

## 底部配置机遇凸显，看好需求修复&盈利改善

### 核心观点：

- 需求复苏预期持续，龙头多维优势成长性显著。**短期看好地产政策支持下保交付推动未完工项目交付，竣工端改善将对家居需求形成支撑。同时，疫情管控措施调整优化有望带动线下消费复苏，并促进此前延期需求释放。中长期来看，存量房需求稳定增长，未来有望成为主导。行业持续分化，家居龙头品类延伸支撑业绩表现，在行业承压背景下稳健成长。零售渠道韧性十足，整家战略促进品类协同，带动客单价提升；整装渠道实现流量前置，龙头加码驱动快速扩张。建议关注：定制龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌厨柜】、【江山欧派】；软体龙头【顾家家居】、【喜临门】、【慕思股份】。
- 浆价下行&需求复苏实现业绩改善。**前期受疫情、地缘政治及供应链事件等多重因素冲击，全球纸浆供应紧张，带动浆价大幅上涨。Arauco 156万吨、UPM 210万吨木浆产能预计将分别于22Q4、23Q1投放，有望缓解纸浆供应压力，产能陆续投放带动纸浆价格下行。同时，伴随防疫改善，下游需求复苏有望支撑成品纸价格表现，进而改善盈利能力。特种纸行业竞争格局优良，下游需求稳健扩张，供需良性发展，有望在浆价下行中充分受益。建议关注：浆纸系龙头【太阳纸业】、【岳阳林纸】，特种纸龙头【仙鹤股份】。
- 成本下行实现弹性，龙头业务拓展成效突出。**纸包装下游需求广阔，便携式消费电子销量整体维稳，高端白酒市场规模快速成长。疫情抑制下游消费，需求疲软致包装纸价格持续向下延伸。展望未来，预计瓦楞纸、箱板纸价格将维持低位，白卡纸后续产能投放将压制价格表现，且前期包装纸价格下降将逐步传导至纸包装企业报表端，后续盈利有望进一步提升。建议关注：包装行业龙头【裕同科技】、【奥瑞金】及【上海艾录】。
- 细分板块前景向好，精选龙头把握成长。**文具：消费升级持续利好C端业务成长，数字化采购驱动下，B端办公直销业务市场前景广阔。电子烟：海外市场规模快速成长，中国电子烟产业链全球化布局，政策支持下出口前景广阔；国内电子烟政策落地将实现有序发展，未来行业料将稳健扩张，市场份额向头部集中。眼镜：近视人口增长&人均消费提升驱动中国眼镜市场持续成长，儿童近视率高企&政策推动促进近视防控需求崛起。建议关注：文具行业引领者【晨光股份】，电子烟行业龙头【思摩尔国际】，眼镜行业龙头【明月镜片】。
- 风险提示：**宏观经济下行；房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧。

轻工制造行业

推荐 (维持评级)

分析师

陈柏儒

电：010-80926000

邮：chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

行业数据

2022-12-16



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 目 录

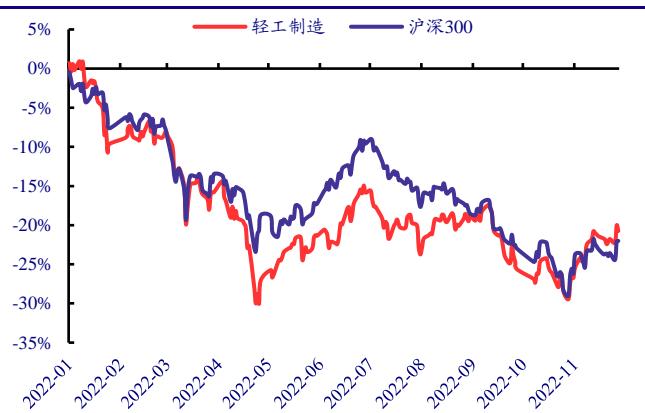
一、行业跟随大盘下跌，细分板块估值有所抬升.....	2
(一) 基本面持续承压，行业跟随大盘下跌 .....	2
(二) 板块估值有所抬升，市场偏好细分赛道龙头 .....	3
二、家居：需求复苏预期持续，龙头多维优势成长性显著.....	4
(一) 政策驱动地产改善，存量需求长期增长 .....	4
(二) 家居龙头 Alpha 突出，多措并举穿越周期.....	9
三、造纸：浆价下行&需求复苏实现业绩改善.....	13
(一) 浆纸系：浆价下行可期，看好盈利弹性释放 .....	13
(二) 废纸系：价格表现不振，静待需求复苏 .....	15
四、包装：成本下行实现弹性，龙头业务拓展成效突出.....	17
(一) 纸包装行业不断集中，包装纸价格向下延伸 .....	17
(二) 金属包装需求持续扩容，原材料价格持续下行 .....	19
(三) 奶酪棒包装快速成长，原材料价格维持低位 .....	21
五、轻工新消费：细分板块前景向好，精选龙头把握成长.....	23
(一) 文具：消费升级驱动 C 端扩容，B 端市场空间广阔 .....	23
(二) 电子烟：政策落地风险出清，看好行业未来发展 .....	27
(三) 眼镜：市场稳健扩张，政策推动近视防控崛起 .....	30
六、风险提示 .....	33
插图目录 .....	34
表格目录 .....	36

## 一、行业跟随大盘下跌，细分板块估值有所抬升

### (一) 基本面持续承压，行业跟随大盘下跌

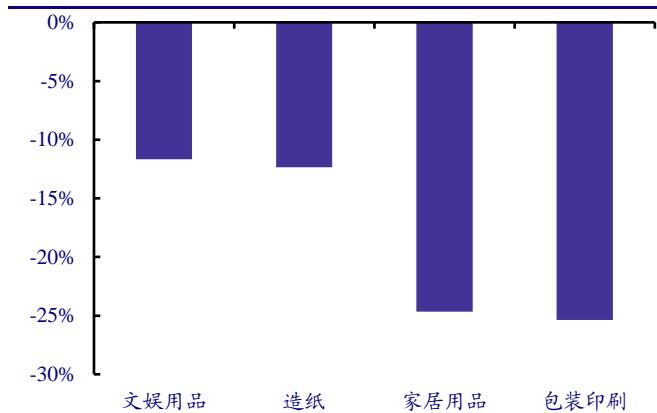
轻工板块整体下跌，造纸、文娱用品表现稍优。截至 2022 年 11 月 30 日，申万轻工指数下跌 20.74%，同期沪深 300 下跌 22.01%，轻工指数跑赢沪深 300 指数 1.27 个百分点。在 31 个子行业中，轻工行业的涨跌幅排名为第 21 名，位列全行业中后位。轻工二级子行业来看，文娱用品/造纸/家居用品/包装印刷分别下跌 11.68% / 12.35% / 24.64% / 25.37%。

图 1. 轻工板块走势图



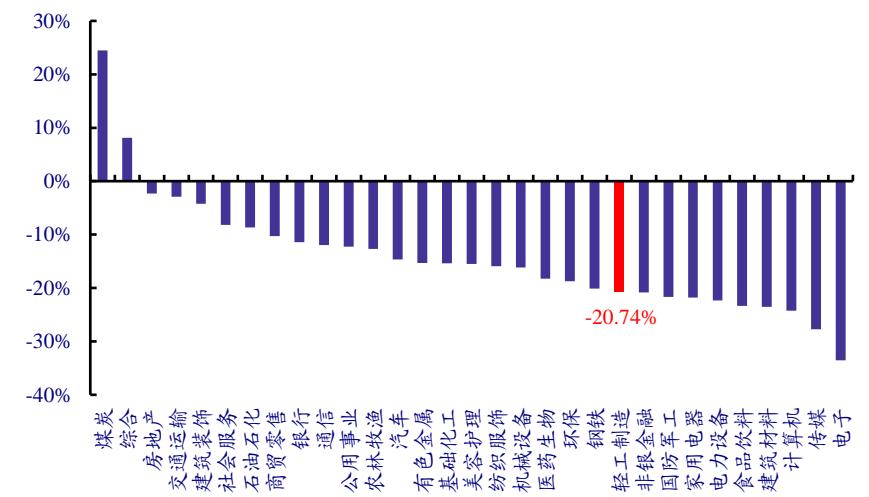
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图 2. 轻工子行业涨跌幅 (2022 年以来至 11 月 30 日)



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图 3. 2022 年各行业涨跌幅 (2022 年以来至 11 月 30 日)

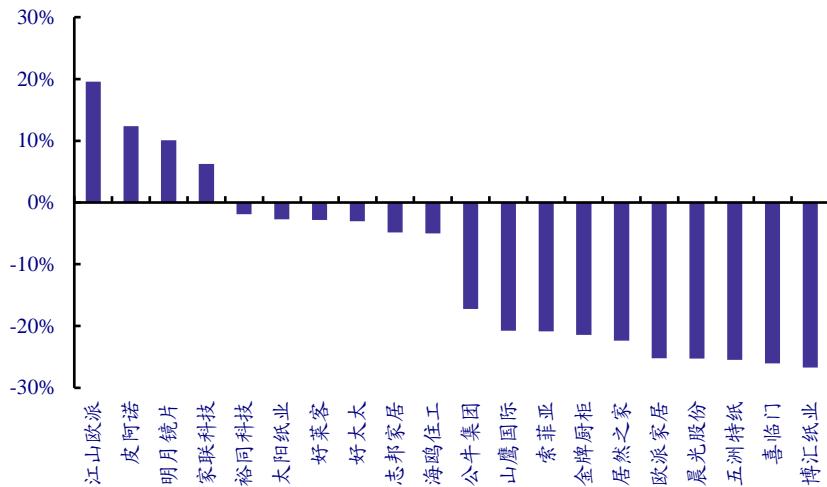


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

个股表现来看，基本面承压导致整体下跌，个股逻辑实现上涨。整体来看，疫情抑制终端需求，消费不振直接影响企业销售，并影响产品价格，如造成纸价疲软等。同时，家居受地产景气度下行影响，造纸受浆价成本高企影响。因此，行业个股在基本面承压背景下大多呈现下跌状态。大幅上涨个股主要是源于自身逻辑，如江山欧派主要受益于地产保交楼背景下的 B 端需求弹性，皮阿诺主要受益于保利入股带来业务增量及协同，明月镜片及家联科技

均受益于自身业务高成长性。

图 4. 主要个股涨跌幅前 20 名 (2022 年以来至 11 月 30 日)

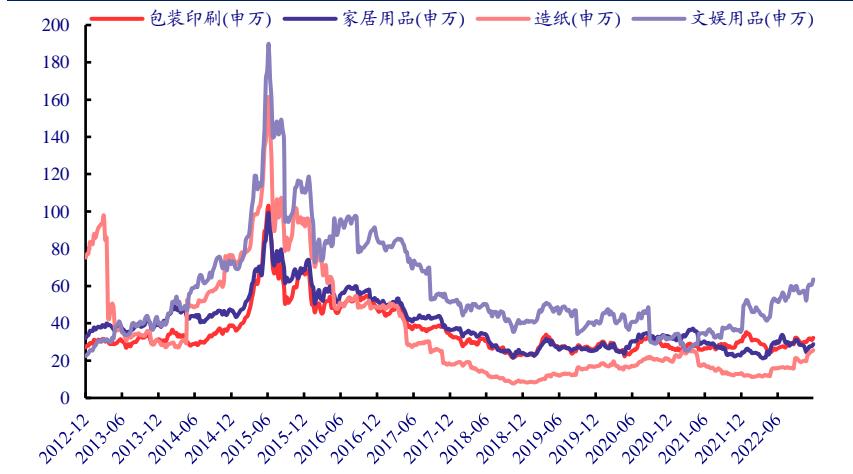


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

## (二) 板块估值有所抬升, 市场偏好细分赛道龙头

细分板块估值有所抬升, 看好后续估值修复。2015 年以来, 轻工行业估值水平处于下跌态势, 截至 2022 年 12 月 2 日, 包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品 PE-TTM 分别为 32.25 / 28.83 / 25.61 / 63.56, 市场分位点分别为 59.38% / 26.95% / 51.76% / 68.75%。

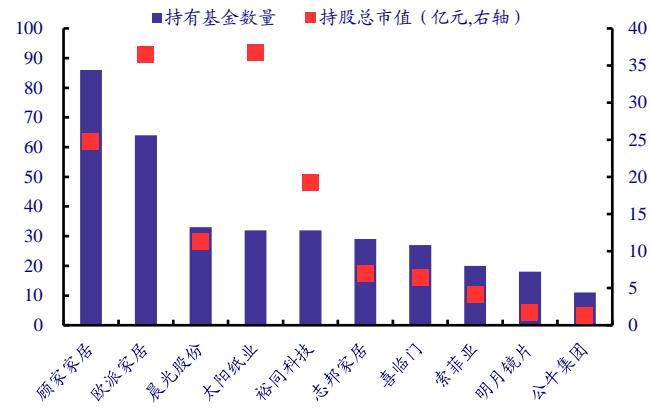
图 5. 轻工子行业市盈率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

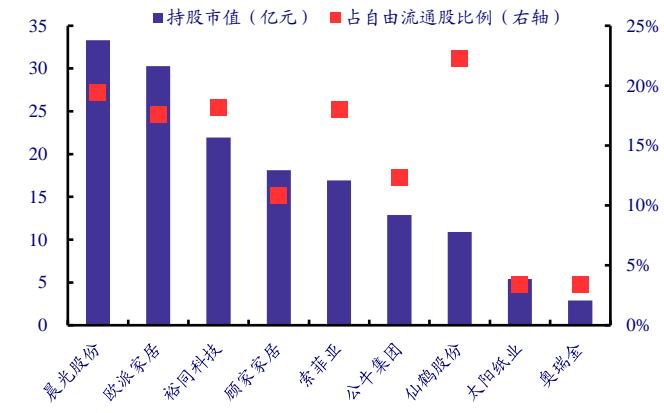
**基金及北向资金偏好赛道龙头。**家居板块来看, 欧派家居及顾家家居分别作为定制和软体龙头, 排名前列成为共识, 同时索菲亚、志邦家居、喜临门、公牛集团亦成为优质选择。包装板块来看, 裕同科技及奥瑞金分别为纸包装和金属包装龙头。造纸板块来看, 太阳纸业为绝对龙头, 而仙鹤股份为特种纸赛道龙头。文娱用品板块来看, 晨光股份为文具及办公直销行业龙头, 明月镜片则为国产镜片龙头, 均具备优秀成长潜力。

图 6. 重仓持股基金数量及市值 (2022Q3)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7. 北向资金轻工行业重仓股票 (2022年12月2日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

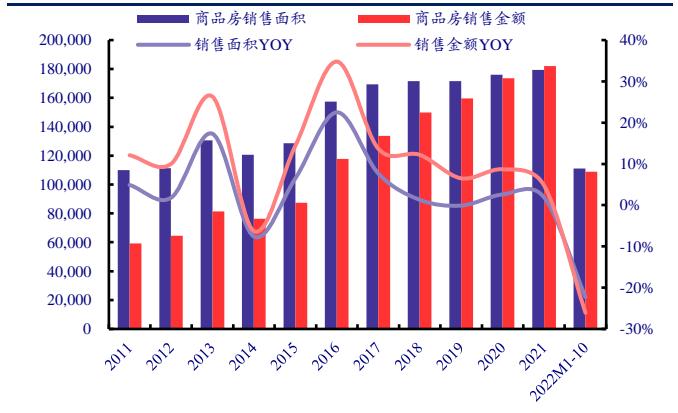
## 二、家居：需求复苏预期持续，龙头多维优势成长性显著

### (一) 政策驱动地产改善，存量需求长期增长

#### 1、政策支持驱动地产改善，防疫调整看好需求复苏

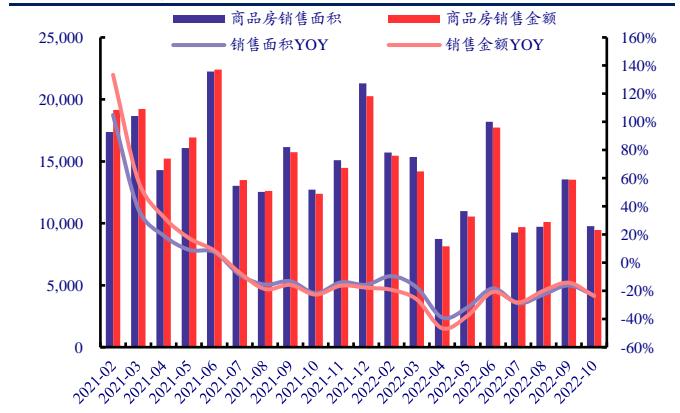
地产销售承压筑底，需求维持底部波动。2022年1-10月，商品房销售面积累计值为11.12亿平方米，同比下降22.3%；商品房销售金额累计值为10.88万亿元，同比下降26.1%。2022年10月单月，商品房销售面积为0.98亿平方米，同比下降23.22%，降幅环比扩大7.07 pct；商品房销售金额为0.95万亿元，同比下降23.71%，降幅环比扩大9.5 pct。

图 8. 商品房累计销售面积及金额 (万平方米、亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 9. 商品房单月销售面积及金额 (万平方米、亿元)



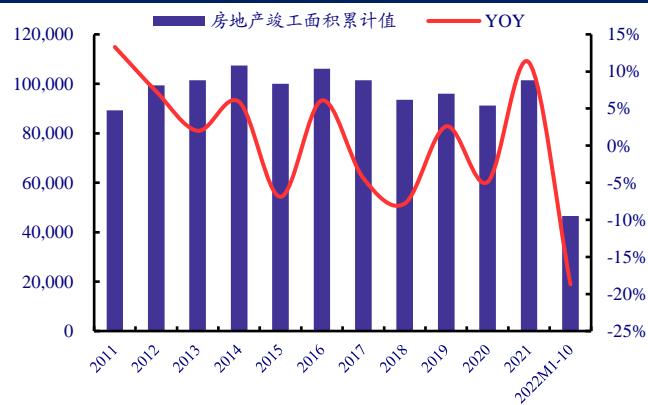
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

注: 2021-02, 2022-02 数据包含1-2月两个月

竣工数据整体承压，保交付落地有望持续改善。21年下半年以来，受房地产景气度下行、开发商暴雷及资金紧缺导致项目停工和烂尾、疫情反复影响施工等多重因素影响，房地产竣工数据持续承压。中央保交楼政策落地，通过信贷、债权及股权融资等多重方式，支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，2022年8月以来呈现明显的修复态势，8月、9月、10月单月竣工面积同比降幅均收窄至-2.49%、-5.99%、-9.43%，维持在个位数以内，较此前30%+降幅

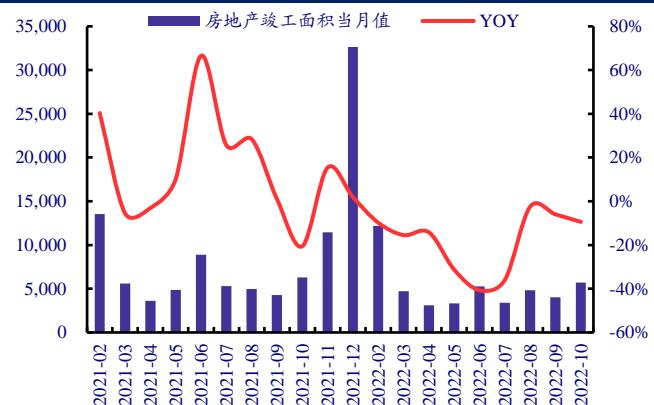
明显改善，带动累计降幅持续收窄。

图 10. 房地产累计竣工面积（万平方米）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 11. 房地产单月竣工面积（万平方米）

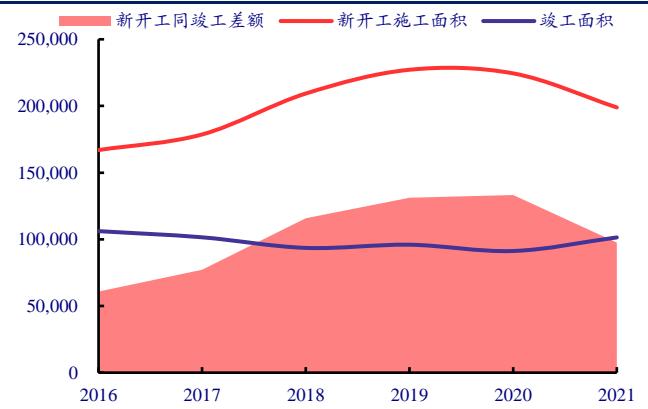


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

注：2021-02、2022-02 数据包含 1-2 月两个月

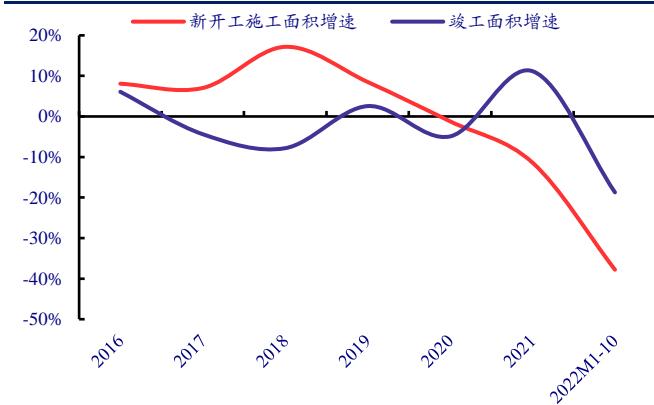
**未完工项目持续积累，政策引导有望逐步释放。**2016 年以来，房地产新开工面积和竣工面积数据持续背离，2016-2020 年房地产新开工整体实现扩张，2020 年达到 22.44 亿平方米，受疫情因素影响，同比下降 1.2%，而房地产竣工整体下降，2020 年达到 9.12 亿平方米，同比下降 4.9%。此期间，房地产新开工面积增速持续高于竣工面积增速，意味着开发商囤积大量未完工项目。2021 年受三条红线等监管驱动，房地产开发商加快项目完工，当年竣工面积同比增长 11.2%。我们认为，前期开发商囤积大量未完工项目，在目前政策发布支持保交付背景下，后续竣工数据仍值得期待。

图 12. 2016-2021 年房地产新开工、竣工面积（万平方米）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 13. 房地产新开工、竣工面积增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

**政策力度持续，看好地产景气度修复。**短期来看，政策为房地产市场景气度变化主要影响因素之一。经济下行、财政支出及民生等压力背景下，地产政策在房住不炒基准下持续宽松。近期多项政策发布态度明确，信贷、债权、股权融资“三支箭”及“金融 16 条”等政策陆续发布，通过全方位举措实现供需改善，充分降低开发商债务风险，缓解房地产融资限制，并支撑合理住房需求。同时，中央对地产支持态度明确，未来政策大概率持续加码，有望带动地产行业景气复苏。

表 1. 本轮重要地产政策梳理

政策	时间	内容
2021年中央经济工作会议	2021-12-8 ~2021-12-10	坚持“房住不炒”定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》	2021-12-20	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务。通知主要包括：稳妥有序开展并购贷款业务、加大债券融资支持力度、积极提供并购融资顾问服务、提高并购服务效率、做好风险管理，以及建立报告制度和宣传机制。
下调LPR	2022-01-20	一年期LPR为3.7%，较上期下降10bp，5年期以上LPR为4.6%，较上期下降5bp。
保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理	2022-2-8	明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持。
《关于城市商品房预售资金监管的相关意见》	2022-2-10	明确预售资金额度监管为“重点额度监管”，由市县级城乡建设部门根据工程造价合同等因素确定，能确保项目竣工所需的资金额度，当监管账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可由房企提取使用。
菏泽下调首套房首付比例	2022-02-17	山东菏泽工行、建行、农行自2月14日起，名下无住房且无个人住房贷款记录的购房者，首付比例可执行20%。此外，菏泽农行信贷人士对财联社记者表示，首套房、二套房贷款利率分别由去年年末的5.95%、6.14%下调至5.6%、5.95%。
新政19条	2022-03-01	从支持合理住房需求、改善住房市场供给、加大信贷融资支持、推进安置房建设和转化、优化房地产市场环境等五个方面提出19条相关措施。
政府工作报告-两会	2022-03-05	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
多部门发声	2022-03-16	国务院金融委会议指出要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。此后，财政部、银保监会、央行、证监会、外汇局积极表态维稳。
央行降准	2022-04-15	中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。
政治局会议	2022-04-29	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线，要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展。
央行下调首套房利率下限	2022-05-15	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
央行下调5年期LPR	2022-05-20	2022年5月20日贷款市场报价利率(LPR)为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR再次下调为4.45%。
“十四五”城镇化方案出台	2022-7-12	放开放宽除个别超大城市外的落户限制，试行以经常居住地登记户口制度。全面取消城区常住人口300万以下的城市落户限制，外地与本地农业转移人口进城落户标准一视同仁。对常住人口500万以上的超大特大城市积分落户政策，精简积分项目，鼓励取消年度落户名额限制。
中央政治局会议	2022-7-28	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。
国务院常务会议	2022-8-24	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。
关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知	2022-9-29	决定阶段性调整差别化住房信贷政策，符合条件(2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降)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。
“第二支箭”	2022-11-8	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2,500亿元民营企业债券融资。
《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》	2022-11-11	提出六项16条要求，要稳定房地产开发贷款投放，坚持“两个毫不动摇”，对国有、民营等各类房地产企业一视同仁；支持个人住房贷款合理需求，支持各地在全国政策基础上，因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定当地个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限，支持刚性和改善性住房需求等。
《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	2022-11-12	监管账户内资金达到规定监管额度后，房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金。商业银行可按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。
“第三支箭”	2022-11-28	证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施：1)恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2)恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3)调整完善房地产企业境外上市相关政策；4)进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5)积极发挥私募股权投资基金作用。

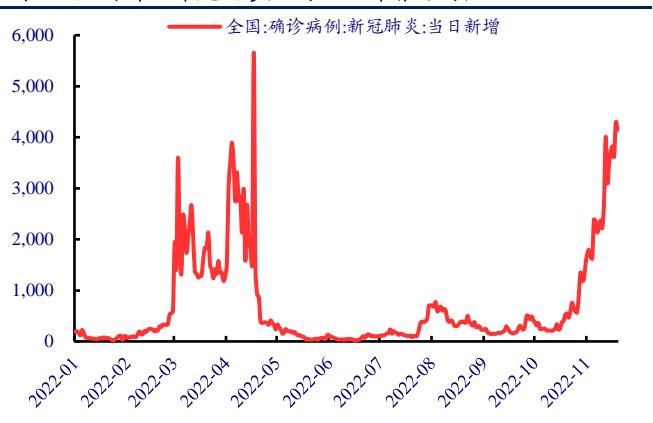
资料来源：政府官方网站，公开资料，中国银河证券研究院整理

**家居行业以线下渠道为主，疫情反复形成制约。**家居消费具备高价值、低频次特征，且产品质量直接影响用户身体健康、生活体验，消费者重视程度较高，因而以线下消费为主。

欧睿数据显示中国家居用品（包括家纺、室内家具、户外生活、照明等品类）线下消费占比接近 8 成，我们预计，剔除照明、家纺、户外生活等产品后，定制、软体家具线下消费占比将更高。疫情管控措施主要通过以下几个方面抑制家居线下消费：1) 房地产销售受抑制，工程建设延缓；2) 疫情直接影响消费者线下购买；3) 家居设计、安装等服务开展困难；4) 物流不畅导致供应链受阻等。

**2022 年疫情反复，家居行业经营承压。**伴随新冠病毒变异带来传播性提升，2022 年以来中国各地疫情反复，全国疫情于 3-4 月、8 月、10 月及 11 月以来呈现爆发状态，疫情管控导致家居行业经营受损，家具零售额在此阶段明显承压，4-5 月零售额同比降幅超过 10%，8 月同比降幅超过 8%。

图 14. 全国新冠肺炎确诊病例当日新增（例）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15. 家具类零售额当月值（亿元）



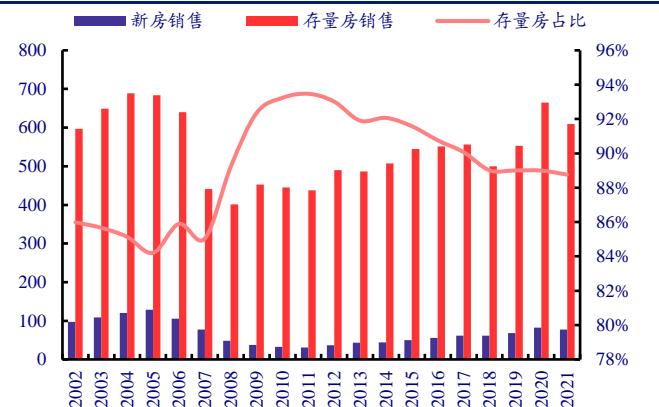
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**疫情防控措施调整优化，看好家居线下消费复苏。**12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，通知针对风险区域划分、核酸检测要求、隔离方式等多方面进行调整优化。我们认为，伴随疫情防控措施调整优化，制约因素将得到缓解，消费需求回暖带动线下客流复苏，且此前延期需求有望得到释放。

## 2、存量房需求持续增长，长期需求仍然坚挺

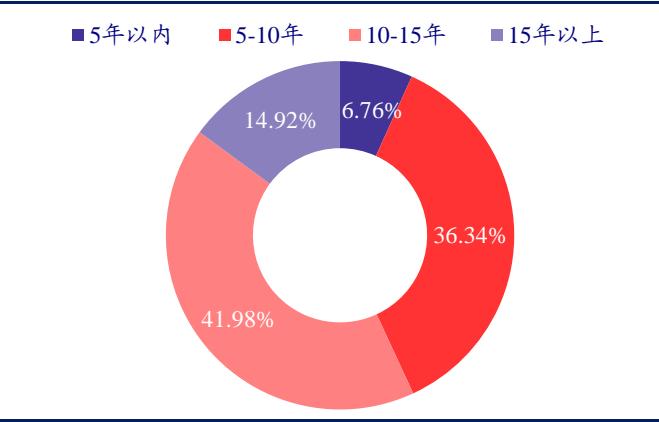
从需求结构来看，家居存量房需求可被划分为二手房交易需求及旧房翻新需求。

**对标美国，我国二手房市场还有较大成长空间。**自 2000 年以来，美国存量房销售占所有房屋销售比例保持在 85% 以上。而根据 CIC 统计及预测，2019 年我国存量房销售 6.7 万亿元，占比所有房屋销售 32.52%，预计未来将以 12.36% 的 CAGR 增长，并于 2024 年达到 12 万亿元，同时占比也将提升 10.95 个百分点，达到 43.48%。

**图 16. 美国房地产市场销售结构 (万套)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**未来旧房翻新需求将稳健增长。**据智研咨询统计数据显示，有 78.32% 的人群期望二次装修年限在 5-15 年之间。其中，36.34% 的人群二次装修的期望年限为 5-10 年，41.98% 的人群二次装修的期望年限为 10-15 年。而自 2007 年起，我国商品房销售面积快速增长，预计随着时间的推移，未来旧房翻新需求将跟随商品房销售历史趋势同步增长。

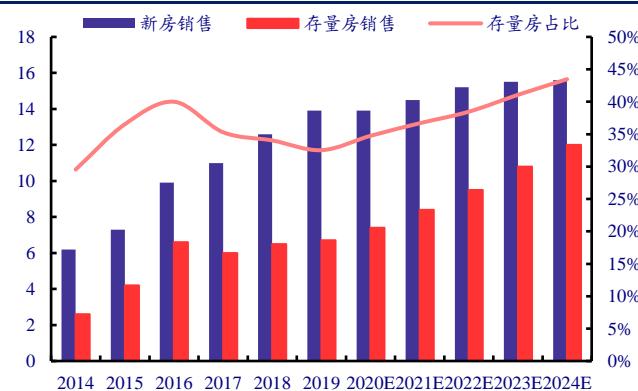
**图 17. 重新装修期望年限**


资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

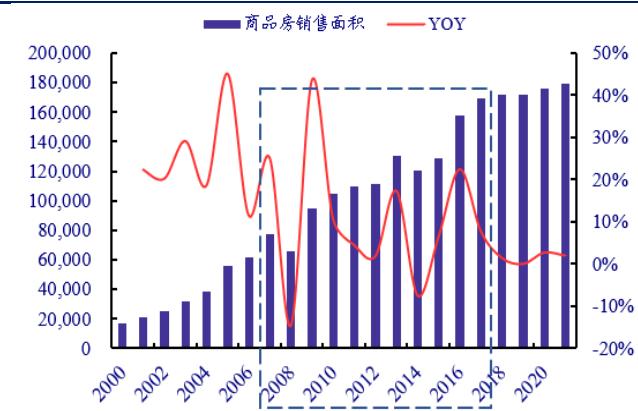
**未来将以存量房需求为主，预计 2026 年将超过新房。**我们预计，未来二手房交易及旧房翻新需求占比将持续增长，并于 2026 年合计超过新房需求：2021 年，新房、二手房及旧房翻新需求分别为 1,304、393、337 万套，分别占比 64%、19%、17%，预计将于 2026 年分别达到 1,050、357、794 万套，分别占比 48%、16%、36%。

核心假设：

- 1) 假设住宅销售面积 2022 年同比下降 15%，后续降幅趋缓，整体缓慢下降；现房销售比例 2022 年提升 0.15 pct，后续逐步下降至 10%；期房交付期为 2 年。
- 2) 假设单套住宅面积每年增长 0.5 平方米/套：①2014 年以来，单套住宅面积呈现上涨趋势；②根据欧睿数据，高面积家庭住宅占比缓慢提升。
- 3) 假设精装率每年增长 2 pct。

**图 16. 中国房地产市场销售结构 (万亿元)**


资料来源: CIC, 中国银河证券研究院

**图 18. 历年来我国商品房销售面积 (万平方米)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4) 假设二手房交易套数 2022 年同比下降 15%，此后逐步恢复增长。

5) 假设存量房翻新周期为 15 年。

表 2. 家居需求测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>新房需求</b>	<b>1257.88</b>	<b>1304.37</b>	<b>1340.67</b>	<b>1339.99</b>	<b>1143.79</b>	<b>1084.19</b>	<b>1050.27</b>
精装房需求	246.39	316.52	320.55	284.58	266.25	274.05	286.51
<b>毛坯房需求</b>	<b>1011.50</b>	<b>987.85</b>	<b>1020.12</b>	<b>1055.40</b>	<b>877.54</b>	<b>810.14</b>	<b>763.75</b>
住宅销售面积 (亿平方米)	15.49	15.65	13.31	12.64	12.26	11.89	11.66
YOY	3.15%	1.07%	-15%	-5%	-3%	-3%	-2%
住宅销售套数 (万套)	1355.59	1369.07	1158.64	1095.94	1058.47	1022.31	997.57
单套面积 (平方米/套)	114.25	114.33	114.83	115.33	115.83	116.33	116.83
现房销售面积比例	10.16%	10.45%	10.6%	10.4%	10.2%	10.0%	10.0%
精装率	24.01%	20.90%	22.90%	24.90%	26.90%	28.90%	30.90%
现房销售套数 (万套)	137.74	143.06	122.82	113.98	107.96	102.23	99.76
精装房 (万套)	33.07	29.90	28.12	28.38	29.04	29.54	30.82
毛坯房 (万套)	104.66	113.16	94.69	85.60	78.92	72.69	68.93
期房销售套数 (万套)	1217.86	1226.01	1035.83	981.96	950.51	920.08	897.81
精装房 (万套)	292.43	256.20	237.20	244.51	255.69	265.90	277.42
毛坯房 (万套)	925.43	969.81	798.62	737.45	694.82	654.17	620.39
<b>存量房需求</b>	<b>723.47</b>	<b>729.58</b>	<b>765.75</b>	<b>803.73</b>	<b>972.31</b>	<b>937.16</b>	<b>1150.70</b>
二手房交易 (万套)	420	393	334.05	317.35	320.52	333.34	356.68
YOY	-1.41%	-6.43%	-15%	-5%	1%	4%	7%
旧房翻新 (万套)	303.47	336.58	431.70	486.38	651.79	603.82	794.03
<b>需求结构</b>							
新房需求占比	63.49%	64.13%	63.65%	62.51%	54.05%	53.64%	47.72%
精装房需求占比	12.44%	15.56%	15.22%	13.28%	12.58%	13.56%	13.02%
毛坯房需求占比	51.05%	48.57%	48.43%	49.23%	41.47%	40.08%	34.70%
存量房需求占比	36.51%	35.87%	36.35%	37.49%	45.95%	46.36%	52.28%
二手房交易需求占比	21.20%	19.32%	15.86%	14.80%	15.15%	16.49%	16.21%
旧房翻新需求占比	15.32%	16.55%	20.49%	22.69%	30.80%	29.87%	36.08%

资料来源: Wind, 奥维云网, Euromonitor, 中国银河证券研究院测算

## (二) 家居龙头 Alpha 突出, 多措并举穿越周期

### 1、行业分化持续, 品类延伸支撑业绩表现

行业承压持续分化, 家居龙头表现稳健。2022 年以来, 地产下行叠加疫情反复等因素冲击下, 家居行业经营压力凸显, 前三季度, 家具类零售额同比下降 8.4%, 家具制造业营业收入同比下降 5.5%。而家居龙头在行业承压背景下营收表现稳健, 市场份额持续提升, 且部分二线龙头逆势推动渠道扩张, 表现同样亮眼, 如金牌厨柜和喜临门。2022 年前三季度, 定制家居企业欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜/尚品宅配营业收入分别同比变动+12.96% / +9.53% / +5.86% / +12.13% / -27.18%, 软体家居企业顾家家居/喜临门/慕思股份营业收入分别同比变动+4.06% / +13.85% / -2.77%。

表 3. 家居行业及企业营收增速

YOY	2019	2020	2021	2022Q1	2022H1	2022Q1-3
家具类零售额	5.10%	-7.00%	14.50%	-7.05%	-9.00%	-8.40%
家具制造业营收	1.50%	-6.00%	13.50%	3.20%	-4.00%	-5.50%
欧派家居	17.59%	8.91%	38.68%	25.60%	18.21%	12.96%

顾家家居	20.95%	14.17%	44.81%	20.05%	12.47%	4.06%
索菲亚	5.13%	8.67%	24.59%	13.53%	11.19%	9.53%
志邦家居	21.75%	29.65%	34.17%	11.17%	6.66%	5.86%
金牌厨柜	24.90%	24.20%	30.61%	17.24%	7.84%	12.13%
尚品宅配	9.26%	-10.29%	12.22%	-22.87%	-27.46%	-27.18%
喜临门	15.68%	15.43%	38.21%	12.35%	16.05%	13.85%
慕思股份	21.16%	15.29%	45.56%	0.20%	-2.03%	-2.77%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**品类延伸卓有成效，多品类协同支撑整体业绩表现。**家居龙头基于传统优势品类，不断丰富品类矩阵，新品类拓展持续贡献业绩增量，进而带动公司业绩稳健发展。定制方面，橱柜系企业品类拓展效果显著，22H1，欧派家居衣柜+31.43%、木门+18.18%，志邦家居衣柜+22.57%、木门+146.67%，金牌厨柜衣柜+32.01%、木门+142.28%。软体方面，顾家家居基于客厅空间向卧室空间延伸，并布局定制家具领域，流量前置的同时做大客单价，22H1 床类+23.75%、定制+20.65%。

表 4. 22H1 家居龙头分品类营收及增速（亿元）

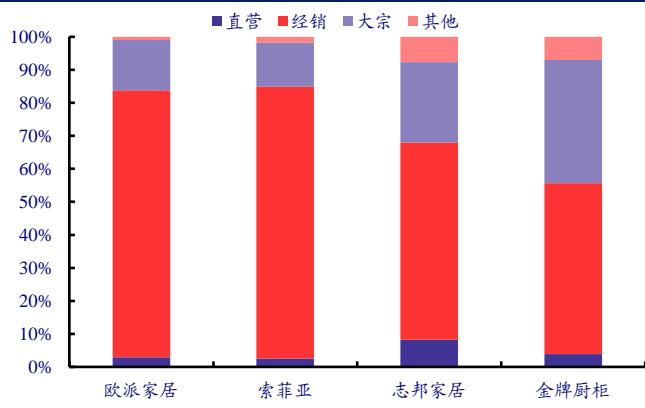
	橱柜		衣柜（含配套）		木门	
	营收	YOY	营收	YOY	营收	YOY
欧派家居	32.67	1.95%	52.19	31.43%	5.40	18.18%
索菲亚	5.39	-4.12%	39.16	13.23%	1.83	6.92%
志邦家居	10.17	-6.47%	8.34	22.57%	0.74	146.67%
金牌厨柜	9.81	-2.34%	3.64	32.01%	0.51	142.28%
沙发		床类		定制		
营收		营收		营收		YOY
顾家家居	47.09	14.37%	17.23	23.75%	3.54	20.65%
喜临门	4.89	9%	30.86	21%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 2. 深耕零售稳健发展，品类协同推动扩张

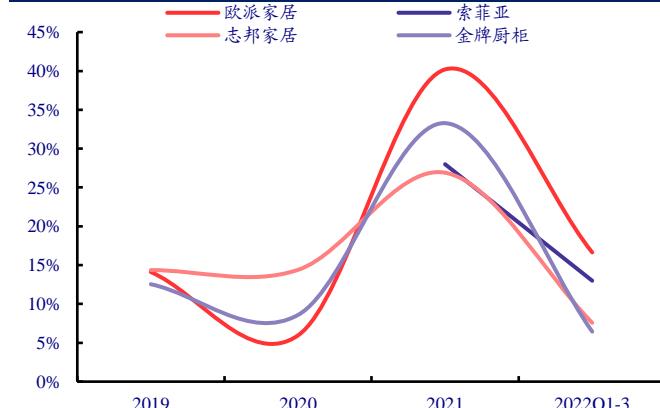
**经销渠道为基本盘，业绩表现稳健。**经销渠道为家居企业主要经营渠道，2022 年前三季度，定制家居一线龙头经销渠道占比超过 80%，欧派家居/索菲亚占比分别为 80.91% / 82.35%；二线龙头经销渠道占比超过 50%，志邦家居/金牌厨柜占比分别为 59.71% / 51.8%。同时，行业承压背景下，家居龙头经销渠道维持稳健成长，2022 年前三季度增速维持在 6%以上。

图 19. 家居龙头渠道结构 (22Q1-3)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

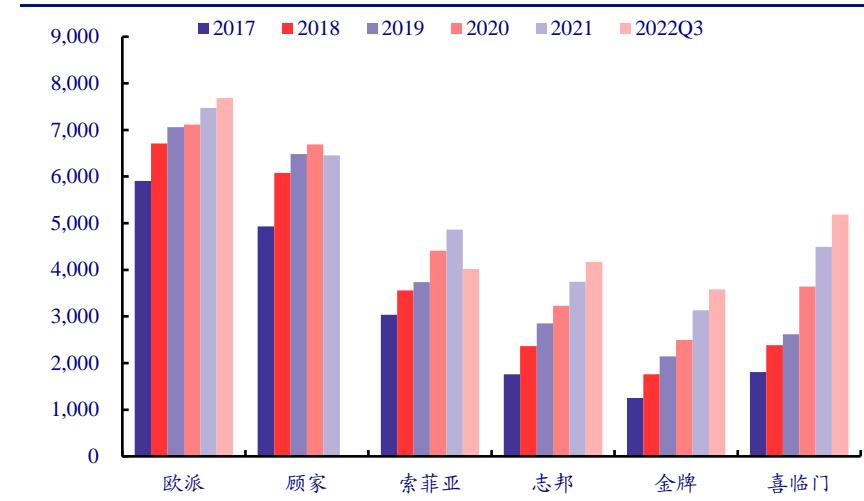
图 20. 家居龙头经销渠道增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**门店数量稳步提升，优化升级提升客户体验。**经销门店数量持续扩张，一线龙头门店基数较大，数量已大体饱和，开店速度趋缓，后续门店增量主要源于品类、品牌扩展及渠道下沉；二线龙头仍存在较大开店空间，门店数量稳步提升，且在压力背景下逆势开店，带动业绩稳健成长，22Q3，志邦家居/金牌厨柜/喜临门分别较21年末新增425/449/691家。同时，头部企业布局融合大店，实现多品类协同，取得更好的展示效果，并推动门店店态升级，全方位优化设计风格、产品陈列等，提升客户选购体验，提高转化率。

图 21. 家居龙头门店数量 (家)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

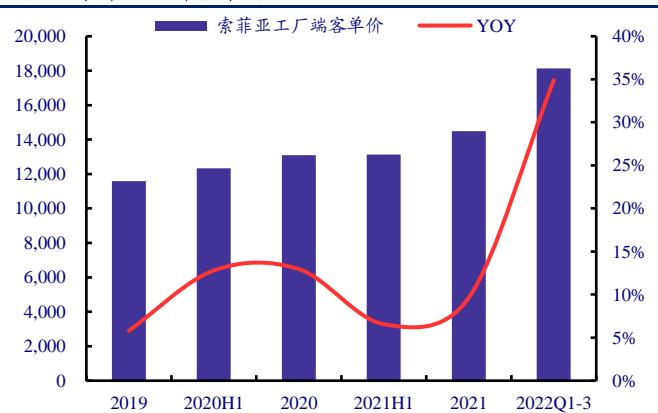
**整家战略实现品类协同，客单价增长未来可期。**家居龙头推出整家战略实现品类协同，将单一空间定制扩大至整个家居环境，既满足消费者一站式购物需求，又充分挖掘客流消费潜力，实现客单价提升，以索菲亚为例，2022年前三季度，索菲亚工厂端客单价达到18,133元，同比增长34.89%。我们认为，后续家居龙头客单价仍有较大提升空间，索菲亚推动C6计划，欧派同样有相关规划，后续有望持续通过产品升级&品类协同&空间拓展等方式提升单客消费。

图 22. 欧派整家 2.0 套餐



资料来源：公开资料，中国银河证券研究院

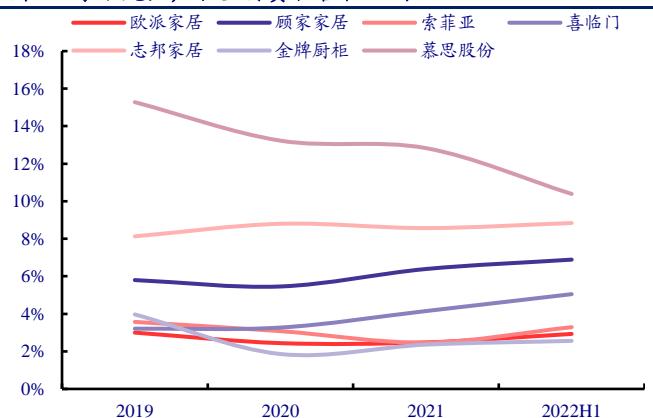
图 23. 索菲亚品牌客单价 (元)



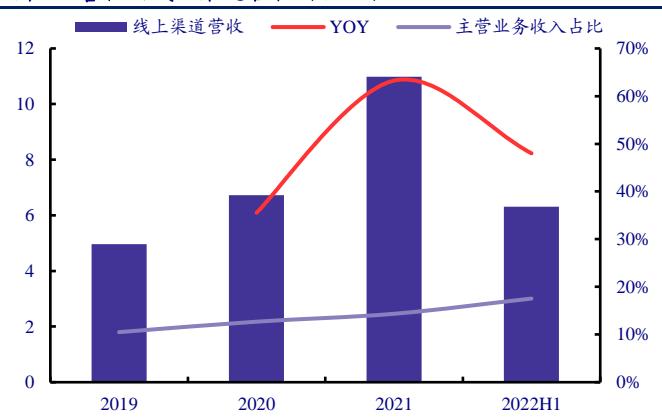
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**线上布局扩充流量矩阵，定制引流，软体发力。**伴随互联网的蓬勃发展，线上已成为家居企业获取流量的重要来源，是家居企业进行品牌宣传、销售引流及产品销售的重要领域。

定制来看，定制家具销售重服务，企业主要将线上渠道作为引流及品牌宣传手段，通过线上获取流量，吸引消费者线下进一步进店体验，最终达成销售。软体来看，软体企业更加注重品牌营销，通过线上自媒体、直播等多种形式获取曝光，广告宣传费占营收比例明显高于定制企业平均。同时，喜临门积极培育线上渠道作为第二销售增长曲线，连续 8 年位居天猫、京东、苏宁三大平台床垫类目第一，22H1，我们预计喜临门线上渠道实现营收约 6.3 亿元，同比增长约 48%，主营业务收入占比约 17.5%，较 21 年提升约 3 pct。

**图 24. 家居龙头广告宣传费占营收比例**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 25. 喜临门线上渠道营收 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 3、整装实现流量前置，业绩有望持续高增

**流量前置获取增量，三种模式实现拓展。**家装行业市场空间巨大，且装企流量先于定制企业。定制龙头通过同装企建立合作，以自身产品、品牌、供应链等优势进行赋能，进而开拓整装渠道，实现流量前置。目前来看，家居龙头切入整装渠道主要有三种模式：1) 供货商模式；2) 服务商模式；3) 直供模式。

**表 5. 整装渠道主要合作模式**

	定制企业功能	经销商功能	装企功能
供货商模式	客户管理、经销商管理	前端销售、后端服务	提供位置、客户引流
服务商模式	销售政策支持、产品供货支持、合作过程管理	后端服务（下单、运输、安装、售后）	前端销售（团队组建、开店、设计、销售）
直供模式	家装经销商合作管理		前端销售、后端服务

资料来源: 欧派厨卫&amp;欧派衣柜品质整装“千城千亿计划”发布会, 中国银河证券研究院

**持续加码整装渠道，家居龙头快速扩张。**欧派家居凭借自身品牌及产品优势，在行业内率先开展整装渠道拓展，于 2018 年开始试点推进，在探索中实现快速发展，2022 年上半年预计整装大家居实现营收超 10.4 亿元，同比增长超 60%。索菲亚于 2019 年开发整装渠道，2020 年开始起步，后续表现亮眼，2022 年上半年整装渠道实现营收 3.61 亿元，同比增长 167.26%。

表 6. 家居龙头整装渠道情况梳理

最新整装渠道发展情况	
欧派家居	1) 整装大家居品牌焕新为“铂尼思”，在行业内率先提出“一站式超级集成服务商”的愿景。 2) 22H1，欧派衣柜合作各地头部装企数量超 600 家，实现整装业绩超 6 亿元，业绩翻两倍增长。 3) 发布“千城千亿计划”，欧派衣柜计划于 2022-2025 年合作装企数量超 3,000 家，开设 800-1000 家“欧派高颜定制整装店”，助力装企突破亿元产值；欧派厨卫计划 2022 年完成全国 5,000 家装企传略合作，优选开设 3,000 家“欧派厨卫品质整装店”。
索菲亚	22H1，整装渠道实现营收 3.61 亿元，同比增长 167.26%。其中，索菲亚品牌实现 3.26 亿元，同比增长 176.54%；司米品牌实现 0.3 亿元，同比增长 119.27%；华鹤品牌实现 0.05 亿元，同比增长 42.92%。
志邦家居	发布“超级邦”装企服务战略，2022 年下半年拟通过设立“超级邦”区域服务中心，建立超级棒星级服务团队和评价体系，建立设计、生产、配送、仓储、安装、交付为一体的全托级服务标准。
尚品宅配	2021 年，公司整装模式实现营收 11.09 亿元，同比增长 53.69%。其中，广州、佛山、成都、南京、深圳五地圣诞鸟整装交付 2,703 户，同比增长约 35%。

资料来源：公司公告，欧派厨卫&欧派衣柜品质整装“千城千亿计划”发布会，中国银河证券研究院

建议关注：

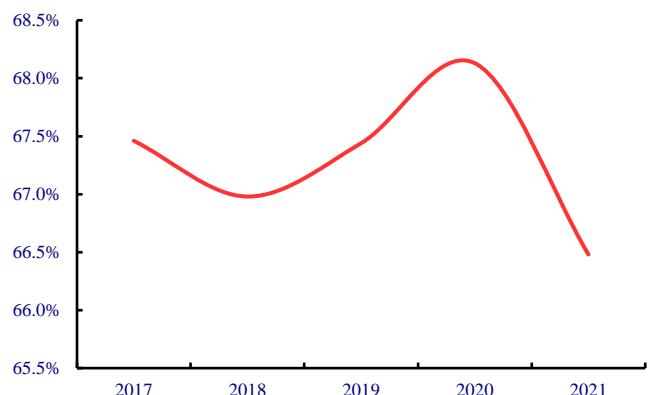
1) 定制龙头方面，大举推进大家居战略，产品、品牌、渠道优势持续赋能的**欧派家居 (603833.SH)**；多品牌矩阵结构清晰稳步发展，品类协同驱动客单价提升，全渠道布局不断深化的**索菲亚 (002572.SZ)**；持续推进品类拓展&渠道布局，成长路径清晰的**志邦家居 (603801.SH)**；持续深化全品类、全渠道战略布局，品类拓展表现亮眼，渠道实力不断增强的**金牌厨柜 (603180.SH)**；推动零售渠道发展，B 端业务占比高，有望充分受益于竣工端改善的**江山欧派 (603208.SH)**。

2) 软体龙头方面，多渠道、多品类拓展，打造大家居融合店模式的**顾家家居 (603816.SH)**；多品类协同发展，全渠道战略不断深化，大举投入打造国民品牌的**喜临门 (603008.SH)**；聚焦中高端市场打造高端品牌形象，以优势床类产品为基础向外进行品类延伸，并稳健推进渠道布局的**慕思股份 (001323.SZ)**。

