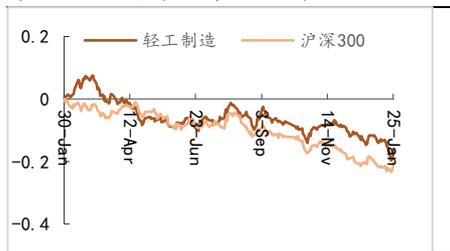


评级：看好

核心观点

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-81152649

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 轻工制造行业 2023 年度投资策略：黎明将至，周期拐点隐现 20221204
- 轻工制造行业 2022 年中期投资策略：云开月明，优选龙头 2022.6.28
- 轻工纺织行业 2022 年度投资策略：“变”中求“进”，细分龙头握先机

- 我们关于轻工制造板块 2024 年投资策略为：精修内功，伺机而动。展望 2024 年，我们认为轻工制造领域出海企业经营有望拐点向上，内销市场仍需静待整体消费环境复苏，各细分赛道中积极变革精修内功的企业有望持续获得发展先机，实现卓越发展。**建议把握四条投资主线：一是重点关注出口链复苏机会；二是关注地产后周期中，在存量房装修市场具有竞争优势的细分龙头，其中渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的企业有望穿越周期，实现集中度快速提升；三是造纸包装及个护盈利水平弱修复开启，静待消费复苏；四是关注智能家居赛道机会。**
- **家具：需求仍有承压，优选具有 α 细分标的。**（1）**成品家具**：欧美地区家具业去库存接近尾声，成品家具企业出口收入弹性有望释放，重点推荐**顾家家居、永艺股份**等；而内销市场短期行业规模增长有所承压，但后续随居民消费意愿恢复及家居企业整装、套系化、更优性价比产品服务组合推出，成品家具内销收入端有望回补，推荐**顾家家居、慕思股份**等。（2）**定制家具**：我国潜在新房装修及存量房翻新需求仍旧充沛，建议重点关注地产后周期中，在存量房装修市场具有竞争优势的细分龙头，推荐**欧派家居、索菲亚**，关注**志邦家居、金牌厨柜、江山欧派**等。
- **造纸与包装印刷：纸企盈利水平弱修复开始，24 年静待消费复苏。**（1）**木浆系**：需求缓慢复苏，纸企盈利水平逐步改善，建议关注竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头**仙鹤股份、五洲特纸**，以及原料木浆自给率高、规模优势深厚的浆纸龙头**太阳纸业**。（2）**废纸系**：纸企盈利回升仍需静待需求回暖。关注规模及成本优势领先，盈利弹性有望随纸价复苏释放的包装纸龙头**山鹰国际**。
- **个护：女性卫生用品规模稳增，婴儿及成人失禁用品短期增长承压。**展望后续，我们认为中国吸收性卫生用品行业未来将呈现三大发展趋势，即“中国质造”与渠道裂变助推国产品牌崛起；制造与品牌运营分工将长期共存，并日趋专业化；产品升级为持续主题，经期裤与成人卫生用品蓝海市场空间待开启。推荐**百亚股份**，关注**可靠股份、豪悦护理**。
- **办公及其他轻工：规模相对稳定，龙头领先优势愈加明显。**（1）**办公文具**：长期仍有空间，龙头优势扩大。推荐传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的**晨光股份**。（2）**智能家居**：风口再起，饱含商机。我们认为智能家居行业竞争过程中，在某一赛道做到绝对领先后逐步开辟第二增长曲线企业有望持续获得领先优势，推荐**公牛集团、欧普照明、好太太**等。（3）**家居建材零售**：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流。线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。推荐数字化转型领先的**居然之家**，积极关注**美凯龙**等。
- **风险提示**：原料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率波动风险。

目录

1 轻工制造板块回顾：文娱及家居承压，包装及造纸较有韧性	1
1.1 行情回顾：文娱用品领跌，包装及造纸较有韧性.....	1
1.2 机构持仓：机构及北向资金更青睐板块龙头.....	1
2 行业复盘&展望：需求弱复苏，重视自有品牌出海	3
2.1 家具：需求仍有承压，优选具有 α 细分标的.....	3
2.1.1 定制家具：需求仍有承压，渠道变革持续.....	3
2.1.2 成品家具：外销需求逐步回暖，内销需求稳健.....	8
2.2 造纸及包装：纸企盈利水平弱修复开始，24 年静待消费复苏.....	13
2.2.1 木浆系：需求缓慢复苏，纸企盈利水平逐步改善.....	13
2.2.2 废纸系：废纸系纸企盈利回升仍需静待需求回暖.....	16
2.3 个护：女性卫生用品规模稳增，婴儿及成人失禁用品短期增长承压.....	18
2.3.1 女性卫生用品：结构升级助行业规模稳定，国产品牌市占率提升.....	18
2.3.2 婴儿卫生用品：行业规模下滑，国产品牌崛起.....	20
2.3.3 成人失禁用品：竞争激烈，短期量价提升承压.....	22
2.4 办公及其他轻工：规模相对稳定，龙头领先优势愈加明显.....	24
2.4.1 办公文具：长期仍有空间，龙头市占率领先优势明显.....	24
2.4.2 智能家居：风口再起，饱含商机.....	26
2.4.3 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流.....	27
3 投资策略：精修内功，伺机而动	29
3.1 精修内功，伺机而动.....	29
3.2 重点个股：行业分化加速，龙头市占率有望进一步提升.....	30
3.2.1 家具：渠道力与自有品牌优势强化.....	30
3.2.2 造纸与包装印刷：成本管控能力与产能扩张为竞争核心关键.....	31
3.2.3 个护：重视国产品牌份额提升.....	32
3.2.4 办公及其他轻工：行业韧性较强，关注品牌力、渠道力及数字化转型.....	32
4 风险提示	33

插图目录

图 1 年初以来轻工制造板块跑赢大盘 4.13 pct	1
图 2 年初以来包装印刷及造纸板块涨幅领先	1
图 3 年内轻工板块涨跌幅在 31 个子行业中位列 17 位	1
图 4 出口链相关个股涨幅较好, 家具相关个股表现较弱	1
图 5 截止 2023 年 Q3 轻工板块机构持仓前 20 名	2
图 6 截止 2023 年 Q3 轻工板块基金持仓前 20 名	2
图 7 轻工制造板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况	2
图 8 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年	3
图 9 商品房销售面积同比增速转正时, 家具与厨电公司估值中枢上移	4
图 10 我国居民可支配收入季度表现情况	4
图 11 近两年中国消费者信心指数低于疫情前水平	4
图 12 前置 2 年新开工面积与竣工面积增速拟合	5
图 13 近年施工面积与竣工面积规模对比情况 (万平方米)	5
图 14 2000-2022 年我国城镇存量住宅数量 (万套)	5
图 15 2020-2040 年我国存量房翻新需求占比测算	5
图 16 家具类零售额当月值及当月同比增速 (亿元)	6
图 17 建材家居卖场销售额当月值及当月同比增速 (亿元)	6
图 18 主要定制家具公司经销渠道收入占比	6
图 19 主要定制家具公司大宗业务收入占比	6
图 20 我国住宅新开工及竣工数据	9
图 21 我国流动人口总规模情况	9
图 22 中国家具及坐具等出口金额表现	10
图 23 中国家具及坐具等进口金额表现	10
图 24 中国家具及坐具等出口金额当月表现	10
图 25 中国家具及坐具等进口金额当月表现	10
图 26 2022 年中国内地坐具 (商品编码 9401) 出口结构	11
图 27 2022 年中国内地寝具 (商品编码 9404) 出口结构	11
图 28 美国新建住房销售及成屋销售情况表现	11
图 29 美国成屋销售与家具销售关联度较高	11
图 30 美国家具及家居摆设批发商库存 (单位: 百万美元)	12
图 31 美国家具及家居摆设批发商库存销售比	12
图 32 近十年 MDI 及 TDI 价格 (元/吨)	12
图 33 近五年软泡聚醚及硬泡聚醚价格 (元/吨)	12
图 34 各公司汇兑损益占净利润之绝对值	13
图 35 平均汇率: 美元兑人民币	13
图 36 中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI) 情况	13
图 37 全国主要港口集装箱吞吐量及增速	13
图 38 芬兰 UPM 海运发运量情况 (船)	14
图 39 加拿大 Canfor Pulp 海运发运量情况 (船)	14
图 40 欧洲本色浆库存量处于高位	14
图 41 欧洲漂针木浆库存处于较高水位	14

图 42 欧洲本色浆及漂白针叶浆库存天数 (天)	14
图 43 中国纸浆进口数量及增速	15
图 44 我国港口纸浆库存情况 (万吨)	15
图 45 商品浆外盘报价情况 (元/吨)	15
图 46 我国纸浆市场均价 (元/吨)	15
图 47 我国白板纸与白卡纸市场均价 (元/吨)	16
图 48 我国双胶纸与铜版纸市场均价 (元/吨)	16
图 49 我国白板纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	16
图 50 我国白卡纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	16
图 51 我国双胶纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	16
图 52 我国铜版纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	16
图 53 国内废黄板纸价格走势情况 (元/吨)	17
图 54 瓦楞纸进口量月度变化情况 (万吨)	17
图 55 箱板纸工厂库存情况 (万吨)	17
图 56 瓦楞纸工厂库存情况 (万吨)	17
图 57 箱板纸市场均价走势情况 (元/吨)	17
图 58 瓦楞纸市场均价走势情况 (元/吨)	17
图 59 我国箱板纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	18
图 60 我国瓦楞纸行业吨毛利及毛利率走势 (元/吨)	18
图 61 中国 15-49 岁女性人群数量	18
图 62 我国女性卫生用品行业规模稳定增长 (亿元)	18
图 63 我国女性卫生用品零售量保持稳定	19
图 64 我国女性卫生用品均价缓慢上行	19
图 65 中国女性卫生用品渠道结构 (单位: %)	19
图 66 我国女性卫生用品行业竞争格局情况 (企业)	20
图 67 我国女性卫生用品行业竞争格局情况 (品牌)	20
图 68 我国年度新出生人口数量	20
图 69 我国婴儿纸尿裤渗透率提升	20
图 70 我国婴儿卫生用品零售额规模连续两年下降	21
图 71 我国婴儿卫生用品零售量连续两年下降	21
图 72 中国婴儿卫生用品零售渠道结构 (单位: %)	21
图 73 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况 (企业)	22
图 74 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况 (品牌)	22
图 75 全球成人失禁用品行业规模情况 (亿美元)	22
图 76 我国成人失禁用品行业零售额规模 (亿元人民币)	22
图 77 近两年我国成人失禁用品零售量下降	23
图 78 我国成人失禁用品均价呈下降趋势	23
图 79 中国成人失禁用品零售渠道结构 (单位: %)	23
图 80 我国成人失禁用品行业竞争格局情况 (企业)	24
图 81 我国成人失禁用品行业竞争格局情况 (企业)	24
图 82 2023 年 1-12 月文化办公用品零售额同比下滑	25
图 83 我国在校生数量自 2013 年后重回正增长 (万人)	25
图 84 我国书写工具零售额及增长情况 (亿元)	25
图 85 我国书写工具市场集中度上行	25
图 86 中国零售书写工具市场品牌占有率情况	26

图 87 2017-2025 年全球/中国智能家居市场规模及预测.....	26
图 88 中国智能家居市场规模结构（分类别，单位%）.....	26
图 89 铜、铝等原材料均价同比变动情况（元/吨）.....	27
图 90 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况（元/吨）.....	27
图 91 各国住宅装修装饰不同阶段参与主体比较.....	27
图 92 中国室内家具零售额渠道结构.....	28
图 93 中国家电产品零售量渠道结构.....	28

表格目录

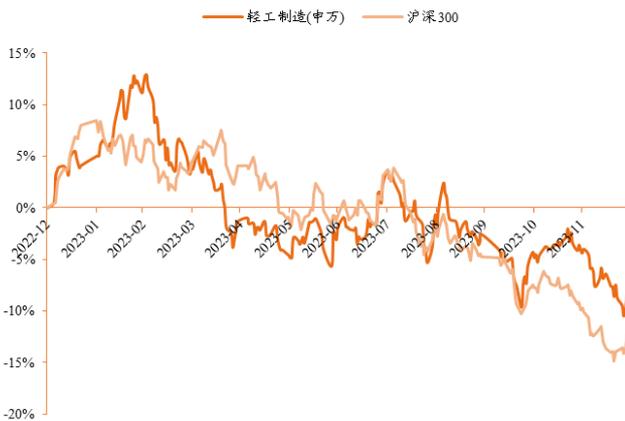
表 1 主要定制家具企业门店数量（家）.....	7
表 2 部分定制家具公司拓展整装业务情况.....	7
表 3 主要家具公司财务预测（截至 2024-01-22）.....	30
表 4 主要造纸与包装印刷公司财务预测（截至 2024-01-22）.....	31
表 5 主要个护公司财务预测（截至 2024-01-22）.....	32
表 6 主要办公及其他轻工公司财务预测（截至 2024-01-22）.....	33

1 轻工制造板块回顾：文娱及家居承压，包装及造纸较有韧性

1.1 行情回顾：文娱用品领跌，包装及造纸较有韧性

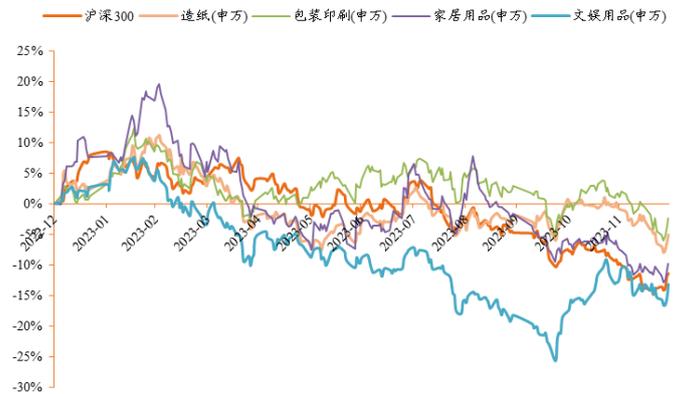
2023 年年初以来（截至 12 月 29 日收盘）沪深 300 指数下跌 11.38%，轻工制造板块下跌 7.25%，跑赢大盘 4.13pt，在 31 个子行业中位列第 17 名。在年初国内保交付政策催化，家具板块走势较好，但进入二季度随地产销售及终端零售恢复偏弱，家具板块走弱；同时在浆价回落及消费复苏预期下造纸及包装印刷表现相对稳健，年内包装印刷/造纸板块分别下跌 2.43%/5.06%，分别跑赢轻工制造板块 4.82/2.19pct，文娱用品/家居用品分别下跌 13.20%/9.76%，分别跑输轻工制造板块 5.95/2.50pct。

图 1 年初以来轻工制造板块跑赢大盘 4.13 pct



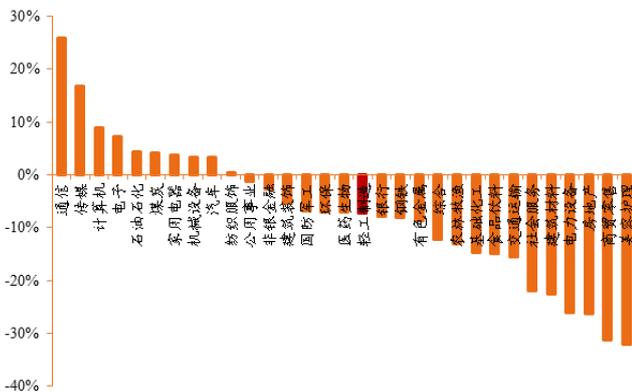
资料来源：Wind，首创证券

图 2 年初以来包装印刷及造纸板块涨幅领先



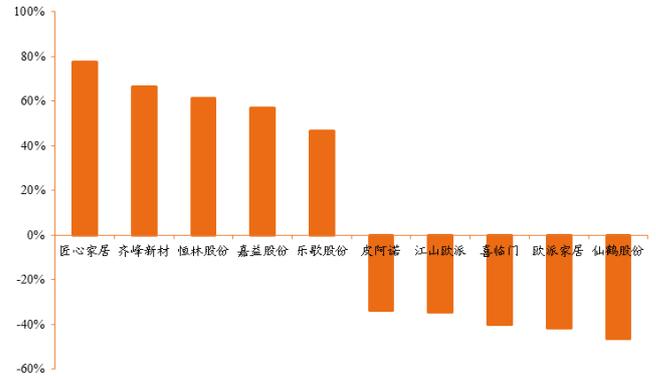
资料来源：Wind，首创证券

图 3 年内轻工板块涨跌幅在 31 个子行业中位列 17 位



资料来源：Wind，首创证券

图 4 出口链相关个股涨幅较好，家具相关个股表现较弱



资料来源：Wind，首创证券

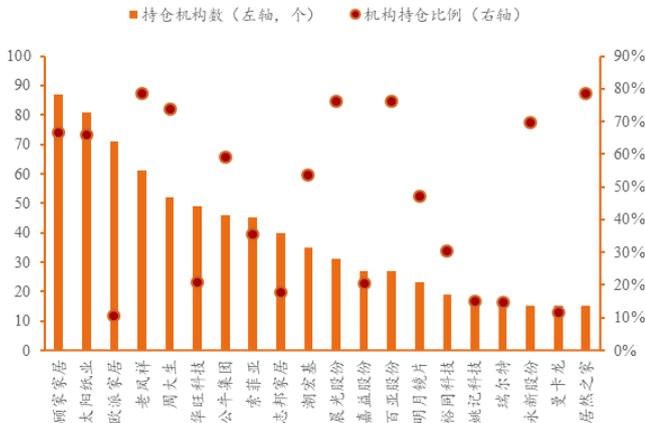
1.2 机构持仓：机构及北向资金更青睐板块龙头

机构及北向资金更青睐板块龙头。机构持仓及基金持仓方面，截至 2023 年 9 月 30 日，顾家家居（持仓机构数 87；持仓基金数 79）、太阳纸业（持仓机构数 81；持仓基金数 75）、欧派家居（持仓机构数 71；持仓基金数 65）、老凤祥（持仓机构数 61；持仓基金数 55）、周大生（持仓机构数 52；持仓基金数 45）分列轻工制造板块机构及基金持仓前 5 名。龙头公司当前估值性价比已经充分凸显，受机构关注度较高。

从北向资金持股比例变动情况来看，截至 2023 年 12 月 29 日收盘，轻工制造板块沪/深股通持股比例前 10 名分别为索菲亚(11.33%)、吉宏股份(7.27%)、裕同科技(6.54%)、

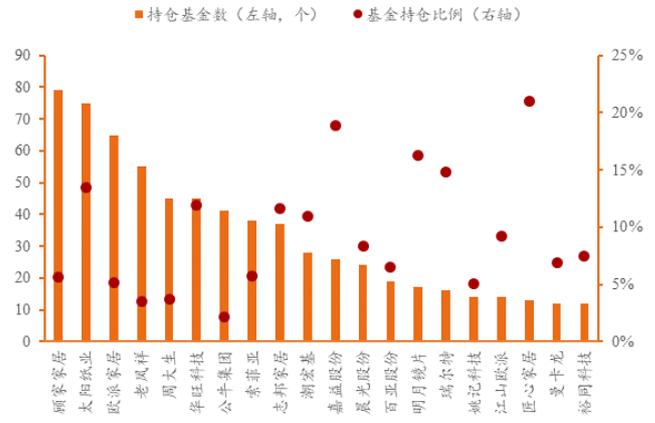
欧普照明 (5.38%)、顾家家居 (4.88%)、晨光股份 (4.44%)、百亚股份 (3.49%)、中顺洁柔 (3.28%)、梦百合 (2.64%)、欧派家居 (2.55%)。

图 5 截止 2023 年 Q3 轻工板块机构持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 6 截止 2023 年 Q3 轻工板块基金持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 7 轻工制造板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023/12/29
定制家具												
002572.SZ 索菲亚	18.61%	21.12%	20.14%	14.37%	13.29%	10.62%	10.11%	13.04%	15.31%	12.25%	14.20%	11.33%
300616.SZ 高品宅配	0.69%	1.04%	0.89%	0.68%	0.58%	1.60%	1.85%	1.46%	0.26%	0.19%	0.13%	0.12%
603833.SH 欧派家居	6.61%	6.38%	6.67%	7.23%	7.41%	6.41%	5.23%	4.51%	4.91%	4.26%	3.71%	2.55%
603801.SH 志邦家居	3.60%	3.28%	3.53%	2.31%	2.40%	1.36%	1.93%	3.02%	3.38%	2.81%	3.46%	1.65%
603898.SH 好莱客	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
603180.SH 金牌厨柜	1.08%	0.40%	0.65%	0.62%	1.13%	1.17%	0.40%	1.09%	0.73%	0.85%	1.32%	0.44%
成品家具												
603816.SH 顾家家居	3.76%	4.30%	5.07%	4.69%	6.56%	7.95%	5.23%	5.46%	6.08%	6.17%	5.69%	4.88%
603008.SH 喜临门	2.47%	2.76%	1.35%	5.03%	6.46%	4.57%	1.83%	1.10%	1.07%	1.04%	1.00%	1.60%
001323.SZ 慕思股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	0.06%	0.25%	0.26%
603313.SH 梦百合	0.00%	0.12%	0.21%	0.48%	0.40%	2.13%	0.63%	0.31%	0.38%	0.72%	3.20%	2.64%
603848.SH 好太太	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.26%	0.16%	0.31%
603600.SH 永艺股份	1.32%	0.63%	0.56%	0.91%	0.61%	0.25%	0.19%	0.19%	0.19%	0.10%	0.10%	0.08%
603610.SH 麒盛科技	0.50%	0.64%	1.57%	7.52%	2.86%	1.51%	0.35%	0.43%	0.85%	0.42%	1.74%	0.95%
000910.SZ 大亚圣象	1.93%	2.86%	4.32%	5.13%	3.56%	2.97%	4.19%	3.68%	1.56%	0.90%	0.81%	0.25%
文模办公												
603899.SH 晨光股份	4.15%	5.65%	6.28%	5.16%	5.67%	6.54%	6.78%	7.26%	8.61%	7.15%	5.59%	4.44%
002301.SZ 齐心集团	0.31%	0.26%	0.29%	0.53%	0.62%	0.26%	0.16%	0.15%	0.51%	0.42%	0.73%	0.72%
造纸												
000488.SZ 晨鸣纸业	2.29%	1.61%	0.62%	0.80%	2.30%	0.92%	0.75%	1.01%	0.86%	0.91%	0.81%	0.65%
002078.SZ 太阳纸业	1.62%	2.06%	1.50%	1.13%	0.95%	1.40%	2.03%	1.83%	1.74%	1.56%	1.54%	2.35%
002511.SZ 中顺洁柔	6.72%	7.12%	4.48%	4.57%	4.87%	3.90%	3.65%	3.71%	4.22%	3.83%	2.89%	3.28%
600567.SH 山鹰纸业	1.62%	1.95%	1.64%	1.41%	1.10%	1.16%	1.19%	1.24%	1.21%	1.45%	0.98%	1.08%
600966.SH 博汇纸业	0.00%	0.32%	0.35%	0.39%	0.26%	0.58%	0.52%	2.22%	1.41%	0.94%	1.12%	1.22%
603733.SH 仙鹤股份	13.40%	2.80%	2.95%	3.34%	5.08%	4.46%	5.29%	4.78%	3.61%	2.04%	1.48%	1.29%
003006.SZ 百亚股份	0.00%	0.07%	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.14%	0.99%	1.69%	4.41%	3.49%
605009.SH 蒙悦护理	0.00%	0.12%	0.75%	0.00%	0.00%	0.00%	2.36%	0.75%	10.30%	9.63%	1.78%	1.60%
600963.SH 岳阳林纸	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.94%	0.41%	0.24%	0.35%
包装印刷												
002191.SZ 劲嘉股份	1.21%	2.96%	5.81%	4.09%	3.94%	1.64%	1.51%	1.83%	1.68%	1.43%	1.18%	1.59%
002585.SZ 双星新材	0.94%	1.91%	2.21%	1.59%	4.12%	2.51%	2.89%	1.20%	0.81%	0.90%	1.21%	1.03%
002701.SZ 奥瑞金	4.49%	3.50%	3.41%	3.08%	2.77%	2.72%	2.36%	2.38%	2.53%	2.58%	3.33%	2.12%
002803.SZ 吉宏股份	1.77%	1.74%	0.77%	0.70%	0.62%	0.60%	0.89%	1.49%	2.34%	0.52%	1.38%	7.27%
002831.SZ 裕同科技	7.70%	7.34%	6.85%	7.87%	7.69%	7.37%	7.33%	7.44%	8.45%	6.82%	6.40%	6.54%
600210.SH 紫江企业	3.16%	2.75%	2.04%	1.27%	3.29%	1.11%	0.82%	1.66%	1.80%	1.09%	2.93%	1.14%
601515.SH 东风股份	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.57%	0.43%	0.43%	0.41%	0.58%	0.64%	0.72%	0.71%
其他家用轻工												
603195.SH 公牛集团	8.71%	11.76%	18.30%	18.57%	17.90%	19.41%	16.96%	11.97%	1.40%	1.62%	2.15%	2.11%
603515.SH 欧普照明	4.17%	3.23%	2.96%	2.78%	2.49%	2.87%	2.60%	2.74%	3.30%	3.55%	4.86%	5.38%
000785.SZ 居然之家	0.01%	0.02%	0.24%	0.42%	0.30%	0.33%	0.46%	0.45%	0.42%	0.42%	0.37%	0.38%
601828.SH 美凯龙	0.37%	0.42%	0.43%	0.46%	0.50%	0.85%	0.40%	0.70%	0.48%	0.35%	0.33%	0.33%
605099.SH 共创草坪	0.00%	0.55%	1.00%	2.62%	2.45%	6.07%	5.33%	5.17%	5.22%	2.13%	6.64%	0.21%

资料来源: Wind, 首创证券

注: 深股通: 占全部 A 股数的百分比; 沪股通: 占流通 A 股数的百分比

2 行业复盘&展望：需求弱复苏，重视自有品牌出海

需求弱复苏，盈利能力有望持续向上。2023年初以来轻工制造行业需求呈现弱势复苏，叠加国内地产销售及竣工数据承压以及海外部分国家通胀压力加大等因素影响，轻工各细分板块收入端均有不同程度承压。供给方面，目前我国轻工制造行业成本端压力已出现缓解；随着原材料成本、海运成本的逐步回落，人民币贬值增厚出口企业汇兑收益，以及四季度众多促销旺季催化下前期营销费用投放效果显现摊薄销售费用率，我们看好后续轻工板块企业盈利能力进一步修复。

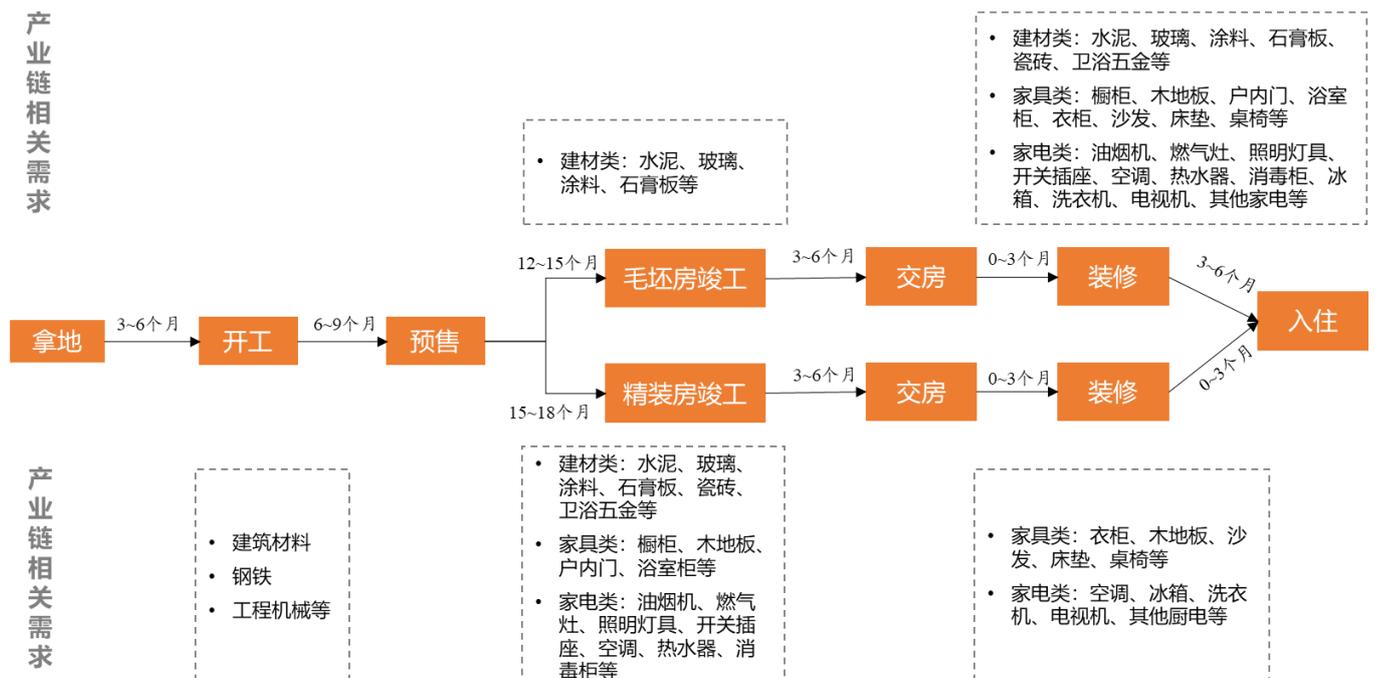
2.1 家具：需求仍有承压，优选具有α细分标的

2.1.1 定制家具：需求仍有承压，渠道变革持续

(1) 估值层面：地产销售承压&终端需求不振，2023板块估值持续走低

定制家具处于地产后周期链条，行业需求释放大约滞后商品房销售1-2年。目前我国定制家具需求主要来源于新房装修和存量房翻新，其中新房需求占据主导，存量房翻新需求占比呈提升趋势。

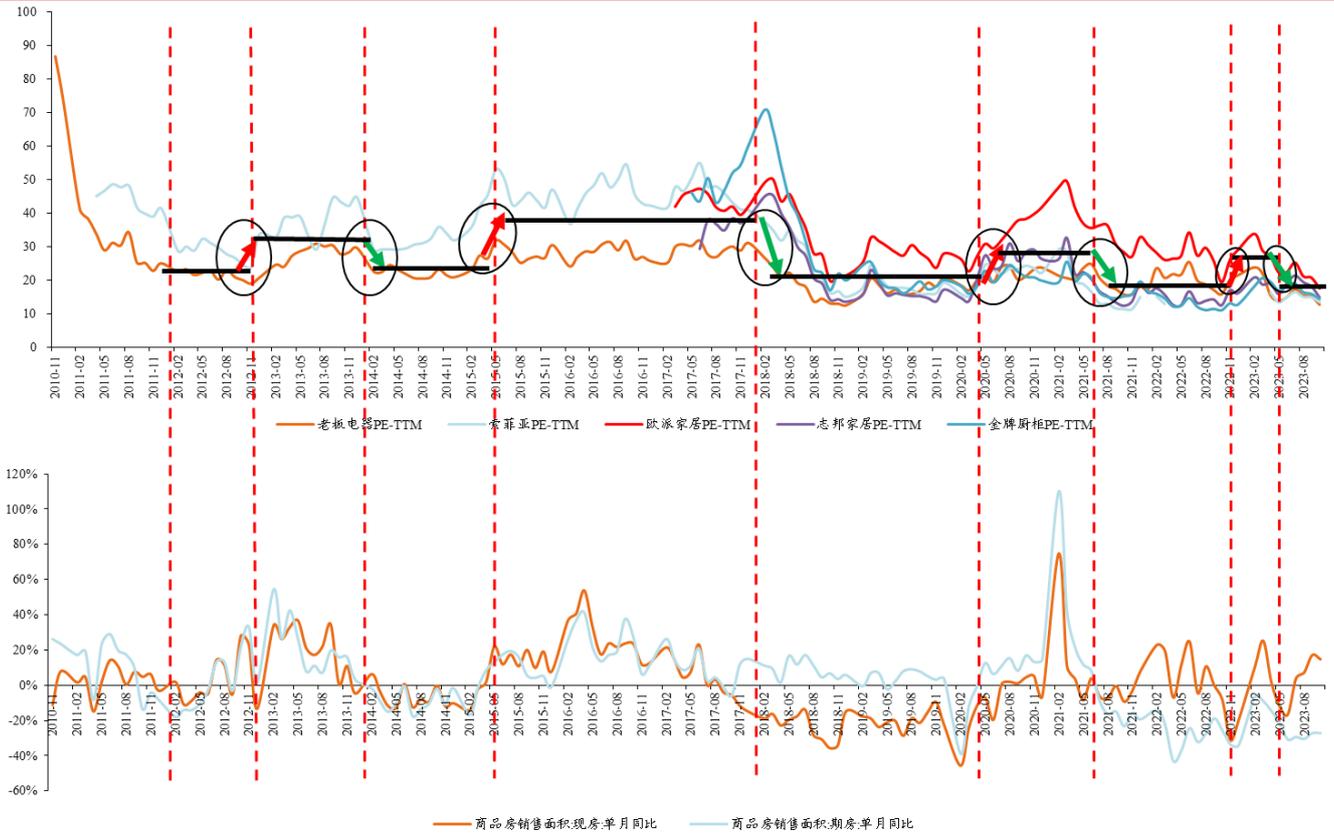
图 8 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年



资料来源：首创证券整理

地产销售数据直接影响定制家具与厨电板块估值，去年下半年以来地产后周期板块估值承压明显。我们通过对比 2010 年底以来商品房销售月度累计增速与同时期有代表性定制家具及厨电企业估值走势得出：在我国地产销售面积同比增速为正时，定制家具及厨电公司估值中枢较地产销售面积同比下滑时期有明显提升，2012 年 11 月与 2015 年 6 月分别为两个估值中枢上移分界点，2014 年 2 月和 2017 年 12 月分别为估值中枢下移分界点。2020 年下半年随着“新冠”疫情缓和，地产销售增速好转，定制家具及厨电公司估值上行，一直持续到 2021 年 5 月份，而进入 2021 年下半年，随着地产销售增速下降以及部分地产商出现债务危机，地产链相关标的估值持续受到压制。2022 年 12 月我国疫情管控放开，2023 年上半年受部分商品房集中交付短期利好，家具及厨电相关标的估值上行，但随着商品房销售进一步走弱，地产后周期个股估值再次下行。

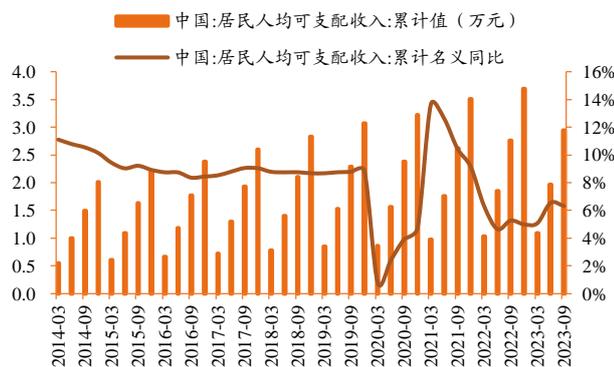
图 9 商品房销售面积同比增速转正时，家具与厨电公司估值中枢上移



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券整理

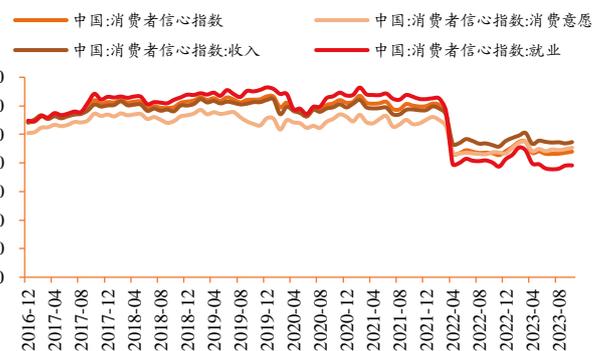
地产政策边际缓和，预期未来地产销售好转将带动板块估值抬升。2022 年以来，我国多地陆续推出放松限制性措施（如放松限价、放松限售、放松限贷、放松限购等）和放松商业贷款（如下调房贷利率、下调首付比例）等措施促进商品房销售恢复，但宏观经济环境以及居民消费信心走弱等一定程度弱化政策刺激效果，随着政策有序落地及市场信心恢复，预期未来地产销售好转将带动板块估值抬升。

图 10 我国居民可支配收入季度表现情况



资料来源：国家统计局，首创证券

图 11 近两年中国消费者信心指数低于疫情前水平



资料来源：国家统计局，首创证券

(2) 需求层面：潜在新房装修及存量房翻新需求充沛，居民消费力影响转化速度

短期：在竣工待竣工面积规模庞大，我们对 2024 年新房竣工面积增速不悲观。地产竣工滞后于新开工约 2 年，上轮周期中部分地产企业由于资金压力推延竣工以及新冠疫情影响出现两次竣工与新开工增速背离，致使在施工面积累积较多。2010-2021 年我国房屋在施工面积规模在持续扩大，2022 年 5 月开始我国房屋在施工面积累计值同比

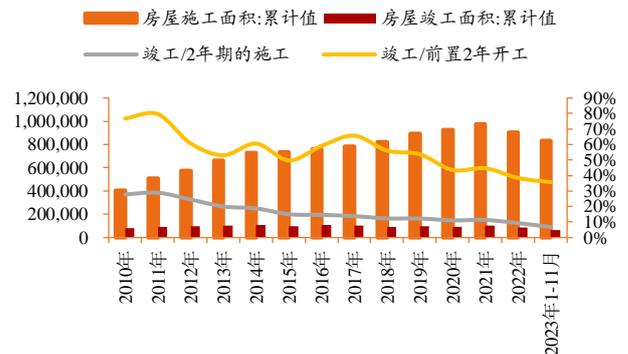
开始出现回落，2023年1-11月，我国房屋在施工面积累计值83.13亿平方米，同比下降7.20%，同期房屋竣工面积累计值6.52亿平方米，同比增长17.9%；竣工面积占前置2年施工面积比例仅为6.80%，占前置2年房屋新开工面积35.68%，占比环比均有下降。虽然房屋新开工面积于2021Q2后逐步走弱，但我们认为庞大的在施工面积仍对未来一段时间竣工转化提供量的支撑。随着地产企业流动性紧张问题得到缓解叠加“保交付”政策催化，预计2023Q4及2024年竣工面积/前置2年施工面积的转化率有望恢复。

图 12 前置 2 年新开工面积与竣工面积增速拟合



资料来源：国家统计局，首创证券

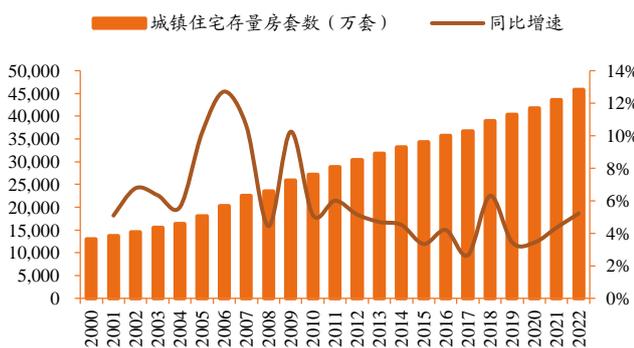
图 13 近年施工面积与竣工面积规模对比情况（万平方米）



资料来源：国家统计局，首创证券

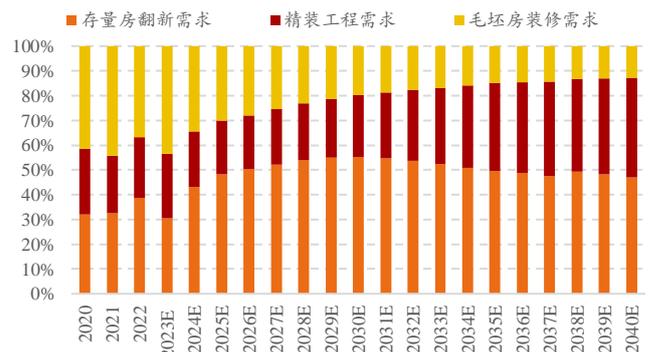
中长期：存量房翻新需求将占据家装需求主导，新房装修需求中精装需求占比提升。我们在城镇人口数量、人均住宅建筑面积等基础上进行测算，2022年我国城镇存量住宅数量约为4.6亿套，近15年的复合增长率约为4.86%。假设住宅竣工后第15年陆续开始翻新，则近15年存量房数量的持续扩大将对未来我国家具消费需求提供强大基本盘。对于未来我国家装需求结构方面，我们测算结果显示，至2030年我国存量房翻新需求占家装需求比例有望达到55.10%，随后由于2015-2020年住宅竣工面积有所下滑，造成对应的存量房翻新需求占比有所回落，但也仍将维持在45%以上水平，至2040年，我们预测我国存量房翻新需求比例约为46.90%。与此同时，未来我国新房装修市场结构也会发生变化，精装工程装修需求占比将逐步超越毛坯新房装修需求占比。

图 14 2000-2022 年我国城镇存量住宅数量（万套）



资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，首创证券测算

图 15 2020-2040 年我国存量房翻新需求占比测算



资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，奥维云网，首创证券测算

家具终端零售承压，“流量”竞争激烈，建材家居卖场率先恢复。定制家具产业链条较长，而且对线下安装和服务环节的要求较高。2020-2022年，多数城市针对疫情防控采取常态化措施，一方面影响了终端卖场门店的客流，另一方面则使得定制家具的量尺、配送、安装等环节受阻，家装需求无法有效转化。2023年以来，虽然没有疫情扰动，但受整体宏观环境影响，终端消费恢复偏弱，家具类零售持续承压，据国家统计局数据，2023年1-12月我国家具类零售额累计值（1516亿元）相较2019年1-12月累计值（1970.3亿元）复合增速-6.34%。而建材家居卖场销售额已超过疫情前水平，据商务部数据，2023

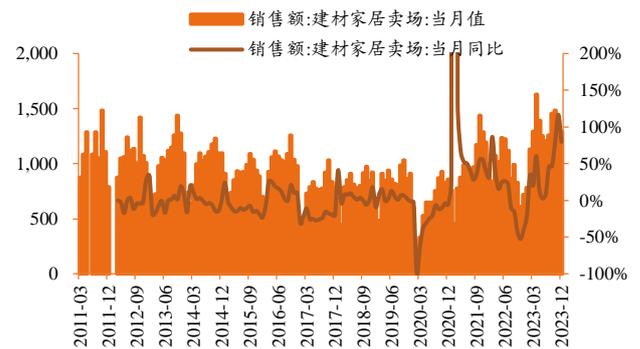
年1-12月我国建材家居卖场销售额累计值(15505.39亿元)相较2019年1-12月累计值(10057亿元)复合增速+11.43%，我们认为一方面疫情期间部分临街家居店面调整关闭或迁入家居卖场，使得建材家居卖场整体获客优势在疫情后更加明显；二是建材家居卖场在营销管理及招商方面更有针对性和系统性，能够更有效率提升商户和消费者交易及服务体验，带动卖场销售恢复情况好于家具类整体零售恢复情况。展望未来，我们认为在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导，龙头家居连锁商场份额或将不断提升。

图 16 家具类零售额当月值及当月同比增速（亿元）



资料来源：国家统计局，首创证券

图 17 建材家居卖场销售额当月值及当月同比增速（亿元）

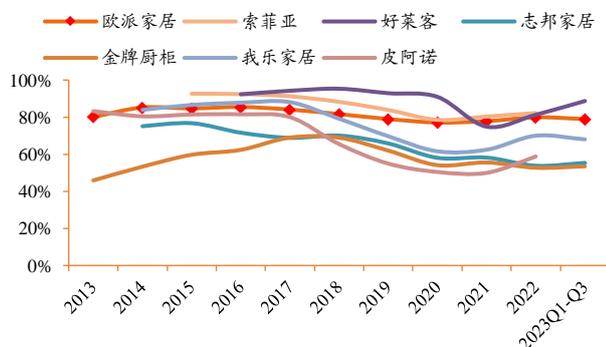


资料来源：商务部，首创证券

（3）行业格局加速集中：渠道力为决胜关键，龙头企业多元布局助力份额提升

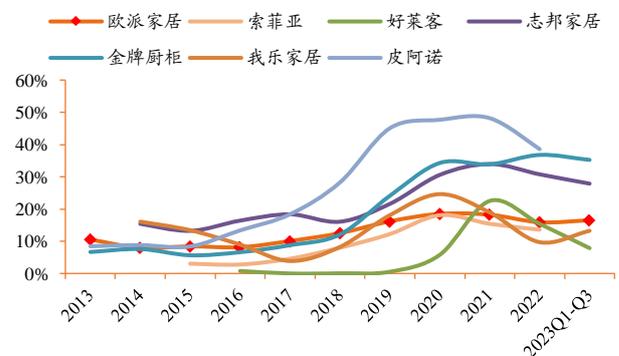
我国定制家具行业主要公司仍以经销模式为主，大宗业务占比有所下降。整体来看，我国主要定制家具上市公司以经销为主，欧派家居和索菲亚经销渠道收入占比均在 70% 以上，志邦家居和金牌厨柜目前经销商渠道收入占比 50%~55%。2017 年至 2021 年，随着我国精装房开发快速推进，我国主要定制家具公司不断开拓大宗业务，大宗收入占比呈上升趋势，2021 年皮阿诺大宗业务占比最高，已经由 2017 年的 18.36% 提升至 48.18%，但随着部分地产商违约事件引起大宗业务的应收账款危机凸显，定制家具公司通过优化大宗客户结构、付款结算方式等措施逐步控制大宗业务收入占比，且 2022 年以来受地产下行因素影响，大宗渠道收入占比进一步下滑。至 2023 年三季度末，欧派家居、志邦家居、金牌厨柜大宗业务收入占比分别为 16.50%、27.87% 和 35.23%。

图 18 主要定制家具公司经销渠道收入占比



资料来源：各公司招股说明书，年报，首创证券

图 19 主要定制家具公司大宗业务收入占比



资料来源：各公司招股说明书，年报，首创证券

零售渠道扩张速度分化，二线定制家具企业仍处于扩张阶段。从近几年定制家具公司门店拓展情况来看，截至 2023 年三季度末，欧派家居受年内渠道改革影响门店数量较年初净减少 239 家至 7376 家，索菲亚门店也有所优化，门店总数较年初净减少 306 家

至 3794 家，志邦家居与金牌厨柜门店数量持续扩张，其中志邦家居门店总数较年初净增加 407 家至 4638 家，金牌厨柜门店总数较年初净增加 347 家至 4076 家。

表 1 主要定制家具企业门店数量（家）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
欧派家居	-	-	-	5,060	5,938	6,708	7,062	7,112	7,475	7,615	7,376
索菲亚	1,200	1,520	1,861	2,500	3,195	3,712	3,736	4,409	4,863	4,100	3,794
尚品宅配	830	969	1,073	1,157	1,642	2,100	2,421	2,326	2,326	2,128	-
志邦家居	-	981	1,007	1,265	1,759	2,363	2,827	3,145	3,742	4,231	4,638
金牌厨柜	453	628	741	806	1,250	1,759	2,144	2,493	3,130	3,729	4,076
好莱客	691	857	1,174	1,300	1,511	1,766	1,795	2,017	2,033	1,817	1,929
我乐家居	-	760	787	731	1,062	1,283	1,170	1,248	1,557	1,657	1,699
皮阿诺	737	802	864	870	1,103	1,256	965	940	992	-	-

资料来源：各公司招股说明书，年报，首创证券

整装业务加速企业实力分化。随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。目前我国主要定制家具公司陆续开展整装业务，据各公司年报及半年报披露数据，各公司开展整装业务方式有所差异，其中欧派家居主要通过与家装公司合作进行整装业务开拓，索菲亚 2019 年开始探索整装业务，尚品宅配采用自营整装与 Homkoo 整装云相结合模式，志邦家居推出“超级邦”装企服务战略，打造赋能装企的新模式，金牌厨柜则通过投资设立整装子公司进行整装业务拓展。长期来看，我们认为定制家具赛道中，在渠道变革与渠道管理方面具有领先优势的企业有望强势穿越地产周期，实现营收及市占率同步提升。

表 2 部分定制家具公司拓展整装业务情况

公司名称	拓展整装时间	整装业务表现
欧派家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年全年整装接单业绩突破 3.5 亿。 2019 年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长达 106%，至 2019 年底，公司已有整装大家居经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。 2020 年上半年末，共拥有整装大家居经销商 293 家，开设整装大家居门店 334 家，2020H1 整装大家居接单增速超过 70%。
		<ul style="list-style-type: none"> 截至 2021H1 末，共拥有整装大家居经销商 552 家，开设整装大家居门店 651 家。 截至 2021 年末，公司整装大家居年度接单业绩同比增长逾 90%，并推出新品牌 StarHomes 星之家（2022 年 6 月品牌焕新为“铂尼思”）实现双品牌切入一体化整装定制赛道。 2022 年全年整装大家居收入约 25.7 亿元，同比增长超 35%。 2023 年度公司全面启动“千城百亿”计划，2023H1 公司整装大家居业务实现超 20% 增长。2023 年 1-9 月公司整装大家居业务收入约 22 亿元。
索菲亚	2019 年	<ul style="list-style-type: none"> 整装/家装渠道是公司 2019 年新开发渠道，年度内主要任务是打造专属产品，制度、流程和合作伙伴开发，未形成规模销售。 2020 年上半年末已完成 300 家整装公司签约，2020 年全年完成 500 家整装企业签约（含直营直签和经销商直签），并实现销售额 7417.31 万元。 2020 年 10 月 30 日，与圣都家居装饰有限公司签订合同，拟共同出资设立一家有限公司，注册资本 5000 万，其中索菲亚认缴出资比例 51%，圣都装饰认缴出资比例 49%。有助于加快开拓公司整装业务渠道。 2021H1 公司经销商合作装企叠加供公司直签装企逾 1700 家，贡献收入 1.35 亿，收入同比翻倍增长。2021 年，经销商合作装企叠加公司直签装企营业收入 5.29 亿元，同比 2020 年实现 3 倍增长。 2022H1 公司整装渠道实现营收 3.61 亿元，同比增长 167.26%。截至 2022 年底，公司直营整装事业部已合作装企数量 160 个，门店数量 425 家，覆盖全国 93 个城市及区域。2022 年整装渠道营业收入同比增长 115.14%。

		<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2023H1 公司整装渠道营业收入同比增长 89.34%，截至 2023 年 6 月底，公司直营整装事业部已合作装企数量 184 个，覆盖全国 167 个城市及区域。2023 年前三季度公司整装渠道营收同比增长 86.40%，截至 2023 年 9 月底，公司直营整装事业部已合作装企数量 202 个，覆盖全国 173 个城市及区域。 ➢ 2018 年公司整装业务收入 1.94 亿元，自营整装工地交付数 849 个，年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 1200 家。 ➢ 2019 年公司圣诞鸟自营整装渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 2.75 亿元，同比增长 109%，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装交付数 1693 户，同比增长 99%；2019 年末公司 Homkoo 整装云会员数量 2497 家，同比增长 108%，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 3.46 亿元，同比增长 190%。公司整装业务（整装主辅材和装修服务所带来的销售收入）实现收入 4.30 亿元，同比增长 121.62%。 ➢ 2020 上半年公司圣诞鸟自营整装收入（全口径，含家具配套）达成约 9400 万元，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装开工数 817 户，交付 476 户；2020 年上半年末公司 Homkoo 整装云会员数量共计 3000 家，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 1.56 亿元，同比增长 51%。
尚品宅配	2017 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2020 全年公司圣诞鸟自营整装收入（全口径，含家具配套）达成约 3.45 亿元，同比增长约 25%，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装交付 1968 户；2020 年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 3000 家，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 4.67 亿元，同比增长 35%。公司整装业务（整装主辅材和装修服务所带来的销售收入）实现收入 5.40 亿元，同比增长 25.42%。 ➢ 2021 年公司整装模式（整装渠道销售的所有产品含主辅材、装修服务、家具配套等）实现营业收入约 11.09 亿元，同比增长 53.69%。其中，整装业务（整装主辅材和装修服务所带来的销售收入）实现收入 7.89 亿元，同比增长 46.14%。广州、佛山、成都、南京、深圳五地圣诞鸟整装交付 2703 户，同比增长约 35%。 ➢ 2022 年公司整装模式（整装渠道销售的所有产品含主辅材、装修服务、家具配套等）实现营业收入约 7.50 亿元，同比下降 32.40%。其中，整装业务（整装主辅材和装修服务所带来的销售收入）实现收入 4.58 亿元，同比下降 41.97%。
志邦家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018 年，公司与全国性大型整装公司合作，为其全国客户提供定制部品和服务。 ➢ 2019 年，公司有整装渠道以“志邦”和“IK”双品牌运营，开发 7 大套系定制新品及 20 套厨柜产品，均在市场获得客户高度认可。 ➢ 2020 年公司重组整装渠道团队，重构整装产品体系，以“志邦”和“IK”双品牌运营。 ➢ 2021 年公司将原 IK 子品牌的经验融入整装新品，实现快速重构整装产品体系，并针对性开发符合装企套系风格的套系化产品，建立标准化门店。 ➢ 公司于 2022 年 6 月 15 日推出“超级邦”装企服务战略，推出整装服务新模式。 ➢ 2022 年公司整装渠道营收同比增长近 20%。 ➢ 2023 年上半年，公司整装渠道营收同比增长近 40%。
金牌厨柜	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018 年 12 月投资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，公司持股 80%，整合产业链资源逐步构建整装服务能力。 ➢ 2019 年桔家云整装专卖店 2 家（全部为新增）。 ➢ 2020H1 整装专卖店 2 家，2020 年末桔家云整装店面 5 家。 ➢ 2021H1 金牌整装门店 28 家。截至 2021 年末，公司拥有金牌整装馆 35 家。 ➢ 2022H1，公司拥有金牌整装馆 57 家，较 2021 年末净增 22 家，加速渠道布局。截至 2022 年末，公司共拥有整装馆 91 家，较年初净增 56 家。 ➢ 截至 2023 年三季度末，公司共拥有整装馆 151 家，较年初净增 60 家。

资料来源：相关公司招股说明书，年报及半年报，投资者问答公告，首创证券

2.1.2 成品家具：外销需求逐步回暖，内销需求稳健

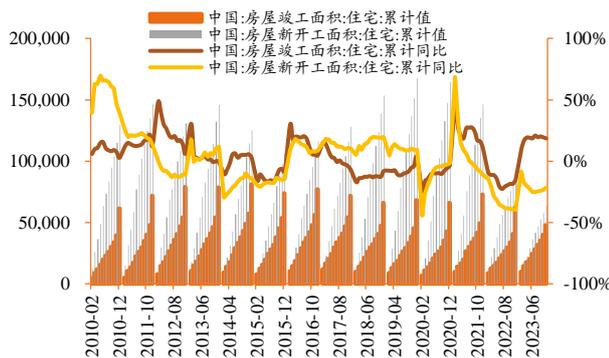
欧美地区家具业去库存接近尾声，成品家具企业出口收入弹性有望释放。(1)外销：复盘过去三年，我国成品家具企业出口收入波动明显，其中受大宗商品价格上涨、海运成本大幅提升影响，2021 年及 2022 年上半年我国家具出口链企业利润端承压明显，随着 2022 年年中以来原材料及海运成本逐步回落以及人民币贬值，家具出口企业利润弹

性逐步释放，但收入端自 2022 年下半年以来受海外欧美等国家经济下行、家具需求疲弱以及批发商去库存等不利因素影响承压较大，但 2023 年 11 月份我国家具、坐具等出口同比增速开始转正，预计后续改善趋势将延续。(2) 内销：疫情、消费者消费意愿降低等对家具消费形成短期扰动。从上一章节中我们看到虽然我国新房销售不佳，但我国存在大量存量房翻新需求，对长期家具消费需求仍有坚实支撑，但过去三年疫情影响家具需求有序释放，2023 年以来，消费者消费意愿尚未恢复至疫情前水平，居民对于改善型装修需求有所减弱，后续随着居民消费意愿恢复及家居企业整装、套系化、更优性价比产品服务组合推出，家具内销收入端有望回补。

(1) 收入层面：内需端仍有坚实支撑，欧美地区家具补库需求即将释放

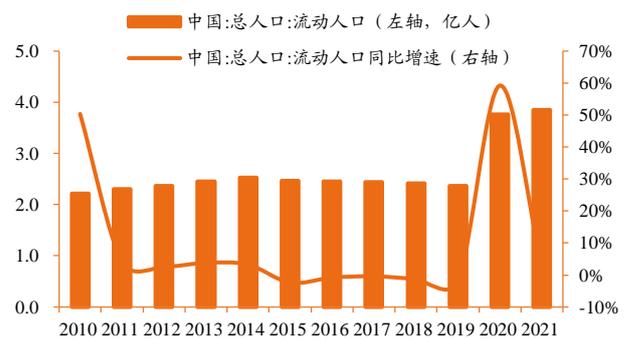
内销：存量房翻新提供长期需求支撑，租房装修提供需求增量。据上一章节测算，目前我国新建住房在施工待竣工存量面积规模庞大，在房企流动性缓解及“保交付”政策催化下结转竣工有望提速，我们对于 2024 年新房竣工增速不悲观，叠加存量房翻新需求有序释放，至 2030 年我国存量房翻新需求占家装需求比例有望达到 55.10%，为成品家具需求端提供支撑。同时，随着城镇化率的进一步提升，进城务工人员多选择租房暂居，同时“房子是租来的，但生活不是”这一理念推动越来越多的租房者选择对租屋进行简单装修或置办家具以获得理想的居住环境。成品家具凭借免于安装且对原有装修影响较小的特点，是租房者选择改造租屋较为理想的置办家具之一，因此受益于“租房也要装修”趋势，成品家具需求量有望进一步提高。

图 20 我国住宅新开工及竣工数据



资料来源：Wind，首创证券

图 21 我国流动人口总规模情况



资料来源：Wind，首创证券

外销：2023 年我国家具业出口呈现“先抑后扬”趋势，后续补库需求将逐步呈现。据海关总署数据，由于 2021 年海外相关家具供应链受疫情影响叠加欧美需求旺盛，2021 年我国家具及其零件、褥垫及类似填充制品累计出口金额达到历史高点，为 868.84 亿美元，同比增长 25.8%，坐具及其零件出口金额亦达到有统计数据以来最高点，为 374.94 亿美元，同比增长 28.66%。但 2022 年 Q2 以来我国疫情因素使得国内工厂生产发货环节受阻，叠加海外需求走弱渠道去库存等因素，致使我国家具、褥垫及类似填充制品、坐具及其零件等出口规模同比下滑，其中 2023 年 1-12 月，我国家具及其零件、褥垫及类似填充制品累计出口金额 750.49 亿美元，同比下降 4.40%，坐具及其零件累计出口金额 302.85 亿美元，同比下降 8.48%。分月度数据来看，随海外渠道补库需求逐步释放，我国家具、坐具等出口增速开始改善，其中 2023 年 11 月/12 月当月我国家具及其零件、褥垫及类似填充制品出口金额分别为 70.22 亿美元（同比增长 3.35%，增速环比 10 月提升 11.94pct）/78.10 亿美元（同比增长 10.96%，增速环比 11 月提速 7.61pct），2023 年 11 月/12 月当月我国坐具及其零件出口金额分别为 28.61 亿美元（同比增长 4.54%，增速环比 10 月提升 10.47pct）/31.92 亿美元（同比增长 12.35%，增速环比 11 月提升 7.81pct）。

进口方面，我国家具进口规模相对较小，2022 年我国家具及其零件、褥垫及类似填充制品累计进口金额 20.96 亿美元，同比下降 17.10%，坐具及其零件进口金额 10.60 亿美元，同比下降 15.43%。2023 年 1-12 月我国家具及其零件、褥垫及类似填充制品累计

进口金额 18.37 亿美元，同比下降 12.40%，坐具及其零件进口金额 8.94 亿美元，同比下降 15.61%。

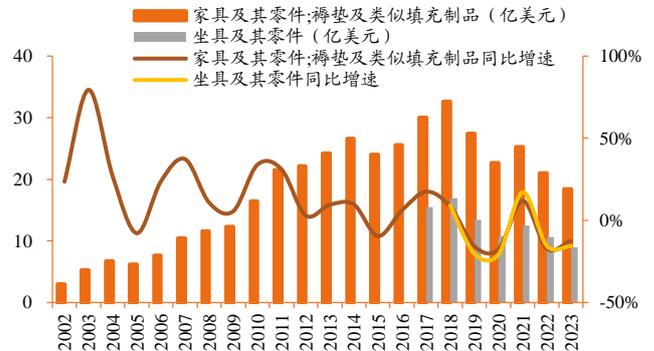
图 22 中国家具及坐具等出口金额表现



资料来源：海关总署，Wind，首创证券

注：坐具及其零件包括能作床用的两用椅，但品目 9402 的货品除外

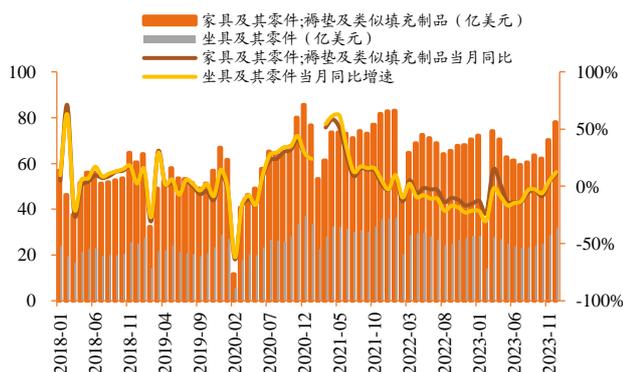
图 23 中国家具及坐具等进口金额表现



资料来源：海关总署，Wind，首创证券

注：坐具及其零件包括能作床用的两用椅，但品目 9402 的货品除外

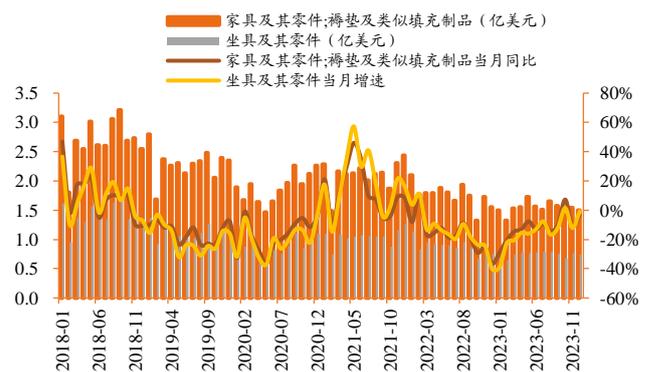
图 24 中国家具及坐具等出口金额当月表现



资料来源：海关总署，Wind，首创证券

注：坐具及其零件包括能作床用的两用椅，但品目 9402 的货品除外

图 25 中国家具及坐具等进口金额当月表现

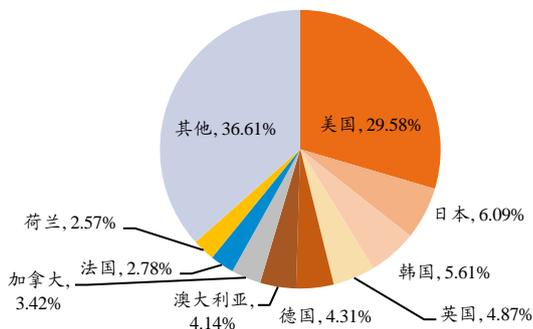


资料来源：海关总署，Wind，首创证券

注：坐具及其零件包括能作床用的两用椅，但品目 9402 的货品除外

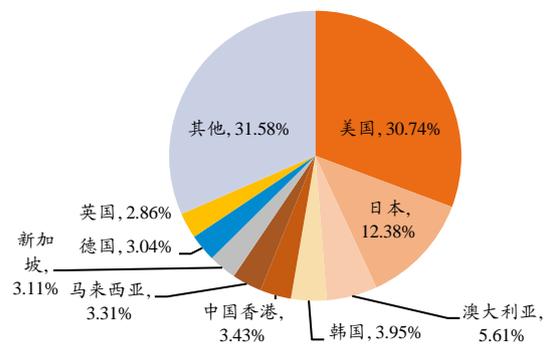
美国为我国家具产品主要出口国。根据海关总署数据，2022 年我国坐具（商品编码 9401）及其零件出口至美国金额占比 29.58%；弹簧床垫、寝具等（商品编码 9404）出口至美国金额占比 30.74%。另根据中国外交部官网发布的目前欧盟 27 国名单计算得出 2022 年我国坐具（商品编码 9401）及其零件出口至欧盟地区金额占比 17.70%，弹簧床垫、寝具等（商品编码 9404）出口至欧盟占比 11.71%。因此，美国市场家具消费复苏对于我国内地家具类产品出口影响较大，其次为欧盟地区。

图 26 2022 年中国内地坐具（商品编码 9401）出口结构



资料来源：海关总署，首创证券

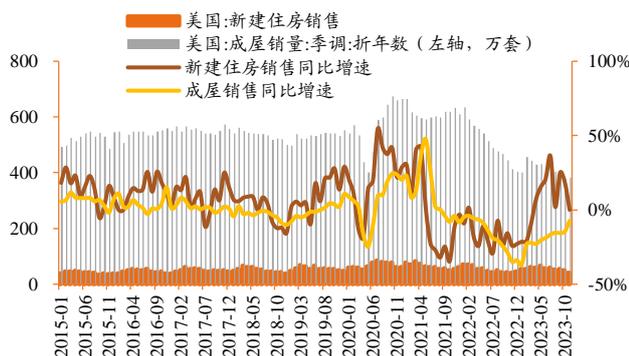
图 27 2022 年中国内地寝具（商品编码 9404）出口结构



资料来源：海关总署，首创证券

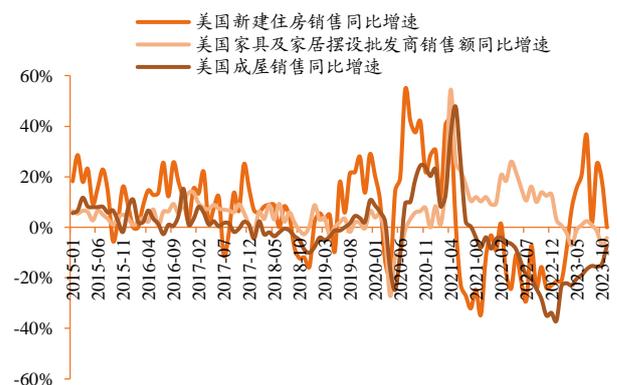
美国成屋销售同比增速降幅逐步收窄，有望带动家具消费需求回暖。据全美地产经纪商协会及美国商务部数据，美国成屋销售套数增速与家具及家居摆设销售增速具有较强相关性，2021 年下半年以来受美国加息、经济下行等因素影响，美国成屋及新建住房销售同比增速快速下滑，呈现负增长态势。2023 年 4 月，美国新建住房销售同比增速回正且自 2023 年 4 月开始，美国成屋销售增速降幅环比逐步收窄，我们看好后续美国成屋销售逐步回暖转正，为具有装修属性的家具、家电等需求端提供支撑。

图 28 美国新建住房销售及成屋销售情况表现



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

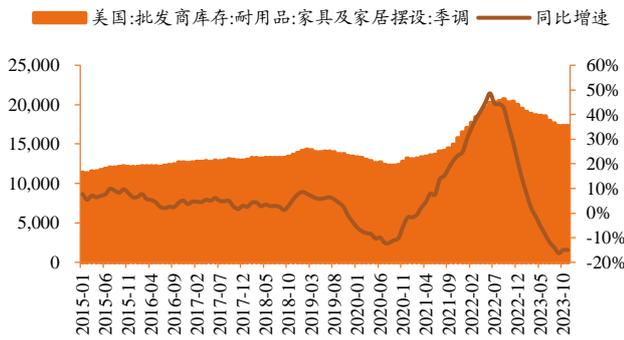
图 29 美国成屋销售与家具销售关联度较高



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

美国家具及家居摆设批发商库存逐步回落，补库需求有望释放。据美国商务部数据，目前美国家具及家居摆设批发商库存自 2022 年 9 月高点持续下行，至 2023 年 11 月美国家具及家居摆设批发商库存 173 亿美元，同比下降 14.99%。2023 年 11 月美国家具及家居摆设批发商库存销售比为 1.70，较前期高点（2022 年 9 月库销比为 1.98）有小幅回落。我们认为随海外家具渠道库存逐步消化，我国家具出口企业外销订单将逐步回暖。

图 30 美国家具及家居摆设批发商库存（单位：百万美元）



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

图 31 美国家具及家居摆设批发商库存销售比



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

(2) 利润层面：原材料与运费影响较小，汇率波动影响出口企业盈利

原材料：以 ODM 为主的出口业务模式下，我国出口家具企业盈利水平受原材料价格波动影响明显。目前，我国成品家具企业外销业务模式仍然以 ODM 模式为主，为全球知名的家具厂商及家居零售商提供代工服务，相较于自有品牌模式，ODM 模式下原材料价格波动对公司盈利水平影响明显。

2023 年内 MDI、TDI、聚醚等价格同比变动不大，预计 23 年原料价格对家具企业利润端影响较小。MDI、TDI、软泡聚醚及硬泡聚醚等软体家具主要原材料成本年内价格走势相对平稳，我们预计 2023 年原材料价格波动对成品家具企业利润端的影响或相对有限。

图 32 近十年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 33 近五年软泡聚醚及硬泡聚醚价格（元/吨）



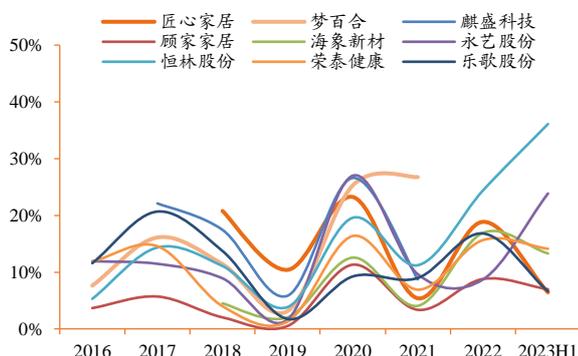
资料来源：Wind，首创证券

长期来看，OBM 转型领先以及积极海外扩产的家具出口企业有望持续获得利润率提升。当前我国家具出口相关企业如永艺股份、乐歌股份、恒林股份等均积极通过跨境电商等方式扩大自有品牌海外影响力。与此同时，为提升全球供应链优势及有效应对贸易摩擦，我国家具出口企业纷纷布局全球化产能，为未来外销业务扩张奠定坚实基础。

汇兑：据相关公司年报数据，我国成品家具公司中汇兑损益绝对值占当期净利润比重波动比较大，2017 年、2020 年以及 2022 年尤为明显。人民币汇率波动对出口型家居企业经营业绩影响主要体现在：一是人民币处于升值/贬值趋势时，产品在海外市场竞争力呈现下降/上升趋势，以外币标价的外销产品收入与毛利率下降/提升；二是外销收入以外币结算的情况下，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。2022 年 4 月-11 月人民币快速贬值，为家具出口企业带来汇兑收益，2022 年 12 月-2023 年 2 月人民币小幅升值之后又快速贬值，带来出口型家具企业汇兑损益波动，2023 年下半年以来，人民币汇率相对稳定，预计出口

型家具企业下半年汇兑收益小于上半年。

图 34 各公司汇兑损益占净利润之绝对值



资料来源: Wind, 首创证券

图 35 平均汇率:美元兑人民币



资料来源: Wind, 首创证券

海运: 海运成本已回落, 对家具出口影响进一步弱化。在外销业务结算模式方面, 我国家具出口企业多以 FOB 模式进行结算, 对少量客户也采取 CIF 模式进行结算。在 FOB 模式下, 商品前期的物流、报关、及装船等费用由出口企业承担, 后续海运费用则由客户承担。CIF 模式下, 则由卖方承担运费、保险费、报关费、租船订舱费等全部费用。2021 年受海外疫情发酵影响, 海运集装箱及运力紧张, 致使订舱及海运成本大幅攀升。FOB 模式下, 虽然我国家具出口企业表现不承担运费, 但实际客户可能会要求产品降价等方式来向卖方转嫁成本压力, 因此 2021 年-2022 年我国家具企业出口业务利润端均在不同程度上受到了海运成本上涨的影响。2023 年以来我国海运成本以及全国主要港口集装箱吞吐量已逐步回归至疫情前水平, 对家具出口企业盈利端影响趋弱。虽然短期海外部分地区局地形势紧张对部分海运线路运力及运费有所扰动, 但对于我国家具出口企业整体影响有限。

图 36 中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI) 情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 37 全国主要港口集装箱吞吐量及增速



资料来源: Wind, 首创证券

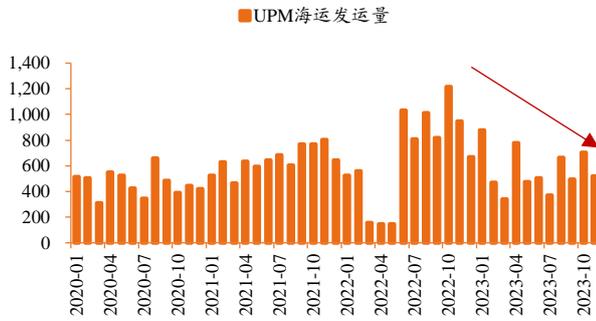
2.2 造纸及包装: 纸企盈利水平弱修复开始, 24 年静待消费复苏

2.2.1 木浆系: 需求缓慢复苏, 纸企盈利水平逐步改善

需求走弱叠加新产能投产, 纸浆供应较为充足。2021 Q4 至 2022Q2, 受极端天气、地缘政治、运力堵塞、原料短缺、能源危机、和计划外的停机检修等多重因素扰动, 南美、北美、俄罗斯、东南亚等多个主要的纸浆贸易流出国的供应链大幅缩减, 全球纸浆供应压力显著加剧。2022 年下半年以来, 随着前期停机纸厂逐步恢复正常生产秩序, 全球纸浆供应链紧张压力逐步缓解, 但由于需求走弱叠加新产能投放, 目前一些海外浆厂发运数量呈现下降趋势。其中, 芬兰 UPM2022 年随着工厂罢工结束, 海运发运量快速

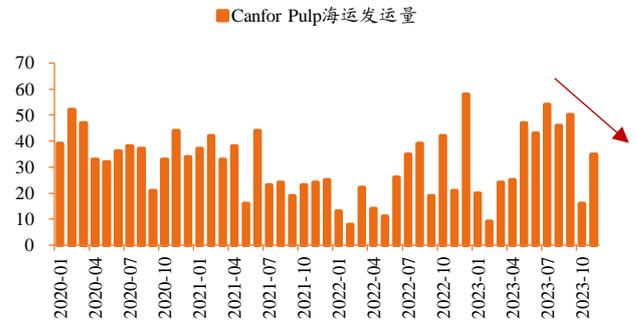
修复, 2022 年 10 月发运量达到 1214 船高点, 随后逐步回落, 进入 2023 年下半年, UPM 发运量同比出现较大幅度下滑。加拿大浆厂 Canfor 浆厂发运量亦自 2022 年下半年以来逐步修复, 但整体发运量偏低。从海外纸浆库存来看, 2023 年 12 月, 欧洲本色浆及漂白针叶浆库存天数分别为 25 天和 27 天, 库存水平处于较高水位。

图 38 芬兰 UPM 海运发运量情况 (船)



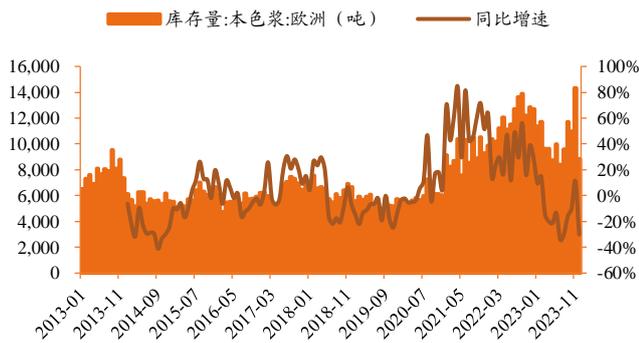
资料来源: Import Yeti, 首创证券

图 39 加拿大 Canfor Pulp 海运发运量情况 (船)



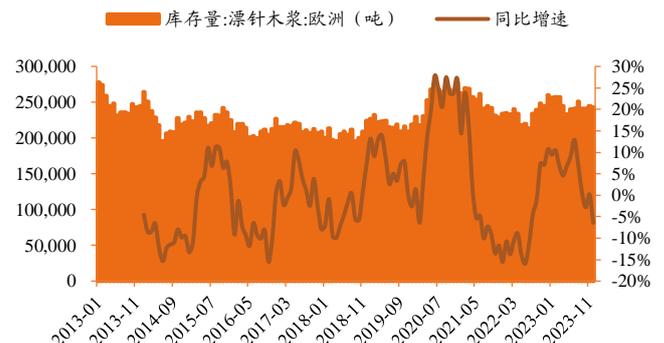
资料来源: Import Yeti, 首创证券

图 40 欧洲本色浆库存量处于高位



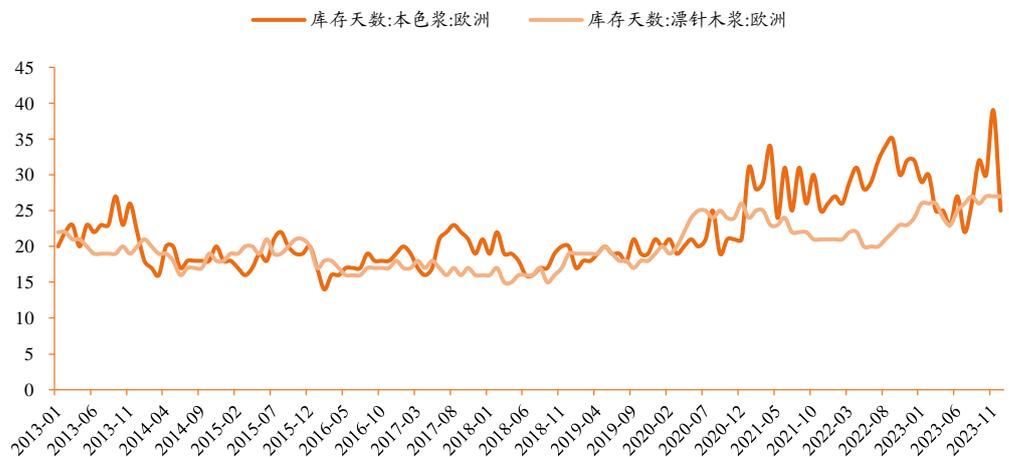
资料来源: Wind, 首创证券

图 41 欧洲漂白针木浆库存处于较高水位



资料来源: Wind, 首创证券

图 42 欧洲本色浆及漂白针叶浆库存天数 (天)

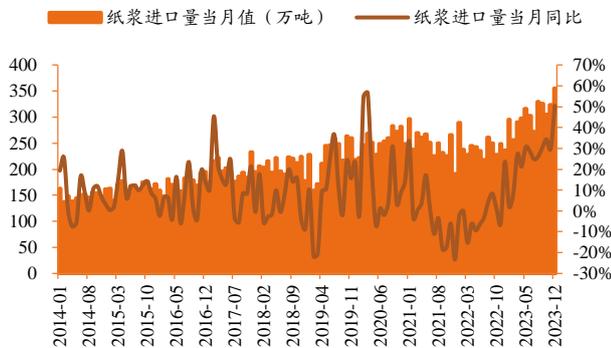


资料来源: Wind, 首创证券

从我国纸浆进口维度看, 我国纸浆进口保持较快增长, 港口库存相对充足。据海关总署相关数据, 2023 年 3 月以来, 我国纸浆进口量保持 20% 以上同比增长, 其中 2023

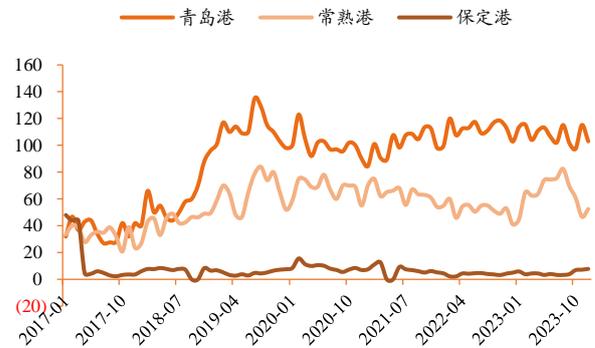
年1-12月，我国纸浆累计进口量3666万吨，累计同比增长25.7%，超过历史同期高位。我国港口纸浆库存则相对充足，截至2023年12月，我国青岛港、常熟港、保定港纸浆库存分别达103.0/52.5/7.8万吨。我国纸浆供应紧张局面正逐步得到缓解。

图 43 中国纸浆进口数量及增速



资料来源：海关总署，Wind，首创证券

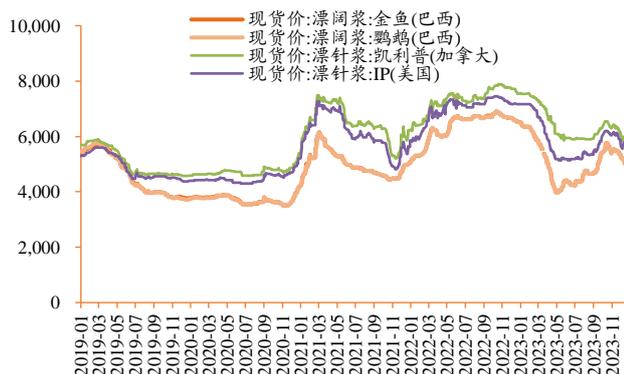
图 44 我国港口纸浆库存情况（万吨）



资料来源：Wind，首创证券

2023H1 纸浆价格逐步回落，9-11月小幅上升。受海内外纸浆产能逐步投放及需求恢复偏弱影响，2023年上半年，我国纸浆价格持续回落。考虑到纸企原材料储备周期，预计2023年三季度开始，部分纸企原材料成本端有望释放利润弹性。

图 45 商品浆外盘报价情况（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 46 我国纸浆市场均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚BAIINFO，首创证券

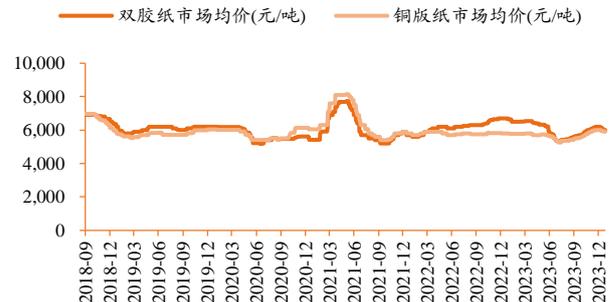
大宗纸价格下半年小幅上升，纸企盈利能力呈弱复苏趋势。2023年上半年虽然浆价持续回落，但由于需求偏弱，大宗纸价格走势相对低迷，白板纸、白卡纸、双胶纸等在年中均出现吨毛利为负的情况，进入四季度，随纸浆价格企稳回升及需求逐步恢复，白板纸、白卡纸、双胶纸、箱板纸等毛利率逐步提升。预计后续随需求恢复，行业盈利水平有望进一步提升。建议关注竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸，以及原料木浆自给率高，规模优势深厚的浆纸龙头太阳纸业。

图 47 我国白板纸与白卡纸市场均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 48 我国双胶纸与铜版纸市场均价（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 49 我国白板纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 50 我国白卡纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 51 我国双胶纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 52 我国铜版纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

2.2.2 废纸系：废纸系纸企盈利回升仍需静待需求回暖

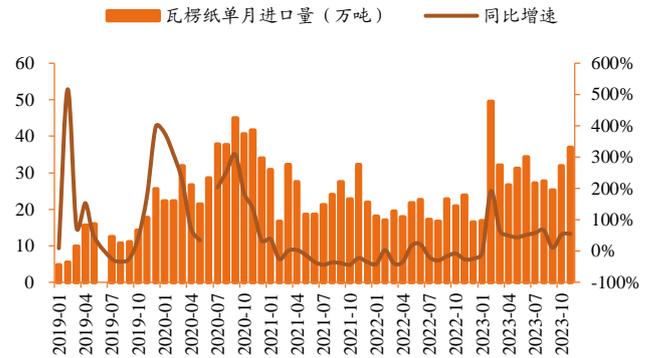
下游需求冷淡，国废价格回落。受下游需求疲弱及工厂端废纸库存充足等因素影响，国废价格自 2022 年 7 月后出现大幅回落，截至 2023 年 8 月 7 日，废旧黄板纸价格达到 2019 年以来历史低位 1643 元/吨，随后逐步缓慢提升但仍低于去年同期水平，至 2023 年 12 月 29 日，废旧黄板纸价格 1736 元/吨，同比-15.56%。2023 年以来，我国瓦楞纸进口量较前期有明显提升，2023 年 11 月，我国瓦楞纸进口量单月值为 36.92 万吨，同比+55.30%。我国废纸系包装纸价格端成本面和供给面的支撑作用逐步增强。

图 53 国内废黄板纸价格走势情况 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 54 瓦楞纸进口量月度变化情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 55 箱板纸工厂库存情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 56 瓦楞纸工厂库存情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

箱板纸与瓦楞纸价格逐步回升。受宏观经济整体复苏进度影响, 包装纸下游需求持续疲弱, 叠加下游工厂库存均处于高位, 废纸系包装纸价格 2023 年一季度均明显下降, 二季度价格相对稳定, 9 月之后随下游市场需求逐步修复, 箱板纸与瓦楞纸市场均价均有小幅回升, 但仍低于去年同期水平。截至 2023 年 12 月 29 日, 我国箱板纸/瓦楞纸市场均价分别为 4096/3133 元/吨, 同比-13.62%/-10.97%。我们预计包装纸价格在弱需求拉动下将维持稳定运行。

图 57 箱板纸市场均价走势情况 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

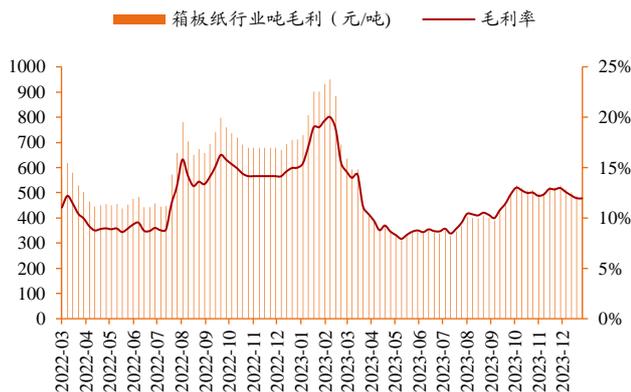
图 58 瓦楞纸市场均价走势情况 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

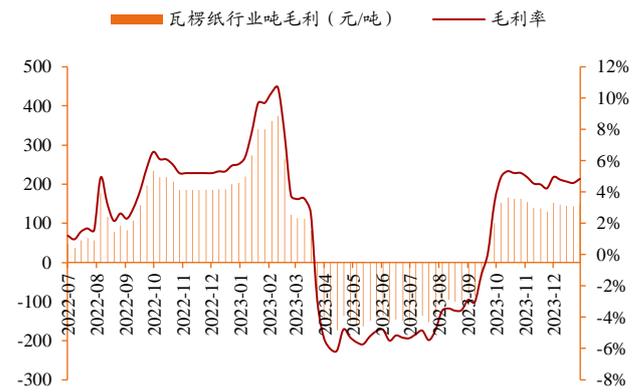
废纸系盈利能力改善仍需静待需求复苏。2022年下半年国废价格的快速回落短期帮助废纸系包装纸企打开利润空间，箱板纸和瓦楞纸毛利率短期快速上扬。但由于需求疲软叠加国废价格回落致使箱板瓦楞纸价格成本面支撑走弱，箱板瓦楞纸吨毛利在纸价回落挤压下快速下滑，其中瓦楞纸吨毛利润在2023年3月底至9月中旬维持负数，压力较大，9月中下旬以来，随需求弱复苏，箱板瓦楞纸吨毛利润逐步回升，但整体毛利率仍处于较低水平。我们预计国废价格和箱板瓦楞纸价格回升以及废纸系纸企盈利端回暖均仍需静待需求复苏。

图 59 我国箱板纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚BAIINFO，首创证券

图 60 我国瓦楞纸行业吨毛利及毛利率走势（元/吨）



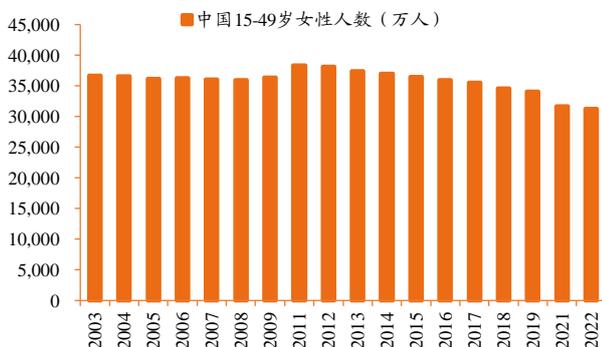
资料来源：百川盈孚BAIINFO，首创证券

2.3 个护：女性卫生用品规模稳增，婴儿及成人失禁用品短期增长承压

2.3.1 女性卫生用品：结构升级助行业规模稳定，国产品牌市占率提升

中国女性卫生用品人口基数庞大，行业零售规模小幅稳增。根据国家统计局公布的总人口数据及不同年龄段女性人群数量占比，我们计算出近20年我国15-49岁女性人数均在3亿人以上，规模庞大。由于女性卫生巾及护垫类产品使用频次相对固定，行业整体规模保持小幅稳定增长，据Euromonitor统计数据，2022年我国女性卫生用品零售额990.74亿元，同比+2.36%，2012-2022年复合增速+5.90%，2017-2022五年复合增速+3.79%，增速呈现放缓趋势。

图 61 中国15-49岁女性人群数量



资料来源：国家统计局，首创证券

图 62 我国女性卫生用品行业规模稳定增长（亿元）

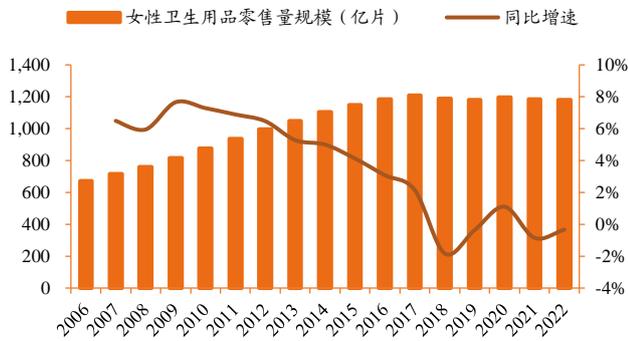


资料来源：Euromonitor，首创证券

中国女性卫生用品零售规模增长主要由结构升级拉动。从量价拆分来看，我国女性卫生用品零售量近几年呈现微降趋势，据Euromonitor统计数据，2022年我国女性卫生用品零售量1181.31亿片，同比-0.34%，2012-2022年复合增速+1.71%，2017-2022五年复合增速-0.46%。而均价方面，据Euromonitor统计数据，2022年我国女性卫生用品零

售均价 0.84 元/片，同比+2.7%，2012-2022 年复合增速+4.12%，2017-2022 五年复合增速+4.26%。我们认为女性卫生用品均价提升主要在于女性卫生用品提质提价及新型品类如经期裤等产品的持续涌现所致。

图 63 我国女性卫生用品零售量保持稳定



资料来源: Euromonitor, 首创证券

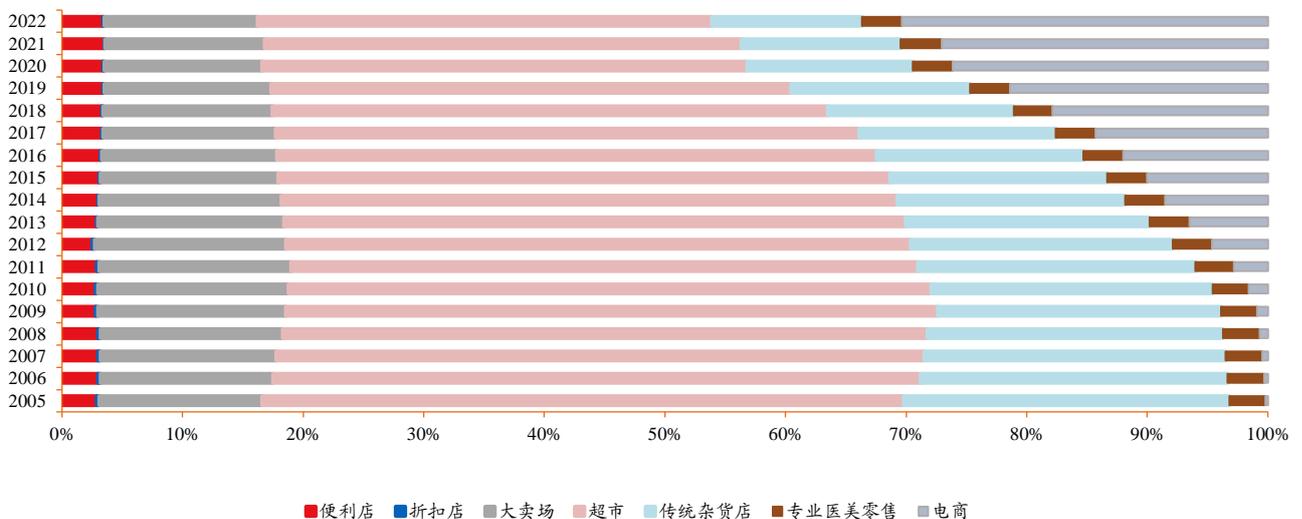
图 64 我国女性卫生用品均价缓慢上行



资料来源: Euromonitor, 首创证券

电商渠道占比快速提升。据 Euromonitor 零售统计数据，我国女性卫生用品电商渠道零售额占比由 2005 年的 0.2% 提升至 2015 年的 10.0%，之后加速提升，至 2022 年电商渠道占比已经达到 30.3%，而以超市、大卖场等为主的线下渠道占比由 2005 年的 99.8% 下降至 2022 年的 69.7%。

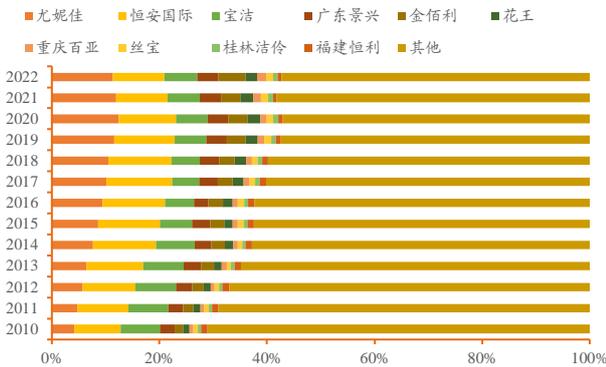
图 65 中国女性卫生用品渠道结构 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 首创证券

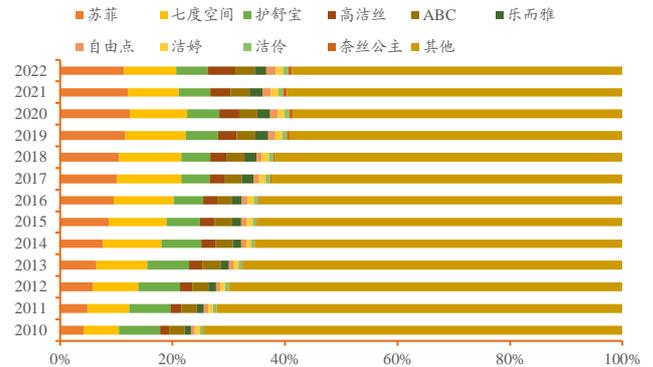
竞争格局方面，国产品牌表现出色，行业集中度提升。经过多年的发展，中国女性卫生用品市场竞争格局相对稳定，目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安国际、广东景兴、重庆百亚、丝宝、福建恒利、桂林洁伶。行业集中度方面，Euromonitor 零售统计数据，我国女性卫生用品企业 CR10 由 2010 年的 29.0% 升至 2022 年的 42.7%，品牌 CR10 也由 2010 年的 25.5% 升至 2022 年的 41.2%，集中度尚有较大提升空间。其中，百亚旗下卫生巾品牌自由点近年来市占率持续提升，零售额市占率由 2010 年的 0.7% 提升至 2022 年的 1.7%，稳健医疗旗下卫生巾品牌奈丝公主零售额市占率由 2014 年的 0.1% 提升至 2022 年的 0.6%。

图 66 我国女性卫生用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 67 我国女性卫生用品行业竞争格局情况（品牌）

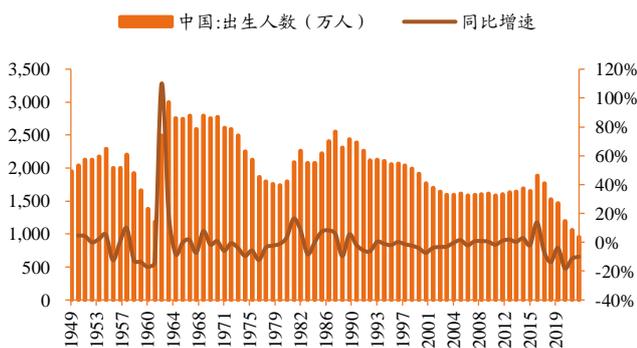


资料来源: Euromonitor, 首创证券

2.3.2 婴儿卫生用品：行业规模下滑，国产品牌崛起

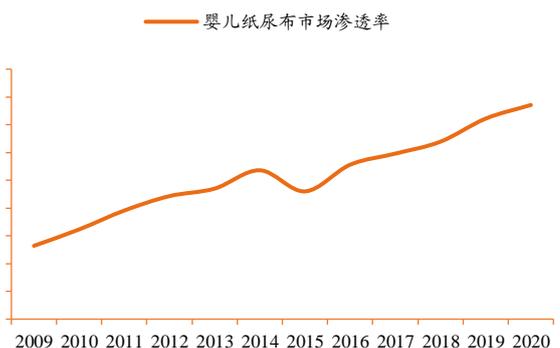
我国婴儿卫生用品用户基数规模缩小，行业规模增长承压。近几年我国新出生人口数量逐年减少，据国家统计局数据，我国新出生人口数量自 2017 年开始呈现同比下降趋势，2022 年我国新出生人口 956 万人，为自 1949 年以来最低数值。渗透率方面，据中国生活用纸年鉴数据，我国婴儿纸尿裤产品渗透率由 2009 年的 26.4% 提升至 2020 年的 77.10%，虽然我国婴儿纸尿裤产品渗透率逐年提升，但用户基数减少带来我国婴儿卫生用品整体零售规模同比下滑。据 Euromonitor 零售统计数据，2022 年我国婴儿卫生用品零售额 528.28 亿元，同比-8.74%，2012-2022 年十年复合增速+5.51%，2017-2022 五年复合增速-1.96%；婴儿卫生用品零售量 308.23 亿片，同比-5.35%，2012-2022 年复合增速+4.97%，2017-2022 五年复合增速-0.84%；均价方面，2022 年我国婴儿卫生用品零售均价 1.71 元/片，同比-3.58%，2012-2022 年复合增速+0.51%，2017-2022 五年复合增速-1.13%。展望后续，预计随着市场渗透率提升和我国“二胎”、“三胎”人数增加，我国婴儿纸尿裤产品消费量有望维持稳定。

图 68 我国年度新出生人口数量



资料来源: 国家统计局, 首创证券

图 69 我国婴儿纸尿裤渗透率提升



资料来源: 中国生活用纸年鉴, Wind, 首创证券

图 70 我国婴儿卫生用品零售额规模连续两年下降



资料来源：Euromonitor，首创证券

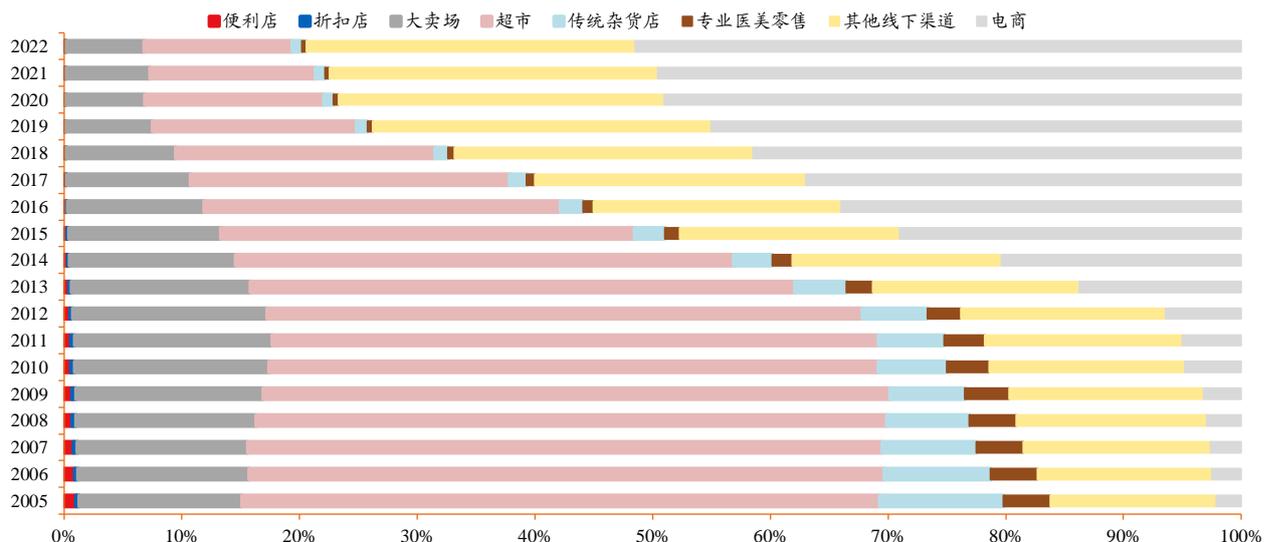
图 71 我国婴儿卫生用品零售量连续两年下降



资料来源：Euromonitor，首创证券

电商渠道占比已超过50%，传统商超占比快速缩小。据 Euromonitor 零售统计数据，我国婴儿卫生用品电商渠道零售额占比由2005年的2.1%提升至2014年的20.4%，之后加速提升，至2022年电商渠道占比已经达到51.5%，而以超市、大卖场等为主的线下渠道占比逐年下降，其中超市渠道占比已经由2005年的54.2%下降至2022年的12.6%。

图 72 中国婴儿卫生用品零售渠道结构（单位：%）



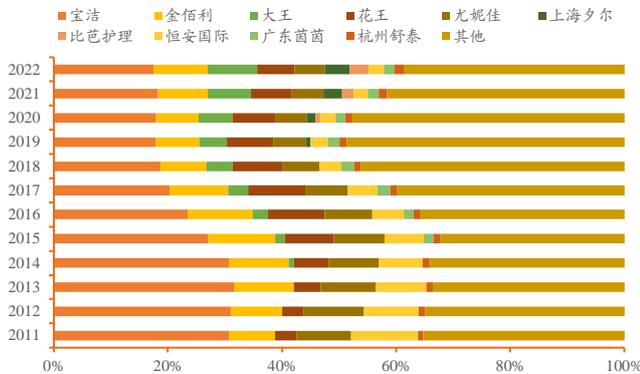
资料来源：Euromonitor，首创证券

市场竞争激烈，国产品牌崛起持续冲击外资龙头市场份额。由于早期婴儿纸尿裤等产品在中国为舶来品，国外品牌发展较早，市场知名度较高，因此当前我国婴儿卫生用品行业格局中外资品牌占据主导地位。据 Euromonitor 零售统计数据，2022年我国婴儿卫生用品行业零售额品牌市场份额前四名分别为帮宝适（17.5%）、好奇（9.5%）、GOO.N（8.6%）、妙而舒（6.6%），均为外资品牌，但近年来在“中国质造”和“新零售业态”驱动下，众多国内企业凭借高品质、高附加值的产品和差异化的竞争策略迅速崛起，如 Babycare 和 BEABA 等新零售品牌为代表的国产品牌也正加速成为国内婴儿卫生用品行业的新生力量，其中 Babycare 品牌婴儿纸尿裤系列 2022 年零售额占比 4.4%，连续两年超越尤妮佳旗下品牌 Moony，居于行业第五名，而 BEABA 品牌纸尿裤 2022 年零售额占比 3.3%，首次超越 Moony，居于行业第六名。

行业集中度呈现“分散-集中”趋势。据 Euromonitor 零售统计数据，2015 年至 2020 年我国纸尿裤终端零售额企业 CR10 从 67.7% 降至 52.3%，品牌 CR10 从 60.9% 降至 49.7%，行业集中度下降说明我国婴儿卫生用品行业竞争激烈，但自 2020 年以来我国婴儿纸尿裤集中度开始上行，其中企业 CR10 从 2020 年的 52.3% 提升至 2022 年的 61.5%，

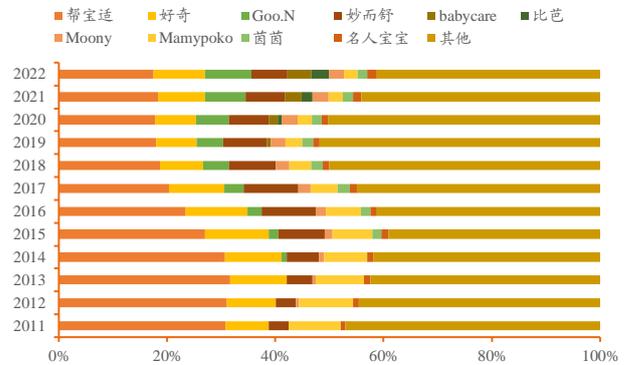
同期品牌 CR10 从 49.7% 提升至 58.8%。预计后续随我国国产品牌加速崛起，我国婴儿纸尿裤行业集中度有望进一步上行。

图 73 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 74 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况（品牌）

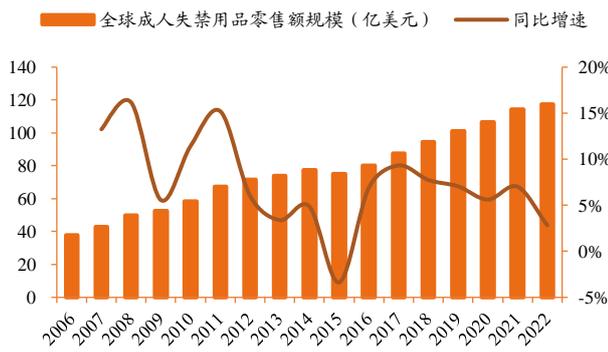


资料来源：Euromonitor，首创证券

2.3.3 成人失禁用品：竞争激烈，短期量价提升承压

我国成人失禁用品行业仍然处于发展初期阶段，规模较小且可选属性依旧较强。根据 Euromonitor 统计数据，2022 年全球成人失禁用品行业规模达 117.5 亿美元，同比增长 2.83%，2012-2022 年十年复合增速+5.08%，2017-2022 五年复合增速+6.04%，整体发展已经较为成熟。对比来看，我国成人失禁用品行业仍然处于发展初期，规模相对较小。2022 年我国成人失禁用品行业规模仅为 60.36 亿元人民币，同比-8.14%，2012-2022 年十年复合增速+17.95%，2017-2022 五年复合增速+10.26%，复合增速显著高于全球水平。但从近两年趋势来看，由于目前我国成人失禁用品市场仍然处于导入期阶段，可选属性较强，在居民整体消费意愿偏弱以及前期疫情封控等影响下，2021 年与 2022 年我国成人失禁用品规模同比下滑，展望后续，预计随着老龄化人口的增长以及人们消费观念的升级，市场规模未来有望恢复高增。

图 75 全球成人失禁用品行业规模情况（亿美元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

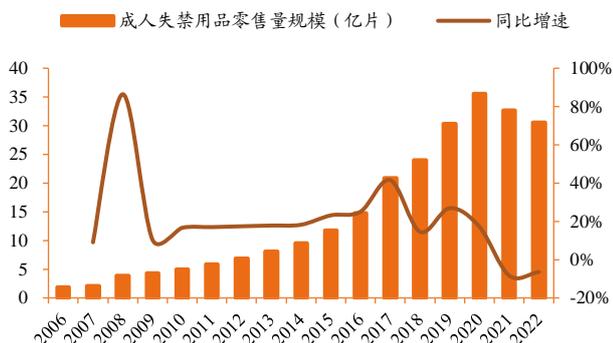
图 76 我国成人失禁用品行业零售额规模（亿元人民币）



资料来源：Euromonitor，首创证券

中国成人失禁用品近两年量价齐降。从量价拆分来看，我国成人失禁用品零售量近几年呈现微降趋势，据 Euromonitor 统计数据，2022 年我国成人失禁用品零售量 30.53 亿片，同比-6.43%，2012-2022 年复合增速+16.07%，2017-2022 五年复合增速+7.88%。而均价方面，据 Euromonitor 统计数据，2022 年我国成人失禁用品零售均价 1.98 元/片，同比-1.82%，2012-2022 年复合增速+1.62%，2017-2022 五年复合增速+2.20%。我们认为我国成人失禁用品短期零售量与零售均价均有小幅下降，一方面在于产品可选属性较强，在居民消费意愿降低以及疫情封控下，需求量减少，而与此同时，行业竞争加剧，在原材料成本回落背景下部分品牌以价换量，带来行业均价短期下行。

图 77 近两年我国成人失禁用品零售量下降



资料来源：Euromonitor，首创证券

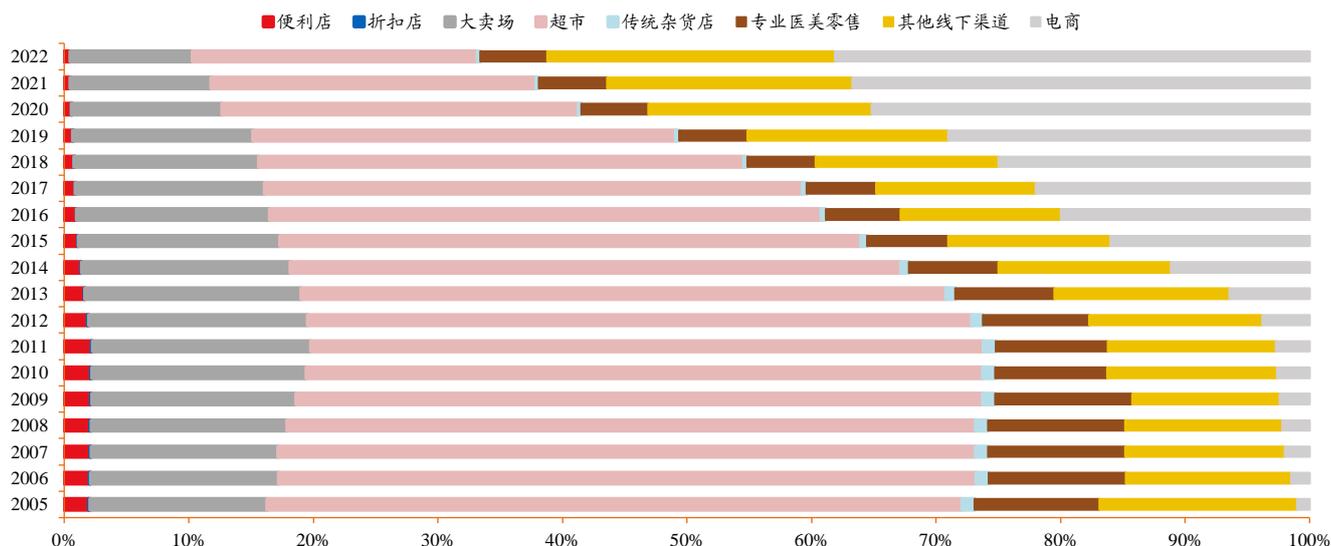
图 78 我国成人失禁用品均价呈下降趋势



资料来源：Euromonitor，首创证券

电商渠道占比快速提升，传统商超占比快速缩小。据 Euromonitor 零售统计数据，我国成人失禁用品电商渠道零售额占比由 2005 年的 1.0% 提升至 2014 年的 11.1%，之后加速提升，至 2022 年电商渠道占比已经达到 38.1%，而以超市、大卖场等为主的线下渠道占比逐年下降，其中超市渠道占比已经由 2005 年的 55.8% 下降至 2022 年的 22.9%。

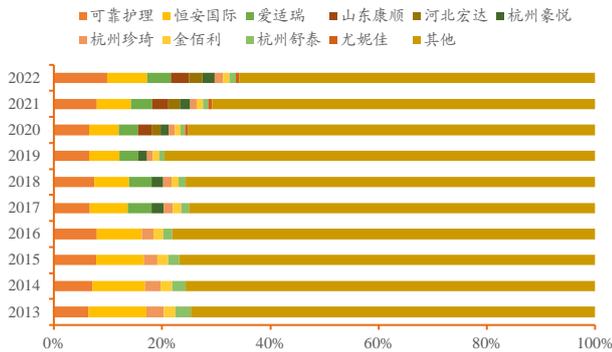
图 79 中国成人失禁用品零售渠道结构（单位：%）



资料来源：Euromonitor，首创证券

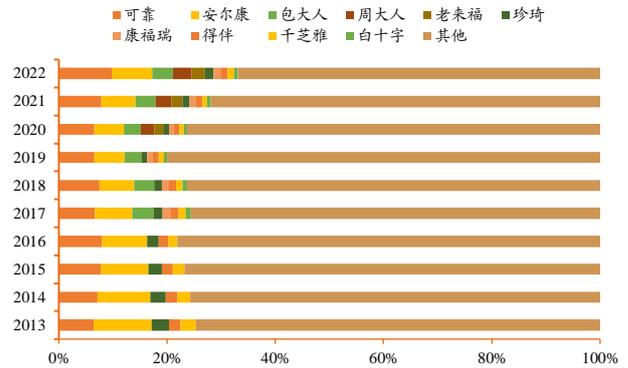
我国成人失禁用品行业较为分散，市场竞争格局尚未固化。当前我国成人失禁用品行业的主要玩家以国内企业为主，但集中度仍然较为分散，据 Euromonitor 数据，2022 年我国成人失禁用品零售额企业 CR10 合计市场份额仅为 34.2%，品牌 CR10 市场份额仅为 33.1%。以 2022 年数据来看，我国成人失禁用品行业市场份额排名前 5 企业分别为可靠护理（9.8%）、恒安国际（7.4%）、爱适瑞 Essity AB（4.4%）、山东康舜（3.4%）、河北宏达（2.5%）。然而，由于行业仍然处于发展早期阶段，竞争格局变化较快，如 2019 年市场份额排名靠前的唯尔福集团、杏林之光、启东天成等均已经掉出 2022 年市场份额 CR10 的行列。因此，当前我国成人失禁用品行业尚未出现对市场拥有绝对话语权的龙头企业，竞争格局仍不清晰。

图 80 我国成人失禁用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 81 我国成人失禁用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源：Euromonitor，首创证券

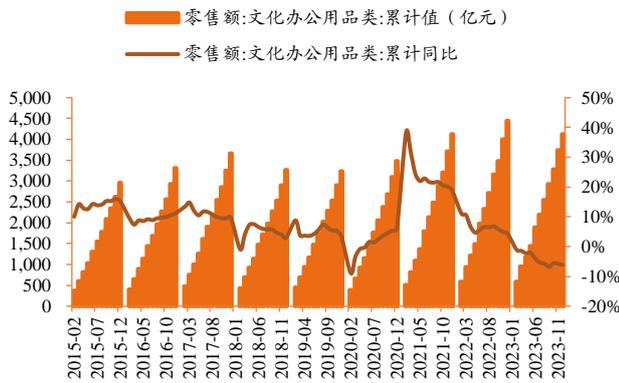
我们认为中国吸收性卫生用品行业未来将呈现以下趋势：（1）“中国质造”与渠道裂变助推国产品牌崛起。一方面，我国居民可支配收入稳定增长为个护产品消费提供基础；另一方面，渠道裂变为国产品牌迅速崛起提供重要机遇，根据欧睿零售统计数据，2006 年我国女性卫生用品/婴儿卫生用品/成人失禁用品终端销售渠道中电商占比分别为 0.3%/2.5%/1.5%，2022 年分别提升至 30.3%/51.5%/38.1%。（2）制造与品牌运营分工将长期共存，并日趋专业化。我们认为在“中国质造”与“新零售业态”双轮驱动下，吸收性卫生用品行业中偏重轻资产运营的品牌商与专注制造的代工企业将长期共存，发挥各自在产业链中比较优势共享行业发展红利。（3）产品升级为持续主题，经期裤与成人卫生用品蓝海市场空间待开启。从 Euromonitor 零售数据来看，2020-2022 年，三大个护产品中，仅女性卫生用品均价同比保持正向增长，预计主要受益于女性卫生用品功能及产品结构升级，而婴儿纸尿裤及成人失禁用品受行业竞争激烈等因素影响均价不同幅度下行。但长期来看，我们认为我国成人失禁用品市场尚处于导入期阶段，但随着老龄化人口的增加和消费观念的改善，市场规模有望恢复快速增长。除了老年失禁人群和重度失禁者外，孕妇、轻度失禁者的市场也有望逐渐拓展，前景广阔。推荐自主品牌精耕细作&渠道升级的百亚股份、建议关注成人失禁用品品牌力凸显的可靠股份、及豪悦护理。

2.4 办公及其他轻工：规模相对稳定，龙头领先优势愈加明显

2.4.1 办公文具：长期仍有空间，龙头市占率领先优势明显

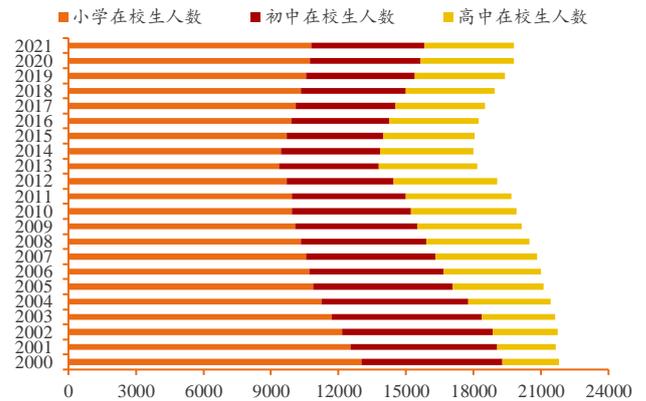
文具消费需求短期有所承压，但长期仍有上行空间。据国家统计局数据，受整体宏观消费环境承压影响，2023 年 1-12 月，我国文化办公用品零售额累计 4126 亿元，累计同比下降 6.1%，较疫情前 2019 年 1-12 月同期增长 27.8%。从中长期看，我国在校生人数已在 2013 年后出现拐点，2013-2021 年整体规模持续增长，在一定程度上对文具消费需求提供支撑。同时，随着“二胎”“三胎”政策放开以及消费复苏，对优质环保安全的文具产品需求有望进一步提升，支撑行业景气度改善。

图 82 2023 年 1-12 月文化办公用品零售额同比下滑



资料来源: Wind, 首创证券

图 83 我国在校生数量自 2013 年后重回正增长 (万人)



资料来源: Wind, 首创证券

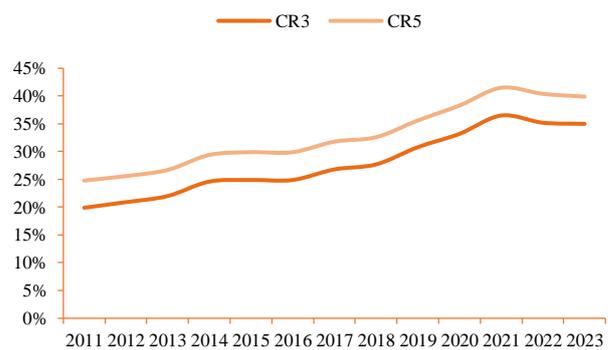
书写工具品类规模相对稳定，行业集中度提升。据 Euromonitor 零售数据，我国书写工具零售额自 2019 年以来规模相对稳定，其中 2020-2022 年受疫情影响，规模有小幅波动，2023 年我国书写工具零售额达到 242.86 亿，同比+2.05%。同时行业集中度逐渐上行，我国书写工具零售市场中，企业份额 CR3 与 CR5 分别由 2011 年的 19.9%/24.8% 提升至 2023 年的 35.0%/39.9%。

图 84 我国书写工具零售额及增长情况 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 首创证券

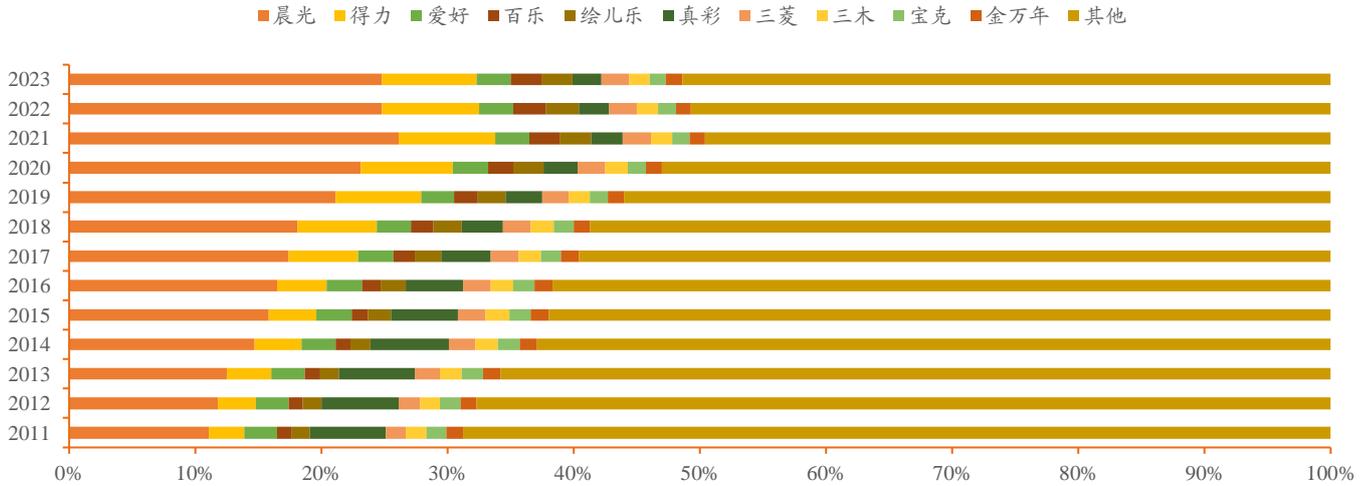
图 85 我国书写工具市场集中度上行



资料来源: Euromonitor, 首创证券

我国书写工具领域头部企业市占率领先优势明显。从品牌市场份额来看，据 Euromonitor 数据，2023 年晨光品牌产品在我国零售书写工具市场中品牌占有率高达 24.8%，显著领先第二名得力（7.5%）。未来晨光股份在夯实传统文具业务的基础上，进一步在办公集采以及精品文创领域发力，其文具龙头地位有望进一步凸显。

图 86 中国零售书写工具市场品牌占有率情况

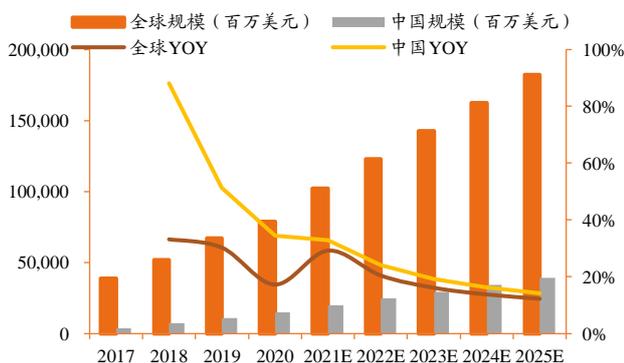


资料来源: Euromonitor, 首创证券

2.4.2 智能家居：风口再起，饱含商机

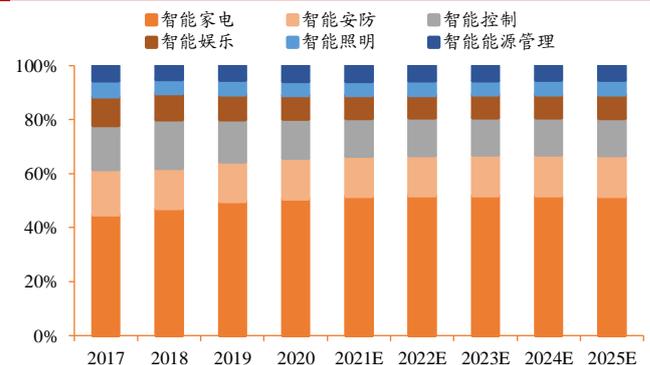
中国智能家居风口再起，行业规模持续扩大。行业规模方面，因智能家居涉及单品较多，不同协会组织统计口径稍有差异，根据 Statista 数据，2020 年全球/中国智能家居市场规模分别为 789.5 亿美元/149.8 亿美元，中国智能家居市场规模占全球比重由 2017 年的 10.1% 提升至 2020 年的 19%，预计至 2025 年将达到 21.5%，成为全球主要智能家居市场消费国之一。分类别来看，智能安防、智能控制、智能照明分别占中国智能家居市场规模的约 15%、14% 和 5%，合计占比约 34%，市场空间大，但目前我国智能家居产业链条较长，且市场参与者众多，竞争格局相对分散（详见首创证券 2023 年 1 月 29 日发布研报《好太太（603848）深度研究报告：卡位智能家居，迎风起正扬帆》）。我们认为未来在智能家居领域竞争中，某一细分赛道做到绝对领先之后逐步开辟第二增长曲线的企业有望持续获得领先优势，如在电连接领域做到行业领先之后陆续拓展照明、智能家居、新能源充电桩等的公牛集团，在家居照明领域做到领先之后，商照业务快速开拓的欧普照明，在智能晾晒领域做到行业领先之后拓展智能门锁的好太太等。

图 87 2017-2025 年全球/中国智能家居市场规模及预测



资料来源: Statista, 首创证券

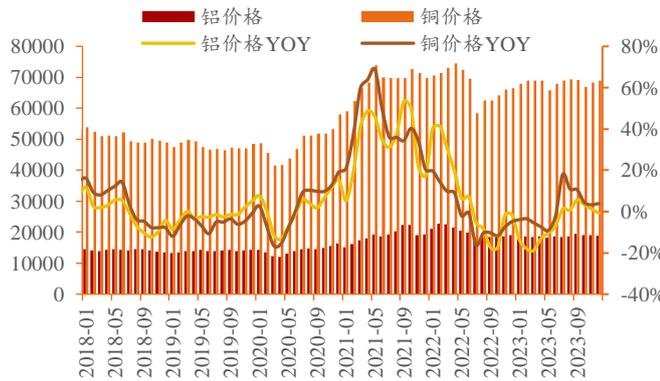
图 88 中国智能家居市场规模结构（分类别，单位%）



资料来源: Statista, 首创证券

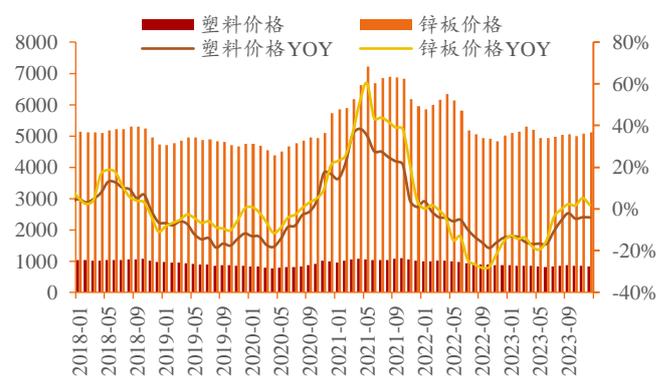
原材料价格 2023 年年内稳中有降，行业盈利水平预计改善。2023 年智能家居上游原材料铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等价格稳中有降，其中铜、铝、锌价格自 2022 年下半年开始回落，持续到 2023 年 6 月，2023 年 7 月开始铜、铝、锌价格开始同比小幅微升，但整体价格保持平稳，而塑料价格指数自 2022 年 2 月以来同比增速持续为负，板块内企业制造成本压力有望不断缓解，预计盈利水平不断改善，行业中品牌力强的企业有望通过产品升级等方式享有更高的成本利润弹性。

图 89 铜、铝等原材料均价同比变动情况（元/吨）



资料来源: Wind, 首创证券

图 90 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况（元/吨）



资料来源: Wind, 首创证券

2.4.3 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流

中国住房交付模式决定家居消费流量入口分散。一般而言，新房交付形式决定家居家装需求在哪里聚集及产业的发展模式。美国、欧洲、日本、韩国等住宅产业化发展较早的国家，房屋在建设过程中以标准化样式和交付模式为主，装修与基本家居家装更多采用集中化采购，家居产品需求主要聚集在 B 端。而中国目前新房交付仍以毛坯房交付为主，家居家装产业主要面向 C 端消费者，除了家具卖场等流量环节，还存在大量为个体家庭装修的家装公司，在家居产品消费流量入口方面较其他国家要分散。

图 91 各国住宅装修装饰不同阶段参与主体比较

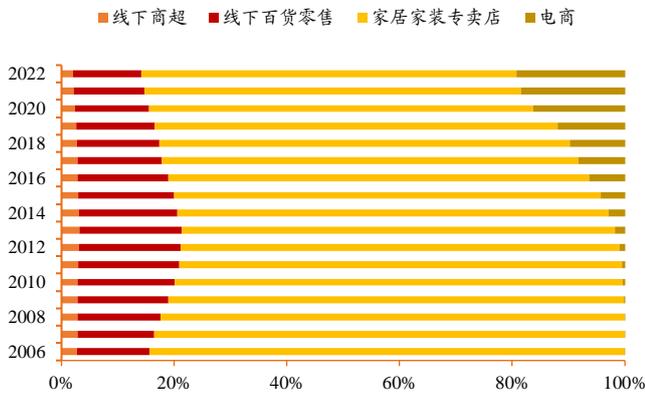


资料来源: 首创证券整理

产品标准化程度、服务安装等属性决定家居装饰装修专业渠道仍占主导地位。据 Euromonitor 统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比仍超过 65%，虽然近年来受电商分流等影响这一渠道零售额占比呈逐年下

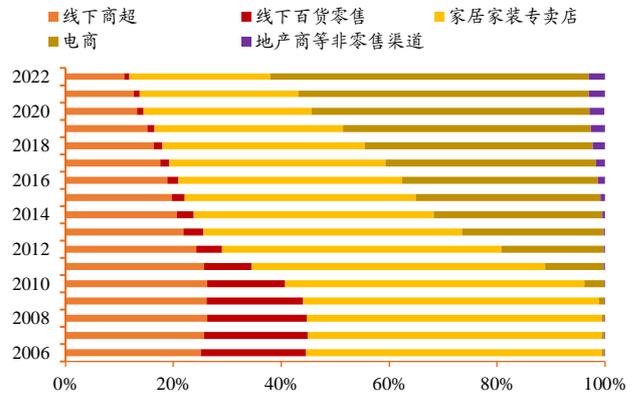
降趋势，但仍为当前家居产品消费流量主要汇集节点。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。

图 92 中国室内家具零售额渠道结构



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 93 中国家电产品零售量渠道结构



资料来源: Euromonitor, 首创证券

传统卖场数字化转型持续，“低频变高频”将成主流。随着上游品牌知名度提高和线下各类渠道冲击，传统卖场转型迫在眉睫。目前我国传统卖场转型方式主要有两方面：一是数字化转型，如居然之家与阿里巴巴牵手，全面深化在新零售领域的合作，打造数字化卖场，包括卖场的数字化硬件搭建、门店与线上交易的打通等，且公司 2023 年对参股公司“每平每屋”进行增资，增资完成后公司持股比例由 40%提升至 52.86%，成为其控股股东，预计未来每平每屋设计家积累的资源及打造出的 AIGC 应用（灵图）将更深度与公司旗下家居卖场、“洞窝”以及自营家装平台协同，助力公司数字化转型升级与收入增长；二是业态升级，“低频变高频”，用快消品、热门活动给门店带来流量，再借助设计精良的家具和生活化场景体验，激发消费者的潜在购买欲望，并提高消费者的重复购买率，如美凯龙引入餐饮、娱乐、健身等一站式生活服务，居然之家早在 2015 年起逐步于卖场引入院线、餐饮、儿童娱乐、教育、养老、健身等业务，将用户吸引和留在居然之家的场里，形成联动高频的消费触达。

3 投资策略：精修内功，伺机而动

3.1 精修内功，伺机而动

2023 年轻工制造板块在国内消费弱复苏、地产销售疲软、海外渠道去库存等不确定性因素扰动下承压明显，但细分赛道龙头在逆境中表现出相对较强的经营韧性。近期国内地产刺激政策不断出台、海外家居渠道去库逐步结束补库需求有望释放，轻工制造业业绩与估值有望实现触底回升，展望 2024 年，我们认为我国轻工制造领域出海企业经营有望拐点向上，而内销市场仍需静待整体消费环境复苏，各细分赛道中积极变革精修内功的企业有望持续获得发展先机，实现卓越发展。

展望 2024 年，**建议把握四条投资主线：**一是重点关注出口链复苏机会。目前海外家居渠道去库存接近尾声，补库需求逐步释放，叠加海外消费需求回暖，家居类可选消费品出口有望恢复快速增长。重点推荐客户粘性强、海外产能布局领先的顾家家居、永艺股份等。二是关注地产后周期中，在存量房装修市场具有竞争优势的细分龙头，其中渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的企业有望穿越周期，实现集中度快速提升，重点推荐欧派家居、索菲亚、顾家家居、慕思股份等，积极关注志邦家居、金牌厨柜、江山欧派等。三是造纸包装及个护盈利水平弱修复开启，静待消费复苏，建议关注竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸与自主品牌与渠道深耕的个护标的百亚股份。四是关注智能家居赛道机会，重点推荐渠道力强、主业经营稳健&积极拓展储能与智能家居业务的公牛集团，在家居照明领域做到领先之后，商照业务快速开拓的欧普照明，以及智能晾晒领域市占率领先，并积极拓展智能安防领域的好太太。

家具：需求仍有承压，优选具有 α 细分标的。**(1) 成品家具：**欧美地区家具业去库存接近尾声，成品家具企业出口收入弹性有望释放，重点推荐客户粘性强、海外产能布局领先的顾家家居、永艺股份等；而内销市场其中，短期受居民消费意愿降低等影响行业规模增长有所承压，但后续随着居民消费意愿恢复及家居企业整装、套系化、更优性价比产品服务组合推出，成品家具内销收入端有望回补，推荐顾家家居、慕思股份等。

(2) 定制家具：地产销售承压、终端需求不振等因素短期压制行业规模增长，但我国潜在新房装修及存量房翻新需求仍旧充沛，建议重点关注地产后周期中，在存量房装修市场具有竞争优势的细分龙头，其中渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的企业有望穿越周期，实现集中度快速提升，推荐欧派家居、索菲亚，积极关注志邦家居、金牌厨柜、江山欧派等。

造纸与包装印刷：纸企盈利水平弱修复开始，24 年静待消费复苏。**(1) 木浆系：**2023 年由于需求走弱叠加新产能投产，纸浆供应较为充足。浆价方面，2023 年上半年虽然浆价持续回落，但由于需求偏弱，大宗纸价格走势相对低迷，白板纸、白卡纸、双胶纸等在年中均出现吨毛利为负的情况，进入四季度，随纸浆价格企稳回升及需求逐步恢复，白板纸、白卡纸、双胶纸、箱板纸等毛利率逐步提升。预计后续随需求恢复，行业盈利水平有望进一步提升。建议关注竞争格局优异，附加值较高的特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸，以及原料木浆自给率高、规模优势深厚的浆纸龙头太阳纸业。**(2) 废纸系：**受下游需求疲弱及工厂端废纸库存充足等因素影响，箱板瓦楞纸价上行动力不足。预计随行业需求回暖，箱板瓦楞纸价格有望温和上涨，推动行业吨毛利回升。龙头纸企凭借海外及国内原料布局，在原料获取端更具成本优势。建议关注规模及成本优势领先，盈利弹性有望随纸价复苏释放的包装纸龙头山鹰国际。

个护：女性卫生用品规模稳增，婴儿及成人失禁用品短期增长承压。2022 年我国三大吸收性卫生用品表现分化，其中女性卫生用品规模稳定增长，且均价提升；而婴儿卫生用品由于新生儿数量下降及行业竞争加剧导致量价齐降，成人失禁用品在我国仍然处于导入期阶段，可选属性较强，在居民整体消费意愿偏弱以及前期疫情封控等影响下，2021 年与 2022 年我国成人失禁用品也呈现出量价齐降情况。展望后续，我们认为中国吸收性卫生用品行业未来将呈现三大发展趋势，即“中国质造”与渠道裂变助推国产品牌崛起；制造与品牌运营分工将长期共存，并日趋专业化；产品升级为持续主题，经期

裤与成人卫生用品蓝海市场空间待开启。推荐自主品牌精耕细作&渠道升级的百亚股份，建议关注成人失禁用品品牌力凸显的可靠股份及豪悦护理。

办公文具：长期仍有空间，龙头市占率先优势明显。我国办公文具消费需求短期有所承压，但中长期仍有上行空间。品牌市场份额来看，据 Euromonitor 数据，2023 年晨光品牌产品在我国零售书写工具市场中品牌占有率高达 24.8%，显著领先第二名得力（7.5%）。未来晨光股份在夯实传统文具业务的基础上，进一步在办公集采以及精品文创领域发力，其文具龙头地位有望进一步凸显。

智能家居：智能家居风口再起，饱含商机。目前我国智能家居行业规模较大，产业链条较长，且市场参与者众多，竞争格局相对分散。我们认为未来在智能家居领域竞争中，某一细分赛道做到绝对领先之后逐步开辟第二增长曲线的企业有望持续获得领先优势，如在电连接领域做到行业领先之后陆续拓展照明、智能家居、新能源充电桩/桩等的公牛集团，在家居照明领域做到领先之后，商照业务快速开拓的欧普照明，在智能晾晒领域做到行业领先之后拓展智能门锁的好太太等。

家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流。当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比较高。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。推荐数字化转型领先的居然之家，积极关注美凯龙等。

3.2 重点个股：行业分化加速，龙头市占率有望进一步提升

3.2.1 家具：渠道力与自有品牌优势强化

我们认为 2024 年我国成品家具出海企业经营有望拐点向上，而内销市场仍需静待整体消费环境复苏，各细分赛道中积极变革精修内功的企业有望持续获得发展先机，实现卓越发展。重点关注定制家具和成品家具赛道细分龙头企业渠道变革与自有品牌出海所带来的发展机遇。

表 3 主要家具公司财务预测（截至 2024-01-22）

公司名称	2022 年营收规模 (亿元)	2022 年归母净利润规模 (亿元)	营收预测 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
欧派家居	224.80	26.88	233.14	259.99	287.54	30.11	33.83	37.88	买入
顾家家居	180.10	18.12	209.02	240.99	275.70	21.09	24.39	28.05	买入
索菲亚	112.23	10.64	118.99	134.00	150.41	13.17	15.40	17.82	买入
志邦家居	53.89	5.37	60.77	68.46	76.15	6.04	7.06	8.04	买入
金牌厨柜	35.53	2.77	37.41	42.36	48.14	3.14	3.62	4.15	增持
江山欧派	32.09	-2.99	38.79	45.46	52.54	3.91	4.84	5.62	增持
永艺股份	40.55	3.35	38.44	44.54	50.34	3.36	3.92	4.55	买入
慕思股份	58.13	7.09	63.31	73.83	85.09	8.24	9.63	11.24	买入
喜临门	78.39	2.38	86.89	99.63	113.20	5.45	6.53	7.69	-

资料来源：Wind，首创证券

注：喜临门 2023-2025 年预测数据采用 Wind 一致预期

欧派家居：公司为我国定制家具行业龙头公司，在品类拓展、产能扩充和渠道运营方面均领先行业大部分公司，并依托公司优秀的管理能力和企业文化，通过“大家居”战略，率先布局工程、整装渠道，持续引领行业变革。公司聚焦效率提升优化组织结构，持续修炼内功提升核心竞争力，长期竞争实力凸显。我们预计公司 2023-2025 年归母净

利润分别为 30.11/33.83/37.88 亿元，维持“买入”评级。

顾家家居：我们持续看好顾家家居在优秀管理团队的带领下，通过不断扩大自身品类、优化品牌矩阵及上下游产业链，提升竞争优势，并有望在外销市场凭借产品及产能布局优势市占率提升，内销市场借助产品组合及渠道力加速抢占市场份额，穿越地产周期，再攀高峰。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21.09/24.39/28.05 亿元，维持“买入”评级。

索菲亚：公司“全品类+多品牌+全渠道”运营稳健，品牌力、渠道力、数字化能力、产品力、供应链能力均持续提升。同时，公司在渠道端优势深厚，整装等新业务进展顺利，品牌端司米、华鹤经营逐步理顺，整家战略下客单价逐步提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.17/15.40/17.82 亿元，维持“买入”评级。

志邦家居：公司产品扩张稳扎稳打，运营重质重量，始终重视对大宗业务风险把控，前瞻性地优化客户结构，使得公司发展高质稳健，业务结构良性健康。公司渠道有序扩张，盈利能力有望随衣柜、木门等业务规模效应显现进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.04/7.06/8.04 亿元，维持“买入”评级。

金牌厨柜：公司橱柜业务稳步发展，衣柜及木门等新品类表现优异，内销市场经销及大宗渠道有序拓展，海外渠道在低基数下快速发力，我们看好公司长期成长动能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.14/3.62/4.15 亿元，维持“增持”评级。

江山欧派：公司在我国定制木门行业领先地位稳固，柜类新品逐步发力，渠道端不断优化渠道结构，工程代理与经销渠道快速拓展，且盈利能力逐步改善。地产“保交付”政策推动下，公司凭借较强的生产交付能力有望优先受益。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.91/4.84/5.62 亿元，维持“增持”评级。

永艺股份：公司是我国办公椅生产制造行业的头部企业，大客户合作关系稳定，未来升降桌业务与国内自有品牌有望释放新增长动能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.36/3.92/4.55 亿元，维持“买入”评级。

慕思股份：慕思为国内睡眠行业龙头企业，品牌定位中高端且产品力突出，渠道体系完善。公司“一体两翼”发展战略稳步推进，随着公司数字化建设不断推进叠加规模效应的日益显现，我们看好公司长期成长。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 8.24/9.63/11.24 亿元，维持“买入”评级。

喜临门：公司聚焦床垫主业，自有品牌持续高增长，渠道拓展顺利且线上电商渠道持续贡献可观增长，公司市占率有望进一步提升，长期发展实力强。

3.2.2 造纸与包装印刷：成本管控能力与产能扩张为竞争核心关键

我们认为造纸与包装印刷细分板块，随后续需求回暖，相关纸企盈利有望释放较强利润弹性，成本管控能力与产能扩张为企业竞争关键。

表 4 主要造纸与包装印刷公司财务预测（截至 2024-01-22）

公司名称	2022 年营收规模 (亿元)	2022 年归母净利 润规模 (亿元)	营收预测 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
太阳纸业	397.67	28.09	402.61	440.07	470.13	30.48	36.07	41.08	-
仙鹤股份	77.38	7.10	87.01	112.56	137.61	6.47	10.76	13.83	-
五洲特纸	59.62	2.05	63.53	77.85	95.55	2.71	5.69	7.21	-
山鹰国际	340.14	-22.56	346.12	390.04	448.30	1.86	10.45	15.07	-

资料来源：Wind，首创证券

注：太阳纸业、仙鹤股份、五洲特纸、山鹰国际 2023-2025 年预测数据采用 Wind 一致预期

太阳纸业：公司产能规模领先，成本优势显著，同时公司产能建设稳步推进驱动规

模优势持续扩张。未来随着投建产能有序释放将为公司收入端增长提供动能。“双碳”背景下，公司凭借清洁能源使用、自建电厂配套等方面的优势有望持续受益。

仙鹤股份：公司特种纸龙头地位稳固，盈利能力行业突出。随着公司产能陆续投产，可转债顺利发行及山东莱州 200 万吨高性能纸基新材料项目投建助力公司突破产能瓶颈，未来公司成本及规模优势均有望进一步扩大。

五洲特纸：公司为食品白卡纸龙头，在食品卡纸领域产能规模领先，且通过布局浆纸一体化不断加深自身成本优势，看好禁塑令驱动下公司业绩长期增长。

山鹰国际：公司为我国包装纸头部企业，产业链一体化布局全面，上下游的有效协同赋予公司较强的成本控制和原料供应能力，预计随需求好转，公司盈利能力有望逐步改善。

3.2.3 个护：重视国产品牌份额提升

目前我国个护领域尤其是女性卫生用品等必选消费品近年行业规模相对平稳，但竞争格局不断调整，国产品牌有望借助品牌打造与全渠道运营能力提升实现弯道超车。而婴儿卫生用品由于新生儿数量下降及行业竞争加剧导致短期量价均有承压，但国产品牌崛起持续冲击外资龙头市场份额；成人失禁用品在我国仍然处于导入期阶段，可选属性较强，在居民整体消费意愿偏弱以及用户教育进度偏慢背景下短期增长放缓，但长期来看蓝海市场空间待开启。

表 5 主要个护公司财务预测（截至 2024-01-22）

公司名称	2022 年营收规模 (亿元)	2022 年归母净利润 规模 (亿元)	营收预测 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
百亚股份	16.12	1.87	20.17	25.11	30.36	2.45	3.17	3.90	买入
豪悦护理	28.02	4.23	31.57	37.09	43.19	4.98	5.97	6.89	-
可靠股份	11.86	-0.43	13.30	15.70	17.06	0.68	1.23	1.38	-

资料来源：Wind，首创证券

注：豪悦护理、可靠股份 2023-2025 年预测数据采用 Wind 一致预期

百亚股份：公司在我国卫生巾领域具有较强生产实力与品牌积累，自主品牌与渠道深耕前景广阔，发展实力强劲，品牌价值有望随行业成长逐渐凸显。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.45/3.17/3.90 亿元，维持“买入”评级。

豪悦护理：公司无木浆多维复合芯体技术领先，婴儿卫生用品与女性卫生用品制造实力强劲，与国内外知名护理用品企业和母婴品牌商深度合作，有望与代工客户共同享受个护产品国产品牌崛起红利。

可靠股份：公司深耕婴儿卫生用品多年，品牌力已逐渐凸显，并不断加强研发能力将产品向成人失禁用品等高毛利率品类延伸，有望抓住国产替代&渠道裂变&专业化分工的行业趋势，持续抢占市场份额，公司长期发展仍然可期。

3.2.4 办公及其他轻工：行业韧性较强，关注品牌力、渠道力及数字化转型

我们认为办公文具行业韧性较强，龙头企业有望借助行业景气度提升加速自身竞争实力再提高。智能家居赛道风口再起，饱含商机，其中品牌力、渠道力领先企业有望获得持续领先优势。而在家具零售领域，流量入口的把握能力为核心关键，渠道深耕且注重数字化效率提升的企业有望继续领先。

表 6 主要办公及其他轻工公司财务预测（截至 2024-01-22）

公司名称	2022 年营收规模 (亿元)	2022 年归母净 利润规模(亿元)	营收预测 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
晨光股份	199.96	12.82	237.52	287.59	340.75	14.96	18.31	22.10	买入
公牛集团	140.81	31.89	158.78	181.58	207.10	37.84	43.72	50.15	买入
欧普照明	72.70	7.84	77.99	88.24	97.09	9.43	10.98	12.31	买入
好太太	13.82	2.19	16.73	20.11	23.79	3.23	4.04	4.92	买入
居然之家	129.81	16.48	138.45	157.87	178.48	17.93	20.89	23.84	买入

资料来源: Wind, 首創證券

晨光股份: 公司传统文具业务护城河深厚, 经营表现稳健。科力普及九木杂物社等新业务则逐渐接棒, 有望成为公司未来业绩增长主要动能。随公司持续推进降本增效及新业务规模效应逐步呈现, 公司盈利水平有望持续改善。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 14.96/18.31/22.10 亿元, 维持“买入”评级。

公牛集团: 公司为民用电工行业龙头, 品牌深入人心, 渠道端护城河深厚。公司围绕电连接/智能电工照明/新能源三大赛道, 不断推动产品渠道升级, 且海外市场有序拓展, 前景可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.84/43.72/50.15 亿元, 维持“买入”评级。

欧普照明: 公司作为我国照明电工领域头部企业, 在消费复苏承压背景下持续深化内功, 全价值链运营能力不断深化, 同时海外业务稳步拓展, 全球竞争力持续提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.43/10.98/12.31 亿元, 维持“买入”评级。

好太太: 卡位智能家居, 迎风起正扬帆。公司为我国智能晾晒行业领军企业, 有望引领行业智能升级; 新拓展的智能家居业务行业处于快速发展期, 公司有望借助研发、渠道及品牌优势快速突击, 且不断在供应链端提质增效, 竞争优势不断提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.23/4.04/4.92 亿元, 维持“买入”评级。

居然之家: 公司为我国家居建材卖场行业龙头企业, 持续推进数字化转型助力传统卖场焕发新机, 布局自营和 IP 业务完成家居家装产业服务平台闭环, 竞争壁垒日益深厚。2023 年内对参股公司“每平每屋”进行增资, 成为其控股股东, 预计未来每平每屋设计家积累的资源及打造出的 AIGC 应用将更深度与公司旗下家居卖场、“洞窝”以及自营家装平台协同, 助力公司数字化转型升级与收入增长。我们看好公司数字化转型背景下线上线下融合、大家居与大消费融合、产业链上下游融合所带来的竞争优势, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.93/20.89/23.84 亿元, 维持“买入”评级。

4 风险提示

原材料价格大幅波动风险: 纸浆、蒸汽、板材、TDI&MDI、铜、铝、锌板、塑料等原材料在造纸、定制家具、成品家具、电工照明企业的营业成本中占比较高, 若原材料价格大幅上涨, 将会对轻工板块生产企业的盈利能力产生不利影响。

终端需求萎靡风险: 消费者购买力下降、地产销售及交房下降等因素导致的零售终端需求疲弱, 会一定程度上压制家具等可选消费品需求释放, 若未来终端需求持续萎靡, 轻工板块市场总规模可能会缩小, 对行业内主要竞争企业产生冲击。

汇率波动风险: 造纸企业和出口型企业受汇率波动影响较大, 若人民币汇率大幅波动, 造纸企业外采海外木浆及出口型企业产品在海外市场竞争力会受到影响, 同时带来汇兑损益波动, 从而影响板块内公司利润水平。

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现