疫后需求有望复苏，关注龙头经营改善

轻工制造行业

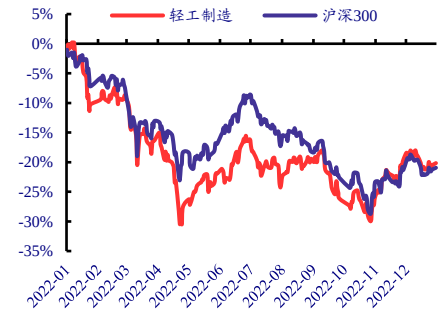
推荐(维持评级)

核心观点:

- **造纸：供应缓解有望实现盈利改善，看好龙头后续业绩弹性释放。废纸系：**成品纸下游需求不振导致价格持续向下延伸，12 月 30 日，瓦楞纸、箱板纸价格分别较年初下降 16.09%、9.64%。展望未来，我们预计成品纸下游需求有望伴随疫情形势改善而得到提振，价格后续将得到支撑。**浆纸系：**阔叶浆价格松动下行，看好文化纸盈利持续改善。主流浆厂报价下调，巴西 Suzano 宣布 12 月桉木浆外盘报价 820 美元/吨，下调 40 美元/吨。12 月 30 日，中国阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别较上月变动-2.44%、+0.05%、+0.62%，分别较近期高点下降 6%、3.22%、0.23%。Arauco 156 万吨（此前预计 22Q4）、UPM 210 万吨（预计 23Q1）木浆产能陆续投放将带动纸浆价格下行，进而释放纸企盈利弹性。**特种纸：**特种纸下游需求稳健扩张，且竞争格局优良，在浆价高企背景下持续提价，未来将充分受益于纸浆供应投放带动的浆价下行。同时，头部企业持续建设产能，布局自给浆，未来成长性显著。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】。
- **家居：政策放松趋势仍将持续，家居龙头成长性突出。**中央发布多项政策缓解地产压力，政策落地有望带动地产景气度回暖，前期开发商囤积大量未完工项目，融资端修复将促进完工，后续竣工好转将支撑家居需求。同时，各地因城施策支持地产需求，未来政策仍有望加码，带动地产销售改善。防疫政策调整优化，对新冠实施“乙类乙管”，叠加扩内需政策出台，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释放。今年以来家装行业维持高景气，家居全年订单有保障，预计前三季度欧派、索菲亚整装渠道分别增长约 50%、120%，全年仍将维持高增。行业承压持续分化，落后供给持续出清。家居龙头大家居战略持续落地，全方位布局挖掘客流消费潜力并提升流量竞争力，韧性十足实现稳健发展。建议关注：定制龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌厨柜】及【江山欧派】；软体龙头【顾家家居】、【喜临门】及【慕思股份】。
- **包装：原材料价格下行，行业盈利修复确定性强。**疫情改善有望带动下游需求复苏，且原材料价格处于低位将带动企业盈利改善。**纸包装方面**，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。包装纸在前期需求疲软情况下持续降价，预计未来瓦楞纸、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。**塑料包装方面**，奶酪行业快速成长，带动奶酪棒包装迅速发展，奶酪棒包装具备较强技术壁垒，竞争格局优良，投资价值凸显。同时，塑料原材料价格维持低位波动，同比明显下降。**金属包装方面**，二片罐需求受益于啤酒罐化率提升&碳酸饮料扩张，三片罐需求受益于能量饮料扩张。供需格局改善强化包装龙头议价能力，盈利有望增强。镀锡板卷、铝活跃合约期货结算价自高位持续下行，有望带动盈利改善。建议关注：包装行业龙头【上海艾录】、【奥瑞金】及【裕同科技】。
- **轻工消费：新型烟草发展前景明朗，文具行业市场持续扩容。新型烟草：**海外市场规模快速成长，中国电子烟产业链全球化布局，竞争优

分析师
陈柏儒
☎：010-80926000
✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130521080001

行业数据 **2023-01-03**



资料来源：iFind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_多重因素持续向好，行业分化看好龙头_20221212
【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_产能投放缓解纸浆供应压力，静待盈利弹性释放_20221104
【银河轻工陈柏儒团队】行业月报_下半年业绩改善有望逐步兑现，关注行业龙头布局机会_20220905

势突出，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。**文具：**消费升级带动 C 端文具市场稳健发展，人均消费对标美日具备较大提升空间，行业集中度持续提升；B 端万亿级大办公市场发展空间广阔。短期持续看好后续防疫改善带来的需求修复。建议关注：电子烟行业龙头【思摩尔国际】，文具行业引领者【晨光股份】，露营经济受益者【浙江自然】。

- **风险提示：**宏观经济下行；房地产复苏不及预期；原材料价格上涨。

目 录

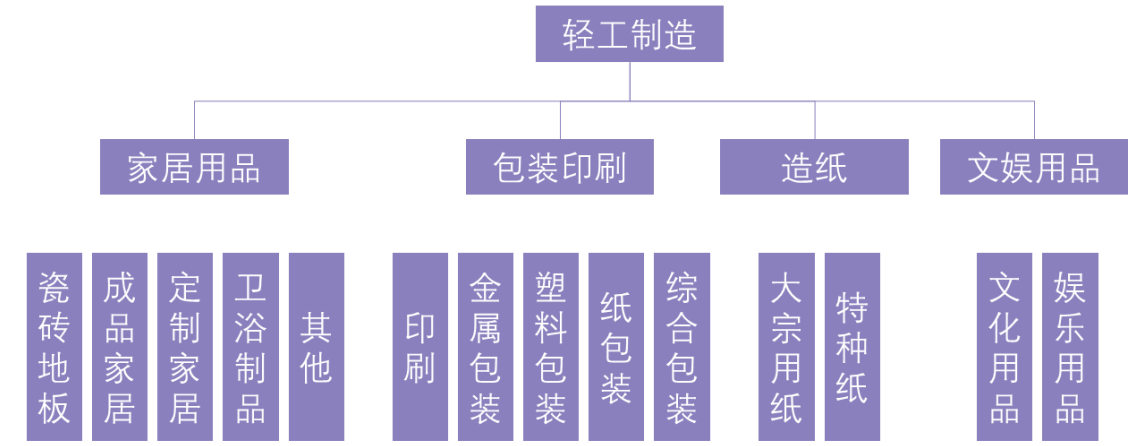
一、轻工行业是国民经济重要环节，政策引导转型升级 3
（一）国民经济重要环节，与民生密切相关 3
（二）政策引导轻工产业高质量发展，打造核心竞争优势 3
二、行业重点数据跟踪 5
（一）造纸：废纸系成品纸盈利能力快速修复，浆纸系成品纸盈利能力持续改善 5
1. 废纸系：废黄板纸价格持续下行，成品纸价格向下延伸 5
2. 浆纸系：浆价持续下行，成品纸盈利改善 6
（二）家居：持续磨底，需求端有望逐步恢复 8
1. 销售：行业基本面承压，景气度有所回暖 8
2. 房地产：商品房销售持续改善，竣工数据企稳反弹 9
3. 原材料：软体原材料价格快速反弹后出现回落 10
（三）包装：金属、塑料原料价格整体下行 12
（四）文娱：文娱消费持续改善，看好后续消费复苏 12
三、行业面临的问题及建议 13
（一）现存问题 13
1. 行业分散，效率有待提升 13
2. 企业实力不足，中高端产品竞争力弱 13
（二）建议及对策 14
1. 加强创新引领，推动供给向高质量发展 14
2. 提升产业链现代化水平，增强产业实力 14
四、轻工制造行业在资本市场中的发展情况 14
（一）行业收益率表现 14
（二）行业估值 15
五、投资建议 15
六、风险提示 18

一、轻工行业是国民经济重要环节，政策引导转型升级

（一）国民经济重要环节，与民生密切相关

轻工制造业主要指生产消费资料的工业，提供生活消费品并制作手工工具，其概念与重工业相对，同时互有交叉。按照证券市场分类，轻工制造行业通常由包装印刷、家居用品、造纸及文娱用品四大板块构成。

图 1. 轻工制造行业构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2021 年，轻工行业规模以上工业企业数占全国工业的 27.6%，资产总额占全国工业的 13.4%，营业收入占全国工业的 17.5%，利润总额占全国工业的 16.2%，全国轻工行业规模以上企业出口交货值占全国出口交货值的 19.7%。轻工行业全部工业企业累计实现营业收入 26 万亿元，利润 1.7 万亿元，其中，规模以上工业企业累计实现营业收入 22.4 万亿元，同比增长 14.4%，利润 1.4 万亿元，同比增长 7.4%。

（二）政策引导轻工产业高质量发展，打造核心竞争优势

2022 年 6 月，工信部等 5 部门发布《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》。意见稿指出，轻工行业是我国国民经济传统优势产业，重要的民生产业，在国际上具备较强竞争力。但我国轻工业面临中高端产品供给不足、国际知名品牌不多、产业链现代化水平不高等问题。其提出发展目标：到 2025 年，轻工业综合实力显著提升，占工业比重基本稳定，扩内需、促消费的作用明显，服务构建新发展格局、促进经济社会高质量发展的能力增强。届时，将培育一批消费引领能力强、国际竞争优势明显的轻工产品品牌，造就一批百亿元以上品牌价值企业，将提供较多投资机会。

表 1. 指导意见目标规划

	目标内容
行业经济稳定运行	轻工业增加值增速与全国工业增加值增速平均水平一致，重点行业利润率和主要产品国际市场份额保持基本稳定，质量效益明显提升。
科技创新取得新突破	规模以上企业有效发明专利数量较快增长，重点行业研发投入强度明显提高。突破一批关键技术，每年增加一批升级和创新消费品。
产业结构持续优化	培育形成一批具有竞争力的企业和先进制造业集群。巩固提升内外联动、东西互济的产业发展优势，区域布局进一步优化。
品牌竞争力大幅提升	培育一批消费引领能力强的轻工产品品牌。造就一批百亿元以上品牌价值企业，重点产业集群区域品牌影响力持续提升。
产业链水平现代化水平不断提升	产业基础进一步巩固，数字化转型稳步推进，形成一批优势产业链。建设一批智能制造示范工厂，推广一批智能制造优秀场景。
绿色发展取得新进步	资源利用效率大幅提高，单位工业增加值能源消耗、碳排放量、主要污染物排放量持续下降。

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

指导意见进一步提出五项重点任务，从科技创新、供给优化、产业链现代化、绿色低碳及产业生态等方面提出具体措施，并规划一系列关键技术研发工程、升级创新产品制造工程、品牌培育工程、数字化发展推进工程及绿色低碳技术发展工程，引导产业升级。

表 2. 指导意见执行措施

	具体措施
强化科技创新战略支撑	加快关键技术突破；完善科技创新体系；优化标准体系建设
构建高质量的供给体系	增加升级创新产品；提升质量保障水平；强化品牌培育服务；推广新型商业模式
提升产业链现代化水平	推进产业基础高级化；加快产业链补链强链；深入实施数字化转型；发展服务型制造新模式
深入推进绿色低碳转型	加快绿色安全发展；全面建设绿色制造体系；引导绿色产品消费
优化协调发展的产业生态	提高企业差异化发展水平；建设高水平的产业集群；优化产业空间布局；积极融入全球产业体系
加大组织保障实施力度	完善财税金融支持政策；强化高素质人才支撑；加强公共服务能力建设；优化产业发展环境；加强组织实施

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

表 3. 指导意见相关工程

	具体项目
关键技术研发工程	**造纸：**高等级绝缘纸，高纯度溶解浆生产技术，特种纸基复合材料，纤维素、半纤维素、木素基等生物质新材料，医疗卫生用纸基材料等； **轻工机械：**高速 PET 瓶旋转式吹瓶机、高速无菌纸灌装机、新型洗涤装备、液体食品无菌罐装包材及设备、毒害物质检测试剂及设备等。
升级创新产品制造工程	**塑料制品：**新型抗菌塑料、面向 5G 通信用高端塑料、特种工程塑料、血液净化塑料、高端光学膜等。 **五金制品：**智能锁、智能高档工具等智能五金制品，节水型卫浴五金产品等。 **陶瓷日用玻璃：**新型日用陶瓷、工艺美术陶瓷，轻量化玻璃瓶罐、高档玻璃餐饮具、微晶玻璃制品等。 **自行车：**时尚休闲、运动健身、长途越野和高性能折叠等多样化自行车，轻量化、网联化、智能化的电动自行车等。 **眼镜钟表：**有害光防护、光敏感防护、抗疲劳、青少年近视管控、成人渐进等多功能镜片产品；多功能高档精品手表，非遗传统技艺高档时钟，与健康产业相关的智能手表等。
数字化发展推进工程	**轻工机械：**智能化造纸装备，塑料机械、洗涤设备云控制平台，全自动吹贴灌旋一体化装备，液态产品包装生

产线智能运维服务系统等。

造纸：智能仓储和立体库、生产线运维管理云平台，质量在线检测技术等。

家具：整装云赋能平台，大规模个性化定制家具模块化生产，智能工厂等。

陶瓷日用玻璃：陶瓷成型、施釉等重点环节数字化改造，基于全生产线工艺参数的采集、分析监测、过程控制和集中智能控制系统的研发和数字化技术应用。

自行车钟表：零部件高精度加工成型自动生产装备、“车网融合”技术等，智能化手表装配线、智能在线检测技术、柔性制造技术等。

乐器：钢琴专用智能装备，电鸣乐器、中乐器智能化技术与产品等。

资料来源：《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，中国银河证券研究院

二、行业重点数据跟踪

（一）造纸：原材料价格持续下行，成品纸盈利有所改善

1. 废纸系：废黄板纸价格持续下行，成品纸价格向下延伸

根据卓创资讯数据显示，2022 年 12 月 30 日，废黄纸板平均价格为 1,919 元/吨，较上月下跌 3.76%；2022 年 12 月，废黄板纸库存天数为 7.9 天，环比增加 1.02 天。

截至 2022 年 12 月 30 日，瓦楞纸均价为 3,259 元/吨，较上月价格下跌 0.57%；箱板纸均价为 4,425 元/吨，较上月价格下跌 0.32%。2022 年 12 月，瓦楞纸和箱板纸企业库存分别为 59.33、124.33 万吨，分别环比下降 1.65、3.86 万吨。

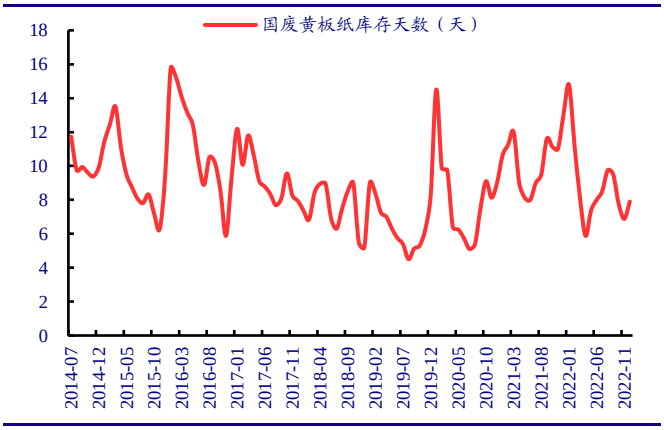
从盈利能力来看，截至 2022 年 12 月 30 日，瓦楞纸毛利率为 12.79%，较上月提升 2.61 pct；箱板纸毛利率为 24.88%，较上月提升 2.15 pct。

图 2. 废黄纸板价格（元/吨）



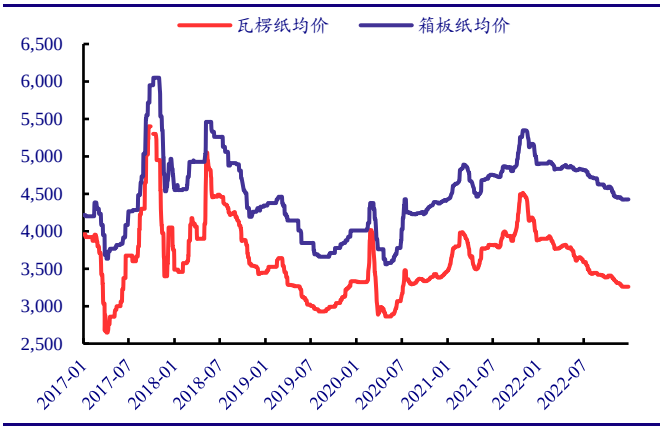
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 3. 废黄纸板库存天数（天）



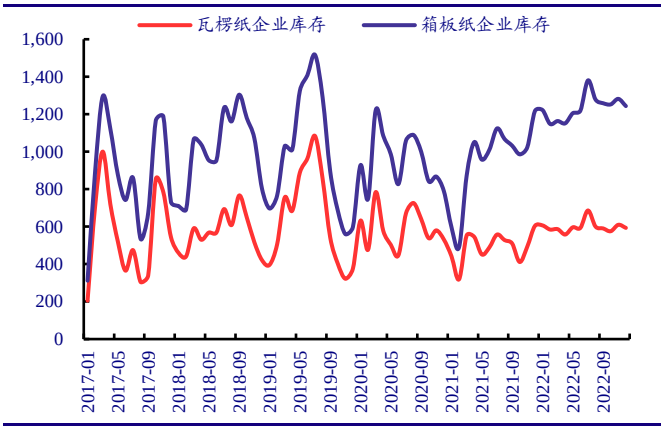
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 4. 废纸系成品纸价格（元/吨）



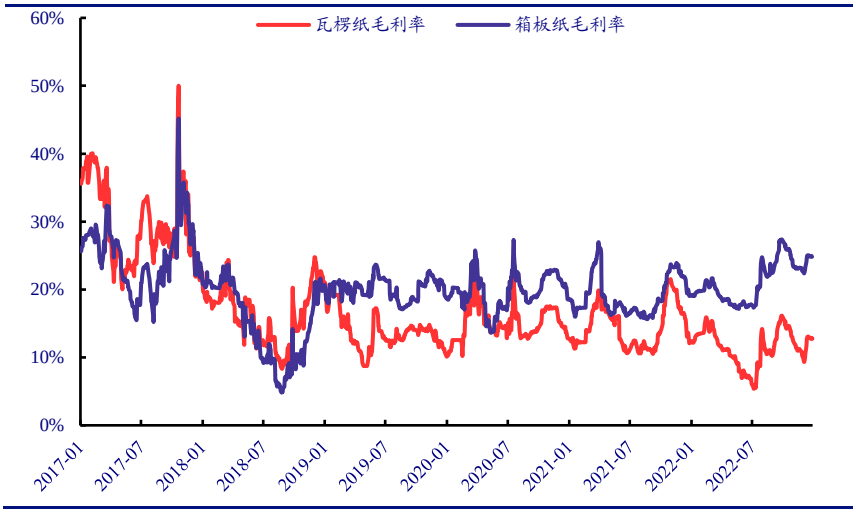
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 5. 废纸系成品纸企业库存（千吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 6. 废纸系成品纸毛利率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

2. 浆纸系：浆价持续下行，成品纸盈利改善

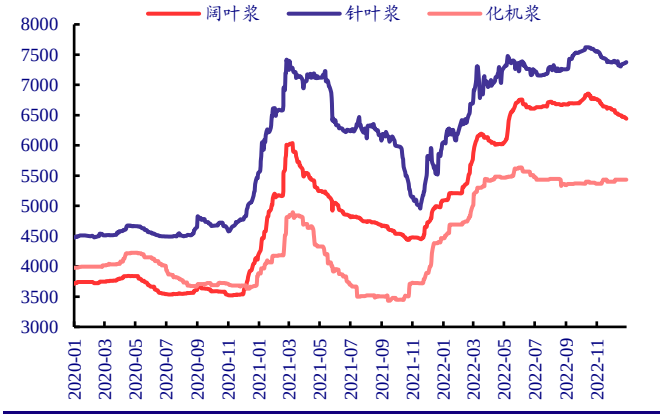
根据卓创资讯数据显示，截至 2022 年 12 月 30 日，阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别为 6,441、7,376、5,433 元/吨，分别较上月变动-2.44%、+0.05%、+0.62%。截至 2022 年 11 月，青岛港纸浆库存量为 113 万吨，环比下降 5.4 万吨；常熟港纸浆库存量为 53 万吨，环比上升 4 万吨；保定纸浆库存量为 4.3 万吨，环比上升 1.1 万吨。

截至 2022 年 12 月 19 日，阔叶浆、针叶浆外盘报价分别为 805.83、950 美元/吨。截至 2022 年 12 月 19 日，化机浆外盘报价为 660 美元/吨。2022 年 1 月至 11 月，进口纸浆累计值为 2,680 万吨，同比下降 3.6%。

截至 2022 年 12 月 30 日，双胶纸、双铜纸及白卡纸价格分别为 6,662.5、5,590、5,210 元/吨，分别较上月下降 0.37%、1.76%、1.33%。2022 年 12 月，双胶纸企业库存为 63.51 万吨，环比增加 2.55 万吨；双铜纸企业库存为 54.65 万吨，环比增加 1.6 万吨；白卡纸企业库存为 66.49 万吨，环比增加 1.93 万吨。

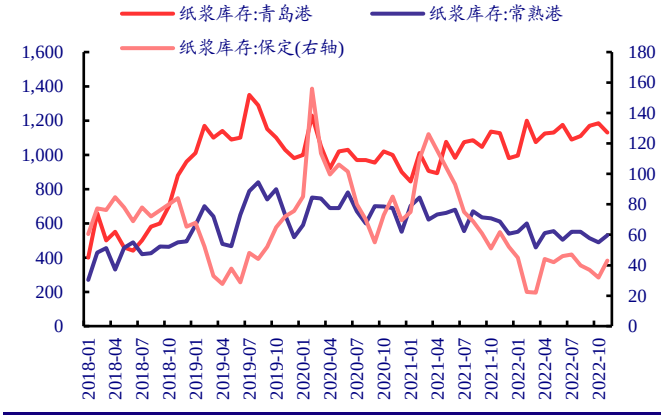
从盈利能力来看，截至 2022 年 12 月 30 日，双胶纸、双铜纸及白卡纸日度毛利率分别为-0.28%、-16.15%、-12.92%，分别较上月变动+0.82 pct、-0.86 pct、-0.84 pct。

图 7. 纸浆价格（元/吨）



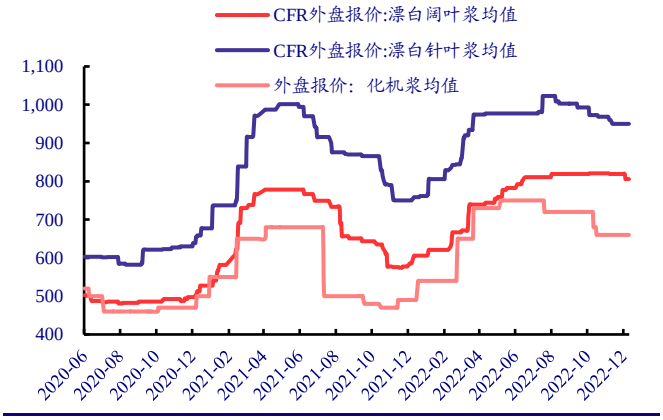
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 8. 纸浆库存（千吨）



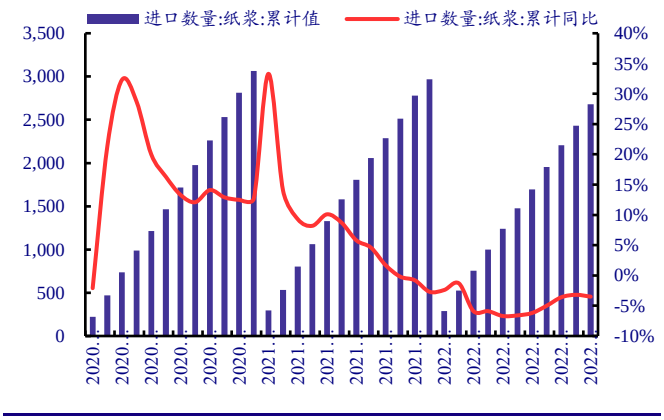
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9. 纸浆外盘价格（美元/吨）



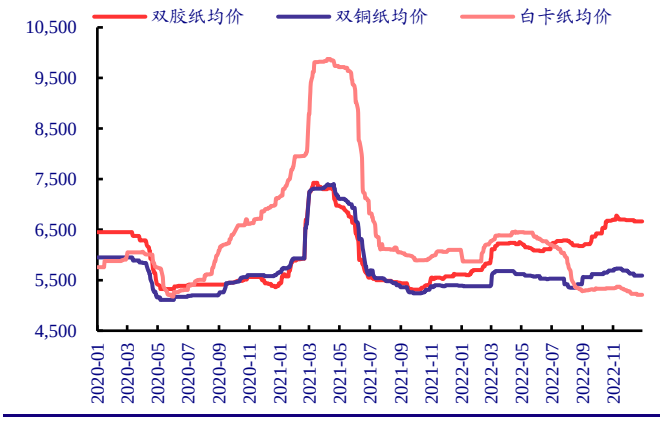
资料来源：Wind，卓创资讯，中国银河证券研究院

图 10. 纸浆进口数量累计值（万吨）



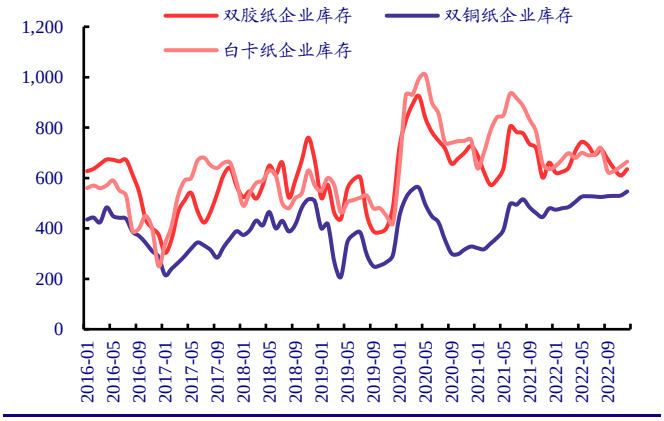
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11. 浆纸系成品纸价格（元/吨）



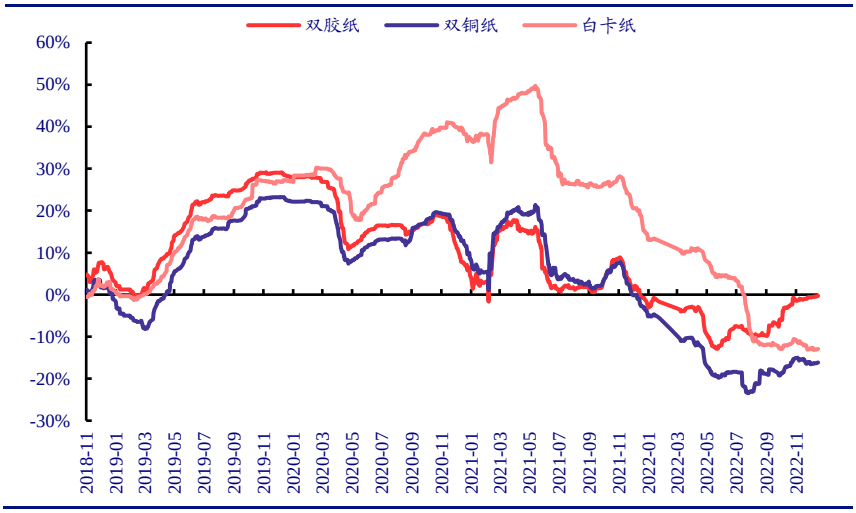
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 12. 浆纸系成品纸企业库存（千吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 13. 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

（二）家居：持续磨底，需求端有望逐步恢复

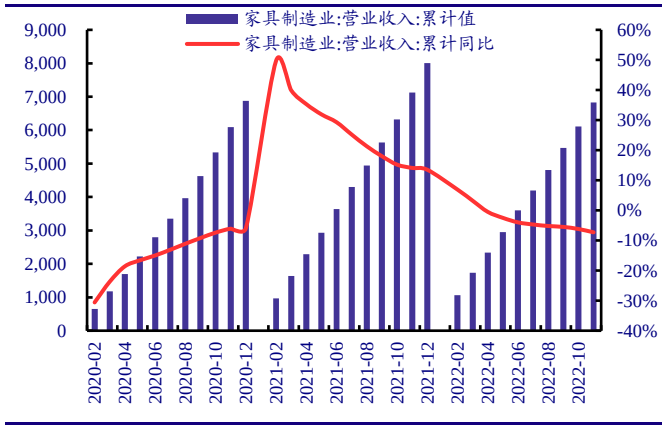
1. 销售：行业基本面承压，景气度有所回暖

2022 年 1 月至 11 月，我国家具制造业累计实现营业收入达到 6,828.7 亿元，同比下降 7.3%；利润总额达到 392.8 亿元，同比增长 2.2%。2022 年 11 月，家具制造业企业单位数达到 7,278 家，其中亏损单位数达到 1,680 家，占比为 23.08%。

2022 年 1 月至 11 月，建材家居卖场累计销售额为 10,892.51 亿元，同比上涨 2.97%；全国建材家居卖场景气指数（BHI）为 86.52，环比下跌 11.6，同比下降 52.98。

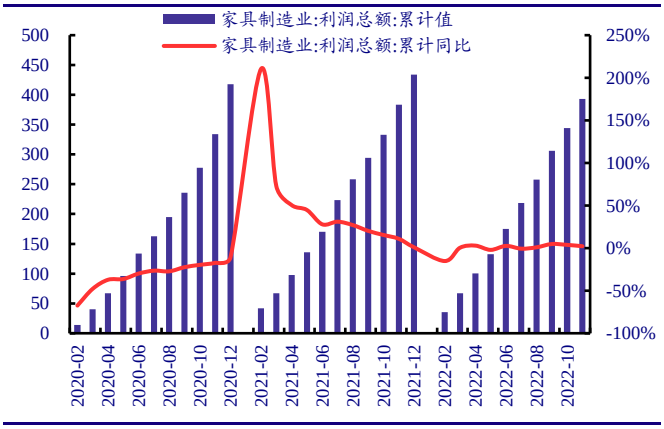
2022 年 1 月至 11 月，家具及零件出口金额累计达到 635.82 亿元，同比下降 4.3%。

图 14. 家具制造业营业收入累计值（亿元）



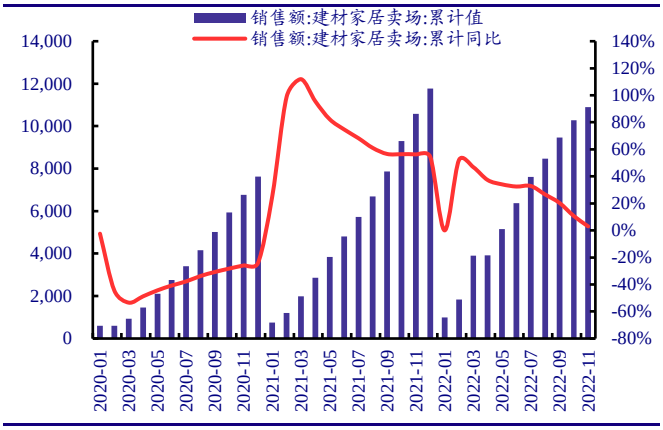
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15. 家具制造业利润累计值（亿元）



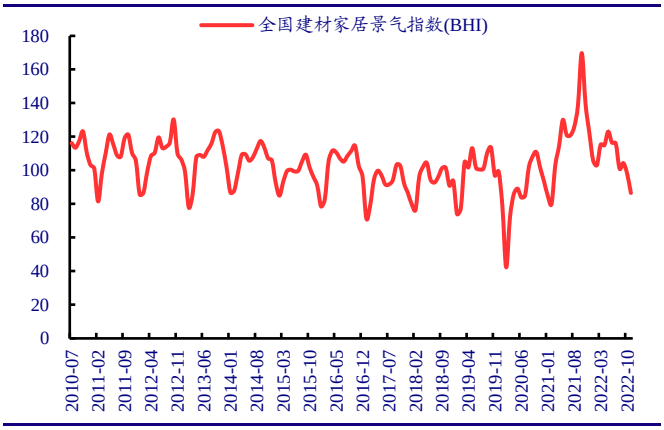
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16. 建材家居卖场销售额累计值（亿元）



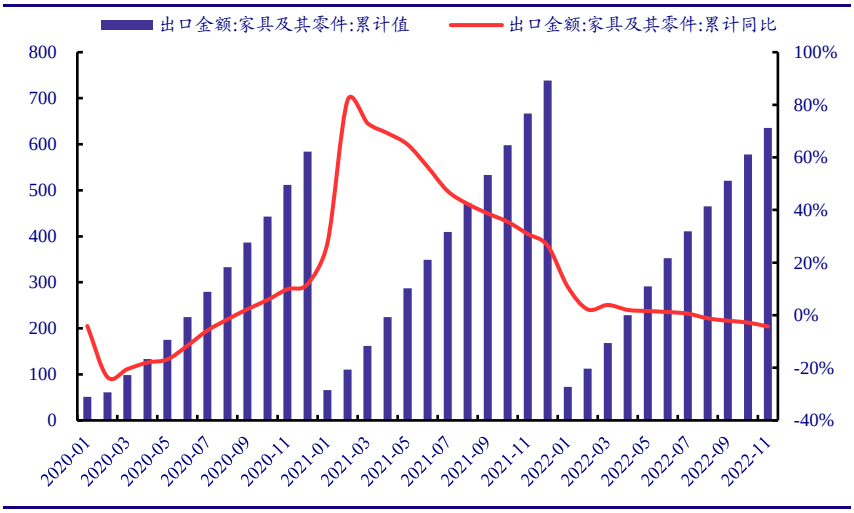
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17. 全国建材家居景气指数(BHI)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18. 家具及其零件出口额累计值（亿美元）



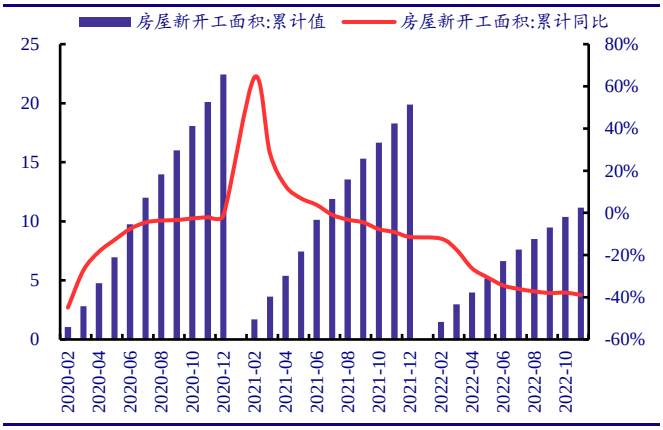
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 房地产：商品房销售持续改善，竣工数据企稳反弹

2022 年 1 月至 11 月，全国房屋累计新开工面积达 11.16 亿平方米，同比下降 38.94%。截至 2022 年 12 月 31 日，全国 30 大中城市商品房成交套数年初以来累计 133.86 万套，同比下降 30.69%；成交面积年初以来累计为 14,847.41 万平方米，同比下降 28.5%。

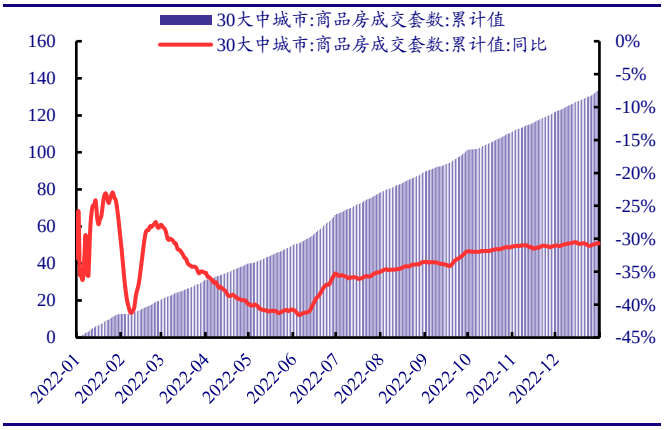
2022 年 1 月至 11 月，全国房屋累计竣工面积达到 5.57 亿平方米，同比下降 19%。11 月单月房屋竣工面积为 0.91 亿平方米，环比上升 60.83%，同比下降 20.23%。

图 19. 房屋新开工面积累计值（亿平方米）



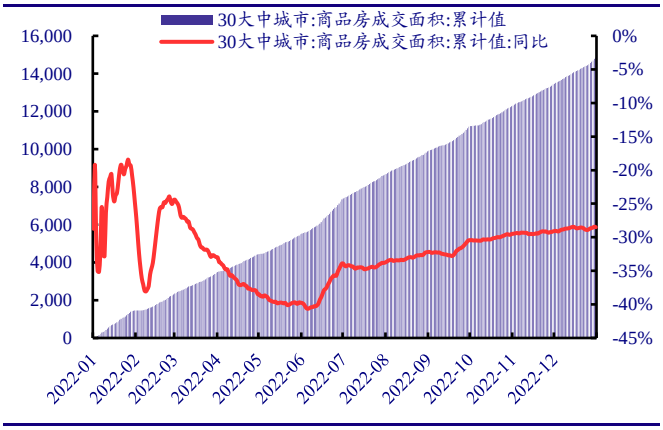
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20. 30 大中城市商品房成交套数累计值（万套）



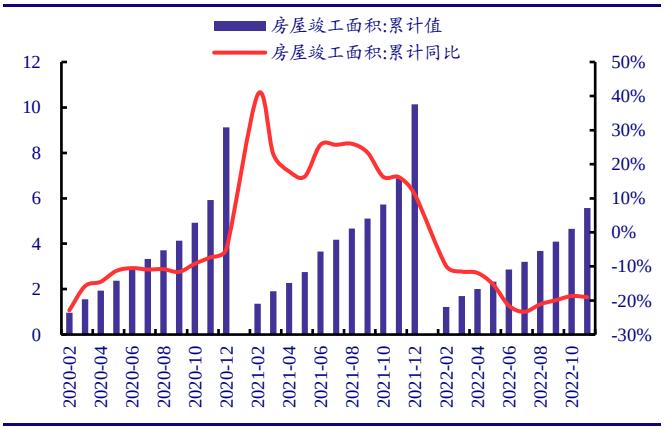
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21. 30 大中城市商品房成交面积累计值（万平方米）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22. 房屋竣工面积累计值（亿平方米）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 原材料：软体原材料价格快速反弹后出现回落

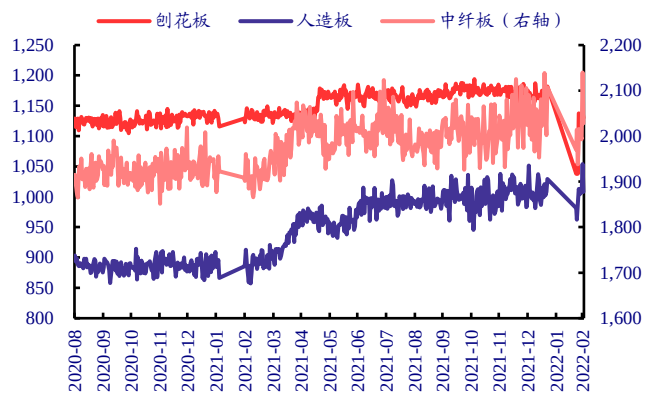
截至 2022 年 3 月 1 日，中国木材指数 CTI：刨花板、人造板及中纤板分别为 1,130.09、1,008.05、2,028.07 点。

截至 2022 年 12 月 30 日，五金工具、五金零部件、建筑五金及五金材料价格指数分别为 112.48、106.27、104.63、122.13 点，分别较上月变动-0.52、+0.02、-0.68、+0.59 点。

截至 2022 年 12 月 30 日，MDI 国内现货价为 15,100 元/吨，较上月上涨 4.86%，同比下降 25.71%；TDI 国内现货价为 18,750 元/吨，较上月上涨 9.01%，同比上涨 19.43%；截至 2023 年 1 月 1 日，软泡聚醚市场平均价为 9,052 元/吨，较上月初下降 0.35%，同比下降 22.18%。

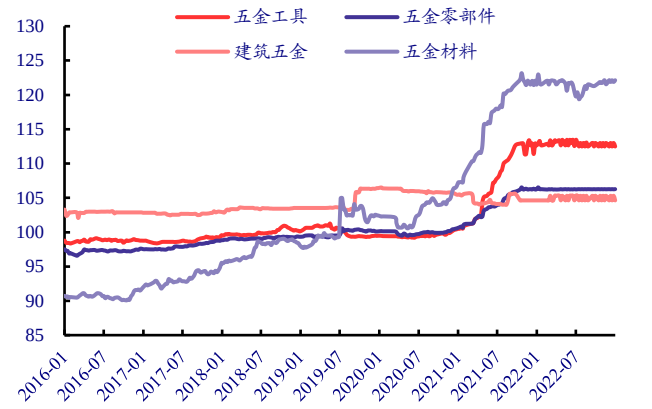
截至 2022 年 11 月 18 日，海宁皮革原材料类价格指数为 88.58 点，较上月末价格下降 0.01 点。

图 23. 中国木材价格指数（2010 年 6 月=1000）



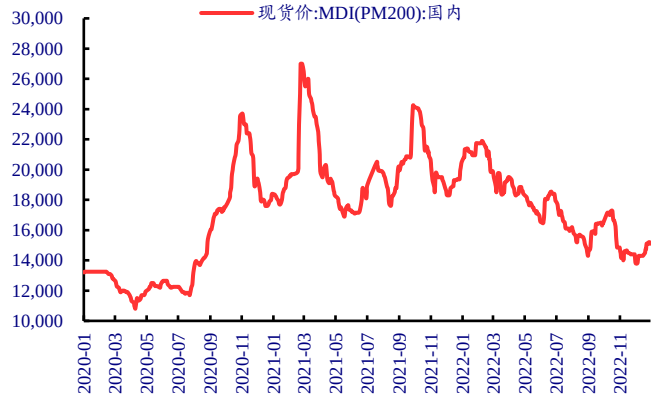
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 24. 五金价格指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 25. MDI 国内现货价（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 26. TDI 国内现货价（元/吨）



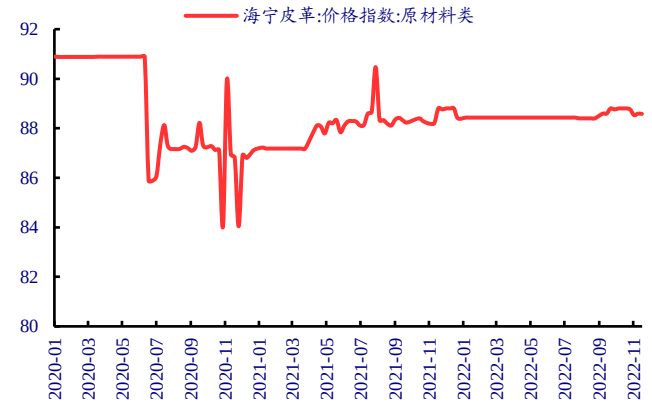
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 27. 软泡聚醚各市场平均价（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28. 海宁皮革原材料类价格指数



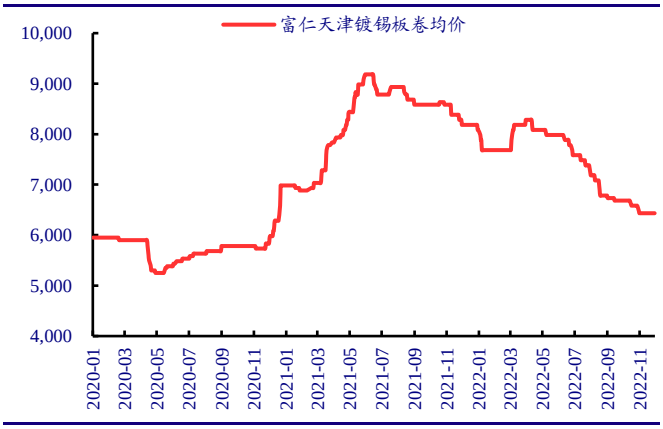
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）包装：金属、塑料原料价格整体下行

截至 2022 年 12 月 23 日，镀锡板卷主流市场平均价格为 6,433.33 元/吨，较上月价格持平；截至 2022 年 12 月 20 日，全国铝锭市场价为 18,864 元/吨，较上月末价格上下降 0.75%。

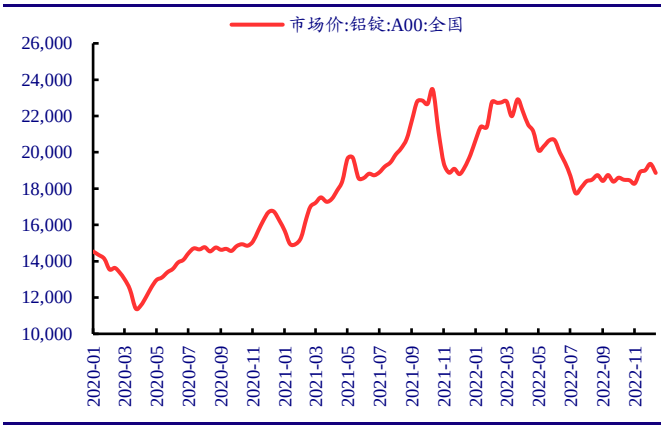
截至 2022 年 12 月 30 日，WTI 原油和布伦特原油期货结算价分别为 80.26、85.91 美元/桶，分别较上月环比变动-0.36%、+0.56%。截至 2022 年 12 月 30 日，线型低密度聚乙烯（LLDPE）期货结算价为 8,078 元/吨，较上月价格上涨 0.5%；聚丙烯期货结算价为 7,733 元/吨，较上月价格下跌 0.4%。

图 29. 镀锡板卷主流市场平均价格（元/吨）



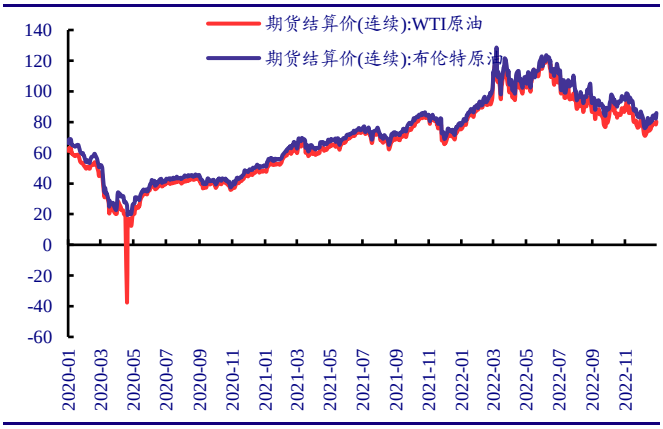
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30. 铝锭全国市场价（元/吨）



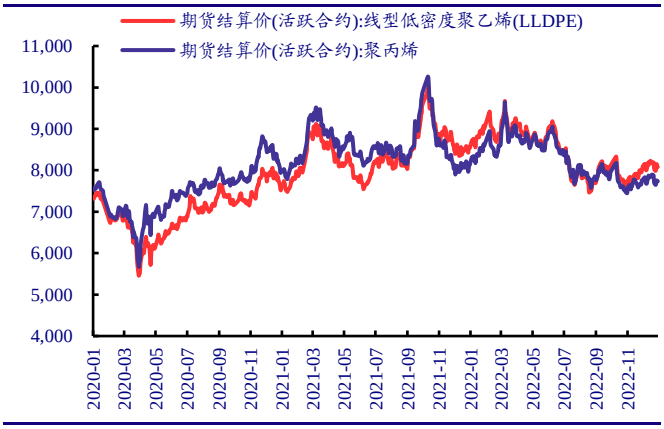
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 31. 国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 32. 化工产品价格走势（元/吨）



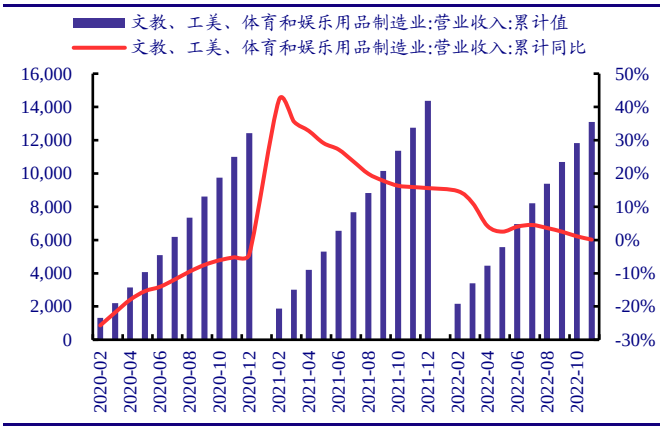
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）文娱：文娱消费持续改善，看好后续消费复苏

2022 年 1 月至 11 月，我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业营业收入累计值达到 13,097 亿元，同比上涨 0.1%；体育、娱乐用品类零售额累计值达到 1,004.4 亿元，同比上涨 0.1%；金银珠宝类零售额累计值达到 2,77 亿元，同比上涨 0.8%；文化办公类用品零售额累计值达到

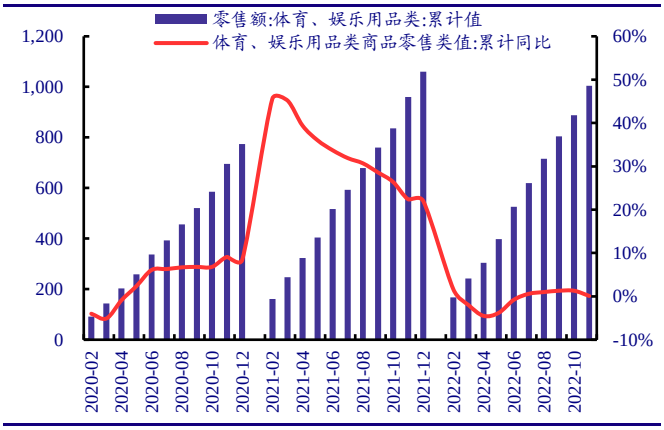
4005 亿元，同比上涨 4.9%。

图 35. 文教、工美、体育和娱乐用品制造业营收累计（亿元）



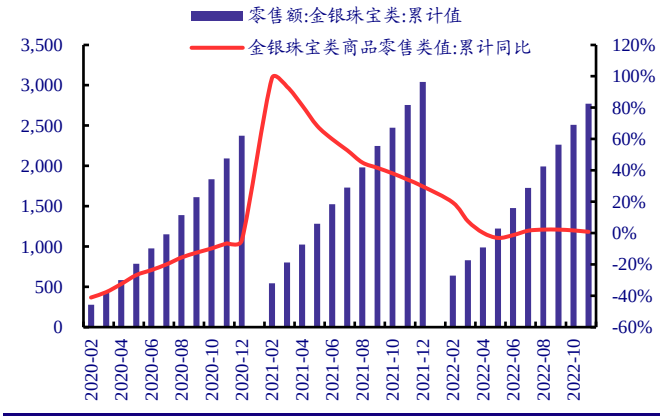
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 36. 体育、娱乐用品类零售额累计（亿元）



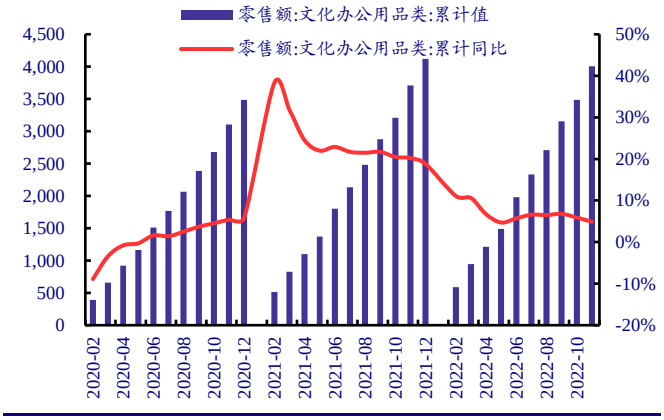
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 37. 金银珠宝类零售额累计（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 38. 文化办公类用品零售额累计（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、行业面临的问题及建议

（一）现存问题

1. 行业分散，效率有待提升

轻工行业发展时间久远，行业已步入成熟期：1）行业成长空间有限，市场规模基本维稳；2）生产技术已然成熟，难以实现革命性突破。而轻工行业门槛相对较低，市场参与者众多，导致整个行业呈现分散状态，资源配置效率有待提升。

2. 企业实力不足，中高端产品竞争力弱

我国轻工制造行业整体实力不足。产品设计方面，国内设计水平较低，追求同国外设计合作，产品同质化严重；资本实力方面，上市企业数量有限，而头部企业市值对标海外，有较大

的发展空间；生产水平方面，仅头部企业有能力实现较高自动化程度，且在同大数据、人工智能等新兴领域应用不足。

（二）建议及对策

1. 加强创新引领，推动供给向高质量发展

梳理各子行业在关键技术方面存在的薄弱环节和“卡脖子”短板，通过政府、协会等有影响力的组织引导核心技术攻关，推进关键技术研发工程的落地。同时，围绕健康、育幼、养老等迫切需求，大力增加升级创新产品，推动高质量供给，引领和创造新需求。

2. 提升产业链现代化水平，增强产业实力

推进产业基础高级化，利用产业基础再造工程，分行业梳理和补齐产业基础短板，深入实施轻工产业基础相关领域重点产品、工艺“一条龙”应用计划，提高基础产品质量，提升先进基础工艺普及率，促进成果创新示范应用。

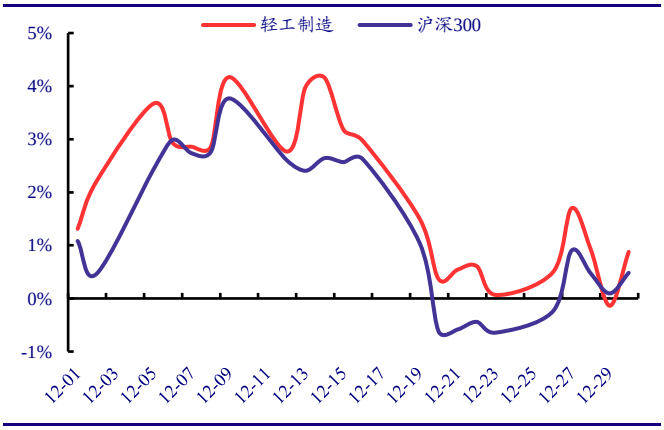
加快产业链补链强链，围绕产业链重点环节，发挥工业互联网平台和标识解析体系作用，推进产业链上下游在技术、人才、项目、资金等方面合作，形成融通发展新格局。

四、轻工制造行业在资本市场中的发展情况

（一）行业收益率表现

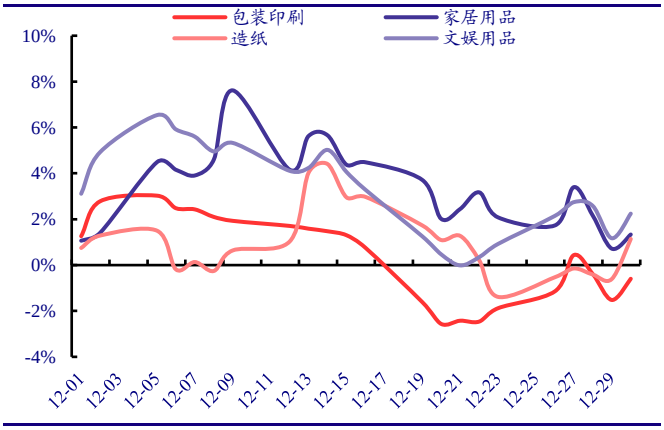
2022 年 12 月，沪深 300 指数上涨 0.48%，轻工制造板块上涨 0.88%，在 31 个子行业中的涨跌幅排名为第 11 名。本月轻工制造板块整体呈现上升趋势，其中包装印刷、家居用品、造纸、文娱用品分别变动-0.6%、+1.33%、+1.14%、+2.24%。

图 37. 本月轻工制造板块行情走势



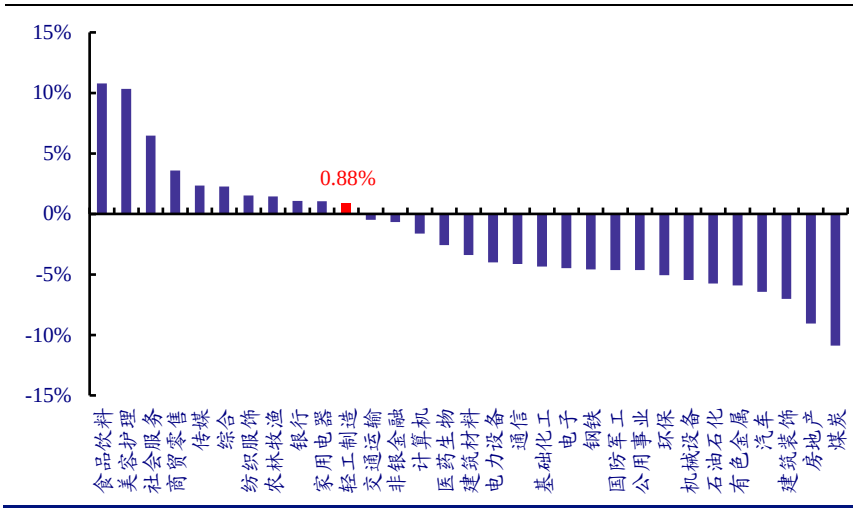
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 38. 本月轻工子版块行情走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 39. 本月申万一级子行业涨跌幅排名

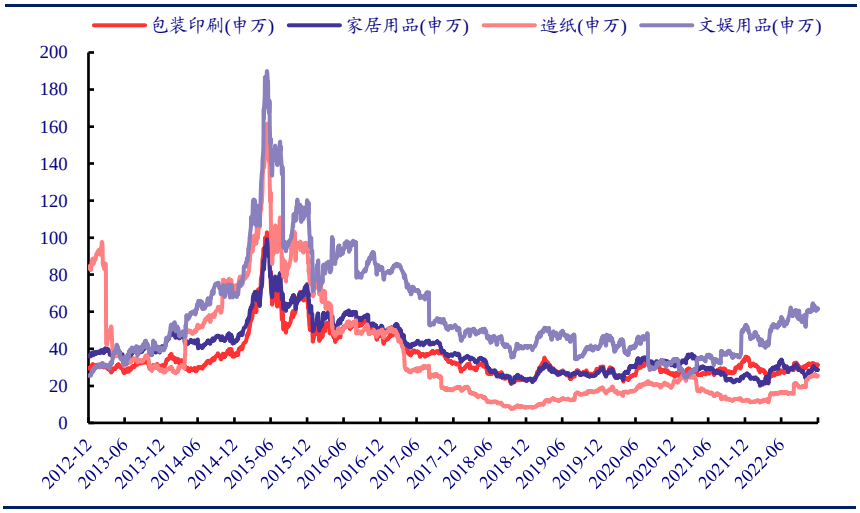


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）行业估值

细分板块估值有所抬升，看好后续估值修复。截至 2022 年 12 月 30 日，包装印刷/家居用品/造纸/文娱用品 PE-TTM 分别为 31.32 / 28.63 / 25.59 / 61.66，10 年历史分位数分别为 53.25%、26.58%、52.14%、67.28%。

图 40. 轻工子行业市盈率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

造纸：供应缓解有望实现盈利改善，看好龙头后续业绩弹性释放。

废纸系：需求疲软致成品纸价格持续下行，盈利能力随原材料价格波动。受限于包装纸下游需求疲软，包装纸价格持续下滑，截至 2022 年 12 月 30 日，瓦楞纸、箱板纸价格分别较年初下降 16.09%、9.64%。7 月以来，废黄板纸价格快速下行带动包装纸盈利能力反弹。展望

未来，我们预计成品纸下游需求有望伴随疫情形势改善而得到提振，价格后续将得到支撑。

浆纸系：提价落地&浆价松动，盈利能力有所改善。我国纸浆进口依存度较高，俄乌危机、疫情、停产减产等多重因素冲击下，我国纸浆供应存在较强不确定性，驱动纸浆价格快速提升；而成品纸下游需求受限，价格表现不佳，毛利率不断恶化，企业经营压力持续增加。主流浆厂报价下调，巴西 Suzano 宣布 12 月桉木浆外盘报价 820 美元/吨，下调 40 美元/吨。12 月 30 日，中国阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别较上月变动-2.44%、+0.05%、+0.62%，分别较近期高点下降 6%、3.22%、0.23%。Arauco 156 万吨（此前预计 22Q4）、UPM 210 万吨（预计 23Q1）木浆产能陆续投放将带动纸浆价格下行，进而释放纸企盈利弹性。

特种纸：短期浆价上涨推动特种纸价格上涨，头部企业业绩弹性可期。短期来看，浆价高企支撑特种纸提价，且特种纸较其他纸种具备更强的价格传导能力，能保持涨价势头并实现落地，并将充分受益于未来纸浆供应投放带动浆价下行。中长期来看，特种纸下游需求持续扩张，竞争格局良好，头部企业持续进行产能建设，布局自给浆，业绩长期成长性显著。

家居：政策放松趋势仍将持续，家居龙头成长性突出。

中央支持地产力度持续，地方因城施策支撑需求。中央发布多项政策缓解地产压力，政策落地有望带动地产景气度回暖，前期开发商囤积大量未完工项目，融资端修复将促进完工，后续竣工好转将支撑家居需求。同时，各地因城施策支持地产需求，东莞、重庆、苏州等地放松限贷限购，未来政策仍有望加码，带动地产销售改善。

地产复苏将带动家居行业基本面及估值修复。家居行业具备地产后周期特征，需求主要受房地产影响。因此，家居行业基本面及估值同房地产周期呈现明显的正相关特征，历史数据来看，家居行业基本面同房地产周期滞后正相关，而估值则同房地产周期同步，但同时也受市场情绪影响。未来伴随地产复苏，家居行业基本面及估值将随之修复，推动家居板块行情演绎。

家具类消费单月降幅环比收窄。2022 年 1-11 月，家具类零售额为 1,459 亿元，同比下降 7.7%。其中，11 月单月家具类零售额为 169 亿元，同比下降 4%，降幅环比收窄 2.6 pct。

家装行业维持高景气度，整装有望延续高增。2018 年以来，头部企业纷纷布局整装渠道，业务开拓表现亮眼，2022 年前三季度，欧派家居整装渠道预计实现营收约 18 亿元，预计同比增长约 50%，索菲亚整装渠道同比增长 120.66%。今年以来，家装公司维持高景气度，预计家居全年订单有所保障，整装渠道有望延续亮眼成长。

头部企业引领行业变革，全方位布局强化核心竞争力，在行业承压背景下，表现出充足韧性，有望穿越地产周期。同时，叠加疫情、原材料涨价等导致中小企业退出，家居行业集中度有望加速提升。

1）品类拓展、融合持续深化。头部企业凭借深厚的资源积累，带领行业进入整家世代，在 2022 年 315 活动推出超高性价比的整家套餐，在全屋定制的基础上进一步整合软体、电器等家居用品，实现全品类协同，满足消费者一站式购齐需求。

2）流量竞争力不断提升。经销渠道不断扩张，门店数量稳步增加，同时，头部企业不断探索新模式，欧派家居推出“定制装修一体化”大家居新模式，满足客户“一体化设计，一揽子搞掂”需求。线上渠道日益壮大，新媒体持续发展背景下，推广引流作用不断加强。整装渠道迅速发展，家居企业通过切入家装领域，获取前端流量，流量矩阵得到扩充。同时，头部家

居企业加大营销投入，持续进行品牌推广，线下高频率举办大型活动，线上大举投入广告宣传。

包装：市场向好把握盈利修复，业务纵向扩张一体化。

纸包装方面，受益于环保趋势，纸包装行业有望实现扩张，但市场集中度较低，有待提升。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。同时，烟酒类零售稳步复苏将驱动纸包装需求增长，2022 年 1-11 月，烟酒类零售额为 4,525 亿元，同比增长 3.5%。其中，11 月单月烟酒类零售额为 440 亿元，同比下降 2%，降幅环比扩大 1.3 pct。包装纸在前期需求疲软情况下持续降价，预计未来瓦楞纸、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。

塑料包装方面，政策支持及技术升级驱动下，市场规模稳定增长，但市场集中度较低，行业竞争激烈；奶酪行业快速成长，带动奶酪棒包装迅速发展，奶酪棒包装具备较强技术壁垒，竞争格局优良，投资价值凸显。同时，塑料原材料价格维持低位波动，同比明显下降。

金属包装方面，饮料酒水为金属包装主要下游应用，啤酒罐化率不断提升，持续贡献增量需求；供需格局改善强化包装龙头议价能力，盈利有望增强。镀锡板卷、铝活跃合约期货结算价自高位持续下行，有望带动盈利改善。

轻工消费：电子烟行业成长性显著，文具行业市场持续扩容。

电子烟消费税落地，看好行业长期集中。电子烟征收消费税公告发布：生产（进口）环节税率为 36%，批发环节税率为 11%，出口电子烟适用出口退（免）税政策。我们认为，国内电子烟监管基本落地，电子烟纳税按照乙类卷烟标准 36%税率，相对偏柔和。未来行业将进入有序发展阶段，政策虽对需求及盈利有所压制，但同时提升行业壁垒，而头部企业具备品牌、产品及生产等多重优势，未来有望实现行业集中。同时，国家对海外出口持鼓励态度，出口格局并未改变，持续看好电子烟龙头出口竞争力。

政策提升电子烟门槛，行业将向头部集中。技术门槛显著提高：一方面，政策直接规定电子烟产品相关参数标准，增加产品研发及生产难度，淘汰落后企业；另一方面，政策通过口味及烟碱含量、释放量等途径，一定程度上限制了电子烟使用体验，而如何在政策标准限制下，尽可能提高用户体验，则取决于企业是否具备足够的研发技术实力。同时，政策提高行业准入壁垒，相关企业从事电子烟业务需报烟草专卖行政主管部门批准。

电子烟行业成长性显著，头部企业价值凸显。国际市场来看，据弗若斯特沙利文统计及预测，2021 年，全球雾化电子烟行业市场规模（出厂价）达到 93.35 亿美元，同比增长 21.69%，预计未来 5 年将以 25.3%的 CAGR 继续成长，并于 2026 年达到 282.04 亿美元，其中，思摩尔国际市场份额达到 22.8%。国内市场来看，我国拥有全球最大的烟民基数，电子烟对传统卷烟替代空间广阔，伴随电子烟行业进入规范发展阶段，国内市场有望稳步扩张，且行业集中度提升背景下，头部企业将充分受益。

C 端文具市场稳健发展，集中度将持续提升，疫情好转实现短期修复。据 IBISWorld 统计及预测，2021 年中国文具及办公用品行业市场规模（行业销售收入-出口+进口）为 220.98 亿美元，同比增长 13.49%，2010 年~2021 年 CAGR 达到 10.55%，预计未来 6 年将以 6.77%的 CAGR 继续成长，并于 2027 年达到 327.35 亿美元。竞争格局来看，2021 年中国文具及办公用品行业 CR5 为 31.2%，其中，得力集团市占率排名第一，达到 9.7%，同比提升 0.1 pct；晨

光股份排名第二，市占率为 8.4%，同比提升 0.3 pct。短期来看，疫情好转将实现客流恢复，进而带动文具线下业务实现修复，6 月、7 月、8 月文化办公用品类零售额分别同比增长 8.9%、11.5%、6.2%，实现稳步复苏。

B 端大办公文具市场规模达万亿级，未来发展空间广阔。B 端大办公市场范围广阔，包含办公设备、办公电器、办公耗材及其他品类。根据亿邦智库统计数据，2020 年，我国办公用品采购市场规模约为 2.26 万亿，同比增长 9.18%，预计 2022 年市场规模将达到 2.7 万亿。目前，办公用品采购数字化已走在企业采购数字化的前列，但据重点平台交易额测算，其数字化采购规模约为 500 亿，渗透率不足 3%，预计未来将以每年 50%以上的速度成长，2025 年市场规模接近 3,800 亿元，未来具备巨大的发展空间。晨光股份凭借优秀的品牌及供应链实力，持续投入办公直销业务，2022 年上半年实现营收 44 亿元，同比增长 40%，净利润 1.3 亿元，同比增长 87%，成长性显著。

建议关注：造纸行业龙头**太阳纸业（002078.SZ）**、**岳阳林纸（600963.SH）**及**仙鹤股份（603733.SH）**；定制家居龙头**欧派家居（603833.SH）**、**索菲亚（002572.SZ）**、**志邦家居（603801.SH）**、**金牌厨柜（603180.SH）**及**江山欧派（603208.SH）**；软体家居龙头**顾家家居（603816.SH）**、**喜临门（603008.SH）**及**慕思股份（001323.SZ）**；包装行业龙头**上海艾录（301062.SZ）**、**奥瑞金（002701.SZ）**及**裕同科技（002831.SZ）**；电子烟行业引领者**思摩尔国际（6969.HK）**、文具行业引领者**晨光股份（603899.SH）**和露营经济受益者**浙江自然（605080.SH）**。

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。

插 图 目 录

图 1. 轻工制造行业构成.....3
图 2. 废黄纸板价格（元/吨）.....5
图 3. 废黄纸板库存天数（天）.....5
图 4. 废纸系成品纸价格（元/吨）.....6
图 5. 废纸系成品纸企业库存（千吨）.....6
图 6. 废纸系成品纸毛利率.....6
图 7. 纸浆价格（元/吨）.....7
图 8. 纸浆库存（千吨）.....7
图 9. 纸浆外盘价格（美元/吨）.....7
图 10. 纸浆进口数量累计值（万吨）.....7
图 11. 浆纸系成品纸价格（元/吨）.....7
图 12. 浆纸系成品纸企业库存（千吨）.....7
图 13. 浆纸系成品纸日度毛利率.....8
图 14. 家具制造业营业收入累计值（亿元）.....8
图 15. 家具制造业利润累计值（亿元）.....8
图 16. 建材家居卖场销售额累计值（亿元）.....9
图 17. 全国建材家居景气指数(BHI).....9
图 18. 家具及其零件出口额累计值（亿美元）.....9
图 19. 房屋新开工面积累计值（亿平方米）.....10
图 20. 30 大中城市商品房成交套数累计值（万套）.....10
图 21. 30 大中城市商品房成交面积累计值（万平方米）.....10
图 22. 房屋竣工面积累计值（亿平方米）.....10
图 23. 中国木材价格指数（2010 年 6 月=1000）.....11
图 24. 五金价格指数.....11
图 25. MDI 国内现货价（元/吨）.....11
图 26. TDI 国内现货价（元/吨）.....11
图 27. 软泡聚醚各市场平均价（元/吨）.....11
图 28. 海宁皮革原材料类价格指数.....11
图 29. 镀锡板卷主流市场平均价格（元/吨）.....12
图 30. 铝锭全国市场价（元/吨）.....12
图 31. 国际原油价格走势（美元/桶）.....12
图 32. 化工产品价格走势（元/吨）.....12
图 35. 文教、工美、体育和娱乐用品制造业营收累计（亿元）.....13
图 36. 体育、娱乐用品类零售额累计（亿元）.....13
图 37. 金银珠宝类零售额累计（亿元）.....13
图 38. 文化办公类用品零售额累计（亿元）.....13
图 37. 本月轻工制造板块行情走势.....14
图 38. 本月轻工子版块行情走势.....14
图 39. 本月申万一级子行业涨跌幅排名.....15

图 40. 轻工子行业市盈率.....15

表 格 目 录

表 1. 指导意见目标规划.....4
表 2. 指导意见执行措施.....4
表 3. 指导意见相关工程.....4

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn