

轻工行业2023年度策略报告：  
重启&重塑

轻工&中小盘团队



## 核心观点

- **重启**：1) 疫情管控放松后消费的重启；2) 地产纠偏后顺周期的重启；
- **重塑**：1) **上下游利润分配重塑**，中游和下游盈利改善；2) **内外需重塑**，国内景气修复，海外景气下行；3) **竞争格局重塑**，前期逆势行情下，中小企业加速退出；
- **轻工配置思路**：
  - 2023Q1确定性比较强，主要是预期修复。1) 政策持续加码（尤其地产需求端政策，推荐家居链），2) 成本下行窗口期（推荐如纸、金属包装等，盈利改善）；3) 部分板块业绩率先兑现（如线下消费、办公集采、工程类家居）；
  - 2023Q2后能否转向顺周期，需观察地产景气度好转程度，如果经济复苏如期，推荐家居、大宗纸、消费类轻工（参考2020年后演绎）；
  - 提示下被忽视的中游环节，前期如地产链&消费等均出现明显估值修复，而轻工中游环节估值依然处于绝对低位（如纸包&金属包、盈趣等 PE、PB分位值均在底部），后续成本下行&需求改善，预计弹性较大。

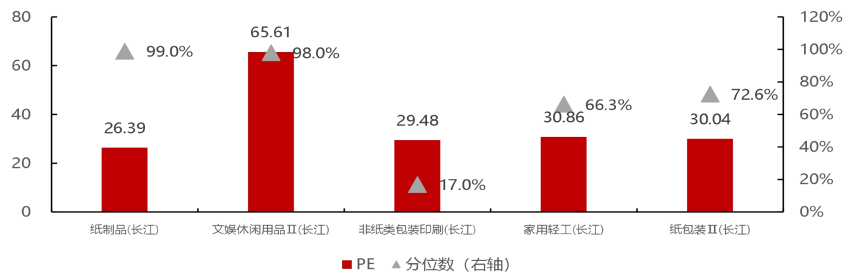
# 核心观点

## 细分赛道关键词：

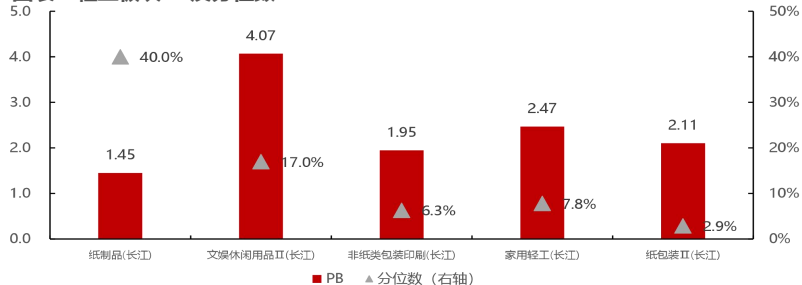
- **家居**：疫后修复、政策转向、整装崛起、大家居；推荐欧派家居/顾家家居/喜临门等
- **造纸**：纸浆下行、需求改善、行业整合；
- **消费类轻工（文具/潮玩/智能马桶/精酿）**：线下消费修复、零售化、渗透率提升、消费升级；
- **新兴烟草**：政策筑底、渗透率提升、马太效应。

## 风险提示：宏观方面：需求恢复不及预期的风险；行业方面：行业内部竞争加剧的风险。

图表：轻工板块PETTM及分位数



图表：轻工板块PB及分位数



资料来源：Wind，民生证券研究院 备注数据选取自2019年1月4日至2023年1月3号



01

家居：政策传导值得期待，强者恒强趋势明显

02

造纸：国内外周期分化，造纸盈利进入扩张区间

03

消费类轻工：reopen后，行业重启

04

新型烟草：税收政策落地，静待业绩复苏

05

包装：格局优化&成本下行，roe进入改善区间

06

风险提示

CONTENTS

目录





# 家居：政策传导值得 01. 期待，强者恒强趋势 明显

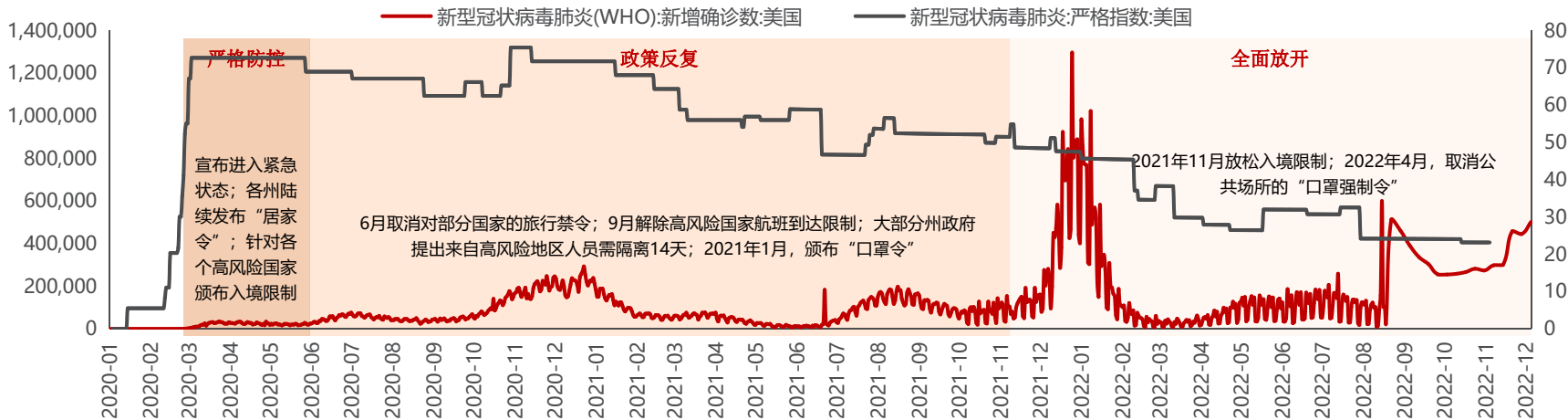
# 01

## 以美国市场为例，复盘疫后家居复苏节奏

### ➤ 疫情多阶段爆发，防控政策逐步放松

- 美国疫情开始于2020年3月，2020Q2集中爆发，随后在2020年10月-2021年1月、2021年7月-10月、2021年12月-2022年2月、2022年9月至今经历多个爆发阶段。
- 防疫政策方面，大致经历严格防控、政策反复和全面放开三个阶段。

图表：美国疫情发展情况及疫情防控阶段（左轴：例）



资料来源：WHO，Wind，民生证券研究院

**01**

# 以美国市场为例，复盘疫后家居复苏节奏

## ➤ 需求端：疫情对家居销售阶段性产生扰动，放开后逐步恢复

- **疫后美国家居景气度超过疫前：**2020年3月-5月，美国家具零售受疫情影响显著下滑，随后陆续回升，2020年10月-2022年10月，家具销售额CAGR为3.87%，对标疫情前2017年10月-2019年10月CAGR为3.19%；
- **即使2020年后确诊人数再创新高，家居消费景气不减。**一旦消费者适应疫情且防疫政策逐步常态化后，疫情并不影响家具需求，例如2020年底和2021年底疫情创阶段性新高，但同期家具消费仍处于增长区间（2020Q4/2021Q4家居销售单季度增速为5.94%/13.33%）。

图表：美国家具零售额（百万美元）



图表：美国家具零售同比增速（%）



资料来源：Wind，美国人口普查局，民生证券研究院

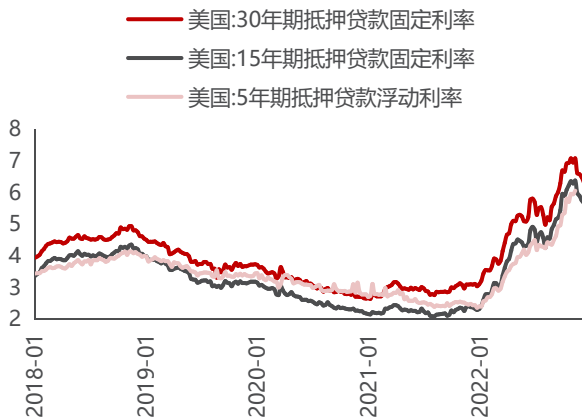
# 01

## 以美国市场为例，复盘疫后家居复苏节奏

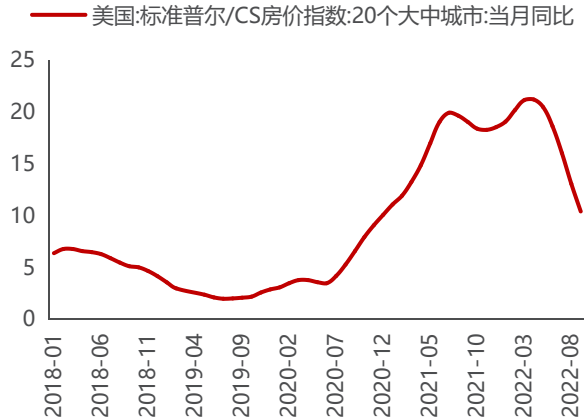
### ➤ 需求端：疫情仅阶段性影响家居需求，长期来看影响主要来自地产端

- 2020年初至2021年底，美国量化宽松的财政和货币政策使得房贷利率处于低位，房屋景气度持续上行，20个大中城市房价同比增速从2020年6月的3.5%上升至2021年7月的20%。在此背景下，我们观察到美国2020年10月-2022年10月家具销售额同比CAGR为3.87%，相比疫情前（备注：选取2017年10月-2019年10月家居零售额）CAGR为3.19%存在明显上移。

图表：美国房贷利率走势 (%)



图表：美国房价走势(%)



图表：美国房屋租金走势 (%)



资料来源：Wind，美国抵押贷款银行家协会，标准普尔，美国劳工局，民生证券研究院

**01**

# 以美国市场为例，复盘疫后家居复苏节奏

## ➤ 供给端：产能恢复滞后政策放松两个季度，进口大幅增加

- **本土产能利用率：**疫情爆发后产能利用率从2020年1月的80%+降至4月的61%，在疫情管控政策放松后持续进入恢复期，恢复周期约2个季度，不过依然明显低于疫情前水平，我们判断家居制造属于劳动密集型行业，疫情对劳动力恢复存持续性影响，故需求虽已超过疫情前水平，但生产恢复相对漫长。
- **进口：**疫情爆发后20Q2床垫进口额显著下滑，21Q2进口额显著提升，其中2021年5月同增101%；其中，美国进口床垫中35%来自中国，2021年中国出口美国的床垫同比增长22%，中国总家具出口额同增26%，其中21H1同增55%。

**图表：产能利用率滞后政策放开一个季度恢复高位(%)**



**图表：21Q1家具进口金额显著提升(%)**



**图表：20Q4-21Q3中国家具出口额持续增长(%)**



资料来源：Wind，美国商务部普查局，海关总署，民生证券研究院

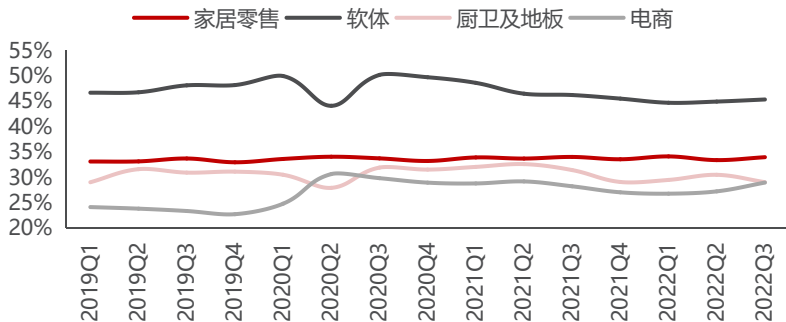


**01**

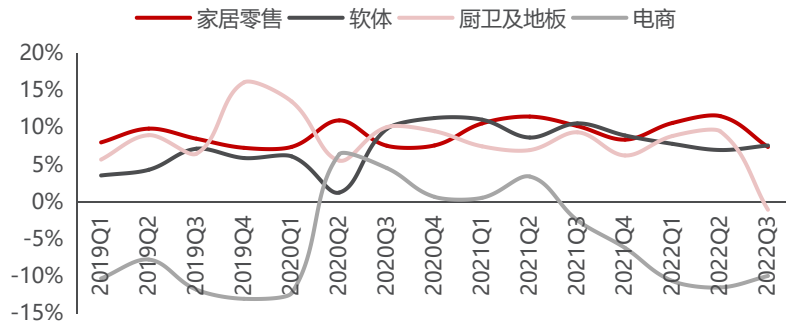
# 家居各环节收入恢复存在差异

## ➤ 家居零售盈利能力未受影响，成品家具毛利率明显下降

- 成本上行压制毛利率：**2020Q2零售/软体/厨卫及地板/电商毛利率同比变动+0.9/-2.7/-3.7/+6.8pct，2020Q3毛利率同比变动+0.03/2.1/1.0/6.5pct；其中**软体&厨卫**毛利率下行，前期受工厂开工率不足及运费上行扰动，Q3后伴随大宗商品价格提升毛利率承压；**家居零售**企业毛利率稳定主因采购规模大且分散，议价能力强；电商企业毛利率提升主因规模效应所致。
- 费用优化推动净利率维持稳定：**2020Q2零售/软体/厨卫及地板/电商净利率同比变动+1.1/-3.1/-3.4/+14.1pct，2020Q3净利率同比变动-0.9/+2.7/+3.6/+16.3pct；净利率变动与毛利率基本一致。

**图表：美股家居企业毛利率变化**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**图表：美股家居企业净利率变化**


# 01

## 家居各环节收入恢复存在差异

### ➤ 运输周期拉长&运费提升

- 2021年Q2航运价格开始走高（2021年10月相较2020年1月涨幅达587%），至2021年10月达到最高，同期洛杉矶港平均停靠时间达20-25天（恢复后为0-5天），美国供应链问题严重。

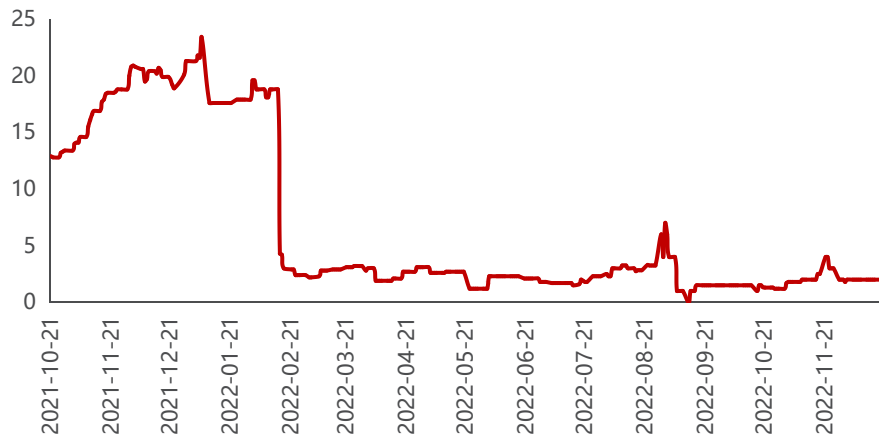
图表：2020年1月至2021年10月航运价格持续上升

—— 波罗的海运费指数:干散货(BDI)



图表：洛杉矶港等待时间明显提升(天)

—— 美国:洛杉矶港:平均锚泊等靠时间



资料来源：Wind，波罗的海航运交易所，Port of Hamburg，民生证券研究院

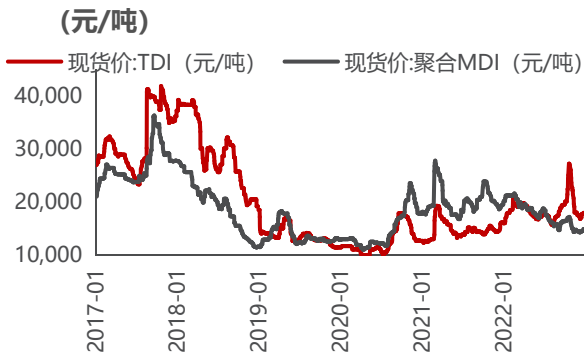
# 01

## 家居各环节收入恢复存在差异

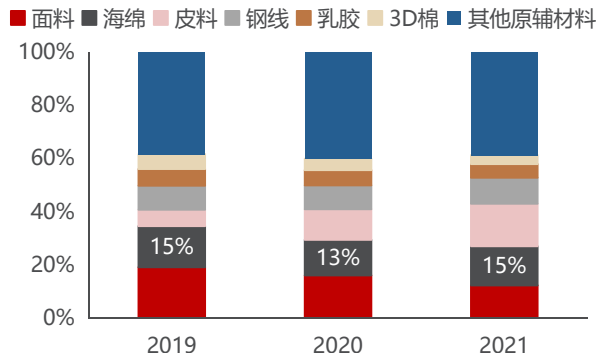
### ➤ 大宗产品价格持续上行

- **TDI、MDI最高涨幅超过100%**：据慕思股份招股书，海绵占软体原材料成本15%左右。2020年4月3日-2022年10月17日，TDI价格从9333元/吨上涨至27167元/吨，上涨幅度达191%；2020年4月8日-2021年2月25日MDI价格从11050元/吨上涨至27625元/吨，上涨幅度达150%。
- **木材价格持续走高**：2020年4月3日-2021年5月7日，木材价格从264美元/板英尺上升至1686美元/板英尺，上涨幅度达539%，且是2005年以来木材价格首次大幅上涨。

图表：美国疫情期间TDI&MDI价格持续上涨



图表：慕思股份各原材料占比 (%)



图表：美国疫情期间木材价格持续上涨 (美元)



资料来源：Wind，商务部，慕思股份招股书，民生证券研究院

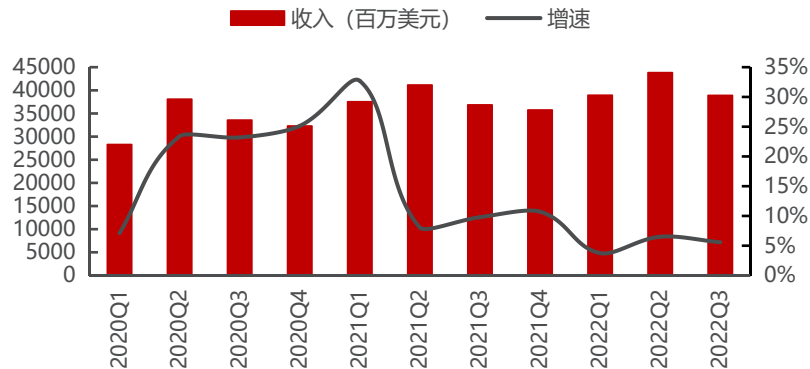
**01**

# 家得宝、乐至宝及泰普尔-丝涟复苏情况对比

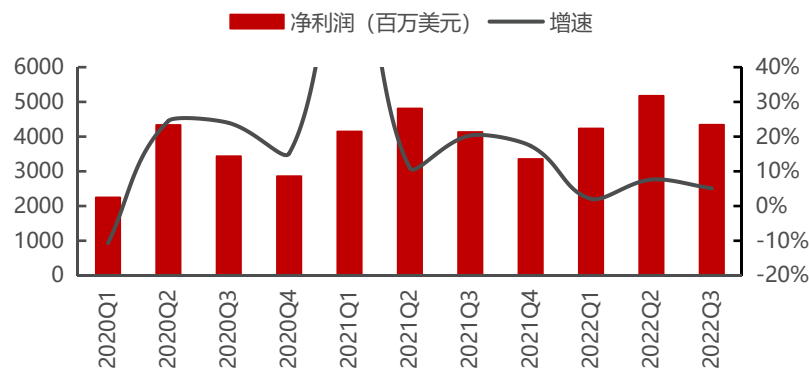
## ➤ 家得宝：零售企业受疫情影响较小，主要受供应链断裂影响

- 2020Q1受开店时间缩短、中国供应链问题影响，供需端均萎缩；同时厨房、浴室、地板等依赖上门服务的品类走弱，收入增速放缓。2020Q2-2021Q1，门店恢复运营、线上收入高增（持续同增80-100%），客单数持续回升，开始稳定增长，受疫情影响较小。2021Q2至今，持续受供应链断裂影响，从各地采购商品的途径断裂，大量缺货，业绩增长缓慢。
- 期间除了2020Q1及2021Q1利润增速受影响较大外，其余各期利润增速较为稳定。

图表：家得宝季度收入及同比增速（%）



图表：家得宝季度利润及同比增速（%）



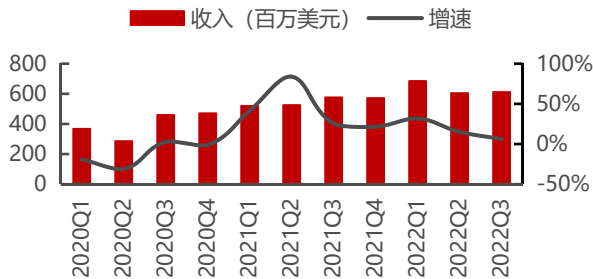
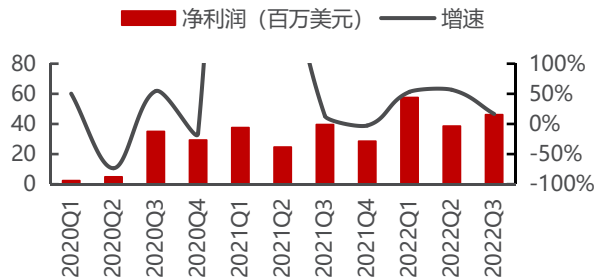
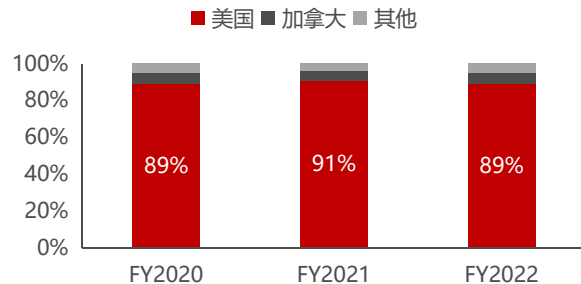
资料来源：Wind，民生证券研究院

**01**

# 家得宝、乐至宝及泰普尔-丝涟复苏情况对比

## ➤ 乐至宝：自产企业疫情前期受影响较大

- 收入方面：**公司在美国和墨西哥各有5个工厂，2020Q1疫情初期由于关店、关厂，收入受影响较大。2020Q2门店、工厂逐步恢复，但由于门店接单和交付之间存在1个月的时间差，20Q2相当于仅2个月业绩。2020Q3-Q4产能陆续恢复，但供应链扰动导致TDI供应不足，订单大量积压，公司通过开新厂等增加产能。2021Q1-2021Q4积压订单持续释放，产能持续回暖，但供应链问题始终存在。
- 利润方面：**2019Q1受终止养老金计划影响利润异常（计提0.33亿美元费用），剔除影响后2020Q1利润同比下滑90%左右，随后逐步合理水平。

**图表：乐至宝季度收入及同比增速 (%)**

**图表：乐至宝季度利润及同比增速 (%)**

**图表：乐至宝分地区收入占比**


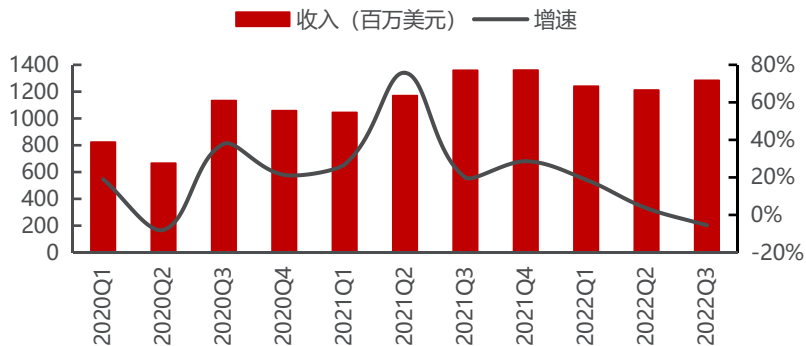
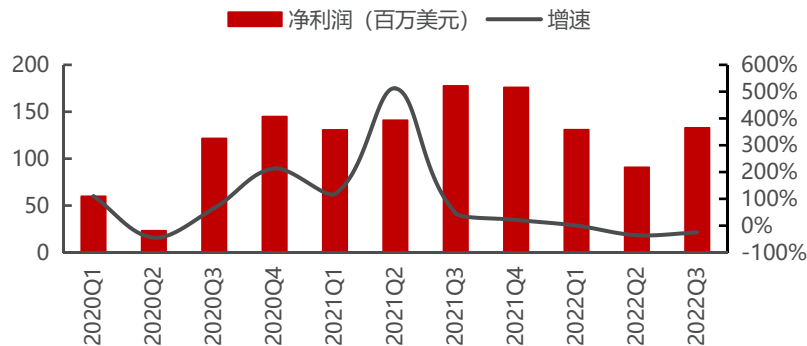
资料来源：Wind，民生证券研究院

**01**

# 家得宝、乐至宝及泰普尔-丝涟复苏情况对比

## ➤ 泰普尔-丝涟:床垫生产人工成本占比低, 地产高景气下恢复迅速

- 收入端**, 2020Q2疫情爆发后, 泰普尔-丝涟收入同比下滑8%, 随后在2020Q3-2021Q4持续高增回暖, 其收入下降幅度明显低于乐至宝, 且恢复速度快于乐至宝一个季度。主要系二者同样作为制造企业, 但床垫生产中人工需求低于沙发, 2021财年乐至宝和泰普尔-丝涟员工数基本一致, 而泰普尔-丝涟收入约为乐至宝的两倍, 对人力需求较低带来泰普尔-丝涟产能恢复快于乐至宝。叠加2020Q3-Q4房地产高增带来的家具高需求, 床垫企业泰普尔-丝涟恢复速度快于沙发企业乐至宝。(二者生产基地均有一半左右位于美国)

**图表: 泰普尔-丝涟季度收入及同比增速 (%)**

**图表: 泰普尔-丝涟季度利润及同比增速 (%)**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

# 01

## 家居板块回顾

- 营收：**2022前三季度定制/软体/家具制造业营收同比+2.0%/+1.3%/-5.5%，22单Q3同比-0.5%/+4.4%/-3.7%。其中：定制类企业中工程占比高的企业收入端承压更为明显；软体企业内部分化取决于出口业务占比。**定制：**1) 疫情：定制家居线下消费场景为主且具有强服务属性，疫情影响流量和订单转化；2) 竣工：单22Q3竣工继续探底，同比下降21.3%，带来定制家居需求量明显下行。**软体：**除去疫情和竣工因素外，受欧美地产周期下行影响，出口占比高的企业收入大幅承压；头部软体企业受益于大家居持续推进叠加渠道持续扩张能力，收入依然保持一定韧性，参考顾家家居虽然外销阶段性承压，但国内销售依然维持稳步增长势头。

图表：国内各板块主要家居企业季度收入同比增速(%)

年份 季度	2019				2020				2021				2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
定制	欧派家居	16%	13%	20%	21%	-35%	7%	18%	25%	131%	39%	30%	21%	26%	13%	6%
	索菲亚	-5%	12%	2%	8%	-36%	-8%	17%	37%	131%	42%	16%	-3%	14%	10%	7%
	志邦家居	5%	13%	17%	44%	-21%	22%	42%	46%	109%	36%	23%	25%	11%	4%	5%
	金牌厨柜	6%	33%	24%	29%	-4%	11%	31%	39%	82%	50%	13%	20%	17%	2%	19%
	皮阿诺	16%	32%	36%	39%	-16%	-2%	10%	4%	92%	49%	-5%	5%	-32%	-32%	-14%
软体	顾家家居	33%	16%	18%	19%	-7%	1%	33%	24%	65%	65%	41%	24%	20%	6%	-9%
	喜临门	-6%	26%	17%	22%	-14%	4%	13%	43%	73%	48%	31%	26%	12%	19%	10%
木门	江山欧派	22%	74%	59%	64%	24%	56%	59%	43%	58%	23%	-8%	-12%	3%	-16%	7%
	红星美凯龙	22%	21%	12%	9%	-28%	-18%	-14%	1%	31%	20%	10%	-12%	1%	-14%	-8%
零售	居然之家	-3%	3%	0%	12%	15%	-30%	4%	1%	39%	112%	37%	19%	-7%	-3%	-1%

资料来源：Wind，民生证券研究院

**01**

# 家居板块回顾

- 利润：**2022前三季度定制/软体归母净利润同比-5.2%/+4.8%，22单Q3同比+1.3%/-3.7%。
 **定制：**1) 原材料价格大幅上行，主要为各类板材及部分五金件，以板材为例，单Q2/单Q3木材价格指数（进口数据）同比+11%/-13%，虽然三季度成本下行，不过考虑企业前期库存储备，预计盈利压力继续延续；2) 头部企业持续增加套餐推广，毛利率相比单独销售更低。
 **软体：**受益于核心原材料TDI&MDI价格下行，叠加海外占比提升，企业毛利率普遍提升，但从净利率方面看，因为开拓渠道带来费用率提升，净利率（剔除梦百合）基本维持稳定。

**图表：国内各板块主要家居企业季度利润同比增速（%）**

年份 季度	2019				2020				2021			2022				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
定制	欧派家居	25%	13%	15%	24%	-210%	9%	29%	33%	340%	30%	15%	-10%	4%	0%	-12%
	索菲亚	4%	7%	2%	34%	-115%	26%	8%	38%	812%	-9%	14%	-247%	-3%	-9%	-3%
	志邦家居	5%	21%	13%	39%	-241%	21%	20%	105%	213%	6%	1%	4%	1%	5%	6%
	金牌厨柜	3%	19%	8%	21%	-66%	9%	40%	30%	588%	-22%	-18%	25%	-31%	46%	1%
	皮阿诺	16%	25%	20%	29%	-74%	4%	14%	43%	795%	36%	-2%	-1315%	-47%	-35%	-28%
软体	顾家家居	10%	23%	18%	20%	4%	2%	21%	-167%	26%	44%	7%	360%	15%	16%	10%
	喜临门	-56%	87%	268%	116%	-331%	-25%	2%	43%	256%	38%	13%	39%	-36%	24%	8%
木门	江山欧派	10%	47%	96%	82%	259%	37%	80%	39%	-12%	48%	-36%	-130%	67%	-58%	-175%
零售	红星美凯龙	11%	-25%	-4%	120%	-70%	-49%	-42%	-100%	84%	43%	-12%	47642%	-3%	-58%	-47%
	居然之家	-33%	90%	440%	61%	-44%	-69%	-62%	-49%	145%	216%	19%	37%	-18%	10%	-19%

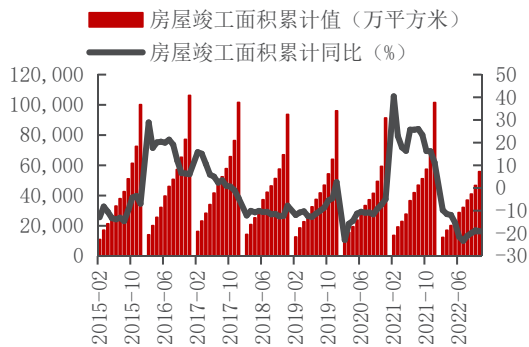
资料来源：Wind，民生证券研究院

# 01 家居板块回顾

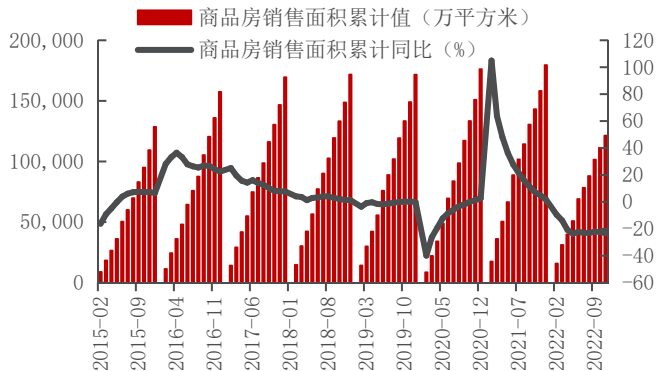
## ➤ 竣工和销售数据正处于筑底区间

- 2022年以来，房屋竣工和销售数据均出现同比下降。2022年起7月保交楼政策密集出台以后，2022年7-11月竣工面积降幅逐月收窄，单月从7月的23.3%降至11月的19.0%；相比而言销售同比依然有约23%的下滑；
- 家居行业与房屋竣工有较高相关性，竣工面积直接影响定制家具（橱柜衣柜木门，硬装阶段）与成品家具（沙发床垫餐桌椅，软装阶段）需求。

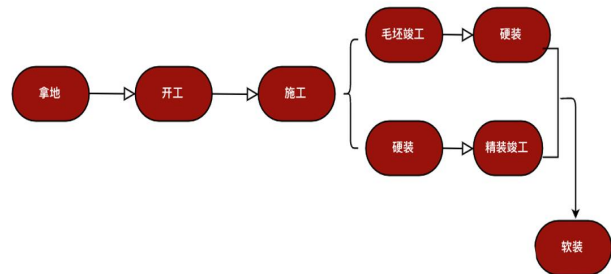
图表：房屋竣工面积（万平米）及同比增速（%）



图表：商品房销售面积（万平米）及同比增速(%)



图表：家具行业零售额与房屋竣工面积有有较高相关性



资料来源：国家统计局，民生证券研究院（注：数据截至2022年11月）

资料来源：国家统计局，民生证券研究院（注：数据截至2022年11月）

资料来源：民生证券研究院整理

## 地产政策底出现，探究家居板块演绎

### ➤ 供给端政策回顾

- 2022年11月以来，地产政策在供给端进行发力，金融十六条支持房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，帮助房企（尤其民营房企）走出流动性困局。

图表：2022年供给端政策整理

日期	政策概要	政策内容
2022/11/8	第二支箭	(1) 交易商协会表示要继续推进并扩大 <b>民企债券融资支持工具</b> ，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，目前已有龙湖、新城、美的置业、万科、金地等房企推进；(2) 中债增表示要加大对民营房企增信服务力度，目前已对龙湖、美的置业、金辉集团首批中票出具发债信用增进函。
2022/11/13	央行十六条	央行&银保监会发布 16 条对房地产行业的支持政策，包括 4 条新表态：(1) 对国有、民营等房企一视同仁，金融机构要合理区分项目子公司与集团控股公司风险；(2) <b>支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期</b> ；(3) 鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求；(4) 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排等。
2022/11/14	预售监管	商业银行可与优质房企开展保函置换预售监管资金业务，置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需资金的30%。
2022/11/23	保交楼	(1) <b>已出台 2000 亿元“保交楼”专项借款</b> ；(2) 央行拟再向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”。
2022/11/23	银企合作	中行、工行、交行、农行、建行等与万科、龙湖等多家房企签署战略合作协议，为其提供意向性授信额度。
2022/11/25	降准	央行拟于22年12月5日下调存款准备金率0.25pct，下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%，共计释放长期资金约5000亿元。
2022/11/28	股权融资重启	<b>证监会决定即日起恢复涉房上市公司并购重组及配套融资</b> ，恢复上市房企和涉房上市公司境内及境外再融资，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金投资存量住宅地产、商业地产、基础设施。
2022/12/21	房企股权融资政策	证监会将大力支持房地产市场平稳发展。 <b>落实好已出台的房企股权融资政策</b> ，允许符合条件的房企“借壳”已上市房企，允许房地产和建筑等密切相关行业上市公司实施涉房重组。要加大力度、加快速度抓好资本市场各项支持政策措施落地见效，助力房地产发展模式转型。全面落实改善优质房企资产负债表计划，继续实施民企债券融资专项支持计划和 <b>支持工具</b> ，更好推进央地合作增信共同支持民营房企发债。加快打造保障性租赁住房REITs板块。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

## 地产政策底出现，探究家居板块演绎

### ➤ 需求端政策回顾

- 2022年需求端政策频率较高，但在居民收入、房价下行以及交付担忧的多重因素下，政策效果受到制约，后续期待2023年需求端政策持续松绑，激发居民需求。

图表：2022年需求端政策整理

时间	会议/部门	房地产相关表态
2022/3/5	政府工作报告	1.继续保障好群众住房需求，坚持房住不炒定位，探索新的发展模式；2.坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设；3.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。
2022/4/29	中央政治局会议	1.坚持房住不炒定位，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；2.优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022/5/15	央行、银保监会	首套普宅房贷利率下限调整为 LPR-20bp，各地自主确定房贷利率加点下限。
2022/7/28	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持房住不炒定位，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。
2022/9/29	央行、银保监会	在2022年底之前，放宽对22年6-8月新建商品住宅价格环比、同比连续下降的城市的利率限制， <b>符合条件的城市可下调或取消当地首套房贷利率下限。</b>
2022/10/16	二十大	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2022/10/26	国务院办公厅	1.给予地方更多自主权，因城施策运用好政策工具箱中的40多项工具，灵活运用阶段性信贷政策， <b>支持刚性和改善性住房需求</b> ；2.认真做好保交楼、防烂尾、稳预期相关工作，用好保交楼专项借款，压实项目实施主体责任，防范发生风险，保持房地产市场平稳健康发展。
2022/10/28	国务院关于金融工作的报告	1.推动房企风险处置，做好金融支持保交楼；2.引导金融机构支持房地产合理融资需求， <b>校正过度避险行为，推动个人住房贷款利率下行，更好满足刚性和改善性住房需求，推动建立房地产发展新模式。</b>
2022/11/11	央行十六条	1. <b>支持个人住房贷款合理需求</b> ；2.稳定房地产开发贷投放，支持开发贷、信托的合理展期，支持优质房企发债，推动财务健康的困难房企增信发债；3.延长房地产贷款集中度管理过渡期安排；4.积极做好“保交楼”金融服务，积极配合做好受困房地产企业风险处置，依法保障住房金融消费者合法权益
2022/11/24	国常会	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。
2022/12/14	中共中央、国务院	促进居住消费健康发展。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，加强房地产市场预期引导，探索新的发展模式，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度， <b>稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制，支持居民合理自住需求</b> ，遏制投资投机性需求，稳地价、稳房价、稳预期。完善住房保障基础性制度和支持政策，以人口净流入的大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给。因地制宜发展共有产权住房。完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。健全住房公积金制度。
2022/12/15	中央经济工作会议	<b>要因城施策，支持刚性和改善性住房需求</b> ，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

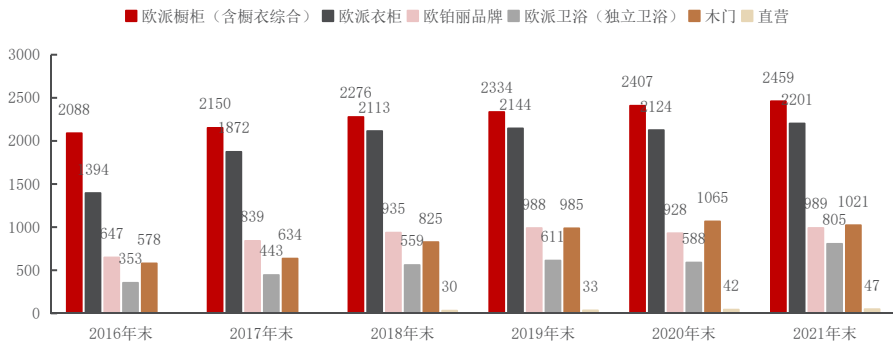
# 01

## 家居企业零售业务

### 多元化渠道布局抢占客流

- 大家居对家居企业提出更高要求，头部企业竞争优势强化。目前定制行业集中度仍较低，大家居产业趋势下，品类增加或将导致品牌商和代理商的供应链效率、运营能力、资金压力提出更高要求。以欧派家居为例，多品类扩张带来门店数量增长，衣柜门店拓店速度最快。
- 传统零售渠道客流在国内精装、整装业务的持续推进下受到冲击，家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。多家定制家居企业都将整装渠道作为发展规划中积极布局的重要方向，由公司总部或各地经销商与各地优质家装公司开展合作，在新的市场环境下拓展客流，抢占市场份额。

图表：欧派家居各品类门店数量（单位：家）



资料来源：欧派家居公司公告，民生证券研究院

图表：欧派零售大家居合作形式

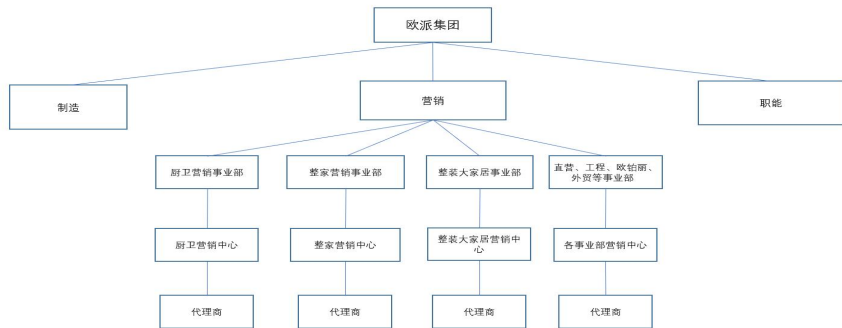
零售大家居	模式内容
1.0模式	在橱衣零售门店进行多品类融合营销
2.0模式	橱衣零售门店加入装修元素
3.0模式	商超店等门店为消费者提供“定制装修一体化”的产品和服务
4.0模式	开设公司（代理商独资或由总部参股），代理商自建整装团队，为消费者提供完整的“定制装修一体化”的解决方案

资料来源：欧派家居公司公告，民生证券研究院

## ➤ 多品类融合带动ARPU值增长

- 家居产品单价相对稳定，ARPU值提升通过多品类融合带动。以欧派橱柜为例，2017-2021年，营收CAGR为8.9%，其中单价/销量的CAGR分别为-1.8%/10.9%；产品单价没有上涨，营收增长驱动力主要是销量增长，反映了目前套餐化销售、多品类融合的趋势。
- 消费者一站式购齐家具产品的需求持续增加，各大家居企业相应推出品类越来越丰富的套餐进行销售。通过整合供应链，与在套餐当中加入更多配套品和家电实现客单值提升。
- 零售渠道通过组织架构调整促进品类融合。欧派家居逐步将橱柜事业部与卫浴事业部合并成厨卫事业部，将衣柜事业部与木门事业部等合并成整家事业部。本次组织架构调整，我们认为体现了公司销售模式进一步向空间化、套系化演变，带来更好的引流效果，更高的转化率，持续提高客单值。

图表：欧派家居组织架构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

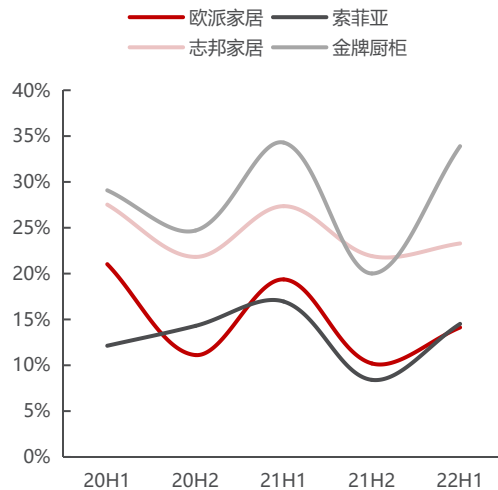
## 定制家居企业工程业务梳理

图表：定制家居企业工程业务梳理

	22H1	2021
欧派家居	实现收入13.69亿元，同比下滑13.77%，占收入比重14%。	<p>顺应市场变化积极调整业务节奏，严控风险，稳中求进。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 发挥多品类研发及制造优势，配合优质战略客户开展多项共研部品配套项目；</li> <li>2) 全面渗透精装后加载业务，从精装材料供应商向精装整装服务商转型；</li> <li>3) 深耕各地人才安居房、保障房、老旧小区改造及雄安新区等地国家重点工程。</li> </ol> <p>实现收入36.73亿元，同增36.92%，占收入比重18%。</p>
索菲亚	已与上百家工程客户合作，与众多大型地产商达成建立战略合作关系，承接地产、酒店、医院、学校、企事业单位等样板房及工程批量项目	2021年专职团队已逾1600人。
志邦家居	实现收入6.94亿元，同比下滑4.79%。其中索菲亚品牌大宗业务收入4.49亿元，同比下滑14.77%；司米品牌大宗业务收入2.46亿元，同比增长21.14%，占收入比重15%。	<p>注重开拓支付能力有保障的工程客户，同步做好风控，做好应收账款追缴以及应收票据风险管理。2021年，公司大宗业务渠道收入（含衣柜、橱柜、木门及其他）达16.04亿元，同比增长6.64%，占收入比重15%。</p> <p>大力巩固拓展与优质战略地产客户的合作，全面开发国企客户；大力拓展优质战略合作地产客户，重新梳理客户分类，加强应收款管理。</p> <p>培育与激活工程业务新增长点，积极探索适老公寓、企事业公寓、人才公寓、工程高等工程产品研发和市场拓展，开发配套产品。</p> <p>截至2021年末，百强地产客户占比已达34%。</p> <p>实现收入4.74亿元，同比下滑9.15%，占收入比重23%。</p> <p>实现营收16.51亿元，同增40.59%，占收入比重32%。</p>
金牌厨柜	在强化风险管理的基础上，加大优质地产客户资源的获取，优化客户结构，强化与央企、地方国企及优质民企的战略合作。	2021年与45家百强房地产企业签订战略采购协议，并连续十年蝉联“中国房地产500强首选厨柜品牌”。同时，依托厨柜品类的品牌、资源优势，加快衣柜、木门等品类的拓展，逐步构建新的增长动力。报告期内公司大宗渠道实现营业收入11.45亿元，同比增长28.22%，占收入比重33%。
箭牌家居	依托厨柜品类的品牌、资源优势，加快衣柜、木门等品类的拓展。	

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：各企业大宗业务收入占比(%)

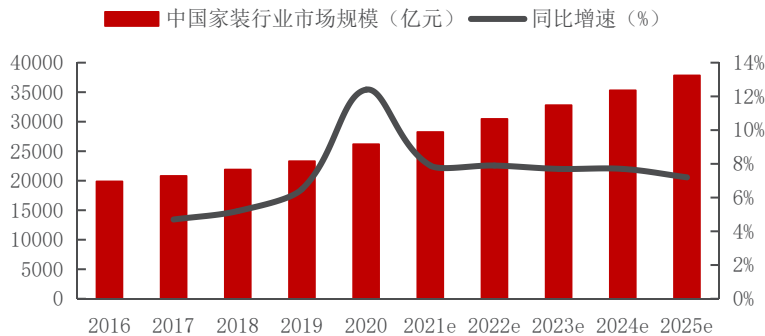


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 家装行业市场格局

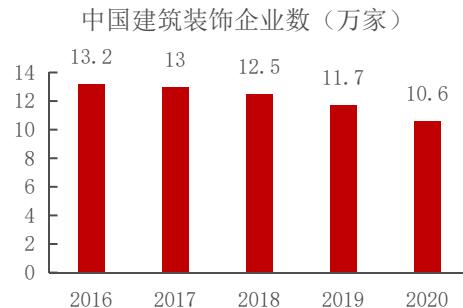
- **家装行业产值巨大但行业集中度低，企业数量逐年减少。** 中国家装行业空间广阔增速平稳，2020年行业市场规模达26,163亿元，同比增长12.4%，2016年-2020年CAGR为7.1%。根据艾瑞咨询预测，预计2021年家装行业2.8万亿，龙头家装企业市占率不足1%，低资质家装企业逐步退出市场。
- 随着存量需求的不断释放和全装配政策的激励，艾瑞咨询预测，2025年家装行业市场规模预计将达到37,817亿，2021年-2025年预计CAGR为7.6%。
- 家装行业市场分布有区域性特点，根据艾瑞咨询预测，2020年家装行业市场中，连锁型装企占比约10%，区域型家装公司占比约60-70%，游击队占比约20-30%。传统家装市场工程属性重，建材和人工偏向就地取材，对本地公司依赖程度较高。

图表：中国家装行业市场规模（亿元）



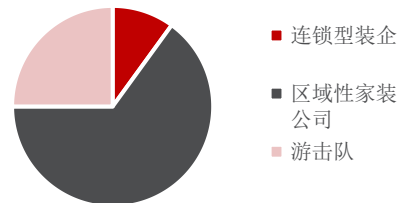
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：中国建筑装饰企业数（万家）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：2020年家装行业市场格局（%）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

## ➤ 家居企业整装业务布局

- 家居企业行业红利期已过，整装业务可以在激烈竞争的背景下抢占更多流量，扩大渠道布局广度，提高市占率。与家装公司相比，家居企业在产品制造和供应链整合方面更有优势，对产品的把控力更强，近年来家居企业开始布局整装业务。

图表：家居企业整装模式梳理（截至2022H1）

企业名称	家居企业整装模式梳理（2022H1）
欧派家居	1) 橱柜整装零售全新新品首发，零售店面全面升级，打造1号店工程，提升品牌形象的同时兼具业务营销能力升级，推动全国超4000家装企全面合作。 2) 2022年6月6日，原整装大家居“星之家”品牌焕新为“铂尼思”，实现了品牌、业务模式、产品的全面升级。 3) 公司通过机制设计等强化、引导欧派零售经销商与当地家装、整装渠道公司进行业务合作，推动零售和整装经销商携手激活当地市场的定制家居产品消费，一起努力完成欧派对当地家居市场的销售拓展，提升欧派品牌整体占有率。
索菲亚	1) 2022H1索菲亚品牌整装收入 3.26 亿元（同比增长 176.54%）；司米品牌整装收入 0.30 亿元（同比增长 119.27%）；华鹤品牌整装收入 0.05 亿元（同比增长 42.92%）。 2) 发力整装家装渠道，联袂实力强的全国性和区域性装企，推出渠道专属产品与价格体系，并推动经销商与地方装企、设计工作室合作。
尚品宅配	1) 2022H1整装业务实现营收2.03亿元。 2) 在2C消费者业务领域，公司推出 BIM 整装模式，即实现软硬一体设计、销售，实现软硬一体的数字化、信息化，致力于为消费者提供全屋整装、全屋定制、全屋配套等一体化服务；在2B产业互联网领域，HOMKOO 整装业务赋能家装行业，打造家装行业互赢共生的新业态，帮助中小家装企业拓展全屋整装业务能力、实现服务模式升级，共同为终端消费者服务，从而打造国内领先的家居产业互联网平台。
志邦家居	1) 公司与全国性大型整装公司合作，由公司负责提供产品及营销支持，家装公司提供整体家装设计及落地施工服务，共同为其全国客户提供定制产品和服务；经销商与区域性整装公司的合作，为整装公司客户提供定制产品及服务。 2) 发布“超级邦”装企服务战略，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，为下一轮整家模式竞争做好必要准备。
金牌厨柜	通过升级原有家装、整装业务模式，积极推动零售经销商与各地客户资源、交付能力、品牌力较强的头部装企开展业务合作。同时加快家装、整装招商建店，深度参与合作网点运营，推动业务增长。 子公司桔家云整装22H1营收811万元，21年同期营收282万元。
顾家家居	22年5月举办“新价值链整装”模式及招商发布会，与圣都家装全面合作启动。产品上，顾家星选（定制+软体家具）与圣都家装全面合作；渠道上，圣都家装全力支持顾家星选展厅入驻全国分店，据悉，顾家在圣都家装杭州800㎡的顾家星选展厅已率先起航；营销上，双方将携手打造“冠军联盟”，顾家星选亚运床垫圣都专供。

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

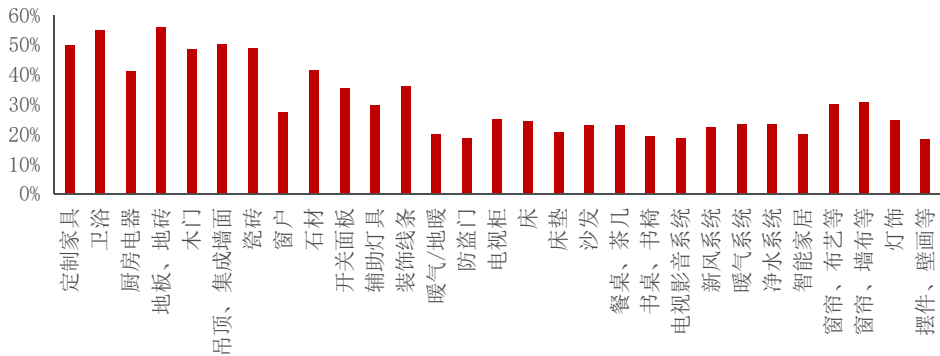
# 01

## 家居企业整装业务

### ➤ 家居企业更好对家装公司产品赋能

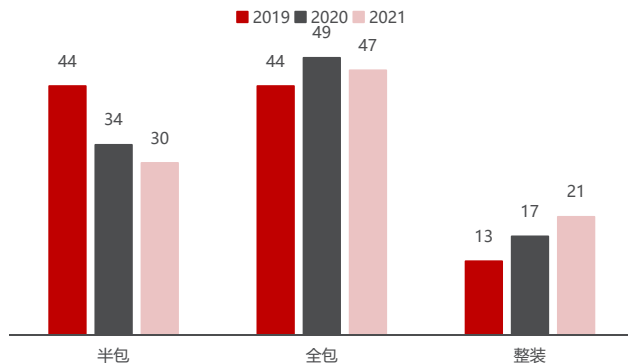
- 近年来消费者对整装这种家装业务接受度越来越高，选择整装的消费者比例从13%（2019年）上升至21%（2021年）。部分消费者希望装修公司在完成硬装的同时，也提供定制家具（50%）、卫浴（55%）、木门（48%）、床垫（21%）、沙发（23%）。家装公司在家装套餐中融入更多家居产品，让消费者在整装模式下享受一站式采购的便利性，全屋装饰风格的统一性，以及装修售后的便捷。
- 家居企业在总部层面与全国连锁装企开展战略合作，并鼓励经销商与地方装企进行套餐合作。在产品方面推出整装系列产品，更好地融入装企家装套餐的同时，也与零售产品进行区隔，进一步延伸业务。

图表：消费者希望装修公司提供的材料（2021年数据）



资料来源：中装协住宅产业分会，民生证券研究院

图表：选择整装的消费者比例逐年增加 (%)



资料来源：中装协住宅产业分会，民生证券研究院

## 总结：短期看工程业务逐步修复，中期看零售业务和工程业务放量

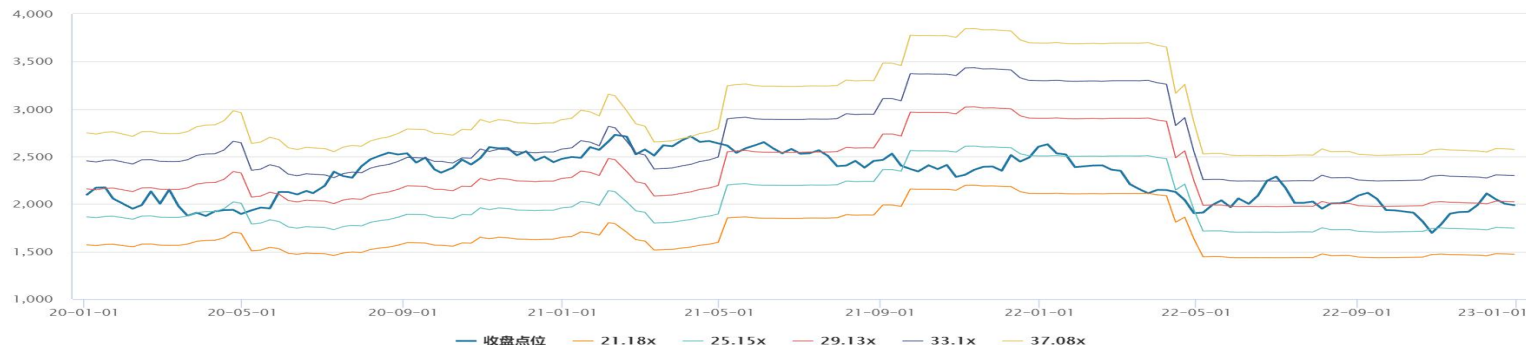
本轮地产周期影响因素较多，目前更多看到供给端出现积极变化（例如保交付、保证优质房企再融资需求），不过从需求侧看，如杭州、南京等城市陆续发布二套房的松动政策，能否实际传导到销售端仍需要观察；展望2023，从地产斜率上看我们认为无论从竣工或销售端难有大幅下行空间（2022年11月地产竣工/销售同比下滑19%/23%），伴随政策持续发力，地产数据存在超预期可能；就家居行业而言，胜率方面：目前板块业绩增速和估值均处于历史偏底部位置，如欧派家居、索菲亚、志邦家居等利润增速降至近10年以来低位；同时估值亦处于26%分位水平，市值难有持续向下空间；就赔率而言，2023年若地产出现边际改善，板块料存在双击机会；同时从中长期看，考虑行业处于大赛道小公司，头部企业如欧派家居市占率也不足10%，且在地产景气下行背景下，头部企业凭借强供应链整合和渠道扩张能力，收入和利润端呈现更强韧性，继续看好2023板块行情。

（1）定制家居方面，**欧派家居**依靠整家模式以及整装渠道，基于家庭空间打造大家居业务，通过组织架构调整，即构建厨卫营销事业部（橱柜&卫浴）和整家事业部（软体&木门等），分别由张秀珠（此前分管整装大家居事业部）和刘顺平（此前分管集成家居营销事业部）担任总经理，推动全品类融合。**索菲亚**旗下司米和华鹤业务的战略调整渐进尾声，明确基于多品牌打造大家居战略，借助品牌内部的研究、营销、渠道等维度协同，推动市场份额稳步提升。

（2）软体家居方面，**顾家家居**推动“1+N+X”战略，大店和综合店占比持续提升，同时加速软体+定制一体化模式，带动ARPU值持续提升；**喜临门**通过线下持续开店，加速下沉市场覆盖，线上保持高速增长，实现市场份额快速提升；看好**慕思股份**通过强大品牌力实现渠道快速开拓，通过沙发业务和定制业务布局，进入加速成长期。

# 家居板块盈利预测

图表：家居板块PETTM，纵轴为收盘点位



图表：家居行业重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603833.SH	欧派家居	121.53	4.38	4.55	4.92	28	27	25	推荐
603816.SH	顾家家居	42.71	2.03	2.38	2.70	21	18	16	推荐
001322.SZ	箭牌家居	15.20	0.60	0.69	0.87	26	22	18	推荐
603008.SH	喜临门	28.55	1.44	1.84	2.39	20	15	12	推荐
001323.SZ	慕思股份	33.12	1.72	1.97	2.21	19	17	15	推荐
603801.SH	志邦家居	26.88	1.62	1.78	2.07	17	15	13	推荐
603180.SH	金牌厨柜	28.67	2.19	2.40	2.73	13	12	10	推荐
603208.SH	江山欧派	61.40	1.88	0.78	2.80	32	78	22	推荐
002572.SZ	索菲亚	18.16	0.13	1.36	1.62	165	13	11	-

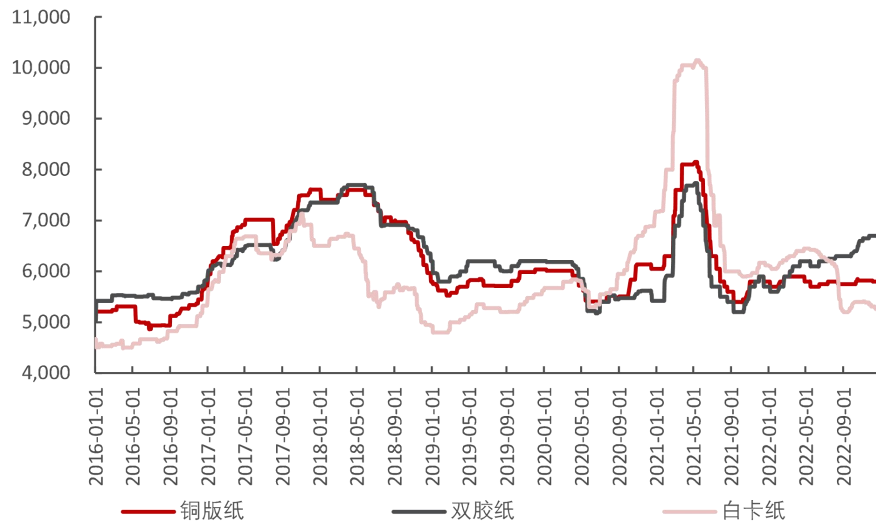
资料来源：wind, 民生证券研究院预测 (注：股价为2022年12月30日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期)

# 造纸：国内外周期分 02. 化，造纸盈利进入扩 张区间

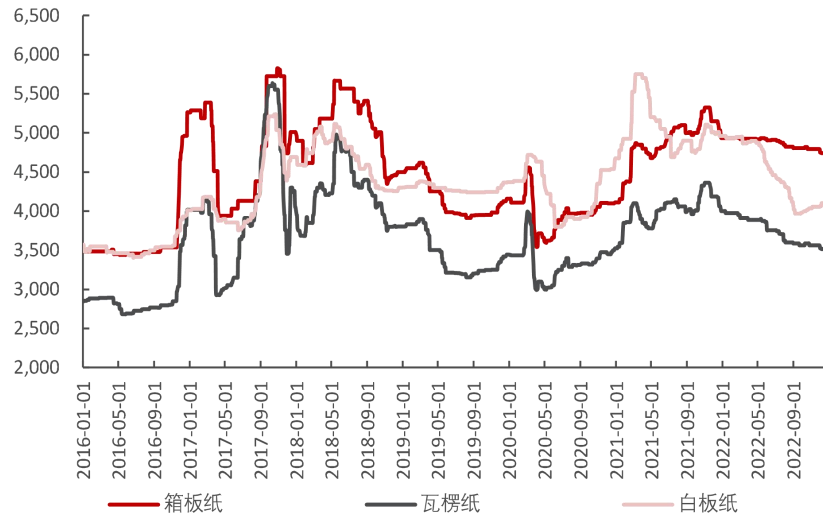
## 02 回顾：成本高企背景下，各纸品价格处历史中枢位置

- ▶ 截至2022年12月30日，铜版纸/双胶纸/白卡纸吨价格为5800/6650/5210元，相比年初变动0%/+16.7%/-14.6%，分别位于2016年以来的38%/77%/24%分位；箱板纸/瓦楞纸/白板纸吨价格为4742/3519/4102元，相比年初变动-3.9%/-12.0%/-17.3%，分别位于2016年以来的56%/41%/32%分位。

图表：木浆系价格变化（元/吨）



图表：废纸系价格变化（元/吨）

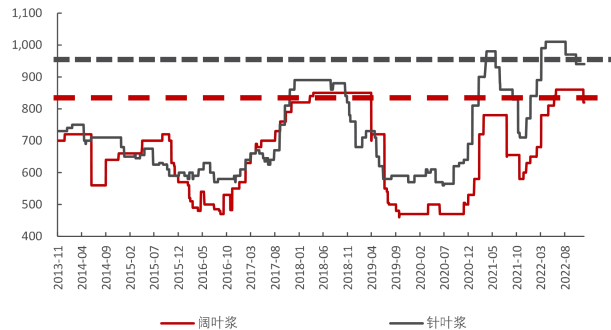


资料来源：wind，民生证券研究院

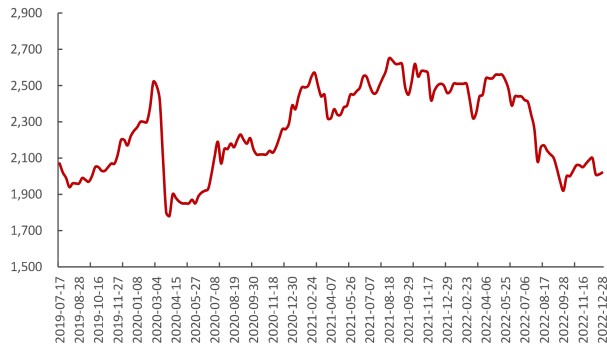
## 回顾：浆价处于历史高位，废纸价格偏低

- 浆价处于历史绝对高位：截至2022年12月19日，外盘阔叶浆/针叶浆报价820/940美元/吨，分别较年初上涨30%/22%，分别位于2016年以来的79.2%/90.2%分位。同时我们也发现Arauco以及UPM产能释放在即，浆价在年末出现松动。
- 内外废价格相对承压。截至2022年12月28日，国废/美废吨价格为2020元/340美元，较年初分别下滑18.2%/26.9%。国废价格为2019年以来17.8%分位。

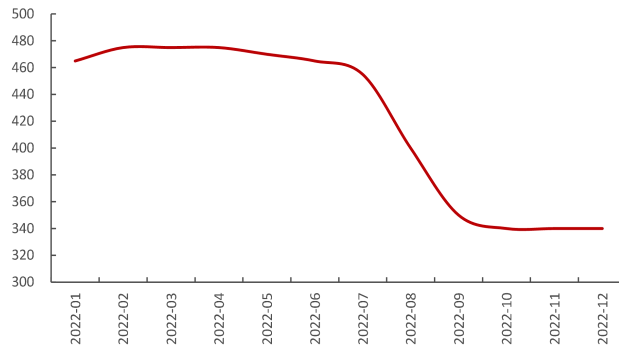
图表：浆价变化（美元/吨）



图表：国废价格（元/吨）



图表：美废价格（美元/吨）



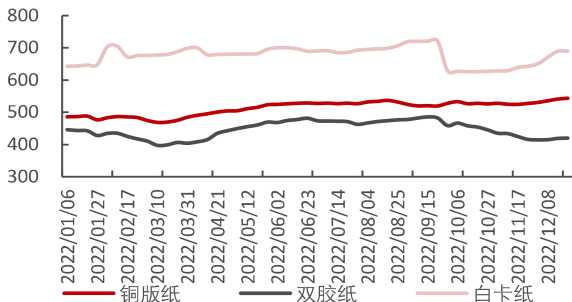
资料来源：wind，纸业联讯，民生证券研究院

# 02

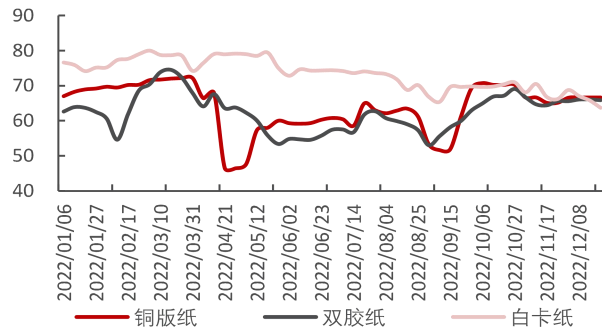
## 回顾：需求不振，行业开工率和盈利均处于低位

截至2022年12月22日，铜版纸/双胶纸/白卡纸库存为54/42/69万吨，较年初变动+12%/-6%/+7%，开工率为67%/66%/64%，表观消费量为28/67/70万吨（截至22/11/30）。白板纸/箱板纸/瓦楞纸库存为74/120/48万吨，较年初变动+45%/+9%/-4%，开工率54%/55%/54%，表观消费量48/253/199万吨（截至22/11/30）。

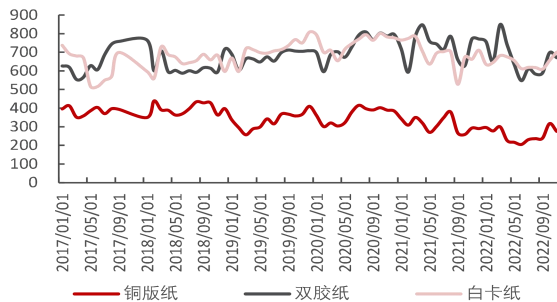
图表：木浆系库存（千吨）



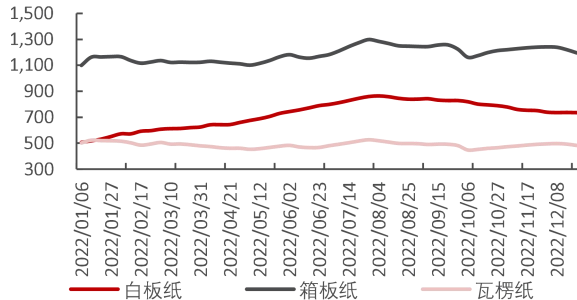
图表：木浆系开工率（%）



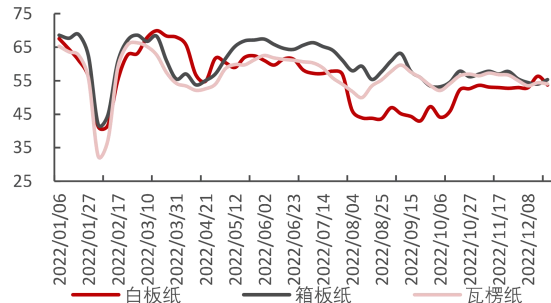
图表：木浆系表观消费量（千吨）



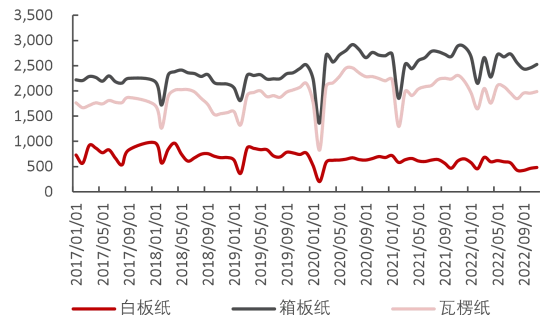
图表：废纸系库存（千吨）



图表：废纸系开工率（%）



图表：废纸系表观消费量（千吨）



资料来源：wind, 卓创资讯, 民生证券研究院

# 02

## 回顾：2022年木浆纸投产情况

- 根据纸业联讯数据，2022年箱板瓦楞纸/白纸板/文化用纸新投产能为175/75/105万吨，纸浆投放80万吨；就上市公司而言，博汇纸业投放45万吨文化用纸；玖龙投放60万吨箱板瓦楞纸，20万吨吨化机浆和60万吨木纤维；山鹰投放115万吨箱板瓦楞纸。
- 就2023-2024年看，预计箱板瓦楞纸/白纸板/文化用纸/纸浆仍有1407/1294/532/1269万吨计划投产；不过考虑目前行业景气度处于相对较低水平，预计实际投放或需要打折扣。

图表：2022年白纸板已投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
江苏金田有限公司	白板纸	30	江苏盐城
江苏凯盛纸业业有限公司	白板纸	15	江苏宿迁
山东德州泰鼎	白卡	30	山东德州

图表：2022年白纸板尚未投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
亚太森博纸业	白卡纸	200	广西铁山港
广西金桂浆纸业业有限公司	高档涂布白卡	90	广西
亚太森博纸业	白卡纸	100	江苏南通
晨鸣纸业	白卡纸、灰底白板纸	294	湖北黄冈
仙鹤股份	食品卡	30	浙江
仙鹤股份	食品卡	80	广西
江苏博汇	高档包装纸	100	江苏
玖龙纸业 (广西) 浆纸基地项目	白卡纸	120	广西北海
理文	白卡	160	广西
五洲特纸	液包白卡	20	浙江衢州
广西金桂浆纸业业有限公司	高档涂布白卡	100	广西

资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

图表：2022年文化用纸已投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
亚太森博	文化纸	45	广东江门
山东博汇纸业	未涂布纸	45	山东淄博
岳阳林纸 (租赁)	未涂布纸	15	山东高唐

图表：2022年文化用纸尚未投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
岳阳林纸	文化纸	70	湖南岳阳
	文化纸	45	山东日照
亚太森博	文化纸	45	广东江门
	高档办公用纸	100	江苏如皋
联盛纸业	文化纸	60	福建漳浦县赤湖镇
晨鸣纸业	文化纸	53	湖北黄冈
	文化纸	55	广西北海
玖龙纸业	文化纸/包装纸	50	湖北咸宁
仙鹤纸业	文化纸	53.5	湖北石首

## 回顾：2022年度废纸系投产情况

图表：2022年箱板瓦楞纸已投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
山鹰国际	包装纸	65	广东
玖龙纸业	箱板瓦楞纸	60	湖北
山鹰国际	箱板纸	50	广东

图表：2022年箱板瓦楞纸尚未投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
山鹰国际	包装纸	70	湖北
山东博汇纸业	石膏护面纸	50	山东
湖北金凤凰纸业	纱管纸	10	湖北
山鹰国际	高档包装纸	100	江西
山鹰国际	绿色环保高档包装纸	77	浙江
山鹰国际	瓦楞纸	30	吉林
山鹰国际	箱板纸	40	吉林
山鹰国际	瓦楞纸	30	吉林
山鹰国际	包装纸	120	湖北
玖龙纸业	高档牛卡纸	60	湖北
玖龙纸业	高档牛卡纸	60	湖北
玖龙纸业	瓦楞纸	60	湖北
玖龙纸业	白面牛卡	45	广西
玖龙纸业	高档牛卡纸	80	广西
玖龙纸业	高档牛卡纸	30	广西
玖龙纸业	高档牛卡纸	65	沈阳
金凤凰纸业	箱板瓦楞纸	70	湖北
广西太阳纸业	包装纸	100	广西
山鹰国际	箱板瓦楞纸	100	浙江
山鹰国际	包装纸	210	福建

资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

## 回顾：2022年纸浆投产情况

图表：2022年纸浆已投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
玖龙纸业	化机浆	20	重庆
玖龙纸业	本色木纤维	30	东莞
玖龙纸业	漂白木纤维	30	东莞

图表：2022年纸浆尚未投产项目

厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点	厂家	项目内容	产能 (万吨)	地点
广西太阳纸业股份有限公司	半化学浆	41	广西北海	山鹰纸业	秸秆半化学浆	40	吉林
广西太阳纸业股份有限公司	本色针叶浆	20	广西北海	山鹰纸业	竹纤维	10	浙江平湖
太阳纸业	本色化学木浆	50	广西南宁	山鹰纸业	秸秆热磨纤维	10	安徽宿州
中顺洁柔	竹浆	31	四川达州	山鹰纸业	木片热磨纤维	30	安徽宿州
博汇纸业	化机浆	20	山东淄博	晨鸣纸业	机械浆	105	湖北黄冈
岳阳林纸	化机浆	20	湖南岳阳	晨鸣纸业	漂针浆	30	山东寿光
玖龙纸业	化学木浆	30	湖北荆州	仙鹤股份	化学浆	100	广西来宾
玖龙纸业	半化学木浆	30	湖北荆州	仙鹤股份	化学机械浆	50	广西来宾
玖龙纸业	化学木浆	62	辽宁	仙鹤股份	漂白化学机械浆	10	湖北
玖龙纸业	本色浆	50	广西北海	仙鹤股份	芦苇基浆类纤维材料	10	湖北
玖龙纸业	化学机械浆	140	广西北海	仙鹤股份	化学浆类材料	40	山东莱州
玖龙纸业	化机浆	30	重庆	五洲特纸	化学浆	150	湖北武穴
山鹰纸业	化学木浆	60	吉林	五洲特纸	机制浆	100	湖北武穴

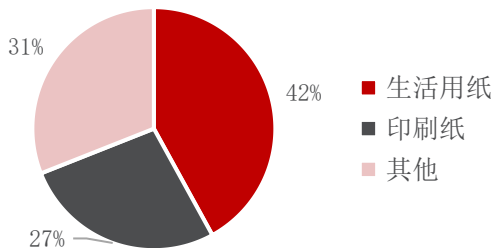
资料来源：纸业联讯，民生证券研究院

## 02 回顾：前期全球供需错配，纸浆价格处于历史高位

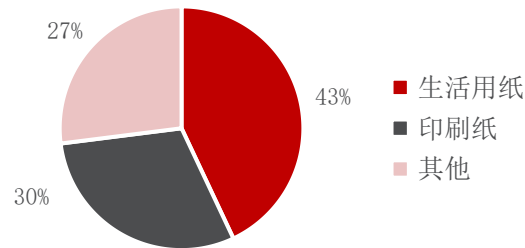
### ➤ 分类目：木浆下游以消费品为主，跟全球消费景气度挂钩

- 2019年我国针叶浆/阔叶浆下游需求中生活用纸分别占比42%/43%。相比于其他周期品，造纸整体需求直接或间接锚定消费：除了生活纸直接面向消费外，2021年瓦楞纸下游前五名分别是电子/饮料/食品/日化/快递，分别占比为26%/21%/20%/13%/13%；2020年双铜纸下游需求主要来自画册、单页和教材教辅，合计占比为56%。

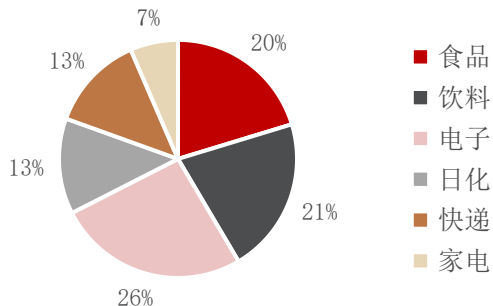
图表：2019年中国针叶浆下游需求（%）



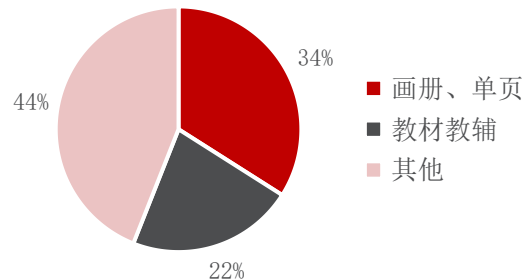
图表：2019年中国阔叶浆下游需求（%）



图表：2021年瓦楞纸箱需求（%）



图表：2020年双铜纸下游需求（%）



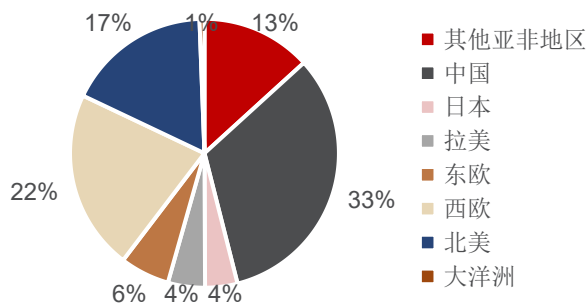
资料来源：纸引未来，前瞻产业研究院，华经产业研究院，民生证券研究院

## 02 回顾：前期全球供需错配，纸浆价格处于历史高位

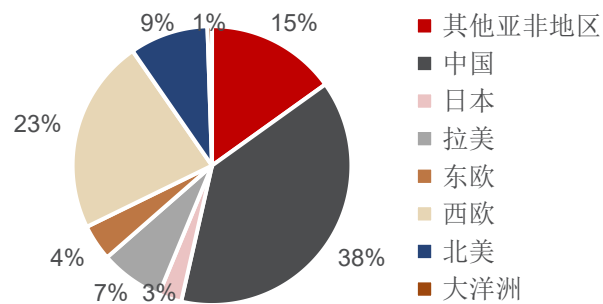
### ➤ 分国别：纸浆是全球性商品，中国需求占比仅35%左右

- 2021年中国商品针叶浆/阔叶浆需求分别为818.9/1397.4万吨，占全球商品针叶浆/阔叶浆需求的33%/38%，是全球最大的商品纸浆需求国。除了中国外，如西欧/北美对商品纸浆亦有较大需求，分别商品针叶浆和阔叶浆总需求的22%/17%和23%/9%。纸浆作为全球需求的大宗商品，且下游需求和经济紧密相关，我们看到浆价和全球PMI存在明显关联关系。

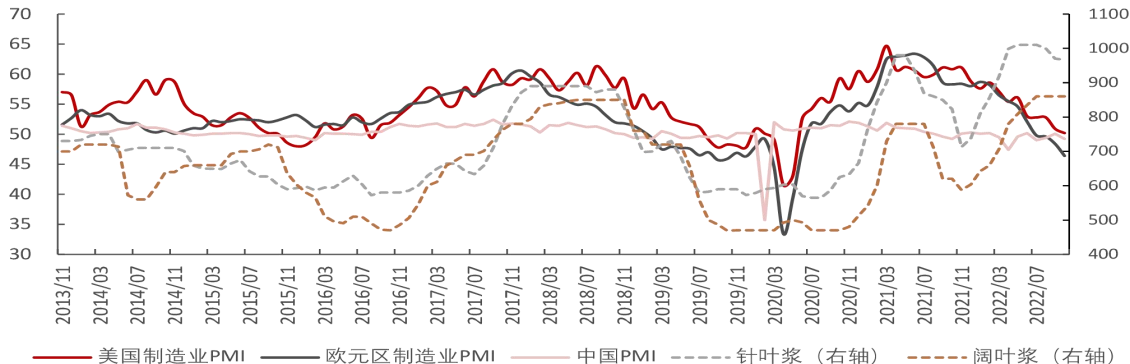
图表：2021年全球商品针叶浆需求情况 (%)



图表：2021年全球商品阔叶浆需求情况 (%)



图表：浆价与全球PMI指数变化趋势相同 (右轴单位：美元/吨)



资料来源：Hawkins Wright《全球纸浆供应与中国需求格局的分化与重构》，wind，中纸在线，国家统计局，民生证券研究院

## 02 回顾：海外疫后复苏叠加流动性宽松，纸浆需求阶段性向好

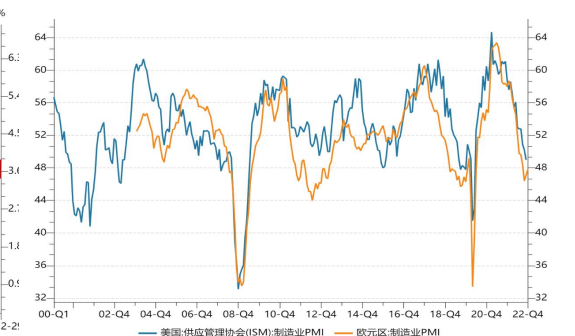
### ➤ 欧美疫后复苏叠加经济刺激，需求高景气；中国市场相对稳定

- 1) 欧美市场放开带来线下消费景气上行：2022H1欧美疫情管控放开，前期疫情对需求的压制逐步消除。2) 欧美政府加大政策补贴 3) 海外流动性进入宽松周期，如10年期美债收益率在2020-2021年持续处于2000年以来低位，受此推动，欧美需求持续上行并推动PMI处于高位。
- 国内市场虽受疫情影响阶段性承压，不过受益于出口高景气，2022年国内PMI维持在50分位线上下波动；国内纸浆需求维持相对稳定水平。

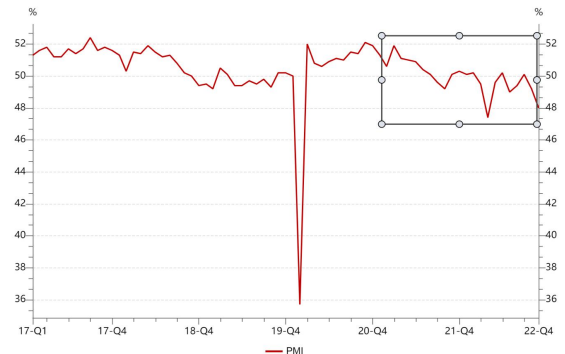
图表：2020-2021年美国货币政策宽松，刺激需求



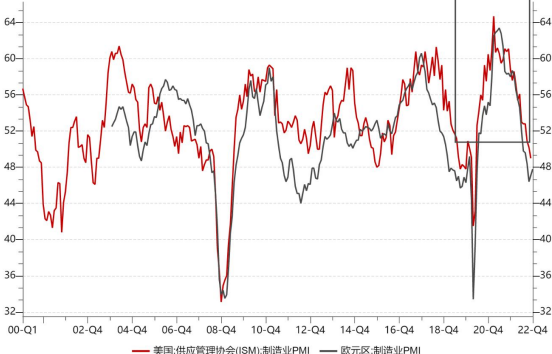
图表：美国/欧元区制造业PMI：20Q4-22Q4处于较高水平



图表：2021年以来中国PMI窄幅波动



图表：工业企业出口交货值当月同比(%)



资料来源：wind，民生证券研究院

## 回顾：新产能投建不及预期带来行业被动补库

### ➤ 2020-2021年行业无大型产能投产，多因素影响纸浆产能释放

- **针叶浆：**加拿大受到极端天气影响，国家铁路运输产生中断，2022年1-8月加拿大出口中国的针叶浆累计同比下降25.2%；芬兰工人罢工不断延长，原定于2022年4月新投放的120万吨针叶浆产能临时取消；俄罗斯受俄乌冲突影响，在22年7月停止了对中国的针叶浆出口。
- **阔叶浆：**Arauco MAPA项目因疫情及智利卡车司机罢工三次推迟投产，UPM乌拉圭生产基地也因疫情推迟到12月中旬试运行，两公司合计影响366万吨阔叶浆产能。
- **库存：**预期纸浆产线即将投产，库存量下降。从2021年欧洲漂针木浆库存量一路向下，截至2022年10月库存量为24.5万吨，相比前期高点（2020Q4）下降11.7%，主因市场预期Arauco新产能落地在即，主动降低库存储备。

资料来源：wind，腾讯新闻等公开渠道，民生证券研究院

图表：各国针叶浆产能减少情况

区域	影响产能	减产原因
加拿大	2022年8月加拿大针叶浆出口中国同比减少13.4%	受到极端天气的影响，加拿大物流效率降低，部门工厂被迫减产。
芬兰	原预期新增120万吨取消	工人罢工延长到5月14号
俄罗斯	占出口中国针叶浆比例超过10%，停机检修时间明显增强	俄乌冲突影响，部分产能受到制裁而生产受限

图表：部分阔叶浆产能受影响情况

区域	影响产能	投产低预期原因
智利	156万吨	受到疫情以及智利卡车司机罢工影响
乌拉圭	210万吨	受到疫情影响投产周期不及预期

图表：欧洲漂针木浆库存量（单位：吨）

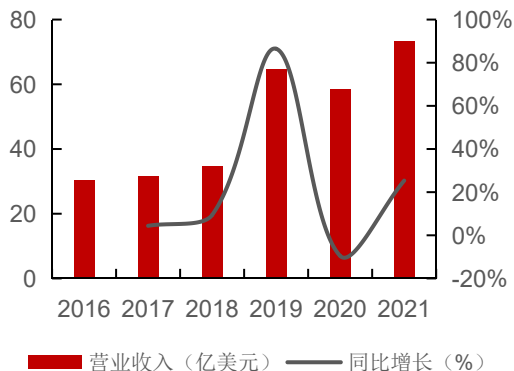


## 回顾：浆价处历史高位，浆企盈利高企

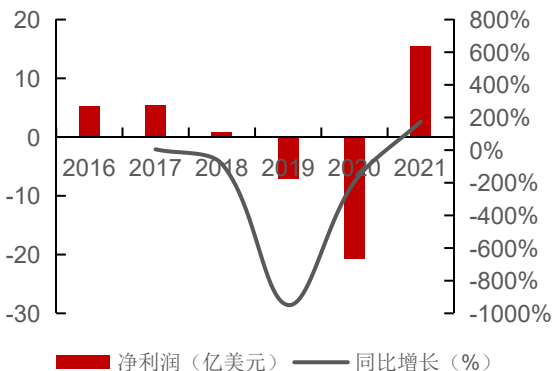
### ➤ 供给紧张背景下，纸浆企业盈利水平达到历史高位

- 以全球最大浆企之一Suzano为例，公司自2019年合并鸚鵡纸浆（Fibria）后纸浆产能超过1000万吨，纸张产能为140万吨。2021年公司营业收入/归属净利润为73.48/15.47亿美元，净利润处于过去20年以来最高点；2022H1公司净利润更是达到20亿美元，高于历史任何一年的全年利润，年化ROE为107%。高额盈利下，我们看到全球纸浆正快速立项，不过考虑产能从立项到达产需要两年时间，故目前尚无新产能释放。

图表：SUZANO营业收入(亿美元)



图表：SUZANO净利润(亿美元)



图表：全球商品浆产能计划表

地区	公司	品种	预计投产时间	产能 (万吨)
智利	Arauco	阔叶浆	2022Q4	156
乌拉圭	UPM	阔叶浆	2023Q1	210
芬兰	Metsa	阔叶浆&针叶浆	2023Q3	150
巴西	Suzano	阔叶浆	2024H2	230
巴拉圭	Paracel	阔叶浆	2024年底-2025年初	180
巴西	Arauco	阔叶浆	2028年初	250

资料来源：《纸业网》、《纸视界》、UPM官网、《纸箱微视界》、《生活用纸杂志》、《中国纸业传媒》，民生证券研究院整理

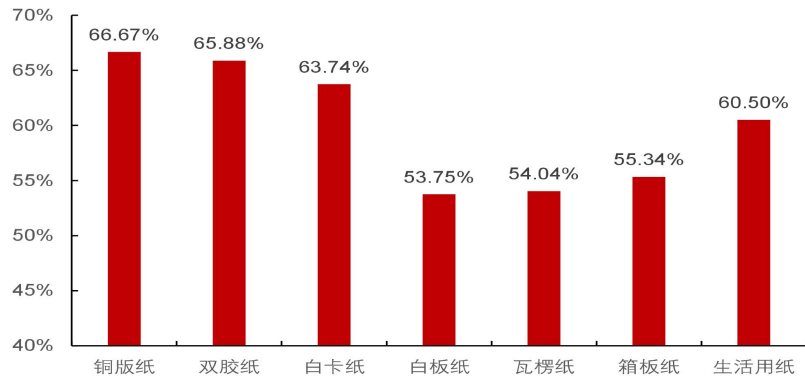
资料来源：suzano公司公告，民生证券研究院

## 02 展望：纸浆价格下行，市场流动性增加，纸企或普遍受益

### ➤ 纸价：国内需求触底回升，需求上行&供给投放相对有限

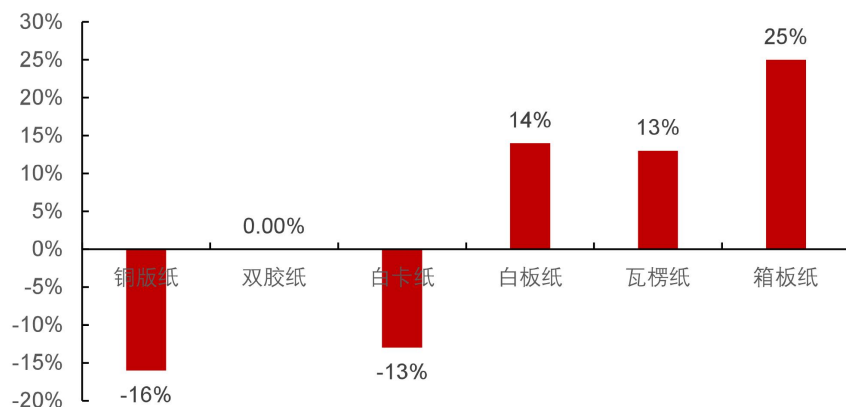
- 现状：行业处于新一轮产能投放尾声，行业开工率处于低位，纸价和纸品盈利处于历史低位，行业库存相对较低；
- 2023年景气演绎：V型走势：1) 23Q1行业或需求继续往下，国内受到疫情放开冲击，海外渐进衰退周期预计需求逐步偏弱；考虑到目前部分企业已处于盈利能力低点，预计利润率难有下行空间；2) 23Q2后逐步恢复，伴随内需走强，海外流动性逐步宽松，需求或企稳上行，考虑目前行业库存处于相对较低水平（下游以刚需采购为主），且纸企和经销商存在长达一年多时间盈利低位，行业集中度处于高位，或有提价机会。从供需看，依然处于弱平衡，较难出现较大提价弹性；

图表：截至2022年12月22日纸品开工率 (%)



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图表：截至2022年12月28日纸品毛利率 (%)



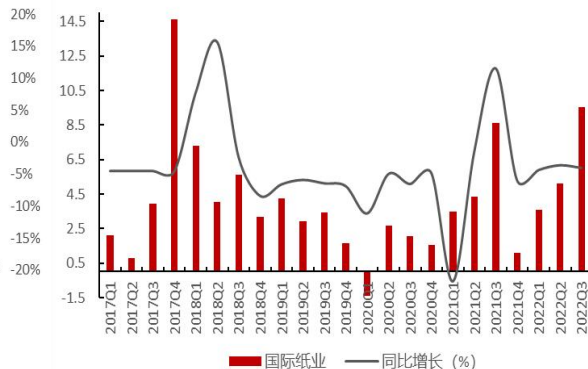
## 展望：对照海外疫后恢复情况，预计盈利中枢逐步上移

- 疫情管控放松后一个季度纸企盈利水平改善。** 国际纸业在2020年上半年疫情爆发期间经营承压，2020Q2营业收入为48.86亿美元，同比下降14%，2020Q1净利润为-1.41亿美元，同比下跌133%。疫情管控放开后，经济缓慢恢复活力，国际纸业在2021年单Q3为57.14亿美元，同比增长11.5%，净利润达8.46亿美元，基本回到疫情前的水平。造纸下游面向消费品，需求锚定消费品走势，海外疫情恢复带动消费复苏，同时带动箱板瓦楞纸需求持续提升。站在国内视角，1) 收入方面：中国防疫放开节奏相对迅速，预计需求的向上弹性或强于海外；2) 利润方面：2023年我们预期纸浆等造纸原材料成本渐进下行周期且目前行业基本处于不盈利状态，看好国内纸企盈利进入扩张区间，利润增速大概率快于收入。

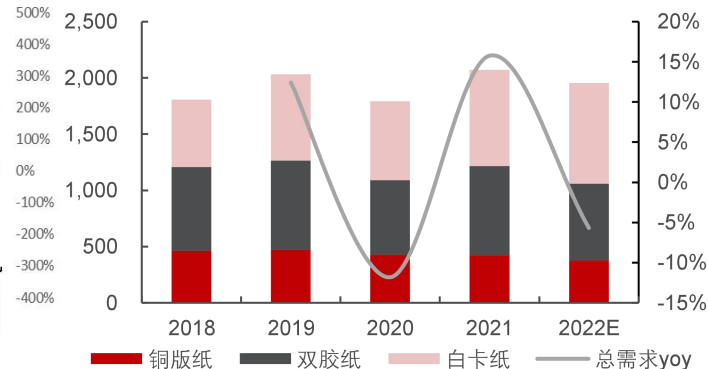
图表：国际纸业主营收入（亿美元）



图表：国际纸业净利润（亿美元）



图表：2022年各纸品需求下滑（万吨）



资料来源：wind，隆众资讯，民生证券研究院

## 02 展望：全球和海外周期错配，持续好看23年造纸行情

### ➤ 浆价：海外需求承压叠加供给释放，价格承压

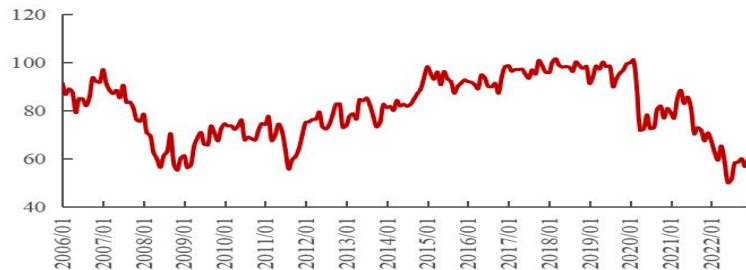
- **需求：**1) 美国存在衰退可能，消费者信心下降；2) 欧洲目前正处于衰退周期；中国：疫情放开后，需求是渐进式开放阶段；
- **供给：**1) Arauco产能投放在即；2) UPM新纸浆产线有望在2023Q1投产。预计明年一季度UPMI以及Arauco新产线投产，将向市场投入366万吨木浆产能，几乎占目前阔叶浆总产能的10%，届时将加大改善木浆供给不足的情况，我们预计在22年年底或23年初纸浆价格将逐渐下行。

图表：Arauco (下) & UPM (上) 新产线投产情况



资料来源：wind，《纸视界》等公开渠道，民生证券研究院整理

图表：美国密歇根大学消费者信心指数



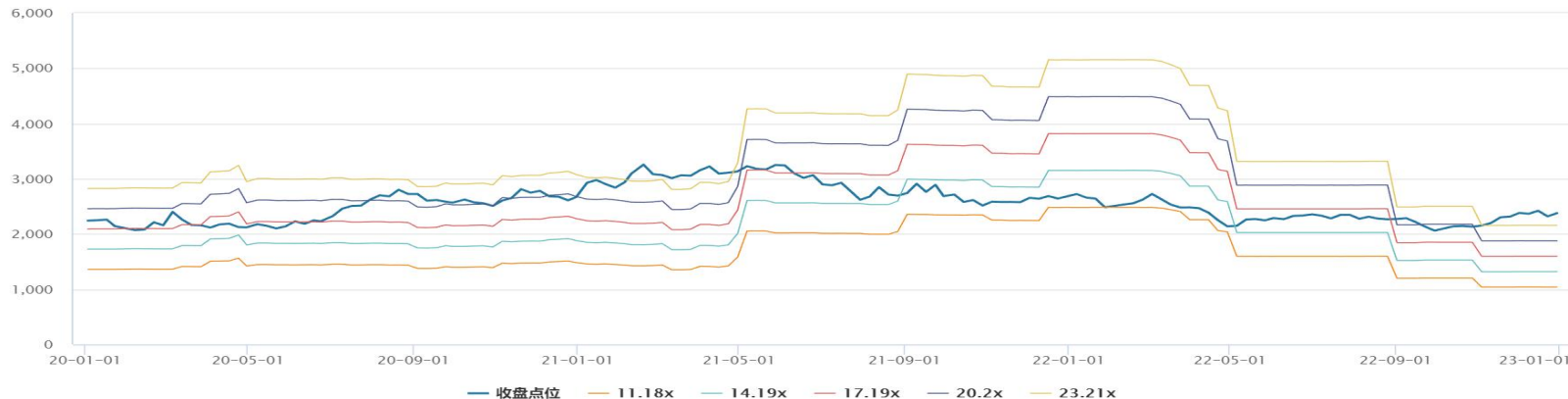
图表：欧元区GDP



## 02 投资建议：纸浆价格下行，市场流动性增加，纸企或普遍受益

- 基于对纸浆价格下行判断，以及市场流动性增加，纸企或普遍受益。对纸浆行业维持“推荐”评级。
- 纸浆供需错配逐步扭转，优先选择兼具盈利韧性和成长性的造纸龙头：
  - 供给方面：Arauco的156万吨智利产能原先规划2021H2投产，其后因疫情和卡车司机罢工等一直延期，不过我们最近观察到变化：1) UPM的210万吨新建产能提前到2023年3月投产；2) Arauco当地新建产能已取得97.5%的进展，将在12月中旬投产。虽然Arauco投产不排除继续延期，不过竞争对手产能将在23Q1投放，无论出于市场抢占还是获取高额盈利考量，我们预计行业在未来2个季度或有接近400万吨阔叶浆产能投放（备注：2021年全球商品阔叶浆约3600万吨）。
  - 需求方面：国内受疫情影响，造纸需求整体偏弱；欧美PMI数据逐月下行，根据卓创数据，截至2022年10月20日，铜版纸/双胶纸/白卡纸开工率为70%/67%/70%；反观纸浆盈利，目前浆企盈利处于历史高位，根据2022Q1 Suzano公司公告表明，其阔叶浆成本为545美元/吨，另外在CFR外盘报价中，2022年11月其价格为860美元/吨。
- 历史经验来看：纸浆每一轮下跌通常处于商品下行周期的中后段，同时伴随市场流动性改善和盈利预期修正，纸企在第一阶段通常存在普涨行情，但对于收益能否持续或后续回撤幅度，更多取决于纸企持续成长性和盈利韧性。故重点选择估值低位且需求韧性&盈利稳定性强的企业，重点关注：仙鹤股份、中顺洁柔、太阳纸业、晨鸣纸业等行业龙头。

资料来源：《纸视界》，卓创咨询，民生证券研究院整理

**图表：造纸板块PETTM，纵轴为收盘点位**

**图表：造纸板块重点公司**

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002078.SZ	太阳纸业	11.42	1.10	1.04	1.16	10	11	10	-
600966.SH	博汇纸业	8.77	1.28	0.69	0.96	8	13	9	-
603733.SH	仙鹤股份	20.01	1.44	1.14	1.69	28	26	18	-
600567.SH	山鹰国际	2.48	0.33	0.10	0.30	10	24	8	-
2689.HK	玖龙纸业	7.36(HKD)	1.51	0.70	0.65	5	8	10	-

资料来源：wind，民生证券研究院整理 备注：数据截至2023年01月03日，未覆盖公司数据采用wind一致预期，当日1港元=0.8827人民币

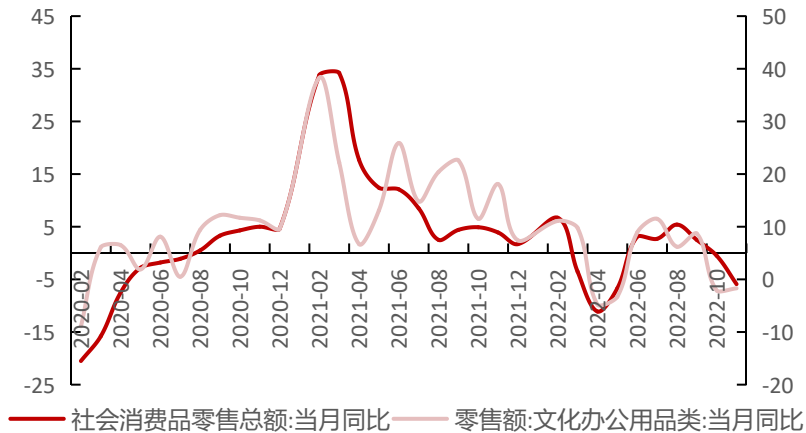
# 03. 消费类轻工：reopen 后，行业重启

## 03 文具回顾：零售遭疫情反复冲击，办公集采势头强劲

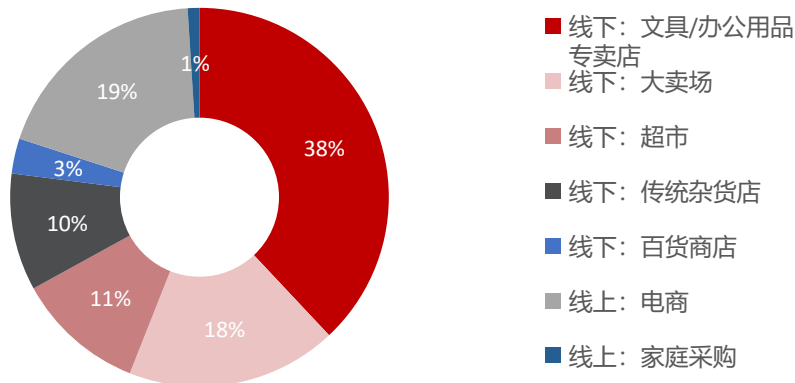
### ➤ 受疫情反复影响，文具零售增速放缓

- 线下零售方面：受封控、开学延迟等影响严重，2022年社零增速一直处于低位并一度出现负增长；2020年3-4月，10-11月文化办公用品零售额同比均为负增长。截至2022年11月，我国年度文化办公用品类累计零售额为4005亿元，同增8.03%，低于前值19.44%。线上方面：疫情或加速文具行业线上发展，进一步提升文具渗透率。

图表：社零总额增速及文化办公用品零售额当月同比 (%)



图表：2021年中国书写工具销售渠道占比(%)



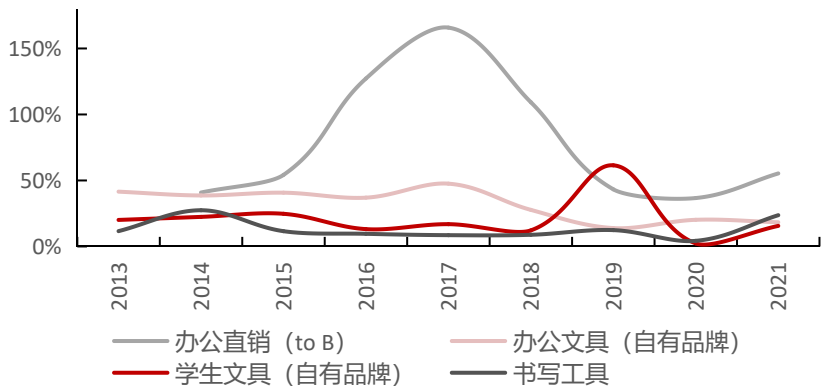
资料来源：智研咨询，wind，民生证券研究院

## 03 文具回顾：零售遭疫情反复冲击，办公集采势头强劲

### ➤ 疫情期间晨光加速线上&新零售布局，同时持续提升自身零售能力

- 晨光划分四大赛道，积极布局线上渠道&数字化赋能：**书写工具一直为晨光的拳头产品，公司后逐步发展发展学习、儿童美术用品、办公产品等。2012-2021年，书写工具/学生文具（自有）/办公文具（自有）/办公直销（to B, 13-21年）CAGR分别为12.9%/20.1%/31.2%/73.9%。2017年公司优化业务结构，划分大众/办公/精创/儿美四条赛道，并进军办公用品集采平台业务。疫情期间，晨光加码对数字化/智能化的投入，如积极推广晨光联盟 APP 以提高供应链反应能力，旨在与多层次渠道协同，提高管理效率。

图表：晨光各项业务年营收同比（%）



资料来源：公司公告，wind，晨光淘宝官方旗舰店，民生证券研究院整理

图表：晨光四条赛道产品情况

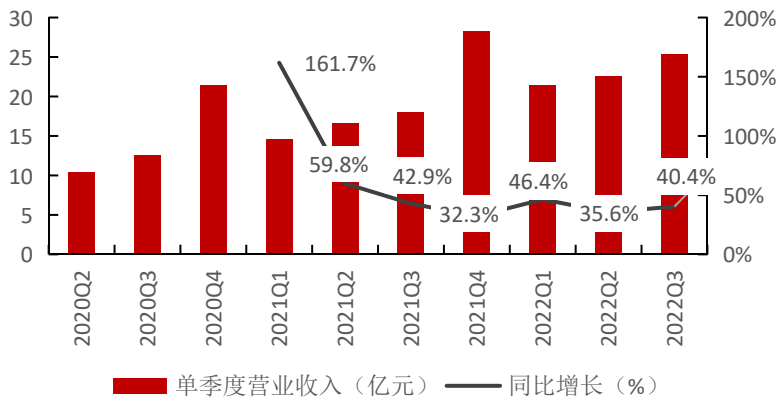
赛道	所含品类	价格区间（元）
大众产品	普通中性笔、中性替芯、圆珠笔等	以普通中性笔（含按动）为例，价格在0.88-3元
办公产品	文件夹、文件袋、订书机等	以订书机为例，5.2-53元
精品文创产品	晨光黑科技、Nanci系列等	以Nanci系列为例，中性笔2.6元；本3.6元；手账套装26.8元
儿童美术产品	彩铅、油画棒、水彩笔等	4.9-116元

## 文具回顾：零售遭疫情反复冲击，办公集采势头强劲

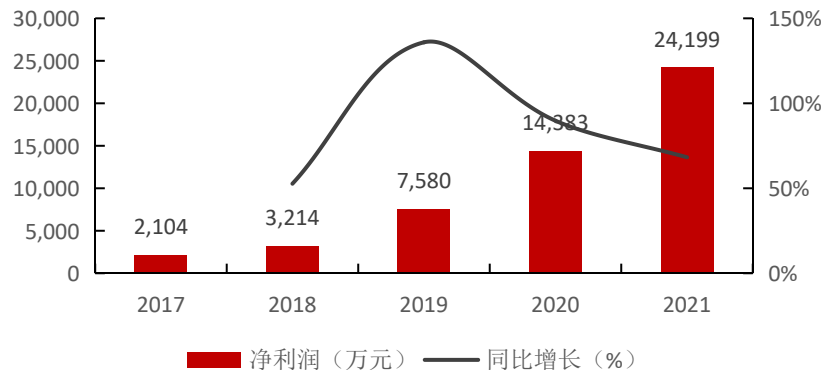
### ➤ 市场空间广阔，办公集采渗透率持续提升

- 据艾媒咨询与亿邦智库统计，2020年企业采购两大品类：办公物资和MRO市场规模分别达2.26万亿和2.57万亿。以反腐倡廉为背景的“阳光集采”进一步推动政企集中化采购进程。从文具龙头业绩来看，22年办公集采业务增长稳健：晨光科力普业务从办公集采拓宽到MRO、营销礼品和员工福利，新客户中标率提升，带动子公司科力普收入增速维持在35%以上；净利润方面，17-21年CAGR为84.1%，年末为集采旺季，以35%的增长计算，我们保守估计22年科力普净利润超过3.2亿元。

图表：晨光科力普单季度营业收入(%)



图表：晨光科力普净利润(%)



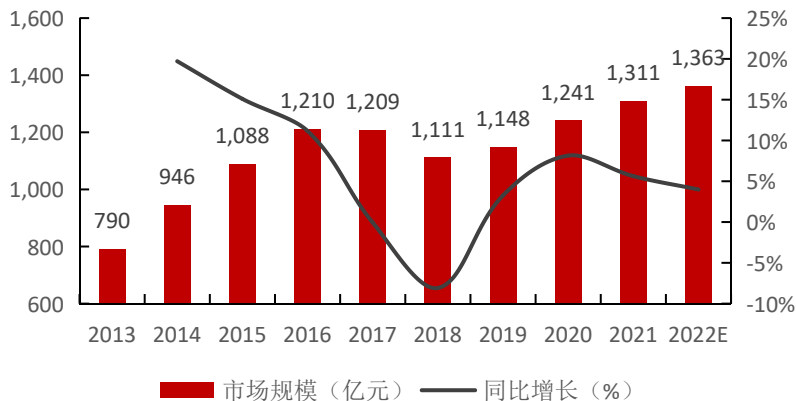
资料来源：艾媒咨询，亿邦智库，民生证券研究院

# 文具展望：零售场景改善+单价提升，盈利回弹确定性大

## ➤ 需求刚性决定疫后线下零售场景改善，办公集采持续贡献增量空间

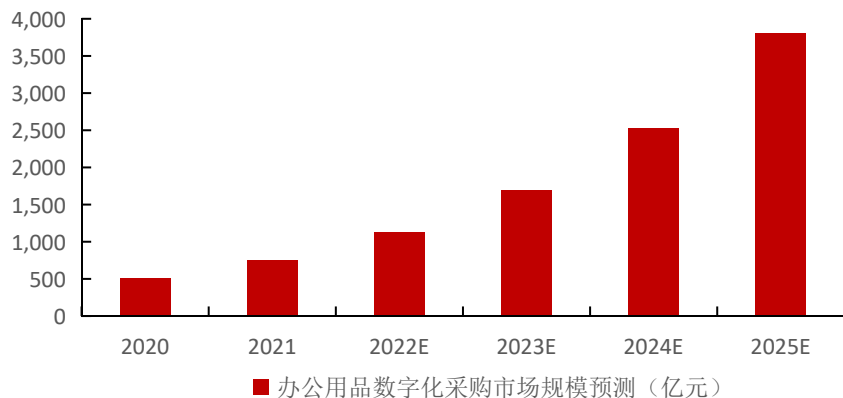
- 文具零售方面：文具作为必选消费品，疫情转好后将迎来较大消费回补；**学生返校、白领复工或提升高端产品销售比例继而提升毛利率。目前我国文具市场规模超过1300亿元，其中书写工具市场约250亿元，2015-2021年量/单价 CAGR 分别为 2%/3%，单价提升逐渐成为规模增长主要驱动。**办公集采方面：“阳光集采”将进一步推动渗透率提升；**根据亿邦智库测算，目前MRO和办公用品采购数字化渗透率均不足5%，集采平台有持续提升空间。

图表：中国文具市场规模(亿元)



资料来源：亿邦智库，共研网，民生证券研究院

图表：办公用品数字化采购市场规模预测 (亿元)

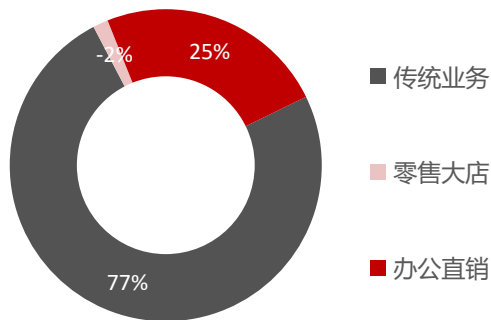


## 文具投资建议：龙头盈利有望抬升

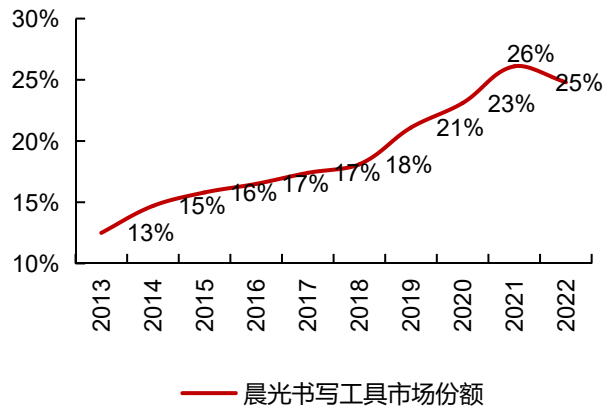
### ➤ 晨光股份：看好传统业务在消费回暖后带来的估值修复，渠道壁垒深厚，品牌升级可期

- 晨光传统业务贡献77%净利润，零售场景改善将带来估值修复机会。由于总部在上海，2022年晨光传统业务增速减缓导致股价回撤；23Q2往后看，我们认为需求回弹将刺激传统核心业务回暖并以估值修复方式体现。晨光作为全品类综合性文具龙头，拥有超8万家使用“晨光文具”店招的零售终端，渠道壁垒深厚；新业务零售大店（九木杂物社）及办公直销（科力普）增长态势良好，暂时性业绩不及预期不改公司成长本色。

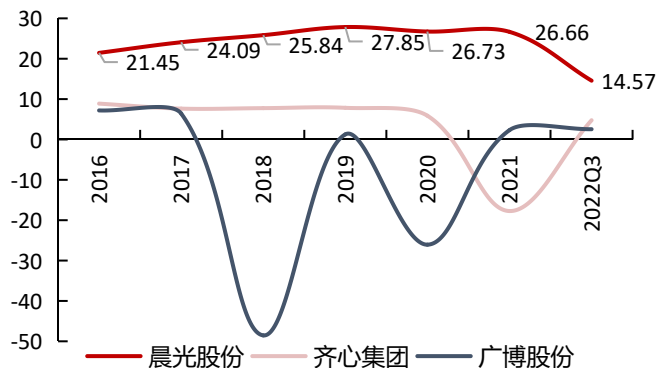
图表：晨光各业务净利润占比（截至22H1，%）



图表：晨光书写工具市场份额（截至22年11月，%）



图表：文具企业净资产收益率 (%)



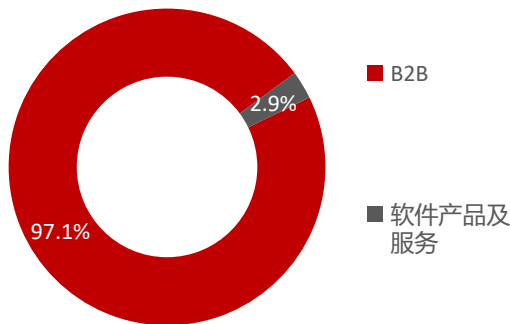
资料来源：公司公告，wind，Euromonitor，民生证券研究院

## 文具投资建议：龙头盈利有望抬升

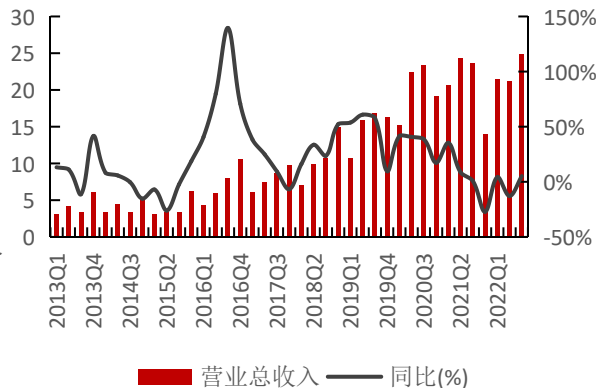
### ➤ 齐心集团：B2B 业务聚焦优质大客户，数字“云”转型前景可期

- 公司B2B业务恢复在望，加大投入数字化转型。**公司上半年业务承压，2022Q1-Q3公司实现营业收入 67.40 亿元，同比下降 1.51%，单 Q3 营收同比增长近 10%；2022Q1-Q3归母净利润 1.43 亿元，同比增长 10.95%。**B2B为齐心主要业务**，公司致力打造全场景、全产业链、数智化、万物互联的企业服务平台，目前已拥有超过200家头部大型客户。**好视通云视频业务方面**，远程医疗、教育等场景需求或在政策红利下持续增长；公司加注投入数字化建设，成功入选金融信创解决方案，专业能力已获一定认可。

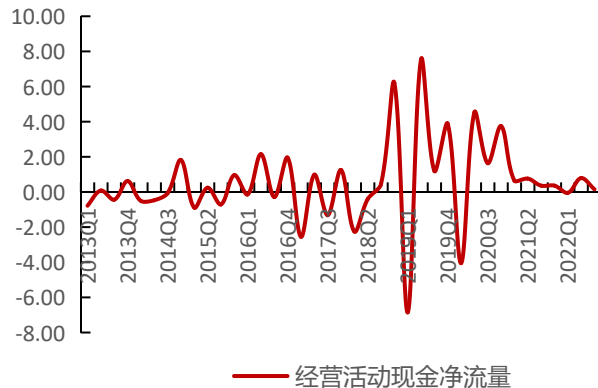
图表：齐心集团各业务营收占比（截至22H1）



图表：齐心集团单季收入（亿元）及增速（%）



图表：经营活动净现金流（亿元）

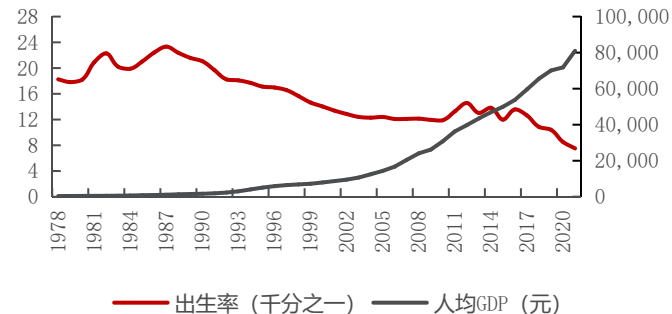


资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

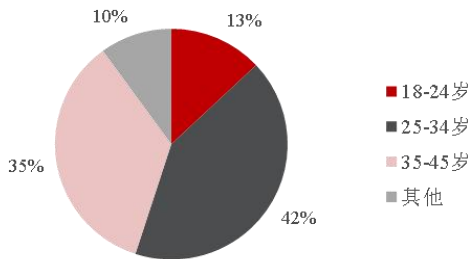
### 03 潮玩：顺产业趋势，逐步“出圈”

- **出生率下降叠加经济上行，潮玩步入快速成长期。**2015-2021年我国出生率从11.99‰下降至8.52‰，同期人均GDP以7.55%的CAGR迅速增长，中国潮玩市场的CAGR为29.45%。**潮玩定位18-34岁群体，本质是具有收藏价值的艺术品。**从消费人群来看，18-34岁的年轻群体占据55%，为潮流玩具的主要消费群体。接近50%的消费者购买潮玩的主要原因是惊喜感；其次有接近40%的消费者是为喜爱的IP买单。

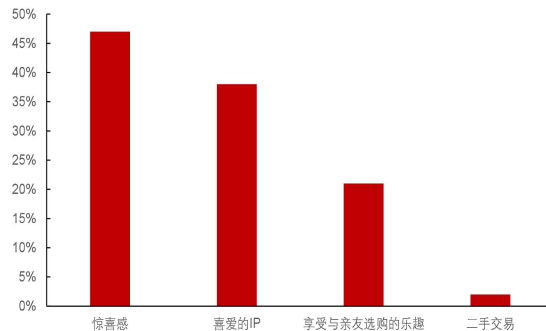
图表：中国出生率（‰）及人均GDP（元）



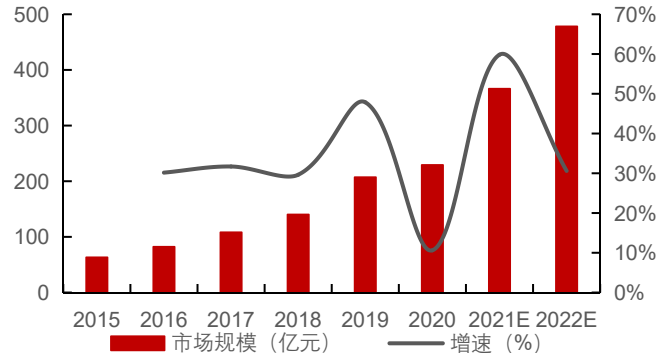
图表：潮玩主要消费群体为18-34岁的成人



图表：消费者购买潮玩的首要考虑因素为惊喜感以及IP



图表：2015-2022年中国潮玩市场规模（亿元）及预测

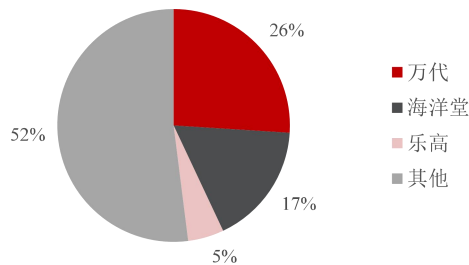


资料来源：wind，华经产业研究院，京东超市，社科院，前瞻产业研究院，民生证券研究院

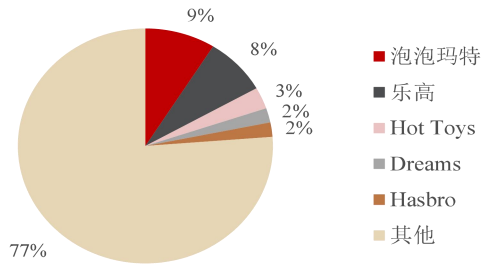
## 03 潮玩：行业集中度提升空间大，IP是核心竞争力

- IP运营是潮玩企业的核心竞争力，但目前中国IP数量与日美相差巨大，IP运营整体处于初级阶段。在IP数量方面，与日美丰富的头部IP数量相比，中国百亿以上IP仅有一个；在IP运营方面，中国IP内容收入占比70%，衍生品仅占30%，反观日/美，IP衍生品收入占比达到78%/81%，中国在IP衍生品运营上存在较大发展空间。
- 中国潮玩行业集中度存在较大提升空间。日本潮玩行业的集中度较高，2020年，日本CR3为48%，中国潮玩CR3仅为20%；以日为鉴，我们认为市场会自动出清IP运营能力弱的企业，行业集中度将随着整体IP生态链的形成而提高。

图表：2020年日本潮玩行业CR3达到48%

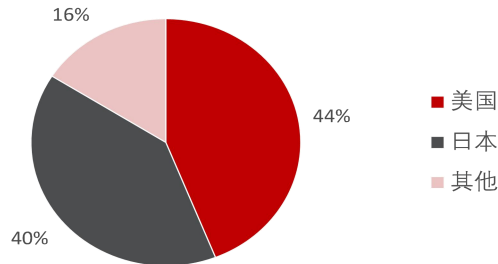


图表：2020年中国潮玩行业CR3仅20%

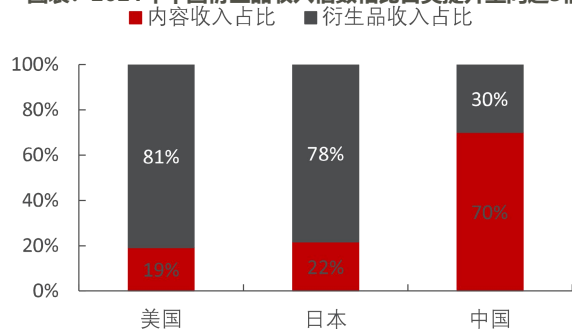


资料来源：创梦天地《IP衍生品业务介绍》，民生证券研究院

图表：2021年头部IP数量差距仍然较大



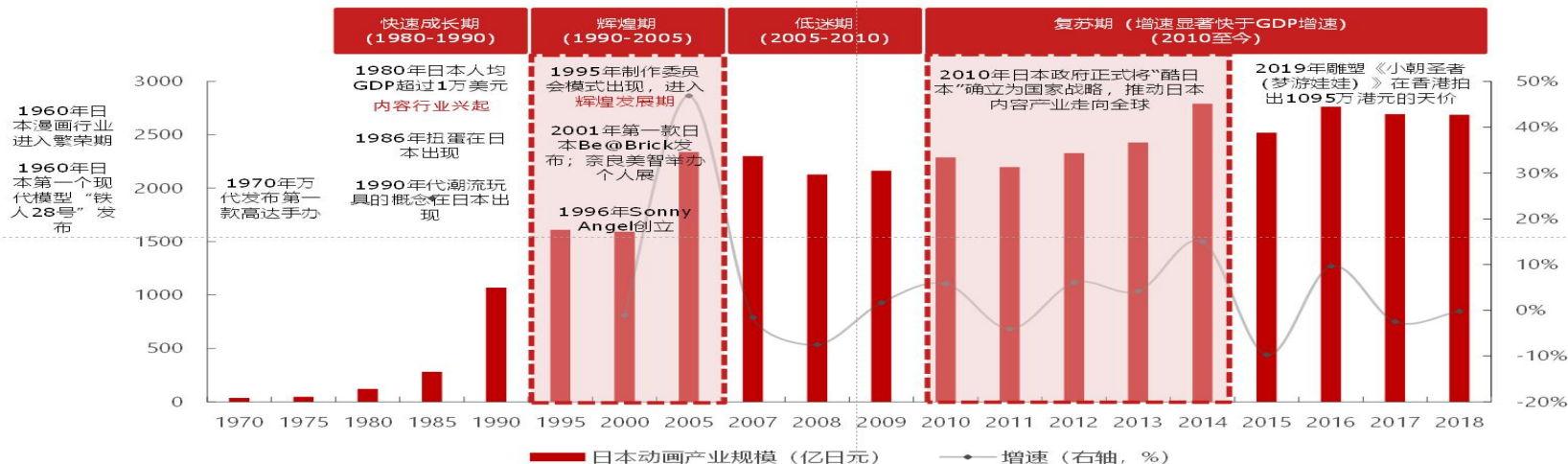
图表：2021年中国衍生品收入倍数相比日美提升空间近3倍



## 潮玩：日本启示--IP运营成就高壁垒

- 日本IP产业链较为成熟，上游产出，下游增值并赋能。日本动画行业经历成长期-辉煌期-低迷期-复苏期四个阶段，1980年日本人均GDP突破一万美元后内容行业开始快速成长，扭蛋和潮流玩具的概念开始出现，1995年制作委员会模式的出现将动画行业带入辉煌期，多方组成动画制作委员会，共同参与动画制作，有效降低风险。日本潮玩行业已进入平稳增长期。从诞生到成长为世界级IP，运营能力是核心，巨大商业价值IP并非依靠前期设计的完美，更需要长期持续的打造和调整最终形成。IP运营能力本质是对IP商业化变现能力的考验。

图表：日本动画及IP衍生品行业发展历程

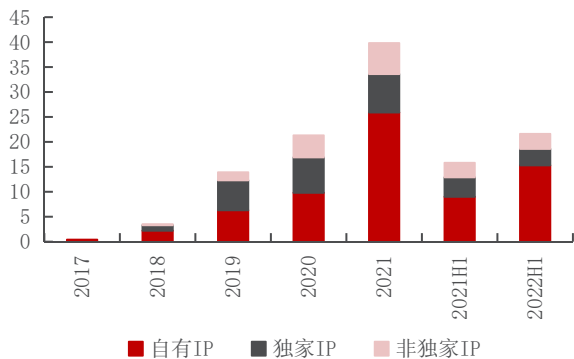


资料来源：创梦天地《IP衍生品业务介绍》，民生证券研究院

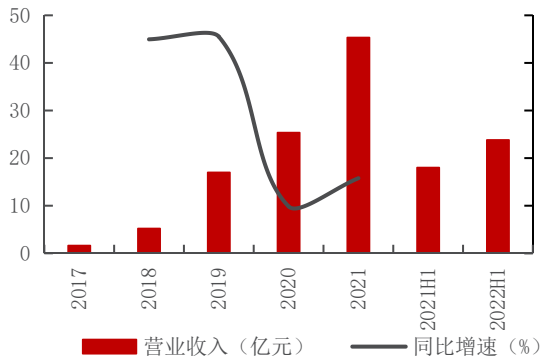
## 潮玩：泡泡玛特--丰富IP矩阵铸就潮玩巨头

- IP优势奠定公司龙头地位：**截至2020年6月，泡泡玛特自有+独家IP数量达34个。公司自有IP的收入占比由2021年上半年的50.9%上升到2022年上半年的64.8%，收入贡献大幅增加，自有IP收入从2021年上半年的9亿元上升至2022年上半年的15.3亿元，同比增长69.7%，其中SKULLPANDA、Molly、Dimoo和MEGA贡献的收入较高。
- 加大力度扶持线上渠道，泡泡玛特收入快速增长，净利润暂时下降。**2022H1泡泡玛特营业收入为23.78亿元，同比增长32.26%，虽疫情阻碍了线下商店营业，但线上渠道的拓展取得了较大增长。2022H1公司净利润为3.33亿元，同比减少7%，主因为广告销售费用以及员工福利支出增加。

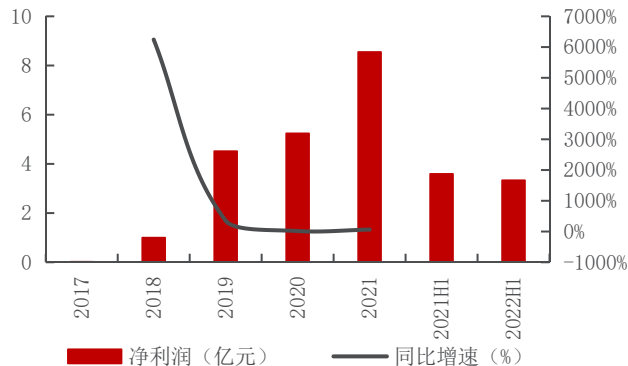
图表：泡泡玛特自有IP收入贡献显著（亿元）



图表：泡泡玛特营业收入（亿元）



图表：泡泡玛特净利润（亿元）

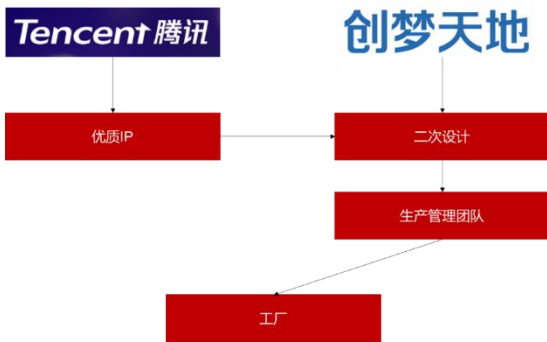


资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

# 03 潮玩：创梦天地--背靠腾讯索尼，传统游戏巨头涉足IP衍生业务

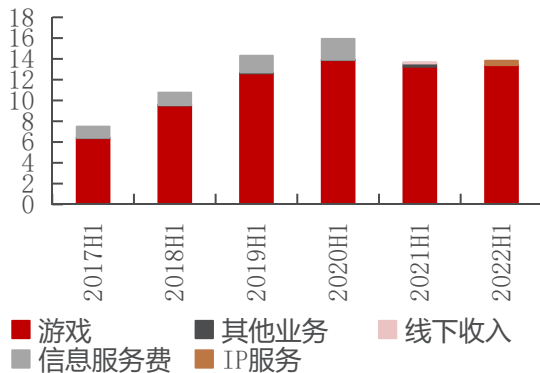
- 创梦天地是传统游戏头部企业**，起点较高，2011年成功发行全球流行手游《水果忍者》，次年发布《神庙逃亡》，2014年成为纳斯达克最年轻的上市公司。**创梦天地拥有雄厚股东资源背书，具备发展IP衍生产业较大优势**。2018年，腾讯与索尼各出资500万美元成为基石投资者，截至2022年10月17号腾讯持股17.54%，为第二大股东。腾讯在IP输入、研运协同、流量支持、产业链资源上对公司均有较大帮助；创梦拥有腾讯的天然IP资源，逐步定位为腾讯线下潮玩零售平台。
- 弯道超车，疫情背景下QQfamily加速渠道扩张**。2022H1创梦IP衍生品营收为0.4亿元，同增254.1%；22年H1非门店渠道收入占比20%；为了塑造品牌形象，更好地实现消费者触达，公司持续推进线上和线下业务布局，推动业务快速增长。

图表：腾讯与创梦天地合作密切

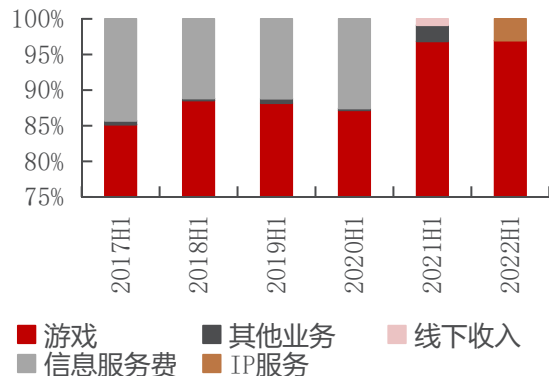


资料来源：创梦天地公司公告，民生证券研究院

图表：公司分业务营收变化（单位：亿元）



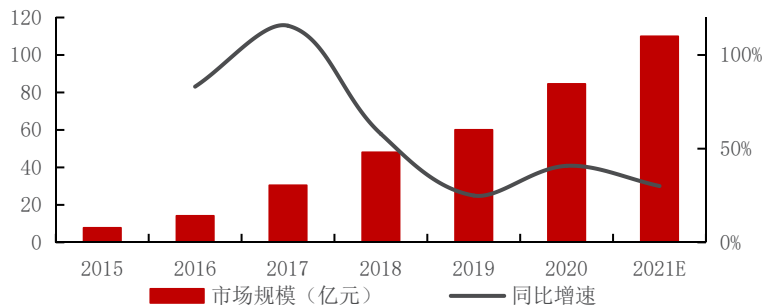
图表：IP业务逐步成为第二增长曲线（%）



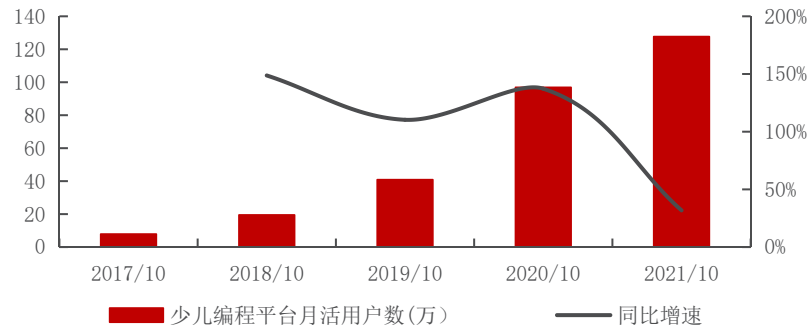
## 03 少儿编程：行业已达百亿规模，平台活跃用户高速增长

- 少儿编程行业处于快速成长期，竞争格局不断完善。**据统计，2021年少儿编程市场规模预计达到109.9亿元，2021年10月少儿编程平台月活用户数达到127.6万人，同增31.8%，主因疫情后线上教育快速兴起，带动少儿编程平台用户活跃度高增。**少儿编程商业模式为“线上+线下”双轮驱动**；获客方面，通过线上广告投放/电商平台和线下地推等方式进行；授课方面，通过线上直播/录播/AI课和线下小班课等方式进行；服务方面，通过线上课后测评/编程社区和线下提供服务场景等实现。目前童程童美/编程猫/昂立STEM为少儿编程平台头部玩家。
- 政策方面，科教兴国助推编程教育兴起，“双减”政策促进教育需求向素质教育转型。**2017年以来国家积极推动科教兴国战略，不断提高数据科学类课程在学校授课的比重，并在2020年首次将“学生信息素养达标率”纳入到《中国教育监测与评价统计指标体系（2020年版）》中。

图表：2021年少儿编程市场规模预计超百亿（亿元）



图表：少儿编程平台月活人数突破120万人次（万）

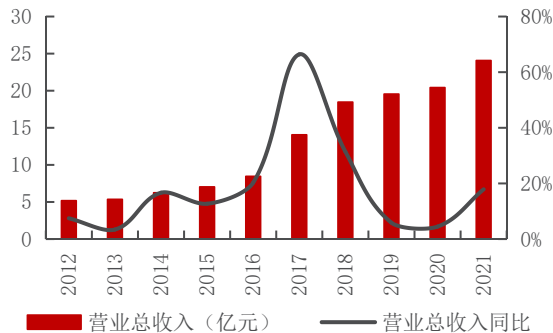


资料来源：极数《2021年中国少儿编程行业报告》，民生证券研究院

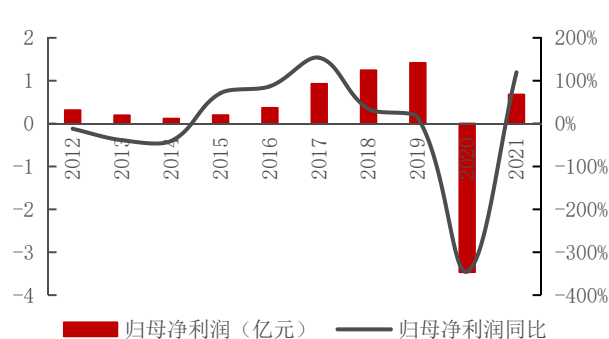
## 03 少儿编程：盛通股份--以印刷为基，乘少儿编程之风而起

- **盛通股份深耕印刷包装行业十余年，成功转型素质教育龙头。**公司成立于2000年，紧跟印刷行业发展趋势，并在2012年投资建设上海云印刷中心，提高自动化能力。公司印刷业务收入规模稳定增长，回款效率高，现金流健康。2016年以来，公司以投资、并购等方式转型素质教育企业。2016年收购北京乐博乐博，2017年增资编程猫，2020年战略投资VIPCODE。
- **近年来公司营收增速稳定，教育业务带来较大增长。**2021年公司总营收24.05亿元，同比增长17.88%，2016-2021年CAGR为23.31%。2017年营收同增幅度较大，达到66.4%，主因公司收购北京乐博，拓展教育业务带来营收扩张。**2017-2021年，净利润剔除疫情影响均保持快速增长。**2021年公司归母净利润0.68亿元，同比增长119.53%，2016-2021年CAGR为13.21%。2020年受疫情影响，公司虽然营收同比稳增，但归母净利润受到资产减值影响明显下滑。

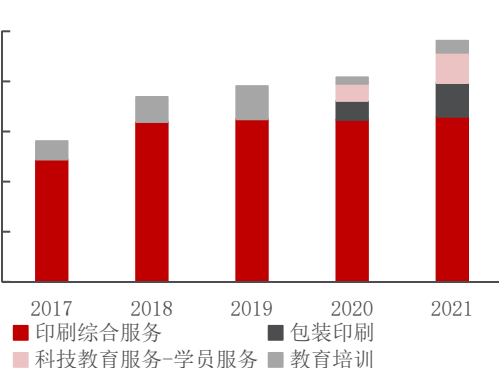
图表：2012-2021年主营业务收入（亿元）及增速（%）



图表：2012-2021年净利润（亿元）及增速（%）

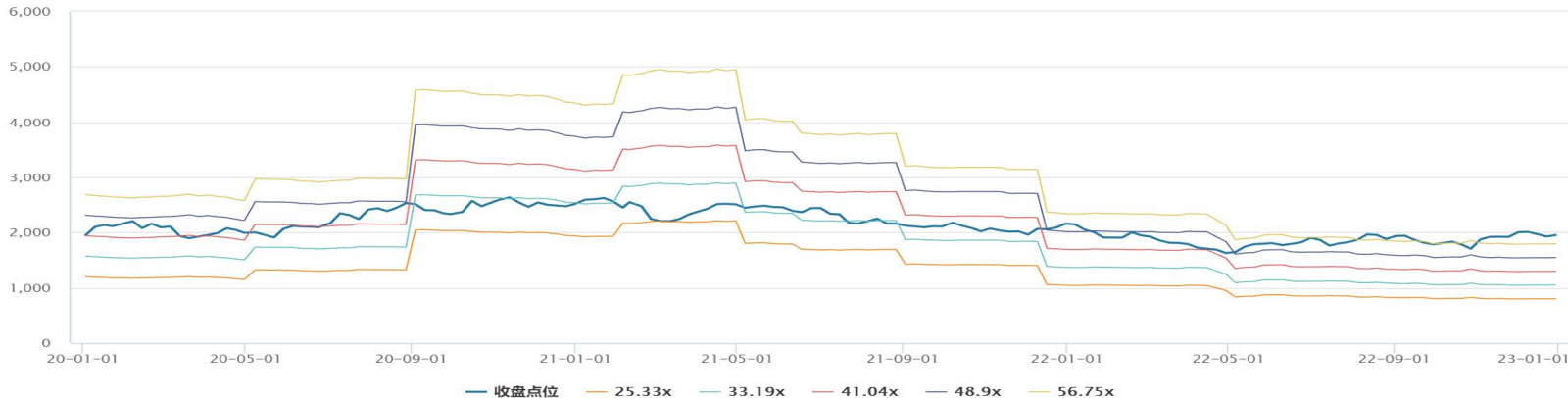


图表：2017-2021年分产品收入（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：消费板块PETTM, 纵轴为收盘点位



图表：消费板块重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002301.SZ	齐心集团	6.96	-0.77	0.28	0.36	-	25	19	-
603899.SH	晨光股份	53.8	1.64	1.56	1.97	39	44	27	-
002599.SZ	盛通股份	5.36	0.12	0.11	0.27	61	51	20	-
603076.SH	乐惠国际	37.04	0.38	0.68	1.35	95	54	28	-
9992.HK	泡泡玛特	21.65 (HKD)	0.61	0.61	0.71	65	32	27	推荐
1119.HK	创梦天地	3.85 (HKD)	-0.11	-0.10	0.10	-	-	34	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院 备注：数据截至2023年1月3日，未覆盖公司数据采用wind一致预期，当日1港元=0.8827人民币

# 04. 新型烟草：税收政策落地，静待业绩复苏

# 多因素共振，中国电子烟政策密集发布

- **近期电子烟政策密集发布主要面向雾化**：主因：1) 雾化电子烟口味众多，诱导未成年人吸烟；2) 烟草体系改革带来政策发布加速；
- **后续电子烟行业变化**：1) 国内：类专卖体系；2) 海外：基本不受影响。过渡期或出现囤货等情况。

**图表：近期出台相关政策**

时间	出台部委	政策标题	核心内容
2021年11月	国家烟草专卖局	《关于印发深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力实施方案》	大力推动照后减证和简化审批，进一步明确烟草行业涉企经营许可事项的范围、改革方式及具体改革举措
2021年11月	国家烟草专卖局	《关于征求<电子烟>国家标准(征求意见稿)意见的通知》	拟规范电子烟设计与原材料、雾化物的概念，明确电子烟烟具、雾化物、电子烟样放物的技术要求、实验方法
2021年12月	国家烟草专卖局	《电子烟管理办法(征求意见稿)》	电子烟产品上市销售前费通过烟草专卖行政主管部门登记，并纳入电子烟产品目录；设立电子烟生产、代加工、品牌持有及其盐碱生产企业必须经烟草专卖行政主管部门批准并经市场监督管理部门核准登记
2022年3月	国家烟草专卖局	电子烟国家标准(二次征求意见稿)及《电子烟管理办法》	1)出口:出口政策进一步放松，或推动国内供应企业主导本轮电子烟业趋势，2) 口味:烟草口味是电子烟发展方向，调香难度提升行业进入壁垒，3) 限制上市:或强化目前已上市企业的稀缺性
2022年4月	市场监督管理总局	《电子烟》国家标准	1) 将不含烟碱的电子烟产品纳入监管范围;2)现确定过渡期到9月30日结束;3)5月5日起申请生产许可证;4)6月15日起逐步在同一管理平台上交易。
2022年10月	国家税务总局	关于对电子烟征收消费税的公告	将电子烟纳入消费税征收范围，电子烟实行从价定率的办法计算纳税。生产(进口)环节的税率为36%，

**图表：受益公司整理**

公司名称	企业类型	转型方向	具体布局
劲嘉股份	烟标企业	电子烟代工 电子烟品牌	劲嘉科技 因味科技
华宝	烟用香精企业	雾化烟油和香精 雾化布局烟油等电子烟类产品	云炼科技 立场科技
波顿	烟用香精企业	电子烟品牌 烟油	吉瑞等 火器等 中香
东风	烟标企业	雾化布局电子烟品牌 电子烟代工	小叶 美众联
顺灏	烟标企业	雾化布局电子烟品牌 电子烟代工	顺灏怡隆 美众联，联手东风

资料来源：国家烟草专卖局，国家税务总局，工信部，民生证券研究院整理

## 国内标准相比海外相对更严格

图表：重点市场相关政策整理

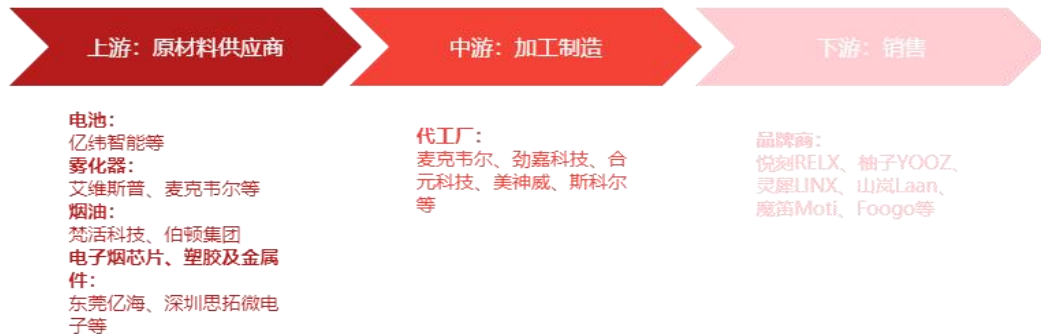
市场	监管方向	相关政策
美国	口味	2019年9月11日，FDA发布声明称将加速推进非烟草口味电子烟的PMTA进程，并对市场上未经授权的非烟草口味电子烟进行清理
	尼古丁	2021年10月，美国FDA授权营销三种新型烟草产品，尼古丁含量接近5%
欧盟	尼古丁	尼古丁浓度限于每毫升20mg/ml
	烟油	含有尼古丁的烟油仅在专业的填充器内投放市场，且填充容器的体积不超过10mL
	烟弹	在一次性电子烟或单次使用的烟弹中，烟弹或贮液器的体积不得超过2mL
	包装	30%的包装应标明含尼古丁，该警示标签与传统烟草文字警告相似但不完全相同；防止儿童开启，防揭换
中国	烟碱和烟草提取物	应使用烟草中提取的烟碱，纯度不应低于 99%，雾化物中的烟碱浓度不应高于 20 mg/g
	雾化温度	不应超过350°C
	添加剂	限制在122种，包含桔子油、柠檬油、甜橙油等

资料来源：美国FDA，烟草在线，中国烟草，德泽威检测，民生证券研究院

# 雾化：中国是全球电子烟代工中心，掌握核心技术

- **雾化型电子烟：**雾化型电子烟主要由电子雾化器和雾化液构成。由可充电锂电池供电驱动雾化器，将调味料或尼古丁的液体通过超声波方式予以气化，产生类似烟雾的气体（是蒸汽而非烟雾）。
- **产业链分工：**1) 上游零部件：包括电池、雾化器、烟油、电子烟芯片以及金属塑料件；2) 中游制造：主要为代工厂负责产品生产与研发；3) 下游品牌：主要负责产品销售。
- **产业链价值拆分：**目前电子烟价值集中于渠道经销环节，主因电子烟作为新兴产品，动销率较低，品牌商更多通过大幅加价，来提升经销商和终端门店铺货积极性；从产业链角色看，决定产品品质并主导行业发展方向的主要是烟油供应商、电子烟代工厂和品牌商。目前思摩尔是国内雾化型电子烟代工厂龙头，21年在全球市占率达22.8%；下游品牌商国内龙头是悦刻，22年在中国占比超60%；美国龙头是Vuse，截至22年10月在美国占比接近40%；伴随政策收紧，行业集中度提升。

图表：雾化电子烟产业链结构



资料来源：满投财经，蒸汽联，中研网，蓝洞新消费，民生证券研究院整理

## HNB：全球市场逐步打开，中烟主导国内发展

- 加热不燃烧型电子烟：**加热不燃烧电子烟，以“加热不燃烧”为思路设计的“低温卷烟”，低温卷烟工作温度在250-350度区间，能使特制烟弹里面的烟叶刚好加热到足以散发出香味和烟草味的程度，而低于350度不燃烧的状态下，又避免了产生传统烟的那些有害物质。
- 产业链分工：**1) 烟弹的生产销售由传统烟草企业主导，在放开销售的情况下将实行专营模式，即中烟负责生产及销售；2) 烟用辅料：由烟草产业链公司进行供应，产品包括香精、薄片、包装等，每家在用量上会有所区别；3) 烟具：加热烟叶的产品，未来将不在专营体系内，目前如劲嘉等走在研发前列。需要重点关注烟草产业链公司往上游布局可能。
- IQOS是全球最大HNB供应商，用户量在仅仅5年多时间达到2120万人，HNB潜力巨大，但国内产品和IQOS有差距；国内市场相对封闭，未来仍将由中烟主导。

图表：HNB产业链结构

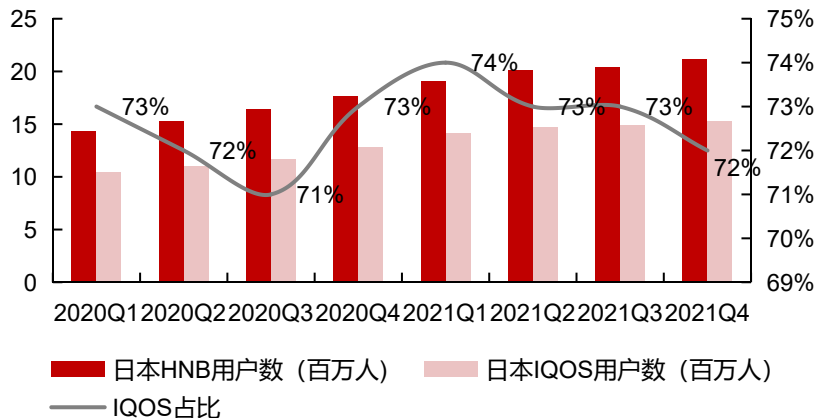
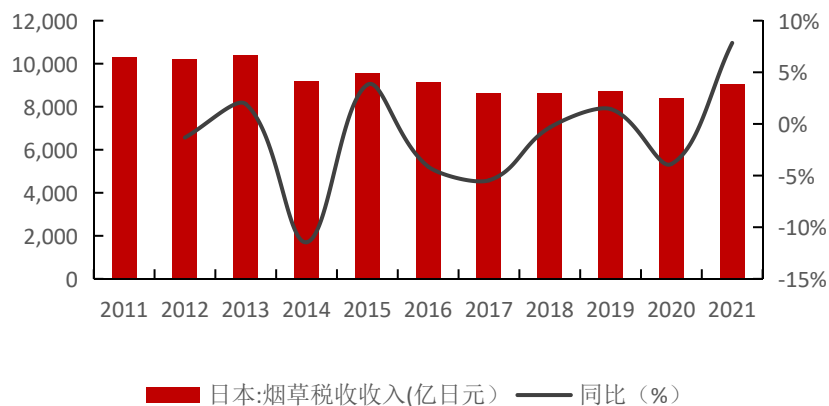


资料来源：满投财经，加热不燃烧行业观察，民生证券研究院整理

**04**

# HNB：中期景气度高于雾化，国内静待放开

- **核心原因**：减少烟草带来的伤害&保持烟草吸食原味，亦兼顾税收收益；
- **税收**：目前雾化尚无很好解决方案，参考日本情况，2019年日本HNB渗透率达到25.2%，较2015提升24.8pct，而对国家税收影响并不明显；
- **减害属性**：与传统卷烟相比，HNB等新型产品的风险和危害显著降低，HNB烟支使用中有有害物质减少90%以上。
- **客群属性**：雾化客群以新烟民或解除烟草不久的人群为主，HNB客群以老烟民为主。

**图表：日本IQOS用户数（百万人）**

**图表：日本烟草税收收入（亿日元）**


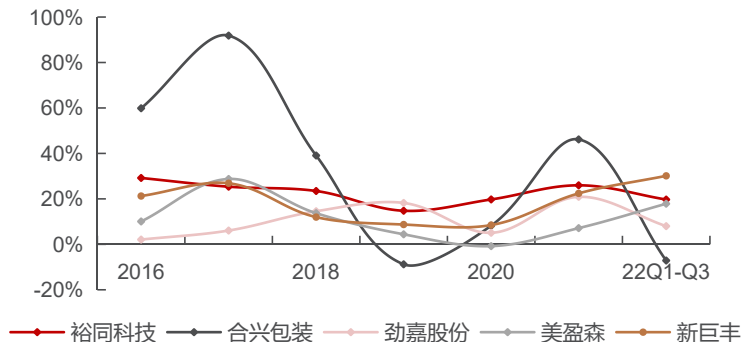
资料来源：wind，加热不燃烧产业观察，中国产业经济信息网，加热不燃烧资讯，民生证券研究院

# 包装：格局优化&成 05. 本下行，roe进入改善 区间

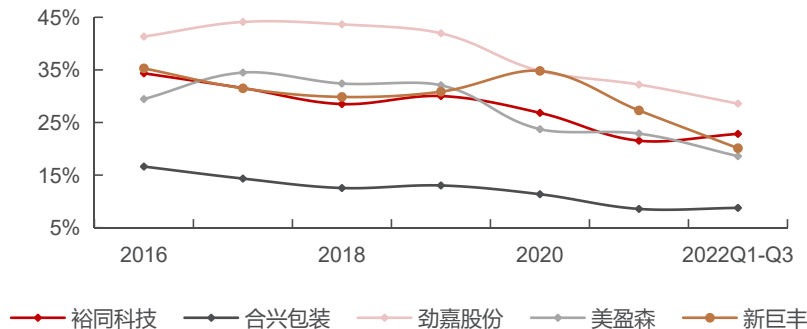
# 05

## 纸包装景气跟踪

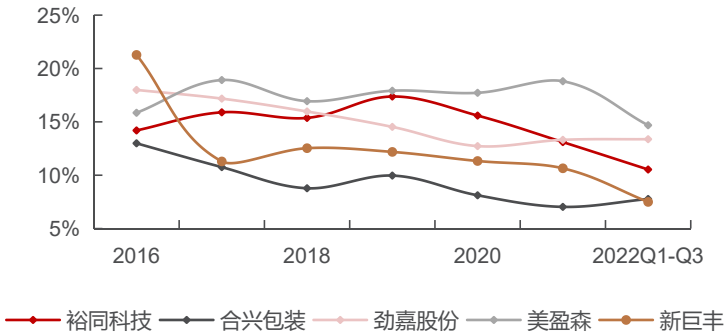
图表：包装企业收入增速 (%)



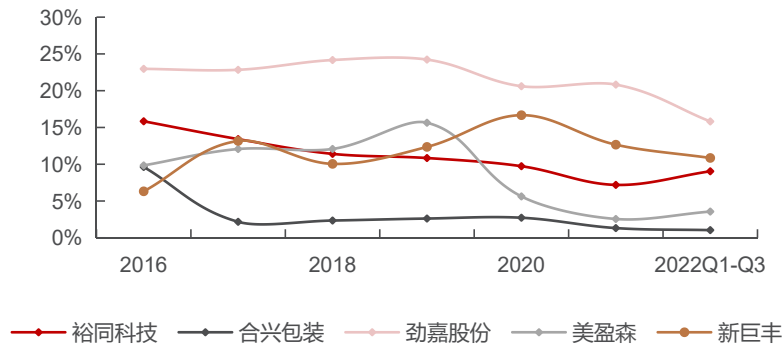
图表：包装企业毛利率 (%)



图表：包装企业期间费用率 (%)



图表：包装企业净利率 (%)

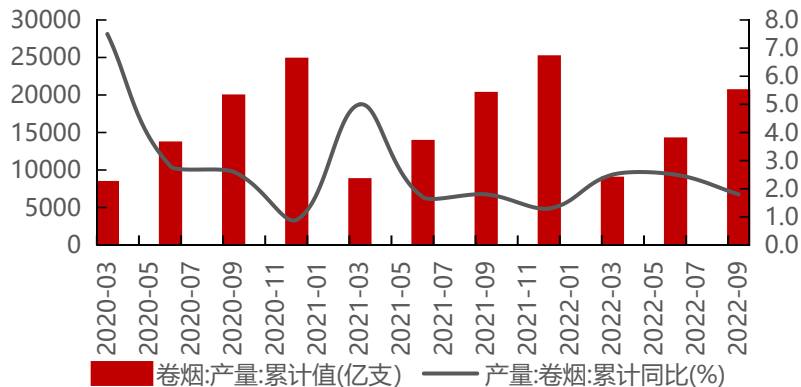


资料来源：wind，民生证券研究院

## 05 纸包装展望：大市场小公司，头部企业加速整合正当时

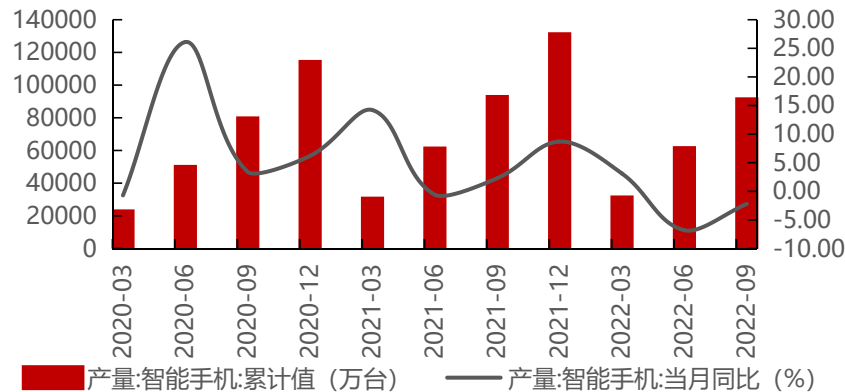
- **2021年纸包装行业规模接近3200亿元，且在消费升级背景下，具备持续成长性。**未来可重点关注下游高景气细分领域，如烟酒包装（疫情管控放开线下消费需求上行、新型烟草带来年轻消费者需求升级），3C包装（5G换机、ARVR等智能硬件进入快速增长前夕）等。
- **细分领域看：3C包装：**2022年11月智能手机产量累计同减3.7%，消费电子受疫情冲击较大，随着疫情管控全面放开，需求逐渐转好，看好相关包装企业盈利迎来拐点。**烟酒标：**招标市场化持续推进，我国2022年前11月卷烟产量累计同增1.3%，利好头部企业。

图表：2022年前11月卷烟产量累计同增1.3% (%)



资料来源：wind，华经产业研究院，民生证券研究院

图表：2022年11月智能手机产量累计同减3.7% (%)

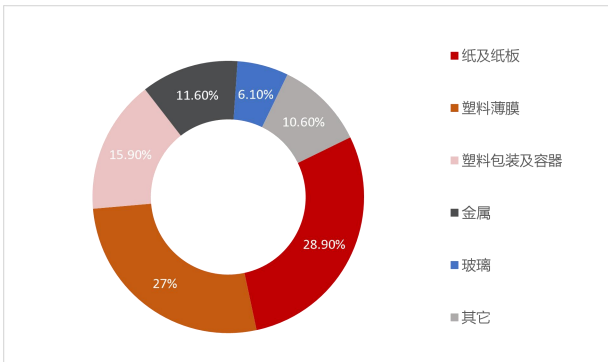


## 05 包装行业为劳动、资本密集型行业

### • 包装市场特点:

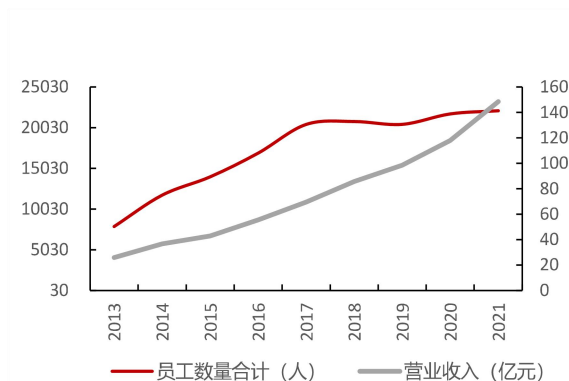
- 1. 下游需求分散，定制化需求高。**纸及纸板/塑料薄膜/塑料包装及容器/金属/玻璃包装需求分别占比28.9%/27%/15.9%/11.6%/6.1%。
- 2. 资本密集：**纸包装行业具备较强区域性，一旦运输半径超过100公里成本优势开始边际递减，因此需要在多地投建工厂。
- 3. 劳动密集：**目前包装工厂无法实现完全自动化生产，需要大量人工进行后道组装工序。龙头企业通过资金优势、技术优势、规模优势提高客户黏性、扩大生产以及良好的人员管控能力实现强征恒强局面。

图表：2020年包装行业下游需求情况(%)



资料来源：wind，中商情报网，民生证券研究院绘制

图表：裕同科技员工数量(人)



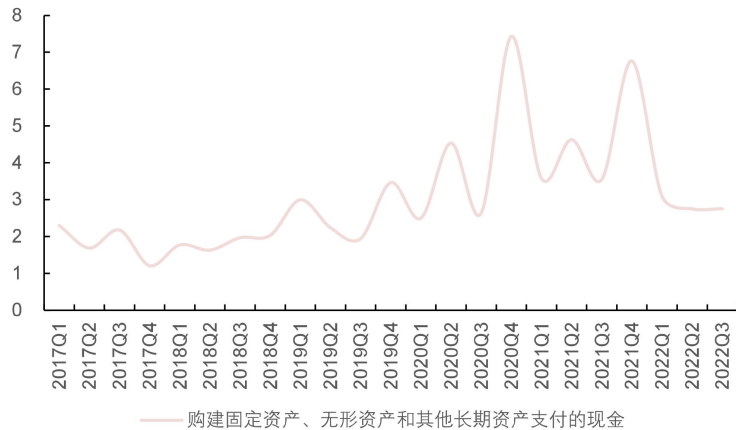
图表：包装企业竞争力分析



## 05 裕同科技智能工厂投入平稳，净利润持续提升提高市占率

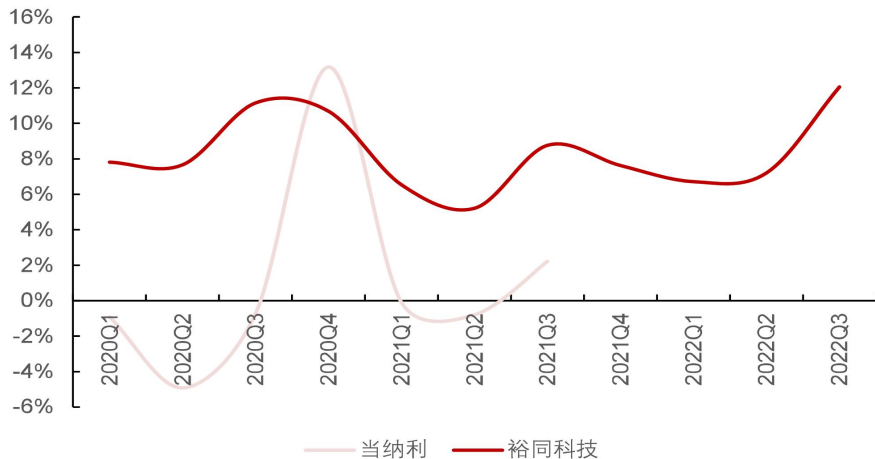
- **资本开支力度降低。**2021年底公司在战略会明确表示，工厂布局已经接近完成，后续预计对原有工厂进行智能化改造，不会再投入较大的资本开支，进入2022年公司资本开支较为平稳相较21年有较大幅度降低。
- **智能工厂进一步提高净利率。**裕同科技凭借对智能工厂改造，进一步提高公司净利率，2022年三季度裕同科技净利率上升到12.06%。得益于技术上的优势，公司市占率也进一步提高，目前公司在消费电子类包装市场市占率约30%左右，烟酒包装市场的市占率约2%-3%左右。

图表：裕同科技CAPEX (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

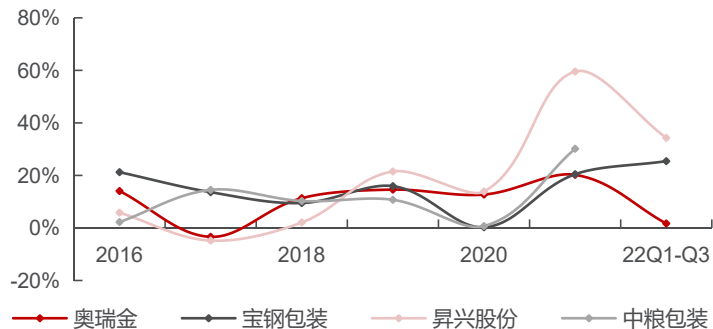
图表：当纳利、裕同科技净利率 (%)



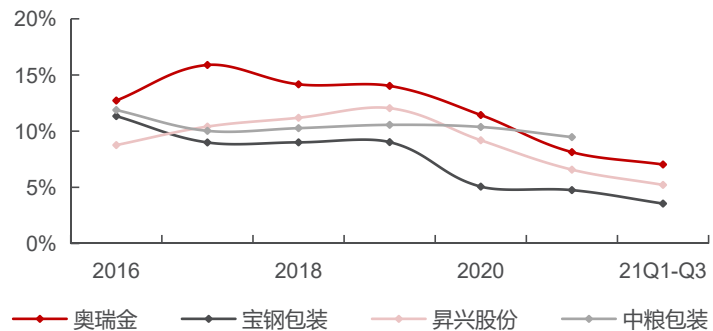
# 05

## 金属包装景气度跟踪:

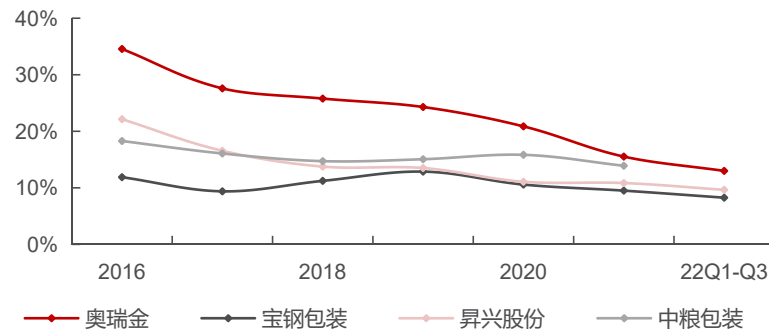
图表: 包装企业收入增速 (%)



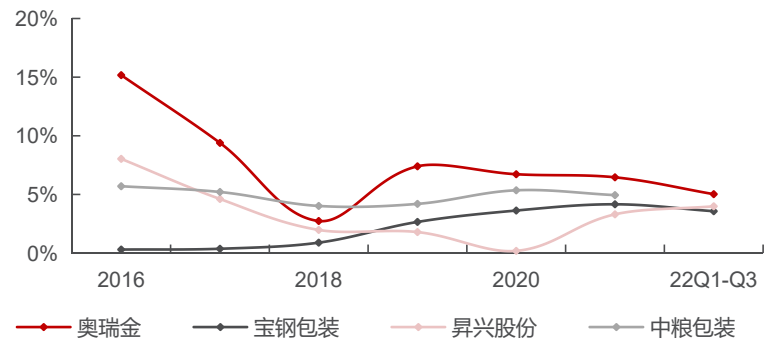
图表: 包装企业期间费用率 (%)



图表: 包装企业毛利率 (%)



图表: 包装企业净利率 (%)



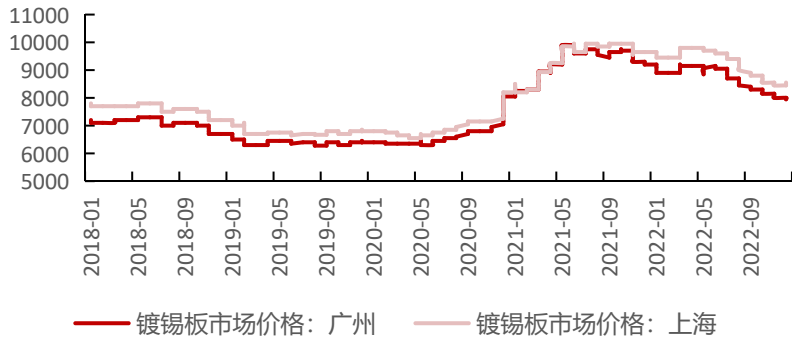
资料来源: wind, 民生证券研究院

# 05

## 金属价格涨跌不一，竞争格局优化带动盈利改善

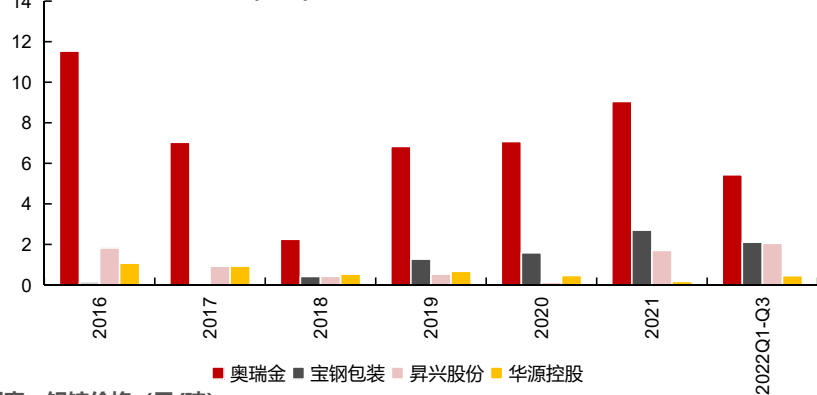
- 竞争格局优化叠加成本下行，带动行业整体盈利改善。**金属三片罐包装主要原料是镀锡薄板，二片罐主要原料是铝锭，2022年金属价格涨跌不一，以上海镀锡板为例，年度均价为9268元/吨，同比下跌1.3%；铝锭均价为19963元/吨，同比上涨5.4%。2022Q1-Q3奥瑞金/宝钢包装/昇兴股份/华源控股实现归母净利润5.43/2.11/2.05/0.46亿元，同比变动34.1%/35%/65.6%/-23.8%

图表：镀锡板价格（元/吨）



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图表：包装企业归母净利润（亿元）



图表：铝锭价格（元/吨）

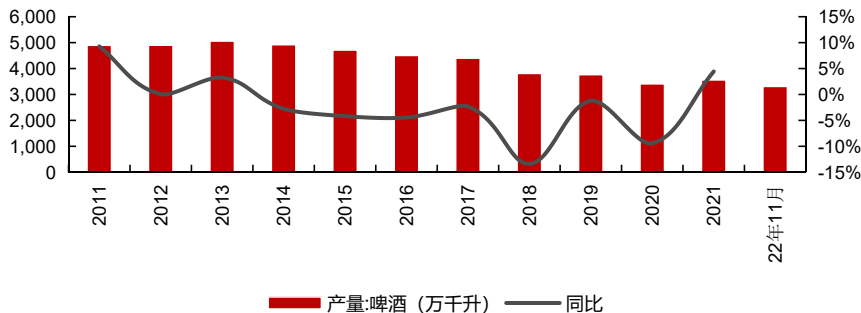


# 金属包装展望：需求恢复&成本下行，看好金属包装利润中枢上行

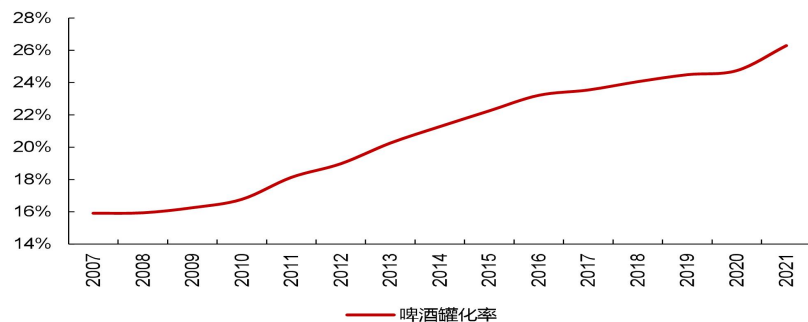
## ➤ 下游需求正处于恢复期，龙头业绩或逐季改善

- **伴随疫情好转，金属包装需求或逐步恢复。**中长期看，伴随啤酒罐化率提升，二片罐需求持续向好。从成本的角度来看，罐化率提升将优化金属包装企业成本，我们按照0.38元/罐的行业历史低价来测算，罐化率每提升1pct，可以带来约11亿二片罐需求，对行业需求拉动约3pct。假设未来啤酒罐化率最终可以达到欧美发达国家水平，则可带来超过100亿元的市场空间。
- **行业供需稳步改善，驱动行业盈利上行。**海外企业逐步退出，行业加速整合强化产业链议价能力。

图表：年累计啤酒产量（万千升）



图表：啤酒罐化率逐年提升 (%)



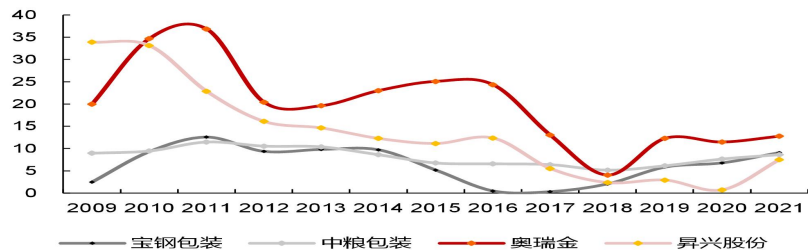
资料来源：wind，欧睿，民生证券研究院

# 05

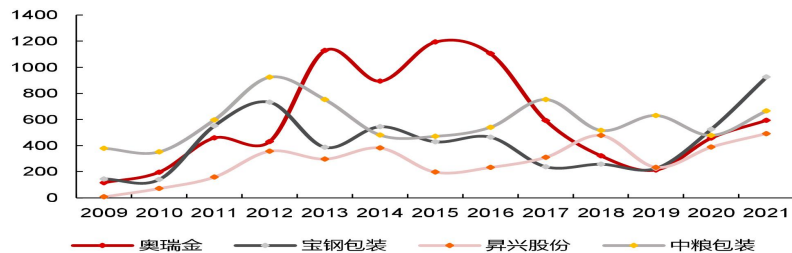
## 金属包装竞争格局优化

- 行业洗牌过后竞争格局优化，二片罐盈利反转。1) 行业整合加速：包括昇兴收购太平洋包装、奥瑞金收购波尔中国等；2) 行业资本开支提高：进入20年后头部企业资本开支明显上升，进一步加强头部企业竞争优势；3) 行业开工率触底反弹，随着二片罐市场供求关系的改善，产能利用率提升，行业整体经营环境步入良性回归的通道。同时随着啤酒罐化率持续提升，行业集中度提升后议价能力的增强带动盈利修复。随着国内疫情管控政策的彻底开放，需求逐渐转好或迎来二片罐企业的盈利反转。

图表：金属包装企业ROE (%)



图表：金属包装企业资本开支 (百万元)



资料来源: wind, 雪球, 公司公告, 民生证券研究院

图表：包装行业并购情况

首次披露时间	2022年8月16日	2018年12月13日	2017年8月31日	2017年3月15日	2015年11月9日	
投资方	昇兴股份	奥瑞金	福州兴瑞丰(昇兴股份为LP)	奥瑞金全资子公司堆龙鸿晖	中粮包装 奥瑞金	
投资标的	福州兴瑞丰所持太平洋制罐(北京, 100%)	波尔中国, 包括波尔北京(100%)、波尔佛山(100%)、波尔青岛(100%)、波尔湖北(95.69%)	太平洋制罐(沈阳, 35%)、太平洋制罐(青岛, 35%)	纪鸿包装(19%)	纪鸿包装(51%)	中粮包装(22.93%)
金额	3.01亿元	2.05亿美元	-	760万美元	6675万元	16.16亿港元
当前情况	拟收购	全年产能较收购初期提升8%	昇兴股份筹资3亿元收购福州太平洋	目前奥瑞金将持有的纪鸿包装14.1%股权全部转让给中粮包装	目前奥瑞金持有中粮包装24.4%股份	

**图表：造纸板块PETTM，纵轴为收盘点位**

**图表：包装板块重点公司**

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002701.SZ	奥瑞金	4.91	0.37	0.30	0.37	19	16	13	-
601968.SH	宝钢包装	6.61	0.24	0.28	0.35	44	24	19	-
002752.SZ	昇兴股份	5.22	0.17	0.29	0.38	39	18	14	-
0906.HK	中粮包装	4.28(HKD)	0.41	0.46	0.52	9	8	7	-
002831.SZ	裕同科技	32.9	1.09	1.62	1.97	30	20	17	推荐
002228.SZ	合兴包装	3.25	0.18	0.18	0.23	21	19	14	-
301296.SZ	新巨丰	15.94	0.44	0.43	0.61	36	37	26	-

资料来源：wind，民生证券研究院整理 备注：数据截至2023年01月03日，未覆盖公司数据采用wind一致预期，当日1港元=0.8827人民币

## 06. 风险提示

- 1) **宏观方面：需求恢复不及预期的风险。** 疫情管控措施放松后，病例或在短时间内增加，2023年上半年消费需求或受到负面影响。
- 2) **行业方面：行业内部竞争加剧的风险。** 经济承压带来家居、造纸、消费等行业内部竞争加剧，挤压企业利润。

# THANKS 致谢

## 民生轻工&中小盘研究团队：



**分析师 徐皓亮**

执业证号：S0100522110001

邮件：xuhaoliang@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

## 分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
回避		相对基准指数跌幅5%以上	

## 免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。