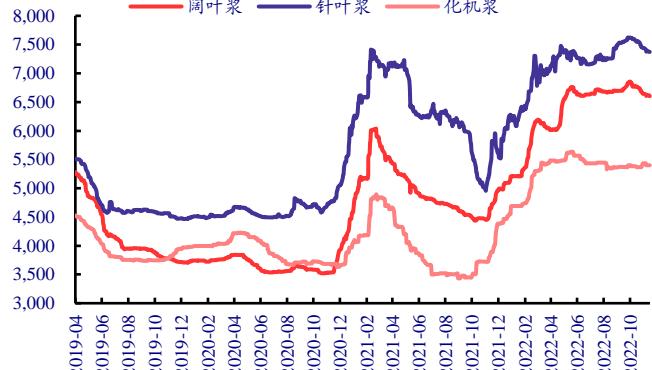
### 三、造纸：浆价下行&需求复苏实现业绩改善

#### (一) 浆纸系：浆价下行可期，看好盈利弹性释放

**多重因素冲击致供应紧张，浆价上涨维持高位。**受俄乌冲突、产能投放延期、罢工及物流等因素冲击，全球纸浆供应紧缺，带动纸浆价格上涨，而中国纸浆进口依存度处于较高水平，价格趋势同外盘基本保持一致，截至 2022 年 11 月 30 日，中国阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别为 6,602、7,372、5,400 元/吨，分别较年初上涨 29.63%、21.68%、20.9%。目前来看，浆价已有所松动开始下行，11 月 30 日三大纸浆价格分别较近期高点下降 3.65%、3.27%、0.61%。

**图 26. 中国木浆进口依存度**


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**图 27. 阔叶浆、针叶浆及化机浆平均价格 (元/吨)**


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**产能投放缓解供应压力，看好后续浆价下行。**纸浆供给有望得到增强，后续 Arauco 156 万吨、UPM 210 万吨木浆产能预计将分别于 22Q4、23Q1 投放，待产能爬坡结束后，有望缓解纸浆供应压力，于 23Q1 左右开始带动纸浆价格下行。同时，后续纸浆新建产能充足，预计未来纸浆成本长期向好。

**表 7. 全球纸浆产能规划**

	浆厂	浆种	产能 (万吨)	预计投产时间
2022	Arauco	阔叶浆	156	22Q4
	UPM	阔叶浆	210	23Q1
2023	Metsa	阔叶浆	50	23Q3
		针叶浆	100	23Q3
	Euca Energy	阔叶浆	200	23Q4
2024	CMPC	阔叶浆	35	23Q4
	Suzano	阔叶浆	255	24H2
	Paracel	阔叶浆	180	24底 or 25初

资料来源：中纸网，纸视界，EUWID PULP&amp;PAPER，中国银河证券研究院

**文化纸供给增量有限，白卡纸产能规划较多。**据卓创资讯统计，文化纸后续新增产能有限，双胶纸预计仅 23 年底新增北海玖龙 55 万吨产能，双铜纸后续无新增产能；白卡纸后续产能规划较多，预计 22Q4 有 60 万吨产能投放，23、24 年分别有 200、428 万吨产能投放。

**表 8. 中国白卡纸产能规划**

时间	纸企	产能 (万吨)	投产时间
2022	仙鹤股份	60	22Q4
	联盛纸业	100	23Q1
2023	亚太森博	100	23Q4
	联盛纸业	100	24Q4
	黄冈晨鸣	138	24Q4
2024	江苏博汇纸业	100	24Q4
	广西金桂	90	24Q4
	新乡新亚纸业	40	25Q1
2025	亚太纸业	100	25Q4
	黄冈晨鸣	36	25Q4
	亚洲浆纸	81.6	25Q4

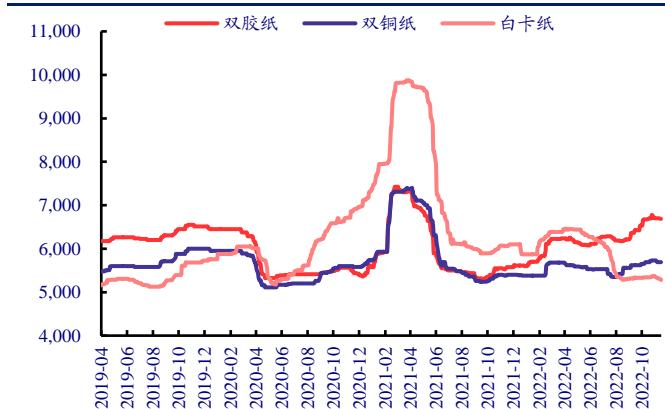
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**外需支撑纸企出口表现，看好后续内需复苏。**2022 年以来，国内受疫情反复影响经济承受较大压力，下游需求有限；伴随海外通胀、能源价格飙升、物流受阻等多重因素影响，海

外纸企经营成本大幅抬升，纸价大幅上涨，国内纸企积极把握出口机遇，上半年太阳纸业、晨鸣纸业境外营收分别同比增长 53.68%、120.86%。展望未来，我们认为，内需将在疫情政策调整优化下实现复苏，支撑成品纸表现；外需或将受限于国外宏观经济影响而疲软，7 月以来造纸及纸制品业出口交货值持续回落，后续仍有可能延续回落态势。

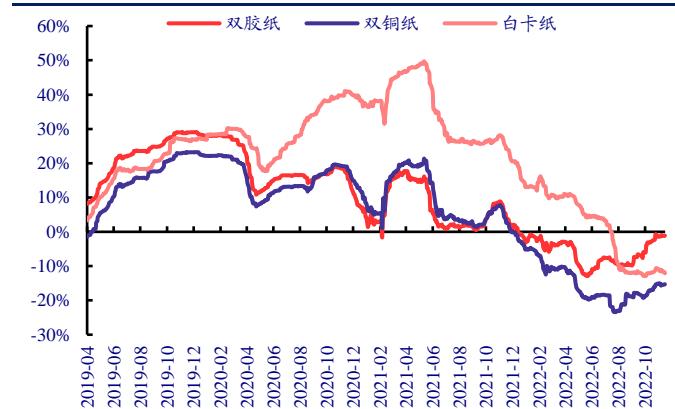
**文化纸提价提振毛利率，白卡纸价格疲软致盈利能力下滑。**文化纸方面，伴随文化纸需求企稳，8 月下旬以来，头部纸企提价落地效果良好，带动价格提升，11 月 30 日双胶纸、双铜纸价格分别为 6,687、5,690 元/吨，较 8 月阶段性底部分别上涨 8.3%、6.36%，进而带动毛利率分别提升 8.68、8.17 pct，达到-1.1%、-15.29%。白卡纸方面，疫情影响致下游需求较弱，叠加 20、21 年大量产能投放，白卡纸价格表现疲软，22 年 11 月 30 日价格较 5 月阶段性高点下降 18.14%，进而带动毛利率下降，11 月 30 日达到-12.08%。

图 28. 中国浆纸系成品纸平均价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 29. 中国浆纸系成品纸日度毛利率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**特种纸行业属性优良，提价持续落地。**特种纸行业具备定制化特征，行业龙头同下游大客户深度绑定，竞争格局优良，且受益于下游应用需求稳健扩张，行业供需保持良性发展。本轮浆价上涨中，特种纸较其他纸种具备更强的价格传导能力，涨价函持续落地。在未来浆价下行中，特种纸价格有望保持一定坚挺，支撑纸企盈利表现。

表 9. 近期特种纸提价梳理

公告时间	纸企	纸种	执行时间	提价幅度
2022.06.25	冠豪高新	热升华转印纸全系列产品	2022.07.01	1500 元/吨
	仙鹤股份	喷绘热转印原纸	2022.07.01	1500 元/吨
	江河纸业	所有产品	2022.07.01	1500 元/吨
2022.07.15	仙鹤股份	喷绘热转印原纸	2022.08.01	1000 元/吨
	冠豪高新	热升华转印纸全系列产品	2022.08.01	1000 元/吨
	江河纸业	所有产品	2022.08.01	1000 元/吨
2022.07.20	江河纸业	格拉辛纸	2022.08.01	500 元/吨
	五洲特纸	格拉辛纸	2022.08.01	500 元/吨
2022.07.21	仙鹤股份	格拉辛纸	2022.08.01	500 元/吨
	仙鹤股份	喷绘热转印原纸	2022.09.01	1000 元/吨
2022.08.15	江河纸业	所有产品	2022.09.01	1000 元/吨

资料来源：曼谈纸业，纸视界，中国银河证券研究院

## （二）废纸系：价格表现不振，静待需求复苏

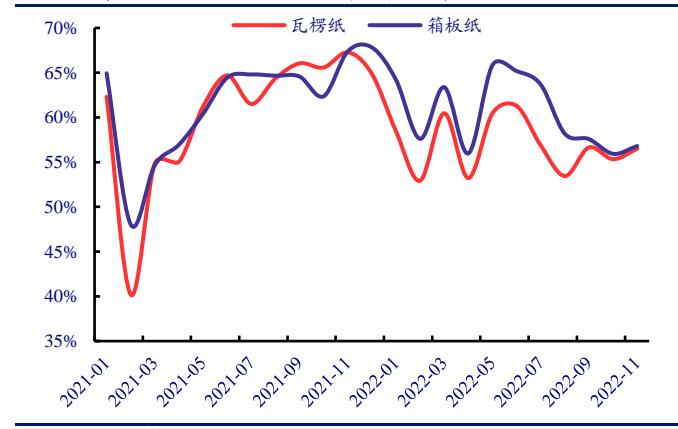
**停机检修致需求下降，废黄板纸价格快速下行后维持低位。**受前期政策影响，废黄板纸

供给紧缺带动价格大幅上涨，后续维持高位，2022年7月以来，伴随纸厂停机检修带动开工率下降，瓦楞、箱板纸开工负荷率处于低位，废黄板纸需求不振导致价格向下，截至11月30日，废黄板纸价格达到1,994元/吨，较7月高点下降15.19%。

图 30. 中国废黄板纸平均价格（元/吨）



图 31. 中国瓦楞、箱板纸月度开工负荷率



需求不振致价格持续下行，压制成品纸盈利能力。瓦楞、箱板纸主要应用于纸箱，纸箱消费占比分别为93%、100%，同消费息息相关。受疫情反复等因素影响，我国消费呈现疲软态势，1-10月社零总额仅同比增长0.6%。因此，瓦楞、箱板纸受限于需求，价格持续下行，截至11月30日，均价分别为3,278、4,439元/吨，较年初分别下降15.61%、9.35%。而毛利率虽在原材料成本下行过程中有所修复，但受限于成品纸价格表现快速回落，截至11月30日，瓦楞、箱板纸毛利率分别为10.18%、22.73%。

图 32. 中国瓦楞、箱板纸平均价格（元/吨）

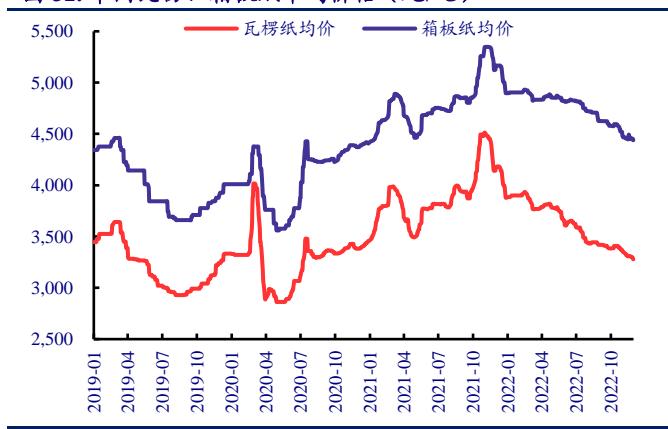
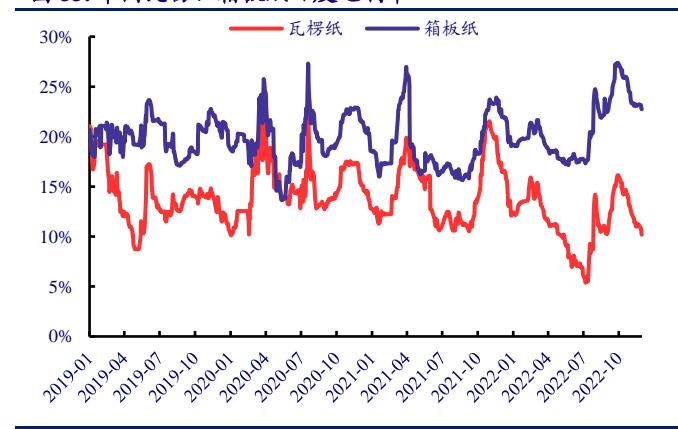


图 33. 中国瓦楞、箱板纸日度毛利率



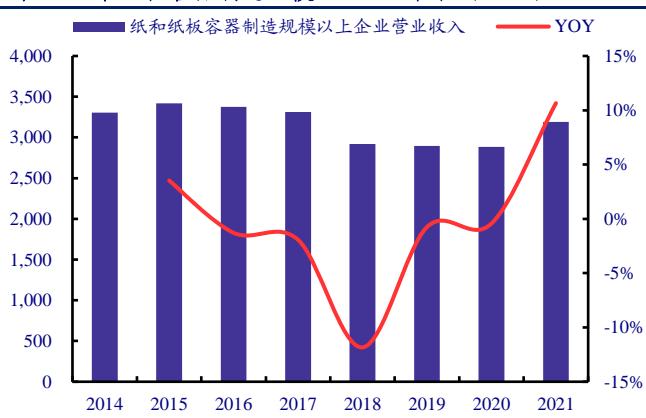
建议关注：林浆纸一体化布局，成本控制推动盈利能力优化的太阳纸业（002078.SZ）；不断优化造纸业务运营效率，加快产业布局，未来有望充分受益于碳汇业务成长的岳阳林纸（600963.SH）；品类扩张持续推动业绩成长，多品种协同提高经营效率的仙鹤股份（603733.SH）。

## 四、包装：成本下行实现弹性，龙头业务拓展成效突出

### (一) 纸包装行业不断集中，包装纸价格向下延伸

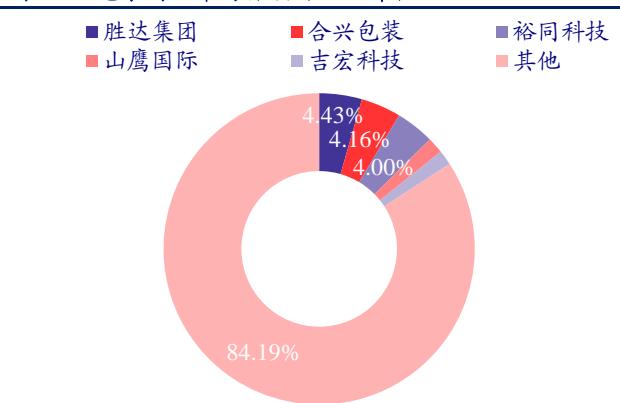
纸包装规模持续扩容，份额分散未来有望集中。伴随“绿色经济”不断深化发展，纸包装需求日益旺盛，应用范围持续扩大。据中国包装联合会统计，2021年中国纸和纸板容器制造行业规模以上企业营业收入达到3,192.03亿元，同比增长10.65%，为2016年以来首次实现正增长。竞争格局来看，纸包装业务营收过百亿的三家企业分别为胜达集团/合兴包装/裕同科技，市场份额分别为4.43%/4.16%/4%。

图 34. 纸和纸板容器制造规模以上企业营收（亿元）



资料来源：中国包装联合会，中国银河证券研究院

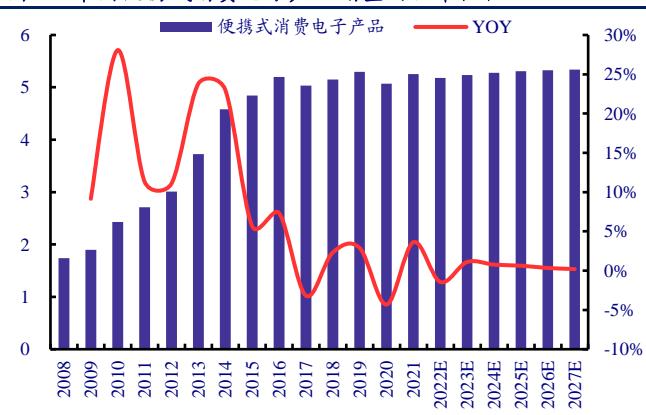
图 35. 纸包装行业市场份额（2020 年）



资料来源：中国包装联合会，中国银河证券研究院

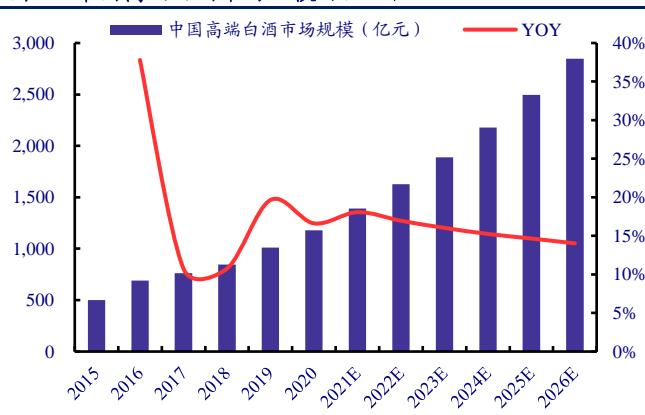
便携式消费电子产品销量小幅增长，高端白酒需求稳步提升。据 Euromonitor 统计及预测，2021年中国便携式消费电子产品（包括耳机、成像设备、手机、便携式播放器、可穿戴电子产品等）销量为5.25亿单位，同比增长3.63%，预计2022年受疫情影响同比下降1.44%，预计将于2027年达到5.34亿单位，6年CAGR为0.27%。白酒需求方面，整体白酒规模持续下降，高端白酒结构性增长，2020年市场规模为1,179亿元，同比增长16.62%，预计将于2026年达到2,846亿元，6年CAGR为15.82%。

图 36. 中国便携式消费电子产品销量（亿单位）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 37. 中国高端白酒市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

包装纸价格持续向下延伸，纸包装盈利能力将持续改善。受限于下游消费需求疲软，包

装纸价格持续向下延伸。其中，瓦楞纸、箱板纸在上游原材料废黄板纸成本快速下行带动下，价格下滑幅度加剧，而白卡纸在供需压力影响下，价格自7月以来快速下降并维持低位。截至11月30日，瓦楞纸、箱板纸及白卡纸价格年初以来分别下降15.61%、9.35%、10.07%。展望未来，预计瓦楞纸、箱板纸价格将维持低位，白卡纸后续产能投放将压制价格表现，且前期包装纸价格下降将逐步传导至纸包装企业报表端，后续盈利有望进一步提升。

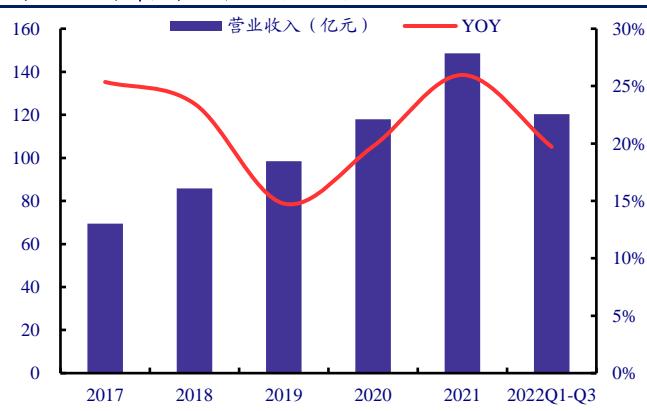
图 38. 包装纸价格 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

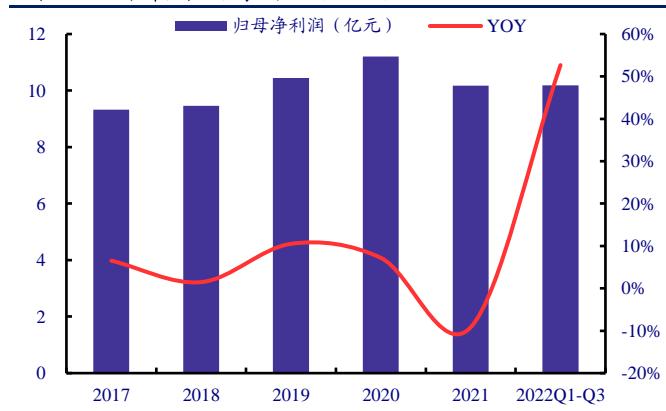
大包装战略稳步推进，裕同科技归母净利润维持高增。2022年Q1-Q3，裕同科技实现营收120.37亿元，同比上涨19.71%；归母净利润10.19亿元，同比上涨52.67%。公司3C业务稳健成长，大包装战略稳步推进，多元化布局实现新发展，数字化产业链和智能工厂持续赋能，下游行业延伸至互联网、智能家居及宠物用品，并横向并购深圳仁禾及华宝利电子，拓展智能穿戴设备包装及声学产品领域，实现产业协同。

图 39. 裕同科技营业收入 (亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 40. 裕同科技归母净利润 (亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 金属包装需求持续扩容，原材料价格持续下行

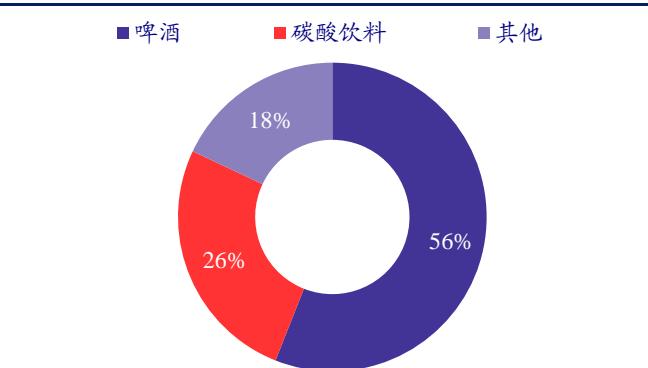
二片罐需求稳步增长，结构以啤酒和碳酸饮料为主。据智研咨询统计数据显示，2020 年中国二片罐需求量为 521.8 亿罐，同比增长 1.83%；市场规模为 229.59 亿元，同比增长 6.69%。结构来看，中国二片罐需求以啤酒和碳酸饮料为主，2019 年中国二片罐需求中，啤酒占比 56%，碳酸饮料占比 26%。

图 42. 二片罐历年需求（亿罐）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

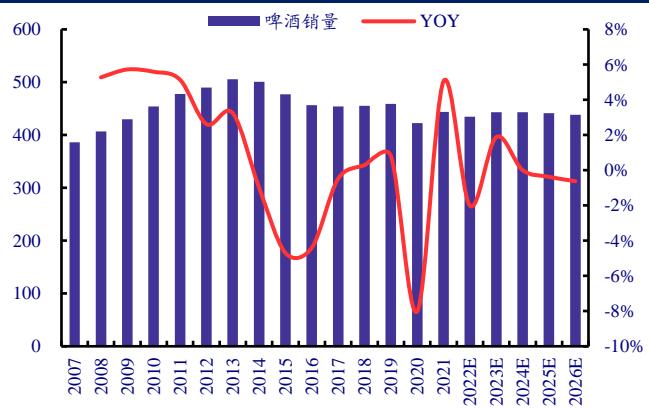
图 43. 中国二片罐需求结构 (2019 年)



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

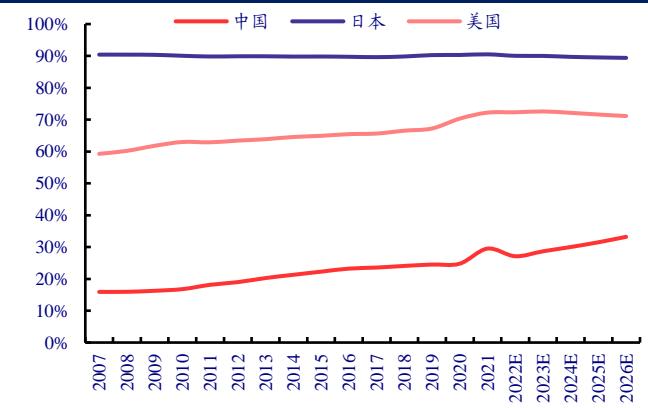
啤酒销量维持稳定，罐化率持续提升。据 Euromonitor 统计及预测，中国啤酒销量位列全球第一，2021 年达到 443.61 亿升，同比提升 5.05%，预计将于 2026 年达到 438.49 亿升，基本维持稳定。啤酒包装方面，中国啤酒罐化率稳步提升，2021 年达到 29.5%，对标日美（90.49%、70.19%）还有较大提升空间，预计将于 2026 年达到 33.19%，将贡献啤酒金属包装增量需求。

图 44. 中国啤酒销量 (亿升)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 45. 中日美啤酒罐化率



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

碳酸饮料销量稳步增长，减糖类料将快速扩容。据 Euromonitor 统计及预测，2021 年中国碳酸饮料销量为 128.09 亿升，同比增长 14.33%，预计将于 2027 年达到 217.95 亿升，6 年 CAGR 达到 9.26%。其中，减糖类碳酸饮料快速增长，2021 年达到 14.64 亿升，同比增长 49.85%，预计将于 2027 年达到 38.18 亿升，6 年 CAGR 达到 17.32%。

**图 46. 中国碳酸饮料销量 (亿升)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

三片罐需求稳步增长，能量饮料持续扩张，植物牛奶维持稳定。三片罐主要应用于能量饮料及植物牛奶领域，如红牛、六个核桃等产品罐装包装。据 Euromonitor 统计及预测，2021 年，中国能量饮料销量达到 27.01 亿升，同比增长 13.12%，预计将于 2027 年达到 42.29 亿升，6 年 CAGR 为 7.76%；中国植物牛奶销量达到 35.73 亿升，同比增长 16.96%，预计将于 2027 年达到 36.07 亿升，6 年 CAGR 为 0.16%。

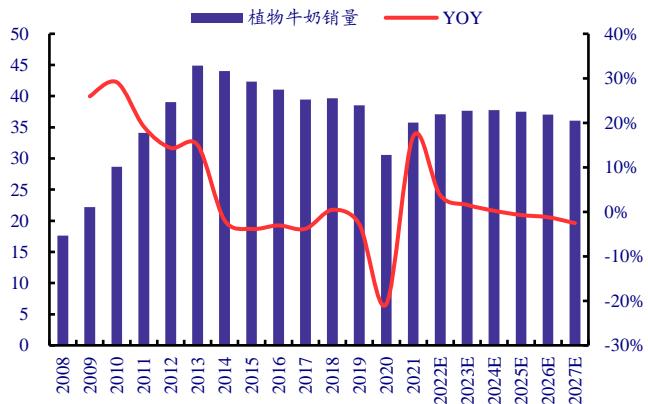
**图 48. 中国能量饮料销量 (亿升)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

金属包装原材料价格快速下行，盈利能力料将持续改善。据金属包装企业招股说明书数据显示，金属包装原材料中，二片罐、三片罐主要原材料分别为铝材、马口铁（镀锡板卷）。2020 年以来，金属包装原材料价格持续上行，铝现货价最大涨幅达到 92.58%，富仁天津镀锡板卷均价最大涨幅达到 74.92%，进而导致金属包装毛利率持续下降。2022 年 3 月以来，金属包装原材料价格持续下行，11 月 25 日铝现货价为 18,976 元/吨，较 3 月高点以来下降 16.36%，11 月 30 日天津富仁镀锡卷均价为 6433.33 元/吨，较 3 月高点以来下降 22.33%，预计未来原材料价格或将维持低位，金属包装毛利率将得到修复。

**图 47. 中国减糖类碳酸饮料销量 (亿升)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**图 49. 中国植物牛奶销量 (亿升)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

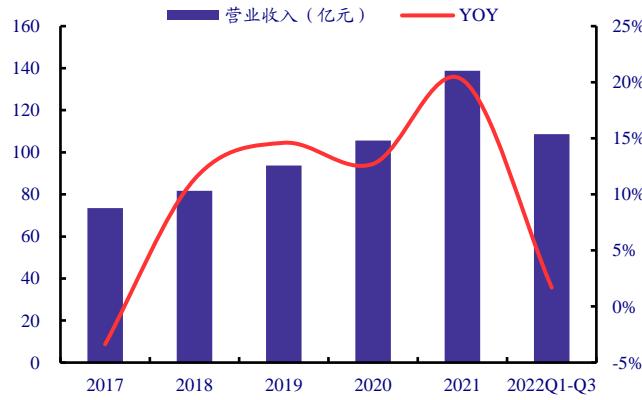
**图 50. 铝现货价 (元/吨)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

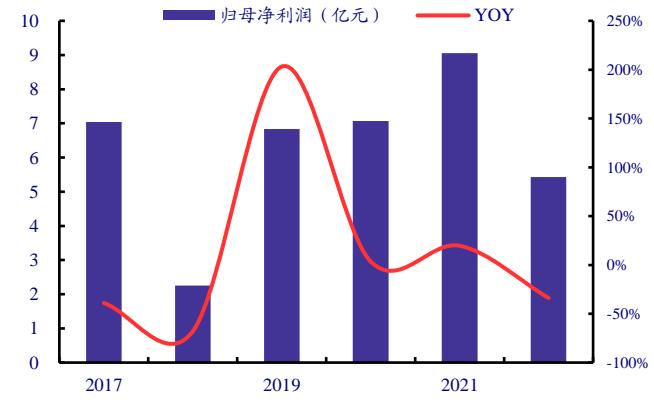
**图 51. 天津富仁镀锡卷均价 (元/吨)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**奥瑞金营收同比企稳回暖，“包装+”战略实现长期成长。**2022年Q1-Q3，奥瑞金实现营收108.64亿元，同比增长1.69%；实现归母净利润5.43亿元，同比下降33.85%。公司贯彻“包装+”战略，持续推进业务拓展，金属包装产能布局规模优势显著，积累丰富下游头部客户资源，部分下游行业成长贡献公司需求增量；公司通过自主研发或合作等方式，推出系列饮料类及预制菜类自有品牌产品，未来将持续成长。

**图 52. 奥瑞金营业收入 (亿元)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

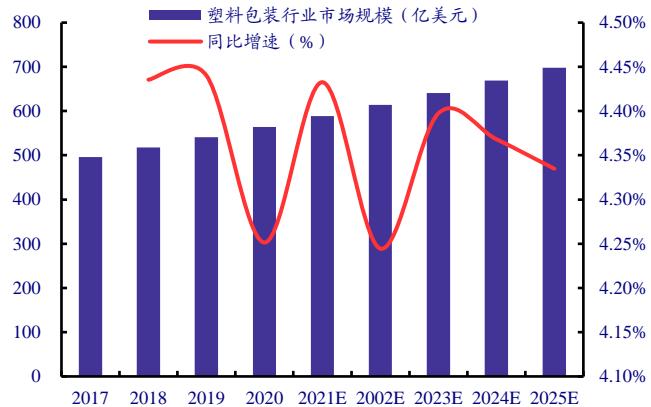
**图 53. 奥瑞金归母净利润 (亿元)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 奶酪棒包装快速成长，原材料价格维持低位

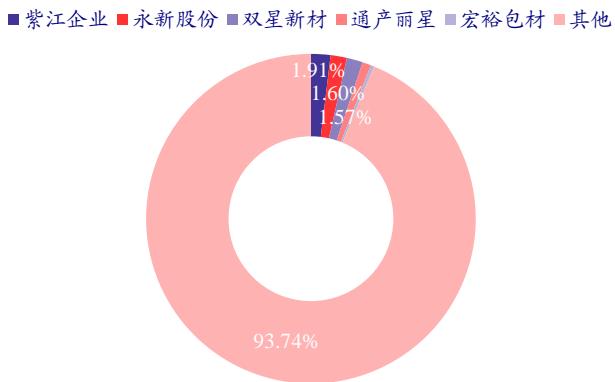
**政策支持&技术升级驱动塑料包装市场规模稳健成长，市场集中度有待提升。**我国塑料包装起步于上世纪70年代末，目前已步入成熟期，市场规模缓慢成长。根据Grand View Research统计数据显示，2020年我国塑料包装行业市场规模为564亿美元，同比增长4.25%，预计到2025年市场规模将达到698亿美元，5年CAGR为4.35%。竞争格局来看，2020年，CR3仅为5.08%，CR5为6.26%。其中，紫江企业为最大的塑料包装企业，市场份额达到1.91%，第二位、第三位分别是永新股份和双星新材，市场份额分别为1.6%、1.57%。

图 54. 我国塑料包装行业市场规模 (亿美元)



资料来源: Grand View Research, 中国银河证券研究院

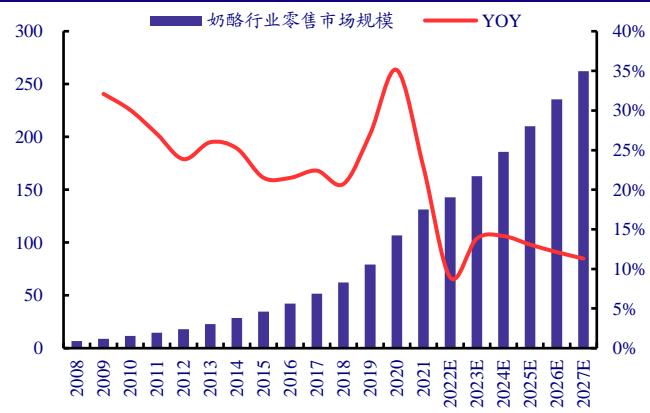
图 55. 塑料包装行业市场份额 (2020 年)



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

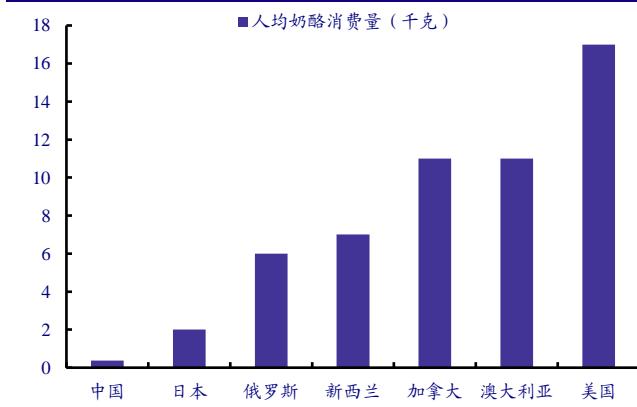
奶酪行业快速增长贡献包装增量，对标海外仍具备较大发展空间。上海艾录研发了主要用于奶酪棒包装的食品级复合塑料包装，高技术壁垒助力其深度绑定国内奶酪棒第一品牌妙可蓝多。2018 年至今，奶酪棒市场迅速崛起，带动我国加工奶酪市场快速发展，新市场得以开拓，贡献奶酪行业新增量。据 Euromonitor 统计数据显示，2021 年，奶酪行业零售市场规模达到 131.2 亿元，同比增长 22.83%，预计未来 6 年将以 12.22% 的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 262.09 亿元。对标海外，中国奶酪行业发展前景广阔，2021 年中国奶酪人均消费量仅 0.37kg，与海外差距较大，对标有相似饮食习惯的日本仍有超过 4 倍的提升空间。

图 56. 我国奶酪行业零售市场规模 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 57. 各国奶酪人均消费量 (2021 年)

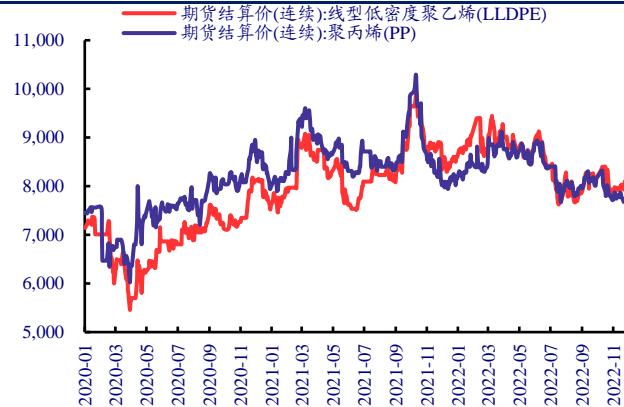


资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

塑料原材料价格有望下行，塑料包装盈利料将持续改善。截至 2022 年 11 月 30 日，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价分别为 85.43、80.55 美元/桶，分别较 2022 上半年最高点下降 33.25%、34.88%；线型低密度聚乙烯 (LLDPE) 期货结算价为 8,030 元/吨，聚丙烯期货结算价为 7,810 元/吨，分别较 22 上半年最高点下降 14.99%、14.36%。展望未来，后续伴随海外经济走弱，需求疲软有望带动原油产业链价格下行，塑料原材料成本仍有望进一步缓解，看好后续盈利持续改善。

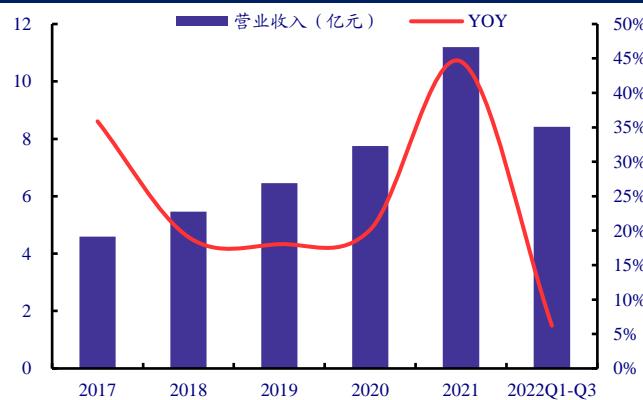
**图 58. 国际原油价格走势 (美元/桶)**


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

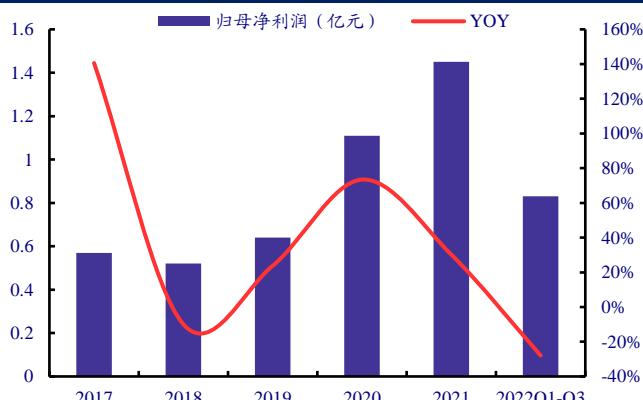
**图 59. 化工产品价格走势 (元/吨)**


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

上海艾录营收小幅增长,优势突出长期成长性显著。2022年Q1-Q3,上海艾录实现营收8.42亿元,同比提升6.21%;归母净利润0.83亿元,同比下降27.92%。公司工业用纸包装稳健发展,长期深耕积累下游头部客户资源;复合塑料包装绑定奶酪行业头部企业,伴随原材料价格企稳、疫情形势改善带动消费回补,奶酪棒包装需求将得到复苏,公司业绩有望实现快速修复。

**图 60. 上海艾录营业收入 (亿元)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 61. 上海艾录归母净利润 (亿元)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

建议关注:受益于下游3C、白酒板块增长,大包装战略持续推进的裕同科技(002831.SZ);以三片罐、二片罐为主营业务的金属包装龙头企业奥瑞金(002701.SZ);掌握塑料包装核心技术,深度绑定奶酪龙头的上海艾录(301062.SZ)。

## 五、轻工新消费:细分板块前景向好,精选龙头把握成长

### (一) 文具:消费升级驱动C端扩容,B端市场空间广阔

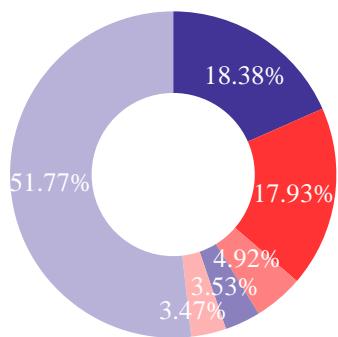
#### 1、消费升级为核心驱动,C端文具市场仍有扩容空间

中国为全球第一大书写工具市场,市场规模稳健成长。据Euromonitor统计数据显示,2021年全球书写工具市场规模为197.34亿美元,同比增长5.25%,其中,中美市场合计占比

超3成，中国为全球第一大书写工具市场，市场规模占比18.38%，美国为第二，市场规模占比17.93%。2021年，中国书写工具市场规模为247.68亿元，同比增长7.05%，预计未来5年将以7.16%的CAGR继续成长，并于2026年达到349.96亿元。

图41. 全球书写工具市场分布 (2021年)

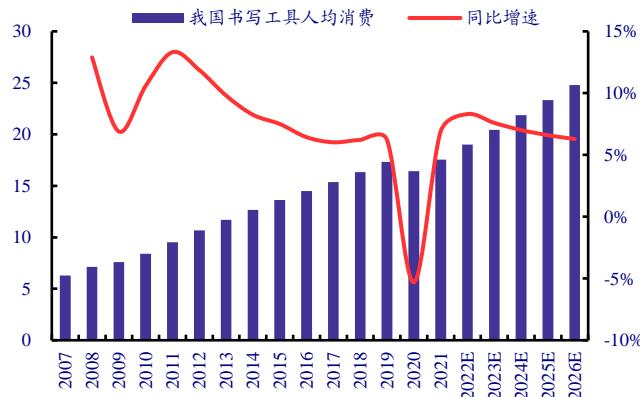
■中国 ■美国 ■日本 ■德国 ■法国 ■其他



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

中国书写工具人均消费稳步提升，相比美日仍有较大提升空间。据Euromonitor统计数据，历年来中国书写工具人均消费（市场规模/总人口）稳步提升，自2007年的6.3元/人提升至2021年的17.54元/人，预计未来仍将持续提升，并于2026年达到24.78元/人。然而，对比美日两国（按2021年汇率换算后），2021年，中、美、日三国书写工具人均消费分别为2.57、10.66、7.73美元/人，中国未来仍有较大提升空间。

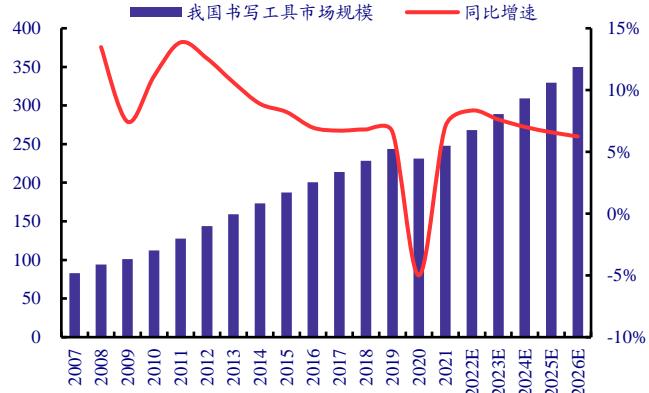
图43. 中国书写工具人均消费 (元/人)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

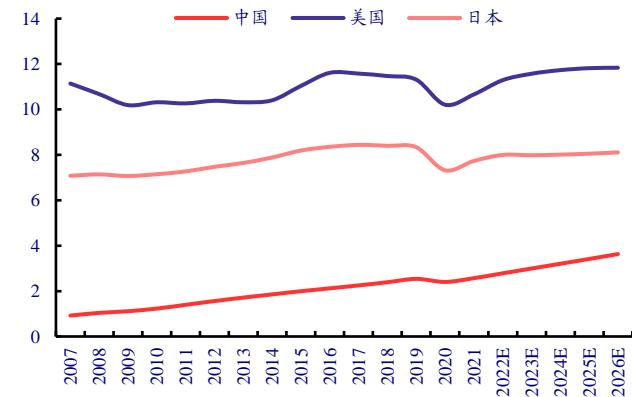
产品高端化带动价格提升，人均用量仍将持续增长。据Euromonitor统计数据显示，2021年，中国书写工具平均价格为0.28美元/单位，预计将于2026年达到0.34美元/单位，产品高端化持续进行，而2021年美国、日本书写工具平均价格分别为0.44、0.68美元/单位，预计将于2026年分别达到0.49、0.71美元/单位。人均用量（销量/总人口）方面，2021年，中国书写工具人均用量为9.12单位/人，预计将于2026年达到10.58单位/人，5年CAGR为3.02%。对标美国、日本（2021年，书写工具人均用量分别为24.04、11.33单位/人），中国书写工具人均用量仍有一定提升空间。

图42. 中国书写工具市场规模 (亿元)

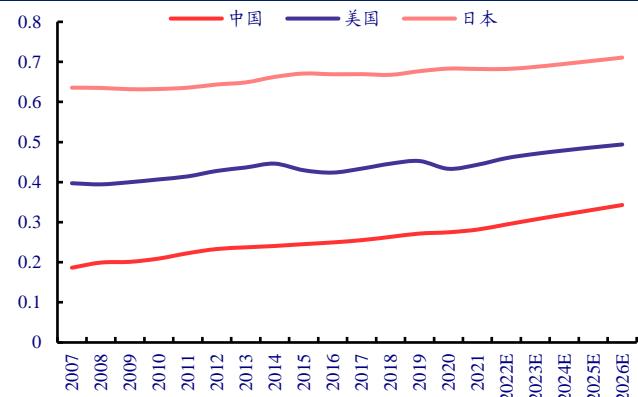


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

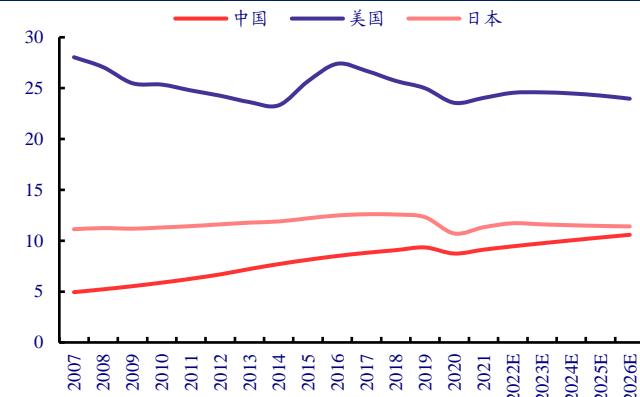
图44. 中、美、日三国书写工具人均消费 (美元/人)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**图 45. 中、美、日书写工具产品平均价格 (美元/单位)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**图 46. 中、美、日书写工具人均用量 (单位/人)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**K12 教育人口短期仍将持续增长, 2026 年将开始持续下行。**我们根据 Euromonitor 数据库中 1977 年~2040 年 (2022 年~2040 年为预测数) 中国 6 岁~18 岁人口数据, 及 Wind 中 1977 年~2021 年普通小学、初中及高中在校生数量数据进行测算。主要假设如下:

- 1) 普通小学和初中在校生人数占 6 岁~15 岁人口数量比例持续提升, 预计未来每年将提升 0.5 pct, 超过 97% 后维持稳定;
- 2) 高中生在校生人数占 16 岁~18 岁人口数量比例持续提升, 预计未来每年将提升 1 pct, 超过 60% 后维持稳定。

短期来看, 未来中国 K12 教育人口仍将持续增长, 增速不断趋缓, 将于 2026 年达到 1.93 亿人, 5 年 CAGR 为 0.98%; 中长期来看, 中国 K12 教育人口将于 2026 年开始下降, 预计将于 2040 年降至 1.17 亿人, 2026 年~2040 年 CAGR 为 -3.52%。

**表 10. 中国 K12 教育人口数量预测 (亿人)**

	2007	2019	2020	2021	2026E	2040E
6岁~15岁人数	1.92	1.64	1.67	1.69	1.71	1.01
小学、初中学生人数	1.63	1.54	1.56	1.58	1.65	0.98
占比	84.97%	93.85%	93.52%	93.72%	96.22%	97.22%
16岁~18岁人数	0.68	0.49	0.47	0.47	0.47	0.32
高中学生人数	0.25	0.24	0.25	0.26	0.29	0.19
占比	37.34%	49.64%	52.82%	55.45%	60.45%	60.45%
K12 教育人口数量	1.88	1.78	1.81	1.84	1.93	1.17
YOY	-1.86%	2.51%	1.86%	1.49%	-0.52%	-0.87%

资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院测算

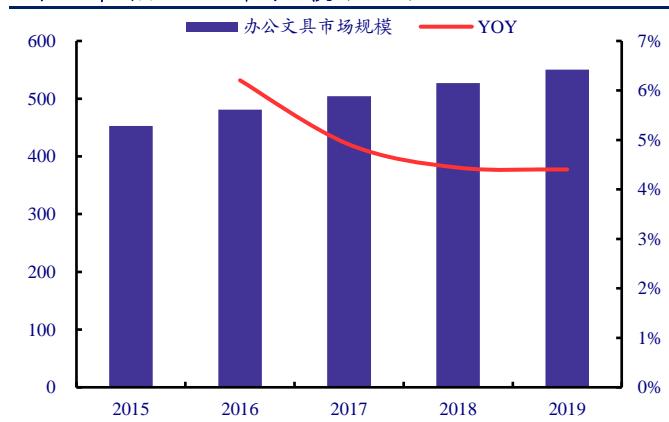
**中国学生文具市场规模仍将持续成长。**根据智研咨询 2015 年~2019 年中国学生文具市场规模及中国 K12 教育人口数量, 计算 2015 年~2019 年中国学生文具人均消费 (市场规模/K12 人口), 按照历史增速情况预测未来中国学生文具人均消费, 假设 2020 年~2026 年人均消费增速每年下降 0.3 pct, 结合未来中国 K12 教育人口数量测算中国 2020 年~2026 年学生文具市场规模。经测算, 预计 2021 年中国学生文具市场规模达到 195.54 亿元, 同比增长 5.06%, 预计未来 5 年仍将以 3.63% 的 CAGR 继续成长, 并于 2026 年达到 233.7 亿元。

**表 11. 中国学生文具市场规模预测**

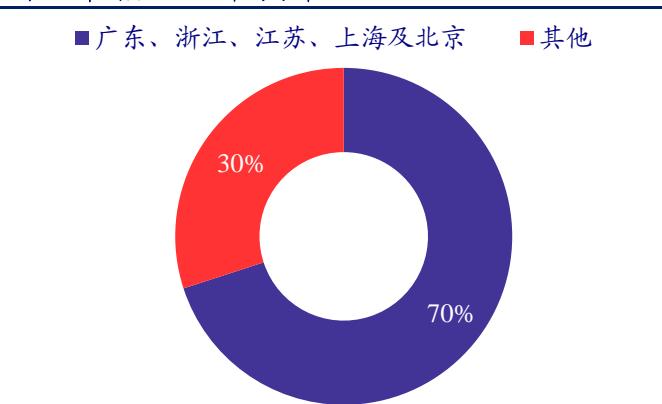
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
市场规模 (亿元)	186.12	195.54	206.08	215.76	223.96	230.25	233.70
YOY	5.75%	5.06%	5.39%	4.70%	3.80%	2.81%	1.50%
K12 人口数量 (亿人)	1.81	1.84	1.88	1.91	1.93	1.94	1.93
YOY	1.86%	1.49%	2.10%	1.72%	1.15%	0.48%	-0.52%
人均消费 (元/人)	102.64	106.25	109.67	112.88	115.84	118.52	120.92
YOY	3.82%	3.52%	3.22%	2.92%	2.62%	2.32%	2.02%

资料来源: Euromonitor, Wind, 智研咨询, 中国银河证券研究院测算

经济发展水平提升驱动市场发展, 中国办公文具市场维持稳健成长。办公文具消费受地区经济及商业发达程度影响, 经济发展水平为办公文具市场发展的重要驱动因素。据智研咨询统计数据显示, 2019 年, 中国办公文具市场规模达到 550.1 亿元, 同比增长 4.4%, 2015 年~2019 年 CAGR 为 4.99%。据中国制笔协会报告《中国文具行业竞争态势分析》数据显示, 中国办公文具产品消费市场 70% 左右集中于广东、浙江、江苏、上海及北京 5 各地区。

**图 47. 中国办公文具市场规模 (亿元)**


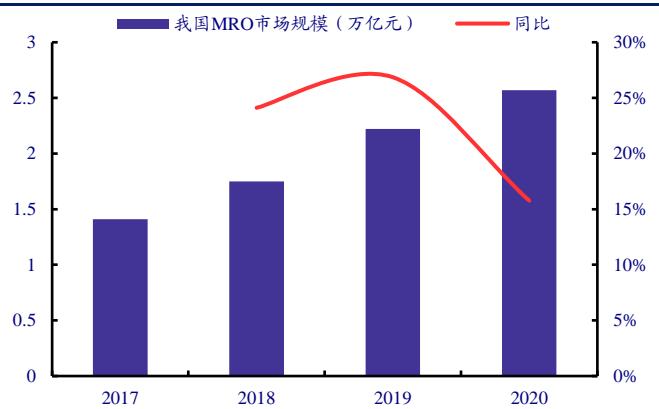
资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

**图 48. 中国办公文具市场分布**


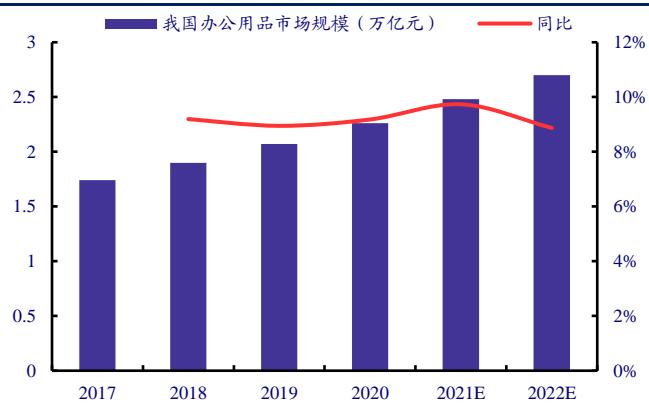
资料来源: 晨光股份招股说明书, 中国银河证券研究院

## 2、B 端大办公市场前景广阔

数字化采购快速发展, 办公直销业务市场空间巨大。数字化采购市场以办公用品和 MRO 为主, 目前已形成几十大品类, 过千万 SKU 的数字化产品覆盖, 并向周边场景和衍生服务场景进行拓展。2020 年, 我国 MRO 市场规模达到 2.57 万亿元, 同比增长 15.7%, 其中, 数字化 MRO 市场快速发展, 整体规模超过 1,000 亿元; 我国办公用品采购市场规模为 2.26 万亿元, 将于 2022 年达到 2.7 万亿元, 据重点平台交易额测算, 数字化采购规模约为 500 亿元, 渗透率不足 3%, 预计未来在政府、央企数字化采购趋势下, 办公用品数字化采购市场规模将快速增长, 并于 2025 年达到 3,797 亿元。

**图 49. 我国 MRO 市场规模**


资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院

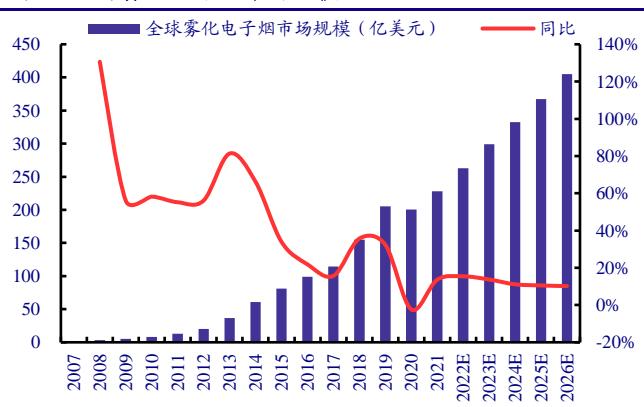
**图 50. 我国办公用品采购市场规模**


资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院

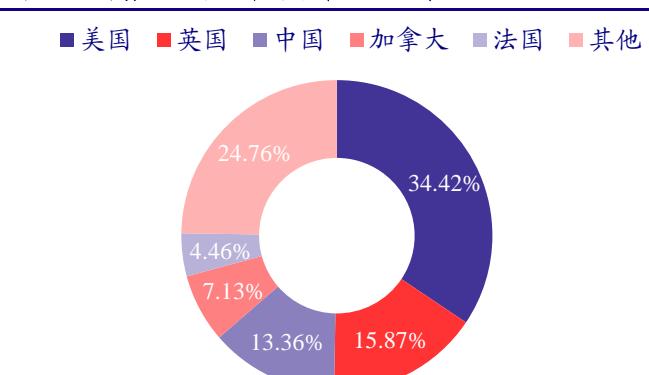
## （二）电子烟：政策落地风险出清，看好行业未来发展

### 1、海外市场快速增长，看好雾化电子烟出口产业链

全球雾化电子烟市场规模快速增长，美国为第一大市场。据 Euromonitor 统计及预测，全球雾化电子烟市场规模实现快速增长，2007 年~2014 年，市场规模自 1.46 亿美元成长至 60.58 亿美元，7 年 CAGR 高达 70.32%；2014 年~2021 年，市场规模增速放缓，自 60.58 亿美元成长至 227.91 亿美元，7 年 CAGR 为 20.84%；预计未来 5 年市场规模将以 12.17% 的 CAGR 稳健成长，并于 2026 年达到 404.78 亿美元。其中，美国为第一雾化电子烟市场，2021 年市场规模占全球比例为 34.42%，英国和中国分别为第二和第三，占比分别为 15.87%、13.36%。

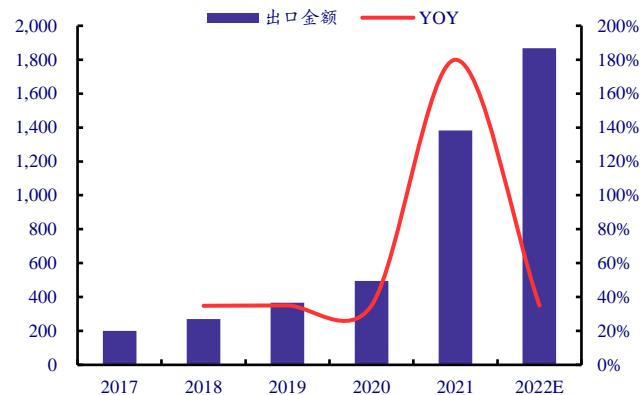
**图 51. 全球雾化电子烟市场规模**


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

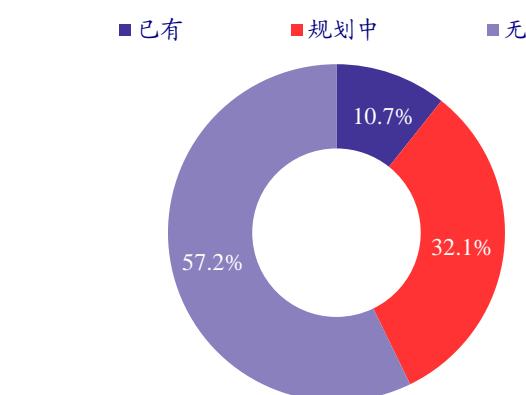
**图 52. 全球雾化电子烟市场分布（2021 年）**


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

中国雾化电子烟产业全球化布局，出口规模快速增长。中国雾化电子烟产业实现全球领先，据“2021 第五届国际电子烟产业高峰论坛”，中国电子雾化的专利占了全球相关专利的 90%，产能占到全球产能的 95%，产品出口到全球 200 个以上的国家和地区。据《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》数据显示，中国电子烟产业已有超 4 成企业进行产业链全球化布局，电子烟出口规模快速扩张，预计 2022 年出口金额将达到 1,867 亿元，同比增长 35%。

**图 53. 中国电子烟出口金额 (亿元)**


资料来源：《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，中国银河证券研究院

**图 54. 中国电子烟企业全球化布局**


资料来源：《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，中国银河证券研究院

政策支持下，雾化电子烟出口前景广阔。监管体系对电子烟出口呈支持态度：1)《电子烟管理办法》提出，不在中国境内销售、仅用于出口的电子烟产品，应当符合目的地国家或地区的法律法规和标准要求；2)《关于对电子烟征收消费税的公告》提出，纳税人出口电子烟，适用出口退(免)税政策。我们认为，我国雾化电子烟产业链全球领先，产业链头部企业竞争力突出，未来有望充分受益于海外雾化电子烟市场扩张。

## 2、政策落地实现有序监管，中国市场有望稳健扩张

政策落地回归减害属性，行业规范促进头部集中。中国电子烟前期经历快速混乱发展，无标准、缺监管、资本角逐等多重因素，导致市场上出现大量劣质产品损害健康、未成年人使用等问题。伴随电子烟问题得到重视，2018 年起国家开始出台政策引导电子烟行业规范。截至目前，中国电子烟行业监管体系基本落地，具备明确的行业标准、监管办法及税收制度。我们认为，未来行业将在中烟体系下规范、稳健发展，回归减害替代属性，违法产品及销售渠道将被取缔，而产品标准、资质申请、零售铺货等多方面构成壁垒，行业有望实现集中。

**表 12. 中国电子烟监管梳理**

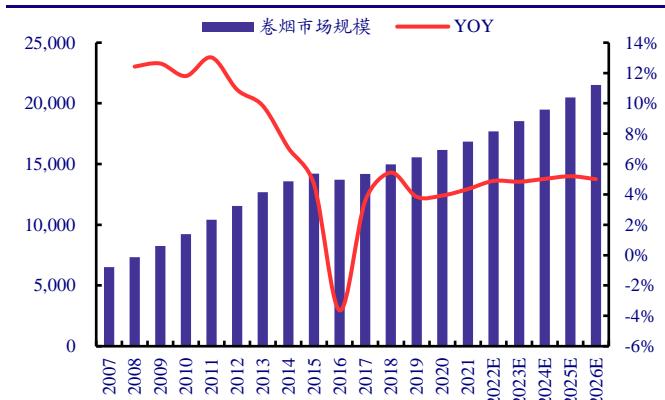
政策	时间	内容
《禁止向未成年人出售电子烟的通告》	2018.8.28	不得向未成年人销售电子烟，建议电商平台加强对上架电子烟产品名称审核把关。
《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	2019.10.30	各类市场主体不得向未成年人销售电子烟，并禁止线上销售渠道，敦促电商平台及时关闭相关店铺并下架产品，禁止并撤回互联网发布广告。
《电子烟市场专项检查行动方案》	2020.7.13	全面清理互联网电子烟信息，全面检查电子烟实体店、电子烟自动售卖机等新型渠道。
《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》	2021.11.26	电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行。
《电子烟》国家标准（征求意见稿）	2021.11.30	意见稿中对电子烟多方面做出明确规定：如尼古丁浓度不高于 20mg/g、烟碱总量不应高于 200mg；尼古丁来源中使用烟草中提取的烟碱纯度不低于 99%；雾化物添加剂中临时许可使用物质限制为 122 种，不允许使用诱导性的特征风味。
《电子烟管理办法（征求意见稿）》	2021.12.2	明确对电子烟（不包括加热卷烟）生产、批发、零售、进出口等各环节的监管政策，各环节需经主管部门批准取得许可证。
《电子烟管理办法》	2022.3.11	较征求意见稿主要新增：电子烟零售不得排他性经营上市销售的电子烟产品；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。
《电子烟》强制国家标准	2022.4.12	核心内容较征求意见稿基本无调整，《电子烟》强制性国家标准将于 10 月 1 日正式实施。
全国统一电子烟交易管理平台上线	2022.6.15	全国统一电子烟交易管理平台正式上线。平台上线后，取得烟草专卖许可证的电子烟相关生产企业、批发企业和零售经营主体，可上平台进行交易会员注册登录，熟悉平台各项功能操作，开展相关交易及进出口备案。
《关于对电子烟征收消费税的公告》	2022.10.25	规定将电子烟纳入消费税征收范围，在烟税目下增设电子烟子目，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%。

资料来源：政府官方网站，公开资料，中国银河证券研究院整理

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

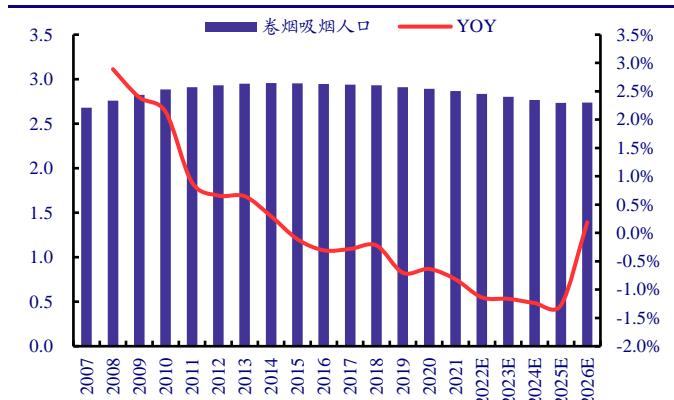
中国拥有庞大烟民基数，电子烟渗透空间巨大。中国为全球第一大卷烟市场，2021年市场规模达到1.69万亿元，同比增长4.35%，预计将于2026年达到2.15万亿元，5年CAGR为4.99%。卷烟市场具备庞大烟民基数，未来有望向电子烟切换，据Euromonitor统计及预测，2021年我国卷烟吸烟人口数量为2.87亿人，预计后续将持续下滑，但仍将维持在2.7亿人以上，电子烟渗透空间巨大。

图 55. 中国卷烟市场规模 (亿元)



资料来源：Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 56. 中国卷烟吸烟人口数量 (亿人)



资料来源：Euromonitor, 中国银河证券研究院

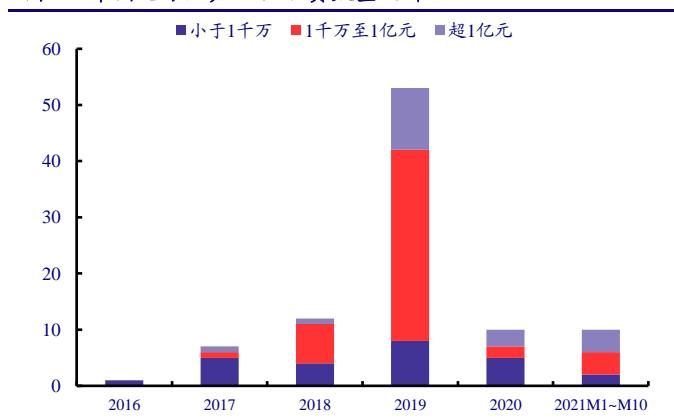
监管规范下，电子烟市场将稳健成长。据Euromonitor统计及预测，2007年以来，我国雾化电子烟市场快速成长，2007年~2021年CAGR达到24.88%，2021年我国雾化电子烟市场规模达到196.37亿元，同比增长38.33%，预计未来将在监管规范下实现稳健成长，并于2026年达到307.87亿元，5年CAGR为9.41%。其中，2019年，资本大举涌入电子烟产业，全年共发生53起投融资事件，较2018年同比增加341.67%，进而推动我国雾化电子烟行业实现亮眼成长，市场规模同比增速达到120.6%。

图 57. 中国雾化电子烟市场规模 (亿元)



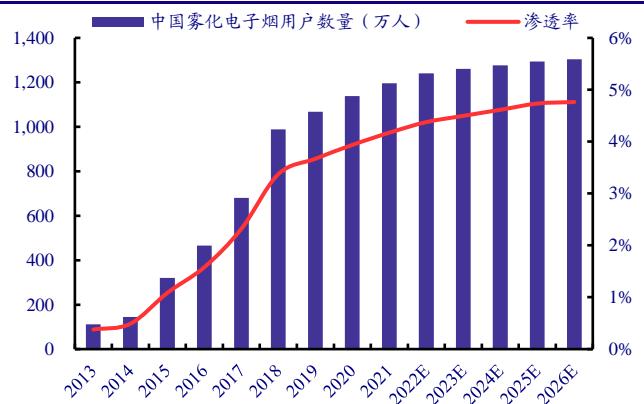
资料来源：Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 58. 中国电子烟产业投融资数量统计

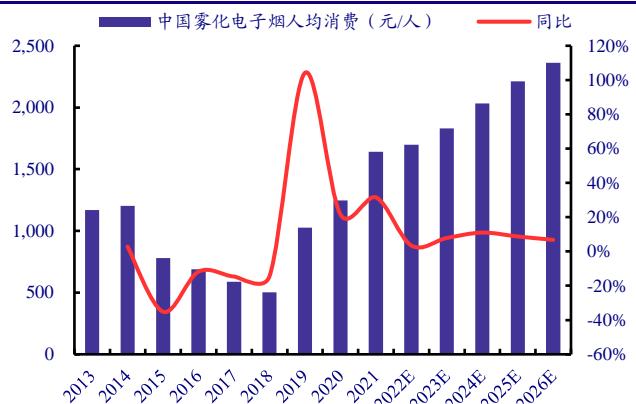


资料来源：《2021电子烟产业蓝皮书》，中国银河证券研究院

渗透率稳步提升，人均消费将成主要驱动因素。2013年以来，我国雾化电子烟渗透率缓慢增加，年均提升0.47pct，2021年，我国雾化电子烟渗透率（雾化电子烟用户数量/卷烟用户数量）达到4.17%，同比提升0.24pct，预计未来5年仍将缓慢提升，并于2026年达到4.76%。人均消费来看，2021年，我国雾化电子烟人均消费为1,641.29元/人，同比增长31.58%，预计未来5年将以7.54%的CAGR继续成长，并于2026年达到2,361.1元/人。

**图 59. 中国雾化电子烟用户数量及渗透率 (万人)**


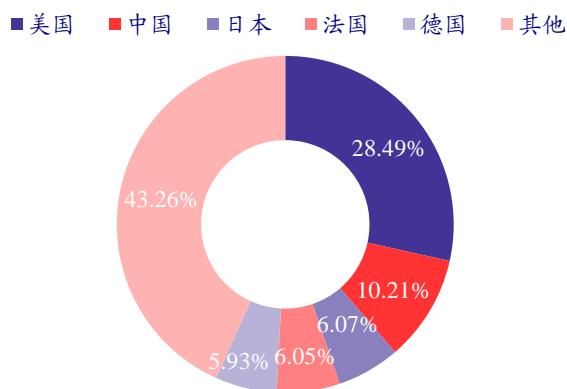
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**图 60. 中国雾化电子烟用户人均消费 (元/人)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

### (三) 眼镜: 市场稳健扩张, 政策推动近视防控崛起

中国为全球第二大眼镜市场, 市场规模维持稳健扩张。据 Euromonitor 统计及预测, 中国为全球第二大眼镜市场, 全球占比稳步提升, 2021 年, 占全球市场比例为 10.21%。美国为第一大市场, 2021 年占比 28.49%。市场规模方面, 预计 2022 年中国眼镜市场规模为 959.14 亿元, 同比增长 6.52%, 未来将以 5.54% 的 CAGR 继续成长, 并于 2027 年达到 1,256.06 亿元。

**图 61. 全球眼镜市场分布 (2021 年)**


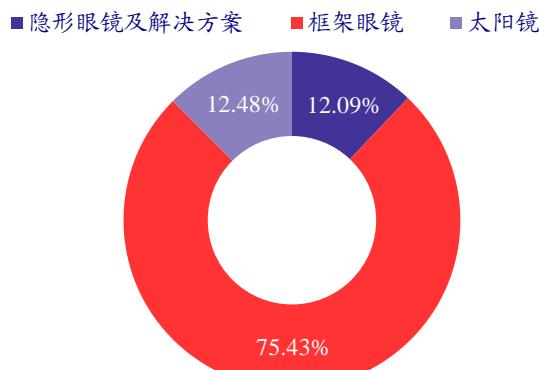
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**图 62. 中国眼镜市场规模 (亿元)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

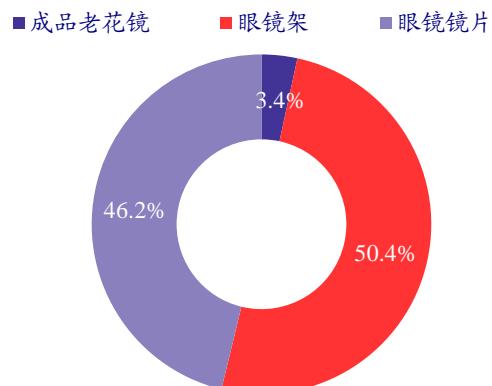
框架眼镜为眼镜市场主要产品, 主要由镜架和镜片构成。市场结构来看, 中国眼镜市场主要由隐形眼镜及解决方案、框架眼镜、太阳镜构成, 2021 年占比分别为 12.09%、75.43%、12.48%。其中, 框架眼镜由成品老花镜、眼镜架、眼镜镜片构成, 2021 年占比分别为 3.4%、50.4%、46.2%。

图 63. 中国眼镜市场结构 (2021 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

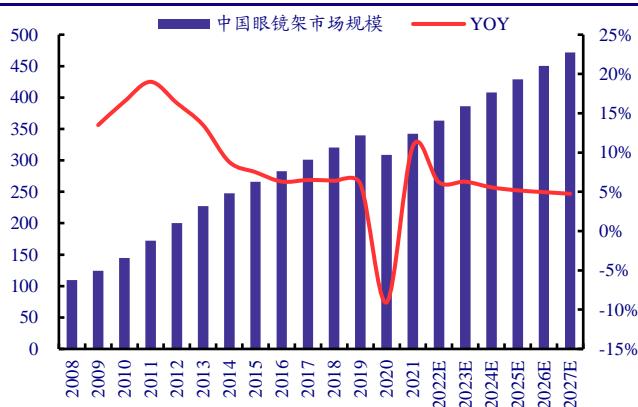
图 64. 中国框架眼镜市场结构 (2021 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

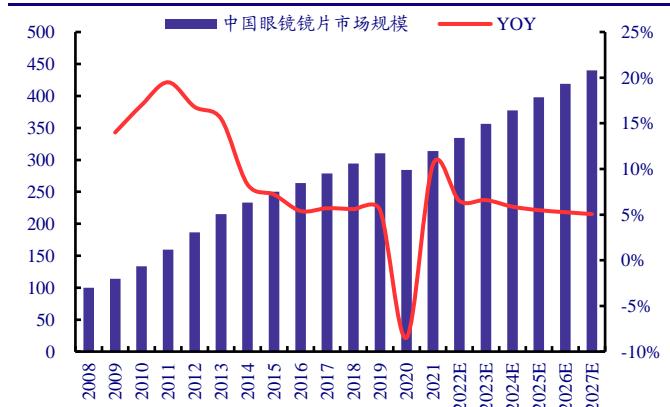
**镜架及镜片市场规模稳健扩张。**据 Euromonitor 统计及预测, 伴随疫情形势好转、线下客流复苏, 2021 年, 中国眼镜架及眼镜镜片市场规模分别为 342.28、313.8 亿元, 分别同比增长 10.8%、10.5%, 预计将于 2027 年分别达到 471.67、440.02 亿元, 6 年 CAGR 分别为 5.35%、5.8%。

图 65. 中国眼镜架市场规模 (亿元)



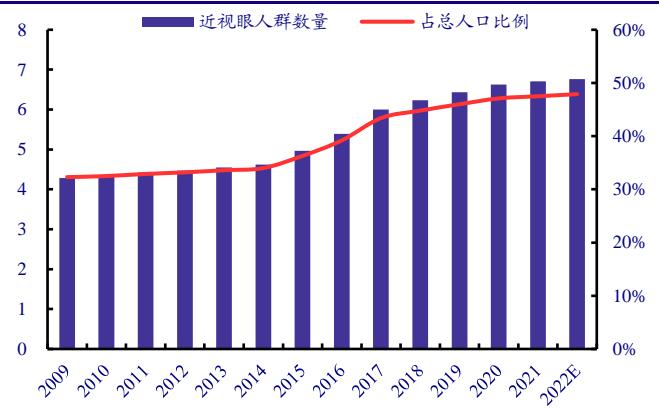
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 66. 中国眼镜镜片市场规模 (亿元)

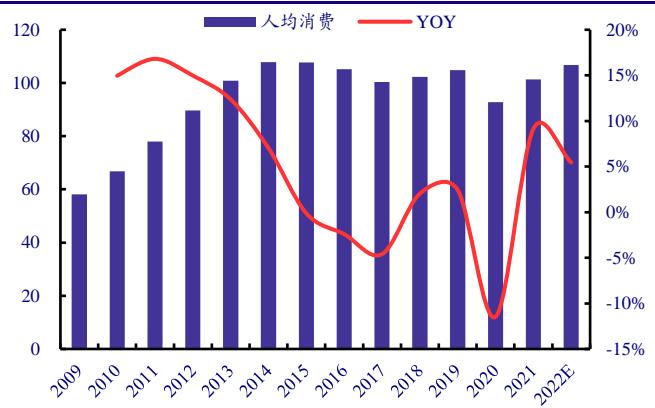


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**近视人口持续扩容, 人均消费稳步提升。**据 Euromonitor 统计及预测, 中国近视人口数量持续增长, 2021 年达到 6.71 亿人, 占总人口比例达到 47.5%, 同比提升 0.4 pct, 预计 2022 年达到 6.76 亿人, 占比提升至 47.9%。人均消费 (市场规模/近视人口) 来看, 框架眼镜人均消费稳步提升, 2021 年达到 101.28 元/人, 同比增长 9.41%, 预计 2022 年将达到 106.8 元/人, 同比增长 5.45%。

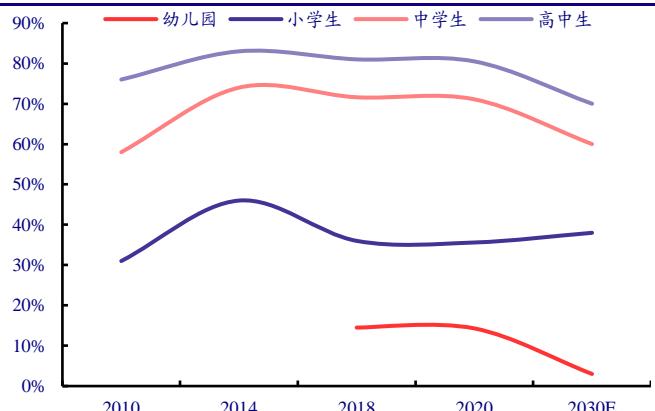
**图 67. 中国近视群体数量（亿人）**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

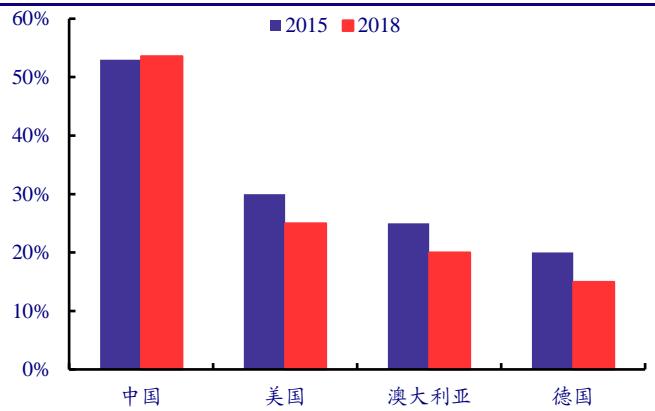
**图 68. 中国框架眼镜人均消费 (元/人)**


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

**儿童青少年近视率处于高位，政策推动近视防控需求崛起。**儿童青少年近视率维持高位：一方面，儿童青少年触网时间呈现年幼化特征，电子产品使用时间提升；另一方面，儿童青少年用眼习惯仍有待培养，超过 5 成以上儿童青少年用眼距离及时长不达标准。2020 年，幼儿园、小学生、中学生及高中生近视率分别为 14.3%、35.6%、71.1%、80.5%。针对近视问题，中央提出推进儿童青少年近视防控和科学矫治工作，并健全完善近视防控体系，将助力近视防控镜片市场发展。

**图 69. 中国儿童青少年近视率变化及防控要求**


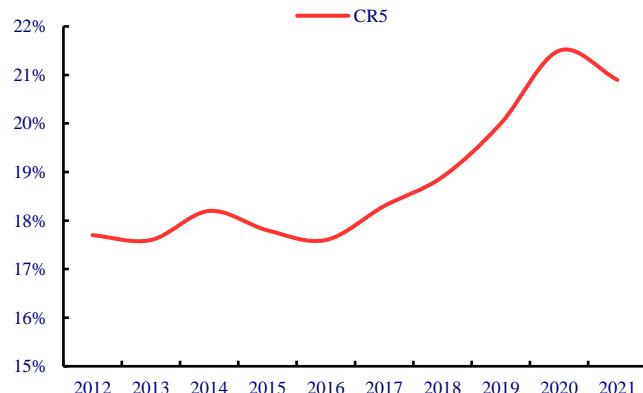
资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

**图 70. 主要国家儿童青少年近视率对比**


资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

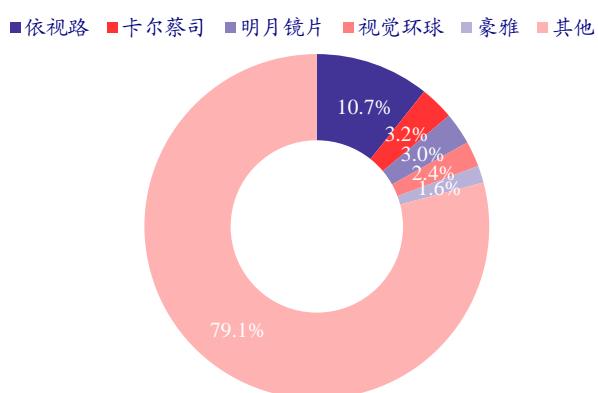
**市场分散集中度持续提升，明月镜片稳步扩张。**中国框架眼镜市场呈现分散特征，但集中度稳步提升，2021 年 CR5 为 20.9%，受疫情因素影响同比下降 0.6 pct，但整体仍呈现提升趋势，较 2012 年提升 3.2 pct。具体来看，依视路为绝对龙头，同罗萨奥蒂卡合并后地位进一步巩固，2021 年市场份额达到 10.7%；蔡司和明月分列第二、三名，2021 年市占率分别为 3.2%、3%。

图 71. 中国框架眼镜市场集中度



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 72. 中国框架眼镜市场份额 (2021 年)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

建议关注: 持续优化传统核心业务布局, 同时零售大店业务向好, 办公直销业务延续高增长的晨光股份 (603899.SH); 研发技术积累深厚实现优质用户体验, 先进大规模制造实力绑定头部电子烟品牌, 未来将充分受益于新型烟草广阔发展空间的思摩尔国际 (6969.HK); 研发突破实现产品中高端升级, 盈利能力持续向好, 进入近视防控领域有望实现亮眼成长的明月镜片 (301101.SZ)。

## 六、风险提示

宏观经济下行; 房地产销售及竣工数据不及预期; 原材料价格上涨; 行业竞争加剧。

## 插图目录

图 1. 轻工板块走势图 .....	2
图 2. 轻工子行业涨跌幅（2022 年以来至 11 月 30 日） .....	2
图 3. 2022 年各行业涨跌幅（2022 年以来至 11 月 30 日） .....	2
图 4. 主要个股涨跌幅前 20 名（2022 年以来至 11 月 30 日） .....	3
图 5. 轻工子行业市盈率 .....	3
图 6. 重仓持股基金数量及市值（2022Q3） .....	4
图 7. 北向资金轻工行业重仓股票（2022 年 12 月 2 日） .....	4
图 8. 商品房累计销售面积及金额（万平方米、亿元） .....	4
图 9. 商品房单月销售面积及金额（万平方米、亿元） .....	4
图 10. 房地产累计竣工面积（万平方米） .....	5
图 11. 房地产单月竣工面积（万平方米） .....	5
图 12. 2016-2021 年房地产新开工、竣工面积（万平方米） .....	5
图 13. 房地产新开工、竣工面积增速 .....	5
图 14. 全国新冠肺炎确诊病例当日新增（例） .....	7
图 15. 家具类零售额当月值（亿元） .....	7
图 16. 美国房地产市场销售结构（万套） .....	8
图 16. 中国房地产市场销售结构（万亿元） .....	8
图 17. 重新装修期望年限 .....	8
图 18. 历年来我国商品房销售面积（万平方米） .....	8
图 19. 家居龙头渠道结构（22Q1-3） .....	10
图 20. 家居龙头经销渠道增速 .....	10
图 21. 家居龙头门店数量（家） .....	11
图 22. 欧派整家 2.0 套餐 .....	11
图 23. 索菲亚品牌客单价（元） .....	11
图 24. 家居龙头广告宣传费占营收比例 .....	12
图 25. 喜临门线上渠道营收（亿元） .....	12
图 26. 中国木浆进口依存度 .....	14
图 27. 阔叶浆、针叶浆及化机浆平均价格（元/吨） .....	14
图 28. 中国浆纸系成品纸平均价格（元/吨） .....	15
图 29. 中国浆纸系成品纸日度毛利率 .....	15
图 30. 中国废黄板纸平均价格（元/吨） .....	16
图 31. 中国瓦楞、箱板纸月度开工负荷率 .....	16
图 32. 中国瓦楞、箱板纸平均价格（元/吨） .....	16
图 33. 中国瓦楞、箱板纸日度毛利率 .....	16
图 34. 纸和纸板容器制造规模以上企业营收（亿元） .....	17
图 35. 纸包装行业市场份额（2020 年） .....	17
图 36. 中国便携式消费电子产品销量（亿单位） .....	17
图 37. 中国高端白酒市场规模（亿元） .....	17
图 38. 包装纸价格（元/吨） .....	18
图 39. 裕同科技营业收入（亿元） .....	18

图 40. 裕同科技归母净利润 (亿元) .....	18
图 42. 二片罐历年需求 (亿罐) .....	19
图 43. 中国二片罐需求结构 (2019 年) .....	19
图 44. 中国啤酒销量 (亿升) .....	19
图 45. 中日美啤酒罐化率 .....	19
图 46. 中国碳酸饮料销量 (亿升) .....	20
图 47. 中国减糖类碳酸饮料销量 (亿升) .....	20
图 48. 中国能量饮料销量 (亿升) .....	20
图 49. 中国植物牛奶销量 (亿升) .....	20
图 50. 铝现货价 (元/吨) .....	21
图 51. 天津富仁镀锡卷均价 (元/吨) .....	21
图 52. 奥瑞金营业收入 (亿元) .....	21
图 53. 奥瑞金归母净利润 (亿元) .....	21
图 54. 我国塑料包装行业市场规模 (亿美元) .....	22
图 55. 塑料包装行业市场份额 (2020 年) .....	22
图 56. 我国奶酪行业零售市场规模 (亿元) .....	22
图 57. 各国奶酪人均消费量 (2021 年) .....	22
图 58. 国际原油价格走势 (美元/桶) .....	23
图 59. 化工产品价格走势 (元/吨) .....	23
图 60. 上海艾录营业收入 (亿元) .....	23
图 61. 上海艾录归母净利润 (亿元) .....	23
图 41. 全球书写工具市场分布 (2021 年) .....	24
图 42. 中国书写工具市场规模 (亿元) .....	24
图 43. 中国书写工具人均消费 (元/人) .....	24
图 44. 中、美、日三国书写工具人均消费 (美元/人) .....	24
图 45. 中、美、日书写工具产品平均价格 (美元/单位) .....	25
图 46. 中、美、日书写工具人均用量 (单位/人) .....	25
图 47. 中国办公文具市场规模 (亿元) .....	26
图 48. 中国办公文具市场分布 .....	26
图 49. 我国 MRO 市场规模 .....	27
图 50. 我国办公用品采购市场规模 .....	27
图 51. 全球雾化电子烟市场规模 .....	27
图 52. 全球雾化电子烟市场分布 (2021 年) .....	27
图 53. 中国电子烟出口金额 (亿元) .....	28
图 54. 中国电子烟企业全球化布局 .....	28
图 55. 中国卷烟市场规模 (亿元) .....	29
图 56. 中国卷烟吸烟人口数量 (亿人) .....	29
图 57. 中国雾化电子烟市场规模 (亿元) .....	29
图 58. 中国电子烟产业投融资数量统计 .....	29
图 59. 中国雾化电子烟用户数量及渗透率 (万人) .....	30
图 60. 中国雾化电子烟用户人均消费 (元/人) .....	30

图 61. 全球眼镜市场分布 (2021 年) .....	30
图 62. 中国眼镜市场规模 (亿元) .....	30
图 63. 中国眼镜市场结构 (2021 年) .....	31
图 64. 中国框架眼镜市场结构 (2021 年) .....	31
图 65. 中国眼镜架市场规模 (亿元) .....	31
图 66. 中国眼镜镜片市场规模 (亿元) .....	31
图 67. 中国近视群体数量 (亿人) .....	32
图 68. 中国框架眼镜人均消费 (元/人) .....	32
图 69. 中国儿童青少年近视率变化及防控要求 .....	32
图 70. 主要国家儿童青少年近视率对比 .....	32
图 71. 中国框架眼镜市场集中度 .....	33
图 72. 中国框架眼镜市场份额 (2021 年) .....	33

## 表格目录

表 1. 本轮重要地产政策梳理 .....	6
表 2. 家居需求测算 .....	9
表 3. 家居行业及企业营收增速 .....	9
表 4. 22H1 家居龙头分品类营收及增速 (亿元) .....	10
表 5. 整装渠道主要合作模式 .....	12
表 6. 家居龙头整装渠道情况梳理 .....	13
表 7. 全球纸浆产能规划 .....	14
表 8. 中国白卡纸产能规划 .....	14
表 9. 近期特种纸提价梳理 .....	15
表 10. 中国 K12 教育人口数量预测 (亿人) .....	25
表 11. 中国学生文具市场规模预测 .....	26
表 12. 中国电子烟监管梳理 .....	28

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，13年行业分析师经验、9年轻工制造行业分析师经验。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755~83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755~83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：何婷婷 021~20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021~60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：唐漫羚 010~80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)