以上快递业务量同比-0.9%**


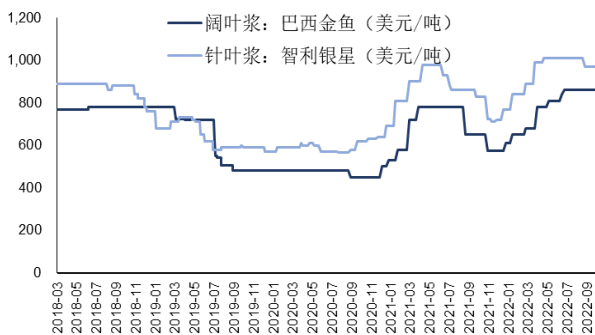
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 47: 限额以上烟酒、饮料类 10 月零售额分别同比-0.7%、+4.1%**


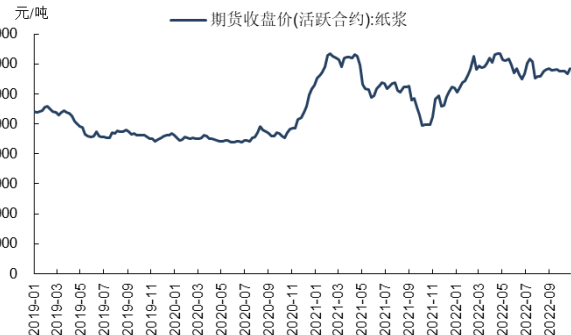
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 2.2.3 成本端：23 年浆价有望高位回落

木浆系纸种有望于 23 年迎来成本拐点。21Q4 以来，进口木浆现货价格呈现震荡上行态势，22 年浆价整体持续高位。Arauco156 万吨阔叶浆计划 12 月中投产，预计 2023 年产能逐步释放，且 UPM 在乌拉圭的 210 万吨阔叶浆产能预计 2023 年 Q1 试生产。我们认为，随着新增浆产能的逐步投放市场，2023 年国际纸浆市场供给紧张的局面将逐步缓解，木浆价格有望迎来下行拐点，带动木浆系成品纸的成本改善。

**图 48: 现货浆价保持高位**


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

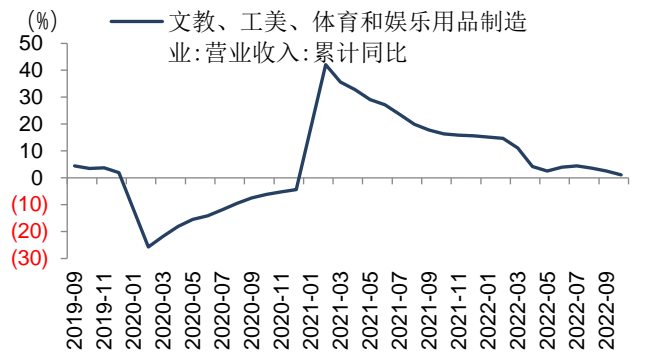
**图 49: 期货浆价高位松动**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

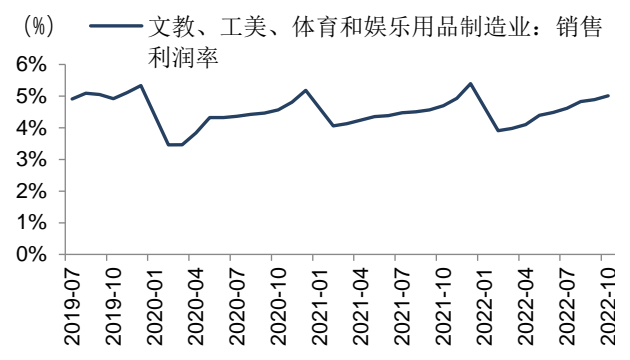
### 2.3 文娱用品：市场份额加速集中

2022 年受宏观经济以及全国疫情多发的影响，国内整体消费景气偏弱，轻工必选消费行业需求受到一定影响。我们认为随着后续国内疫情逐步得到控制，消费环境逐步复苏，轻工板块必选消费板块将景气回升；长周期看，行业空间依然广阔，量价齐驱逻辑不变，龙头仍有望凭借较强品牌力、产品力、渠道力率先迎来复苏。

据国家统计局数据，从工业企业规模以上制造业效益来看，文教、工美、体育和娱乐用品业 2022 年 10 月营业收入累计同比+1.1%，增速环比-1.4pct；1-10 月累计销售利润率 5.0%，同比变动+0.3pct。

**图 50: 文教体育娱乐用品业 1-10 月收入同比+1.1%**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 51: 文教体育娱乐用品业 1-10 月销售利润率同比+0.3pct**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

10 月限额以上体育娱乐用品类零售额同比+1.8%，增速环比 9 月-1.5pct；10 月文教体育娱乐用品制造业工业增加值同比-8%，增速环比-2.0pct。

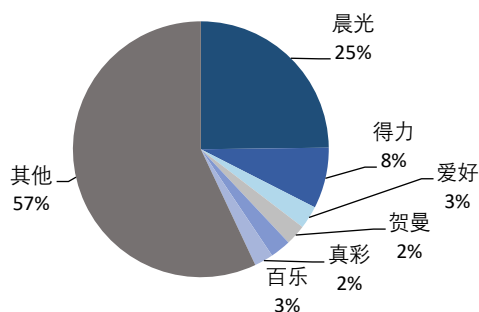
**图 52: 限额以上体育娱乐用品类 10 月零售额同比+1.8%**

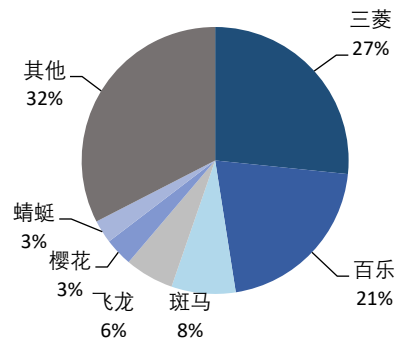

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 53: 10 月文教体育娱乐用品制造业工业增加值同比-8%**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对比日本市场格局我国行业集中度仍有提升空间，双减后加速出清行业有望进一步整合。以书写工具为例，根据 Euromonitor，2022 年 1-9 月我国书写工具品牌 CR5 约为 40.6%，其中晨光市占率达 24.8%，而同期日本 CR5 约为 66.5%，前三名分别为三菱（27.4%）、百乐（21.5%）、斑马（8.0%），对比看我国行业仍有一定的提升空间。22 年 1-9 月，晨光股份营业收入同比增长 12.94%，同期文教、工美、体育和娱乐用品行业 22 年 1-9 月累计收入同比增长 2.5%，龙头增速显著高于行业。同时，21 年双减政策全面落地后，预计 K12 阶段文教工具总需求量承压的大环境下，小品牌加速出清，行业集中度有望进一步提升。

**图 54: 2022 年 1-9 月中国书写工具品牌市占率**

 资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心  
 注: 采用零售额口径计算

**图 55: 2022 年 1-9 月日本书写工具品牌市占率**

 资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心  
 注: 采用零售额口径计算

## 2.4 新型烟草：内销行业增长中枢下移，海外关注 PMTA 进展

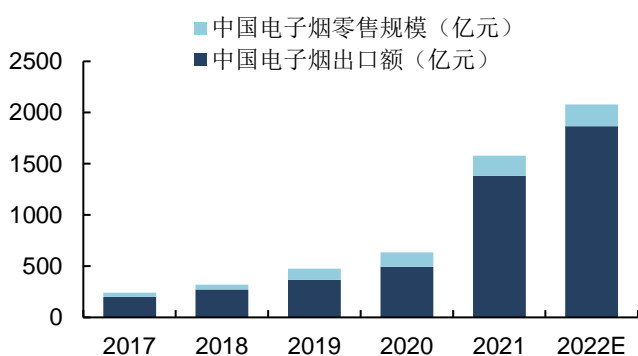
2022 年全球电子烟行业在政策监管、产品结构变化影响下持续波动。内销方面，我们预计在口味限制、消费税征收及 22 年前前三季度销售基数下，2023 年电子烟内销同比下滑。外销方面，产品结构向一次性电子烟变化，龙头积极布局、强者恒强。我们认为，对于电子烟制造企业，2023 年或为内销业务低点；外销业务受产品结构变化影响盈利有所下降，同时关注英美烟草 PMTA 审批情况带来的风险释放；长周期仍看好国内完整产业链优势下，技术与制造能力突出的龙头全球份额提升。

**国内：《管理办法》口味限制与消费税落地，国内电子烟监管风险释放。**2022 年 3 月 11 日，国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法》，明确 10 月 1 日后禁止销售除烟草口味外的调味电子烟和可自行添加雾化物的电子烟，行业内的生产、批发、零售商需取得烟草专卖牌照规范，并在电子烟交易平台统筹管理，电子烟视同卷烟管理。**2022 年 10 月 25 日**，财政部、海关总署、税务总局三部门联合发布关于对电子烟征收消费税的公告，规定电子烟实行从价定率的办法计算纳税，生产（进口）环节的税率为 36%，批发环节的税率为 11%；征税于 2022 年 11 月 1 日正式实施。

**多数品牌终端售价上涨、消费税向零售终端传导，我们预计国内电子烟行业增速中枢下移，中长期看好政策规范下龙头集中度提升与行业有序发展。**短期看，征税公告已于 2022 年 11 月 1 日生效，根据公告细则，电子烟品牌方如悦刻、柚子等将承担 36% 消费税，税基一般以品牌方出货价销售额计；根据蓝洞新消费，目前实际情况为各品牌电子烟零售价普遍涨价 30-50% 左右，消费税通过涨价向消费端传导。我们认为，短期内消费端涨价及口味限制对电子烟需求有一定压制，行业增速中枢下移。**中期看**，消费税征收将行业利润向税收转移，对本身规模效应较小的企业有较大冲击，有利于行业集中度的提升。**长期看**，传统烟草趋势放缓，电子烟作为传统卷烟的减害替代品，纳入我国监管后行业有序发展，产品仍有渗透率提升空间。

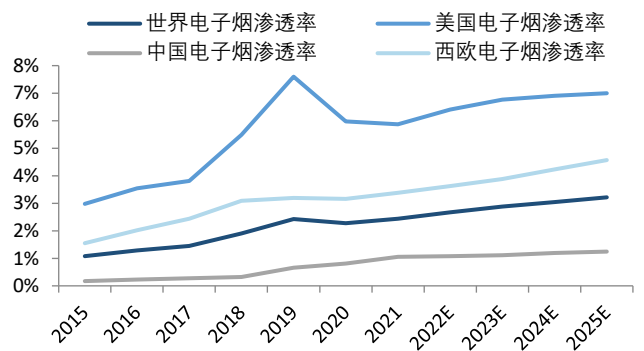
**政策对我国电子烟出口无负面影响。**目前我国电子烟行业以出口为主，根据《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，2021 年国内电子烟出口规模达到 1383 亿元，同比增长 180%，预计 2022 年全年出口额达 1876 亿元，同比增长 35%。根据 Euromonitor，2021 年内销零售规模为 196.4 亿元，同比增长 38.3%，预计 2022 年零售额为 210.7 亿元，同比增长 7.3%。根据电子烟征收消费税的公告，纳税人出口电子烟，适用出口退（免）税政策，国内电子烟监管落地预计对电子烟出口无负面影响。

图 56：中国电子烟行业以出口为主



资料来源：Euromonitor，《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，华经产业研究院，信达证券研发中心

图 57：中长期我国电子烟渗透率仍有较大提升空间



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

**海外：美国 PMTA 审核预计最晚于 2023 年 6 月 30 日完成所有产品审查，关注英美烟草 Vuse Alto 审批情况。**获批进度方面，FDA 要求所有电子烟产品需通过 PMTA（烟草制品预上市申请）方可上市，PMTA 申报过程繁琐、要求严格且申请费用高。目前美国 FDA 已给予英美烟草、日本烟草、NJOY 旗下电子烟产品 PMTA，包括首个获批的换弹式电子烟 NJOY Ace 和首个一次性电子烟 NJOY Daily；而 2022 年 6 月美国 FDA 正式驳回 Juul 电子烟烟草口味和薄荷醇口味的 PMTA 申请，要求 Juul 必须停止在美国销售和分销其产品，Juul 的上市被拒有

