浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

2023年轻工制造行业风险排雷手册

行业评级：看好

2022年12月12日

分析师	史凡可	马莉	傅嘉成
邮箱	shifanke@stocke.com.cn	mali@stocke.com.cn	fujiacheng@stocke.com.cn
电话	18811064824	18601049122	13161688452
证书编号	S1230520080008	S1230520070002	S1230120060011

引言

浙商证券研究所认为2023资本市场【凝“新”聚力，“大”有可为】。

“新”——制造强国背景下强链补链、能源革命、数字经济等“新”领域将精彩绽放！

“大”——处于价值底的传统“大”蓝筹股有望迎来新生！

作为年度策略的姊妹篇，浙商研究同步推出各个行业“风险排雷手册”，

换位思考年度策略最大的软肋，主动揭示市场误判的风险，前瞻研判行业最大的困难。

特别强调，风险排雷绝不是看空，而是为了更好做多，运用逆向思维强化2023年度策略观点。

目录

CONTENTS

01 年度策略风险排雷

年度策略|核心软肋|政策风险|经营风险

02 推荐个股风险排雷

欧派家居|晨光股份|仙鹤股份

03 风险提示

01

年度策略风险排雷

年度策略

核心软肋

政策风险

经营风险

1.1 年度策略观点及核心假设

□ 年度策略核心结论：

展望2023年，考虑上游原料持续回落，叠加地产、防疫政策边际放松背景下的消费需求弱势企稳，预期行业综合实现边际企稳。其中确定性首选线下疫情复苏的核心资产，弹性聚焦竣工链条家居企业的企稳改善，同时关注成本下跌中盈利能够真实改善的优质个股。

□ 成立假设及选股思路：

家居板块：假设2023年房地产销售和竣工有所好转，考虑地产政策转向β或有较强修复，精选α龙头。左侧布局零售家居韧性白马**欧派家居、顾家家居、喜临门、志邦家居**的同时，关注工程家居**江山欧派、皮阿诺**。

必选板块：预计2023年伴随疫情影响边际下降，依赖于线下消费场景的核心资产确定改善。重视**晨光股份、公牛集团**的左侧布局机遇，关注小而美资产**百亚股份**成长拐点。

包装板块：预计2023年下游弱复苏、成本回落的预期中仍将具有比较优势，优选纸包及塑料包细分。持续看好纸包装、塑料包装板块细分龙头例如**裕同科技、新巨丰、中荣股份、永新股份**等成长机遇。

造纸板块：预计2023年纸浆价格下跌确定性较强，供需格局优、盈利真实扩张的个股机会较大。若纸浆价格下跌，推荐格局好的细分纸种个股**仙鹤股份、华旺科技、维达国际、中顺洁柔**等。

年度策略观点的核心软肋

家居链条-核心软肋在地产政策和总量企稳

■ 地产政策推进低于预期

本轮地产政策确定转向，但目前仍然集中在地产供给侧结构优化方向，后续需求侧刺激待观察。

■ 总量萎缩导致的经营压力

地产竣工及销售政策若23年维持22年的下滑表现，总量进一步萎缩可能导致行业价格战加剧。

必选消费-核心软肋在线下场景合理复苏

■ 需求拐点预期过早

必选消费个股龙头的业绩兑现依赖于线下消费场景复苏及供应链修复至20年前水平的假设。

造纸包装-核心软肋在原材料价格&供需格局

■ 原材料价格持续高位

以纸浆为代表的细分品种全球供应链黑天鹅可能导致价格持续高位，导致中游企业盈利难以改善。

□ 地产刺激政策不及预期导致竣工进一步下降

1. **发生概率：**低概率

2. **出现节奏/时点：**2023年Q1出现概率较大

3. **判断依据：**正常周期下竣工滞后于销售1年半左右的周期，从21H2开始地产销售增速持续走弱，如若地产政策推进不理想，23年Q1开始竣工总量可能出现较大压力。

4. **作用机理：**本轮基于施工待竣工楼盘历史新高，若地产政策推进顺利，对应地产商的信心和资金能够真实恢复至合理水平（对标本轮断贷前），有望加速施工向竣工的转化，从而带来23年竣工数据的真实改善，否则对应23年行业总量进一步萎缩。

5. **影响程度：我们此前重点推荐家居龙头。**若地产政策（如针对改善型需求的认房认贷、改良限贷政策、优化交易环节税费）出台或地产政策对地产数据提振不及预期，家居板块或面临需求进一步快速下行风险。若23年竣工增速出现下滑，则家居龙头公司收入、利润增速及估值中枢下调幅度或与竣工增速下滑幅度相当，对家居龙头股价产生不利影响。

6. **跟踪方法：**跟踪地产商融资真实改善情况，以及统计局房地产竣工和销售的月度数据。

□ 防疫政策优化不及预期导致消费需求压力

1. **发生概率：**较低概率

2. **出现节奏/时点：**2023年Q1出现概率较大

3. **判断依据：**两会之前或难有实质经济总量考核目标，对应防疫政策优化细节落地缓慢。

4. **作用机理：**防疫政策优化是依赖线下消费场景的轻工必选消费实现业绩修复的核心变量，一方面渠道客流压制导致经销商盈利和扩张信心不足，一方面对于供应链的响应速度也有很大干扰。

5. **影响程度：我们此前重点推荐【晨光股份】【百亚股份】。**消费类企业对消费者信心、终端门店营业市场、终端门店客流量等依赖度高，若疫情政策优化对消费者信心提振或零售终端迟缓恢复正常经营秩序，则消费类企业收入端增速及估值中枢较2022年情况无明显改善。

6. **跟踪方法：**跟踪防疫政策和实质封控的边际变化，以及学生开学情况等。

□ 地缘纠纷等黑天鹅事件导致纸浆等成本全年高位

1. **发生概率：**低概率

2. **出现节奏/时点：**2023年Q1是纸浆价格走势验证的核心节点

3. **判断依据：**23Q1考虑全球大型浆厂扩产周期预期进入供给放量阶段。

4. **作用机理：**商品浆是典型的全球供应、中国需求的大宗商品，目前23Q1全球大厂有产能投放，预期纸浆价格会出现下跌。一旦出现地缘纠纷等黑天鹅事件，可能导致供应链进一步恶化，从而导致供给不足、价格持续高位，对应以纸浆为核心成本的造纸板块盈利承压。

5. **影响程度：我们此前重点推荐【仙鹤股份】【中顺洁柔】。**以特种纸及生活纸龙头企业为例，23年在自身实现份额提升的同时、盈利的大幅改善主要依赖于纸浆价格下跌所带来的利润空间，如若纸浆价格维持高位，则造纸板块盈利反弹或难以实现。

6. **跟踪方法：**跟踪每月的商品浆价格报价、港口库存等。

□ 家居行业增量市场萎缩，存量市场同质化竞争加剧，导致行业盈利水平下滑

1. **发生概率：**低概率

2. **出现节奏/时点：**2023年Q3出现概率较大

3. **判断依据：**家居行业存在价格战可能、滞后于总量萎缩且Q3为营销高发季度。

4. **作用机理：**若地产竣工数据实际表现较差，家居增量市场加速萎缩，存量市场同质化竞争加剧，各家龙头或为提升市场份额进行价格战，市场竞争恶化、行业盈利水平或持续走低，从而抑制盈利兑现和估值中枢。

