

轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业年度策略报告

证券研究报告

轻工组

分析师：张杨桓（执业
 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业
 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

轻工行业 2023 年度策略：曙光已现，家居&特纸值超配

投资建议：

- 轻工板块年度策略概述：**曙光已现，三条投资主线贯穿全年。回顾 2022 年，由于国内外需求较弱叠加原材料成本高企，轻工行业内多数细分板块业绩均显著承压。展望 2023 年，随着疫情管控放松、地产端政策陆续出台，整体国内家居、文具、个护等各消费细分领域的需求有望迎来改善，并且目前多数行业的原材料成本压力也已开始逐步缓解，整体来看，2023 年行业重拾较好发展的曙光已现，业绩有望迎来全面修复。重点把握三条投资主线：1) 消费需求复苏下的布局机会（家居、文具、个护）；2) 把握成本下行期的盈利弹性机会（特种纸、生活用纸）；3) 新消费趋势下的中长期布局机会（新型烟草、宠物）。

推荐组合：边际改善较大、具备业绩、估值弹性的标的（索菲亚、仙鹤股份、中顺洁柔）及稳健增长型标的（欧派家居、晨光股份）。

投资逻辑：

- 投资主线一：消费需求复苏下的布局机会——**展望 2023 年，随着疫情管控优化叠加地产行业在“保交付”背景下竣工逐步改善，相关消费轻工行业有望逐步复苏回暖，从节奏来看，文具、个护等日用消费行业或将较快迎来复苏，而家居行业，在 B 端业务率先复苏后，C 端业务有望于 Q2 起逐步迎来实质性改善。布局方向来看，考虑需求弹性首选家居板块：其中定制家居板块或值超配，一方面考虑定制企业拥有部分 B 端业务，并且 C 端交付受疫情影响程度更高，其复苏或相对更早来临；另外一方面，定制家居企业依托品类融合，客单价提升或更为顺畅，整体增长韧性或更强。在定制板块中，重点布局龙头企业，其全面优势已确立，业绩长期增长具备韧性，也同样具备更高估值上限。其次日用消费板块：需求复苏&成本下行共振，文具、生活纸、个护板块修复向上，重点布局相关头部企业。
- 投资主线二：把握成本下行期的盈利弹性机会——**浆价下行期造纸板块盈利迎来释放，首选需求韧性强支撑铸就高确定性的特种纸板块：1) 供需格局更好，以销定产，需求端具备支撑（大消费+升级趋势+替代趋势）；2) 下游更分散，下游占比更低，价格体系透明度弱于大宗纸；3) 短期自供浆布局相较于大宗纸偏弱，此轮盈利弹性更大；4) 头部特纸公司中期成长性充足，且稳步进入上游供应链木浆等布局阶段。其次关注生活用纸板块：从历史复盘角度，浆价下行周期中，生活纸净利率有翻倍释放空间。
- 投资主线三：新消费趋势下的中长期布局机会——**新型烟草、宠物等新消费趋势已然显现，短期发展波动不改长期发展趋势，海内外渗透率趋势性提升下，行业将持续扩容，中长期布局机会已开始显现。1) 新型烟草板块：基于减害背景下，海内外市场均仍具较大发展空间，国内市场底部或于 4Q 显现，海外市场或将于 23 年迎来政策出清，思摩尔作为全球电子烟代工市场的头部企业虽受多重因素扰动，但长期发展趋势依然确定，布局机会已开始显现。2) 宠物板块：国内市场将依托消费升级红利实现渗透率提升，国产宠食产品&品牌体系迎来快速成长机会，海外市场虽短期受去库&库存调整扰动，但中期企业可通过海外建厂带来的份额抬升，重点布局具备产业链优势的头部品牌企业。

风险提示

国内消费增长大幅放缓；地产竣工速度低于预期；原料价格大幅上涨；新品推广不及预期；代工商大客户流失的风险

内容目录

1. 轻工行业年度策略概述：曙光已现，三条投资主线贯穿全年.....	6
1.1 2022 年回顾：需求相对疲软，业绩显著承压.....	6
1.2 轻工行业投资建议概述：2023 年改善曙光已现，三条投资主线贯穿全年机会.....	6
2. 投资主线一：消费需求复苏下的布局机会.....	7
2.1 家居板块：改善趋势确定，定制板块或更值超配.....	7
2.2 日用消费：需求复苏&成本下行共振，文具、生活纸、个护板块修复向上.....	13
3. 投资主线二：把握成本下行期的盈利弹性机会.....	17
3.1 造纸：特纸&生活纸受益成本下行，大宗纸底部修复无需悲观.....	17
3.2 投资建议：优选特种纸&生活用纸，盈利弹性具备空间&确定性.....	19
4. 投资主线三：新消费趋势下的中长期布局机会.....	23
4.1 电子烟板块：国内外政策即将出清，布局机会正显现.....	23
4.2 宠物板块：积极把握国产宠食产品&品牌体系快速成长机会.....	29
风险提示.....	35

图表目录

图表 1： 各板块分季度收入增长情况.....	6
图表 2： 各板块分季度净利润增长情况.....	6
图表 3： 年初以来市场涨跌幅.....	6
图表 4： 轻工制造行业市盈率（TTM）.....	6
图表 5： 家具类、日用品及文具社会零售额 yoy.....	7
图表 6： 中国住宅销售、竣工面积当月同比情况.....	7
图表 7： 家居公司及晨光股份单季度营业收入增速.....	7
图表 8： 房地产近期重点政策一览.....	8
图表 9： 2020 年疫情后家具类社会零售额 yoy.....	9
图表 10： 2020 年疫情后家居子版块分季度收入增速.....	9
图表 11： 疫后需求量释放测算.....	9
图表 12： 家居板块估值正处修复通道.....	9
图表 13： 各企业大宗渠道收入占比.....	10
图表 14： 喜临门、敏华 2022 年线上线下增速对比.....	11
图表 15： 索菲亚客单价变化（单位：元）.....	11

图表 16: 各家整家定制套餐	11
图表 17: 盈利家具制造企业数量	12
图表 18: 家居龙头企业疫情期间显著领先行业增长	12
图表 19: 历年定制衣柜集中度	12
图表 20: 历年软床及床垫集中度	12
图表 21: 定制板块企业估值	13
图表 22: 历年零售渠道各家份额变化 (单位: 亿元)	13
图表 23: 顾家各季度内生内销收入及 yoy (单位: 亿元)	13
图表 24: 限额以上社零增速: 必选优于可选	13
图表 25: 轻工消费龙头公司估值 (PE-TTM) 进入底部修复通道	13
图表 26: 2H21 以来日用消费龙头收入出现降速	14
图表 27: 卫生用品个护三大品类单价增长趋势	14
图表 28: 个护品类线上渗透率逐步进入稳定期	14
图表 29: 2H21 以来日用消费龙头收入出现降速	15
图表 30: 晨光在书写工具行业份额领先	15
图表 31: 书写工具线上渠道占比提升	15
图表 32: 2021 年公司营收按业务拆分	16
图表 33: 百亚股份渠道分布	16
图表 34: 百亚股份营收及增速	16
图表 35: 百亚股份产品系列升级图谱	17
图表 36: 阔叶浆外盘报价价格	17
图表 37: 纸浆价格创历史新高	17
图表 38: 中长期阔叶浆产能投放较为宽裕	18
图表 39: 6 月起, 欧元区制造业 PMI 进入 50 以下	18
图表 40: 8 月起阔叶浆单月进口量环比大幅度提升	18
图表 41: 亚洲、欧洲占 Suzano 纸浆业务 76% 比例	18
图表 42: 10 月欧港木浆库存奠定累库趋势	18
图表 43: 国内特种纸及纸板产量超 700 万吨	19
图表 44: 21 年国内特种纸产量分布占比	19
图表 45: 特种纸品类分布较多且偏长尾	19
图表 46: 中顺洁柔盈利水平和浆价指数呈反向变动	20
图表 47: 不同浆价下行幅度假设下, 各公司盈利弹性测算	20
图表 48: 浆纸系社会库存	21
图表 49: 废纸系社会库存	21
图表 50: 大宗造纸主要纸种未来产能投放统计	21

图表 51:	15-21 年吨盈利变动情况.....	22
图表 52:	22-23 年是公司产能快速释放期.....	22
图表 53:	食品卡单位价格波动较大宗白卡更小.....	22
图表 54:	华旺各项业务毛利率分布.....	23
图表 55:	各公司装饰原纸毛利率对比.....	23
图表 56:	2022 年电子烟政策梳理.....	23
图表 57:	电子烟消费税测算表.....	24
图表 58:	国内各省市电子烟网点规划数量梳理.....	24
图表 59:	悦刻近期新品推出情况梳理.....	25
图表 60:	美国电子烟市场各品类销量 (百万颗).....	26
图表 61:	美国电子烟市场各品类份额 (%).....	26
图表 62:	欧洲电子烟市场一次性产品占比 (%).....	26
图表 63:	思摩尔国际一次性产品营收 (百万元).....	26
图表 64:	美国电子烟品牌份额跟踪.....	27
图表 65:	PMTA 审批覆盖节点.....	27
图表 66:	2021 年以来 PMTA 审核结果梳理.....	27
图表 67:	欧美市场电子烟政策情况汇总.....	27
图表 68:	美国 FDA 推进禁止薄荷醇卷烟及电子烟政策时间线.....	28
图表 69:	欧洲部分国家颁布调味电子烟禁令.....	28
图表 70:	美国各州电子烟税收情况.....	28
图表 71:	欧洲部分国家电子烟税收情况.....	28
图表 72:	思摩尔分季度收入及 yoy (单位: 百万元).....	29
图表 73:	思摩尔分地区收入占比 (%).....	29
图表 74:	思摩尔中国、美国地区收入及 yoy (单位: 百万元).....	29
图表 75:	思摩尔进行自动化建设的正循环逐渐形成.....	29
图表 76:	人民币兑美元汇率.....	29
图表 77:	美国宠物市场&食品市场规模及增速.....	29
图表 78:	海关统计国内宠物食品出口规模及增速.....	30
图表 79:	宠物市场结构分布.....	30
图表 80:	21 年国内宠物市场增速 20.6%.....	30
图表 81:	海关统计国内宠物食品出口规模及增速.....	30
图表 82:	国内宠物品牌参与者格局.....	31
图表 83:	21 年以来国内重大宠物并购事件梳理.....	31
图表 84:	19-22 年宠物品牌天猫平台大促格局变化.....	32
图表 85:	2018-2021 年宠物行业融资规模: 2021 年起, 融资呈放缓趋势.....	32

图表 86: 中宠国内、海外业务及增速.....	33
图表 87: 公司干粮/罐头品类收入及增速.....	33
图表 88: 植物咬胶毛利率较畜皮咬胶毛利率高 5-7%.....	33
图表 89: 佩蒂旗下爵宴鸭肉干大单品.....	33
图表 90: 国内宠物品牌参与者格局.....	34
图表 91: 乖宝营收及增速表现.....	34
图表 92: 乖宝归母净利及净利率.....	34
图表 93: 乖宝旗下品牌及定位.....	35

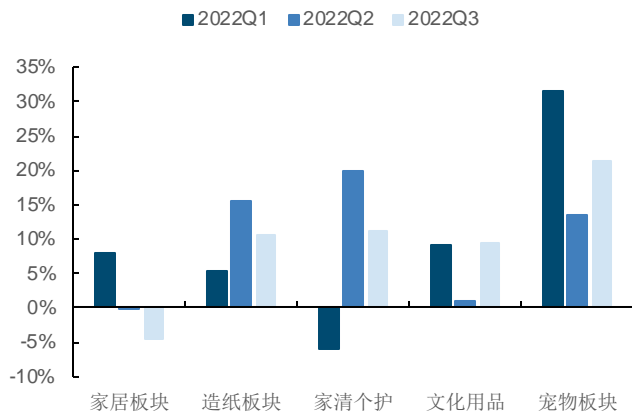
1. 轻工行业年度策略概述：曙光已现，三条投资主线贯穿全年

1.1 2022 年回顾：需求相对疲软，业绩显著承压

需求较弱叠加成本高位，22 年盈利全面承压：轻工行业大部分细分板块由于国内外需求较弱，今年以来收入端增长较缓，尤其家居行业收入压力逐季增大。利润端来看，在原材料成本高企且下游需求较弱难以转嫁成本影响的情况下，除宠物板块因汇兑受益外，各板块盈利端均显著承压。

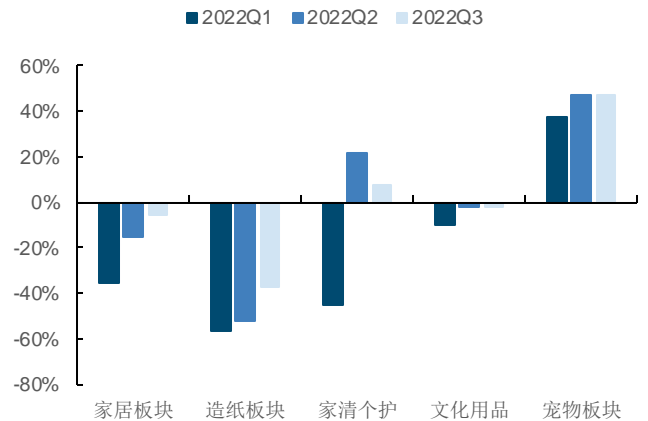
板块估值底部已现：自年初至 12 月 20 日，上证综指下跌 7.6%，沪深 300 下跌 11.1%，而轻工制造板块（申万）整体下跌 14.3%。板块估值角度看，截至 12 月 20 日，轻工行业整体 PE (TTM) 24X，仍处于历史底部，优质公司价值凸显。

图表 1：各板块分季度收入增长情况



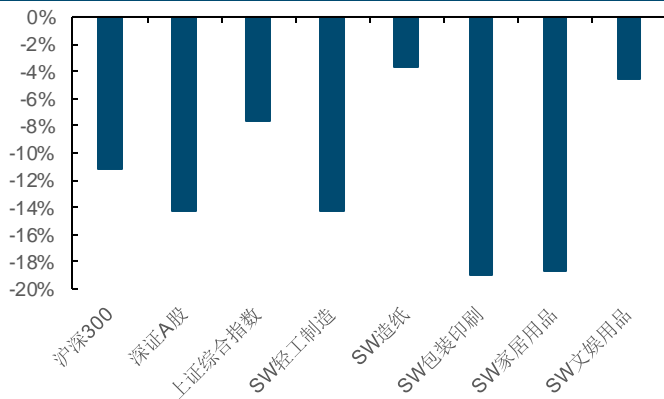
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：各板块分季度净利润增长情况



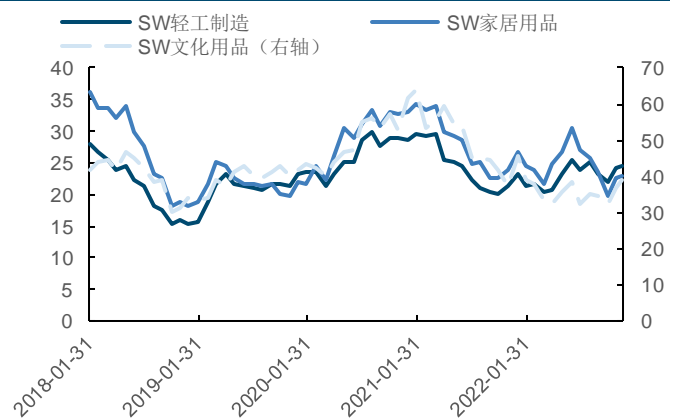
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：年初以来市场涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所；数据截至 12 月 20 日

图表 4：轻工制造行业市盈率 (TTM)



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 轻工行业投资建议概述：2023 年改善曙光已现，三条投资主线贯穿全年机会

投资主线一（家居、文具、个护等消费 Q1 起有望逐步改善）：消费需求复苏下的布局机会——展望 2023 年，随着疫情管控优化叠加地产行业在“保交付”背景下竣工逐步改善，家居、文具、个护等消费轻工行业有望逐步复苏回暖，从节奏来看，文具、个护等日用消费行业或将较快迎来复苏，而家居行业，在 B 端业务率先复苏后，C 端业务有望于 Q2 起逐步迎来实质性改善。

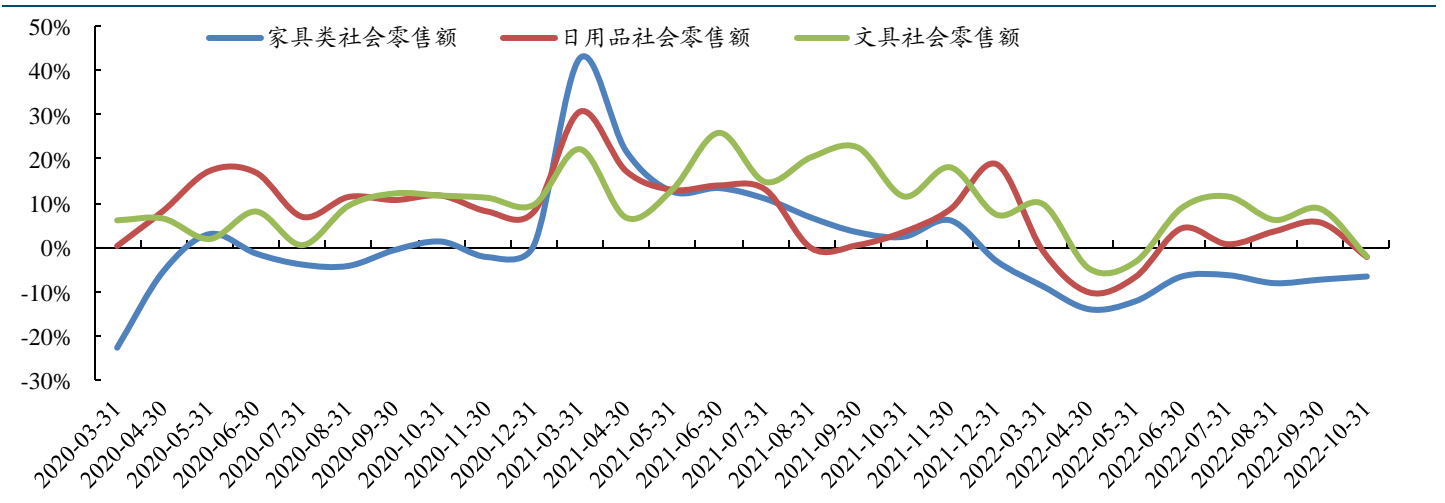
投资主线二（Q2 起纸企盈利改善预期或将逐步兑现）：把握成本下行期的盈利弹性机会——海外新增供给&外需下行带动浆价进入下行周期，造纸链盈利有望进入修复周期，重点关注兼具成长&盈利弹性的特种纸、生活用纸底部盈利弹性兑现。

投资主线三（新消费趋势贯穿全年）：新消费趋势下的中长期布局机会——新型烟草、宠物等新消费趋势已然显现，短期发展波动不改长期发展趋势，海内外渗透率趋势性提升下，行业将持续扩容，中长期布局机会已开始显现，核心把握相应布局节奏。

2.投资主线一：消费需求复苏下的布局机会

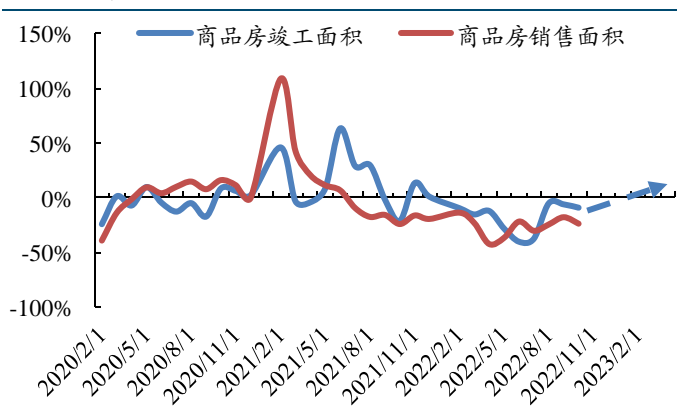
今年以来受到疫情及地产下行等不利影响，家居、文具等消费轻工行业受到了较大冲击，行业内上市公司业绩均有不同程度承压。未来，随着疫情管控优化叠加地产行业在“保交付”背景下竣工逐步改善，家居、文具、个护等消费轻工行业有望逐步复苏回暖，从节奏来看，23年Q1后期相关行业基本面或就将逐步迎来实质性改善。

图表5：家具类、日用品及文具社会零售额 yoy



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：中国住宅销售、竣工面积当月同比情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：家居公司及晨光股份单季度营业收入增速

	2022Q1	2022Q2	2022Q3
喜临门	12.4%	18.5%	10.3%
梦百合	13.5%	-3.5%	-10.2%
顾家家居	20.0%	5.7%	-8.9%
慕思股份	0.2%	-3.8%	-4.2%
金牌厨柜	17.2%	2.4%	18.5%
江山欧派	3.5%	-16.4%	7.0%
志邦家居	11.2%	4.1%	4.8%
欧派家居	25.6%	13.2%	6.0%
好莱客	8.3%	-18.4%	-19.8%
索菲亚	13.5%	9.6%	7.1%
皮阿诺	-31.8%	-32.0%	-14.2%
尚品宅配	-22.9%	-31.1%	-26.7%
森鹰窗业	7.4%	-16.6%	4.5%
晨光股份	10.9%	8.5%	18.6%

来源：Wind，国金证券研究所

2.1 家居板块：改善趋势确定，定制板块或更值超配

整体来看，在地产端政策持续推进下，2023年地产竣工、销售有望逐步企稳改善，叠加疫情管控放松后部分积压需求释放（根据测算预计将对整个行业带来约3%的增量），家居板块基本面与估值均仍具备较大修复空间。从基本面改善节奏来看，我们预期今年Q4起各企业B端业务有望率先受益回暖，而C端业务考虑竣工、交房传导周期，我们认为或于23年Q1后逐步迎来实质性改善。从细分板块布局来看，我们认为定制板块或更值超配：一方面考虑定制企业拥有部分B端业务，并且C端交付受疫情影响程度更高，其复苏或相对更早来临；另外一方面，定制家居企业依托品类融合，客单价提升或更为顺畅，整体增长韧性或更强。在定制板块中，重点布局龙头企业，其全面优势已确立，业绩长期增长具备韧性，也同样具备更高估值上限。

2.1.1 地产“三支箭”+“疫后”确立改善预期，板块估值仍存修复空间

地产端需求侧政策仍值期待，竣工、销售改善趋势确立，支撑家居行业后续需求：近期，地产政策力度持续加大，贷款、债券、股权三种房企融资渠道全面放开，实现“三箭齐发”。在“保交付”的背景下，地产竣工有望迎来实质性改善。并且，目前地产需求端由于收入、房价下行预期叠加交付担忧等因素制约，前期需求端政策效果并不明显，此后或有更多地产需求端政策落地，地产销售也将有望逐步企稳。在地产竣工、销售改善预期下，家居终端需求也将逐步得以改善。

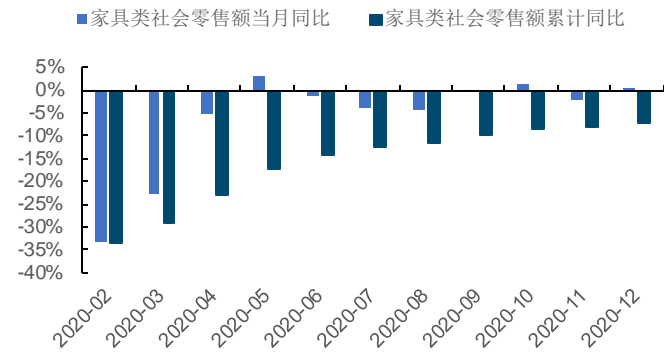
图表8: 房地产近期重点政策一览

	时间	来源	主要内容
供给端	2022年11月28日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资；三、调整完善房地产企业境外市场上市政策；四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；五、积极发挥私募股权投资基金作用。
	2022年11月21日	人民银行、银保监会	在前期推出的 2000 亿“保交楼”专项借款的基础上，央行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，鼓励其支持“保交楼”工作。
	2022年11月11日	《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》	央行和银保监会出台 6 大类 16 条措施支持房地产，其中包括稳定房地产开发贷款投放、支持个人住房贷款合理需求等。
	2022年11月8日	中国银行间市场交易商协会“第二支箭”	“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。
	2022年11月1日	交易商协会与房地产业协会联合召开民营房企座谈会	交易商协会、房地产业协会和中债信用增进公司召集 21 家民营房企召开座谈会，明确中债增将加大对民营房企发债的支持力度。
需求端	2022年9月30日	中国人民银行	自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。
	2022年9月30日	财政部与税务总局	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
	2022年9月29日	中国人民银行与银保监会	阶段性调整差别化住房信贷政策，符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。
	2022年5月15日	中国人民银行与银保监会	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，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（LPR）减 20 个基点。

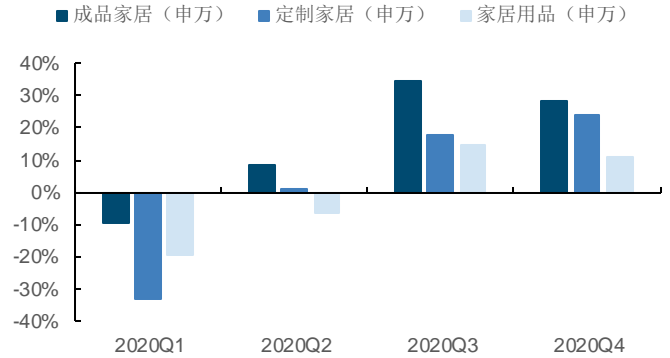
来源：中国人民银行，国金证券研究所

疫后修复趋势确定，积压需求有望释放：深度拆解流量变化，22 年 1-11 月疫情影响约为 2.8%，并且疫后或将释放更多更新需求。参考 2020 年疫情后修复情况可发现，疫后积压需求释放是必然。2022 年疫情呈现出相对分布较散、波动性较大、涉及区域广度小于 2020 年疫情等特点。2022 年 1-11 月家具社会零售总额同比下降 7.7%，可以从量、价两个维度剖析疫情影响。价的维度来看，由于原材料涨价，各企业产品普遍呈现涨价，涨幅 1-6% 不等。假设价提升幅度以 CPI 代替，量的维度来看，测算家具成交量整体下降约 10%，而成交量又受理论需求量与疫情影响需求释放节奏影响，结合新房竣工面积及二手房成交面积，根据我们测算整体 2022 年 1-11 月理论装修需求量约下滑 8.8%，从而我们预计受疫情影响积压的需求量占 2022 年理论需求量的 2.8%。

图表9: 2020年疫情后家具类社会零售额yoy



图表10: 2020年疫情后家居子版块分季度收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

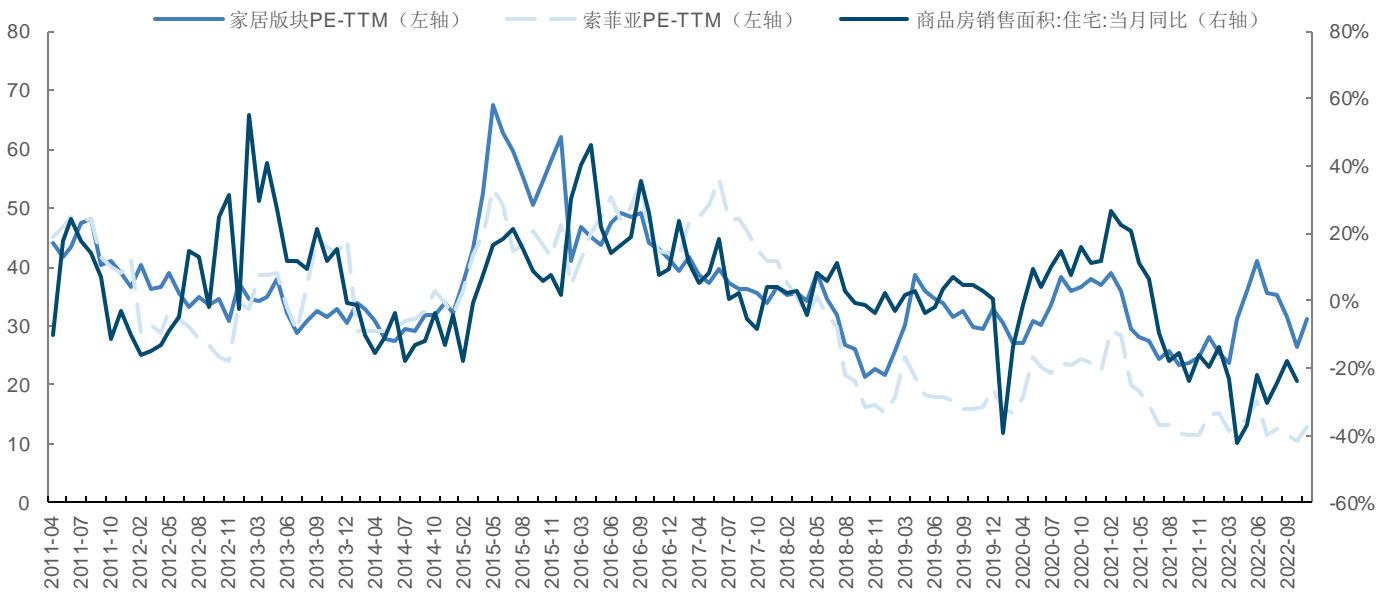
图表11: 疫后需求量释放测算

	201911M	202011M	202111M	202211M
新房装修量 YOY	-6.06%	4.74%	7.08%	-1.85%
二手房装修量 YOY	9.06%	1.62%	5.67%	-23.24%
整体装修量 YOY	-1.53%	3.70%	6.62%	-8.75%
价格 YOY	2.90%	2.50%	0.90%	1.97%
家具社会零售额 YOY	-14.10%	-7.00%	14.50%	-7.70%
疫情对需求的影响程度	4.12%	-9.79%	-1.98%	-2.77%

来源: 国金证券研究所测算; 注: 假设全国新房与二手房成交面积比例为 7: 3; 新房竣工后 3-9 个月释放装修需求; 二手房成交后 2-4 个月释放装修需求, 未考虑在住房翻新; 家具行业价格变动选用 CPI 变动代替。

改善预期确立, 板块估值仍存较大修复空间: 整体来看, 在供给端、需求端政策的共同推进下, 地产竣工、销售逐步企稳改善趋势确立, 叠加疫情限制逐步解除, 部分积压需求有望逐步释放, 家居行业改善趋势逐步确立。目前家居板块估值仍处历史低位, 在后续多重催化逐步落地的情况下, 估值仍具较大修复空间。

图表12: 家居板块估值正处修复通道



来源: Wind, 国金证券研究所

2.1.2 复苏特点展望：定制整体或优于软体，龙头更为受益

➤ 特点一：定制板块改善速度或快于软体板块

受益于“保交楼”政策逐步落地，在竣工交付及回款重新加速推进的情况下，家居企业的大宗渠道业务有望率先受益，2022Q3 部分家居企业大宗渠道收入已有体现改善趋势。整体来看，由于软体家居企业 B 端业务相对较少，定制家居企业或依托于 B 端业务，率先实现业绩改善。

图表 13：各企业大宗渠道收入占比

		收入总增量 (亿元)	零售增速 (%)	零售增长量 (亿元)	零售贡献率 (%)	大宗贡献率 (%)
欧派家居	2020	12.1	6.0%	6.9	56.9%	43.1%
	2021	54.0	42.2%	44.1	81.7%	18.3%
	2022Q1	7.7	36.7%	8.2	106.6%	-6.6%
	2022Q2	6.5	20.7%	8.2	125.8%	-25.8%
	2022Q3	3.7	11.2%	3.6	95.6%	4.4%
索菲亚	2020	6.7	1.4%	1.0	14.5%	85.5%
	2021	20.5	28.5%	19.5	95.1%	4.9%
	2022Q1	2.4	19.9%	2.7	112.4%	-12.4%
	2022Q2	2.1	10.2%	2.2	104.9%	-4.9%
	2022Q3	2.1	10.7%	2.7	129.1%	-29.1%
志邦家居	2020	8.8	14.7%	3.4	38.9%	61.1%
	2021	13.1	48.6%	8.4	63.7%	36.3%
	2022Q1	0.8	24.4%	0.8	102.6%	-2.6%
	2022Q2	0.5	11.6%	1.0	189.2%	-89.2%
	2022Q3	0.7	9.1%	0.9	135.4%	-35.4%
金牌厨柜	2020	5.2	7.8%	1.3	24.7%	75.3%
	2021	7.4	39.8%	4.9	66.0%	34.0%
	2022Q1	0.7	24.2%	0.3	40.9%	59.1%
	2022Q2	0.1	3.1%	0.2	232.5%	-132.5%
	2022Q3	1.7	9.2%	0.4	23.7%	76.3%
江山欧派	2020	9.85	12.95%	0.28	2.9%	97.1%
	2021	1.46	180.54%	4.46	305.9%	-205.9%
	2022Q1	0.14	74.30%	0.54	379.6%	-279.6%
	2022Q2	-1.43	42.01%	0.67	-47.0%	147.0%
	2022Q3	0.68	37.13%	0.69	102.5%	-2.5%

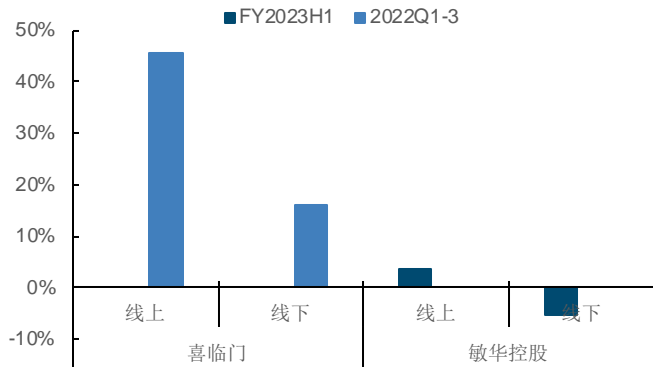
来源：Wind，国金证券研究所

➤ 特点二：定制改善幅度或并不弱于软体

复盘 2020 年疫后修复，可发现软体家居板块业绩恢复速度与弹性优于定制家居，但我们认为 2023 年的疫后修复中，定制业绩修复不会弱于软体。一方面，今年以来，虽然疫情对整体家居行业线下客流有所影响，但软体家居由于品类特性适于电商销售，电商渠道较大满足了部分受疫情影响的消费者需求，今年在行业整体承压时期，各主流软体家居企业电商渠道仍相对线下渠道实现较优增长，一定程度上对冲了疫情带来的部分影响。

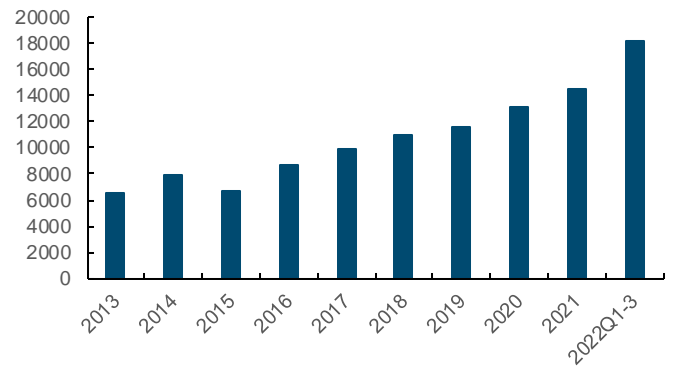
另外一方面，定制家居板块由于 2021 年起“整家定制”逐渐兴起，“定制+软体”的全品类连带销售逐渐增多，各定制企业在具备更前置流量的背景下，整体多品类连带销售对客单价拉升明显，2022 年客单价已成为各企业重要增长驱动力，索菲亚 2022 年前三季度客单价同比+34.9%至 18133 元。相对于软体家居而言，后续定制家居企业客单价提升或更为顺畅，这也将使得疫后修复中两者由于接单、交付速度带来的恢复差异性有所减弱。

图表 14：喜临门、敏华 2022 年线上线下增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：索菲亚客单价变化（单位：元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：各家整家定制套餐

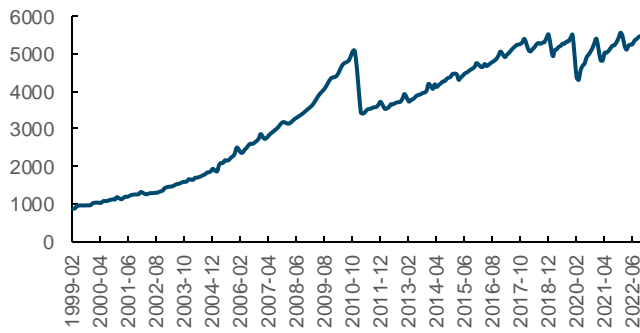
品牌	套餐价格	套餐包含（定制柜类）	套餐包含（成品家具）	套餐包含（其他）
欧派家居	29800 元	20 m ² 全屋柜类定制(18 种轻奢花色)	10 件全屋家具(含沙发、茶几、餐桌椅、床和床垫等)	3 m ² 轻奢背景墙(18 种花色任选)三大品类
顾家家居	29800 元	电视柜、书柜、餐边柜、衣柜、入户柜、书柜、榻榻米、阳台柜等	真皮沙发三人位+凳，时尚茶几、实木餐桌、餐椅*4，1.5 米床、防水抗污床垫等	
索菲亚	39800 元	20 m ² 柜类定制，7 米橱柜（3 米地柜+3 米台面+1 米吊柜）	真皮沙发（三人位+贵妃位）+ 岩板茶几+岩板实木腿餐桌+餐椅*4 等	3 m ² 背景墙柜门墙配一体化（+999 元送卡萨帝烟灶）
百得胜	28800 元	15 m ² 全屋柜类定制、7m 整体橱柜	7 件轻奢家居	10m 全屋窗帘
卡诺亚	29800 元	26 m ² 康醛定制柜、康醛橱柜(3m 地柜+3m 台面+1m 吊柜)	2 樘木门	8 m ² 康醛护墙板

来源：各品牌公众号，国金证券研究所

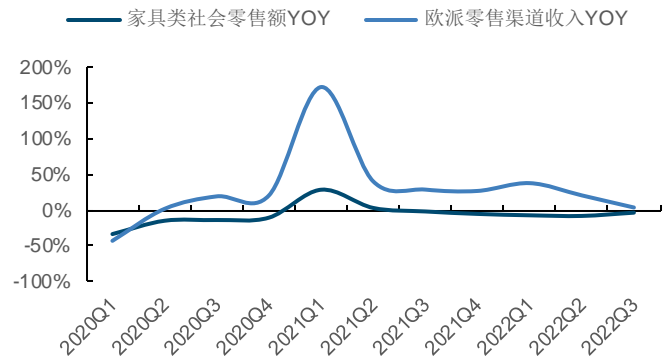
➤ 特点三：疫后龙头业绩改善或更强劲

2020 年疫情影响下，家具制造业企业中盈利的企业数量显著下降，在后期疫情缓和后，盈利企业数量有所恢复，但近两年以来仍未创新高，行业内整体生存压力较大。在行业整体承压背景下，龙头企业凭借更优的生产及供应链整合能力，以套系化销售提升整体客单价为增长驱动力，对冲疫情不利影响；而中小型企业受疫情影响下成本提升明显，或将面临淘汰风险。根据测算，衣柜 CR3/床垫 CR4 分别从 2019 年的 13.2%/13.4%提升至 2022 年的 16.0%/22.3%，印证疫情影响下市场份额进一步向龙头集中趋势。并且今年以来头部的业绩再次明显领先于家具社零增速，2023 年疫后集中度提升趋势将进一步延续，龙头业绩改善或更为强劲。

图表17: 盈利家具制造企业数量



图表18: 家居龙头企业疫情期间显著领先行业增长



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 历年定制衣柜集中度

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
索菲亚	6.2%	6.4%	6.0%	4.9%	5.6%	6.1%
欧派家居	3.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.8%	6.0%
尚品宅配	5.2%	5.3%	5.0%	4.2%	4.0%	3.8%
CR3	14.6%	15.9%	15.1%	13.2%	14.4%	16.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 历年软床及床垫集中度

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
慕思			4.8%	5.3%	6.0%	7.4%
喜临门	3.8%	3.4%	3.7%	4.1%	5.0%	7.2%
顾家家居	1.0%	1.2%	1.3%	2.1%	2.8%	3.7%
敏华控股	0.5%	0.8%	0.8%	1.8%	3.3%	4.1%
CR4			10.6%	13.4%	17.1%	22.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

2.1.3 投资建议: C端企业修复持续性或更强, 优选龙头

整体来看, 在疫情解除后, 一方面此前部分受封控的消费者需求亟待满足, 客流量以及交付速度有望迎来一定程度的恢复, 另外一方面地产竣工速度也有望加速, 整体需求改善趋势较为确定, 从节奏上来看, 我们认为今年 Q4 起各企业 B 端业务有望率先受益回暖, 而 C 端业务考虑竣工、交房传导周期, 我们认为或于 23 年 Q1 后有望逐步迎来实质性改善。目前家居板块估值仍处历史底部, 布局价值已显现。

定制家居: 考虑疫后在保交付大背景下, B 端占比高的企业会率先受益, 而若考虑修复持续性和防范后续估值回落风险, 或主抓 C 端为主, B 端为辅的企业更佳。定制家居板块中大家居战略领先叠加整装渠道拓展顺利的企业业绩增长或将更为强劲, 重点布局零售能力持续验证的【欧派家居】、【志邦家居】以及多方面逐步优化的【索菲亚】。

欧派家居: 公司凭借强大的零售能力, 多品类扩张越发顺利, 份额提升逻辑顺畅, 当前股价对应 2023 年 PE 21x, 维持“买入”评级。

索菲亚: 在“整家定制”战略支撑下, 客单价逻辑越发顺畅, 在疫情逐步消除叠加地产竣工改善, 预计公司零售渠道 2023 年有望进一步发力, 当前股价对应 2023 年 PE 仅 11x, 在变革成效逐步体现的情况下, 公司估值具备较大修复空间。

志邦家居: 公司渠道、品类均仍有拓展空间, 在优异零售能力支撑下, 中长期增长可期, 当前股价对应 2023 年 PE 14x, 维持“买入”评级。

软体家居: 看好内销成长路径清晰, 且外销利润有望逐步改善的龙头企业【顾家家居】, 关注【慕思股份】、【敏华控股】。

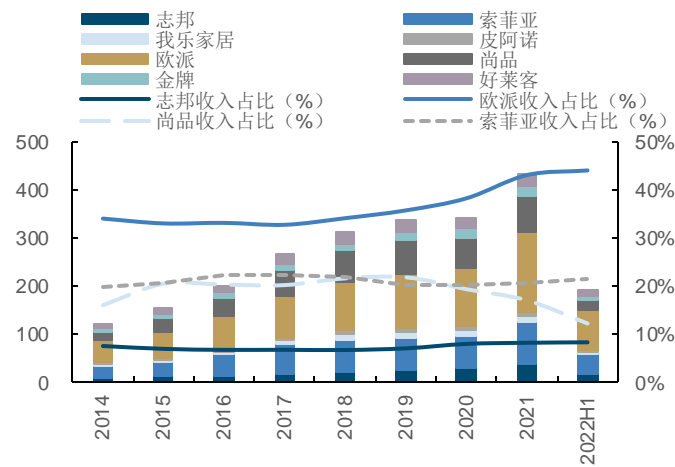
顾家家居: 公司近年来一系列渠道变革显著推动定制+功能+床垫三大高潜品类增长, 随着定制家居业务的逐步增长, 其为软体引流效果也将逐步显现, 公司全品类融合销售优势正越发明显。公司作为软体家居行业内少有的具备“定制+软体”全面布局的企业, 成长路径清晰。预计 2022-2024 年公司的 EPS 为 2.42、2.87、3.50 元, 当前股价对应 PE 分别为 17x/14x/12x, 维持“买入”评级。

图表21: 定制板块企业估值

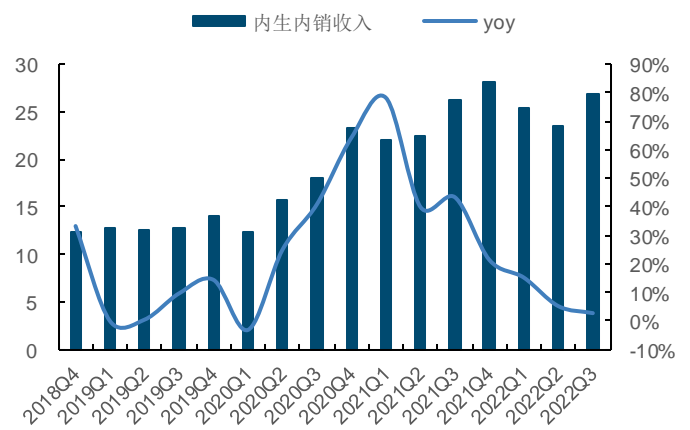
公司	股价 (元)	EPS (元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
索菲亚	18.11	1.32	1.72	2.06	14	11	9
欧派家居	118.60	4.57	5.54	6.52	26	21	18
志邦家居	27.73	1.7	2.03	2.42	16	14	11
*金牌橱柜	29.85	2.47	3.01	3.64	12	10	8
*好莱客	11.42	1.45	1.13	1.31	8	10	9

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: *公司的 EPS 选用 Wind 一致预期, 股价为截至 12 月 20 日。

图表22: 历年零售渠道各家份额变化 (单位: 亿元)



图表23: 顾家各季度内生内销收入及 yoy (单位: 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

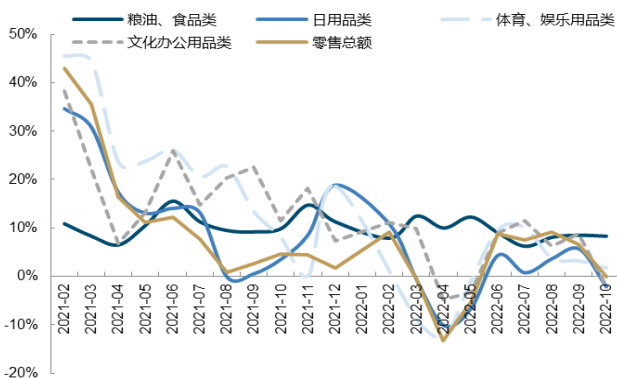
来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 日用消费: 需求复苏&成本下行共振, 文具、生活纸、个护板块修复向上

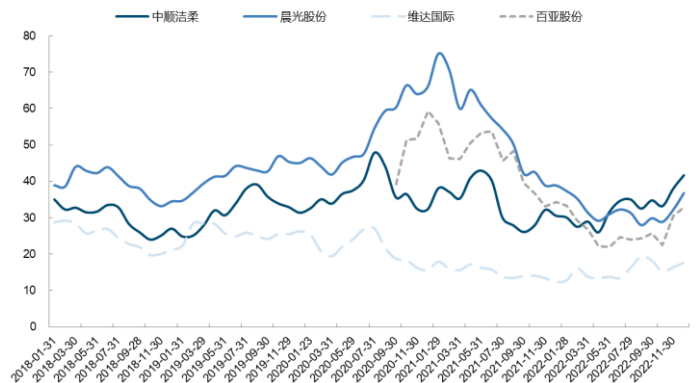
2.2.1 日用消费优质制造企业盈利端 23 年有望率先修复

1) 生活用纸: 企业盈利能力仍承压, 静待浆价成本压力缓解。企业策略分化导致营收分化, 恒安行业低位抢占市场份额, 洁柔提价策略下, 战略性收缩部分渠道导致收入短期波动, 维达整体提价较为稳健, 营收端成长性优于大盘。
2) 个护类: 盈利端进入修复期, 收入端表现平淡。需求端表现平平, 伴随原料端高分子、无纺布等石油衍生物价格进入高位下行周期, 3-4Q 起盈利能力进入底部修复期, 看好 23 年盈利修复逻辑持续兑现。
3) 文具: 需求稳步修复, 格局优化, 看好龙头后续单店修复&拓品类成长逻辑。

图表24: 限额以上社零增速: 必选优于可选



图表25: 轻工消费龙头公司估值 (PE-TTM) 进入底部修复通道



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表26：2H21以来日用消费龙头收入出现降速

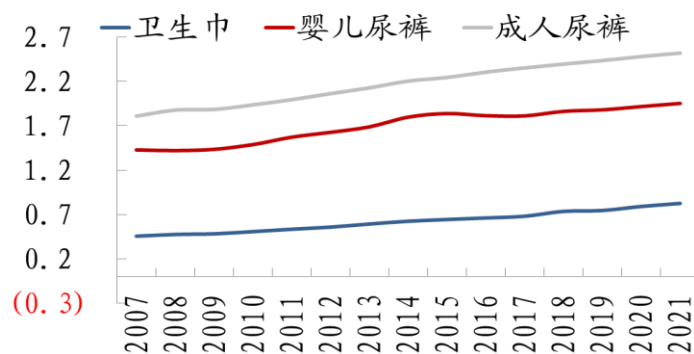
		2018	2019	2020	2021	1H21	2H21	1Q22	1H22	1-3Q22
营收增速										
生活用纸	维达国际	10.3%	8.0%	2.7%	13.1%	19.0%	8.0%	2.1%	10.8%	6.5%
	中顺洁柔	22.4%	16.8%	17.9%	17.0%	17.5%	16.5%	-10.4%	2.8%	-2.6%
	恒安国际	13.5%	9.6%	-0.5%	-7.1%	-8.7%	-5.5%	-	12.3%	-
护理类	依依股份	21.5%	13.8%	20.8%	5.6%	-2.4%	12.7%	13.9%	27.6%	20.8%
	可靠股份	15.2%	29.5%	39.3%	-27.4%	-21.1%	-33.5%	-3.3%	-8.6%	-2.0%
	豪悦护理	90.5%	34.8%	32.6%	-5.0%	-21.7%	14.3%	-2.8%	17.7%	20.6%
	百亚股份	18.6%	19.6%	8.8%	17.0%	25.3%	9.1%	6.6%	-2.9%	4.2%
文具类	晨光股份	34.3%	30.5%	17.9%	34.0%	61.4%	-15.6%	10.9%	9.7%	13.0%
毛销差										
生活用纸	维达国际	12.1%	15.0%	19.8%	15.7%	18.1%	13.4%	-	13.6%	-
	中顺洁柔	16.2%	19.0%	21.6%	14.2%	18.1%	10.8%	15.1%	12.9%	12.4%
	恒安国际	27.1%	24.4%	26.8%	22.2%	27.1%	17.7%	-	22.5%	-
护理类	依依股份	7.6%	17.2%	25.0%	15.3%	18.0%	13.2%	9.8%	10.8%	12.0%
	可靠股份	14.8%	16.9%	23.8%	11.0%	18.1%	2.9%	5.2%	3.5%	4.1%
	豪悦护理	21.5%	25.1%	32.0%	22.7%	24.6%	21.1%	17.3%	18.8%	19.1%
	百亚股份	16.6%	19.0%	24.9%	25.6%	27.8%	23.4%	23.1%	20.1%	20.7%
文具类	晨光股份	28.2%	17.3%	17.0%	15.3%	15.9%	14.8%	13.6%	12.9%	13.1%
净利率										
生活用纸	维达国际	4.4%	7.1%	11.4%	8.8%	10.6%	7.0%	7.5%	6.6%	4.9%
	中顺洁柔	7.2%	9.1%	11.6%	6.4%	9.6%	3.5%	7.1%	5.2%	4.5%
	恒安国际	18.5%	17.4%	20.5%	15.7%	18.7%	13.1%	-	-	-
护理类	依依股份	3.9%	10.4%	15.7%	8.7%	10.5%	7.3%	5.2%	8.9%	11.1%
	可靠股份	6.6%	7.5%	13.1%	3.4%	10.7%	-5.0%	0.6%	0.1%	1.7%
	豪悦护理	12.8%	16.1%	23.2%	14.7%	17.7%	12.4%	10.7%	12.6%	13.2%
	百亚股份	9.3%	11.1%	14.6%	15.6%	17.4%	13.6%	12.8%	10.6%	11.2%
文具类	晨光股份	5.4%	6.6%	7.6%	8.6%	8.7%	8.6%	6.5%	6.3%	6.8%

来源：Wind，国金证券研究所

2.2.2 投资建议：产品力升级逐步成为中长期成长动力

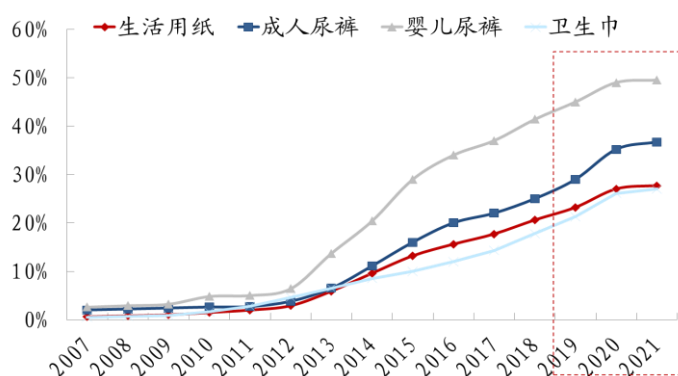
行业渠道红利退去后，后续投资机会将从渠道红利的把控迁移至供给侧产品力带动的品牌竞争力的强化。短期，关注行业盈利修复&需求边际转暖。中长期发展趋势来看，①行业驱动力由“量”转“价”，②线上渗透率进入稳定期。在渠道红利消退背景下，更应关注供给侧企业产品力&品牌力的释放，更考验的是企业面对复杂消费环境下组织能力的强化。

图表27：卫生用品个护三大品类单价增长趋势



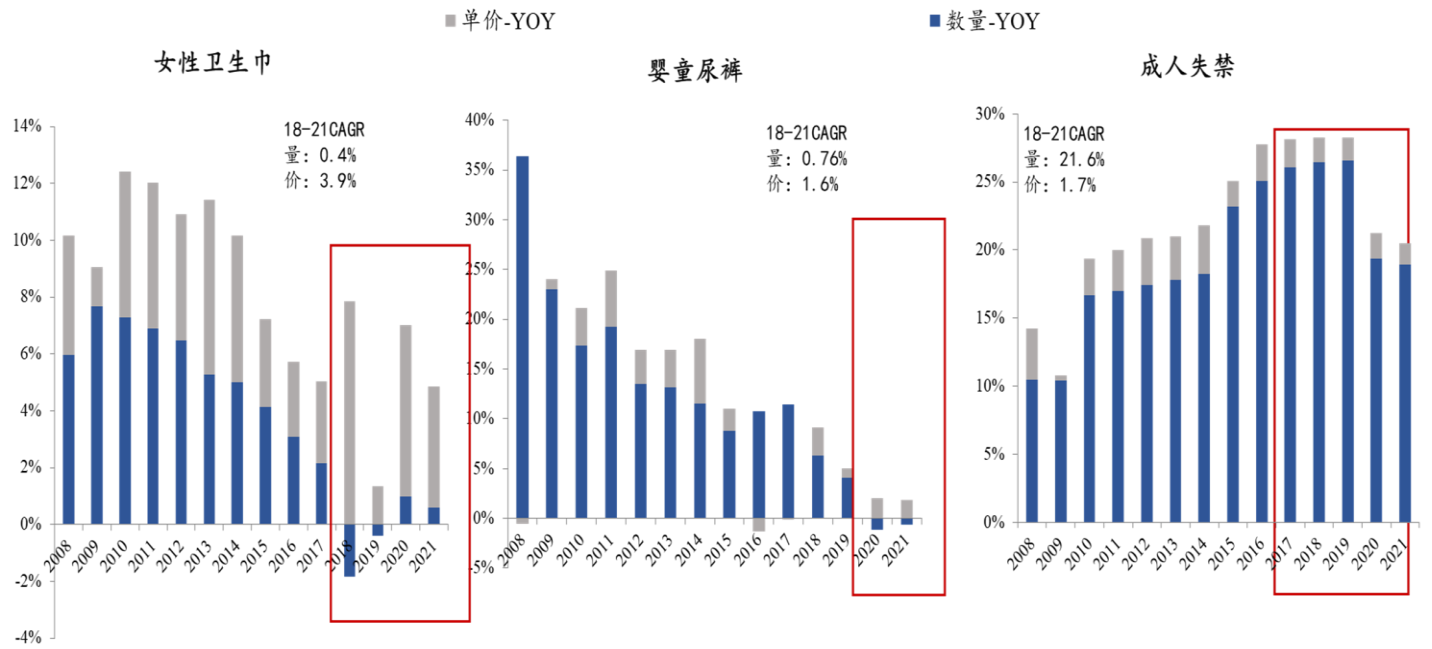
来源：欧睿，国金证券研究所

图表28：个护品类线上渗透率逐步进入稳定期



来源：公司公告，国金证券研究所

图表29：2H21以来日用消费龙头收入出现降速



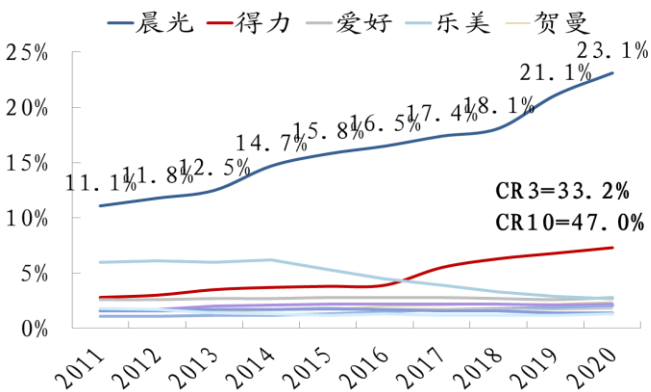
来源：欧睿，国金证券研究所

➤ 晨光股份：传统业务看好客流复苏&升级逻辑，零售大店看好修复&展店加密

传统核心业务：疫后线下到校率逐步回归常态，校边门店消费场景空间打开，进店客流总量、停留时间有望进入修复阶段，有利于恢复经销商备货信心尤其是时效性 IP 产品为代表的精品文创类备货信心，晨光拥有超8万家门店，有望重新回到量价齐升逻辑。中期角度，晨光传统业务以价补量动力充足，且增设体育用品业务，定位性价比，品类上新&利用渠道杠杆充分推广，中期有望贡献新增长点。

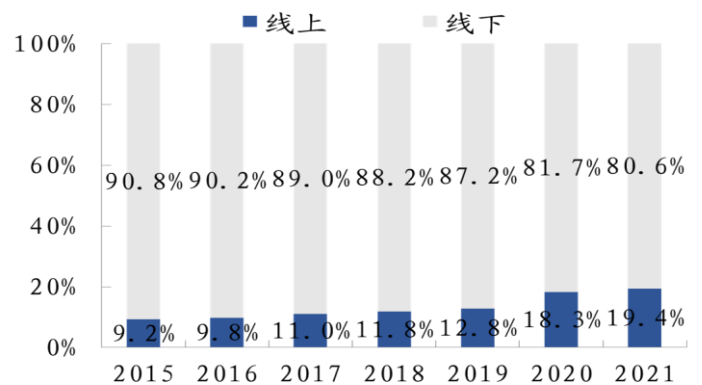
零售大店：伴随购物中心客流逐步回归常态，单店业务收入修复，门店展店进程亦有望加快，截至3Q22，九木门店数量484家（较年初+21家），单店模型不断优化期，高周转零售模式&业态定位稀缺，后续成长值得关注。

图表30：晨光在书写工具行业份额领先



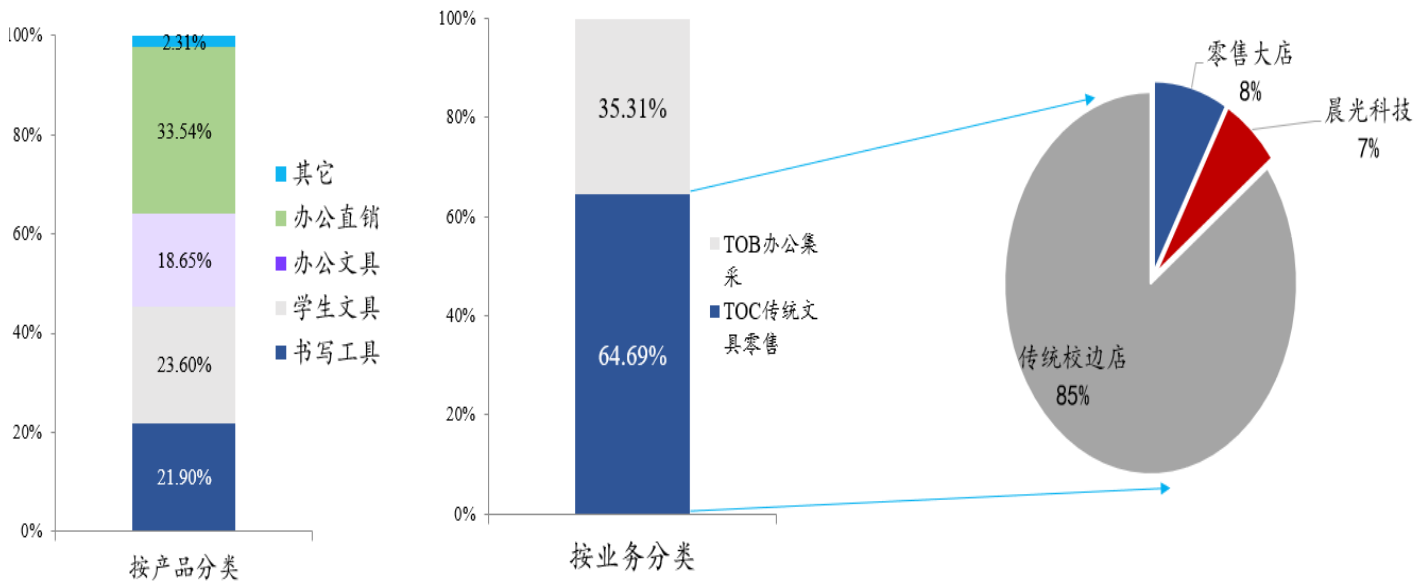
来源：欧睿，国金证券研究所

图表31：书写工具线上渠道占比提升



来源：欧睿，国金证券研究所

图表32：2021年公司营收按业务拆分



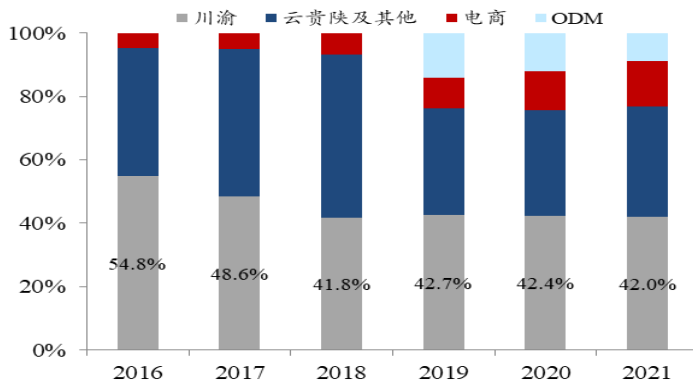
来源：公司公告，国金证券研究所

➤ 百亚股份：线上放量、产品升级、全国化开拓看点颇多

渠道扩张亮点：电商提速强发力，线下以点带面向外省破局。1) 线上：延续高增，3Q 预计保持 100%增速，抖音为主的直播电商贡献主要增量，充分抓住电播/达播发展机遇，毛利率边际提升，效率改善突出。2) 线下：3Q 预计营收同比+11.5%，商销/KA 促销投放效率环比改善明显，预计川渝/云贵陕/外围同比+9%/+12%/+17%，四川、贵州部分核心区域在疫情封控影响下增速仍稳健成长，外围省市开拓速度疫后修复看好重启加速开拓。

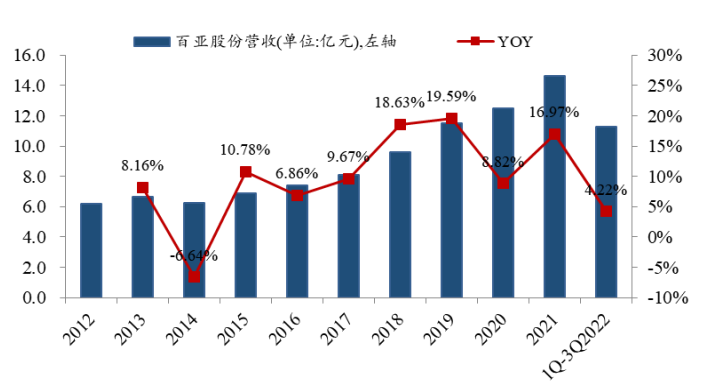
产品升级：敏感肌、皇家面差异化定位，产品持续高端化升级，品类开拓打开成长空间。自由点品牌以“轻薄”为主打差异点支撑中高端品牌定位，通过隐形、有机纯棉等产品创新优化升级，提升整体价格带。基于公司敏锐的品类布局眼光，积极推进新品类差异化战略，推动经期裤、婴儿学步裤等中高端新品类的迭代升级，结构性的抬升价格中枢以及利润弹性。

图表33：百亚股份渠道分布



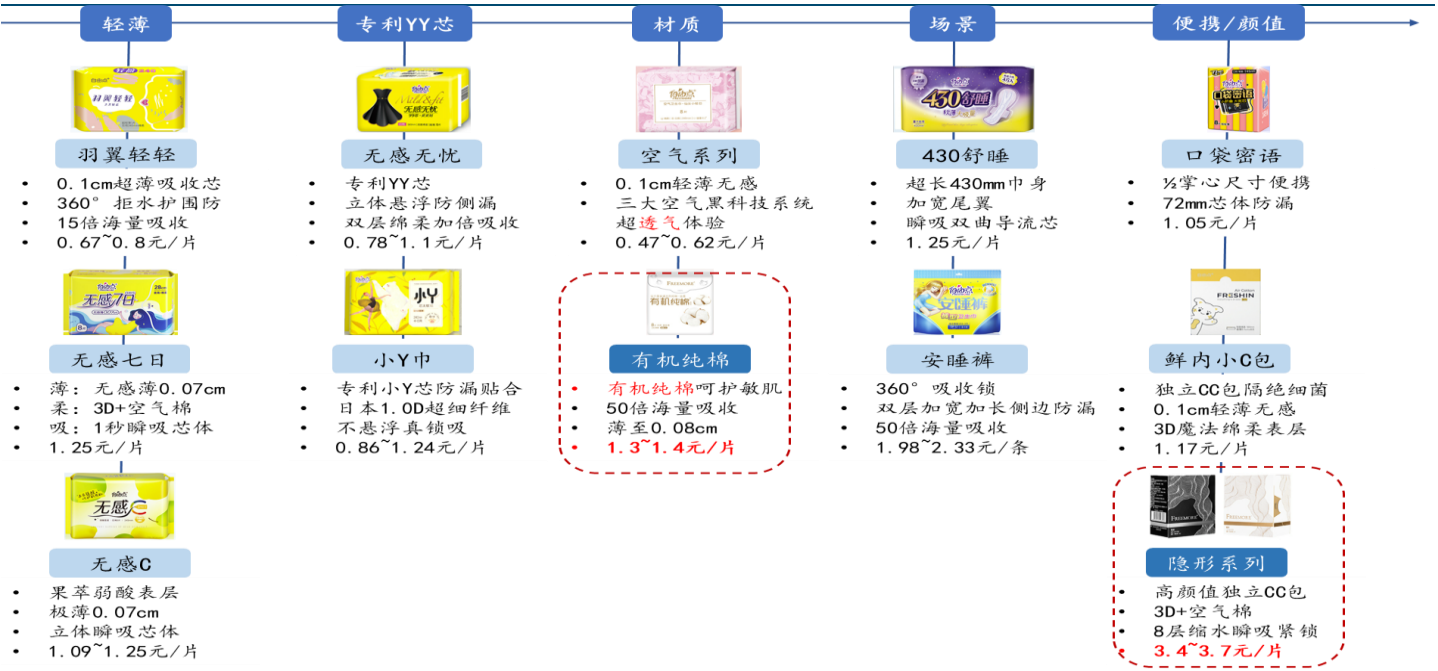
来源：公司公告，国金证券研究所

图表34：百亚股份营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表35：百亚股份产品系列升级图谱



来源：公司公告，国金证券研究所

3.投资主线二：把握成本下行期的盈利弹性机会

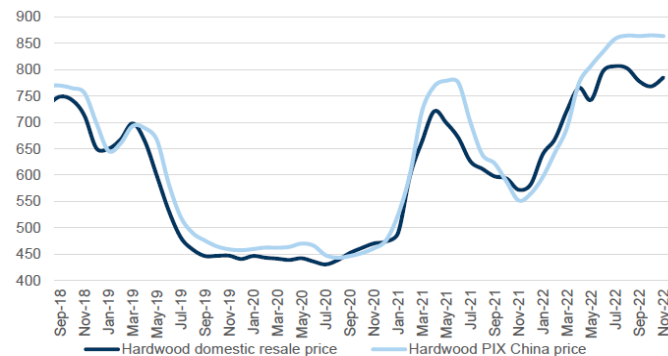
3.1 造纸：特纸&生活纸受益成本下行，大宗纸底部修复无需悲观

➢ 浆价下行是本轮造纸行情重要催化主线

从供给端角度：产能投放是浆价现货拐点催化剂。针叶浆率先下降，浆价谈判进入僵持期。针叶浆价格938美元/吨、较最高点下降58美元(降幅-5.8%)，阔叶浆价格868美元/吨、较最高点下降5美元(-0.6%)。智利 Arauco MAPA156万吨阔叶浆产能预计12月中旬试产，UPM 乌拉圭230万吨阔叶浆产能预计1Q23投产，3Q23 Metsa90万吨针叶浆产能。中期视角，未来3年阔叶浆产能投放较为充裕，价格回落是大势所趋，但考虑到木片价格、国内造纸产能落地、通胀等因素，价格难以复刻2019-2020年450美金的底部区间。

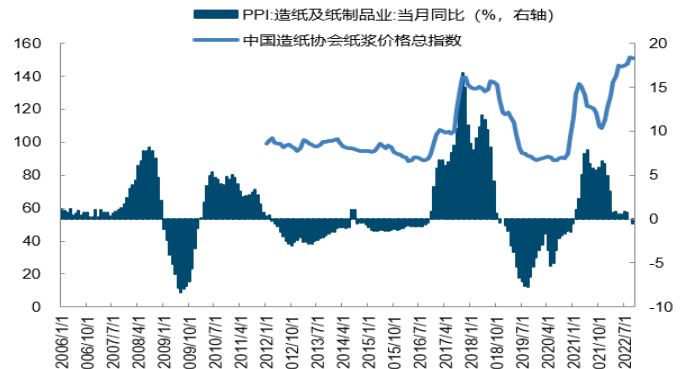
中国进口量边际改善：8/9/10月阔叶浆进口量同比+18.3%/+36.8%/+6%，部分缓解针叶浆供给偏紧局面，浆价议价权逐步向中国市场偏移。此外，从近期供应来看，根据巴西海关，22年7-11月巴西阔叶浆对华月度发运量分别为76/62/93/84/76万吨，同比+32%/29%/78%/67%/106%。

图表36：阔叶浆外盘报价价格



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表37：纸浆价格创历史新高



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表38：中长期阔叶浆产能投放较为宽裕

阔叶浆	地区	2022E	2023E	2024E	2025E	合计产能 (万吨)
南美洲:						
Bracell	巴西	210	50			260
Arauco	智利		127			127
UPM	乌拉圭		158	53		210
Suzano	巴西			40	215	255
阔叶浆转溶解浆	-	(70)	(40)	(40)	(40)	-190
新增产能合计		140	295	53	175	662
欧洲:						
Stora Enso	芬兰	(24)				-24
Metsa	芬兰		15	27		42
新增产能合计		(24)	15	27	0	18
北美洲:						
Resolute	美国	(17)				-17
新增产能合计		(17)	0	0	0	-17
亚洲:						
Oji F-Tex	日本	(75)				-75
Tamil Nadu	印度	85	80			165
太阳纸业	中国	80				80
联盛纸业	中国		125			125
仙鹤股份	中国			40		40
岳阳林纸	中国	20				20
APP	中国	75	75			150
新增产能合计		185	280	40	0	505
阔叶浆新增产能合计 (万吨)		284	590	120	175	1,168
阔叶浆合计产能 (万吨)	4018	4,302	4,892	5,011	5,186	
YOY		7.1%	13.7%	2.4%	3.5%	

来源：卓创资讯，各公司公告，国金证券研究所

需求视角：欧洲需求趋势下行，商品浆需求端支撑减弱：欧美需求进入下行周期加速下行趋势形成。6月起，欧元区制造业 PMI 进入 50 以下。根据 Suzano21 年年报，北美、欧洲占 Suzano 纸浆业务的 46%，其中北美/欧洲占比 16%/30%。

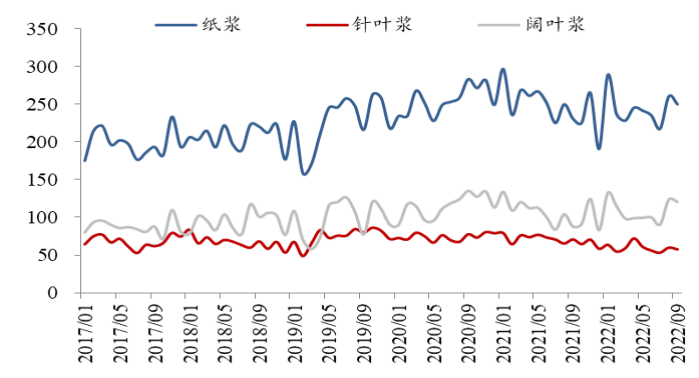
从库存视角：欧港库存进入累库周期。8月起欧洲港口库存企稳回升，10月库存 131.3 万吨，环比+18.3 万吨（幅度+16.2%），同比+16 万吨（幅度+13.9%）；10月中国五大港口库存 189 万吨（同比+3%，环比+8.4%）。

图表39：6月起，欧元区制造业 PMI 进入 50 以下



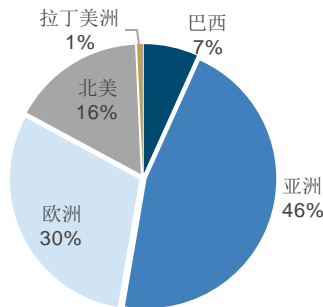
来源：Wind，国金证券研究所

图表40：8月起阔叶浆单月进口量环比大幅度提升



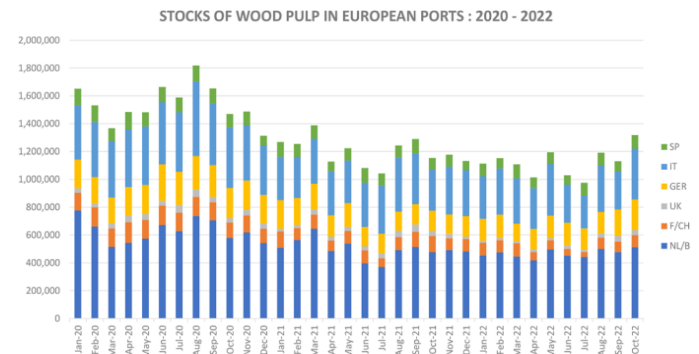
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表41：亚洲、欧洲占 Suzano 纸浆业务 76%比例



来源：公司公告，国金证券研究所

图表42：10月欧港木浆库存奠定累库趋势



来源：Europulp，国金证券研究所

3.2 投资建议：优选特种纸&生活用纸，盈利弹性具备空间&确定性

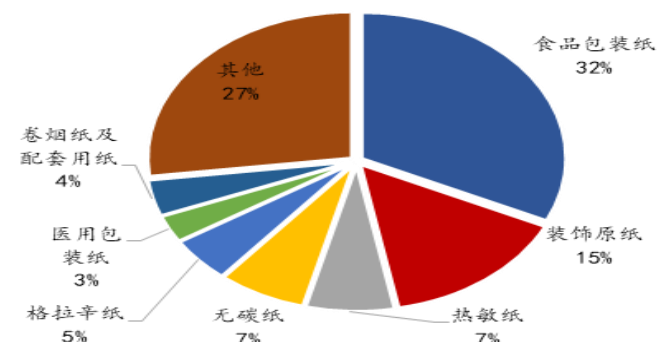
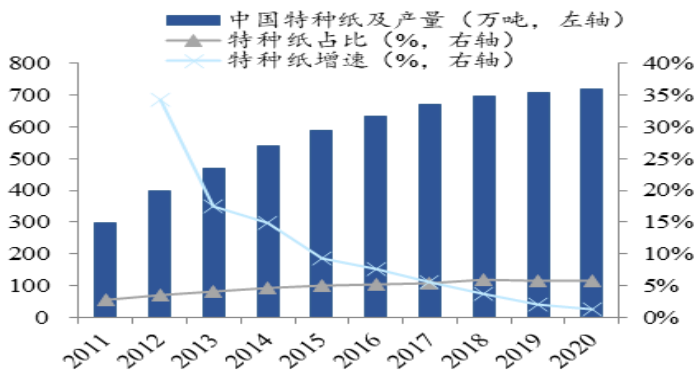
3.2.1 需求韧性支撑铸就高确定性，首选特种纸板块标的

1) 供需格局更好：以销定产，需求端逻辑支撑（大消费+升级趋势+替代趋势）；2) 下游更分散，下游占比更低，价格体系透明度弱于大宗纸；3) 短期自供浆布局相较大宗纸偏弱，此轮盈利弹性更大；4) 头部特种纸公司中期成长性充足，且稳步进入上游供应链木浆等布局阶段。根据假设测算，在销量、售价不变的前提下，用浆成本降幅18%时，仙鹤/五洲/华旺/洁柔/维达毛利率较3Q22可实现+13/+16/+16/+11/+12pct的弹性。

生活用纸：消费属性较强，浆价下行盈利弹性凸显。从历史复盘角度，浆价下行周期中，生活纸净利率有翻倍释放空间。

图表43：国内特种纸及纸浆产量超700万吨

图表44：21年国内特种纸产量分布占比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表45：特种纸品类分布较多且偏长尾

特种纸系列	产品类别	市场规模 (万吨)	行业增速	下游应用领域	图片示例
烟草用纸	滤嘴棒成型纸	8.5	-3.2%	卷烟类	
	烟用接装纸原纸				
	烟用内衬原纸				
家居装饰用纸	装饰原纸	110	5-10%	复合纤维板、地板等 壁纸	
	壁纸原纸	15-18			
商务交流及防伪用纸	无碳纸	<50	-6.0%	快递物流、日用消费	
	热敏纸	50	~12%		
食品与医疗包装	食品包装用纸	~200	5-10%	牛奶、巧克力、汉堡等快消品 口罩、针剂等	
	医疗用纸	21	15-20%		
标签离型用纸	格拉辛纸	~45	5-10%	快递物流等	
电气及工业用纸	电解电容器纸	8.3	6-7%	电子元器件	
	不锈钢衬纸	1.7			
热转印用纸	转印印花纸	20.42	5.7%	数码广告、服装等	
	热转移纸				
	数码喷绘纸				
低定量出版印刷用纸	圣经纸等	3.5-4	0.0%	圣经、字典等	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表46：中顺洁柔盈利水平和浆价指数呈反向变动

中顺洁柔	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
基本面指标														
营业收入 (亿元)	16.32	16.47	18.15	16.71	19.45	19.39	22.68	21.02	21.46	20.27	28.75	18.84	24.83	17.46
营收增速	19.88%	10.21%	13.61%	8.46%	19.21%	17.70%	24.97%	25.81%	10.29%	4.54%	26.75%	-10.36%	15.74%	-13.86%
毛利 (亿元)	6.40	6.82	7.84	7.54	9.31	9.06	6.42	8.51	8.35	6.96	9.05	6.18	8.20	5.50
毛利率	39.23%	41.37%	43.19%	45.12%	47.85%	46.70%	28.32%	40.46%	38.91%	34.33%	31.49%	32.81%	33.02%	31.47%
销售费用 (亿元)	3.42	3.37	4.25	3.78	4.70	4.94	2.02	3.91	5.25	4.70	6.01	3.34	5.40	3.56
销售费用率	20.97%	20.46%	23.40%	22.60%	24.18%	25.48%	8.92%	18.59%	24.45%	23.19%	20.90%	17.71%	21.76%	20.39%
毛销差	18.26%	20.91%	19.78%	22.52%	23.67%	21.22%	19.39%	21.87%	14.46%	11.14%	10.59%	15.10%	11.26%	11.08%
归母净利润 (亿元)	1.51	1.63	1.66	1.83	2.69	2.19	2.34	2.71	1.36	0.77	0.97	1.33	0.94	0.46
净利率	9.28%	9.89%	9.15%	10.98%	13.84%	11.29%	10.33%	12.90%	6.34%	3.81%	3.36%	7.07%	3.79%	2.66%
行情数据														
期间涨跌幅	29.8%	1.4%	2.2%	35.6%	36.4%	0.5%	-3.1%	27.0%	7.1%	-38.0%	-2.9%	-28.1%	3.2%	-17.3%
原材料成本指标														
浆价指数	104.12	92.71	90.09	89.99	90.27	89.98	95.37	126.37	127.91	119.72	110.56	128.41	144.29	148.55

来源：： Wind, 国金证券研究所

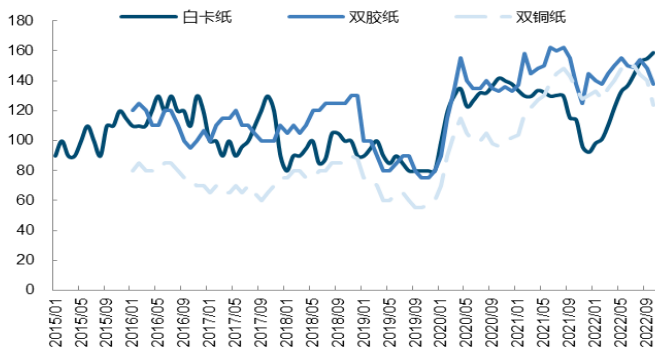
图表47：不同浆价下行幅度假设下，各公司盈利弹性测算

项目	假设浆价变动情况								
阔叶浆价 (元/吨)	6590	6261	5931	5602	5272	4943	4613	4284	
降幅	0%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%	-35%	
针叶浆价 (元/吨)	7250	7033	6670	6380	6163	5800	5438	5075	
降幅	0%	-3%	-8%	-12%	-15%	-20%	-25%	-30%	
注：针阔价差	660	772	739	779	891	858	825	792	
吨耗混合浆计价成本 (不含增值税，阔叶6.5：针叶3.5)	5131	4912	4656	4418	4200	3944	3687	3430	
(元/吨)									
降幅%	0%	-4%	-9%	-14%	-18%	-23%	-28%	-33%	
降幅 (元/吨)		(218)	(475)	(712)	(931)	(1187)	(1444)	(1700)	
情景一：成本下行且售价不变毛利率提升幅度									
仙鹤股份		2.4%	5.2%	7.8%	10.2%	13.1%	15.9%	18.7%	
五洲特纸		3.0%	6.5%	9.8%	12.8%	16.3%	19.8%	23.4%	
华旺科技		2.9%	6.4%	9.6%	12.5%	15.9%	19.4%	22.8%	
中顺洁柔		2.1%	4.6%	6.9%	9.0%	11.4%	13.9%	16.4%	
维达国际		2.2%	4.9%	7.3%	9.5%	12.1%	14.7%	17.4%	
情景二：成本下行10%后售价开始降价-毛利率提升幅度									
价格下行幅度		0%	0%	-4%	-7%	-10%	-13%	-18%	
仙鹤股份		2.4%	5.2%	4.5%	4.4%	4.7%	5.1%	3.5%	
五洲特纸		3.0%	6.5%	6.4%	6.9%	8.0%	9.1%	8.4%	
华旺科技		2.9%	6.4%	6.4%	7.1%	8.3%	9.6%	9.3%	
中顺洁柔		2.1%	4.6%	4.3%	4.5%	5.1%	5.7%	4.9%	
维达国际		2.2%	4.9%	4.5%	4.7%	5.4%	6.1%	5.2%	

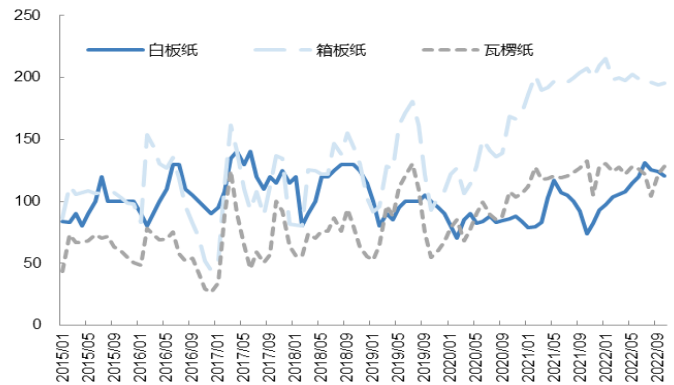
来源：卓创资讯，国金证券研究所测算

大宗纸：文化纸格局优，箱板&白卡看好需求弹性。需求修复假设下，盈利弹性分纸种排序，文化纸>白卡纸>箱板纸。当前箱板纸、文化纸、白卡纸行业低盈利区间时间已接近一年时间，开工率行至底部区间，关注产能出清。库存角度来看，文化纸库存基本已去化至合理水平，白卡、箱板纸仍处于主动去库阶段产能投放进度，文化稳健，包装类投放仍较激进。文化纸整体产能投放进度基本能保持供需平衡，白卡纸当前公布投放产能较多，未来5年已公布产能合计达到1200万吨，供给端预期仍有一定压力。

图表48：浆纸系社会库存



图表49：废纸系社会库存



来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表50：大宗造纸主要纸种未来产能投放统计

箱板纸新产能投放统计					双胶纸新产能投放统计					白卡纸新产能投放统计			
企业	投产时间	产能	单位	所在省份	企业	投产时间	产能	单位	所在省份	年份	具体时间	企业	产能(万吨)
湖北玖龙		120	万吨/年	湖北省	玖龙纸业		55	万吨/年	广西	2023	2023/3/31	联盛纸业	100
	2022/12/31	120	万吨/年	湖北省		2023/12/31	55	万吨/年	广西		2023/10/31	亚太森博	100
山鹰纸业		207	万吨/年	广东省	山东博汇		45	万吨/年	山东省		2023/3/31	仙鹤股份	30
广东产能	2022/5/15	100	万吨/年	广东省		2022/12/31	45	万吨/年	山东省		2023/10/31	玖龙纸业	120
吉林产能	2023/12/31	30	万吨/年	吉林省	总计(万吨)		100			合计		350	
浙江产能	2022/12/31	77	万吨/年	浙江省						2024	2024/12/31	联盛纸业	100
其他		320	万吨/年							2024/12/31	黄冈晨鸣	138	
总计(万吨)		647	万吨/年							2024/12/31	江苏博汇	100	
										2024/12/31	广西金桂(APP)	90	
										合计		428	
										2025	2025/12/31	亚太纸业	100
										2025/12/31	黄冈晨鸣	36	
										2025/12/31	亚洲浆纸	81.6	
										2025/3/31	新乡新亚纸业	40	
										合计		257.6	

来源：卓创资讯，国金证券研究所

3.2.2 标的推荐：特纸板块重点关注仙鹤、五洲、华旺

➤ 仙鹤股份：全品类布局龙头股，优质制造成长路径清晰

纸基材料“一站式”解决方案提供商，灵活排产保证景气度最优。公司预计于2022年底拥有产能110万吨，拥有超过50条产线进行灵活排产，下游累积直销客户超2000家。布局食品+布局新型烟草缓释材料，突破“薄纸”限制进入多元化纸基材料成长通道。食品卡领域，预计常山30万吨食品卡于22年7-8月投产。新型烟草领域，公司积极布局HNB缓释片产品，与下游部分中烟客户进行密切合作，进行薄片产品的升级迭代。

广西、湖北、莱州三方位布局浆纸产能超700万吨，降本提效路径清晰。公司拟在广西来宾、湖北荆州、山东莱州三大基地布局浆&纸产能700万吨，预计截至24年底公司浆/纸产能达到80/224万吨。投资建议：预计公司22-24年归母净利润分别为7.8/13.4/16亿元，股价对应PE分别为27/16/13X，维持“买入”评级。

图表51: 15-21年吨盈利变动情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入 (百万元)	1909	2196	3047	4098	4567	4843	6017
营收同比增速	9.4%	15.0%	38.8%	34.5%	11.5%	6.0%	24.2%
营业成本 (百万元)	1528	1773	2462	3392	3713	3852	4815
毛利率	20.0%	19.3%	19.2%	17.2%	18.7%	20.5%	20.0%
销量 (万吨)	25	29	36	46	51	60	70
销量 (夏王按1/2产量计算, 万吨)	33	38	46	57	64	73	83
销量yoy		17%	21%	24%	11%	16%	13%
单吨盈利模型 (不包含夏王):							
单位价格	7,484	7,382	7,964	8,427	8,586	7,762	8,413
同比变动	-310	-102	581	463	159	-824	651
单位成本	5,981	5,937	6,391	6,968	6,967	6,127	6,721
同比变动	-306	-43	453	578	-2	-839	594
吨毛利	1,503	1,445	1,573	1,459	1,619	1,635	1,692
同比变动	-4	-58	128	-115	160	16	57
其中, 运输成本	75	82	110	122	132		
吨运输成本	305	287	303	264	258		
调整后吨毛利 (可比口径-剔除运费)	1,428	1,362	1,464	1,337	1,487	1,635	1,692
同比变动	-79	-66	101	-127	151	147	57
吨其他成本费用	1,355	1,243	896	1,066	892	597	475
吨营业利润 (税前, 元/吨)	149	202	677	393	727	1,038	1,216
吨净利 (税后, 元/吨)	134	184	606	336	631	894	1,080
吨净利同比变动 (元)	18	50	421	-270	296	263	186

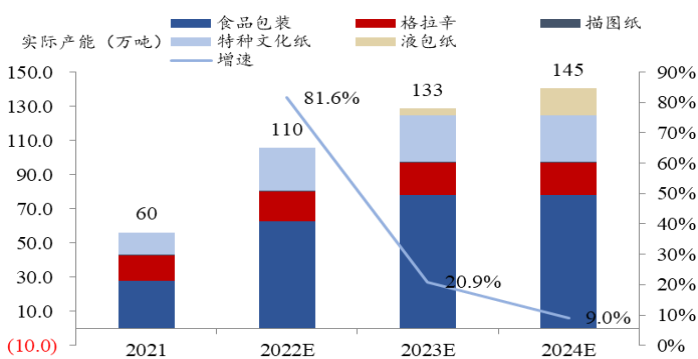
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

五洲特纸: 格拉辛强卡位, 成本先行的食品卡龙头

深耕食品卡领域, 二手纸机模式提升资产周转率。公司已拥有食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸、箱板纸五大系列产品, 其中食品卡 (康师傅面碗重要原纸供应商)、格拉辛纸规模位居行业首位。19/20/21 年营收分别为 23.8/26.3/36.7 亿元, 同比+10.6%/10.9%/40%。净利润分别为 2/3.4/3.9 亿元, 同比+20.5%/+70%/+15%。

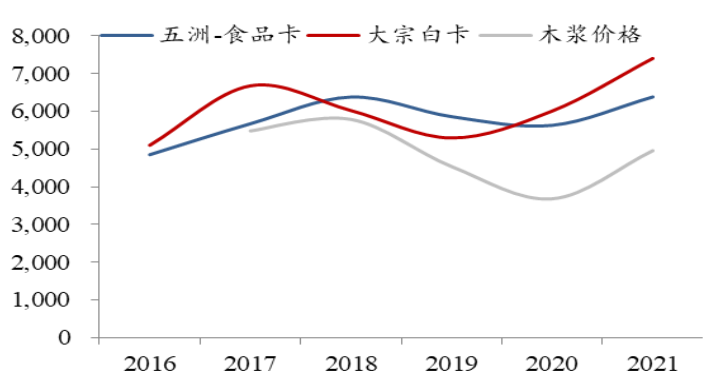
产能进入快速释放期, 湖北 449 万吨浆纸项目奠定中长期成长。21 年 3 月、12 月公司投产 30 万吨文化纸及 50 万吨食品卡纸, 有望在 2022 年贡献业绩增量。中期来看, 23 年公司预计投产 30 万吨化机浆线、20 万吨食品液包纸。长期产能布局角度, 公司拟于湖北汉川投资 449 万吨浆纸一体化项目, 投资约 173 亿元人民币, 包括 155 万吨化机浆/化学浆生产线、294 万吨机制纸、以及集中供热、污水处理设施、固废综合利用、物流码头等配套公用设施。

图表52: 22-23 年是公司产能快速释放期



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表53: 食品卡单位价格波动较大宗白卡更小



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

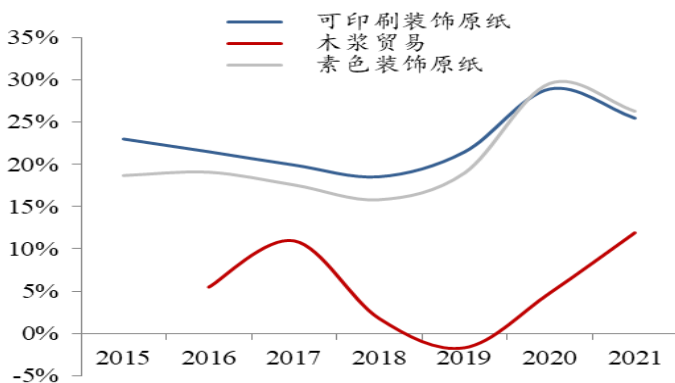
华旺科技: 盈利弹性有望兑现, 扩产+出海构筑长期成长

深耕中高端装饰原纸, 强议价力下提价顺利, 有效对冲成本压力。公司所在的高端装饰原纸赛道格局优秀, 凭借先进的设备、强技术工艺积累拉开与中低端装饰纸生产厂家盈利差距, 有效避免价格战, 强盈利能力表现突出。21 年底伴随浆价上涨, 公司 2 月提价 300-500 元/吨, 3 月发布 1500 元/吨涨价函, 成本压力传导顺畅, 继续维持较强盈利能力, 强议价力下提价顺利。

新产线稳步释放, 贸易浆储备强化成本优势, 技术外溢海外市场扩张值得期待。短期角度, 2022Q1 公司 IPO 募投项目第二 6 万吨产线已顺利投放, 构筑 2022 年成长基础。23 年继续投放 8 万吨装饰原纸产线, 凭借优质高端性价比产

品, 出口印度、韩国等地区, 中长期出海战略值得期待。公司基于对木浆价格的前瞻判断积极进行木浆库存战略储备, 1Q 业绩表现超预期。

图表54: 华旺各项业务毛利率分布



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表55: 各公司装饰原纸毛利率对比



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

4. 投资主线三：新消费趋势下的中长期布局机会

新型烟草、宠物等新消费趋势已然显现, 短期发展波动不改长期发展趋势, 海内外渗透率趋势性提升下, 行业将持续扩容, 中长期布局机会已开始显现。新型烟草方面, 基于减害背景下, 海内外市场均仍具较大发展空间, 国内市场底部或于 4Q 显现, 海外市场或将于 23 年迎来政策出清, 思摩尔作为全球电子烟代工市场的头部企业虽受多重因素扰动, 但长期发展趋势依然确定, 布局机会已开始显现。宠物方面, 国内市场将依托消费升级红利实现渗透率提升, 国产宠食产品&品牌体系迎来快速成长机会, 海外市场虽短期受去库&库存调整扰动, 但中期企业可通过海外建厂带来的份额抬升, 重点布局具备产业链优势的头部品牌企业。

4.1 电子烟板块：国内外政策即将出清，布局机会正显现

4.1.1 国内市场：22 年 Q4 压力仍存，23 年改善预期正增强

目前国内电子烟相关政策已基本落地, 行业政策不确定性基本消除, 国内市场短期承压后将迎来发展新阶段。短期来看, 因为产品口味限制叠加渠道库存, 新国标产品的需求今年 4Q 确有承压, 但长期来看, 随着原有水果口味库存出清叠加新产品逐步迭代, 终端需求将逐步回升, 叠加电子烟消费税落地, 国内监管框架基本确立, 行业发展确定性进一步提升, 迎来健康可持续发展新阶段已是必然, 2023 年行业规模有望逐季提升。

政策基本均落地，消费税影响有限，国内迎来新阶段

监管政策均落地, 政策风险基本出清: 2022 年 10 月下旬电子烟消费税征税方案最终出台, 标志着电子烟行业主要监管政策均落地, 政策风险基本出清。

图表56: 2022 年电子烟政策梳理

时间	相关政策
5 月 1 日	《电子烟管理办法》正式实施
5 月 5 日起	电子烟企业开始申请生产许可证
5 月 20 日	各省局出台本省电子烟零售布局规划
5 月下旬-6 月 15 日	电子烟零售许可证办理时间时段
6 月 15 日	全国电子烟管理平台运行, 各经营主体开始交易
9 月 30 日	电子烟监管过渡期结束, 全部在平台进行交易
10 月 1 日	电子烟国标正式施行, 非国标产品正式退出市场, 调味产品退出市场
10 月 25 日	电子烟税率征税具体方案推出, 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%
11 月 23 日	电子烟监管进入细化阶段, 相关产品限量寄递

来源: 烟草专卖局官网, 国金证券研究所整理

消费税影响有限，后续核心关注行业需求量改善：长期来看，电子烟税收政策落地意味着行业开始进入更为合规的监管，国内电子烟行业将朝着更为健康有序的方向发展。并且经过我们测算可知，由于消费税大部分向消费者端传导，对于生产商和品牌商利润影响相对有限。在目前行业需求量降至极低的情况下，明年核心关注点仍在于产品口味迭代后，行业需求量的改善速度与幅度。

图表57：电子烟消费税测算表

生产商不调价情况							
	生产商成本	生产商出厂价	品牌商不含税出厂价	品牌商含税出厂价	中烟含税成本	批发价	零售价
消费税前	4.5	8	14.7	16.7	16.8	17.8	33.0
消费税后		8	13.4	23.7	27.6	29.3	43.0
		生产商毛利额	品牌商毛利额	零售毛利额			
消费税前		3.5	6.7	15.2			
消费税后		3.5	5.4	13.7			
生产商降价使得平摊品牌商毛利额影响情况							
	生产商成本	生产商出厂价	品牌商不含税出厂价	品牌商含税出厂价	中烟含税成本	批发价	零售价
消费税前	4.5	8	14.7	16.7	16.8	17.8	33.0
消费税后		7.4	13.4	23.7	27.6	29.3	43.0
		生产商毛利额	品牌商毛利额	零售毛利额			
消费税前		3.5	6.7	15.2			
消费税后		2.9	6.0	13.7			
生产商降价使得品牌商毛利额不变影响情况							
	生产商成本	生产商出厂价	品牌商不含税出厂价	品牌商含税出厂价	中烟含税成本	批发价	零售价
消费税前	4.5	8	14.7	16.7	16.8	17.8	33.0
消费税后		6.7	13.4	23.7	27.6	29.3	43.0
		生产商毛利额	品牌商毛利额	零售毛利额			
消费税前		3.5	6.7	15.2			
消费税后		2.2	6.7	13.7			

来源：国金证券研究所测算；注：此结果基于情景假设，仅供参考变化方向，不构成实际盈利预测

➤ 渠道铺设为发展奠定基础，近期新品逐步迭代，销售改善预期增强

目前各省市均已正式确定的电子烟零售网点数量（零售许可证）上限，总数超5万家，可满足各地原有合规电子烟专卖店（不考虑搭售网点）的需求，并且未来都将是集合店的形式，5万家以上门店已可较好覆盖消费者购买需求，这为后续行业发展奠定了坚实的基础。在此基础上，产品口味的迭代情况将成行业规模扩张的核心要素，以悦刻为例，其产品线布局越发完善。近期悦刻的绿扇盈盈、蓝田暖阳等几款新品获批上市，根据渠道反馈，整体口味已有所优化，并且监管部门对前期市场上的非法产品的执法力度显著加大。后续随着更多符合要求的新口味产品推出，整体新国标产品销售有望逐步回升。从时间节点来看，考虑消费者手中原水果味产品库存量，我们预计23年Q1后，新国标产品销售或有望逐步迎来改善。

图表58：国内各省市电子烟网点规划数量梳理

省份	零售网点规划数量	原有专卖店数量
江苏省	5057	4373
广东省	4036	5045
河南省	3532	3172
浙江省	3428	3593
四川省	3188	3274
河北省	2219	1853

陕西省	1966	1410
福建省	1916	1596
安徽省	1877	1832
湖北省	1623	1690
重庆市	1520	1120
黑龙江省	1469	780
广西壮族自治区	1461	1368
辽宁省	1415	1370
山西省	1355	1126
云南省	1306	1098
北京市	1212	1547
上海市	1191	1384
深圳市（单列市）	1172	/
湖南省	1121	1517
吉林省	1023	872
内蒙古自治区省	1000	848
新疆维吾尔自治区	998	586
江西省	988	1075
贵州省	980	914
海南省	635	399
天津市	600	678
甘肃省	590	378
大连市（单列市）	450	/
宁夏回族自治区	270	253
青海省	218	95
西藏自治区	115	75
山东省	/	3428

来源：各省烟草专卖局官网，国金证券研究所

图表59：悦刻近期新品推出情况梳理

品牌	系列	口味	新品名称	
悦刻	山烤系列	中式烤烟、草木香/花香/茶香、香韵平衡	国标青羽	望江有径、森林复兴
			悦刻幻影	望江有径、森林复兴、烟云曼妙、清欢人间
			悦刻幻影Power	森林复兴
悦刻	岩烤系列	中式烤烟、焦甜香/木香/甘草香、浓郁饱满	悦刻幻影Power	红运滚滚
悦刻	溪烟系列	中式烤烟/清香/清透飘逸	国标青羽	相印彩云
			悦刻幻影	相印彩云
			悦刻幻影Power	相印彩云、蓝田暖阳

来源：悦刻官网，国金证券研究所

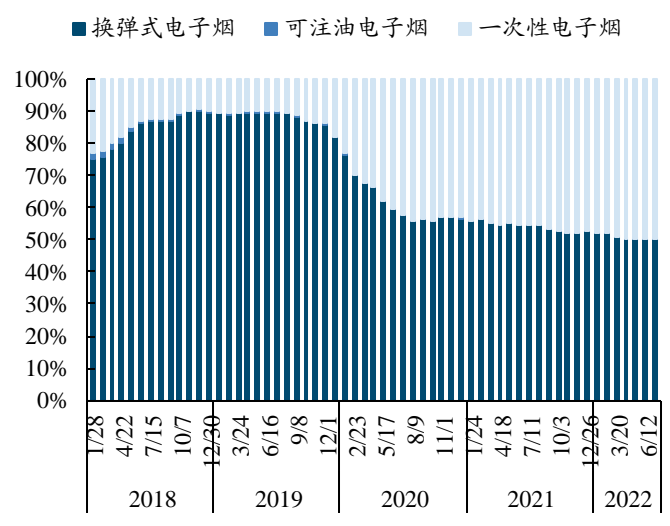
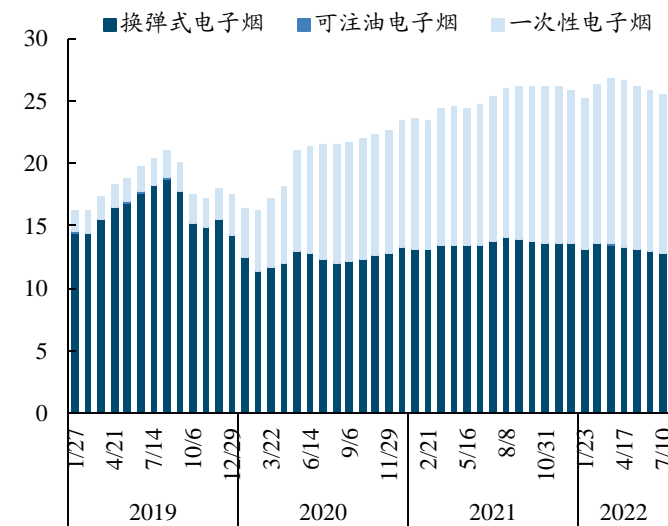
4.1.2 海外市场：23 年政策有望出清，海外稳健增长仍可期

➢ 欧美一次性市场快速扩容，思摩尔布局成果正加速显现

近年来，欧美一次性产品消费者需求快速增长，市场显著扩容，2022 年欧洲电子烟市场中，52.0%的青少年用户使用一次性产品，15.2%的成年人用户使用一次性产品，这一比例较 2021 年显著提升。思摩尔今年以来，加速一次性烟产品布局，与英美烟草合作顺畅，助推 VuseGo 在英国、法国等市场份额快速提升至第二。思摩尔一次性烟产品收入今年以来逐季提速，截至 9 月底已实现收入 10.6 亿元，成为欧洲市场增长重要驱动力，随着合作客户范围扩大，明年一次性烟产品有望延续高增态势。

图表 60：美国电子烟市场各品类销量（百万颗）

图表 61：美国电子烟市场各品类份额（%）

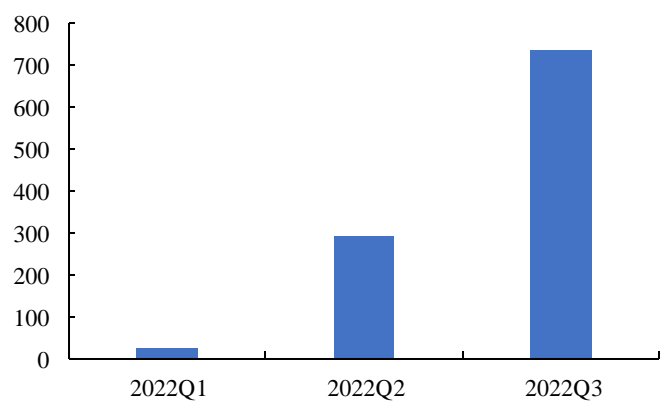
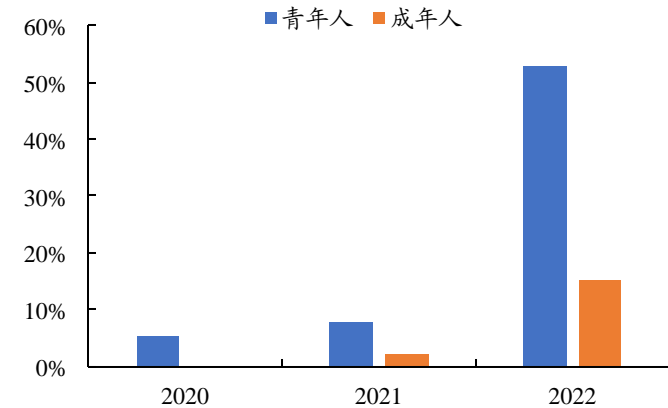


来源：CDC Foundation, 国金证券研究所

来源：CDC Foundation, 国金证券研究所

图表 62：欧洲电子烟市场一次性产品占比（%）

图表 63：思摩尔国际一次性产品营收（百万元）



来源：GOV, UK, 国金证券研究所

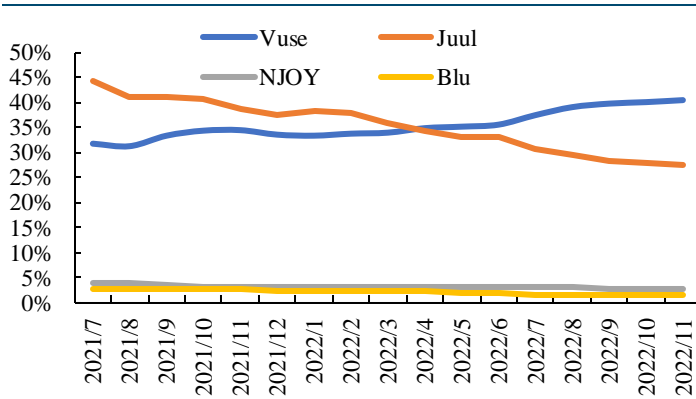
来源：思摩尔国际公告, 国金证券研究所

➢ 美国 PMTA 影响下，市场格局加速分化，思摩尔相对受益

今年以来 FDA 已相对加快 PMTA 审核进程，2022 年已审核通过了日本烟草 Logic 部分系列产品、NJOY Ace 和 Daily 部分系列产品以及英美烟草 Vuse 和 VERVE 部分系列产品，并拒绝了帝国烟草的 myblu 系列、JUUL 的 System 系列等产品。虽然目前 JUUL 仍在申诉中（仍可销售），但在此影响下，JUUL 市场份额进一步下降，据尼尔森统计，Vuse 品牌份额持续提升，至 2022 年 4 月已超 JUUL，至 11 月已达 40.4%，而 JUUL 份额下降至 27.6%。

据 FDA 披露，计划于 2023 年 6 月 30 日完成所有此前的 PMTA 申请，考虑此前思摩尔代工已有过审的产品，英美烟草 VUSE ALTO 系列最终过审确定性相对较高，若其最终顺利通过，预计 2023 年美国市场格局将延续分化态势，英美烟草的份额有望进一步提升，思摩尔或较为受益。

图表64: 美国电子烟品牌份额跟踪



来源: 尼尔森, 国金证券研究所

图表65: PMTA 审批覆盖节点

日期	覆盖 PMTA 申请总量比例
2022 年 6 月 30 日	51%
2022 年 9 月 30 日	52%
2022 年 12 月 31 日	56%
2023 年 3 月 31 日	56%
2023 年 6 月 30 日	100%

来源: FDA 官网, 国金证券研究所

图表66: 2021 年以来 PMTA 审核结果梳理

通过			
时间	品牌	所属公司	产品系列
2021/10/12	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Solo 系列
2021/10/19	US smokeless tobacco company LLC	英美烟草	VERVE Discs、VERVE Chews 系列
2022/3/24	Logic Technology Development LLC	日本烟草	Logic、Logic Pro、Logic Power 系列
2022/4/26	NJOY LLC	NJOY	NJOY ACE 系列
2022/5/12	R. J. Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Vibe、Vuse Ciro 系列
2022/6/10	NJOY LLC	NJOY	NJOY Daily 系列
拒绝			
时间	品牌	所属公司	产品系列
2022/4/8	Fontem, US, LLC	帝国烟草	myblu 系列
2022/6/23	JUUL Labs Inc	JUUL	JUUL System 系列
2022/10/6	Magellan Technology Inc.	麦哲伦技术公司	Hyde 系列
2022/10/26	Orders Logic, LLC	日本烟草	Logic Pro、Logic Power 系列

来源: FDA 官网, 国金证券研究所

海外政策即将出清, 制约因素有望解除

目前海外电子烟市场政策虽仍未完全出清, 但预计 2023 年海外各国政策均将逐步落地。从口味监管方面来看, 目前美国市场中确有薄荷醇口味被限制的风险存在, 薄荷醇口味是否被禁预计 2023 年也将基本落地, 而欧洲市场目前口味限制风险相对较低。从税收方面来看, 目前欧洲各国、美国各州均有制定相应电子烟税收标准, 2023 年欧盟或将出台相关统一税收方案, 但整体来看, 海外电子烟高额税率风险相对有限。

图表67: 欧美市场电子烟政策情况汇总

分类	美国	欧洲
电子烟口味监管	水果口味已限制, 薄荷醇口味是否限制仍未定	遵守烟草产品指令 (TPD), 较为宽松
电子烟税收政策	各州税率不一	各国各自制定, 23 年或迎欧盟统一税收落地

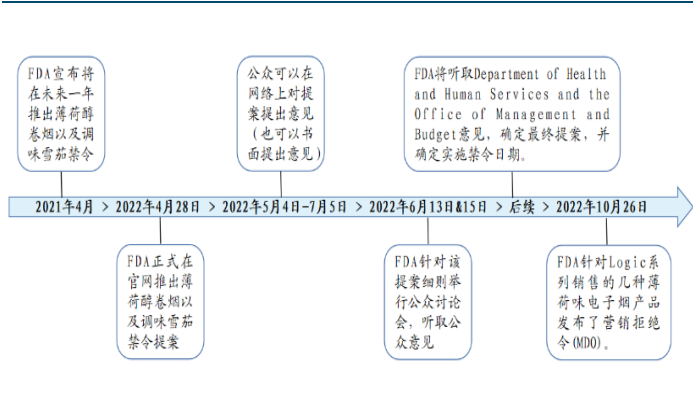
来源: 各国政府官网, 国金证券研究所

● 口味监管: 美国薄荷醇口味是否限制 2023 年或将落地

美国方面, FDA 于 2022 年 4 月 28 日正式提出薄荷醇卷烟以及调味雪茄烟的禁令, 并且 FDA 于 2022 年 10 月 26 日针对 Logic 系列销售的几种薄荷味电子烟产品发布了营销拒绝令 (MDO), 此举或表明在未来美国对于薄荷醇口味电子烟监管

趋严，而是否会限制薄荷醇口味电子烟，或将于 2023 年最终落地。欧洲方面，整体对于口味监管仍较为宽松，仅部分国家对水果口味有所限制，并且后续未有明显统一限制口味的举措。

图表 68：美国 FDA 推进禁止薄荷醇卷烟及电子烟政策时间线 图表 69：欧洲部分国家颁布调味电子烟禁令



来源：FDA 官网，国金证券研究所

国家	电子烟口味限制
爱沙尼亚	仅限烟草与薄荷口味
乌克兰	
立陶宛	仅限烟草口味
芬兰	
匈牙利	
丹麦	仅限烟草及薄荷醇口味
荷兰	将于 2023 年 7 月 1 日正式禁止非烟草口味电子烟

来源：格物，国金证券研究所

● 税收：欧盟电子烟税收亟待落地

美国多数州电子烟税收落地，欧洲或将出台欧盟统一税收：目前美国有 30 个州以及哥伦比亚特区对电子烟产品征收消费税，各州采取的计税方法有所区别，整体来看多数州征税幅度相对适中。欧洲方面，目前不同国家采取不同征税方式，但近日一份欧盟委员会文件草案显示，欧盟将对原先欧盟烟草税收指令进行更新，将首次在整个欧盟范围内对电子烟征税，而时间节点来看，2023 年或将落地。

图表 70：美国各州电子烟税收情况



来源：TAX FOUNDATION，国金证券研究所

图表 71：欧洲部分国家电子烟税收情况

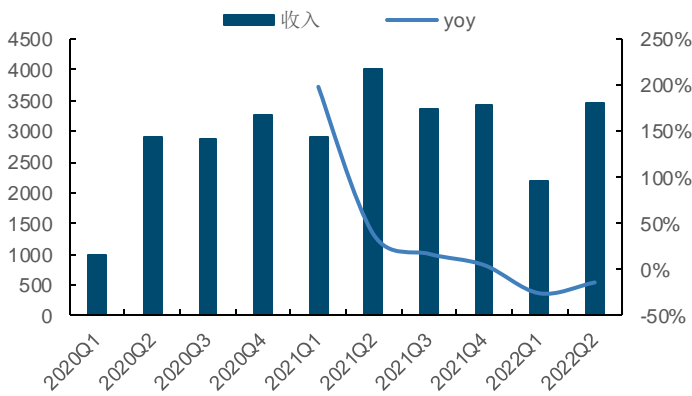
国家	计税方法	征收方式
爱沙尼亚	从量税	€0.20 per ml
芬兰	从量税	€0.30 per ml
希腊	从量税	€0.10 per ml
意大利	从量税	€0.3976 per ml
立陶宛	从量税	€0.12 per ml
波兰	从量税	€0.11 per ml
葡萄牙	从量税	€0.30 per ml
罗马尼亚	从量税	€0.1068 per ml
塞尔维亚	从量税	€0.03684 per ml
斯洛文尼亚	从量税	€0.18 per ml
德国	从量税	€0.16 per ml

来源：Tax Data Center，国金证券研究所

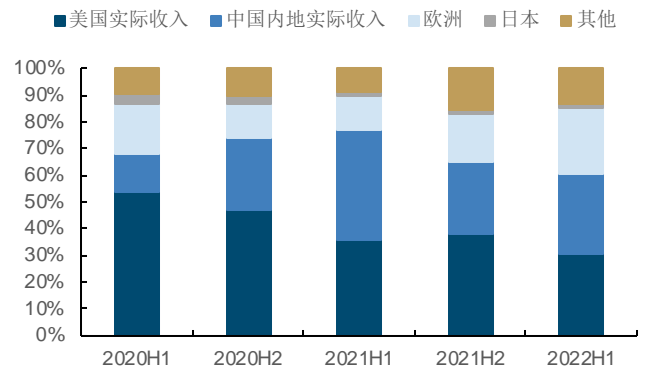
4.1.3 投资建议：新型烟草大势所趋，思摩尔长期增长可期

思摩尔国际：海外市场新型烟草已是大势所趋，思摩尔作为全球电子烟代工市场的头部企业，尤其与英美烟草深度绑定，我们认为公司将充分受益于海外的行业增长以及英美烟草在雾化电子烟领域的市场份额的持续提升。国内市场方面，预计后续随着更多符合要求的新口味产品推出，整体新国标产品销售有望逐步回升。从时间节点来看，考虑消费者手中原水果味产品库存量，我们预计 23 年 Q1 后，新国标产品销售或有望迎来改善。并且后续在国内市场中产品力竞争将成增长关键的情况下，公司显著的产品力优势将助推自身份额持续提升，并稳固定价权。此外，公司医疗、美容雾化更多产品将逐步落地，新业务有望开启思摩尔公司新成长曲线。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.46 元/0.52 元/0.63 元，当前股价对应 PE 分别为 23/21/17 倍，维持“买入”评级。

图表72: 思摩尔分季度收入及yoy (单位: 百万元)



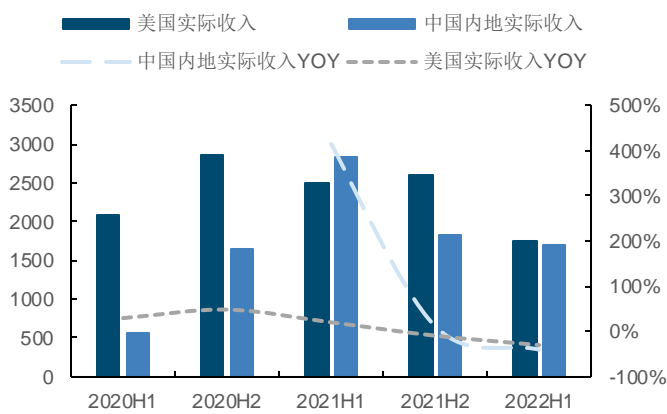
图表73: 思摩尔分地区收入占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

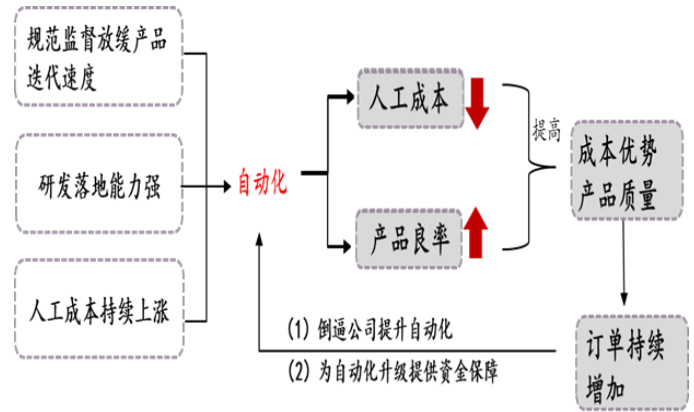
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表74: 思摩尔中国、美国地区收入及yoy (单位: 百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表75: 思摩尔进行自动化建设的正循环逐渐形成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

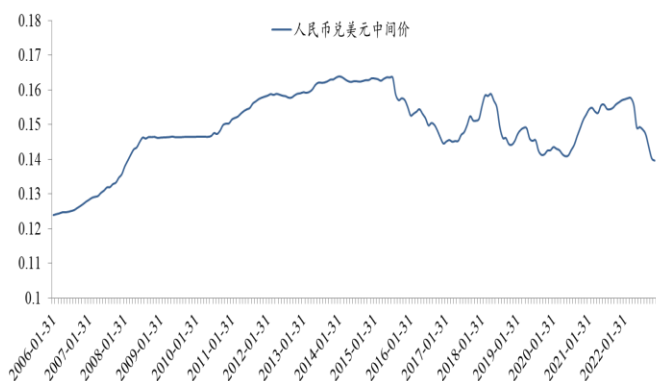
4.2 宠物板块: 积极把握国产宠食产品&品牌体系快速成长机会

4.2.1 海外: 短期受去库&库存调整扰动, 中期海外建厂份额抬升

短期受高基数、海外渠道去库存波动影响, 宠食出口量呈现一定波动, 中长期, 我们仍看好国内宠食头部企业凭借强渠道运营力&供应链优势保持自主品牌加速跑、强供应链带来的海外份额稳步提升

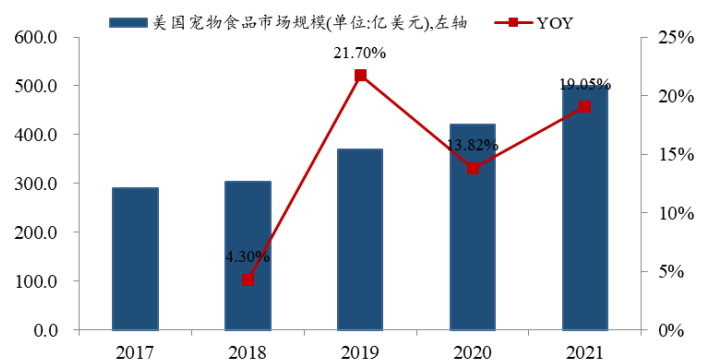
中期角度, 进入稳健成长, 海外建厂看好份额提升。海外宠物行业进入稳健成长期, 国内优质宠物食品、用品制造厂积极进行低成本海外产能转移, 且受益下游品牌格局集中份额抬升的趋势伴随客户成长, 品谱、通用磨坊加速全球宠物品牌收购, 中宠、佩蒂、源飞下游绑定外资宠物龙头企业, 受益该趋势份额有望抬升。

图表76: 人民币兑美元汇率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表77: 美国宠物市场&食品市场规模及增速



来源: APPA, 国金证券研究所

图表78：海关统计国内宠物食品出口规模及增速

出口量(吨)	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10
欧洲(吨, 左轴)	7228	7521	7203	6743	7821	4772	6946	5580	7282	6569	7133	6544	5820	5912
北美	5077	5568	5155	4291	4487	2885	4534	3928	5091	4494	4183	4030	2858	2514
日韩	2684	3106	3459	3330	4148	1934	3030	2922	3528	2514	3703	3749	2663	2895
其他	8583	8913	8326	12544	12892	6635	11361	9100	9190	12548	11890	8211	5712	8001
总计	23571	25107	24143	26908	29349	16227	25872	21531	25092	26125	26908	22535	17054	19323
欧洲YOY	34.6%	35.9%	42.4%	12.7%	5.5%	13.4%	48.0%	1.9%	-2.0%	-8.4%	1.2%	-11.1%	-19.5%	-21.4%
北美YOY	13.8%	56.1%	15.7%	22.5%	35.3%	3.0%	80.2%	8.5%	37.0%	15.1%	19.8%	5.3%	-43.7%	-54.8%
日韩YOY	-9.1%	18.8%	-1.1%	13.8%	17.9%	-12.4%	-1.0%	-12.9%	13.9%	-10.3%	37.1%	39.4%	-0.8%	-6.8%
其他YOY	69.6%	88.7%	16.9%	159.5%	76.1%	9.3%	31.8%	20.1%	47.0%	63.0%	53.6%	4.8%	-33.5%	-10.2%
总计YOY	32.1%	52.7%	19.9%	56.0%	36.0%	6.1%	36.9%	7.5%	22.4%	21.1%	28.2%	3.8%	-27.6%	-23.0%

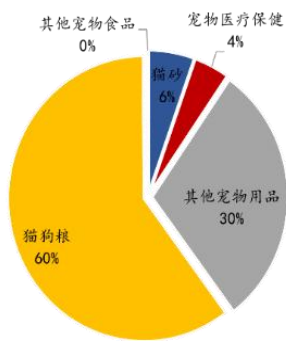
来源：海关总署，国金证券研究所

4.2.2 国内：渗透率提升、消费升级、国产替代当前仍是重要逻辑

2015年起达千亿，迎来黄金发展期。根据中国宠物行业白皮书数据，2021年中国宠物行业市场规模达2049亿元，过去三年复合增速13.4%。从市场结构分布角度来看，猫狗粮仍为主要品类，占比60%，猫砂/宠物医疗保健产品占比分别为6%/4%。

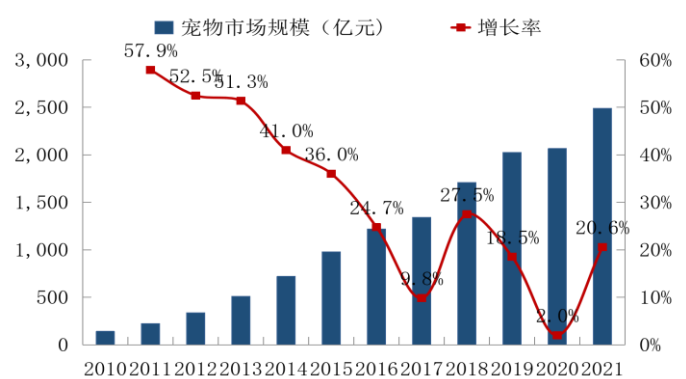
宠物食品格局：仍处动态变化，走向有序成长。受行业成长期+受渠道变迁等的影响，近10年来集中度呈下降趋势。展望未来3年，伴随行业增速稳态+渠道红利消退，进入到有序成长竞争期。

图表79：宠物市场结构分布



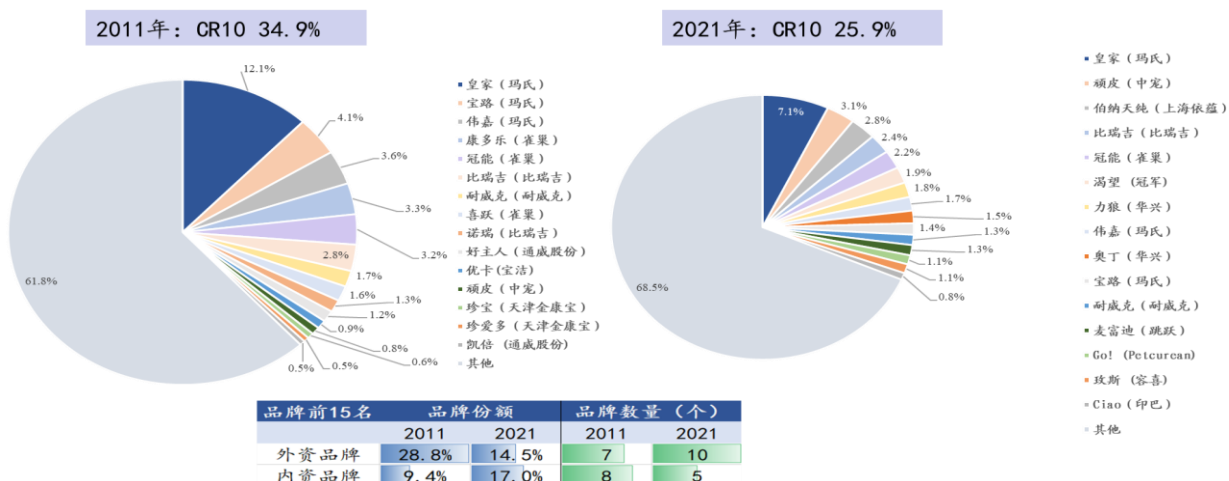
来源：欧睿，国金证券研究所

图表80：21年国内宠物市场增速20.6%



来源：欧睿，国金证券研究所

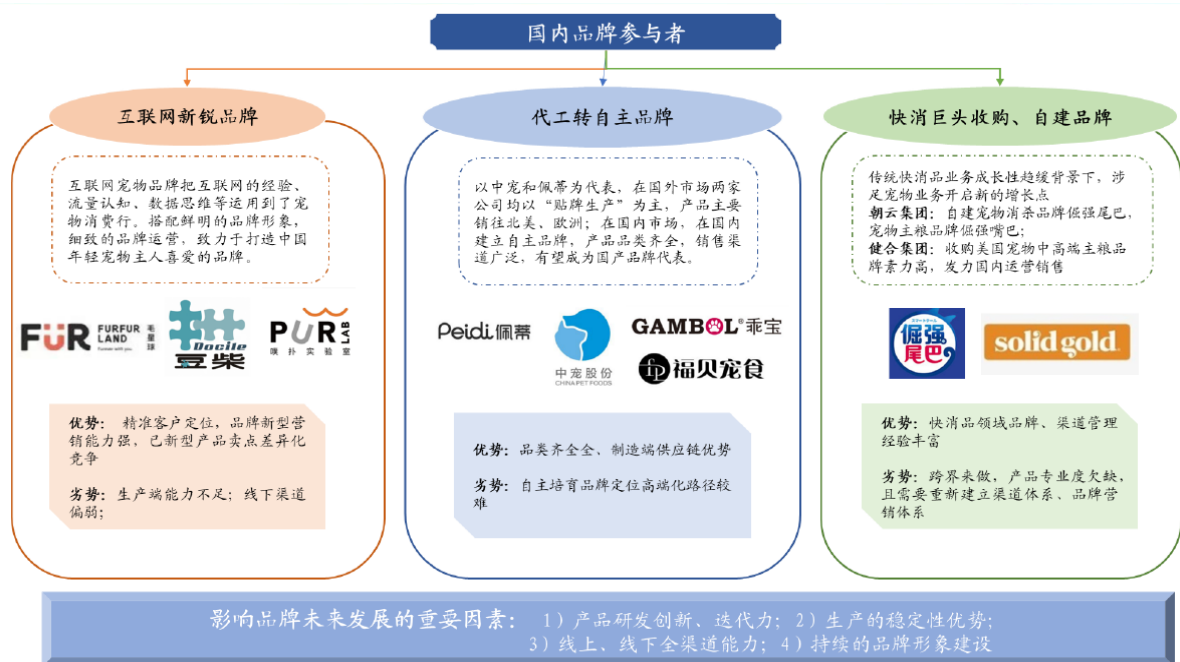
图表81：海关统计国内宠物食品出口规模及增速



来源：《宠物行业白皮书》，国金证券研究所

把握国产品牌快速成长期，产业链掌控是产品创新主线。竞争者多样化，竞争力考量维度提升，看好具备产业链优势的品牌企业。当前国内宠物企业分为三类：互联网新锐宠物品牌，宠物行业制造企业出口转内销或代工转自建品牌以及传统快消巨头企业收购的或自己孵化的宠物品牌。

图表82：国内宠物品牌参与者格局



来源：Wind，国金证券研究所

格局演变：21H2起一级市场融资出现降温&并购整合加速，关注后续头部集中。一级股权市场对于宠物行业的投资额也有所下滑，国内宠物行业融资额在2016年后迅速增加，2020年超过了60亿元，2021年下滑至30亿元左右，2022年H1相较于2021年H1融资数量少了7起，行业投资热情有所下降，未来新生品牌数量或减少，但存量并购事件频发，例如玛氏收购冠军食品（渴望、爱肯拿母公司）、尤妮佳收购吉家宠物（疯狂小狗母公司），标志着外资企业亦开始重点参与国内宠物市场竞争，存量品牌角逐市场，行业或迎来洗牌期。

图表83：21年以来国内重大宠物并购事件梳理

时间	并购方	被并购方	具体事项	备注
2022. 11. 29	尤妮佳	吉家宠物(疯狂小狗母公司)	收购完成后，尤妮佳中国将持有41.85%的股权，创始人崔佳持有45.34%的股权	已签署协议，监管审批预计2023上半年完成。
2022. 11. 2	玛氏	冠军宠物食品	冠军旗下有渴望、爱肯拿品牌，此次收购将巩固玛氏在全球宠物食品市场的竞争实力。此前，雀巢瑞纳普曾有意以20亿美金收购。	
2022. 6. 29	京东健康	京东集团宠物健康品类资产	处方粮、宠物营养品、宠物驱虫、宠物奶粉、宠物口耳眼清洁等类别的宠物健康相关产品的合同、存货和经营权。	
2022. 1. 19	玛氏	Nom Nom	Nom Nom为DTC宠物食品公司旗下公司，收购完成后成为玛氏皇家部门的自主品牌，收购金额未披露。	
2021. 11. 29	润合供应链集团	宠爱商贸	收购价格未披露，通过并购，可加码润合供应链路径，双方优势互补，优化资源。	
2021. 10. 4	健合集团	Zesty Paws	Zetsy Paws为美国宠物营养补剂专业公司，总花费6.1	

亿美元，加强健合现有宠物营养、护理产品业务，同时进一步迈向全球化。

ZIWI 是新西兰知名宠物食品公司，代表产品罐头。此次并购为迄今为止中国资本在全球最大的宠物公司收购案。

2021.9.20 方源资本

ZIWI 巅峰

2021.8.16 贵州润土宠物

派特艾格公司收购金额未披露，派特艾格将其公司“PetAg”品牌交予贵州润土宠物公司，并拿下商标独占许可授权书。

2021.6.15 香港医思集团

宠物医疗中心、宠物医疗影像中心 金额 6600 万港元，收购 51% 股权，目标公司主要提供收益服务，借此并购踏入宠物赛道。

2021.2.1 乖宝集团

Waggin' Train

Waggin' Train 为雀巢普纳瑞旗下美国著名高端犬用全面运营移食品品牌，中国区总代权在乖宝集团旗下贸易公司，已于 8 月 1 日在中国上市销售。

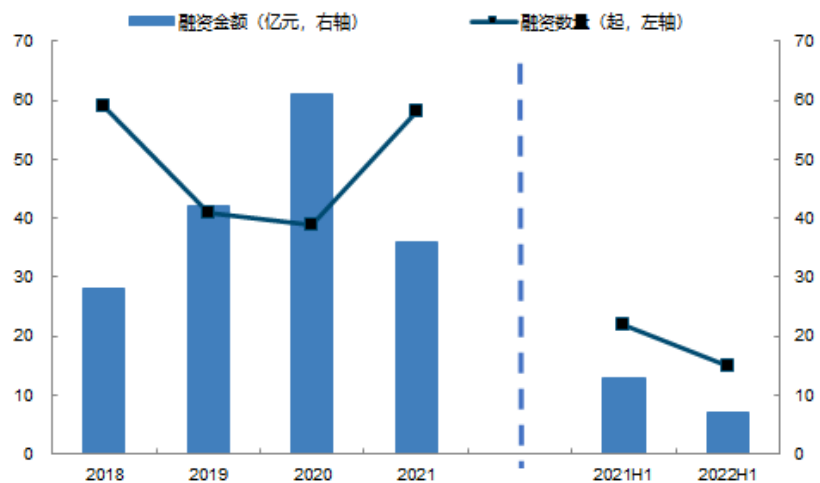
来源：宠业家，各公司官网，国金证券研究所整理

图表 84：19-22 年宠物品牌天猫平台大促格局变化

19-22年宠物品牌天猫双11+618大促排名变动						
名次	22年双11	22年618	21年双11	21年618	20年双11	19年双11
1	myfoodie/麦富迪	royal canin/皇家	myfoodie/麦富迪	myfoodie/麦富迪	PETCUREAN GO!	royal canin/皇家
2	royal canin/皇家	myfoodie/麦富迪	royal canin/皇家	royal canin/皇家	royal canin/皇家	PETCUREAN GO!
3	orijen/原始猎食渴望	orijen/原始猎食渴望	nourse/卫仕	acana/爱肯拿	myfoodie/麦富迪	myfoodie/麦富迪
4	nourse/卫仕	nourse/卫仕	凯锐思	orijen/原始猎食渴望	orijen/原始猎食渴望	pure&natural/伯纳天纯
5	acana/爱肯拿	凯锐思	orijen/原始猎食渴望	凯锐思	acana/爱肯拿	orijen/原始猎食渴望
6	网易严选	ziwi	pidan	nourse/卫仕	凯锐思	比瑞吉
7	pidan	网易严选	acana/爱肯拿	福来恩	耐威克	福来恩
8	lorde	pidan	网易严选	大宠爱	pure&natural/伯纳天纯	伟嘉
9	ziwi	pure&natural/伯纳天纯	大宠爱	pidan	nourse/卫仕	Pedigree
10	instinct	福来恩	pro plan/冠能	pro plan/冠能	ziwi	pro plan/冠能

来源：魔镜，国金证券研究所整理

图表 85：2018-2021 年宠物行业融资规模：2021 年起，融资呈放缓趋势



来源：各公司官网，宠业家，国金证券研究所

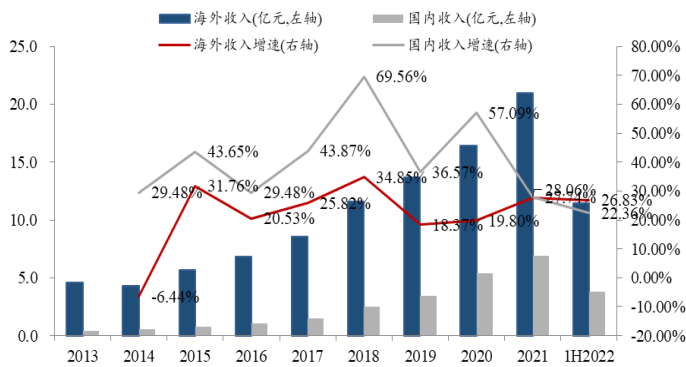
4.2.3 投资建议：把握国产自主品牌发展红利

➢ 中宠股份：品牌快速成长期，拓品类+前瞻布产能长远布局

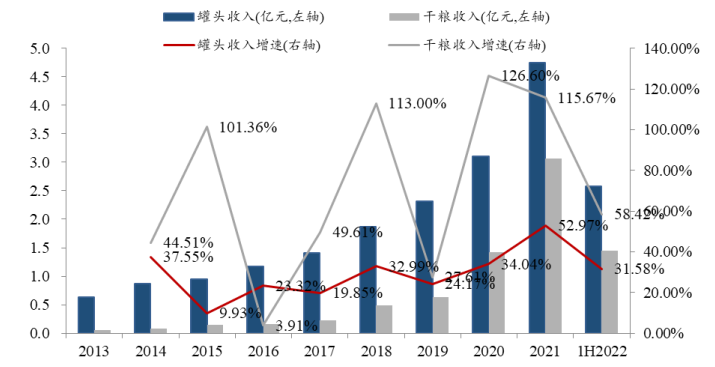
海外：优质产业链优势大客户份额提升，人民币贬值盈利有望修复。1Q 以来海外业务表现超预期（预计同比+45%），一方面基于优质品质和成本优势，公司在海外大客户份额进一步提升，另一方面，受美国鸡肉原料成本上涨影响，自1Q21 以来公司已进行两轮提价，当前正在磋商第三轮提价。中期角度，凭借成本优势和优质产品品质，有望稳步提升下游大客户份额，保持稳健成长。

国内自主品牌：发布可转债预案，跨入主品类赛道，品类开拓驱动成长加速。公司前期发布 7.7 亿元可转债预案，用于国内干粮、湿粮项目的深度布局，凭借供应链前瞻布局，国内各品牌逐步构建零食、湿粮、干粮的全品类组合，中期角度我们预计国内自主品牌成长有望加快。

图表86：中宠国内、海外业务及增速



图表87：公司干粮/罐头品类收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

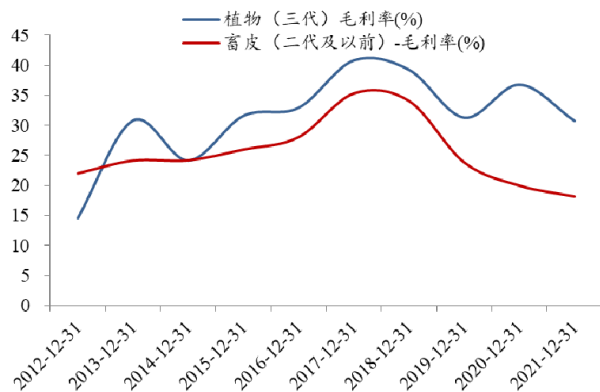
➢ 佩蒂股份：自主品牌“大单品”策略推进顺利，海外咬胶领先者

国内自主品牌：聚焦打造自主品牌“好适嘉”、“爵宴”，发力线上推行“大单品”策略，并陆续推出双拼粮、98K 主食湿粮罐等系列产品。2022 年 618 期间，佩蒂旗下品牌销售额同比增长 300%，主打品牌爵宴品牌收入超 1500 万元，天猫狗零食类排行榜中，爵宴总销售额达到前三。爵宴鸭胸肉干在天猫狗零食热卖榜排名第一，狗零食好评榜排名第二。

发布股权激励计划，深度绑定中层核心骨干，高目标彰显公司信心。7 月发布的股权激励业绩考核目标为以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润累计值增长率分别不低于 100%、340%、600%，或累计营收增长不低于 20%、160%、330%。

海外不利因素消除，出口彰显韧性。越南工厂复工顺利，柬埔寨新建厂房产能利用率稳步提升并减亏，业绩稳步恢复。公司深耕咬胶领域多年工艺积淀深厚，且下游深度绑定品谱大客户，有望受益于品牌格局集中保持稳健成长。

图表88：植物咬胶毛利率较畜皮咬胶毛利率高 5-7%



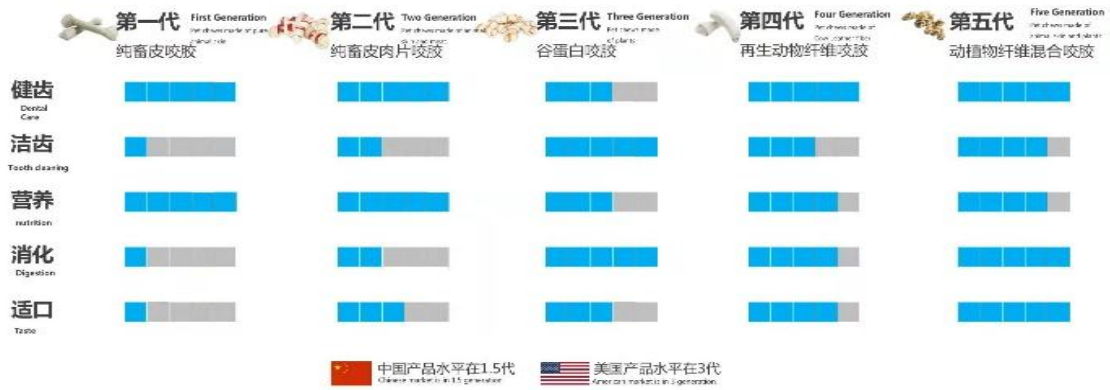
来源：公司公告，国金证券研究所

图表89：佩蒂旗下爵宴鸭肉干大单品



来源：公司公告，国金证券研究所

图表90：国内宠物品牌参与者格局



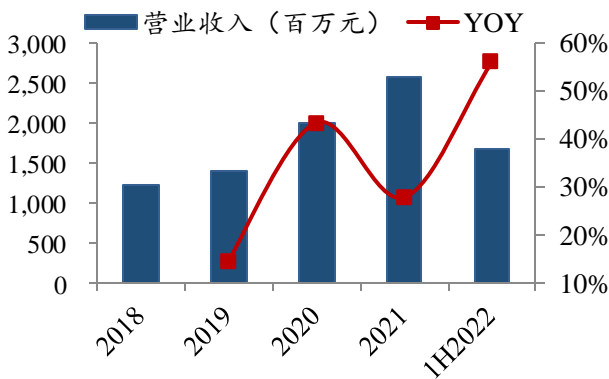
来源：公司公告，国金证券研究所

➤ 乖宝：国产宠食龙头，全系列布局&强线上渠道构筑坚实壁垒

全品类布局的宠食品牌龙头，主品牌快速成长，并购+代理品牌助力羽翼渐丰。20/21/1H22 营收分别为 20/26/17 亿元，同比+43%/+28%/+55%。1H22 公司自有品牌（不含收购品牌）销售收入同比增长 39.13%；20/21/1H22 归母净利分别为 1.1、1.4、1.3 亿元，净利率分别为 5.5%/3.9%/8.1%。

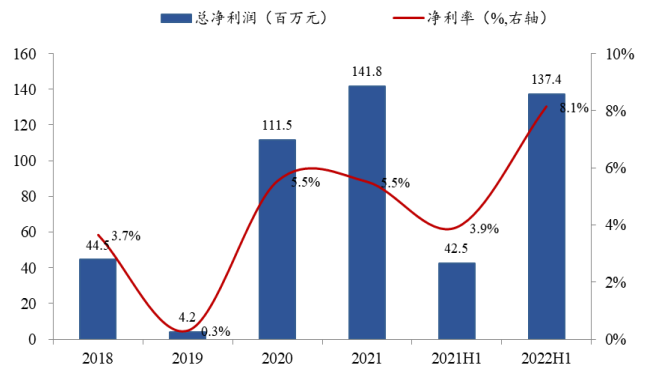
主粮为基本盘，线上直销模式占比 1/3，中高端结构优化策略持续推进，盈利能力创新高。公司立足自有“麦富迪”品牌，相继开发出多系列主粮产品，21/1H22 国内主粮销售收入分别为 8.5/5.7 亿元，占比分别为 66.5%/68.1%，开发出弗列加特高肉、冻干产品等创新产品系列承接猫粮高端定位。受益于规模扩大费用效率提升、品牌高端化升级、原料价格低位震荡，1H2022 净利润 1.37 亿元，净利率提升至+8.1%。

图表91：乖宝营收及增速表现



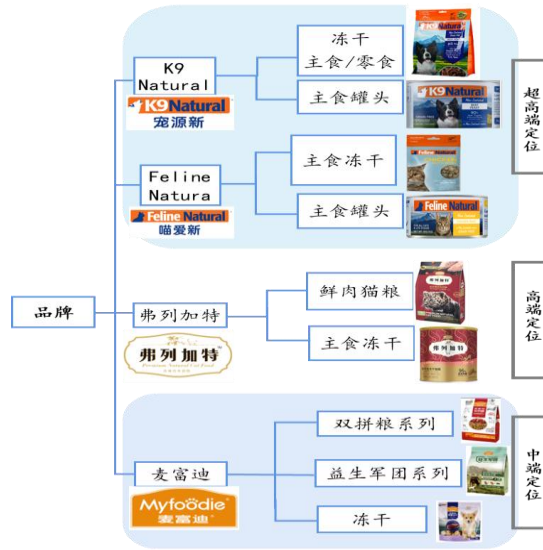
来源：公司公告，国金证券研究所

图表92：乖宝归母净利及净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 93: 乖宝旗下品牌及定位



来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

国内消费增长放缓的幅度和时间超预期: 今年国内消费表现疲软, 如果国内需求持续放缓, 且持续的时间超预期, 对消费行业的基本面将带来不利影响。

地产竣工及销售恢复速度低于预期: 若国内房地产销售未有相应改善, 并且地产竣工改善低于预期, 将直接影响家居行业的终端需求。

原材料价格大幅上涨的风险: 若原材料价格大幅上涨, 则导致企业成本压力加大, 无法向下游及时传导进而导致盈利能力削弱, 造成业绩不及预期。

新品推广不及预期的风险: 家清及个护企业积极应对行业竞争, 推出新品以迎合下游消费需求, 若新品推广销售不及预期, 则会影响公司的业绩表现。

代工商大客户流失的风险: 个护、电子烟等代工商下游客户集中度较高, 且下游客户市场竞争较为激烈, 若出现大客户减少订单或流失, 则会影响公司的业绩表现。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402