利于获批品牌市场份额提升。审核时间节点方面，根据 FDA 预计，到 2023 年 6 月 30 日全部产品将获得审评结果。

**表 3: 目前美国主要电子烟品牌 PMTA 进展**

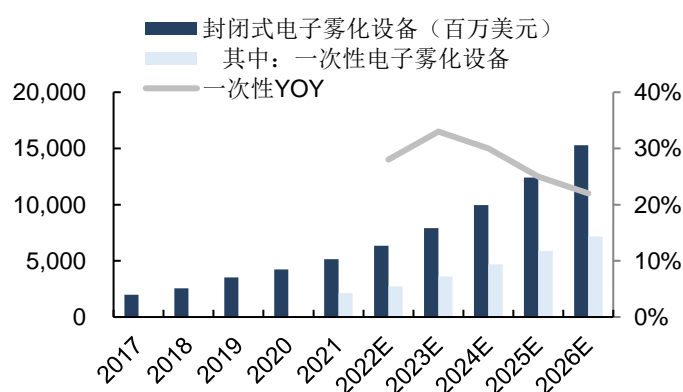
公司	产品名称	产品类型	提交 PMTA 日期	通过日期
英美烟草	Vuse Solo	封闭式电子烟-烟草口味	10/10/2019	10/12/2021
英美烟草	Vuse Alto	换弹式电子烟-烟草口味	9/4/2020	审批中
英美烟草	Vuse Giro	换弹式电子烟-烟草口味	4/1/2020	05/12/2022
英美烟草	Vuse Vibe	换弹式电子烟-烟草口味	4/1/2020	05/12/2022
日本烟草	Logic Pro、Logic Power	封闭式电子烟-烟草口味	8/19/2019	03/24/2022
日本烟草	Logic Vapeleaf	HNB	8/19/2019	03/24/2022
NJOY	NJOY Ace	换弹式电子烟-烟草口味	3/10/2020	04/26/2022
NJOY	NJOY DAILY	一次性电子烟-烟草口味	3/30/2020	06/10/2022
JUUL Lab	JUUL	换弹式电子烟-烟草口味	7/30/2020	06/23/2022 申请被拒

资料来源: FDA, 信达证券研发中心

**全球电子烟产品结构变化，一次性电子烟规模增长迅速。**根据弗若斯特沙利文，按出厂口径统计，2021 年全球一次性电子雾化设备的市场规模为 21.3 亿美元，占封闭式电子雾化设备规模的 41%，预计到 2026 年一次性电子雾化设备的规模将达 71 亿美元，预计占封闭式电子雾化设备规模的 47%。从增长速度看，2022-2026 年一次性电子烟将成为所有电子烟产品中增长最快的类别，弗若斯特沙利文预计未来 5 年的 CAGR 达 27.5%。英美烟草已于 22 年 5 月在英国首次推出一次性产品 Vuse Go，英国电子烟市场中一次性产品销售额占比约 60%，截止中报公司已在英国市场排名第三并快速接近第二名，下半年将在欧洲其他国家加速推广。

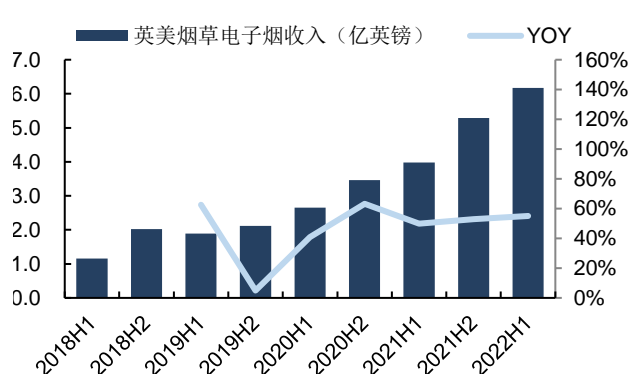
**当前美国换弹式电子烟市场份额向 Vuse 集中。**根据英美烟草 22 年中报，电子烟实现收入 6.17 亿英镑，同比增长 55.2%，固定汇率下同比增长 48.2%；电子烟销售量达 2.92 亿单位（10ml/单位），同比增长 18.6%；不含一次性产品，公司电子烟在全球前 5 大市场（美、英、法、德、加拿大）的销售额市占率比 FY21 提升 1.2pct 至 34.7%。如果主流产品 Vuse Alto 在 FDA 获批，英美烟草在美国市占率有望进一步提升。

**图 58: 预计一次性为增长最快的电子烟品类**



资料来源: 弗若斯特沙利文, 思摩尔国际公告, businesswire, 信达证券研发中心

**图 59: 英美烟草雾化收入持续高增**



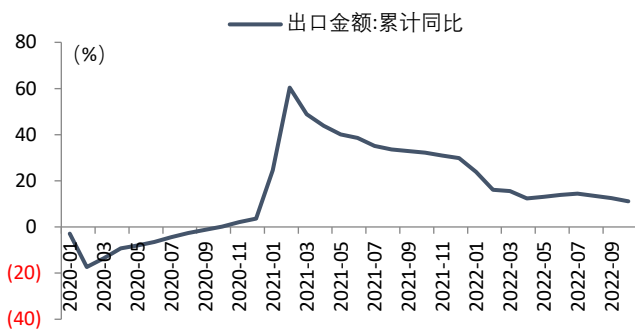
资料来源: 英美烟草公司公告, 信达证券研发中心

## 2.5 出口链: 关注库存去化&成本改善

2022 年我国出口行业在高基数下增速放缓，部分细分行业景气度高，需求仍保持较高增长，同时盈利端在人民币快速贬值下表现亮眼。我们认为，考虑到汇兑波动风险，2023 年建议关注收入端去库存进度较快、有客户/业务拓展的公司，盈利端毛利率仍有修复空间的细分行业。

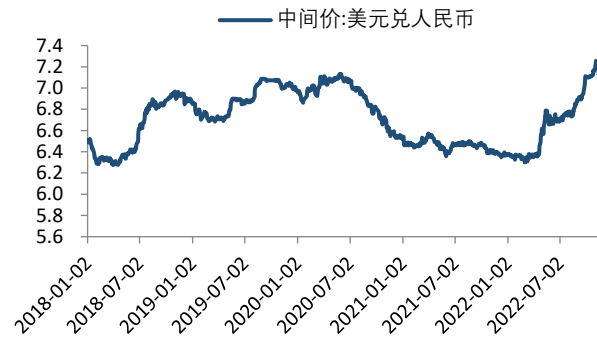
2022 年 1-10 月我国出口金额达累计同比增长 11.10%，在去年高基数下，截至目前我国出口大盘仍保持较强韧性。汇率方面，2022 年 Q2 起，人民币快速贬值，美元兑人民币中间价从 4 月的约 6.3 上升至 11 月 7.2 左右的高点，年内轻工行业出口企业受益汇兑波动，盈利表现亮眼。

图 60: 出口大盘增长保持韧性



资料来源: wind, 信达证券研发中心

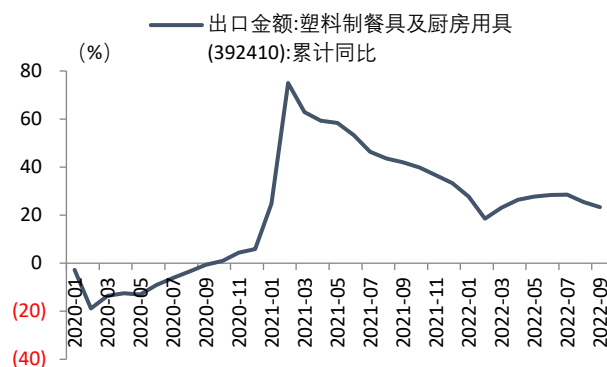
图 61: 2022 年 Q2 美元快速升值



资料来源: wind, 信达证券研发中心

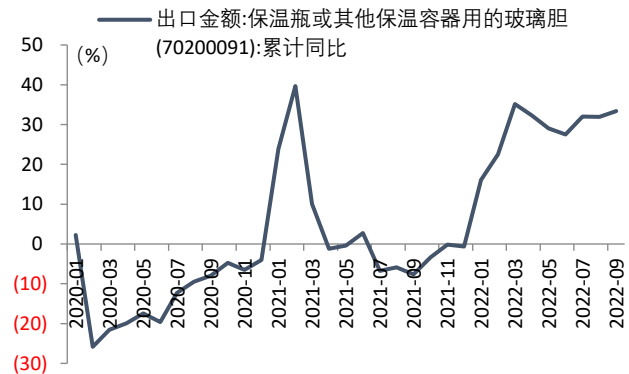
在去年高基数下，2022 年轻工出口企业需求分化，部分高景气细分行业收入、盈利端均实现高增。细分行业出口金额同比增长方面，22 年 1-9 月塑料餐饮具及厨房用具出口金额累计同比增长 23.33%，保温瓶出口金额累计同比增长 33.41%，纸浆、纸等制的其他家庭、卫生或医院用品（宠物垫等）出口金额累计同比增长 15.07%，人造草出口金额累计同比增长 53.79%。

图 62: 塑料餐饮具 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 23.33%

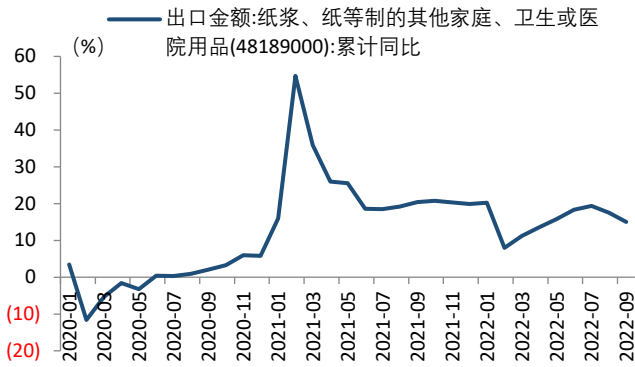


资料来源: wind, 信达证券研发中心

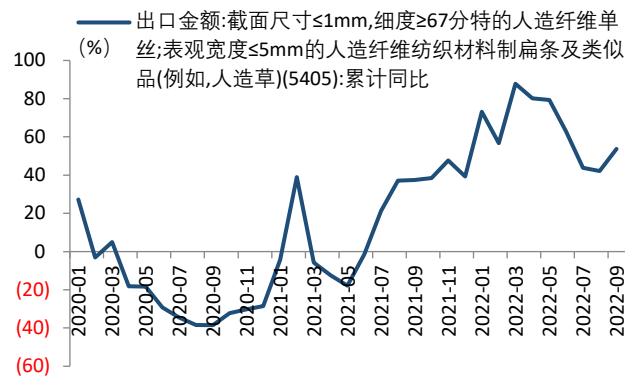
图 63: 保温瓶 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 33.41%



资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 64: 纸制品类 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 15.07%**


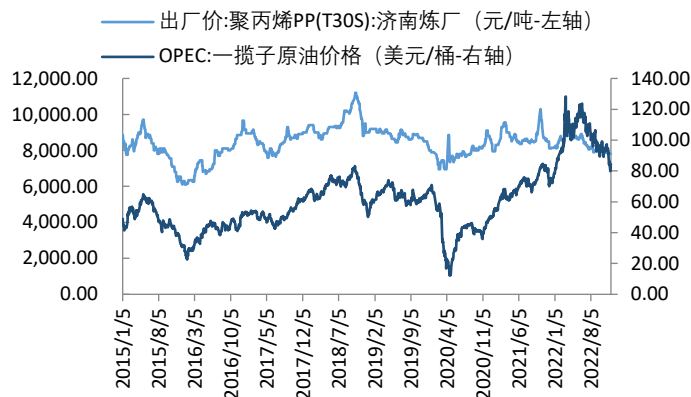
资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 65: 人造草 22 年 1-9 月出口金额累计同比增长 53.79%**


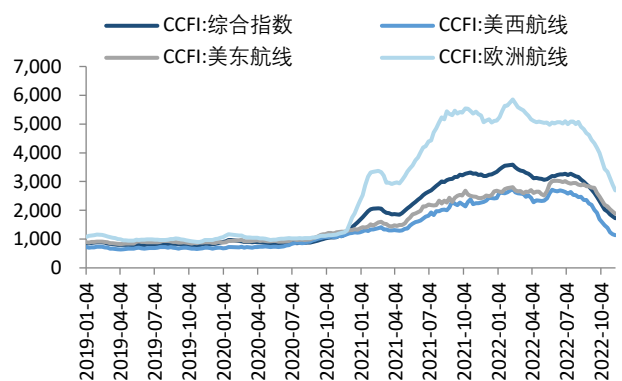
资料来源: wind, 信达证券研发中心

**原材料方面**, 出口链需求表现景气细分行业的公司主要原材料为塑料、高分子等石油化工产业链成品, 其原材料价格波动与原油价格波动趋势相似, 2022 年截止目前原油价格维持高位, 对行业内公司毛利率具有一定压制, 后续如果原材料价格下降, 对相关公司营业成本缓解具有积极作用。

**海运方面**, 尽管大部分公司的客户采用 FOB 结算方式, 但由于 2Q22 后海运费大幅回落, 一方面客户成本的缓解有助于稳定需求, 另一方面 2021 年航运拥堵、货柜短缺的情况有较大缓解, 出口公司在订单出货、销售回款等环节效率提升, 海运摩擦对经营的影响显著缓解。

**图 66: 原油价格年内高位波动**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 67: 海运费 2Q22 后大幅回落**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 三、投资建议：价值回归，布局龙头

轻工板块经历了 2022 年的整体业绩和估值下行，多数企业估值安全边际显现。展望 2023 年，我们认为随着未来国内经济环境转暖，轻工板块市场风格有望逐步向中大市值公司切换，建议投资者布局需求改善&盈利修复两大投资主线：1) 需求改善预期下优选疫情对业务拓展影响较大的文具龙头、以及可选消费家居，公司推荐晨光股份、欧派家居、志邦家居、敏华控股，建议关注低估值标的索菲亚、金牌厨柜、顾家家居，以及 to B 弹性标的皮阿诺、江山欧派、王力安防。2) 盈利修复主线建议布局特种纸、生活用纸、包装龙头，公司推荐裕同科技、豪悦护理、仙鹤股份、华旺科技，建议关注太阳纸业、中顺洁柔、奥瑞金。

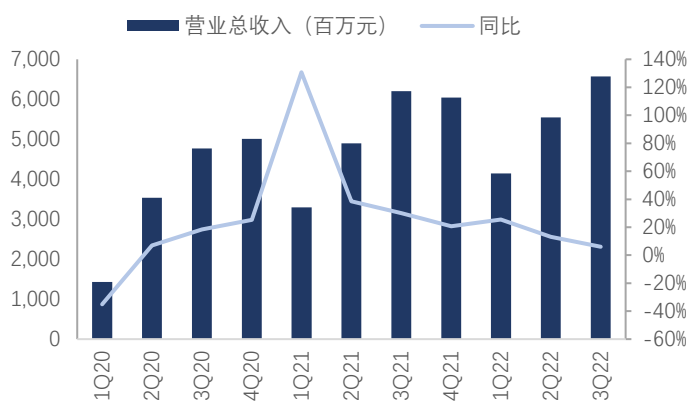
#### 3.1 需求改善：消费白马有望迎来戴维斯双击

##### 3.1.1 欧派家居：大家居龙头厚积待薄发

**Q3 收入增长保持韧性，品类扩张、零售渠道持续增长。**公司 3Q22 实现营业收入 65.75 亿元，同比增长 6.02%，22 年 1-9 月实现营业收入 162.69 亿元，同比增长 12.96%。1) 分产品看，22 年 1-9 月，公司厨柜、衣柜及配套家具产品、卫浴、木门、其他分别同比变化+1.01%、+20.91%、+4.30%、+11.81%、+39.15%、+12.21%。2) 分渠道看，22 年 1-9 月，公司直营店、经销店、大宗业务、其他分别同比变化+25.90%、+16.64%、-7.68%、+1.30%；单 Q3 看，上述渠道分别实现收入同比变化+13.90%、+5.45%、+1.56%、+30.86%。

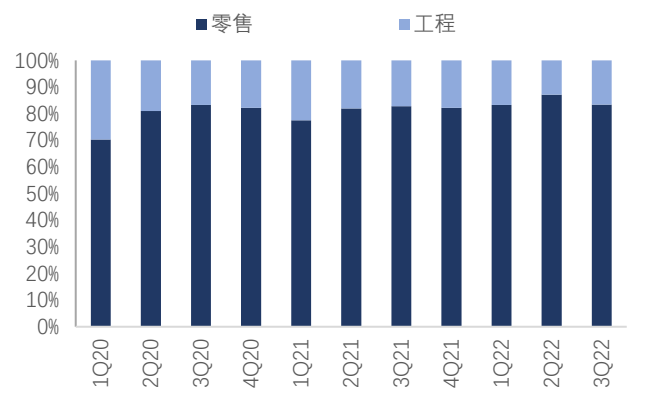
**整装渠道加快布局，加速构建商业模式护城河。**我们看到，过往几年每一轮行业景气调整，都是龙头加速长期业务布局的发展良机。今年以来，公司对铂尼思整装全面升级，一体化支持装企快速完善自身盈利能力，强化对渠道合作伙伴的业务赋能。截至 2022 年 10 月 10 日，欧派整装大家居接单业绩已突破 24 亿。同时，欧派橱柜已推动零售商合作装企超 4000 家，欧派衣柜今年也宣布目标通过三年时间实现 3000 家装企合作，整装业绩突破 50 亿。我们认为，逆势加快渠道布局体现了管理层对于行业长期发展方向的战略眼光，看好公司整装业务正在快速打造的商业模式护城河。长期来看，我们期待欧派通过整装和大家居布局，为中国消费者构建起省心省力的一站式家居家装服务平台，打造中国家居行业消费者品牌。

图 68：欧派家居营业收入及增速

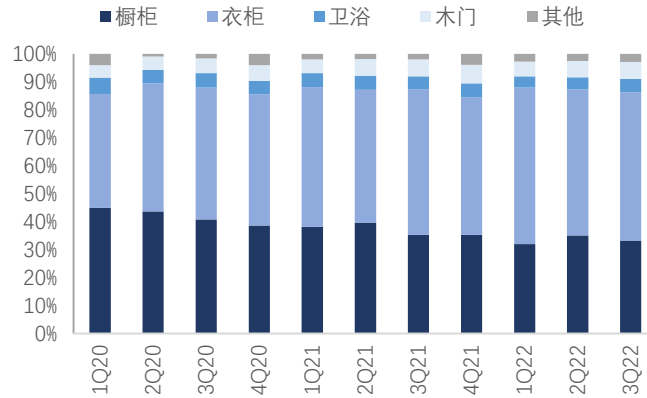


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 69：欧派分渠道收入构成



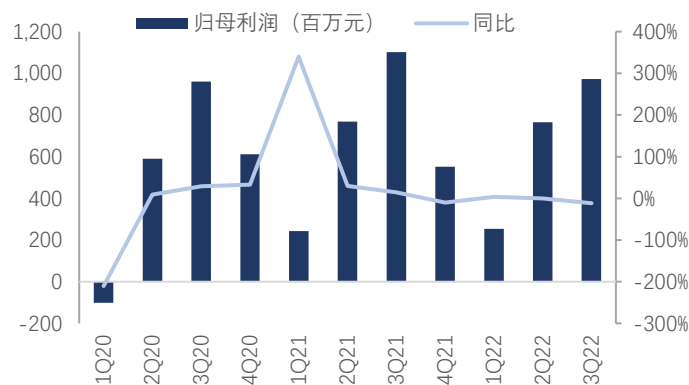
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 70：欧派家居多品类营业构成**


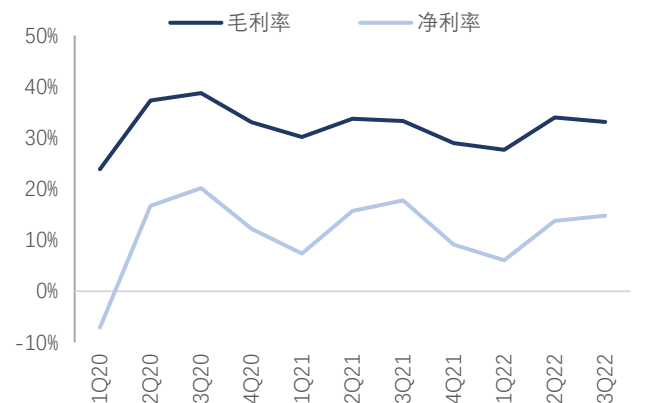
资料来源：欧派家居公司公告，信达证券研发中心

**22 年前三季度毛利率企稳、费用率增加。** 1) 毛利率方面，公司 3Q22 实现毛利率 33.13%，同比-0.1pct，环比-0.15pct，22 年 1-9 月毛利率 32.04%，同比-0.7pct。2) 期间费用方面，公司 3Q22 销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.6%、5.5%、4.1%、-1.4%，同比变化+1.1pct、+0.8pct、+1.6pct、-0.7pct。3) 净利润方面，公司 3Q22 实现归母净利润 9.72 亿元，同比下降 11.71%，净利率为 14.79%，同比-2.97pct；22 年 1-9 月实现归母净利润 19.90 亿元，同比下降 5.82%，净利率 12.23%，同比-2.44pct。

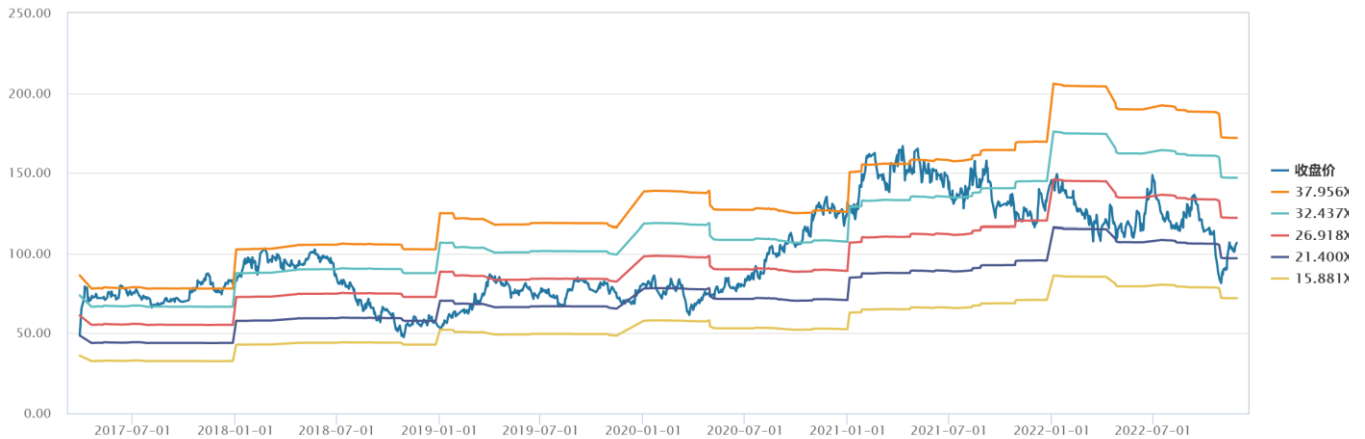
**近期组织结构及人事调整，推进品类融合、运营效率提升。** 上半年以来，公司已逐步将卫浴整合进欧派橱柜，将软装、木门等整家系列品类整合进欧派衣柜，形成以欧派厨卫和欧派衣柜两大事业部统筹运营的架构。近期人事调整，刘顺平任整家营销事业部总经理，将欧派家居集团原集成家居营销事业部，改为欧派家居集团整家营销事业部；厨卫合一，张秀珠任厨卫营销事业部总经理。我们认为，本次事业部合并体现了公司对于深化整家战略的决心，随着销售模式由单品销售向空间化、套系化销售转变，品类融合有望持续做大客单值、提升转化率；同时，随着各事业部间“赛马”机制逐步向“整合”过渡，预计未来公司整体运营效率也将进一步提升。

**图 71：欧派家居净利润及增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 72：欧派家居毛利率及净利率**


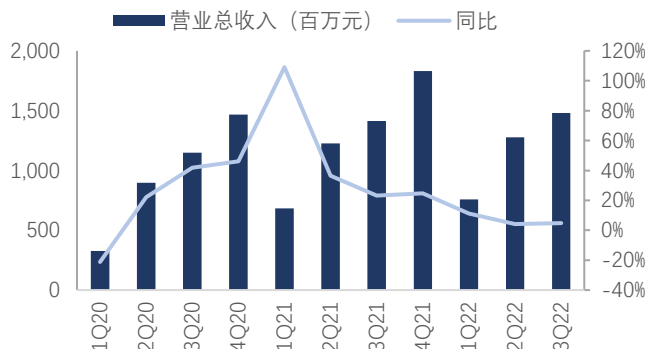
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 73: 欧派家居 PE-BAND**


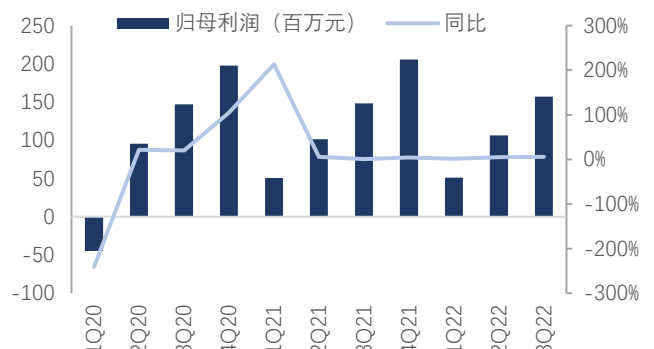
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3.1.2 志邦家居：零售大宗双驱动逻辑有望再现

衣柜&直营快速发展，利润率稳步回升。2022 年前三季度实现营收 35.17 亿元，同比+5.86%；归母净利润 3.15 亿元，同比+4.95%；扣非后归母净利润 2.97 亿元，同比+2.44%。Q3 单季度实现营收 14.82 亿元，同比+4.79%；归母净利润 1.57 亿元，同比+5.96%；扣非归母净利润 1.56 亿元，同比+8.40%。

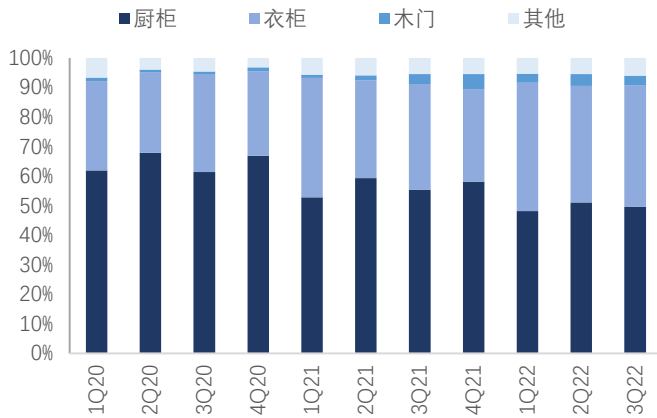
**图 74: 志邦家居营业收入及增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

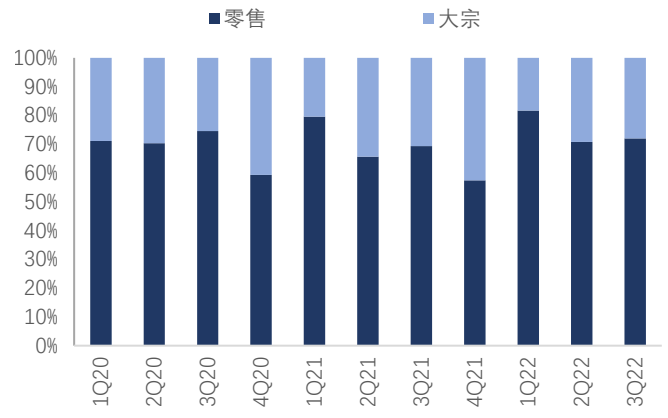
**图 75: 志邦家居利润及增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**零售业务增长稳定，衣柜持续快速增长。**1) 分品类来看，2022Q1-Q3 公司整体橱柜/定制衣柜/木门/其他业务收入分别为 17.51 亿元/14.42 亿元/1.24 亿元/2 亿元，同比分别变动-6.36%/+21.48%/+61.09%/+6.30%，公司持续推动多品类协同发展，厨柜、衣柜、木门墙板协同效应逐步显现，Q1-Q3 衣柜延续高增长，木门业务不断放量。2) 分渠道来看，直营店/经销店/大宗业务/其他渠道收入分别为 2.92 亿元/21 亿元/8.56 亿元/2.7 亿元，同比分别变动+31.15%/+7.57%/-7.75%/+22.55%，公司继续深耕零售业务，加快下沉市场拓展和空白区域的布局，橱柜、衣柜、木墙、成品融合店数量增加，不断招募优质经销商，推进门店改造升级。3) 门店方面，2022Q1-Q3 公司橱柜门店 1713 家，较年初净增加 22 家，衣柜门店 1708 家，较年初净增加 89 家，木门门店 713 家，净增加 314 家，直营门店 33 家，较年初持平。

**图 76: 志邦家居分品类收入构成**


资料来源: 志邦家居公司公告, 信达证券研发中心

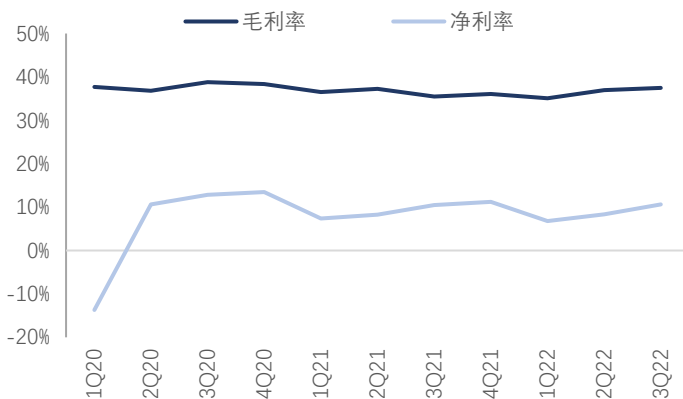
**图 77: 志邦家居分渠道收入构成**


资料来源: 志邦家居公司公告, 信达证券研发中心

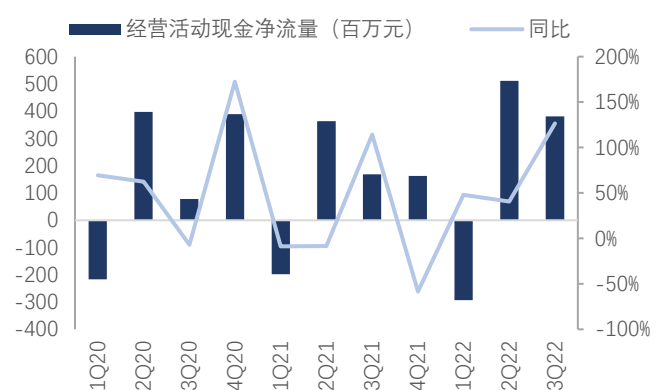
**毛利率同比提升, 净利率水平稳定。**1) 毛利率方面, Q1-Q3 综合毛利率为 36.77%, 同比+0.42pct。单 Q3 来看, 综合毛利率为 37.46%, 同比+1.98pct; 分产品来看, 整体橱柜/定制衣柜/木门/其他业务毛利率分别为 40.76%/37.02%/13.29%/14.48%, 同比分别变动-0.95pct/+1.73pct/+1.89pct/-4.33pct; 分渠道来看, 直营店/经销店/大宗业务/其他渠道毛利率分别为 66.31%/35.41%/37.72%/13.89%, 同比分别变动+1.81pct/+1.21pct/-2.11pct/-0.44pct, 随着整家套餐推进客单值增加, 衣柜毛利率提升, 木门业务随着收入放量规模效应增强推动毛利率快速提升。

2) 费用率方面, 单 Q3 期间费用率为 23.26%, 同比+0.39pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.30%/4.85%/4.75%/-0.64%, 同比变动+1.01pct/+0.37pct/-0.66pct/-0.32pct, 期间费用率稳定体现公司控费能力良好。3) 净利率方面, Q1-Q3 公司归母净利率为 8.95%, 同比-0.08pct, Q3 单季度归母净利率为 10.61%, 同比+0.12pct。

公司重研发重分享, 自 2012 年开始对中层骨干、高级管理人员以及核心技术人员实施了多次股权激励, 2019 年末 2020 年初上市后的两期股权激励也相继成功实施, 绑定核心团队利益激发内部活力。2021 年研发费用率 5.88%, 研发人员占总人数比例 17.7%, 大量研发投入提升综合竞争力。基于公司目前品类、渠道以及产能布局日趋完善, 多点发力仍有空间, 持续看好未来增长路径。

**图 78: 志邦家居毛利率及净利率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 79: 志邦家居现金流同比改善**


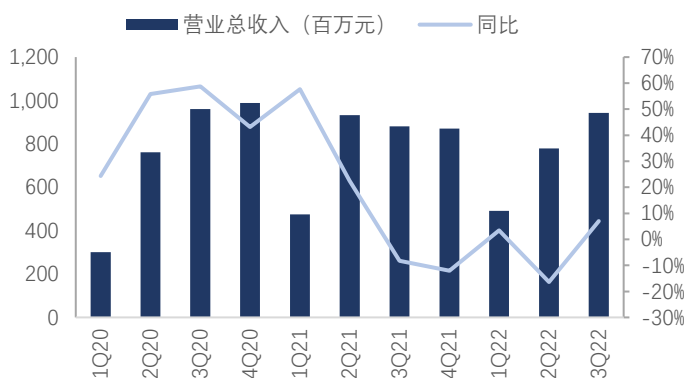
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 80: 志邦家居 PE-BAND**

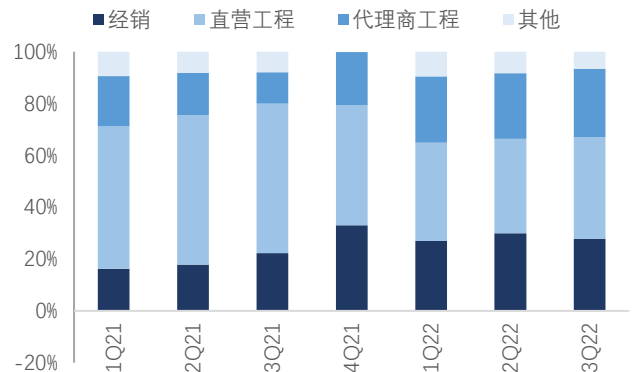

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3.1.3 江山欧派: 大 B 小 B 双轮驱动, 强化 23 年业绩弹性

**Q3 收入逆势增长, 经销商持续快速拓展。**公司 3Q22 实现营业收入 9.43 亿元, 同比增长 7.05%, 22 年 1-9 月实现营业收入 22.13 亿元, 同比下降 3.26%, 市场需求放缓叠加疫情影响, 导致收入同比下降。1) 分产品看, 22 年 1-9 月, 公司压板模压门、实木复合门、柜类产品、其他产品分别实现收入 13.44 亿元、4.42 亿元、1.26 亿元、1.32 亿元, 分别同比变化-1.65%、-10.77%、-15.26%、+40.43%。2) 分渠道看, 22 年 1-9 月, 公司经销商、大宗渠道分别实现收入 6.10 亿元、14.34 亿元, 分别同比变化+45.46%、-14.91%, 其中大宗渠道中, 工程渠道、代理商渠道收入分别为 8.15 亿元、5.55 亿元, 分别同比-34.61%、+66.01%。3) 经销商数量方面, 截止 2022 年 9 月 30 日, 公司加盟经销商数量为 22409 家, 22 年 1-9 月新拓展 8940 家。

**图 81: 江山欧派营业收入及增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 82: 江山欧派分渠道收入构成**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**原材料成本上涨、应收账款周期延长、计提资产减值等因素拖累盈利。**1) 毛利率方面, 公司 3Q22 实现毛利率 23.39%, 同比-9.8pct, 环比-7.66pct, 22 年 1-9 月毛利率 26.42%, 同比-5.0pct。分产品看, 22 年 1-9 月, 公司压板模压门、实木复合门、柜类产品、其他产品分别实现毛利率 29.40%、23.31%、23.00%、11.74%, 分别同比-3.55pct、-5.68pct、-5.89pct、-11.05pct; 分渠道看, 22 年 1-9 月, 公司经销商、大宗渠道分别实现毛利率 20.66%、29.05%, 分别同比+1.86pct、-5.33pct; 公司毛利率同比、环比下降主要为原材料成本压力及渠道结构变化所致。

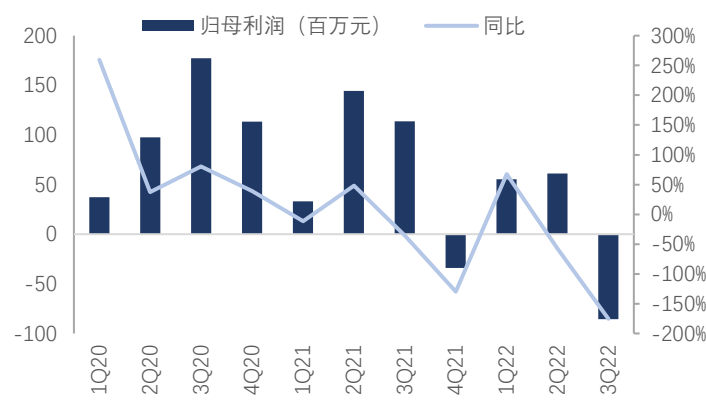
2) 期间费用方面, 公司 3Q22 销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.1%、2.6%、3.7%、0.5%, 同比变化-2.1pct、-0.3pct、-0.2pct、+0.4pct; 22 年 1-9 月销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.3%、3.2%、3.7%、0.3%, 同比变化+1.6pct、+0.1pct、+0.2pct、+0.1pct。

3) 净利润方面, 公司 3Q22 实现归母净利润-0.86 亿元, 同比下降 175.41%, 扣非归母净利润-0.95 亿元, 同比下降 186.90%; 22 年 1-9 月实现归母净利润 0.31 亿元, 同比下降 89.37%, 扣非归母净利润-0.39 亿元, 同比下降 115.03%。公司对 22 年 1-9 月合并报表对应收账款、应收票据、其他应收款、应收款项融资、存货、合同资产等计提资产减值准备, 各项资产减值准备共计 2.46 亿元。

4) 现金流方面, 公司 22 年 1-9 月实现经营活动现金流为 2.71 亿元, 去年同期为-2.82 亿元, 主要为公司销售结构优化、款清业务占比上升所致; 投资活动现金流-1.98 亿元, 同比+61%, 主要为公司理财到期赎回增加; 筹资活动现金流-1.53 亿元, 去年同期为 7.54 亿元, 主要为上期收到可转债募集资金及商业承兑汇票贴现款增加所致。

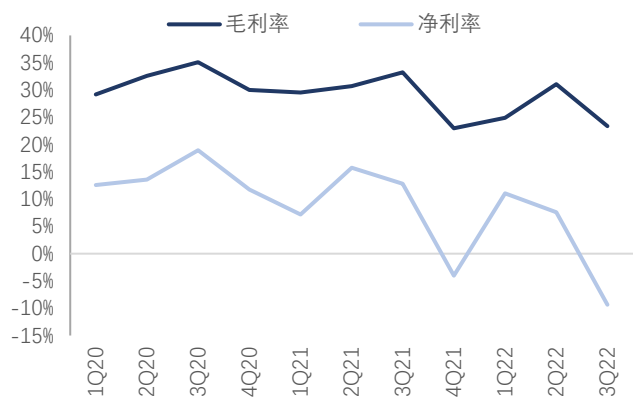
**大 B、小 B 双轮驱动, 23 年有望重拾强劲发展动力。**公司作为木门行业龙头, 凭借优秀的产品品质、成本优势以及工程配套服务能力, 上市以来大宗业务规模快速放量。22 年公司大宗业务伴随房地产企业的深幅调整, 23 年随着保交付的推进以及竣工预期回升, 我们预计公司工程渠道有望重拾发展动力。同时, 近年公司积极进行渠道变革, 推动业务结构优化, 开拓家装市场, 经销渠道的增长驱动强化。

图 83: 江山欧派净利润及增速



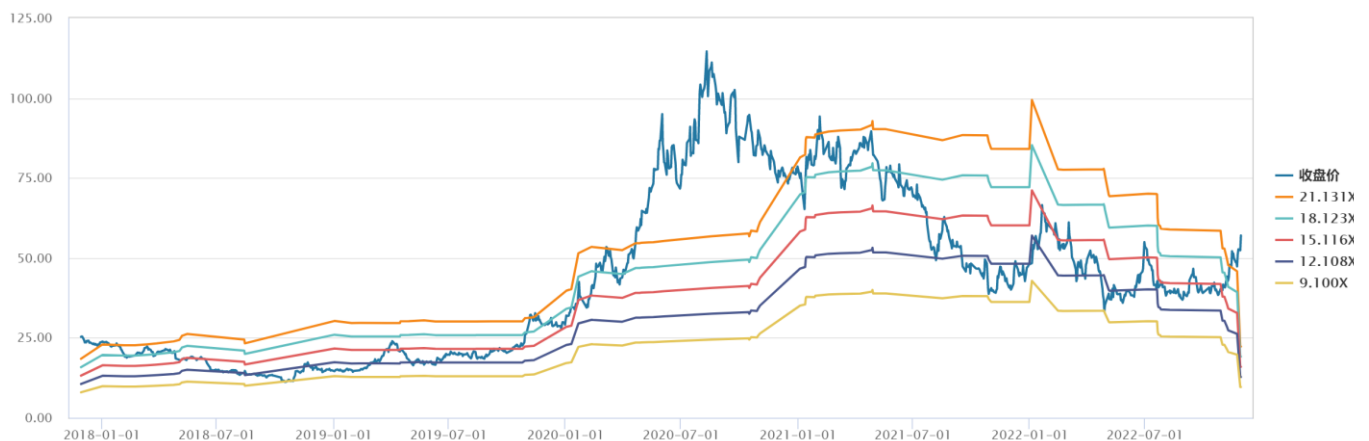
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 84: 江山欧派毛利率及净利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 85: 江山欧派 PE-BAND

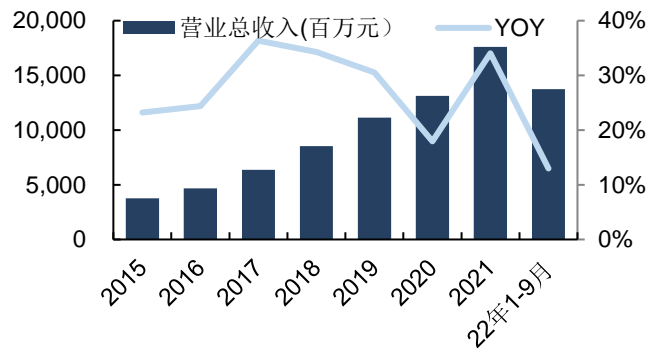


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3.1.4 晨光股份：文创龙头经营韧性，关注线下业务复苏弹性

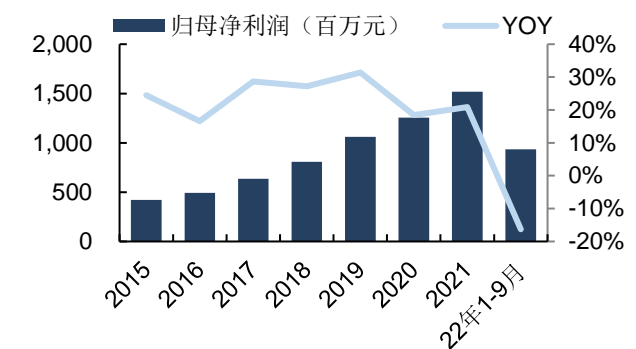
公司 22 年 1-9 月实现营业收入 137.30 亿元, 同比增长 12.99%; 实现归母净利润 9.35 亿元, 同比下降 16.28%, 增长驱动主要为传统核心业务 Q3 恢复正向增长以及科力普持续高增。22 年上半年主要受疫情扰动公司生产经营活动, 单季利润增速放缓, 随着 Q3 相关不利因素边际改善恢复较快增长, 公司 Q1/Q2/Q3 收入分别增长 10.9%/8.5%/18.6%, 归母净利分别同比-16.0%/25.1%/-9.8%。回顾过去六年业绩表现, 2015-2021 年公司整体实现稳健高速增长, 营业收入、归母净利 CAGR 分别为 29.4%、23.8%。

图 86: 2015-2021 年公司收入 CAGR 为 29.4%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 87: 2015-2021 年公司净利 CAGR 为 23.8%

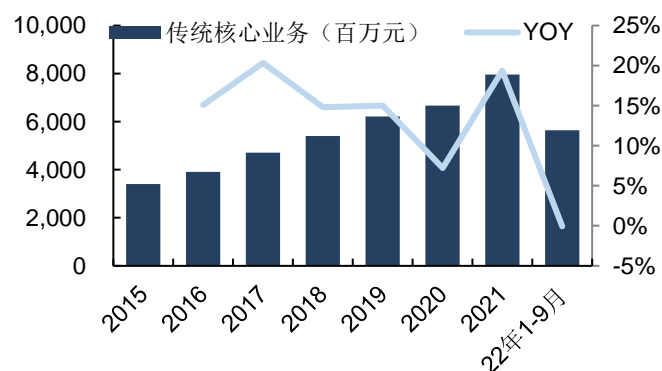


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**传统核心业务暂时承压, 关注线下业务复苏弹性。**传统核心业务主要是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、制造和销售以及互联网和电子商务平台业务。传统核心业务(不含晨光科技、含贝克莱曼和安硕)22 年 1-9 月实现收入约 56.5 亿元, 同比下降 6.62%, 单 Q3 收入约 22.9 亿元, 同比增长约 3.7%。

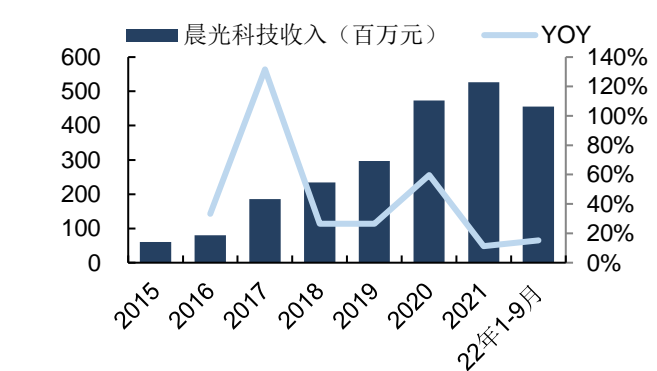
**晨光科技发力线上, 高度协同打造全渠道格局。**公司线上业务运营主体为晨光科技, 主要分为天猫和京东两大业务板块, 同时负责线上全平台营销和授权店铺管理, 在淘系、京东、拼多多等电商渠道拥有上千家授权店铺。近年来, 公司顺应渠道多元化趋势, 积极推进全渠道策略, 实现公司线上业务快速拓展, 与赛道协同构建线上专供产品开发的节奏和标准; 持续优化直营业务结构, 探索优化爆品打造方法。22 年 1-9 月实现收入 4.6 亿元, 同比增长 15.18%, 单 Q3 实现收入约 2.3 亿元, 同比增长约 36.3%。

图 88: 22 年 1-9 月传统核心业务收入同比-6.6%



资料来源: 晨光股份公司公告, 信达证券研发中心

图 89: 22 年 1-9 月晨光科技收入同比+15.2%



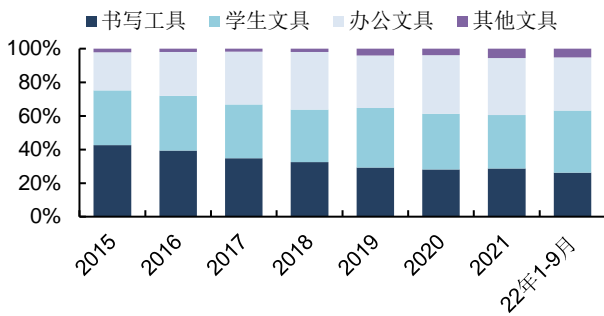
资料来源: 晨光股份公司公告, 信达证券研发中心

**产品升级、品类扩张确立中长期盈利提升趋势。**随着消费者个性化需求变化的推动, 文具行业更多的增长来源于消费升级和产品升级, 公司顺应消费升级趋势, 通过差异化、创意化、IP 化减量增质, 产品结构持续优化, 不断

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 32

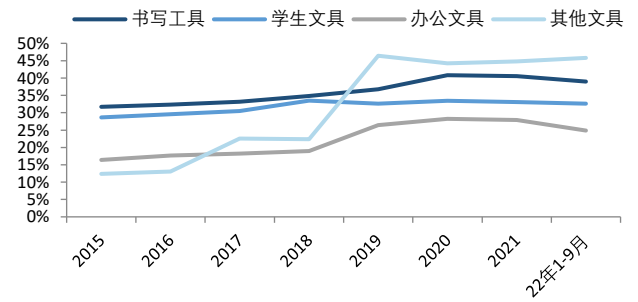
提升单款贡献，公司四大品类过去6年毛利率呈持续稳步提升趋势。

图 90：晨光股份书写工具外其他品类增长显著



资料来源：晨光股份公司公告，信达证券研发中心

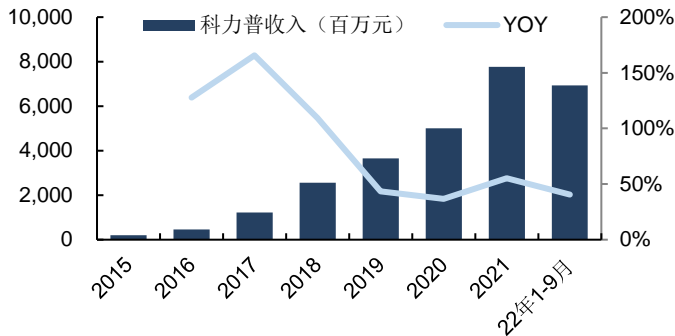
图 91：晨光股份四大品类销量增长趋势



资料来源：晨光股份公司公告，信达证券研发中心

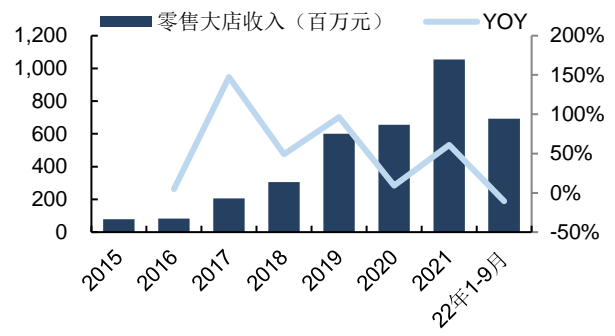
**新业务办公直销增长亮眼，零售大店暂时承压。**办公直销科力普增速亮眼，经 10 余年发展已成为 B2B 办公物资龙头，数字化应用领跑行业，深度服务各大政企，22 年 1-9 月科力普实现收入 69.3 亿元，同比增长 40.57%，单 Q3 收入约 25.3 亿元，同比增长 40.3%。零售大店以线下商场门店为主，受疫情扰动线下业态普遍经营承压，22 年 1-9 月全年实现收入 6.9 亿元，同比下降 10.62%，单 Q3 实现收入 2.5 亿元，同比下降约 11.7%；截止 22 年 9 月 30 日，公司在全国拥有 537 家零售大店，环比 21 年底增长 14 家，其中九木杂物社 484 家（直营 328 家，加盟 156 家），晨光生活馆 53 家。

图 92：近年晨光股份科力普收入增长迅速



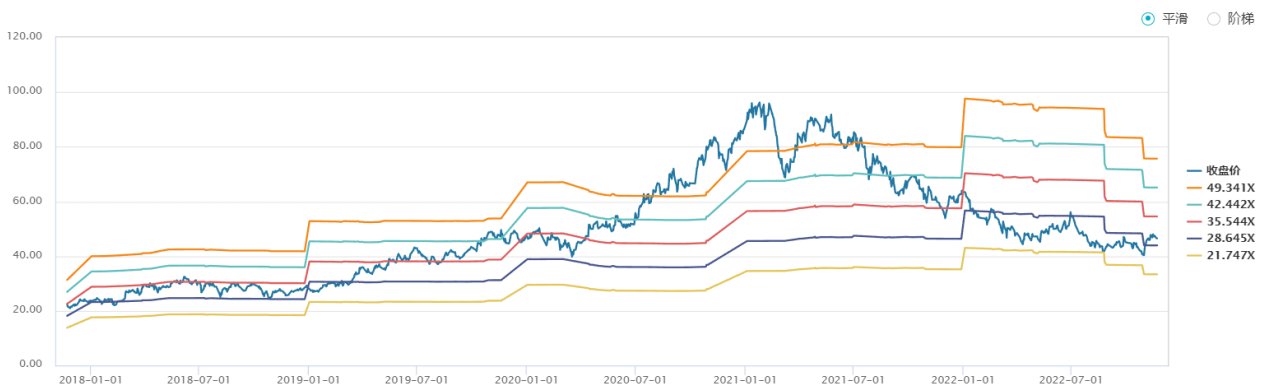
资料来源：晨光股份公司公告，信达证券研发中心

图 93：近年晨光股份零售大店收入增长迅速



资料来源：晨光股份公司公告，信达证券研发中心

图 94：晨光股份 PE-BAND



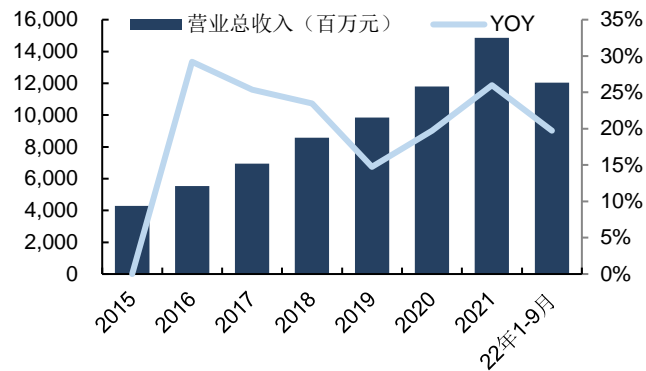
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 3.2 盈利修复：拐点在即，龙头企业阿尔法优势扩大

### 3.2.1 裕同科技：大包装龙头渐入佳境，利润率有望步入回升通道

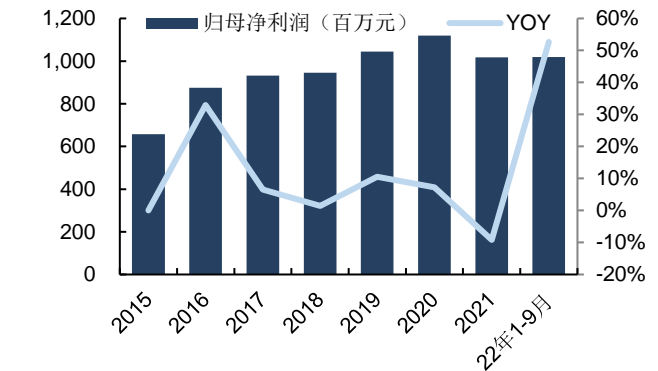
**收入稳健扩张，盈利进入加速释放区间。**公司三季报业绩超预期，2022年前三季度实现营收120.37亿元，同比+19.71%；归母净利润10.19亿元，同比+52.67%，增长驱动主要为消费电子包装持续稳增与环保包装放量高增驱动。22年前三季度公司营收增长稳健，利润端一方面受益白卡等原材料价格自21年高位回落，另一方面受益期间费用管控优化释放效能，整体实现高增。公司Q1/Q2/Q3收入分别增长26.0%/12.0%/22.0%，归母净利润分别同比增长32.7%/50.4%/63.9%。

图 95：营业收入持续较快发展



资料来源：wind，信达证券研发中心

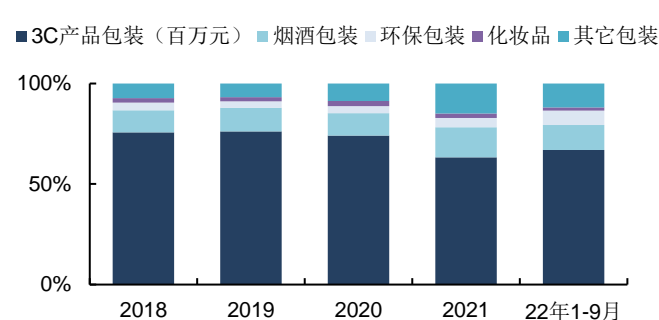
图 96：大包装布局稳定扩张



资料来源：裕同科技公司公告，信达证券研发中心

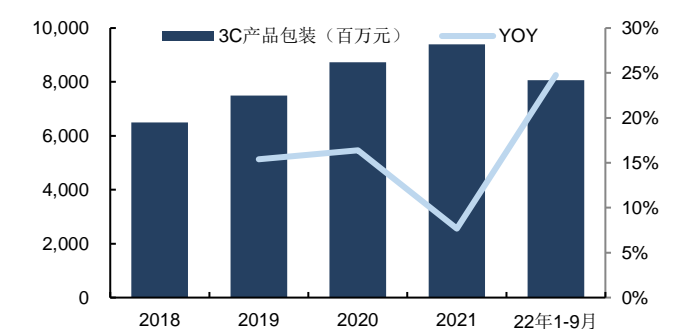
**大包装布局成效显著，消费电子与环保包装增长突出。**公司22年1-9月消费电子、环保、酒包、烟包、化妆品包装分别实现收入约80.6亿元、8.5亿元、9.6亿元、5.4亿元、2亿元，分别同比+24.72%、+84.43%、-5.51%、-2.59%、+7.64%。消费电子包装方面，公司积极提升老客户份额并开拓新客户，公司2022年9月完成收购深圳华宝利60%的股权，拓展声学市场，丰富品类与业务结构，进一步提升综合竞争优势；环保包装生产基地-宜宾裕同、海南环保包装项目推进，公司在环保包装领域已实现品牌全球化推广、产业链延伸、设备和材料研发、国内外生产基地等全方位布局，受益于海外客户的拓展实现高速增长。烟酒包装受疫情影响收入有所下滑，伴随公司与大客户深度合作，长期来看酒包收入增速有望得到修复。

图 97：大包装布局稳定扩张



资料来源：裕同科技公司公告，信达证券研发中心

图 98：公司核心业务 3C 包装持续高增长

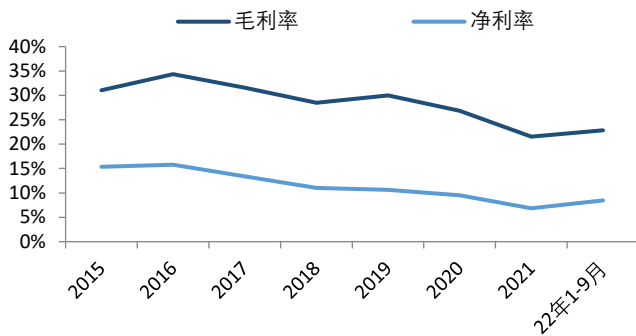


资料来源：裕同科技公司公告，信达证券研发中心

**成本回落&降本增效，盈利拐点向上趋势延续。**成本端，去年受原材料成本大幅上涨、疫情以及消费电子产业芯

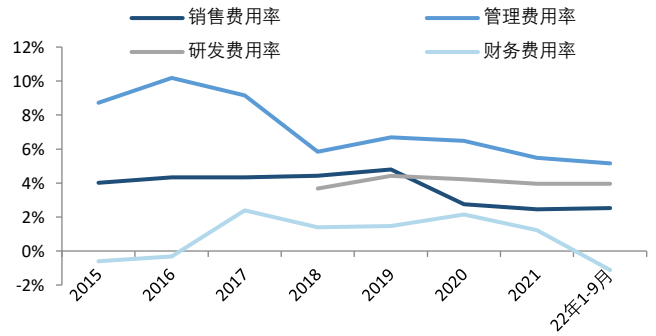
片短缺等多重因素的影响，公司毛利率有所下滑，拖累利润表现。随着 21 年下半年以来原材料成本回落，22 年 1-9 月公司毛利率为 22.83%，同比+1.11pct，净利率为 8.47%，同比+1.83pct。公司 22 年上半年许昌智能工厂实现全面投产，已逐步在提质、增效、降本和减存等方面显现成效；同时合肥智能工厂也已改造完成并投产，武汉智能工厂第一阶段已初见成效，湖南智能工厂也在规划建设中。展望未来，我们认为在原材料成本压力缓解、控费优化、资本开支节约的多重带动下，公司盈利拐点向上趋势延续。

图 99：成本上行影响短期盈利



资料来源：Wind，信达证券研发中心

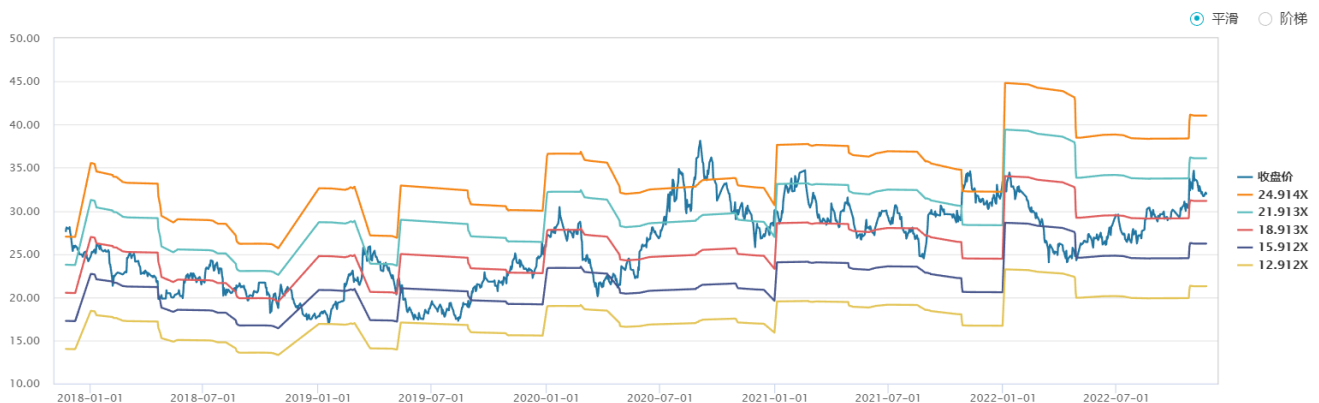
图 100：费用管控稳定优化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

处于历史估值较低水平，包装龙头配置价值显现。1) 公司在消费电子包装领域一骑绝尘，产品质量、供货能力、全球性产能布局领先业内，消费类电子包装领域大客户优势显著，导入新客户迅速起量；2) 烟酒、环保包装、化妆品等大包装板块成效显著，已形成新的增长极；3) 成本压力缓解叠加效率优化，盈利能力有望逐步改善；4) 龙头企业具备资源整合优势，打开成长空间。

图 101：裕同科技 PE-BAND



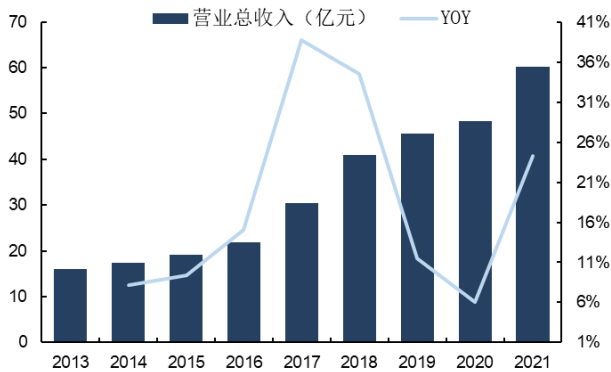
资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 3.2.2 仙鹤股份：特种纸龙头盈利向上趋势明确

**多元布局的特种纸龙头公司。**1) 柔性化的生产能力造就多元产品矩阵，产品涉及食品与医疗包装材料系列、商务交流及出版印刷材料系列、烟草行业配套系列、家居装饰材料系列、电器及工业用纸系列、日用消费系列及其他等六大系列，包含 60 多个品种，公司及夏王拥有特种纸机生产线 51 条，制浆生产线 1 条，涂布、超压线 20 多条，截止 22 年半年报公司及其合营公司和控股子公司拥有特种纸及纸制品的年生产能力已超过 110 万吨。2) 规模效应下成本优势显著。3) 客户结构稳定，客户分布广泛，客户多为细分领域龙头公司，以及全球化战略客户，包括利乐、安姆科、艾利、当纳利等。公司前五大客户累计销售额占比较低，对单一类别和客户的依赖程度

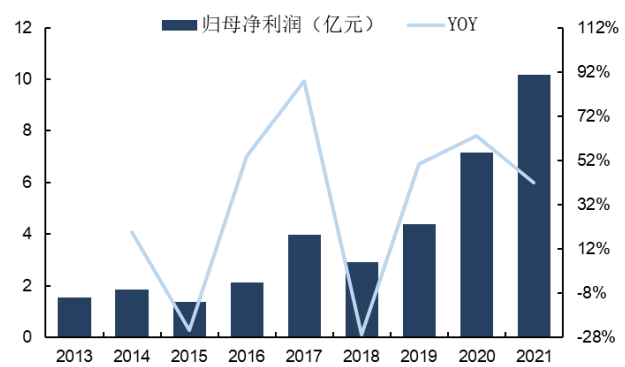
低，客户广泛分散于不同的地区和行业，有效地避免了重大信用风险，公司经营性现金流量水平保持健康。2021年公司实现收入 60.17 亿元，同比增长 24.24%，实现归母净利润 10.17 亿元，同比增长 41.76%。

图 102: 2013-2021 年公司收入与增速



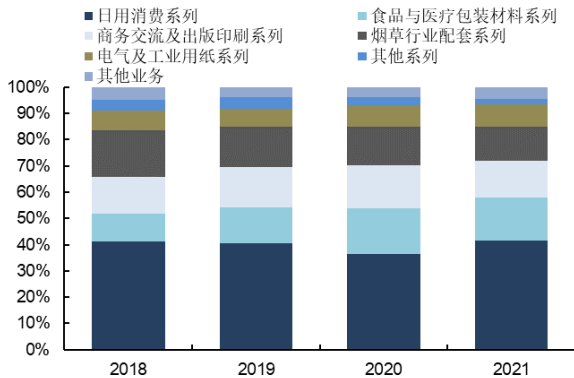
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 103: 2013-2021 年公司归母净利润与增速



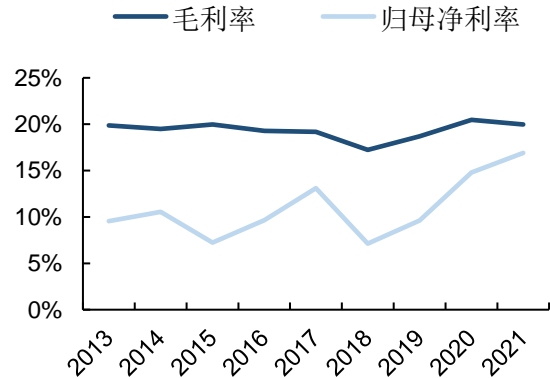
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 104: 仙鹤股份产品结构



资料来源: 仙鹤股份公司公告, 信达证券研发中心

图 105: 仙鹤股份毛利率与归母净利率变化情况



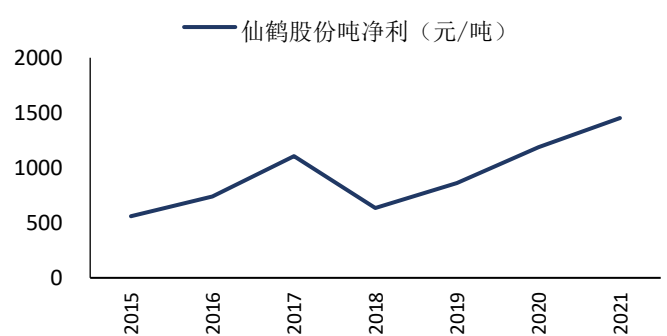
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 106: 仙鹤股份产能分布

生产基地	合计产能 (万吨)	特种纸产能 (万吨)	浆产能 (万吨)	主要产品
浙江衢州	31.84	31.84		圣经纸、热转移原纸、棉纸、离型纸、电解电容器纸、水松原纸、装饰原纸
河南内乡	37.62	32.52	5.1	铝箔衬纸、格拉辛原纸、无纺布壁纸、彩胶纸
浙江常山	20.75	20.75		热敏原纸、字典纸、无碳原纸、双胶纸
合计	90.21	85.11	5.1	

资料来源: 仙鹤股份公司公告, 信达证券研发中心

图 107: 仙鹤股份吨净利



资料来源: 仙鹤股份公司公告, 信达证券研发中心

**产能扩张促成长，结构优化提盈利。** 1) 产能稳步投放，产能规模不断扩大。2) 日用消费系列盈利优化，高毛利的食品及医疗包装材料系列占比提升，日常消费系列、食品及医疗包装材料系列下游需求稳定，细分行业内拥有更稳定的价格调节机制，原材料上涨周期下行业龙头公司具备向下游顺价能力，因此细分行业具备更高毛利空间。3) 产业链向上游延伸，浆纸一体化水平提升进一步增强成本优势，目前特种纸产能 85.1 万吨，纸浆产能仅有 5.1

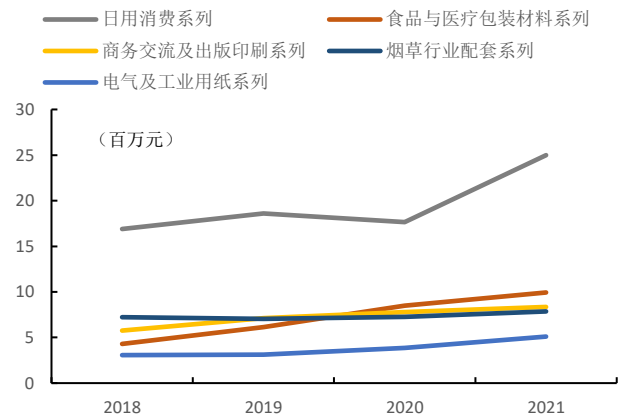
万吨，用于满足河南内乡基地的特种纸生产，目前公司纸浆自给率约为 6%。

图 108: 仙鹤股份规划项目

生产基地	合计产能(万吨)	特种纸产能(万吨)	浆产能(万吨)	项目名称
湖北石首	250	90	160	湖北石首高性能纸基新材料循环经济项目
广西来宾	250	100	150	广西三江口新区高性能纸基新材料项目
山东莱州	200	120	80	莱州市高性能纸基新材料产业园项目
合计	700	310	390	

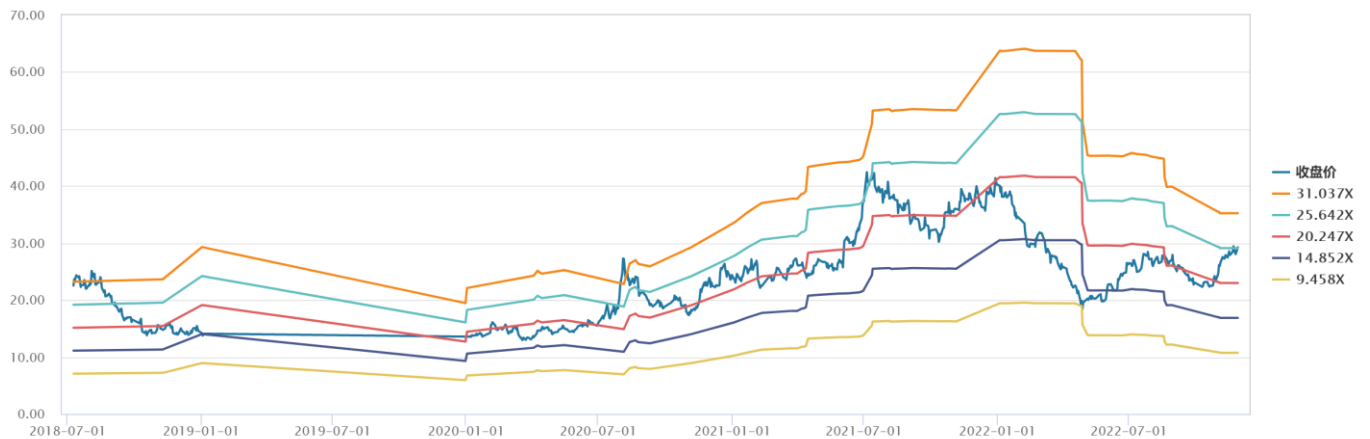
资料来源: 仙鹤股份公司公告, 信达证券研发中心

图 109: 仙鹤股份主要纸种收入



资料来源: 仙鹤股份公司公告, 信达证券研发中心

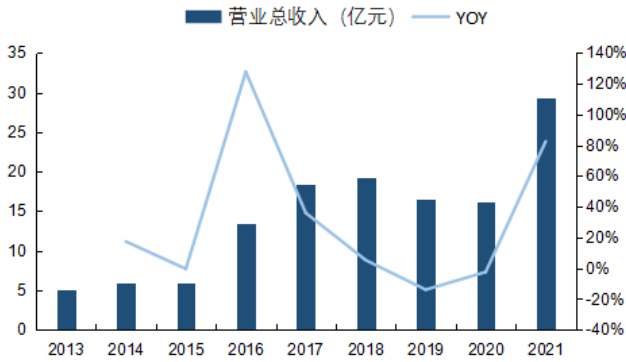
图 110: 仙鹤股份 PE-BAND



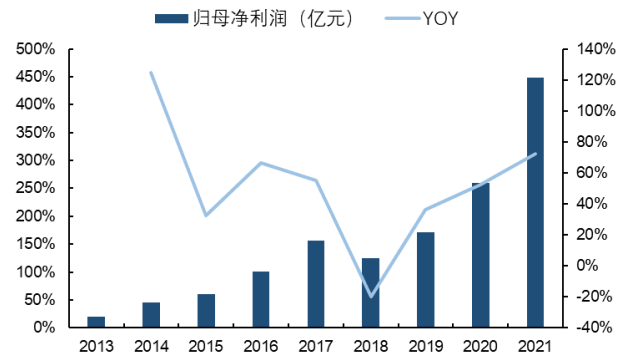
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3.2.3 华旺科技：产能扩张打开成长空间

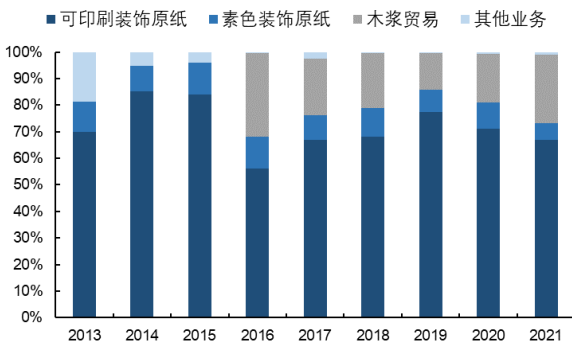
高档装饰原纸领军企业。华旺科技是国内高档装饰原纸研发、生产的领军企业，目前拥有杭州和马鞍山两大生产基地，各类装饰原纸品种 400 余个。截至 2021 年底，公司拥有装饰原纸产能 22 万吨，6 条装饰原纸生产线，2021 年公司共生产装饰原纸 20.71 万吨，销售量达到 20.25 万吨，公司已成功跻身全球高端装饰原纸行业前列。公司产能有序扩张、坚持自主创新研发、不断提升精细化管理水平，自成立以来收入、利润水平稳健增长，2021 年，公司实现营业收入 29.4 亿元，同比增长 82.40%；归母净利润 4.49 亿元，同比增长 72.53%。

**图 111：2013-2021 年收入及同比增长情况**


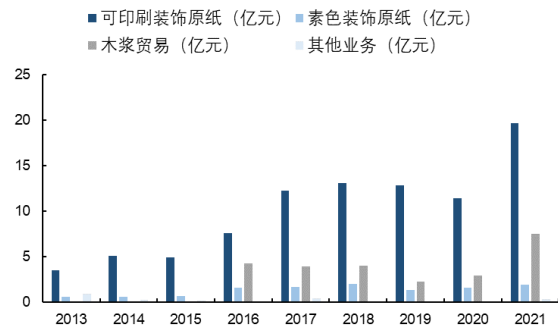
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 112：2013-2021 年归母净利及同比增长情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 113：2013-2021 年营业收入构成**


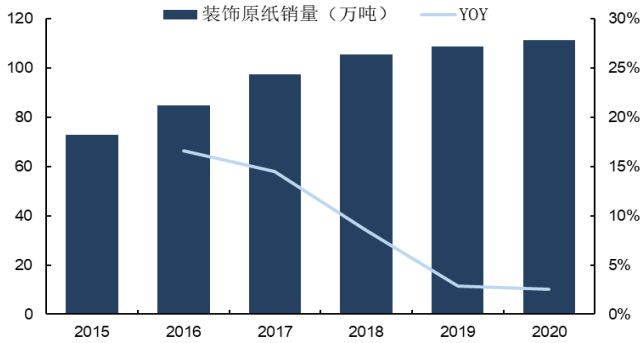
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 114：2013-2021 年公司主要产品收入**


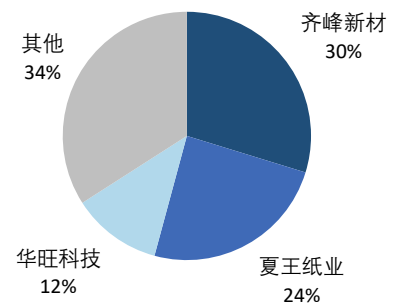
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**装饰原纸行业规模稳定增长、格局较好，食品包装赛道高景气。** 1) 装饰原纸：我国装饰原纸 2020 年市场规模 111.3 万吨，2015-2020 年 CAGR 约为 8.9%，行业逐步迈向中高端，在高端市场龙头公司技术壁垒更高，客户结构更加稳定。同时，近年装饰原纸应用领域也从传统家装领域扩展到室外装修、广告、飞机、高铁、医院、实验室等公共场所，逐步成为装饰材料行业中应用最广泛的材料之一。

行业格局方面，装饰原纸行业竞争格局较好，龙头公司具有较强的议价能力，2020 年齐峰新材、夏王、华旺科技装饰原纸市占率分别为 30%/24%/12%，CR3 约为 66%。2) 食品包装纸：2020 年我国食品包装特种纸产量为 236.5 万吨，2015-2020 年产量 CAGR 达 14%，在特种纸行业中属于体量大并快速增长的细分纸种。我们认为，未来外卖餐饮占比提升、新式茶饮市场增长以及液态奶产量的扩张持续为食品包装用纸需求增长提供动能，同时限塑令相关方案计划进一步实施、落地将成为行业扩容的催化剂。

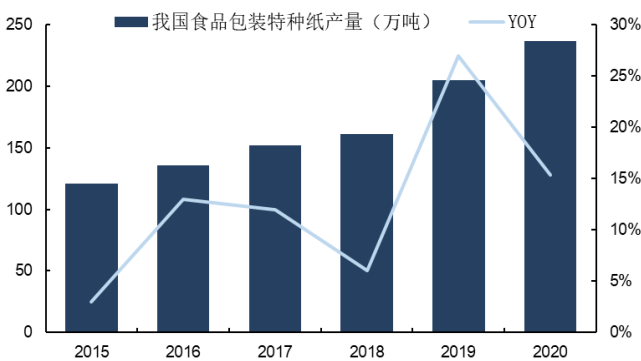
**图 115: 2015-2020 年我国装饰原纸销量及增长情况**


资料来源: 中国林产工业协会, 恒达新材招股说明书, 信达证券研发中心

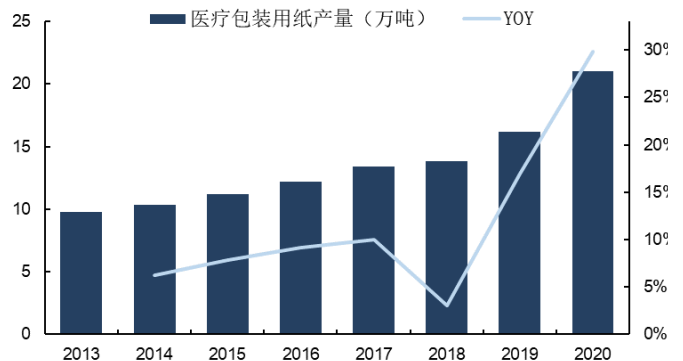
**图 116: 2020 年我国装饰原纸市场竞争情况**


资料来源: Wind, 恒达新材招股说明书, 信达证券研发中心

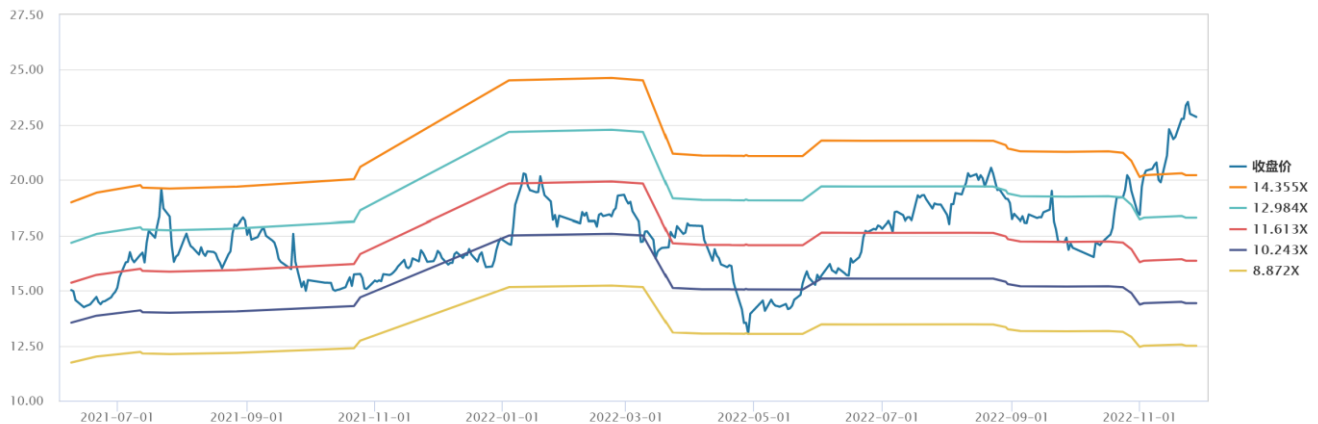
**产能有序扩张助力发展, 进一步丰富产品矩阵。**截至 2021 年底, 公司产能规模达到 22 万吨, 公司“马鞍山一期 12 万吨项目”中第二条 5 万吨生产线于 2022 年年初投产, 预计 2022 年全年公司总产能将达到 27 万吨, 公司“马鞍山二期 18 万吨项目”正在推进中, 该项目第一条生产线 8 万吨高档装饰原纸预计将预计 2023 年 9 月达产, 届时公司总产能将达到 35 万吨, 预计马鞍山项目达产后有望实现产值 37 亿元。近期公司公告拟于马鞍山投资 25 亿元建设年产 30 万吨高性能纸基新材料项目, 进一步扩充高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料, 丰富产品矩阵。

**图 117: 2015-2020 年我国食品包装特种纸产量**


资料来源: 前瞻产业研究院, 恒达新材招股说明书, 信达证券研发中心

**图 118: 我国医疗包装用纸产量及增速**


资料来源: 恒达新材招股说明书, 信达证券研发中心

**图 119: 华旺科技 PE-BAND**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 4: 重点公司估值表**

公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
	2022/12/2		2022E	2023E	22PE	23PE	
<b>家居</b>							
欧派家居*	111.65	680.1	27.8	31.8	24.5	21.4	4.4
索菲亚*	17.15	156.5	12.2	14.4	12.8	10.9	2.7
顾家家居*	37.58	308.9	19.3	22.3	16.0	13.8	3.6
喜临门*	28.63	110.9	6.2	7.3	18.0	15.3	3.0
慕思股份*	34.14	136.6	7.1	8.7	19.3	15.8	3.3
曲美家居	6.93	40.7	2.9	4.6	14.0	8.9	1.9
尚品宅配	20.46	40.6	1.4	2.4	28.9	16.9	1.1
志邦家居*	27.67	86.3	5.5	6.4	15.7	13.5	3.3
金牌厨柜*	29.24	45.1	3.8	4.4	11.8	10.2	1.8
江山欧派	59.79	81.7	1.2	3.6	68.1	22.6	4.8
<b>平均</b>					<b>22.3</b>	<b>14.8</b>	<b>2.9</b>
<b>造纸</b>							
太阳纸业*	11.06	299.1	28.4	30.9	10.5	9.7	1.4
山鹰国际	2.54	117.3	9.7	11.3	12.1	10.4	0.8
博汇纸业*	7.67	102.5	9.9	12.5	10.4	8.2	1.5
晨鸣纸业	5.12	152.6	5.3	8.8	28.7	17.4	0.8
仙鹤股份*	31.42	221.8	8.0	10.8	27.8	20.6	3.4
五洲特纸	18.12	72.5	3.8	6.2	19.2	11.7	3.5
华旺科技*	23.00	76.4	4.7	5.7	16.3	13.3	2.2
<b>平均</b>					<b>17.9</b>	<b>13.0</b>	<b>1.9</b>
<b>包装印刷</b>							
裕同科技*	32.92	306.3	16.1	19.5	19.0	15.7	3.1
劲嘉股份	7.77	114.3	8.6	9.9	13.3	11.5	1.4
奥瑞金	5.04	129.7	8.0	9.6	16.3	13.5	1.6
宝钢包装	6.59	74.7	3.2	3.9	23.7	19.0	2.0
昇兴股份	5.35	52.3	2.9	3.7	18.2	14.3	1.8
上海艾录*	8.62	34.5	1.3	1.6	26.5	21.6	3.2
<b>平均</b>					<b>19.5</b>	<b>15.9</b>	<b>2.2</b>
<b>文娱个护</b>							
晨光股份*	51.76	479.8	14.3	18.0	33.7	26.7	7.2
中顺洁柔*	11.97	157.3	4.6	5.6	33.9	28.0	3.1
百亚股份*	14.19	61.1	1.9	2.4	32.1	26.0	5.0
依依股份*	26.26	34.7	1.7	2.0	20.6	17.2	1.9
豪悦护理*	48.40	75.1	3.7	4.5	20.4	16.7	2.6
<b>平均</b>					<b>28.1</b>	<b>22.9</b>	<b>4.0</b>
<b>出口链</b>							
家联科技*	33.48	40.2	2.0	2.5	20.4	15.9	2.7
麒盛科技	13.58	48.7	3.5	4.4	13.8	11.0	1.5
浙江自然*	45.15	45.7	2.7	3.4	16.9	13.4	2.6
共创草坪*	23.73	95.3	4.7	6.0	20.2	16.0	4.3
哈尔斯	6.27	29.3	2.4	2.8	12.0	10.5	2.2
嘉益股份	32.35	33.4	2.2	2.6	14.9	12.8	4.5
<b>平均</b>					<b>16.4</b>	<b>13.3</b>	<b>3.0</b>

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: \*为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期

## 四、风险因素

---

**原材料成本大幅上涨风险:** 原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大, 若出现原材料价格大幅上涨的情况, 企业盈利能力将受到较大影响, 提示原材料成本大幅提升的风险。

**疫情大范围爆发风险:** 目前我国新冠疫情呈现多点散发态势, 对 2022 年宏观经济增加了不确定性因素。若未来新冠疫情在全国范围内大面积爆发, 将对家居行业需求造成一定影响。

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。