5. **影响程度：**若家居行业竞争格局恶化，客单价或有不同程度降低，预计家居企业业绩、估值均将有一定程度下滑，并扰动股价回调。

6、**跟踪方法：**跟踪各龙头月度订单、客单价及经销商经营情况。

□ 消费场景修复不及预期导致在新的渠道增加费用投入，从而盈利不及预期

1. **发生概率：**中低概率

2. **出现节奏/时点：**2023年Q1-Q2出现概率较大

3. **判断依据：**2022年基于供应链及新渠道的战略开拓，部分必选龙头公司的盈利水平出现恶化，23年若消费复苏不及预期有可能延续这个现象。

4. **作用机理：**由于消费场景分散化向线上及其他新的流量网点延伸，导致的费用投放加剧、低利润率品类放量等。

5. **影响程度：**前期推荐的优质必选消费公司22年的盈利水平普遍受到疫情拖累，若23年假设利润率水平的均值回归，则对应股价涨幅空间将得到释放，否则空间将会收缩。

6. **跟踪方法：**1）第三方电商数据平台等；2）公司定点高频跟踪。

经营风险-造纸（特种纸）

□ 造纸新增产能过多，导致行业供需格局加速恶化

1. **发生概率：**中低概率

2. **出现节奏/时点：**2023年Q4出现概率较大

3. **判断依据：**特种纸新增产能投产较多，供需格局可能在23年下半年恶化。

4. **作用机理：**预计2023年特种纸新增产能投产后，行业供给难以消化，从而导致纸价下跌、盈利下修。若特种纸供需格局变差，特种纸板块存在估值下修风险。

5. **影响程度：**预计23年特种纸仙鹤、华旺新增特种纸产能持续投产、23年医疗原纸细分龙头恒达新材上市，若同一细分纸种集中投产，可能出现价格下跌幅度较大风险。若特种纸吨盈利出现明显降低，将带动龙头业绩和估值中枢下降，股价或面临一定幅度回调。

6. **跟踪方法：**跟踪各纸企龙头产能扩张和月度的价格调整。

□ 产能或有集中投放，导致盈利释放不及预期

1. **发生概率：**低概率

2. **出现节奏/时点：**2023年Q1-Q2出现概率较大

3. **判断依据：**防疫优化和需求复苏可能不及预期的阶段，中游制造细分龙头也会面临下游需求压制，从而无法享受成本下跌带来的盈利改善。

4. **作用机理：**23年原材料预期下行，若下游需求仍较疲软，产品价格跟随原材料成本进行快速的向下调价，对应利润释放或不达预期。

5. **影响程度：**若包装企业产品实际价格跟随原材料成本下行同幅度调整，则行业净利率或维持2022年水平，盈利改善空间或将受到一定程度压缩。

6. **跟踪方法：**跟踪上市公司新建产能投产落地时间点、行业产品价格变化趋势。

02

推荐个股风险排雷

欧派家居

晨光股份

仙鹤股份

2.1 推荐个股风险排雷：欧派家居

- **个股及代码：**欧派家居（603833.SH）
- **核心逻辑：**大家居标杆龙头，整家+整装最为顺畅、成长确定性最强
- **盈利预测：**预计2022-2024年公司归母净利润分别为27.74亿（+4.05%）/31.25亿（+12.65%）/35.71亿（+14.29%），对应PE为26X/23X/20X。
- **提示风险：**利润率可能进一步下行。

风险：利润率可能进一步下行

风险描述：1）毛利率方面：欧派家居自2021年加大推动配套品销售之后，因配套品毛利率显著低于柜体部分，公司综合毛利率有所下行；2）费用率方面：2022年公司费用投放力度仍然较高，但收入未达到规划成长，销售/管理费用率上行幅度较大。2023年仍存在盈利能力下行的风险。

判断依据：2022年前三季度毛利率32.04%（-0.68pct）、期间费用率17.51%（+1.76pct）。

发生概率：低概率。

影响路径：如配套品仍是收入主要贡献或费用投放力度仍然较大→毛利率/费用率端仍有压力→影响市场对2023-2025年净利润的判断→存在估值下探风险。

影响程度：市场可能认为公司增收不增量并解读为市场竞争加剧，进而影响欧派作为大家居龙头的估值溢价。

跟踪方法：定期跟踪公司整家套餐实际折扣力度，跟踪公司整装产品线成本曲线变化等。

2.2 推荐个股风险排雷：晨光股份

- **个股及代码：**晨光股份（603899.SH）
- **核心逻辑：**传统及零售大店业务有望复苏，科力普业务高增趋势延续。
- **盈利预测：**预计2022-2024年公司净利润分别为13.83（-8.85%）、17.92（29.52%）、22.18（23.80%）亿元，对应PE分别为 36X、28X、22X，维持买入评级。
- **提示风险：**疫情优化政策效果不及预期风险；市场竞争加剧致盈利能力下滑风险；

风险之一：疫情优化政策效果不及预期

风险描述：公司传统核心业务中学生文具及零售大店高度依赖校边店等线下消费场景，2022年疫情影响下学生延期开学、终端门店营业时长缩短、门店客流量下滑致使传统核心业务表现承压，若后续疫情优化政策效果不及预期，经营压力可能延续。

判断依据：根据前三季度公司经营表现，传统核心业务和零售大店业务收入增速均为负值；年内九木杂物社开店节奏放缓。

发生概率：低概率。

影响路径：疫情优化政策不及预期→终端营业市场/客流下滑→收入增速改善空间压缩

影响程度：若收入增速改善空间压缩，公司盈利预测下修，估值中枢下移

跟踪方法：跟踪防疫政策和实质封控的边际变化，以及学生开学情况等。

风险之二：市场竞争加剧致盈利能力下滑风险

风险描述：当前办公直销业务主要玩家包括晨光、齐心、京东、得力等，若行业竞争加剧竞争对手压低投标价格参与竞标，或导致公司科力普办公直销业务盈利能力提升不及预期。

判断依据：根据前三季度公司经营表现，科力普净利率仍处于相对低位。

发生概率：低概率。

影响路径：行业竞争加剧→竞争对手压低投标价格→公司对客户端议价能力下滑

影响程度：若公司办公直销业务对客户端议价能力下滑，公司规模效应释放或低于我们预测致使公司盈利预测下修。

跟踪方法：跟踪各阳光集采项目中标价格。

2.3 推荐个股风险排雷：仙鹤股份

- **个股及代码：**仙鹤股份（603733.SH）
- **核心逻辑：**多品类特种纸龙头，产能不断扩张，若23年浆价下跌，盈利反弹空间大
- **盈利预测：**预计公司 22-24年实现归母净利润 7.56（-26%）、12.79（+69%）/16.39（+28%） 亿元，对应 PE 22/13/10X。
- **提示风险：**浆价持续高位运行压缩利润

风险：浆价持续高位运行压缩利润

风险描述：若世界主流浆厂继续推迟投产，新增纸浆产能投放进度缓慢，2023年仍有浆价持续高位运行压缩利润的风险。

判断依据：世界主流浆厂协同性较强，新增纸浆产能投放一再推迟，较长时间内未有新增投产造成供给紧张。

发生概率：低概率。

影响路径：如世界主流浆厂推迟投产→浆价继续高位运行→净利润存在进一步下探风险。

影响程度：公司为特种纸行业龙头，若业绩增速进一步下探，整体估值水平将存在下调风险。

跟踪方法：跟踪纸浆价格、公司成本变动情况

03

风险提示

3.1 风险提示

- 经营风险：行业同质化竞争加剧、原材料价格大幅上行
- 政策风险：房地产市场刺激政策发挥效果低于预期
- 误判风险：疫情对经营周期影响超预期

股票投资评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

股票的投资评级

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1. 买　入　：相对于沪深300指数表现＋20%以上；
2. 增　持　：相对于沪深300指数表现＋10%～＋20%；
3. 中　性　：相对于沪深300指数表现－10%～＋10%之间波动；
4. 减　持　：相对于沪深300指数表现－10%以下。

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

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

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好　：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；
2、中性　：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；
3、看淡　：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

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

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

行业评级与免责声明

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- **法律声明及风险提示**
- 本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
- 本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
- 本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn