

纺服轻工行业业绩预告总结：22年压力释放，分化持续

2023年2月7日

看好/维持

纺服轻工 行业报告

观点综述：

2022年业绩预告披露结束后我们对纺服轻工行业做了总结和分析，整体上我们认为22年是压力释放的一年，同时压力之下呈现着分化。展望2023年收入的修复、盈利能力的回升在各个板块都值得期待。分版块具体看：

纺织服装 22年内外部压力兼有，23年服装家纺弹性更优，注重标的赛道和质地。2022年国内疫情的反复线下消费不畅，海外美联储加息及疫情补贴退坡后的消费疲软。服装家纺在22年仍然体现出赛道差异，休闲服、女装业绩降幅较大，港股运动服饰从流水数据判断收入端仍有增长。纺织制造，在22年下半年起出口下行明显，海外去库存将持续至23年。投资建议，港股运动服饰估值的修复仍在进行，并兼具业绩弹性，仍列为首要推荐，标的包括李宁、安踏体育等。A股服装家纺建议关注品类景气、运营质量高的公司。纺织制造端，建议关注以优质产能和优秀管理，绑定优质客户的制造企业，标的包括华利集团等。

家居用品板块 22年普遍承压，今年收入利润回升可期，推荐关注弹性大的定制家具板块。从业绩预告情况来看，家居用品板块承压明显。压力下家居龙头份额提升逻辑继续验证。而防控、地产等主要负面因素当前均有改善。展望2023，国内需求回暖、原材料价格相对较低、费用率向好确定性较高，行业收入利润有望实现双增。估值回归的背景下，短期业绩的回暖有望成为行情继续的催化剂，建议关注业绩高弹性标的，如依赖线下安装、业绩弹性更强的定制家具板块。长期我们持续看好优质家具龙头的配置价值。我们推荐经营质量高、当前估值较低的二线定制公司志邦家居、金牌厨柜；业绩确定性强的龙头欧派家居、顾家家居、喜临门；智能马桶品类保持景气，有望推动公司持续增长的瑞尔特。

造纸板块 Q4业绩仍有压力，23年盈利改善已现端倪，推荐业绩弹性较大的特种纸企，关注大宗纸企盈利修复。2022年Q4造纸板块仍受到需求疲软和原材料昂贵的影响，白卡纸、箱板瓦楞纸盈利表现较差，文化纸、特种纸盈利相对具有一定韧性。2023年疫情防控优化，需求迎来修复，纸企已有提价动作；海外浆厂投产，阔叶浆价已处下行趋势。纸企盈利修复可期，推荐业绩弹性较大的特种纸企（仙鹤股份等），关注大宗纸企（太阳纸业等）盈利的修复。**包装板块** Q4整体承压，个别龙头表现突出，2023年行业有望复苏。包装行业与经济景气度密切相关，因此2022年Q4多数包装企业出现业绩下滑或持续亏损。个别龙头企业（例如裕同科技）凭借市场份额提升、智能制造降本增效，仍保持较快增长。2023年经济景气度受到提振，包装需求有望回暖，关注盈利改善或保持快速增长、竞争壁垒较高的龙头企业。

重点推荐：

李宁、安踏体育、波司登、台华新材、华利集团、志邦家居、金牌厨柜、欧派家居、瑞尔特、裕同科技、仙鹤纸业、太阳纸业

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险

未来3-6个月行业大事：

无

行业基本资料

占比%

股票家数	268	5.3%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	16972.73	1.8%
流通市值(亿元)	12213.38	1.7%
行业平均市盈率	22.16	
市场平均市盈率	13.76	

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

1. 核心观点：22 年各版块压力释放，23 年关注业绩弹性兼考虑估值

2022 年业绩预告披露结束后我们对纺织服装行业做了总结和分析，整体上我们认为 22 年是压力释放的一年，同时压力之下呈现着分化。展望 2023 年收入的修复、盈利能力的回升在各个板块都值得期待。分版块具体看：

（1）纺织服装：

A 股纺织服装 2022 年业绩普遍承压，纺织好于服装家纺。申万纺织服装行业共计 61 家公司公布 2022 年业绩预告，其中盈利 24 家，亏损 37 家，盈利中预增仅 10 家，整体业绩压力较大。2022 年是国内外压力共同显现的一年，国内疫情的反复线下消费不畅，海外美联储加息及疫情补贴退坡带来的消费趋于疲软。分版块看，服装家纺的压力较之于纺织制造更大。服装家纺 36 家公布业绩预告的公司里，14 家盈利（仅 3 家预增），22 家亏损；纺织制造 19 家公布业绩预告的公司里 10 家盈利（6 家预增），9 家亏损。饰品公司，6 家公布业绩预告的公司全部为亏损。

22 年的业绩分化，赛道是重要因素。服装家纺方面，2022 年社零限额以上服装类商品销售累计下跌 6.5%，销售整体承压，分品类看，休闲装、女装等代表公司普遍业绩大幅度下跌，A 股仅牧高笛一家业绩有正向增长，主要牧高笛专注于户外露营赛道近年景气度高；综合考虑港股公司，港股的运动品牌根据其公布的各季度流水，22 年全年四家公司预计销售流水都有正向的增长，表明运动的景气度相对较高。纺织制造方面，2022 年纺织品出口累计增 2%，服装类出口累计增 3.2%，上半年较好、下半年进入负增长区间。上市公司看，鲁泰、健盛集团等与优质品牌绑定的纺织公司，抗风险能力和订单景气度更好。

展望 23 年，服装家纺复苏弹性较好，纺织制造业绩仍待观察。服装家纺方面，2022 年国内零售额增速虽有回落，但随着目前供应链全面恢复和消费预期向好，未来一段时间国内消费增长空间较大。纺织制造方面，海外库存去化仍在进行，订单的恢复仍待时日。品牌服装家纺方面，仍然看好三种类型公司的成长性：1）处于赛道景气，跟随行业规模扩容，主要是运动服饰赛道，代表公司为比音勒芬。2）品牌势能处于上升期的，其品牌理念和设计符合年轻消费者偏好，如报喜鸟、嘉曼服饰旗下的哈吉斯、哈吉斯 kids。3）品牌矩阵打造较好，有接力品牌的公司。纺织制造端，我们预计去库存将在 22Q4 和 23Q1 持续，预计 23Q1 后将进入补库，纺织制造企业的订单届时有望出现回暖。

投资建议：港股运动服饰估值的修复仍在进行，叠加 2023 年线下消费修复带来的业绩弹性，仍列为首要推荐版块，标的包括李宁、安踏体育等。A 股服装家纺建议关注品类较为景气、运营质量高的公司。纺织制造端，建议关注以优质产能和优秀管理，绑定下游优质客户的制造企业，标的包括华利集团、台华新材、申洲国际等。

（2）家居：

业绩预告情况总览：家居用品板块共有 66 家公司，发布 2022 年业绩预告的共有 37 家，其中预增 12 家，预减 5 家，首亏 11 家，扭亏为盈 4 家，续亏 5 家。总结来看，2022 年正向预告（预增、扭亏为盈）的公司共计 16 家，21 年同期为 10 家；负向预告（预减、首亏、续亏）的公司共计 21 家，21 年同期为 19 家。2022 年正向预告公司较多，但其中有 7 家主要因 2021 年出现减值而实现的利润增长，这 7 家 2022 年净利润中位数对比 2020 年均为下滑。从业绩预告情况来看，家居板块在 2022 年承受较大的压力。

压力下的增长凸显出龙头优势，主要负面因素当前已有缓解。在压力下，也有诸多亮点：1、家居龙头优势凸显，家具龙头中欧派家居与索菲亚披露了业绩预告，收入中位数在四季度仍保持增长。压力下份额进一步提高，凸显出龙头公司在渠道、产品、品牌等方面稳固的优势地位。叠加疫情下中小企业出清加速，未来龙头份额提升逻辑有望持续验证；2、部分出口为主的企业抓住细分机会，业绩高增。嘉益股份、海象新材、永艺股份等，抓住海外保温杯、PVC 地板等细分机会，同时受益于人民币贬值，利润端增速较高。家居行业压力主要来自防控和地产两大压力，疫情防控以及放开后的冲击，使得家居行业在获客、销售及后续的安裝流程上均有较大影响；地产竣工下滑影响新房需求。当前疫情影响已大幅降低，且地产端政策持续放松，两大压制因素有明显改善。

展望 2023 全年，负面因素缓解，收入利润双增可期。国内疫情的放开与地产的预期回升，有望驱动家居需求明显向好，推动企业收入端恢复增长；海外方面，库存积压情况我们认为将缓解，但加息带来的衰退或将持续，预计海外整体家居需求将保持平稳。毛利率方面，原材料价格 22 上半年维持高位，行业整体承压，当前原材料价格普遍回落在低位，今年毛利率或将回升；费用率方面，2022 年收入端普遍不及公司预期，同时费用预算在年初制定，因此费用率均有提升。今年收入回暖有望，同时各公司普遍在费用投放上会趋于保守，因此行业整体费用率下降确定性较高。综合来看，我们看好行业收入端的向好以及利润率的回升。

投资建议：家具板块估值已回到历史平均水平，短期业绩的回暖有望成为行情继续的催化剂，建议关注业绩高弹性标的，如依赖线下安装、业绩弹性更强的定制家具板块。长期来看，份额提升为家具龙头带来长期成长空间，我们认为是具备一定稀缺性的，我们持续看好优质家具龙头的配置价值。我们推荐经营质量高、有望复刻龙头发展路径且当前估值较低的志邦家居、金牌厨柜；业绩确定性强的欧派家居、顾家家居、喜临门；智能马桶、PVC 地板等品类保持景气，建议关注相关细分品类公司，包括组件和智能马桶瑞尔特。

（3）造纸包装：

截至 1 月 31 日，造纸板块共有 11 家公司发布业绩预告：（1）2022 年归母净利润（预告中值）同比增长的公司 2 家，占比 18%；同比下降、由盈转亏的公司分别为 6 家、3 家，占比 55%、27%。（2）单季度来看，第四季度归母净利润（预告中值）同比增长、扭亏为盈的公司分别为 1 家、2 家，占比 9%、18%；同比下降、由盈转亏的公司分别为 2 家、3 家，占比 18%、27%；其余 3 家公司继续亏损。

预估 Q4 白卡纸盈利承压，文化纸特种纸盈利具备韧性。木浆系纸种方面，2022 年 Q4 纸企成本压力估计仍然较大，原材料方面木浆、木片价格高居不下（阔叶浆、针叶浆价格同比+43%、+34%，环比 Q3 基本持平），能源等其他成本亦相对偏高。产品价格方面，Q4 处于造纸行业旺季，但经济受到疫情扰动较大，部分纸品涨价幅度受限，甚至承压下行。

根据纸企业业绩预告来看，白卡纸业务或使得纸企业承压更为明显，博汇纸业、晨鸣纸业 Q4 由盈转亏；估计主要由于白卡纸由于需求疲软、行业产能增加，Q4 价格出现回落（同比-6%，环比-8%）。文化纸、特种纸业务盈利能力或相对具有韧性，岳阳林纸、冠豪高新、齐峰新材等 Q4 扣非归母利润环比改善；估计主要由于文化纸具备一定刚需基础，旺季价格有所提振（双胶纸、铜版纸价格同比+18%、+10%，环比+6%、+3%），而特种纸竞争格局较好，部分纸种价格或有涨价落地。

箱板瓦楞纸 Q4 盈利表现相对较差。废纸系纸种方面，2022 年 Q4 受到疫情和经济原因影响，下游需求疲软导致产品价格走低（Q4 山鹰国际产品均价同比-20%、环比-7%），开工不足造成固定费用占比增加，导致纸企盈利表现相对较差。山鹰国际 Q4 亏损规模环比扩大（剔除 15 亿元商誉减值影响），景兴纸业、森林包装等箱板瓦楞纸企业的盈利亦处于低位水平。

造纸盈利改善已现端倪，关注成本下行与需求修复。进入 2023 年，纸企原材料成本压力缓解可期。随着 Arauco 阔叶浆项目的投产，阔叶浆价格已呈现回落趋势，后续 UPM 阔叶浆项目的投产将进一步改善供需。针叶浆虽然由于供给问题，价格目前相对坚挺，但阔叶浆价格的回落对于针叶浆价格构成一定压制。与此同时，随着疫情管控优化，下游需求有望回暖，纸价有望得到支撑。近期主要纸企已发布白卡纸涨价函，后续文化纸旺季期间亦有望提价，纸价受疲软需求压制的局面有望结束（但仍需关注行业产能投放情况）。建议关注盈利相对浆价弹性较大的特种纸龙头，并关注文化纸、包装纸企业盈利修复。推荐仙鹤股份、太阳纸业。

截至 1 月 31 日，包装印刷板块共有 21 家公司发布业绩预告：（1）2022 年归母净利润（预告中值）同比增长、扭亏为盈的公司分别为 5 家、1 家，占比 24%、5%；同比下降、由盈转亏的公司分别为 6 家、6 家，占比 29%、29%；其余 3 家公司同比继续亏损。（2）单季度来看，第四季度归母净利润（预告中值）同比增长、扭亏为盈的公司分别为 3 家、3 家，占比 14%、14%；同比下降、由盈转亏的公司分别为 5 家、3 家，占比 24%、14%；其余 7 家公司继续亏损。

由于包装行业与下游工业和消费的景气度密切相关，2022 年受到疫情和经济因素的影响，包装企业普遍出现盈利下滑的情况。其中，烟标行业同时受到市场化程度提升、竞争加剧的影响，部分龙头企业销量与价格出现下滑。尽管如此，行业内仍有业绩表现亮眼的公司，例如裕同科技（按预告中值，2022 年归母净利润同比 +50%，其中 Q4 同比 +45%）。我们预计公司凭借突出的竞争优势，市占率持续提升，多元化业务开拓顺利，同时通过智能工厂实现了进一步的降本增效。

展望 2023 年，预计疫情管控优化后，经济景气度的回升有望带动包装需求的回暖。关注盈利改善或保持快速增长、竞争壁垒较高的龙头企业。

（4）电子烟：

根据电子烟制造龙头思摩尔国际公布的业绩预告，其 2022 年经调整净利润 23.85 亿-28.97 亿元，预告中值 26.41 亿元，同比下降 51%；对应 Q4 经调整净利润 2.97-8.09 亿元，预告中值 5.53 亿元，同比下降 59%。行业方面，思摩尔的业绩下滑反映了国内电子烟的短期疲软，海外换弹式产品的竞争压力；公司自身亦有面向客户让利、费用投放增加等影响业绩的因素。

中国市场方面：我们预估《电子烟》国标实施以及消费税征收之后，产品口味的限制和价格的上涨影响了消费者的购买。近期部分国内主流品牌宣布产品降价，幅度在 12%-26% 左右。终端降价或有利于终端销售的改善，但是在消费税的压力下，制造和品牌企业的盈利空间可能受到一定压缩；行业景气度的回升或仍需关注产品口味审批的迭代。此外，国标实施前的风味产品库存、违规产品的地下流通，进一步影响了国标产品的销售情况，其影响有望随着风味产品库存消耗、监管部门执法趋严而减小。

海外市场方面：换弹式产品在欧美市场受到快速增长的一次性产品挑战。美国市场方面，一次性产品将会受到 FDA 口味监管和 PMTA 审批的限制，换弹式产品的竞争压力取决于 FDA 的执法力度；中长期来看，监管有利于英美烟草等头部企业的份额提升。欧洲市场方面，英美烟草等烟草龙头加入一次性产品布局，有望带动该品类与制造企业相关业务的快速增长，同时仍需关注监管政策的进一步发展。

建议关注思摩尔国际。公司具备技术研发与制造优势，绑定国内外优质大客户。2022 年公司海外业务受到降价让利客户的影响，后续产品价格有望回归稳定。同时公司与英美烟草等客户合作推出的一次性产品销售快速增长，英美烟草在美国市场的份额亦在持续提升。

【重点推荐】李宁、安踏体育、波司登、台华新材、华利集团、志邦家居、金牌厨柜、欧派家居、瑞尔特、

裕同科技、仙鹤纸业、太阳纸业

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险

2. 风险提示

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险。

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺织&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责造纸、包装、电子烟等研究方向。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年 4 月加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他销售轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526