



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年5月15日

各板块表现分化，关注高景气出口链

— 轻工制造行业2023年报及2024年一季报总结

分析师：徐 偲 SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹 SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com



目录

1

轻工制造行业2023年报及2024一季报总览

2

家居：内销需求疲软，外销需求复苏

3

造纸：周期底部已过，盈利能力明显修复

4

包装：盈利有所改善，静待下游需求修复

5

快消：消费有所复苏，个股表现分化

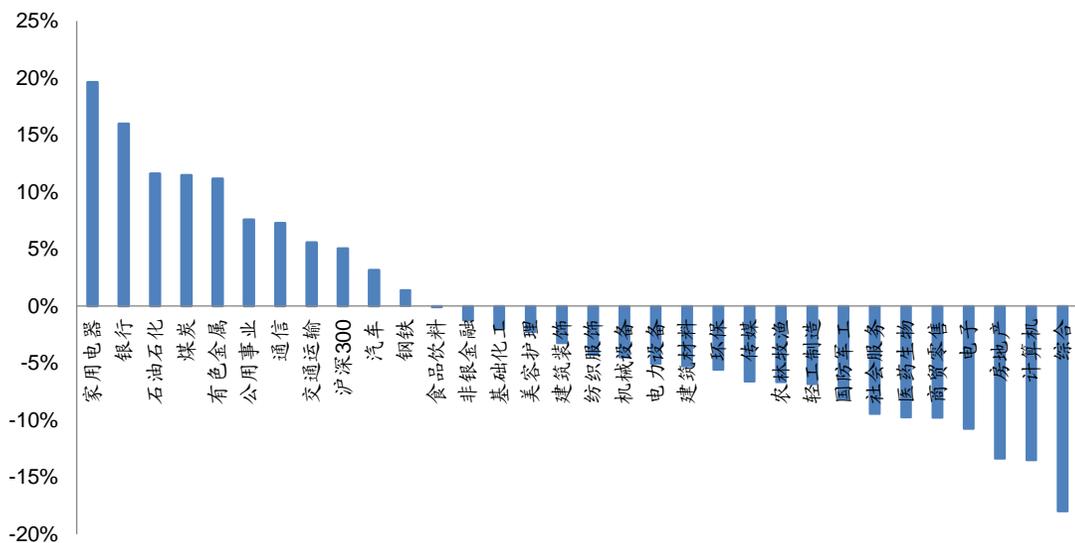
6

出口：关注补库存周期，寻找高弹性标的

1.1 市场：轻工行业跑输沪深300，出口企业表现更优

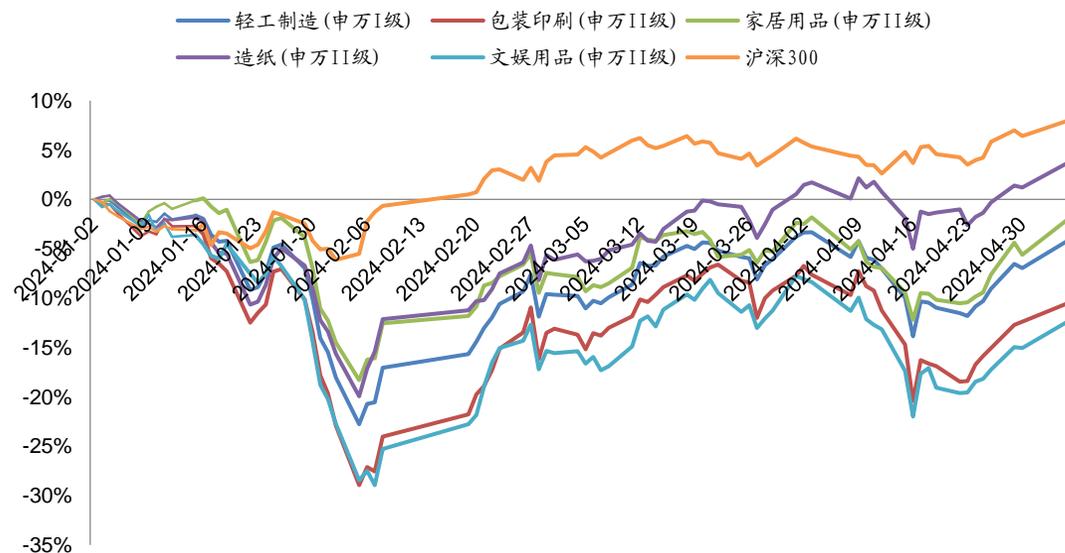
➤ 从行业累计涨跌幅来看，A股轻工制造行业排名24。2024年1月2日至4月30日，A股轻工制造行业的累计涨跌幅为-6.85%，在申万31个一级行业中排名第24位，落后于家用电器、银行、石油石化、煤炭、有色金属等行业的表现。从市场表现来看，轻工二级行业中，各板块均跑输沪深300。2024年1月2日至4月30日，A股轻工制造(申万I级)/包装印刷(申万II级)/家居用品(申万II级)/造纸(申万II级)/文娱用品(申万II级)/沪深300的累计涨跌幅分别为-6.85%/-12.24%/-5.67%/+2.15%/-16.05%/+5.05%，轻工制造(申万I级)/包装印刷(申万II级)/家居用品(申万II级)/造纸(申万II级)/文娱用品(申万II级)相对于沪深300的超额收益率分别为-11.90/-17.29/-10.72/-2.90/-21.10pcts。其中，造纸板块在轻工各二级行业中表现较好。

A股申万一级行业年初至今累计涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所（时间范围：2024年1月2日至4月30日，下同）

A股轻工制造行业年初至今累计涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所



1.1 市场：轻工行业跑输沪深300，出口企业表现更优

- 个股表现来看，申万轻工制造分类下164只标的中，有31只在2024年1月2日到2024年4月30日收获正收益，有51只跑赢轻工指数，25只跑赢沪深300指数。轻工板块涨幅前20的标的市值均值为142.13亿元，嘉益股份、方大新材、翔港科技、齐峰新材、匠心家居等公司涨幅居前2024年1月2日到2024年4月30日分别累计上涨75.61%、74.29%、53.90%、51.39%、36.74%，出口企业市场表现较好。

轻工行业24年至今涨幅前15标的

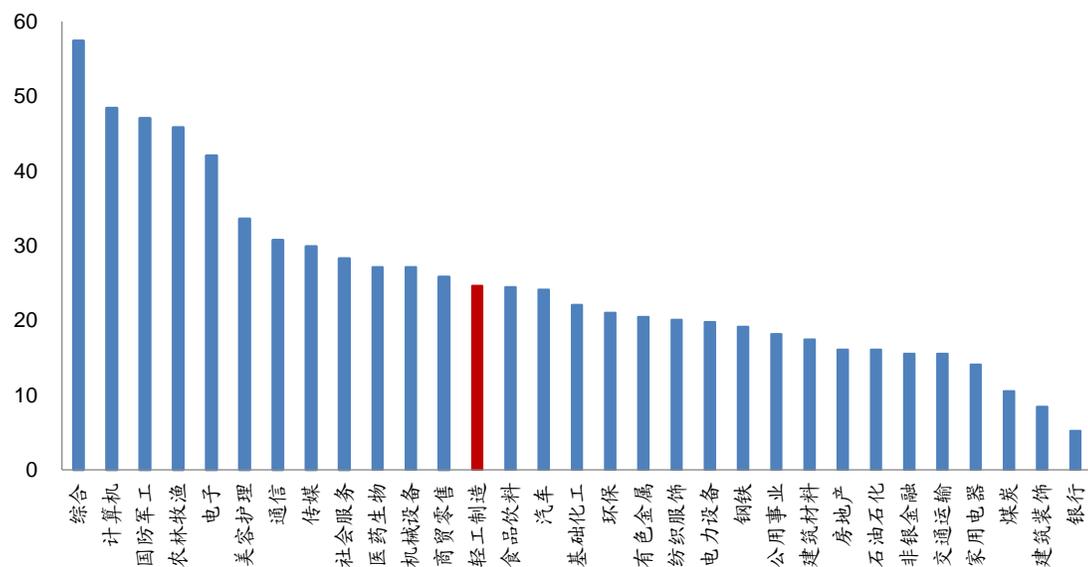
证券代码	证券简称	市值 (亿元)	24年1月2日至24年4月30日涨 跌幅 (%)	相对轻工指数超额收益率 (%)	相对沪深300超额收益率 (%)
301004.SZ	嘉益股份	80.86	75.61	82.47	70.56
838163.BJ	方大新材	20.64	74.29	81.14	69.24
603499.SH	翔港科技	35.79	53.90	60.76	48.85
002521.SZ	齐峰新材	61.93	51.39	58.24	46.34
301061.SZ	匠心家居	87.08	36.74	43.60	31.69
600210.SH	紫江企业	92.98	30.43	37.28	25.38
002078.SZ	太阳纸业	434.56	27.77	34.63	22.72
002014.SZ	永新股份	61.56	26.93	33.78	21.88
603195.SH	公牛集团	1,065.48	24.95	31.80	19.89
603408.SH	建霖家居	71.67	24.30	31.15	19.25
605377.SH	华旺科技	75.14	18.49	25.34	13.44
301193.SZ	家联科技	38.28	17.43	24.29	12.38
002790.SZ	瑞尔特	50.56	15.90	22.75	10.85
605099.SH	共创草坪	92.18	14.17	21.03	9.12
300993.SZ	玉马遮阳	38.52	13.84	20.70	8.79

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.1 市场：轻工行业跑输沪深300，出口企业表现更优

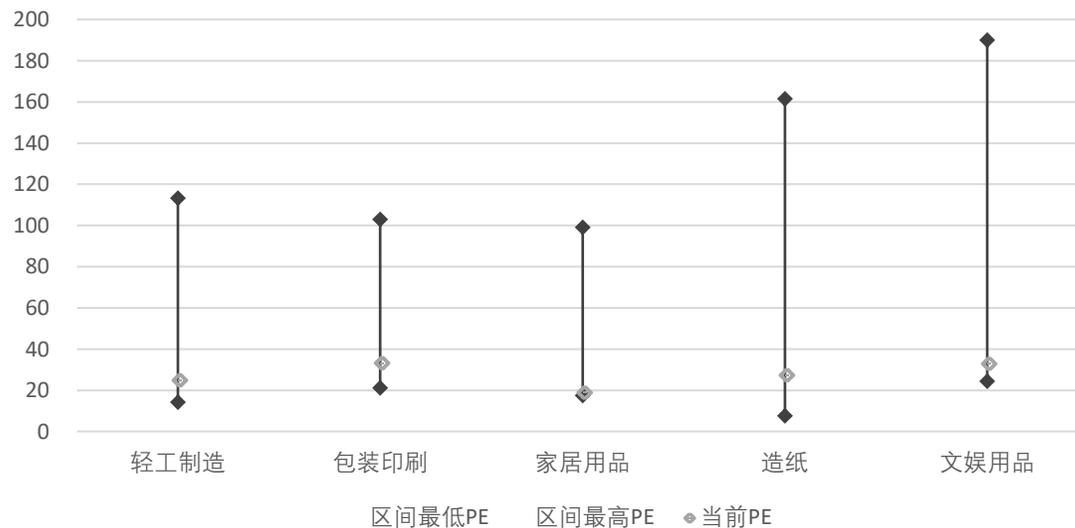
从估值来看，轻工制造行业PE(TTM)处于各行业中等水平，各子板块估值处于历史低位。截至2024年4月30日，轻工制造行业PE(TTM)为24.64倍，处于近十年（2014年4月30日至2024年4月30日）历史31.65%分位，在31个申万一级行业中排名第13位，低于计算机、国防军工、农林牧渔、电子、美容护理、通信、传媒等行业。子板块方面，包装印刷PE(TTM)为32.98倍，处于近十年历史55.22%分位；家居用品PE(TTM)为18.77倍，处于近十年历史0.53%分位；造纸PE(TTM)为27.20倍，处于近十年历史56.60%分位；文娱用品PE(TTM)为32.76倍，处于近十年历史6.54%分位。

A股申万一级行业PE(TTM)



资料来源：Wind，华安证券研究所（截至2024年4月30日）

A股轻工制造行业及其子板块PE(TTM)



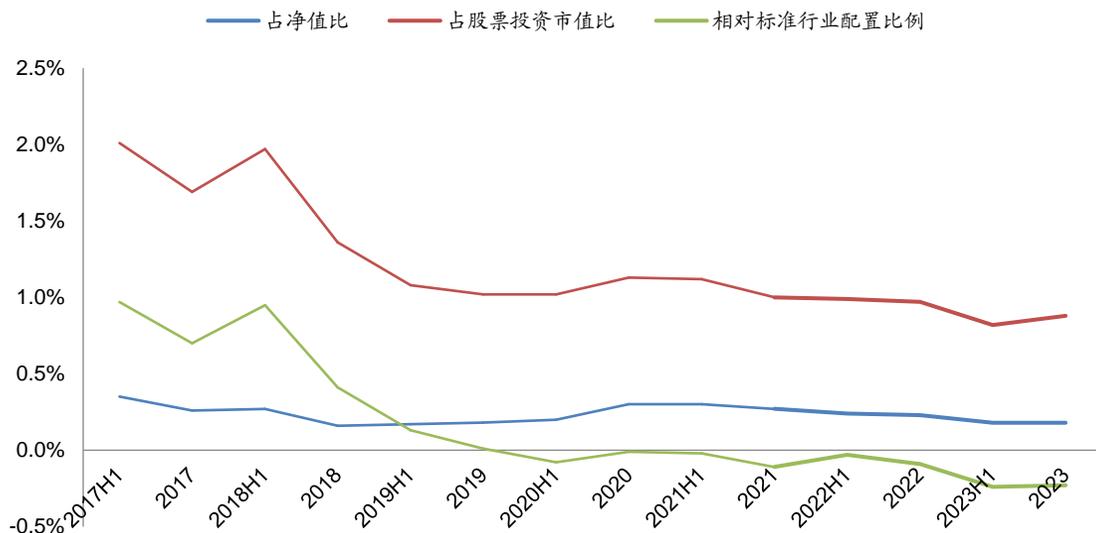
资料来源：Wind，华安证券研究所（截至2024年4月30日）



1.1 市场：轻工行业跑输沪深300，出口企业表现更优

从机构配置来看，基金对轻工制造行业配置整体偏低，太阳纸业、顾家家居、晨光股份、公牛集团、嘉益股份等为基金重仓股。截至2023年，基金对轻工制造行业的配置市值为486.09亿元，占净值比为0.18%，占股票投资市值比为0.88%，股票市场标准行业配置比例为1.11%，相对标准行业配置比例为-0.23pct。A股2024Q1机构重仓持股金额前十的轻工制造公司为太阳纸业、顾家家居、晨光股份、公牛集团、嘉益股份、欧派家居、裕同科技、力诺特玻、匠心家居、索菲亚，但季度持仓数量均有所下降。

2017H1-2023轻工制造行业基金配置比例 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

A股2024Q1机构重仓持股金额前十轻工制造公司

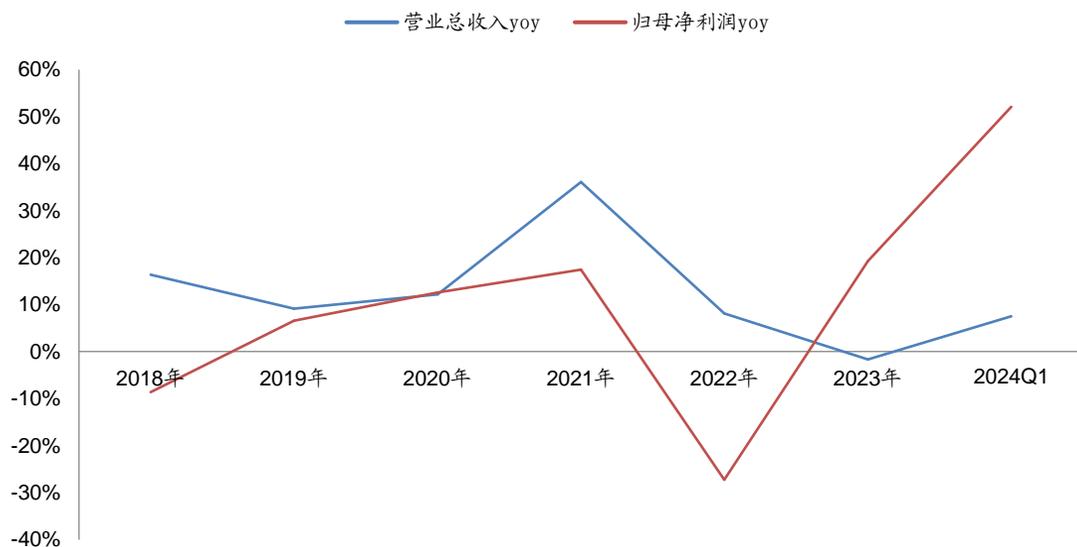
证券代码	证券简称	持有基金数 (支)	持股总量 (万股)	季度持仓变动 (万股)	持股总市值 (亿元)	持股总量占流通A股比 (%)
002078.SZ	太阳纸业	99	34018.95	-18183.15	49.53	12.30%
603816.SH	顾家家居	73	11129.16	-3300.25	41.03	13.54%
603899.SH	晨光股份	60	10287.62	-3390.39	37.01	11.14%
603195.SH	公牛集团	53	1819.96	-1894.87	18.79	2.05%
301004.SZ	嘉益股份	38	721.82	-314.42	4.93	27.62%
603833.SH	欧派家居	35	2292.03	-3325.75	14.64	3.76%
002831.SZ	裕同科技	27	5565.44	-2204.98	13.80	10.70%
301188.SZ	力诺特玻	25	1541.46	-1554.92	2.60	10.25%
301061.SZ	匠心家居	23	695.33	-689.88	4.12	21.73%
002572.SZ	索菲亚	22	4760.82	-8199.86	7.34	7.45%

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 业绩：营收端企稳回升，盈利同比明显改善

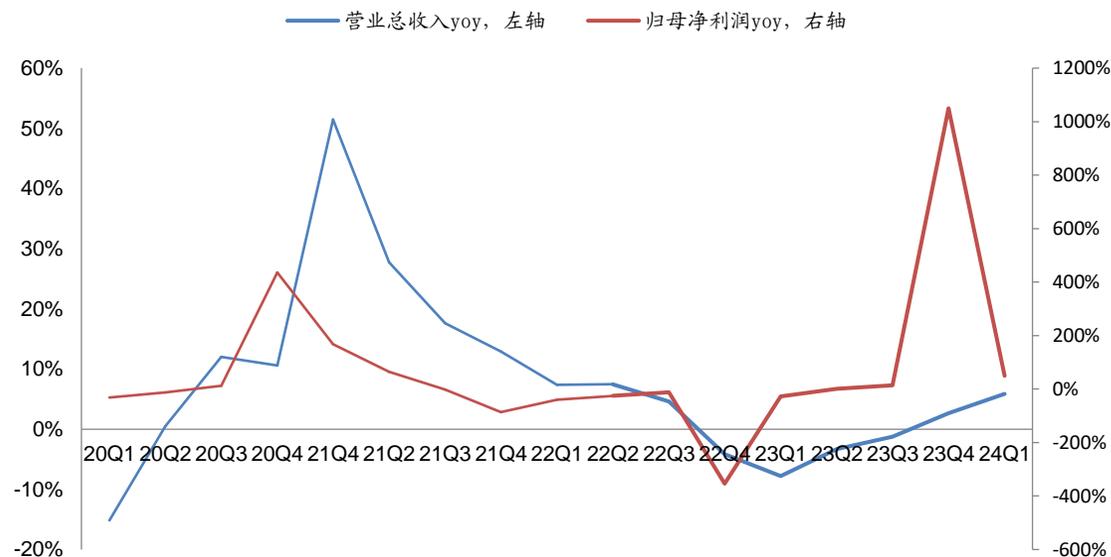
➤ 营收端企稳回升，盈利同比明显改善。2023年，申万轻工制造业行业总营收为5963.34亿元，同比下降1.28%；归母净利润为301.77亿元，同比增长20.17%。2023Q4/2024Q1申万轻工制造业总营收分别为1619.59/1354.62亿元，同比增长2.63%/5.84%；归母净利润为48.04/75.78亿元，同比增长1049.33%/49.41%，利润端改善好于营收端。头部企业凭借自身供应链、产能、客户运营等优势，业绩受外部环境影响较小，经营韧性较强。

申万轻工制造行业营收及归母净利润增速 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

申万轻工制造行业分季度营收及归母净利润增速 (%)



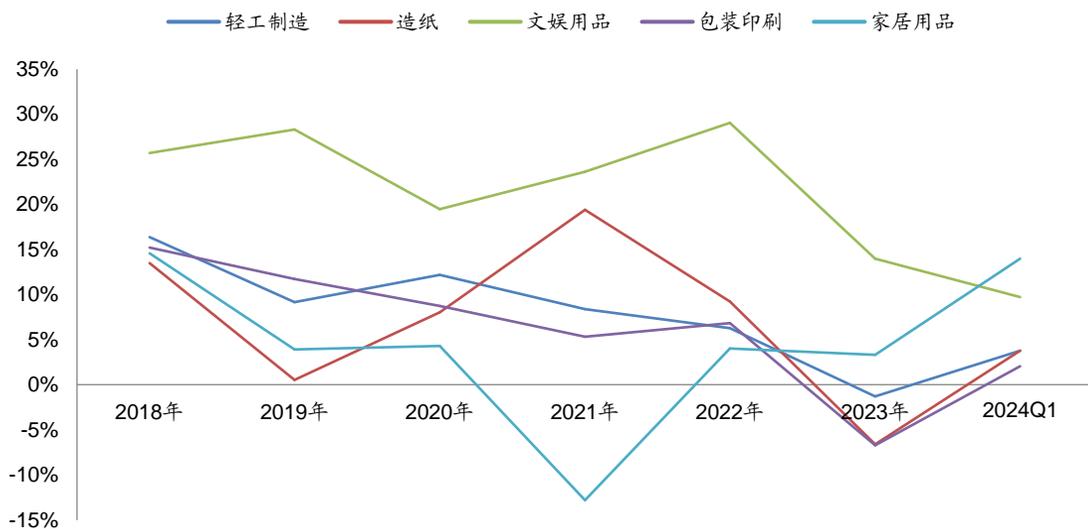
资料来源：Wind，华安证券研究所



1.2 业绩：营收端企稳回升，盈利同比明显改善

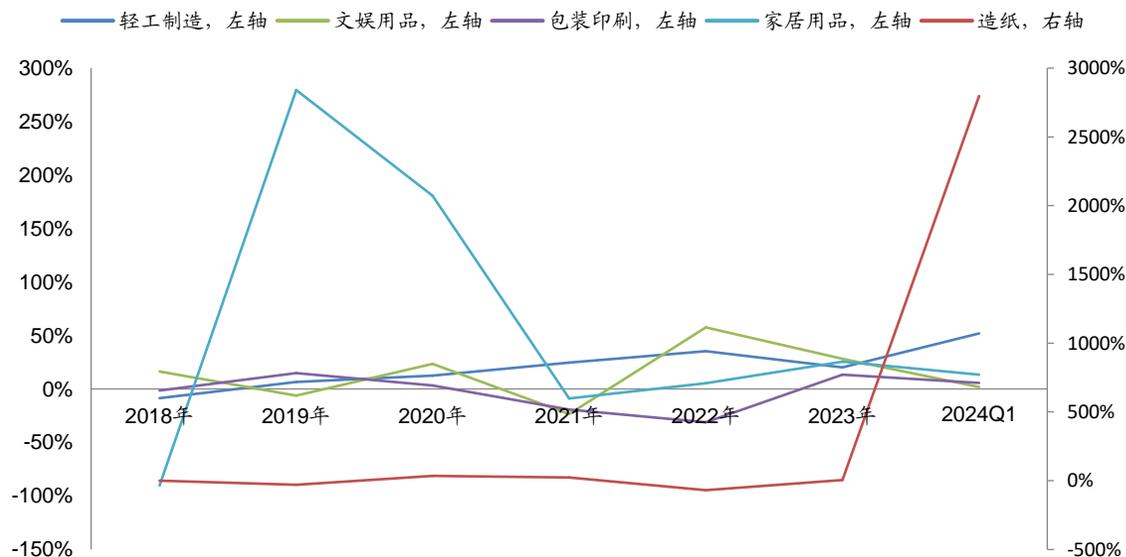
▶ 各子板块业绩企稳复苏，造纸板块盈利能力修复明显。按照申万行业分类口径，2023年，造纸/文娱用品/包装印刷/家居用品营收分别同比-6.61%/+14.00%/-6.73%/+3.31%，归母净利润分别同比+4.48%/+28.37%/+13.35%/+25.47%。2024Q1，造纸/文娱用品/包装印刷/家居用品营收分别同比+3.79%/+9.71%/+2.04%/+13.99%，归母净利润分别同比+2797.36%/+1.91%/+5.67%/+13.28%。轻工制造各子板块业绩基本企稳，其中，成本低位叠加需求改善，2023Q4和2024Q1纸企盈利改善明显；低基数效应下，2024Q1家居企业业绩增长。

申万轻工制造及子板块营收增速 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

申万轻工制造及子板块净利润增速 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所



目录

1

轻工制造行业2023年报及2024一季报总览

2

家居：内销需求疲软，外销需求复苏

3

造纸：周期底部已过，盈利能力明显修复

4

包装：盈利有所改善，静待下游需求修复

5

快消：消费有所复苏，个股表现分化

6

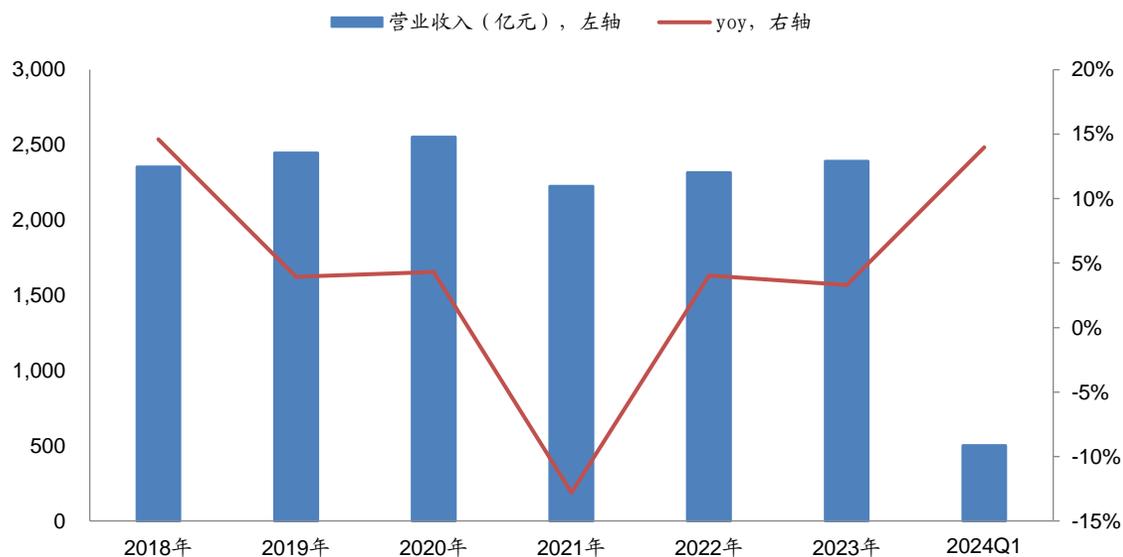
出口：关注补库存周期，寻找高弹性标的



2.1 业绩：低基数下业绩保持增长，降本增效成效显著

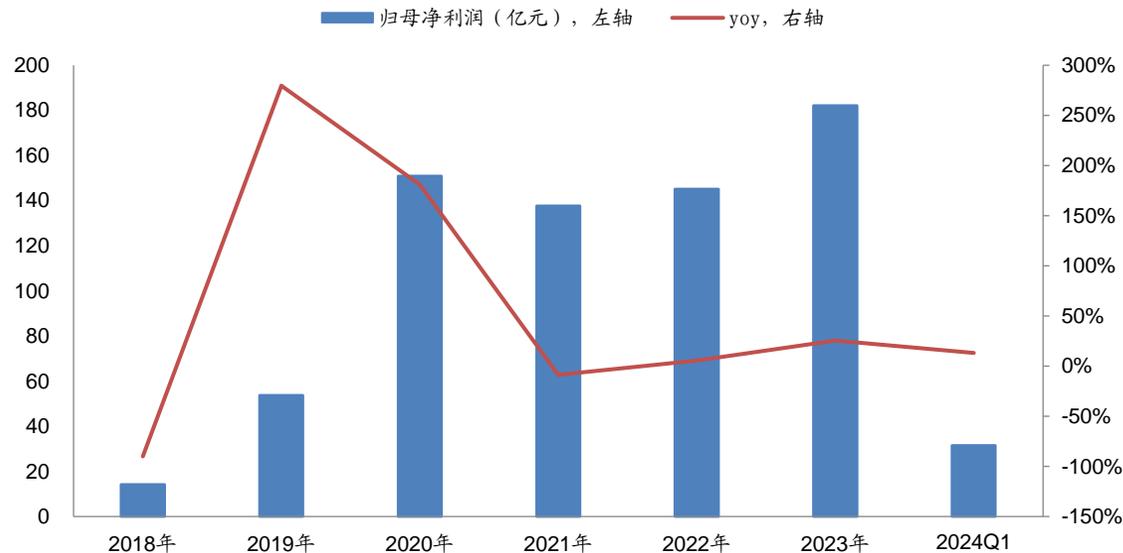
➤ 23年利润增长高于营收增长，24Q1低基数下业绩保持增长。2023年和2024Q1，家居用品公司分别实现营业收入2392.36/502.01亿元，分别同比+3.31%/+13.99%；分别实现归母净利润182.14/31.56亿元，分别同比+25.47%/+13.28%。2023年，家居用品公司利润端表现好于收入端，主要系地产公司事件影响的信用减值负面影响消退。由于2023Q1收入仍反映2022Q4的接单情况，疫情影响仍持续体现，2023Q1基数较低，故2024Q1家居用品公司业绩仍保持一定增长。

家居用品板块营收及同比 (亿元, %)



资料来源：Wind，华安证券研究所

家居用品板块归母净利润及同比 (亿元, %)

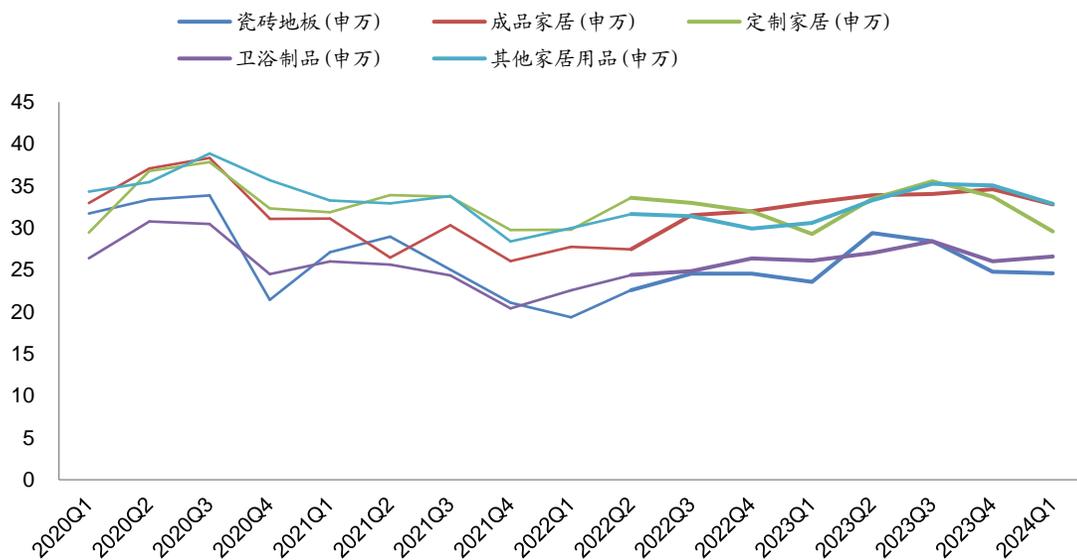


资料来源：Wind，华安证券研究所

2.1 业绩：低基数下业绩保持增长，降本增效成效显著

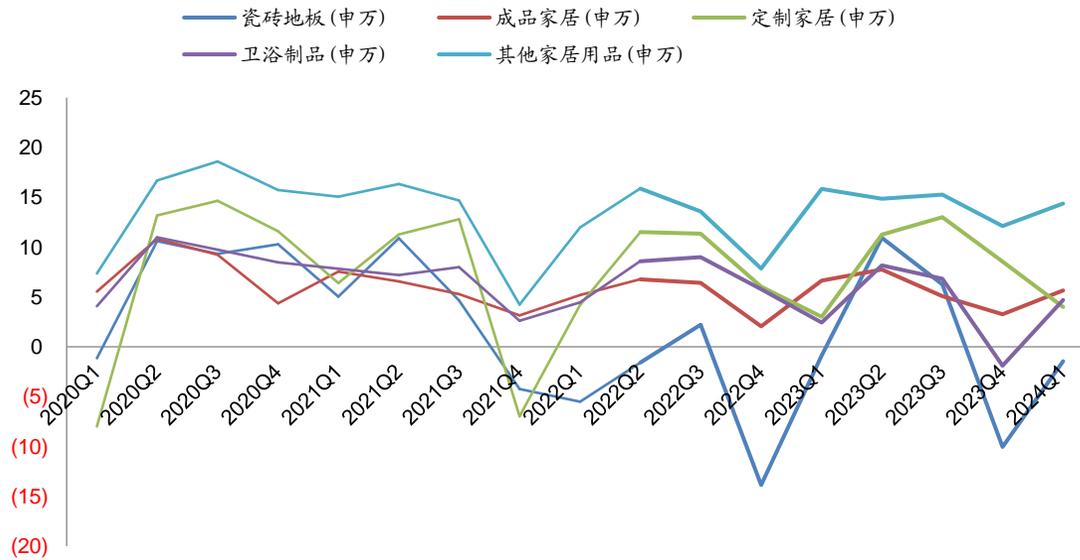
▶ **降本增效成效显著，毛利率有所提升。**2023年和2024Q1，家居用品公司销售毛利率为32.26%/30.77%，同比+2.75/+0.79pct；销售净利率为7.61%/14.39%，同比+2.27/-1.46pct，尽管消费力承压，但家居用品公司积极通过控制生产成本、提高生产效率降本增效，毛利率有所提升，但费用端存在部分减值因而净利率改善不及毛利率。2022/2023/2024Q1，家居用品公司资产减值损失占营业总收入的比例分别为-0.78%/-0.91%/-0.10%，同比-0.41/-0.18/+0.18pct。分细分品类来看，卫浴制品和瓷砖地板品类的毛利率和净利率提升较为明显，而定制家居品类的盈利能力承压。

申万家居用品各细分子板块单季度毛利率(%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

申万家居用品各细分子板块单季度销售净利率(%)



资料来源：Wind，华安证券研究所



2.2 定制：传统品类增长承压，积极发展整装&出海

▶ 业绩分化明显，归母净利润增速高于营收增速。2023年，欧派家居/索菲亚/金牌橱柜/志邦家居/尚品宅配/皮阿诺/好莱客/我乐家居8家定制家居公司的营业总收入同比增速分别为+1.35%/+3.95%/+2.59%/+13.50%/-7.80%/-9.35%/-19.78%/+2.70%，归母净利润同比增速分别为+12.92%/+18.51%/+5.40%/+10.76%/+40.06%/-44.03%/-49.60%/+12.50%。大部分定制家居企业归母净利润增速高于营收增速，尽管消费力承压，但定制家居企业积极通过减少SKU花色、提高板材利用率、控制生产成本、提高生产效率降本增效，毛利率有所提升。2024Q1营收端多有增长，主要系2023Q1基数较低，叠加费用率控制，净利润表现好于营收表现。

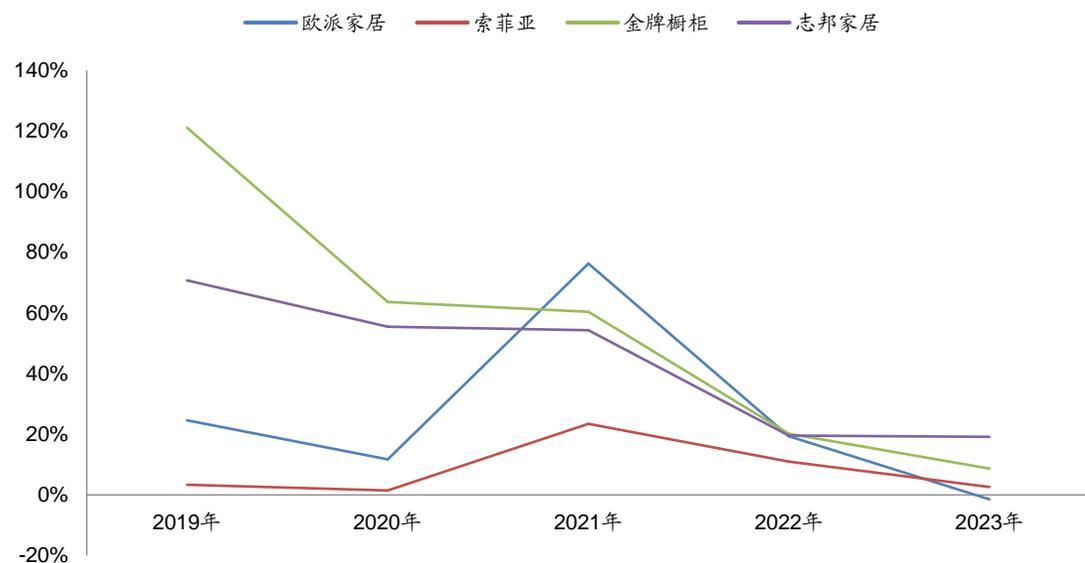
2018-2024Q1核心定制家居公司营业总收入及归母净利润同比增速

股票代码	股票简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
603833.SH	欧派家居	18.53%	17.59%	8.91%	38.68%	9.97%	1.35%	1.43%	20.90%	17.02%	12.13%	29.23%	0.86%	12.92%	43.00%
002572.SZ	索菲亚	18.66%	5.13%	8.67%	24.59%	7.84%	3.95%	16.98%	5.77%	12.34%	10.66%	-89.72%	768.28%	18.51%	58.59%
603180.SH	金牌橱柜	18.01%	24.90%	24.20%	30.61%	3.06%	2.59%	11.45%	26.05%	15.37%	20.68%	15.49%	-18.03%	5.40%	11.16%
603801.SH	志邦家居	12.80%	21.75%	29.65%	34.17%	4.58%	13.50%	1.77%	16.51%	20.72%	20.04%	27.84%	6.17%	10.76%	-8.38%
300616.SZ	尚品宅配	24.83%	9.26%	-10.29%	12.22%	-27.30%	-7.80%	-3.98%	25.53%	10.76%	-80.81%	-11.54%	-48.39%	40.06%	9.22%
002853.SZ	皮阿诺	34.34%	32.53%	1.51%	22.10%	-20.40%	-9.35%	-2.61%	37.95%	23.33%	12.40%	-470.05%	121.08%	-44.03%	-112.27%
603898.SH	好莱客	14.46%	4.34%	-1.88%	54.40%	-16.25%	-19.78%	15.86%	9.84%	-4.63%	-24.25%	-76.35%	560.07%	-49.60%	5.35%
603326.SH	我乐家居	18.26%	23.10%	18.93%	8.92%	-3.43%	2.70%	6.32%	21.57%	51.24%	42.56%	-173.74%	186.80%	12.50%	185.75%

2.2 定制：传统品类增长承压，积极发展整装&出海

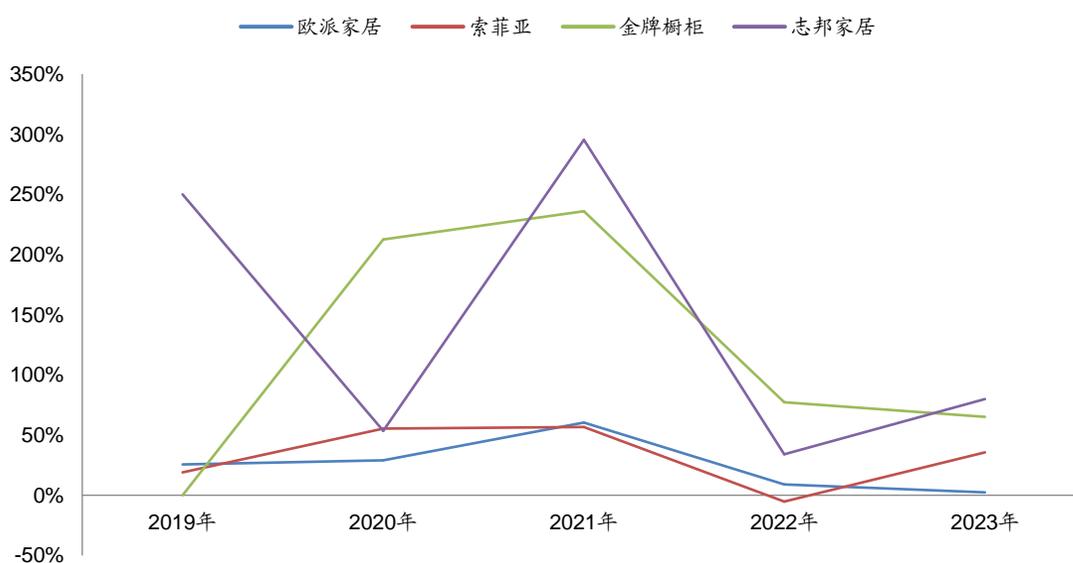
➤ **品类：橱柜增长疲软，衣柜、木门及配套品贡献业绩增量。**2023年，在整体业绩承压的情况下，欧派家居/索菲亚/金牌橱柜/志邦家居的橱柜业务均出现不同程度下滑或者增速放缓，分别同比-1.98%/-2.20%/-5.54%/+3.69%，但降幅较2022年收窄。衣柜业务仍为增长主要来源，2023年欧派家居/索菲亚/金牌橱柜/志邦家居的衣柜业务分别同比-1.57%/+2.55%/+8.64%/+19.12%，但衣柜业务增速放缓。除了衣柜品类之外，头部企业积极完善木门、卫浴、地板、家品、家电等全品类产品矩阵，持续推进整家大家居战略，更好地满足不同消费人群全品类一站式购物需求，2023年欧派家居/索菲亚/金牌橱柜/志邦家居的木门业务分别同比+2.38%/+35.71%/+65.10%/+79.82%。随着木门和配套品业务的不断成熟，或后续成为主要增量来源。

2019-2023年各定制家居公司衣柜业务同比增长率 (%)



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

2019-2023年各定制家居公司木门业务同比增长率 (%)



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所



2.2 定制：传统品类增长承压，积极发展整装&出海

2019-2023年欧派家居/索菲亚/金牌橱柜/志邦家居分产品主营业务收入拆分（亿元，%）

	品类	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
欧派家居	营业总收入	115.09	135.33	147.40	204.42	224.80
	yoy	17.59%	8.91%	38.68%	9.97%	1.35%
	整体衣柜	51.67	57.72	101.72	121.39	119.49
	yoy	24.57%	11.71%	76.23%	19.34%	-1.57%
	增长贡献率	50.35%	50.15%	77.17%	96.52%	-62.79%
	整体橱柜	61.93	60.61	75.29	71.73	70.31
	yoy	7.42%	-2.13%	24.22%	-4.73%	-1.98%
	增长贡献率	21.15%	-10.94%	25.75%	-17.47%	-46.93%
	定制木门	5.97	7.71	12.36	13.46	13.78
	yoy	25.68%	29.15%	60.31%	8.90%	2.38%
	增长贡献率	6.03%	14.42%	8.16%	5.40%	10.58%
	整体卫浴	6.24	7.39	9.89	10.35	11.28
	yoy	37.75%	18.43%	33.83%	4.65%	8.99%
	增长贡献率	8.45%	9.53%	4.38%	2.26%	30.74%
品类	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
营业总收入	76.86	83.53	104.07	112.23	116.66	
yoy	5.13%	8.67%	24.59%	7.84%	3.95%	
衣柜及配套品	66.05	67.02	82.69	91.77	94.11	
yoy	3.30%	1.47%	23.38%	10.98%	2.55%	
增长贡献率	56.24%	14.55%	76.28%	111.35%	52.81%	
索菲亚	橱柜及其配件	8.51	12.11	14.20	12.72	12.44
yoy	20.03%	42.30%	17.26%	-10.42%	-2.20%	
增长贡献率	37.85%	53.99%	10.17%	-18.15%	-6.32%	
木门	1.88	2.92	4.58	4.34	5.89	
yoy	18.99%	55.32%	56.85%	-5.24%	35.71%	
增长贡献率	8.00%	15.60%	8.08%	-2.94%	34.98%	

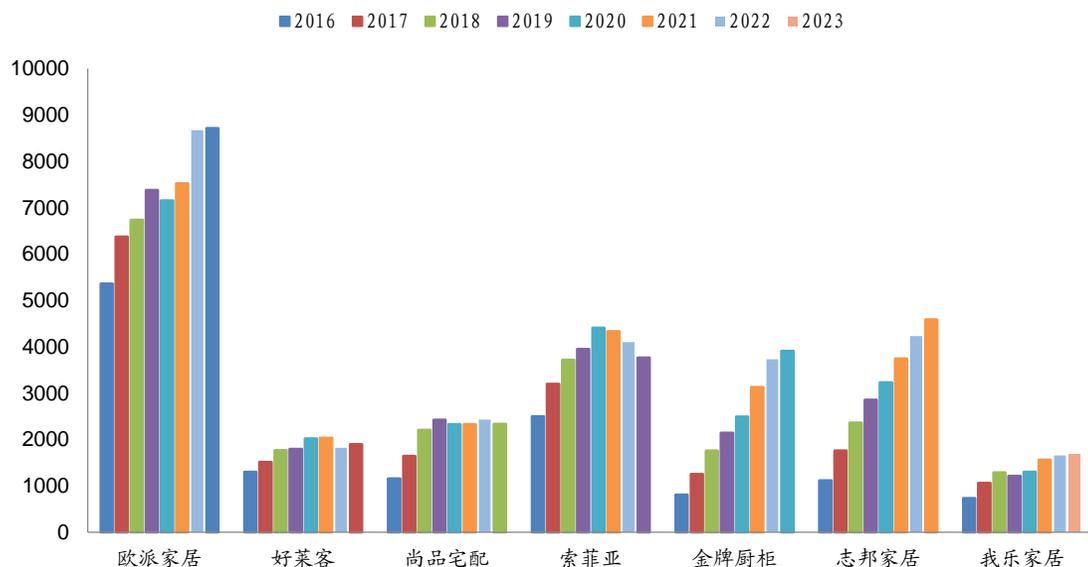
	品类	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
金牌橱柜	营业总收入	21.25	26.40	34.48	35.53	36.45
	yoy	24.90%	24.20%	30.61%	3.06%	2.59%
	整体橱柜	17.82	20.73	24.80	23.63	22.32
	yoy	16.02%	16.33%	19.63%	-4.72%	-5.54%
	增长贡献率	58.05%	56.57%	50.38%	-110.82%	-142.18%
	整体衣柜	3.05	4.99	8.00	9.61	10.44
	yoy	121.01%	63.61%	60.32%	20.13%	8.64%
	增长贡献率	39.41%	37.71%	37.26%	152.50%	90.08%
	木门	0.08	0.25	0.84	1.49	2.46
	yoy		212.50%	236.00%	77.38%	65.10%
	增长贡献率	1.89%	3.30%	7.30%	61.57%	105.28%
	品类	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	营业总收入	29.62	38.40	51.53	53.89	61.16
	yoy	21.75%	29.65%	34.17%	4.58%	13.50%
整体橱柜	21.17	24.99	29.34	27.37	28.38	
yoy	9.80%	18.04%	17.41%	-6.71%	3.69%	
增长贡献率	35.72%	43.49%	33.15%	-83.48%	13.88%	
志邦家居	定制衣柜	7.34	11.41	17.60	21.03	25.05
yoy	70.70%	55.45%	54.25%	19.49%	19.12%	
增长贡献率	57.45%	46.34%	47.17%	145.35%	55.24%	
木门	0.28	0.43	1.70	2.28	4.10	
yoy	250.00%	53.57%	295.35%	34.12%	79.82%	
增长贡献率	3.78%	1.71%	9.68%	24.58%	25.01%	

资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

2.2 定制：传统品类增长承压，积极发展整装&出海

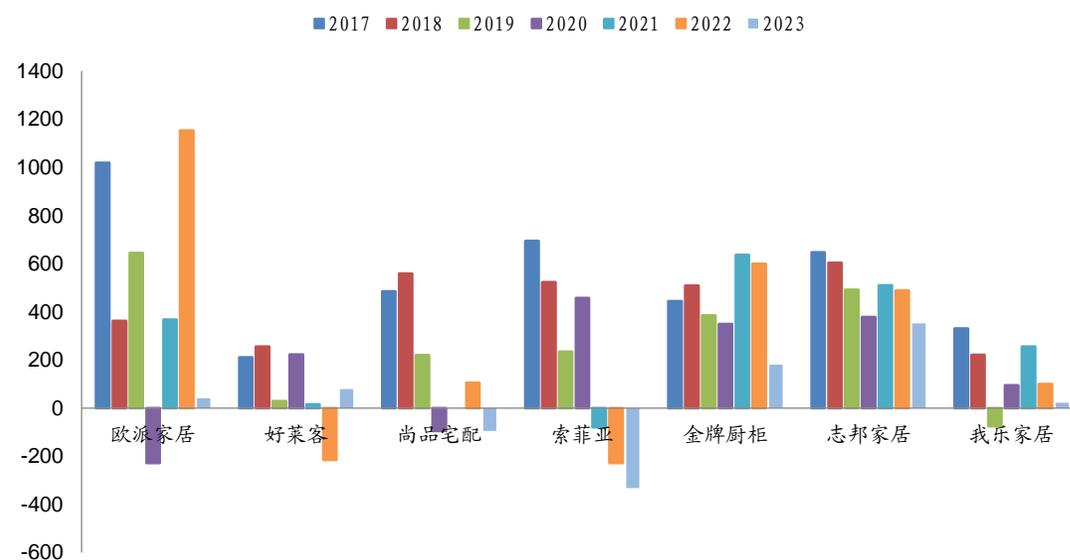
- **渠道：渠道表现呈现差异，零售端仍维持拓店趋势。**整体来看，2023年四大定制家居头部企业直营渠道营收平均同比增长6.37%，经销商渠道营收平均同比增长3.66%，大宗渠道营收平均同比增长4.67%。经销商经营承压，但各公司各渠道表现分化。从贡献度来看，欧派家居的直营渠道和大宗渠道为主要营收增量贡献来源，索菲亚和金牌厨柜的经销商渠道为主要营收增量贡献来源，志邦家居的大宗渠道和经销商渠道为主要营收增量贡献来源。
- **渠道：经销商承压，拓店速度放缓。**截至2023年末，欧派家居/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居的门店数量分别为8716/3767/3909/4583家，相较2022年末新增门店数量分别为+40/-333/+180/+352家，第二梯队金牌厨柜和志邦家居仍有较大拓店空间。

2016-2023年定制家居公司门店数量（家）



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

2016-2023年定制家居公司净增门店数量（家）



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所



2.2 定制：传统品类增长承压，积极发展整装&出海

2019-2023年欧派家居/索菲亚/金牌橱柜/志邦家居分渠道主营业务收入拆分（亿元，%）

	渠道	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		渠道	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
欧派家居	营业总收入	135.33	147.40	204.42	224.80	227.82	金牌橱柜	营业总收入	21.25	26.40	34.48	35.53	36.45
	yoy	17.59%	8.91%	38.68%	9.97%	1.35%		yoy	24.90%	24.20%	30.61%	3.06%	2.59%
	直营	3.48	3.99	5.87	7.06	8.29		直营	2.37	1.91	1.92	1.27	0.96
	yoy	14.91%	14.68%	47.33%	20.12%	17.44%		yoy	-11.46%	-19.48%	0.78%	-34.09%	-24.05%
	增长贡献率	2.23%	4.23%	3.31%	5.80%	40.66%		增长贡献率	-7.24%	-8.97%	0.18%	-62.06%	-33.07%
	经销商	64.45	65.32	83.60	92.25	96.27		经销商	12.98	14.09	18.78	18.34	18.81
	yoy	14.11%	5.95%	40.20%	12.13%	-0.04%		yoy	12.54%	8.57%	33.28%	-2.37%	2.58%
	增长贡献率	64.48%	52.09%	78.85%	93.34%	-2.45%		增长贡献率	34.12%	21.63%	58.05%	-42.15%	51.39%
	大宗	21.62	26.82	36.73	34.95	35.86		大宗	5.05	8.93	11.45	12.80	12.76
	yoy	52.53%	24.05%	36.92%	-4.85%	2.61%		yoy	149.31%	76.84%	28.22%	11.78%	-0.29%
增长贡献率	36.79%	43.11%	17.37%	-8.74%	30.19%	增长贡献率	71.36%	75.43%	31.19%	127.76%	-4.00%		
索菲亚	营业总收入	76.86	83.53	104.07	112.23	116.66	志邦家居	营业总收入	29.62	38.40	51.53	53.89	61.16
	yoy	5.13%	8.67%	24.59%	7.84%	3.95%		yoy	21.75%	29.65%	34.17%	4.58%	13.50%
	直营	2.64	2.50	3.42	2.77	3.15		直营	1.82	2.32	3.22	3.97	4.70
	yoy	12.66%	-5.46%	36.94%	-19.06%	13.58%		yoy	16.25%	27.29%	39.01%	23.04%	18.52%
	增长贡献率	7.92%	-2.17%	4.49%	-8.00%	8.49%		增长贡献率	4.81%	5.66%	6.89%	31.47%	10.10%
	经销商	64.45	65.32	83.60	92.25	96.27		经销商	19.49	22.30	28.30	29.00	31.24
	yoy	-0.09%	1.35%	27.99%	10.34%	4.36%		yoy	14.36%	14.39%	26.90%	2.48%	7.75%
	增长贡献率	-1.51%	13.02%	88.99%	106.00%	90.86%		增长贡献率	46.26%	31.94%	45.71%	29.75%	30.86%
	大宗	9.40	15.04	16.04	15.25	14.51		大宗	6.39	11.75	16.51	16.57	20.09
	yoy	60.92%	59.99%	6.64%	-4.91%	-4.86%		yoy	63.65%	83.67%	40.59%	0.36%	21.22%
增长贡献率	94.85%	84.57%	4.86%	-9.65%	-16.72%	增长贡献率	47.00%	60.92%	36.33%	2.55%	48.32%		

资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所



2.2 定制：传统品类增长承压，积极发展整装&出海

- **渠道：各头部公司积极布局整装渠道和海外市场。**2023年，家居建材业内卷加剧，整装大家居快速崛起，零售家居市场份额萎缩明显，家居行业生态快速变迁。各定制家居公司重点发力整装和海外渠道，如欧派家居启动营销组织改革，将欧派品牌原有的以品类划分的营销事业部调整为按照区域划分的三大营销事业部，构建以城市为中心的经营模式，进行全品类（厨衣木卫配）、全渠道（零售+整装）的统一管理，从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配；志邦家居2023年首次在海外发布“BETTER HOME BETTER LIFE”全球品牌战略，把公司在本土市场C端积累的成功经验复制到海外零售市场。

2023年各定制家居公司对于整装渠道的布局

公司名称	整装渠道战略布局	2023年整装渠道经营及业绩情况
欧派家居	公司启动营销组织改革，通过本次改革，将欧派品牌原有的以品类划分的营销事业部调整为按照区域划分的三大营销事业部，构建以城市为中心的经营模式，进行全品类（厨衣木卫配）、全渠道（零售+整装）的统一管理，从组织形态上进一步向大家居战略方向匹配。	公司整装大家居实现双品牌运营分别是“欧派”和“铂尼思”，以满足不同渠道合作商、用户的差异化需求。截至2023年年末，申请开设欧派零售大家居的城市约800多个，零售大家居门店已经正常运营的城市约600多个。
索菲亚	整装渠道是公司重点发力的新渠道，通过推出专属产品和价格体系，与零售渠道形成差异，从不同角度开拓市场。公司在全国范围与实力较强的家装企业开展合作，同时鼓励和推动各地经销商与当地小型整装、家装公司、设计工作室进行合作，实现与家装企业的相互导流和合作共赢。	2023年实现了整装战略3.0模式的全面升级，米兰纳推出了整装定制+门墙柜一体化产品，司米也完成了从单品类时代向高端整装定制的转型，华鹤也紧随其后确定了自己整装定制的发展战略。橱柜和木门品类也成为整装战略中增长最快的引擎，索菲亚品牌橱柜业绩增速为293.81%，木门业绩增速为47.33%。
金牌厨柜	零售渠道方面，公司创新性提出大零售140战略，0指整装，通过经销商反向赋能家装公司，培养定制+硬装服务力，满足客户整装一体化的需求。	2023年公司家装、整装渠道业务收入实现翻倍增长。截至2023年年末，公司整装馆数量共151家，较2022年新开工60家。
志邦家居	公司将围绕集成整装模式深耕整装业务渠道，继续加大战略开拓力度，通过搭建独立运营组织、完善赋能机制等进一步提升整装运营质量，通过超级服务邦三期、全品类齐套交付、整装信息化能力建设等措施持续构建其组织能力，并持续对整装产品体系、整装展厅进行规划升级，始终以满足不同时期的客户需求为核心，牵引战略目标落地。	公司相继发布了“超级服务邦”、“全空间高效整装”、“十大超能力”等多维赋能体系，并与多家优秀企业达成合作。2023年，整装渠道合作业务增速34.50%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2023年各定制家居公司对于海外渠道的布局

公司名称	海外渠道战略布局	2023年海外渠道经营及业绩情况
欧派家居	海外事业部多线布局，多路出击，内修内功，外拓外势，招商与培商结合，顺势与做势呼应，不断促进海外业务的良性循环，不断开拓外贸新的局面，为“世界的欧派”不断探索、不断积势。	2023年，海外渠道实现营业收入3.2亿元，同比增长46.5%。
索菲亚	公司通过高端零售、工程项目和经销商等形式，持续布局海外市场。	截至2023年，公司已拥有27家海外经销商，覆盖了美国，加拿大，澳大利亚，新加坡，越南，泰国等二十多个国家；同时，索菲亚已与顶级开发商和承包商合作，为全世界超过30个国家和地区客户提供一站式全屋定制解决方案。
金牌厨柜	海外渠道方面，公司针对区域市场差异，确定了差异化的业务发展模式和生产交付保障逻辑，开启了国际化发展的新阶段。业务发展模式方面：北美市场持续推动RTA分销商的拓展，总对总合作加快工程项目签约落地；澳洲市场以工程分包模式持续实现市场的进一步突破；东南亚市场推进海外平台分公司，全面强化零售渠道、家装渠道和工程渠道布局。	2023年，公司海外渠道实现销售收入2.74亿元，同比增长16.92%。
志邦家居	公司海外业务以国际B、C端业务双核驱动、齐头并进，2023年首次在海外发布“BETTER HOME BETTER LIFE”全球品牌战略，把公司在本土市场C端积累的成功经验复制到海外零售市场。	2023年，公司海外渠道业务收入1.50亿元，占营业收入比2.45%，同比增长31.86%。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所



2.3 软体：海外需求有所好转，盈利能力提升

➤ 24Q1软体家居业绩表现优于定制家居。2023年，顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份/匠心家居5家软体家居公司营业收入分别同比+6.67%/-0.52%/+10.71%/-4.03%/+31.37%，归母净利润分别同比+10.70%/+157.74%/+80.54%/+13.25%/+21.76%。2024Q1，顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份/匠心家居营业收入分别同比+10.04%/+7.08%/+20.02%/+25.50%/+30.66%，归母净利润分别同比+5.02%/+18.18%/+20.20%/+39.48%/+57.97%。2023年下半年起海外需求订单逐步恢复，推动出口型软体家居公司业绩高增长。

2018-2024Q1核心软体家居公司营业总收入及归母净利润同比增速

股票代码	股票简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
603816.SH	顾家家居	37.61%	20.95%	14.17%	44.81%	-1.81%	6.67%	10.04%	20.29%	17.37%	-27.19%	96.87%	8.87%	10.70%	5.02%
603313.SH	梦百合	30.39%	25.65%	70.43%	24.64%	-1.50%	-0.52%	7.08%	19.39%	100.82%	1.31%	-172.78%	115.01%	157.74%	18.18%
603008.SH	喜临门	32.11%	15.68%	15.43%	38.21%	0.86%	10.71%	20.02%	-254.54%	186.80%	-17.61%	78.29%	-57.49%	80.54%	20.20%
001323.SZ	慕思股份	0.00%	21.16%	15.29%	45.56%	-10.31%	-4.03%	25.50%	0.00%	53.91%	61.06%	27.99%	3.28%	13.25%	39.48%
301061.SZ	匠心家居	22.50%	7.08%	12.21%	46.04%	-24.02%	31.37%	30.66%	32.43%	-17.91%	82.05%	45.15%	11.95%	21.76%	57.97%

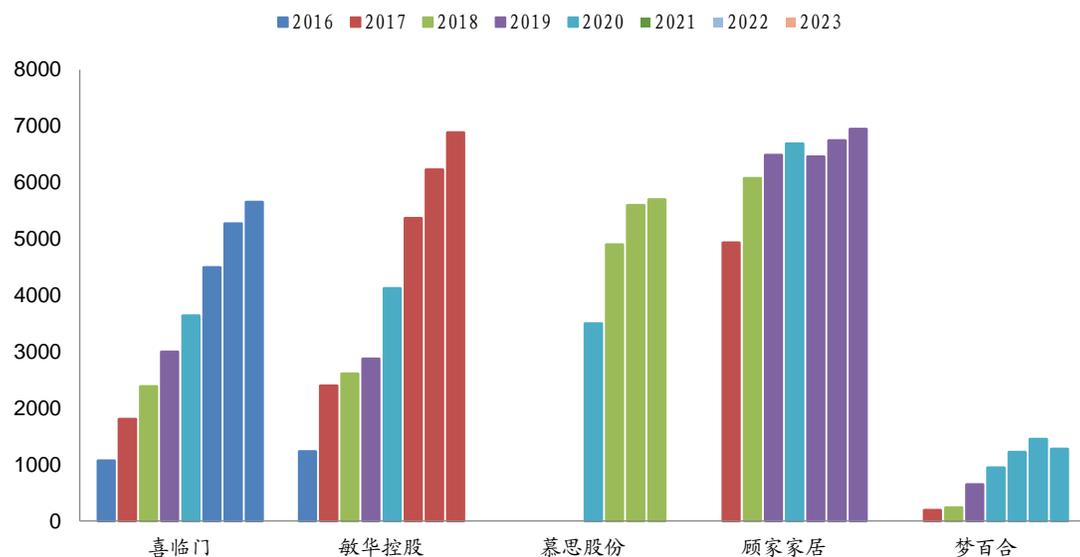
资料来源：Wind，华安证券研究所



2.3 软体：海外需求有所好转，盈利能力提升

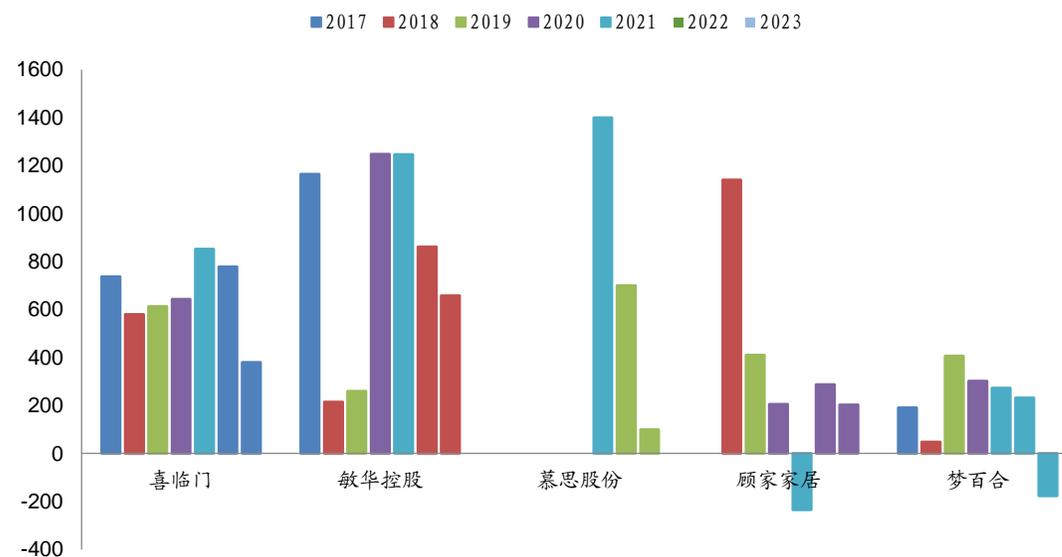
➤ 内销：门店新增速度放缓，重视门店结构优化。截至2023年，敏华控股/顾家家居/喜临门/梦百合的门店数量分别为6888/6946/5653/1276家，相较2022年末新增门店数量分别为+658/+203/+380/-177家，各头部企业仍保持拓店步伐。在拓展门店数量之余，各头部企业积极优化线下门店结构，如顾家家居执行“1+N+X”的渠道发展战略，积极打造多品类组合的融合大店模式，致力发展全品类大家居的变革与创新。

2016-2023年软体家居公司门店数量（家）



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

2016-2023年软体家居公司净开店数量（家）



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所



2.3 软体：海外需求有所好转，盈利能力提升

2019-2023年敏华控股/顾家家居/喜临门/梦百合分区域主营业务收入拆分（亿元，%）

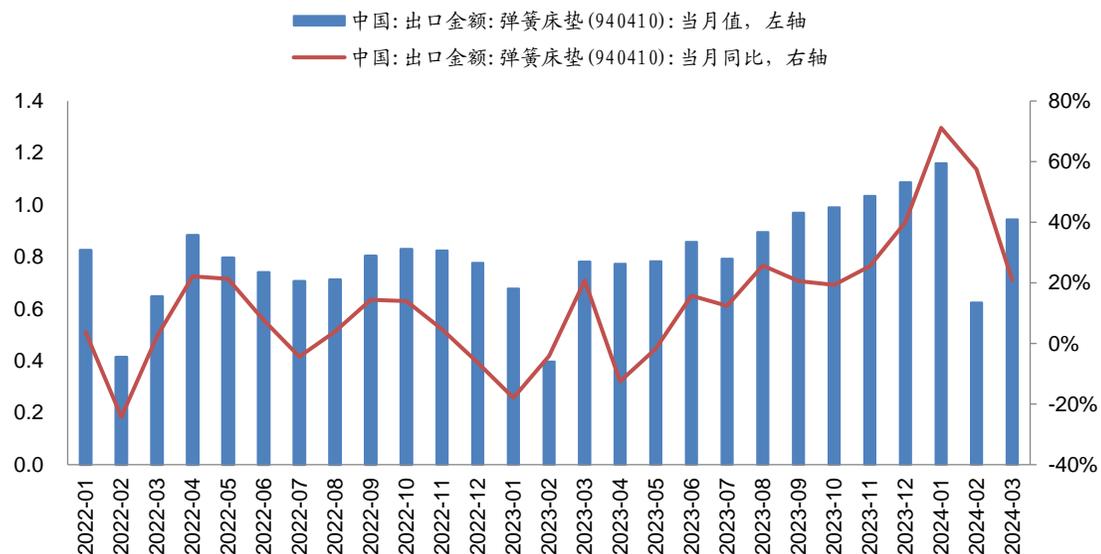
敏华控股						顾家家居					
区域	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	区域	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业总收入	98.17	112.69	141.00	174.64	151.89	营业总收入	110.94	126.66	183.42	180.10	192.12
yoy	21.02%	14.80%	25.12%	23.86%	-13.03%	yoy	20.95%	14.17%	44.81%	-1.81%	6.67%
境内	47.08	63.55	86.33	110.00	99.70	境内	60.97	76.49	107.12	103.04	109.35
yoy	21.62%	34.98%	35.85%	27.42%	-9.36%	yoy	17.02%	25.46%	40.04%	-3.81%	6.12%
增长贡献率	51.57%	114.45%	81.53%	66.79%		增长贡献率	46.16%	98.70%	53.96%		52.51%
境外	49.49	47.41	52.57	64.34	52.19	境外	46.08	46.53	69.18	70.34	75.51
yoy	18.88%	-4.20%	10.88%	22.39%	-18.88%	yoy	31.66%	0.98%	48.68%	1.68%	7.35%
增长贡献率	48.43%	-14.45%	18.47%	33.21%		增长贡献率	57.66%	2.86%	39.91%		43.03%
梦百合						喜临门					
营业总收入	38.32	65.30	81.39	80.17	79.76	营业总收入	48.71	56.23	77.72	78.39	86.78
yoy	25.65%	70.43%	24.64%	-1.50%	-0.52%	yoy	15.68%	15.43%	38.21%	0.86%	10.71%
境内	7.04	8.09	11.85	9.91	14.31	境内	37.79	47.74	64.88	66.03	69.11
yoy	36.70%	14.91%	46.48%	-16.37%	44.40%	yoy	20.73%	26.33%	35.90%	1.77%	4.66%
增长贡献率	24.17%	3.89%	23.37%			增长贡献率	98.26%	132.33%	79.77%	171.94%	36.68%
境外	30.87	55.45	67.27	67.95	63.27	境外	10.71	7.96	11.65	11.38	16.67
yoy	22.65%	79.62%	21.32%	1.01%	-6.89%	yoy	0.66%	-25.68%	46.36%	-2.32%	46.49%
增长贡献率	72.88%	91.09%	73.46%			增长贡献率	1.06%	-36.57%	17.17%	-40.37%	63.00%

资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

2.3 软体：海外需求有所好转，盈利能力提升

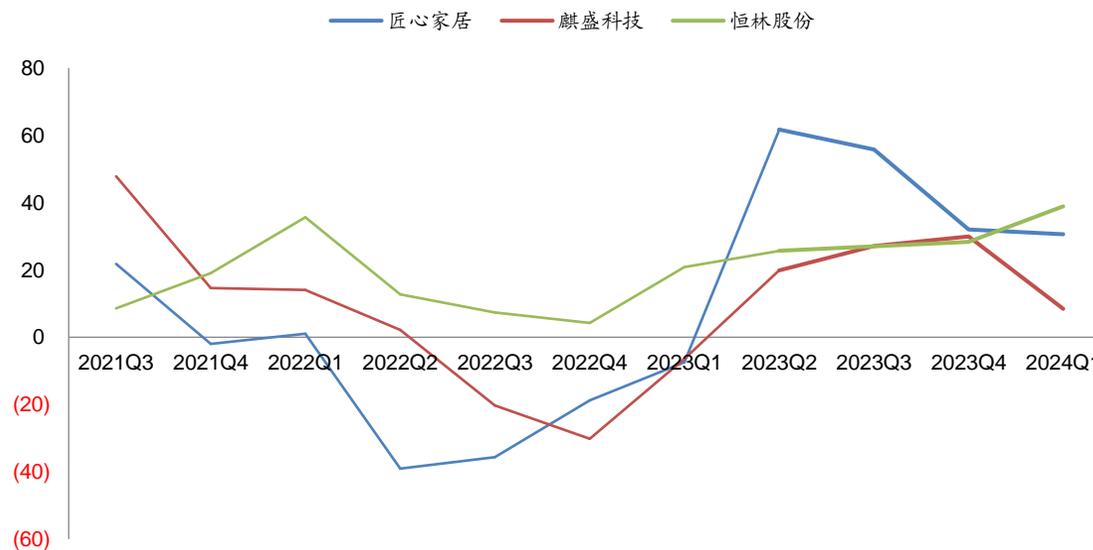
➤ **外销：海外需求有所好转，盈利能力提升。**受美国经济下行、通货膨胀和刺激性补贴不再发放的影响，美国市场需求承压，加上渠道高库存状况，2023年上半年出口订单需求依旧疲软。随着高基数效应的减弱和外需订单的复苏，2023年下半年外需订单逐步恢复，中国弹簧床垫出口金额同比连续10个月正增长。外需逐步修复下，外销软体家居企业收入增长明显，2024Q1，匠心家居/麒盛科技/恒林股份营业总收入分别同比增长30.66%/8.48%/38.98%，归母净利润分别同比增长57.97%/87.95%/31.20%。2024年外需逐步恢复，叠加2023年上半年汇率相对低位，出口软体企业利润表现好于收入表现。

中国出口弹簧床垫金额及同比情况（亿美元，%）



资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所

匠心家居/麒盛科技/恒林股份单季度营业总收入同比增长率 (%)



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所



2.4展望：地产政策托底，家居估值修复可期

- ▶ **地产政策托底，有望刺激家居消费，家居估值修复可期。**4月30日召开的中共中央政治局会议强调“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，五一假期期间，包括北京、上海在内的众多城市加码放松房地产限购政策。我们认为，此次中央政策的定调有望带动各地需求端支持政策进一步跟进，将有助于促进房地产市场信心修复和预期改善，推动刚需和改善性需求入市，或推动二手房、新房的销售企稳回升，进而带动地产链需求回暖，拉动家居消费需求和家居板块估值提升，我们建议关注地产后周期机会，布局低估值的板块头部企业。

2021-2024年政治局会议关于房地产的主要内容

时间	内容
2024年4月	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2023年7月	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2022年12月	未提房地产。
2022年7月	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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年4月	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2021年12月	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。

资料来源：大众报业，海报新闻，新京报，21世纪经济，中国城市报，人民资讯，福建理工大学继续教育学院，华安证券研究所



目录

1

轻工制造行业2023年报及2024一季报总览

2

家居：内销需求疲软，外销需求复苏

3

造纸：周期底部已过，盈利能力明显修复

4

包装：盈利有所改善，静待下游需求修复

5

快消：消费有所复苏，个股表现分化

6

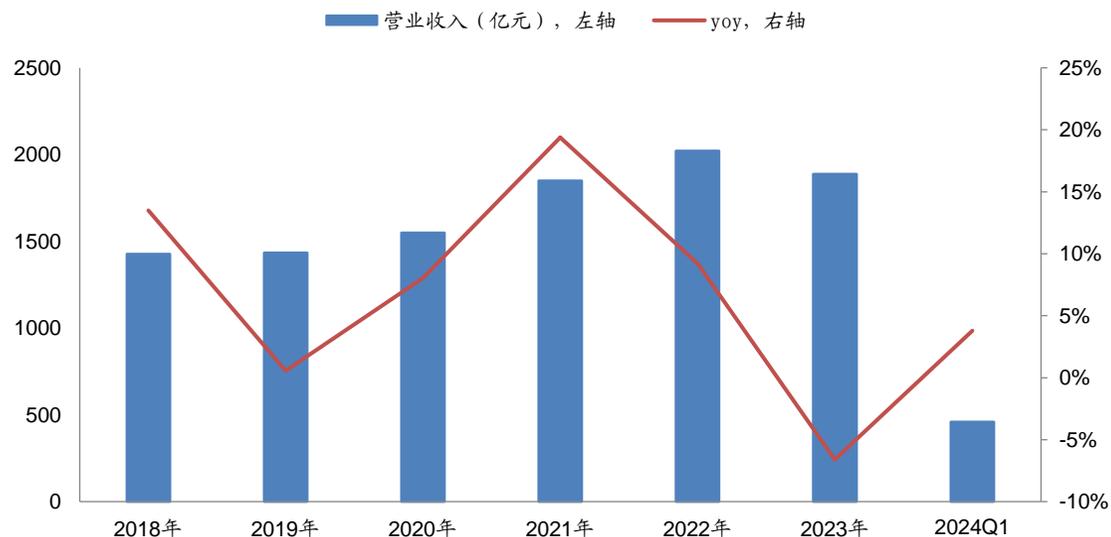
出口：关注补库存周期，寻找高弹性标的



3.1 业绩：行业阶段性低点已过，盈利能力明显修复

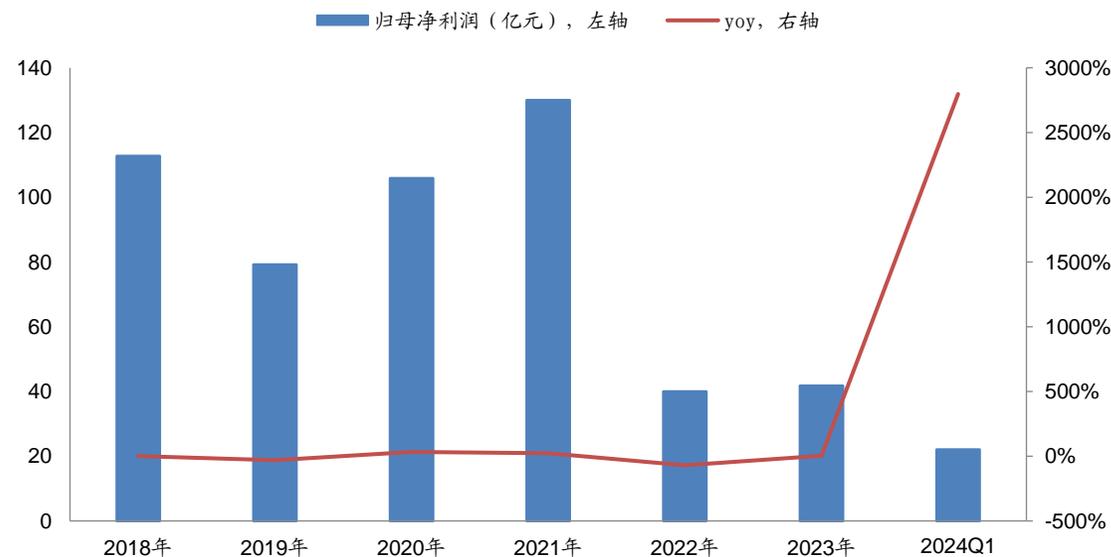
▶ 行业阶段性低点已过，板块整体业绩向好。2023年和2024Q1，造纸公司分别实现营业收入1887.20/459.20亿元，分别同比-6.61%/+3.79%；分别实现归母净利润41.83/22.07亿元，分别同比+4.48%/+2797.36%。2023年浆价3-5月浆价急速下跌，伴随低价纸浆及木片原材料逐步到厂耗用，此外提价稳步落地，造纸公司盈利能力自2023Q3起明显改善，净利润修复幅度大于营收修复幅度。

造纸板块营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

造纸板块归母净利润及同比（亿元，%）

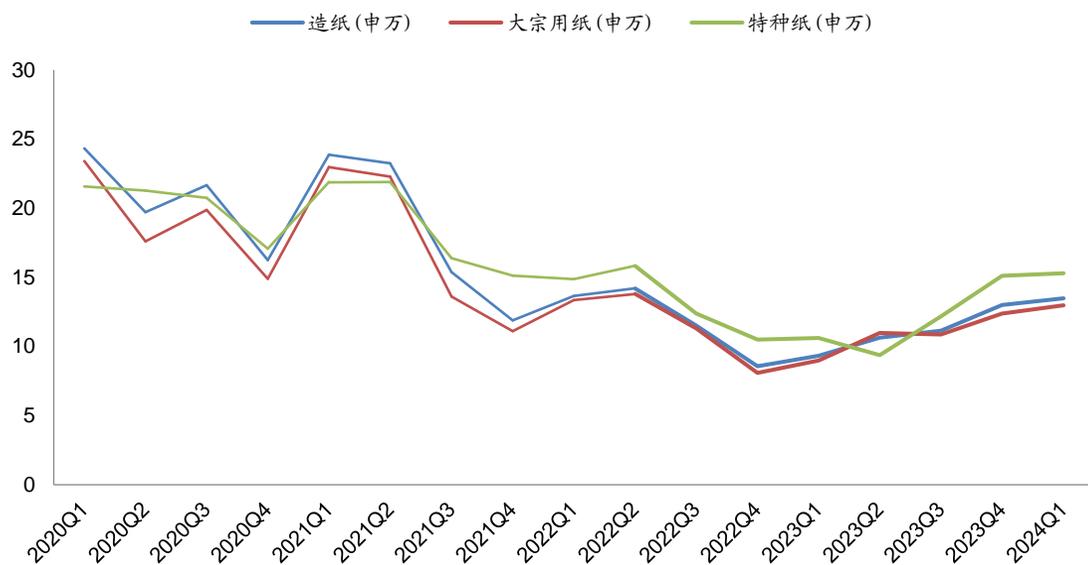


资料来源：Wind，华安证券研究所

3.1 业绩：行业阶段性低点已过，盈利能力明显修复

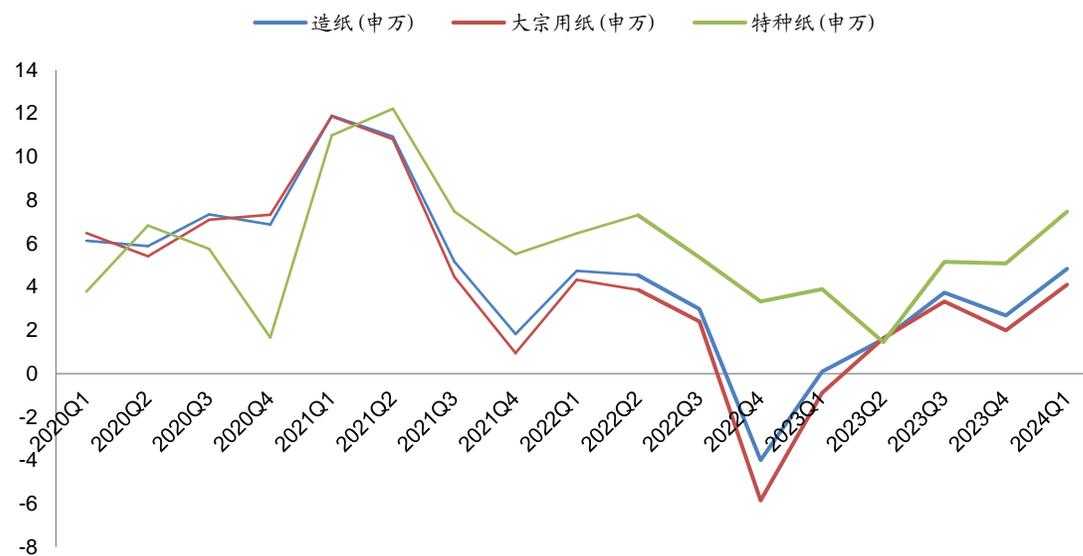
► 盈利能力明显修复，净利率稳步提升。2023年和2024Q1，造纸公司销售毛利率为11.12%/13.48%，同比-0.85/+4.16pct；销售净利率为2.10%/4.83%，同比+0.05/+4.73pct。2023Q1为造纸公司毛利率和净利率阶段性低点，自2023Q1起，随着纸浆价格的逐步回落，造纸公司盈利能力基本逐季提升。分细分品类来看，特种纸议价能力较强，受周期影响较小，盈利水平基本高于大宗用纸。

申万造纸各细分分子板块单季度毛利率(%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

申万造纸各细分分子板块单季度销售净利率(%)

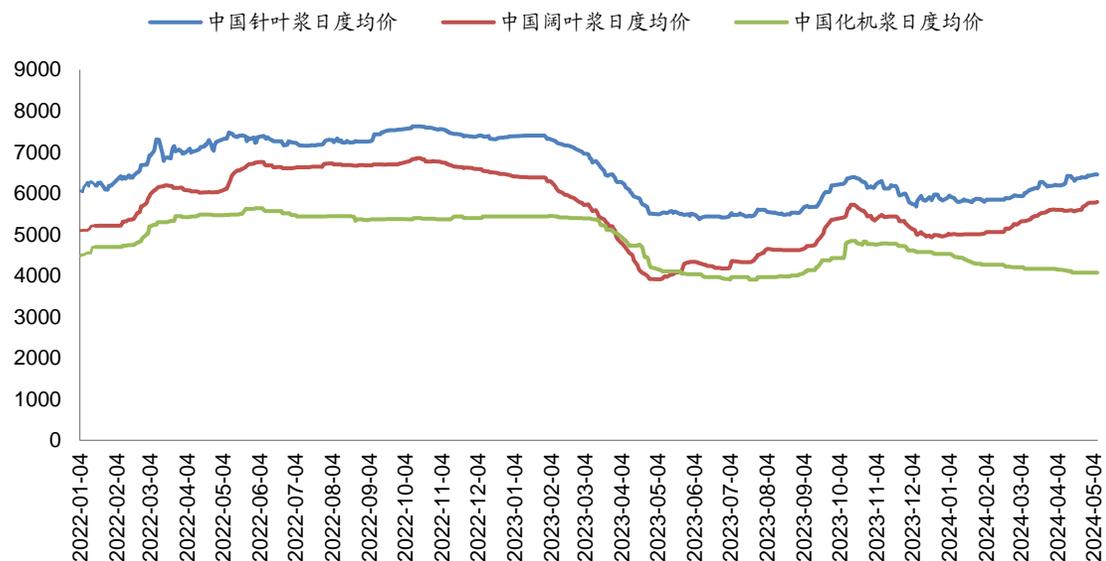


资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 浆价：短期浆价偏强势，全年或将低位震荡

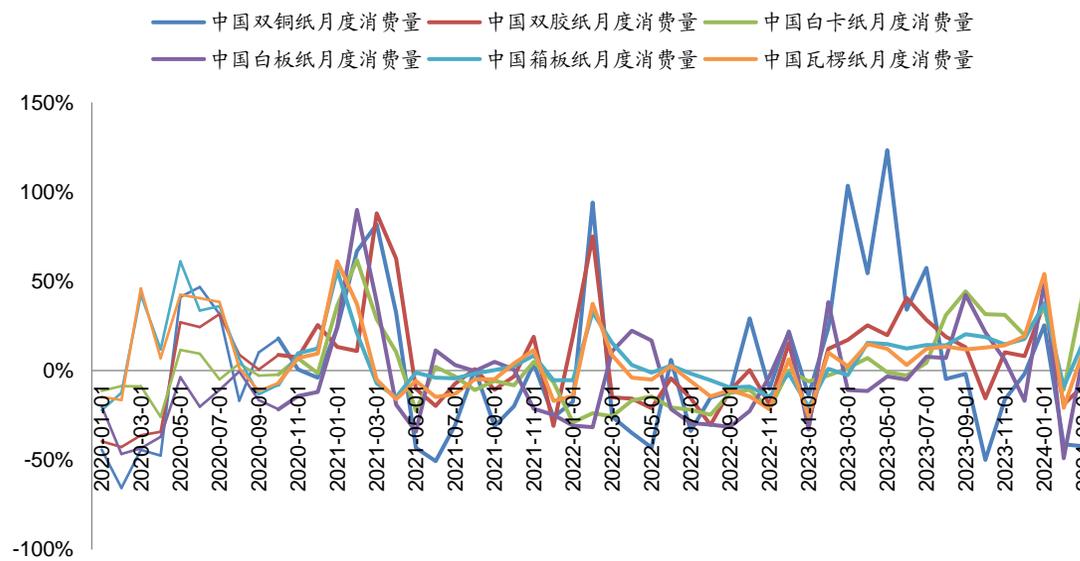
- 海外罢工、浆厂检修等导致供应面偏紧，海内外需求阶段性改善，同时纸厂及港口库存偏低，短期浆价偏强势。供给端：1) 3月11日，芬兰运输工人工会在港口举行为期两周的罢工，罢工影响货物运输，导致商品浆产量受损。2) 3月21日，芬兰Kemi纸浆厂蒸发设备在焊接过程中发生气体爆炸，目前该厂已全部关闭，修复工作将持续10-12周，影响纸浆生产和供给。需求端：1) 外需方面，2024年2月，欧洲需求持续改善，终端木浆消费量环比上升，欧洲本色浆/漂针木浆消费量分别环比+27%/+1%。2) 内需方面，2024年3月双铜纸/双胶纸/白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸消费量同比-42%/-8%/+45%/+9%/+16%/+11%。截至2024年5月7日，针叶浆/阔叶浆/化机浆日度均价分别为6452/5788/4075元/吨，较2023年年末分别+630/+835/-450元/吨。我们认为，由于浆库存周期，预计造纸企业或于Q3启用高价浆，届时或对盈利造成一定压力。

中国针叶浆、阔叶浆、化机浆日度均价（元/吨）



资料来源：Wind，华安证券研究所

中国主要纸种月度消费量同比变化（%）

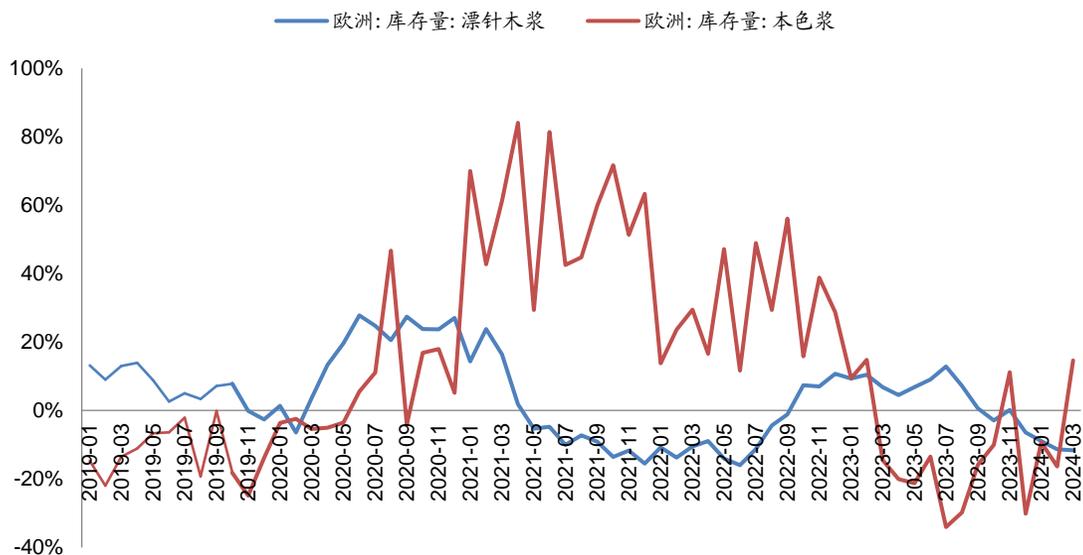


资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 浆价：短期浆价偏强势，全年或将低位震荡

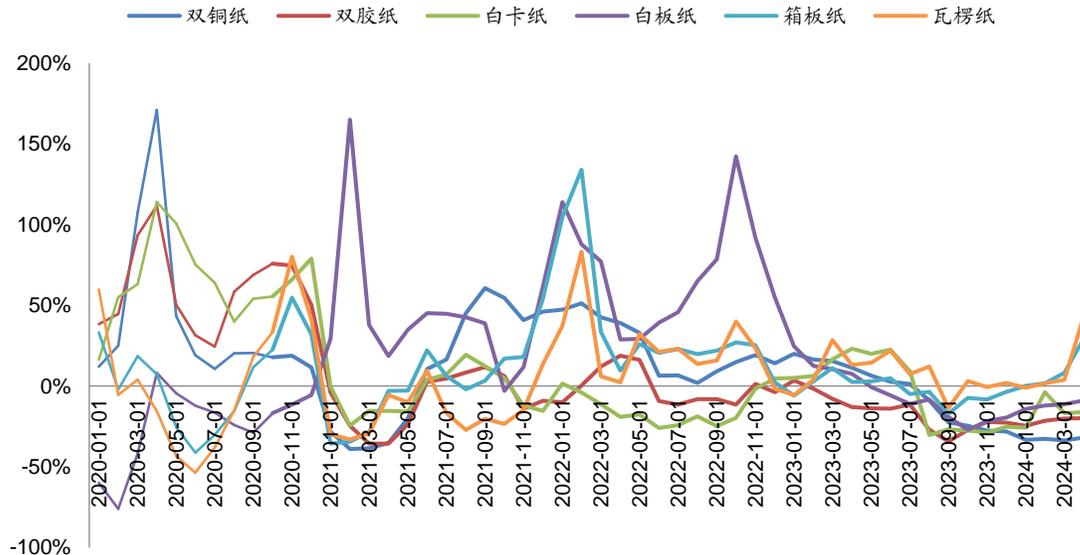
➤ 2024年全年浆价或将低位震荡。供给端：越南VNT19 35万吨、巴西CMPC 35万吨、巴西Suzano 255万吨、巴拉圭Paracel 180万吨阔叶浆产能将分别于2023年四季度、2023年四季度、2024年二季度、2025年投产，预计2023-2025年阔叶浆新增产能分别为534、255、180万吨，阔叶浆新增产能压力较大。需求端：欧洲港口库存已降至历史低点，生产商去库周期或将结束，2024年上半年或进入补库阶段，需求有望持续复苏；2024年国内纸厂有458万吨产能投放，对需求有一定的支撑，且大多纸种企业库存处于历史低位，或于2024年进入补库周期。综合来看，2024年全球阔叶浆供给压力依然延续，需求已出现边际改善的趋势，预计浆价或将低位震荡。

欧洲本色浆和漂针木浆库存量同比变化 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

中国主要纸种企业库存同比变化 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所



3.3 纸价：文化纸提价函落地顺畅，包装纸继续承压

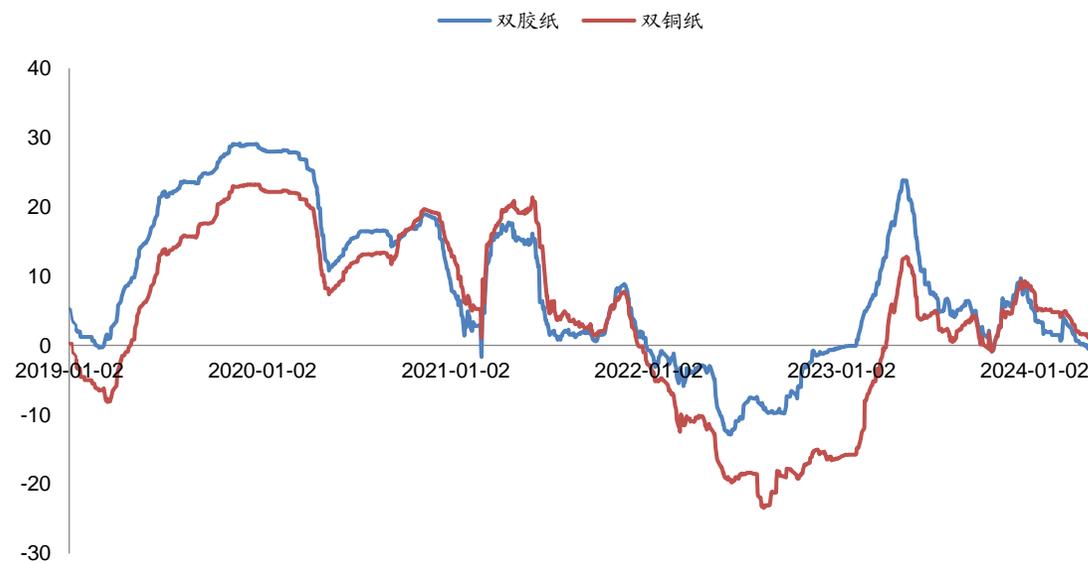
- 文化纸提价函落地顺畅，盈利能力有望进一步修复。文化纸企业于2024年2月/3月分别发100/200元提价函，2月以来文化纸价格企稳，而3-5月为文化纸传统旺季，且文化纸竞争格局较为稳定，叠加浆价上行，文化纸提价函落地顺畅。根据卓创资讯数据，截至2024年5月7日，中国双胶纸/铜版纸日度均价分别为5775/5740元/吨，较2月低点分别上涨113/0元/吨。但由于2023年四季度以来浆价回升，纸价跟涨幅度不及浆价涨幅，文化纸行业盈利水平有所回落，目前仍在盈亏平衡线附近。随着主流文化纸厂发布4月200元/吨提价函，浆价上行背景下，有望继续落地，文化纸企的盈利能力将进一步修复。

中国双胶纸和双铜纸日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

中国双胶纸和双铜纸日度毛利率（%）

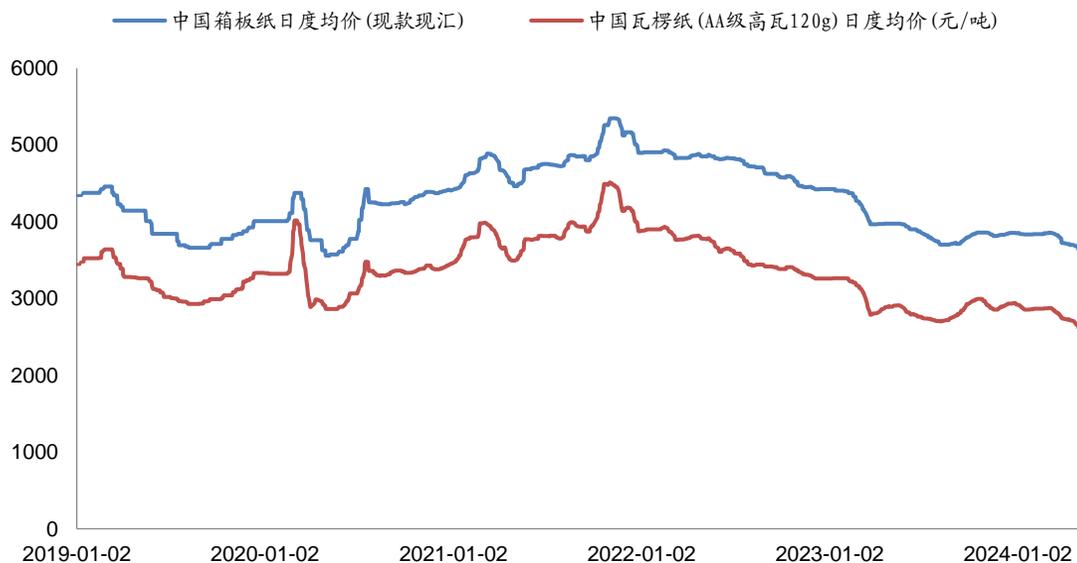


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

3.3 纸价：文化纸提价函落地顺畅，包装纸继续承压

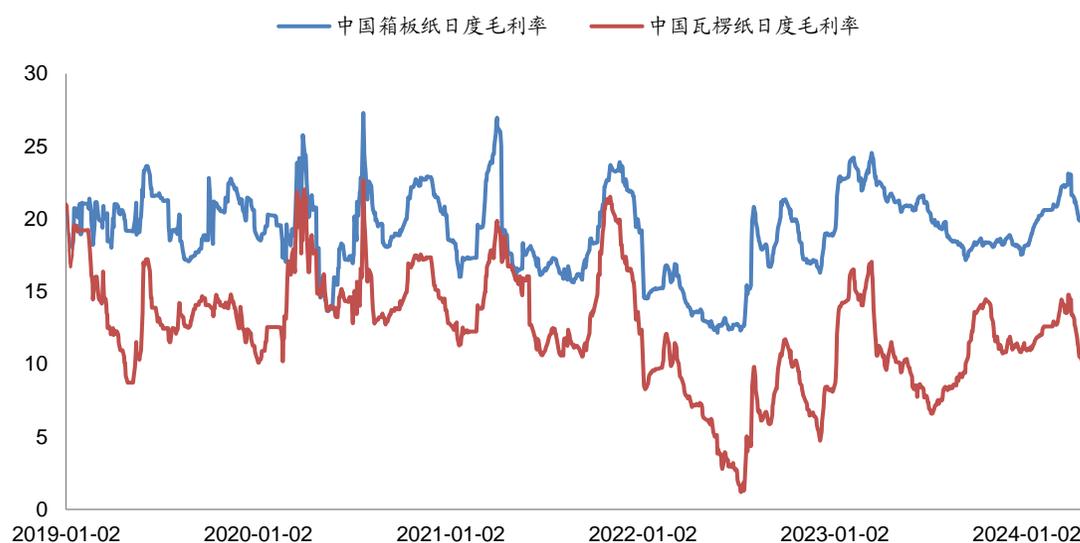
➤ 包装纸价格持续走弱，盈利能力尚未修复。2023年以来箱板瓦楞纸价格持续走弱，根据卓创资讯数据，截至2024年5月7日，箱板纸、瓦楞纸价格分别为3642元/吨、2626元/吨，较2022年底价格分别下降211元/吨、299元/吨，目前价格总体处于低位震荡态势，主要受供给端国内新增产能较多与进口冲击的共同作用，箱板瓦楞纸表现疲软。由于造纸厂商在废纸收购产业链中享有较强的议价权，为了维持盈利能力，纸企通过压低废纸原料的采购价格来降低成本，叠加关税的降低为进口纸制品带来价格优势，加剧了国内箱板瓦楞纸市场的竞争，利润率尚未修复。

中国箱板纸和瓦楞纸日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

中国箱板纸和瓦楞纸日度毛利率（%）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所



3.4 纸企：24Q1 业绩改善，本轮浆价上行影响或于Q3显现

► 浆价下行下各纸企盈利能力明显修复。大宗纸企太阳纸业/博汇纸业/山鹰国际/晨鸣纸业/岳阳林纸/华泰股份24Q1营收分别同比变化+3.87%/+5.69%/+5.00%/+9.84%/-22.31%/-2.77%，归母净利润分别同比+69.04%/+120.23%/+111.45%/+121.13%/-7.60%/+5.82%，销售净利率分别为9.41%/2.29%/0.41%/1.00%/4.16%/3.29%，同比变动提升3.61/14.23/6.33/5.35/0.67/0.60pct，原材料成本下降带来盈利能力显著提升。特种纸企仙鹤股份/华旺科技/五洲特纸24Q1营收分别同比增长20.22%/4.51%/37.17%，归母净利润分别同比增长120.14%/36.59%/548.75%，特种纸成本结构中木浆占比超过50%，浆价下降带来的盈利修复更为明显，而本轮浆价上行或对特种纸企业Q3的盈利能力造成的挤压亦或更为明显。

2018-2024Q1 核心造纸公司营业总收入及归母净利润同比增速

股票代码	股票简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002078.SZ	太阳纸业	15.21%	4.57%	-5.16%	48.21%	23.66%	-0.56%	3.87%	10.54%	-2.66%	-10.33%	51.39%	-4.12%	9.86%	69.04%
600966.SH	博汇纸业	-6.87%	16.79%	43.56%	16.41%	12.81%	1.80%	5.69%	-70.11%	-47.73%	523.50%	104.50%	-86.63%	-20.27%	120.23%
600567.SH	山鹰国际	39.48%	-4.62%	7.44%	32.29%	2.97%	-13.76%	5.00%	59.04%	-57.48%	1.39%	9.74%	-248.87%	106.92%	111.45%
000488.SZ	晨鸣纸业	-2.02%	5.26%	1.12%	7.43%	-3.08%	-16.86%	9.84%	-33.41%	-34.00%	3.35%	20.65%	-90.84%	-776.89%	121.13%
600963.SH	岳阳林纸	14.15%	1.33%	0.14%	10.15%	24.80%	-11.66%	-22.31%	5.21%	-14.38%	32.26%	-28.05%	106.51%	-138.65%	-7.60%
600308.SH	华泰股份	8.09%	-8.29%	-9.09%	21.09%	1.82%	-12.41%	-2.77%	6.74%	-5.40%	2.39%	16.02%	-47.27%	-44.47%	5.82%
603733.SH	仙鹤股份	34.48%	11.45%	6.04%	24.24%	28.61%	10.53%	20.22%	-26.68%	50.45%	63.02%	41.76%	-30.14%	-6.55%	120.14%
605377.SH	华旺科技	5.15%	-14.06%	-2.54%	82.40%	16.88%	15.70%	4.15%	-20.07%	36.25%	52.23%	72.53%	4.18%	21.13%	36.59%
605007.SH	五洲特纸	15.48%	10.56%	10.89%	40.04%	61.59%	9.35%	37.17%	-3.66%	20.50%	69.91%	15.24%	-47.41%	32.97%	548.75%

资料来源：Wind，华安证券研究所



3.4 纸企：24Q1 业绩改善，本轮浆价上行影响或于Q3显现

2019-2024Q1 核心造纸公司销售毛利率、销售净利率和费用率

股票代码	股票简称	销售毛利率						销售净利率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002078.SZ	太阳纸业	22.54%	19.44%	17.37%	15.17%	15.89%	17.99%	9.65%	9.12%	9.27%	7.08%	7.84%	9.41%
600966.SH	博汇纸业	14.58%	17.06%	22.93%	11.65%	10.83%	13.30%	1.37%	5.97%	10.48%	1.24%	0.97%	2.29%
600567.SH	山鹰国际	19.06%	16.74%	12.19%	7.23%	9.87%	9.88%	5.82%	5.56%	4.70%	-6.92%	0.35%	0.41%
000488.SZ	晨鸣纸业	28.36%	23.07%	23.61%	14.47%	8.13%	12.37%	5.77%	6.20%	6.33%	0.99%	-4.99%	1.00%
600963.SH	岳阳林纸	18.91%	18.97%	15.11%	15.41%	8.53%	7.05%	4.41%	5.82%	3.85%	6.35%	-2.71%	4.16%
600308.SH	华泰股份	14.08%	13.95%	13.23%	10.01%	7.38%	9.89%	4.83%	5.26%	5.19%	2.54%	1.62%	3.29%
603733.SH	仙鹤股份	18.70%	20.47%	19.98%	11.51%	11.62%	18.01%	9.62%	14.85%	16.93%	9.24%	7.80%	12.25%
605377.SH	华旺科技	18.24%	24.55%	21.86%	18.47%	19.05%	20.16%	10.33%	16.07%	15.17%	13.54%	14.21%	15.42%
605007.SH	五洲特纸	19.16%	23.13%	17.28%	8.78%	9.59%	12.96%	8.39%	12.85%	10.57%	3.44%	4.21%	7.82%

股票代码	股票简称	销售费用率						管理费用率						财务费用率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002078.SZ	太阳纸业	4.14%	0.48%	0.43%	0.38%	0.39%	0.43%	4.29%	4.93%	4.22%	4.56%	4.77%	4.53%	2.52%	2.47%	1.77%	2.10%	1.92%	1.82%
600966.SH	博汇纸业	4.11%	0.26%	0.39%	0.68%	0.96%	1.08%	2.89%	4.64%	6.73%	7.07%	6.83%	7.21%	5.25%	4.08%	1.04%	1.75%	2.39%	2.11%
600567.SH	山鹰国际	4.63%	1.36%	1.07%	1.16%	1.30%	1.26%	6.95%	6.62%	6.76%	7.12%	7.69%	7.09%	1.90%	3.12%	2.11%	2.54%	3.59%	4.10%
000488.SZ	晨鸣纸业	4.27%	0.97%	0.89%	0.76%	0.87%	0.73%	7.00%	7.48%	7.26%	6.38%	6.97%	7.31%	9.59%	8.34%	7.23%	6.71%	7.55%	6.23%
600963.SH	岳阳林纸	4.46%	4.33%	1.52%	1.15%	1.26%	1.45%	6.81%	6.62%	6.89%	6.09%	5.81%	6.60%	1.46%	0.91%	2.31%	1.71%	1.83%	1.59%
600308.SH	华泰股份	2.52%	0.22%	0.25%	0.44%	0.67%	0.26%	4.04%	5.42%	5.26%	4.88%	5.69%	5.32%	1.20%	0.87%	0.44%	0.40%	0.51%	0.66%
603733.SH	仙鹤股份	3.21%	0.32%	0.36%	0.34%	0.38%	0.24%	4.24%	4.58%	4.52%	2.95%	3.04%	2.90%	1.80%	1.40%	0.34%	0.87%	2.13%	2.55%
605377.SH	华旺科技	2.29%	2.59%	0.62%	0.59%	0.61%	0.45%	4.19%	4.67%	4.39%	4.09%	4.34%	3.85%	1.18%	0.47%	0.02%	-1.28%	-1.27%	-0.34%
605007.SH	五洲特纸	4.00%	4.30%	0.22%	0.16%	0.25%	0.22%	2.21%	2.24%	3.08%	2.44%	2.82%	2.99%	1.87%	0.51%	1.04%	2.06%	1.42%	1.73%

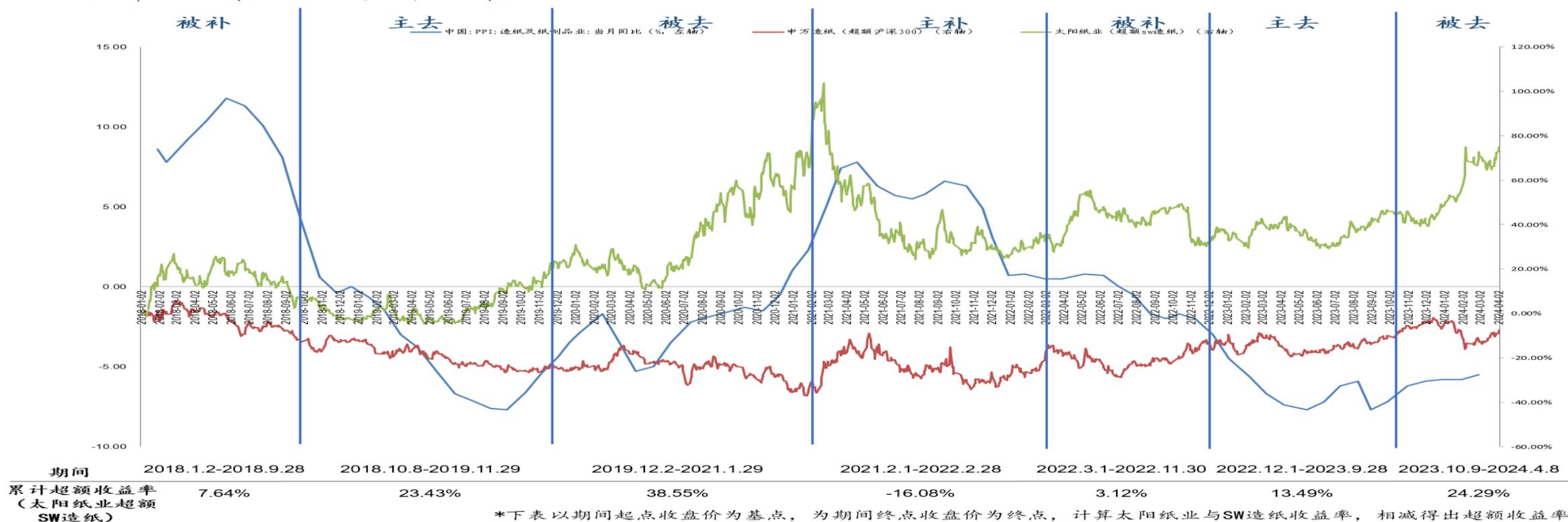
资料来源：Wind，华安证券研究所



3.5展望：被动去库存阶段下，头部企业超额收益最为明显

▶ 行业已进入被动去库存阶段，头部企业超额收益在该阶段最为明显。我们认为造纸行业已从2023年10月开始进入被动去库存周期，该阶段主要特征为，经济开启回暖，需求明显复苏，但生产端存在一定滞后，具体表现为：原材料库存持平或者上涨，产成品库存下降；原材料价格下降，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象。复盘上一轮2019.1-2021.1被动去库存周期阶段，板块头部企业具有明显的“超额前置”特征，头部企业超额收益在该阶段最为明显。此外，按照库存周期的演绎逻辑，每个阶段运行时间在10个月左右，预计造纸行业或将于2024Q3进入主动补库存阶段。

板块头部企业具有明显的“超额前置”特征



资料来源：Wind，卓创资讯，华安证券研究所（上图中以2018-01-02收盘价为基点计算收益率）



3.5展望：被动去库存阶段下，头部企业超额收益最为明显

- 关注兼具alpha和beta的行业头部企业。太阳纸业：上市以来，公司产能持续扩张，带动产销量稳步增长，截至2023年，公司合并纸、浆总产能已超过1200万吨。公司南宁生活用纸项目（一期）预计在2024年三季度陆续进入试产阶段，南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目将建设年产40万吨特种纸生产线、年产35万吨漂白化学木浆生产线、年产15万吨机械木浆生产线及相关配套设施，预计于2025年年底投产。公司山东、广西和老挝“三大基地”的协同发展，稳步构建起了公司的“林浆纸一体化”全产业链，使公司具备了较强的产业链核心竞争力，更加有能力熨平行业的周期性波动，抵御本轮浆价上行带来的盈利冲击。

太阳纸业纸、浆产能情况（万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非涂布文化纸	90	120	120	120	140	160	160	216	236
铜版纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	12	12	12	12	12	24	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	30
牛皮箱板纸		80	80	160	140	140	240	240	340
纸产能合计	202	312	312	392	392	412	512	580	725
化机浆	70	70	70	90	90	120	120	140	140
溶解浆	30	50	50	80	80	80	80	80	80
化学浆			10	10	10	10	20	105	105
废纸浆					40	40	40	40	40
半化学浆					20	20	40	40	55
本色浆							20	20	70
木屑浆					10	10	10	10	10
浆产能合计	100	120	130	180	250	280	330	435	500
纸、浆产能合计	302	432	442	572	642	692	842	1015	1225

资料来源：公司公告，历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书，华安证券研究所



目录

1

轻工制造行业2023年报及2024一季报总览

2

家居：内销需求疲软，外销需求复苏

3

造纸：周期底部已过，盈利能力明显修复

4

包装：盈利有所改善，静待下游需求修复

5

快消：消费有所复苏，个股表现分化

6

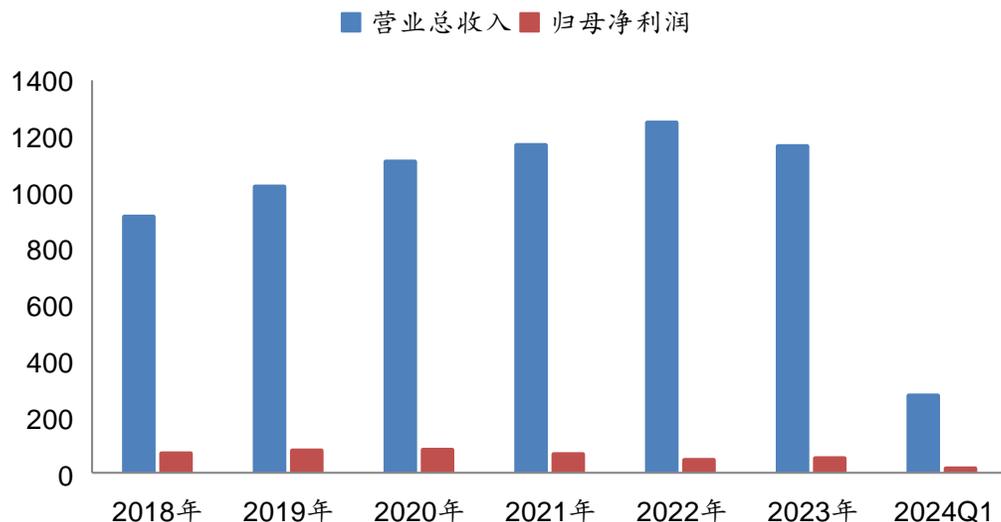
出口：关注补库存周期，寻找高弹性标的



4.1 业绩：盈利能力修复，金属和纸包装改善明显

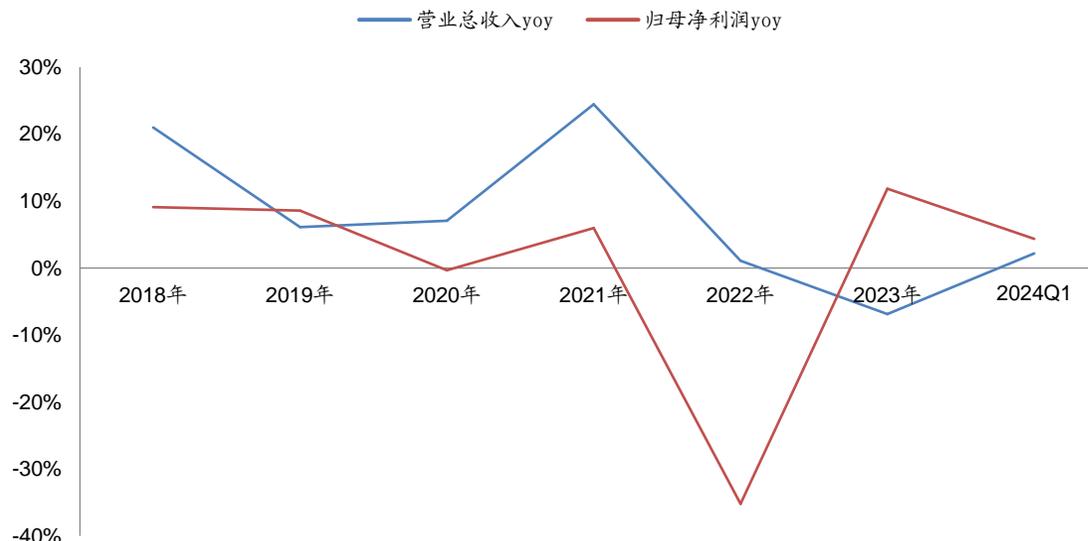
- ▶ **营收增长疲软，成本改善兑现。**2023年包装印刷板块实现营收1164.54亿元，同比下降6.73%；归母净利润51.52亿元，同比增长13.35%。24Q1实现营业收入275.05亿元，同比增长2.18%；归母净利润15.25亿元，同比增长4.35%，利润端好于营收端。包装企业盈利能力受原材料波动影响较大，原材料白卡、箱瓦等纸价同比下行、处于低位，带动包装印刷公司盈利能力修复。

包装印刷板块营收和归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

包装印刷板块营收和归母净利润同比（%）

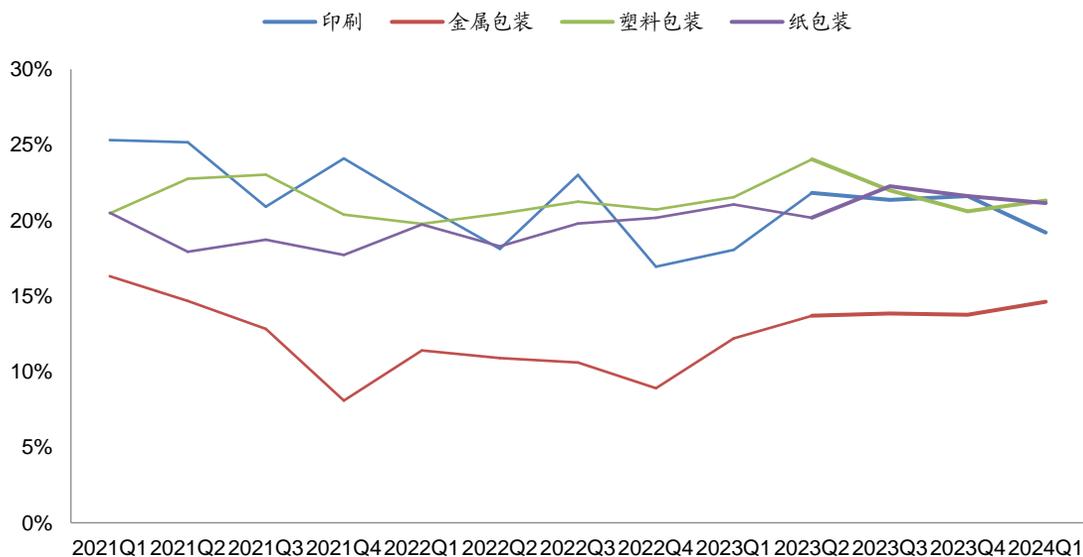


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

4.1 业绩：盈利能力修复，金属和纸包装改善明显

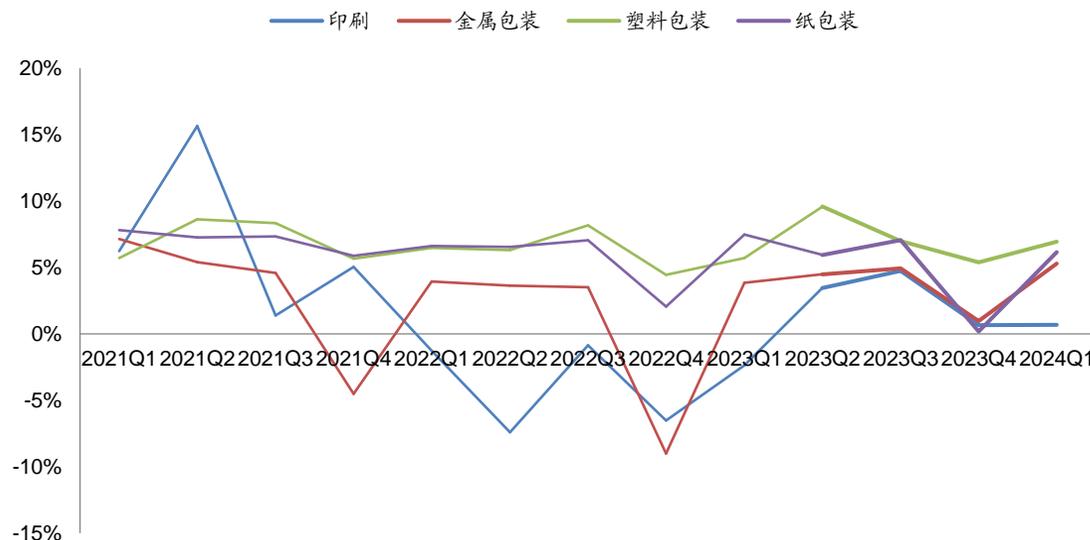
➤ 2024Q1 包装盈利快速修复，金属包装和纸包装复苏弹性较大。包装印刷板块23Q4盈利承压，24Q1修复显著。申万包装印刷分类下三级子板块印刷、金属包装、塑料包装、纸包装24年Q1毛利率分别为19.20%、14.63%、21.33%、21.15%，环比变化为-2.41pct、+0.86pct、+0.72pct、-0.46pct，净利率分别为0.70%、5.29%、6.94%、6.16%，环比变化为+0.04pct、+4.31pct、+1.55pct、+5.98pct。

申万包装各细分子板块单季度毛利率 (%)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

申万包装各细分子板块单季度净利率 (%)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所



4.2标的：盈利能力修复，金属和纸包装改善明显

▶ 原材料成本下行带动各包装企业盈利能力修复。2023年，裕同科技/奥瑞金/上海艾录/新巨丰/合兴包装/喜悦智行/劲嘉股份营业收入同比增速为-6.96%/-1.59%/-4.95%/+8.05%/-19.26%/-5.79%/-23.96%，归母净利润同比增速为-3.35%/+37.05%/-29.17%/+0.39%/-21.98%/-45.13%/-40.03%，销售净利率为9.82%/5.34%/6.47%/9.80%/0.69%/8.95%/3.66%。2024Q1，裕同科技/奥瑞金/上海艾录/新巨丰/合兴包装/喜悦智行/劲嘉股份营业收入同比增速分别为+19.37%/+5.95%/+20.76%/+1.04%/-8.11%/-4.44%/-23.66%，归母净利润同比增速为+20.55%/+32.68%/+305.52%/+25.60%/+4.72%/-32.99%/-24.53%，销售净利率分别为6.45%/7.78%/9.52%/12.02%/1.02%/11.26%/15.33%。

2018-2024Q1核心包装公司营业总收入及归母净利润同比增速

股票代码	股票简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002831.SZ	裕同科技	23.47%	14.77%	19.75%	25.97%	9.49%	-6.96%	19.37%	1.47%	10.51%	7.20%	-9.19%	45.46%	-3.35%	20.55%
002701.SZ	奥瑞金	11.35%	14.60%	12.72%	20.22%	0.63%	-1.59%	5.95%	-67.98%	203.15%	3.54%	19.68%	-36.69%	37.05%	32.68%
301062.SZ	上海艾录	19.08%	18.04%	20.14%	44.55%	0.18%	-4.95%	20.76%	-9.96%	23.80%	73.45%	30.18%	-26.55%	-29.17%	305.52%
301296.SZ	新巨丰	11.98%	8.71%	8.48%	22.42%	29.48%	8.05%	1.04%	-14.52%	33.67%	46.35%	-7.04%	7.84%	0.39%	25.60%
002228.SZ	合兴包装	39.08%	-8.79%	8.20%	46.16%	-12.39%	-19.26%	-8.11%	64.49%	14.48%	8.73%	-24.73%	-39.46%	-21.98%	4.72%
301198.SZ	喜悦智行	26.72%	-26.29%	13.49%	35.60%	17.91%	-5.79%	-4.44%	77.33%	-19.87%	11.10%	3.23%	8.35%	-45.13%	-32.99%
002191.SZ	劲嘉股份	14.56%	18.22%	5.08%	20.89%	2.40%	-23.96%	-23.66%	26.27%	20.88%	-6.07%	23.82%	-80.65%	-40.03%	-24.53%



4.2标的：盈利能力修复，金属和纸包装改善明显

2019-2024Q1核心包装公司销售毛利率、销售净利率和费用率

股票代码	股票简称	销售毛利率						销售净利率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002831.SZ	裕同科技	30.03%	26.83%	21.54%	23.75%	26.23%	22.09%	10.84%	9.73%	7.19%	9.64%	9.82%	6.45%
002701.SZ	奥瑞金	24.29%	20.87%	15.53%	11.86%	15.24%	18.26%	7.40%	6.72%	6.46%	3.95%	5.34%	7.78%
301062.SZ	上海艾录	29.68%	33.94%	28.56%	23.47%	23.57%	26.34%	8.96%	13.63%	12.73%	9.35%	6.47%	9.52%
301296.SZ	新巨丰	30.85%	34.81%	27.29%	17.23%	21.66%	22.54%	12.36%	16.67%	12.66%	10.54%	9.80%	12.02%
002228.SZ	合兴包装	13.03%	11.36%	8.57%	8.79%	11.40%	12.08%	2.62%	2.73%	1.32%	0.71%	0.69%	1.02%
301198.SZ	喜悦智行	44.66%	41.93%	36.69%	32.41%	26.34%	24.48%	22.45%	21.98%	16.73%	15.38%	8.95%	11.26%
002191.SZ	劲嘉股份	41.95%	34.80%	32.21%	27.75%	25.95%	29.32%	24.23%	20.61%	20.83%	4.47%	3.66%	15.33%

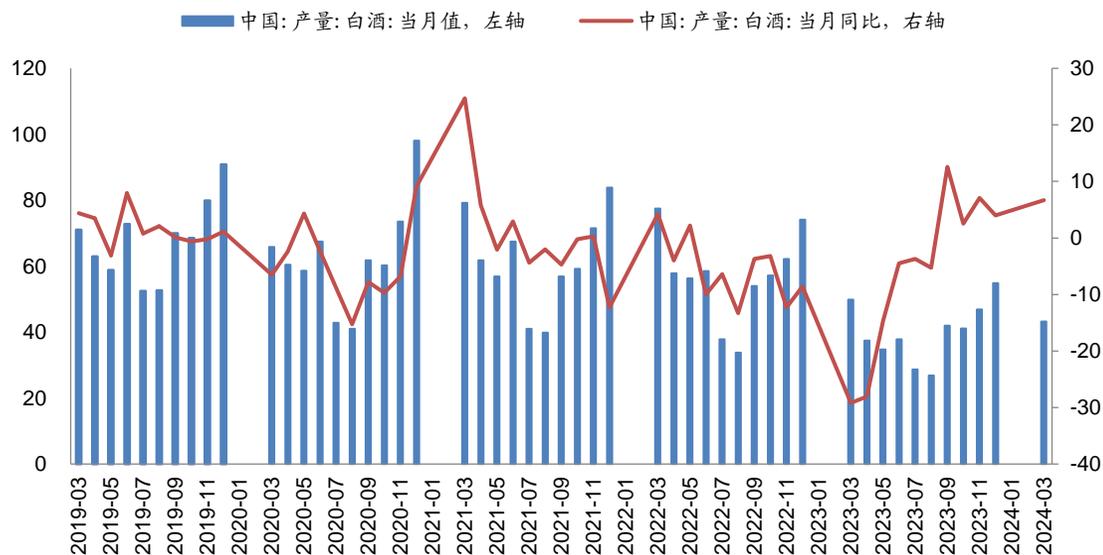
股票代码	股票简称	销售费用率						管理费用率						财务费用率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002831.SZ	裕同科技	4.80%	2.74%	2.45%	2.47%	2.74%	2.70%	11.11%	10.69%	9.43%	9.54%	10.94%	11.48%	1.46%	2.15%	1.22%	-0.16%	0.18%	-0.30%
002701.SZ	奥瑞金	4.03%	1.77%	1.15%	1.37%	1.67%	1.38%	6.86%	5.92%	4.38%	4.17%	4.39%	4.67%	3.14%	3.75%	2.60%	2.00%	1.91%	1.63%
301062.SZ	上海艾录	4.97%	4.87%	1.88%	2.22%	2.43%	2.03%	10.89%	10.97%	10.45%	10.88%	11.60%	12.46%	1.40%	1.78%	1.31%	0.84%	1.65%	2.21%
301296.SZ	新巨丰	5.52%	5.03%	4.77%	1.31%	2.31%	1.83%	6.21%	6.68%	5.97%	3.89%	5.97%	7.36%	0.45%	-0.38%	-0.09%	-0.01%	-0.59%	-0.37%
002228.SZ	合兴包装	4.40%	2.63%	2.05%	2.38%	2.93%	3.11%	4.90%	4.87%	4.38%	5.06%	6.47%	6.98%	0.67%	0.62%	0.60%	0.55%	0.58%	0.54%
301198.SZ	喜悦智行	7.59%	4.78%	4.91%	5.41%	5.92%	6.00%	11.37%	9.77%	9.35%	11.10%	10.17%	9.60%	0.40%	-0.07%	0.32%	-0.05%	0.09%	1.38%
002191.SZ	劲嘉股份	3.64%	1.73%	1.83%	1.74%	2.04%	1.72%	10.96%	11.12%	11.64%	11.46%	13.00%	13.17%	-0.08%	-0.12%	-0.15%	-0.12%	-0.31%	0.96%

资料来源：Wind，华安证券研究所

4.3展望：静待下游需求修复，关注行业格局改善

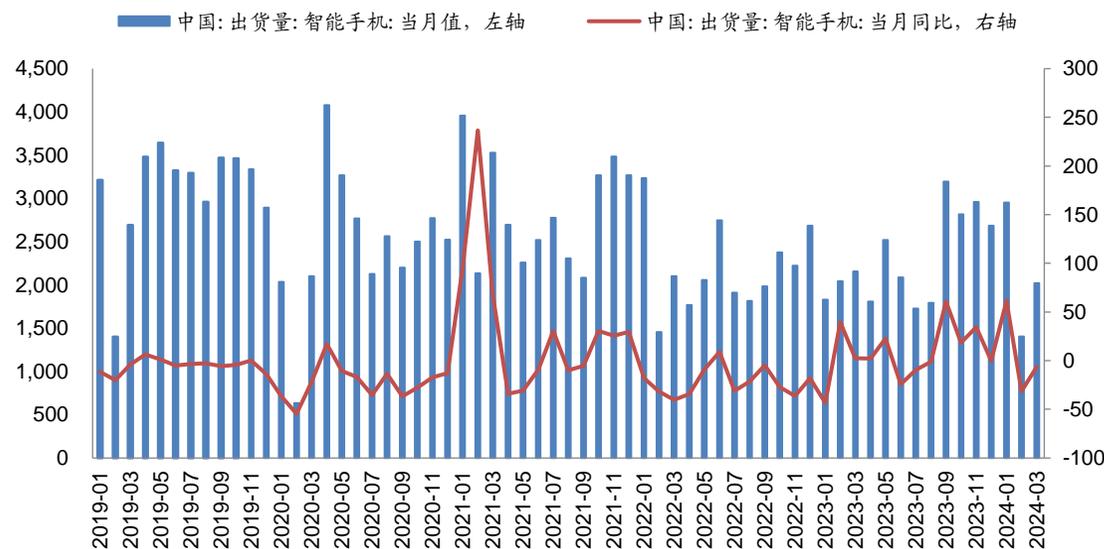
▶ **静待下游需求修复，关注行业格局改善。**随着疫情后生产逐步恢复以及核心原料价格的回落，包装行业迎来需求回暖以及盈利修复，短期来看，下游白酒消费稳步回升，快餐包装景气度较高，消费电子行业景气度回暖。长期来看，随着人均可支配收入提升，下游中高端消费品需求提升，消费包装品类多元化、高端化、去塑料化的发展趋势已成，在市场集中度具备较大提升空间的格局下，我们认为，能够整合资源、有效提升产能质量、具备绑定下游客户能力的企业有望脱颖而出。

中国白酒产量及当月同比 (万千升, %)



资料来源：Wind，国家统计局，华安证券研究所

中国智能手机出货量及当月同比 (万部, %)



资料来源：Wind，华安证券研究所



目录

1

轻工制造行业2023年报及2024一季报总览

2

家居：内销需求疲软，外销需求复苏

3

造纸：周期底部已过，盈利能力明显修复

4

包装：盈利有所改善，静待下游需求修复

5

快消：消费有所复苏，个股表现分化

6

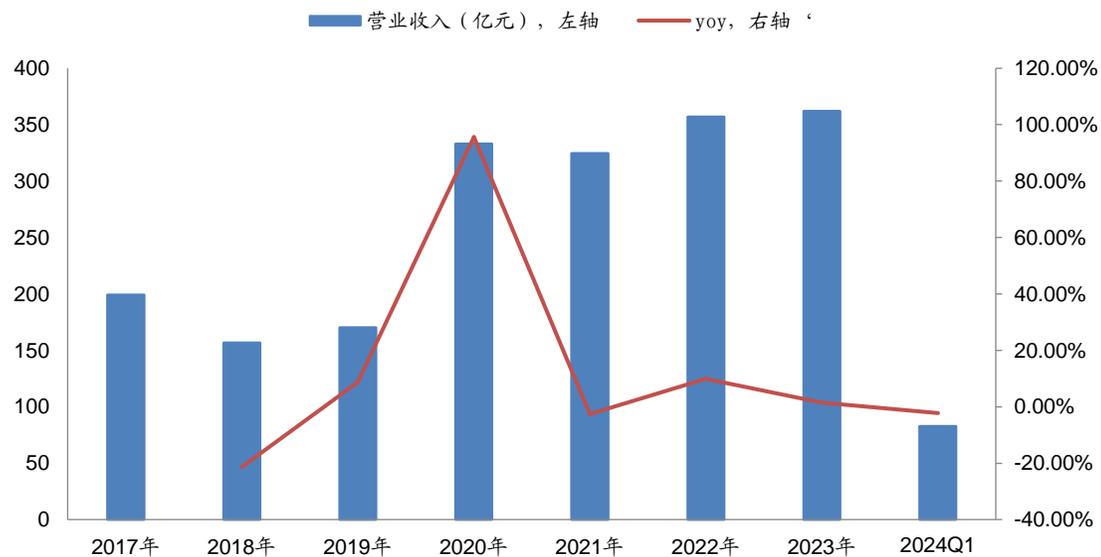
出口：关注补库存周期，寻找高弹性标的



5.1 个护：成本下行推动毛利率提升，业绩稳步修复

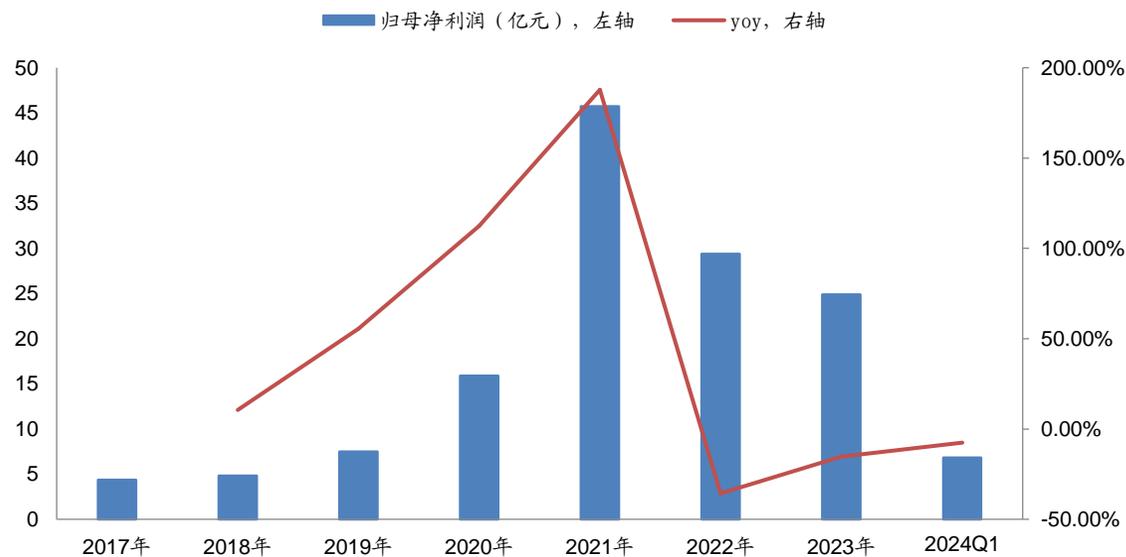
▶ 原材料成本下降+产品结构优化，核心生活用纸公司业绩修复。2023年个护用品板块合计实现营业收入362.02亿元，同比增长1.47%；实现归母净利润24.90亿元，同比下降15.28%。24Q1个护板块合计实现营收82.67亿元，同比下降2.26%；实现归母净利润6.83亿元，同比下降7.58%。中顺洁柔、依依股份、可靠股份、诺邦股份等核心生活用纸公司由于无纺布、纸浆等原材料成本下降和产品结构优化等因素影响，利润表现优于收入。由于稳健医疗医疗板块业绩下滑+商誉减值等因素影响，业绩承压，影响个护板块整体业绩表现。

个护用品板块营收及同比 (亿元, %)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

个护用品板块归母净利润及同比 (亿元, %)



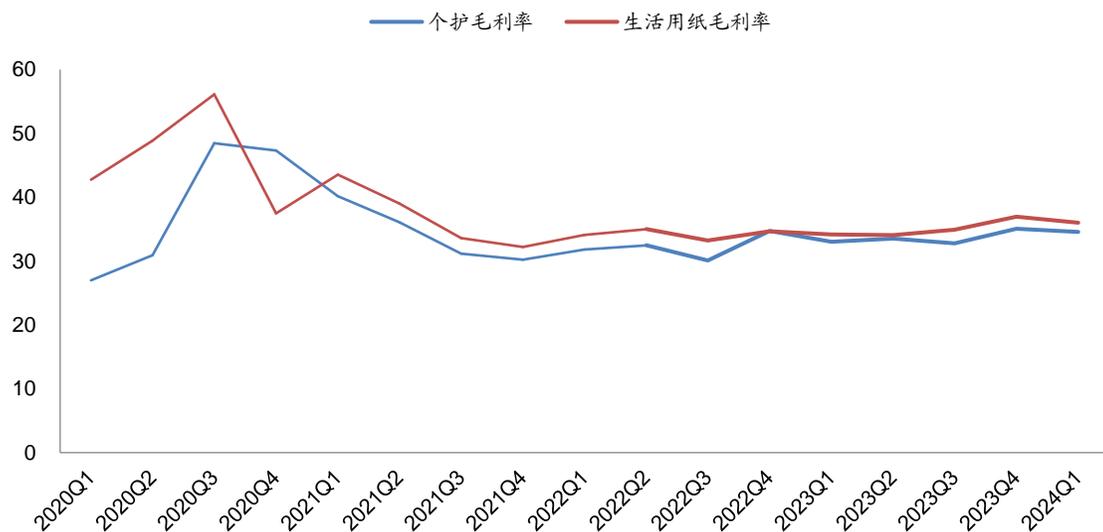
资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所



5.1 个护：成本下行推动毛利率提升，业绩稳步修复

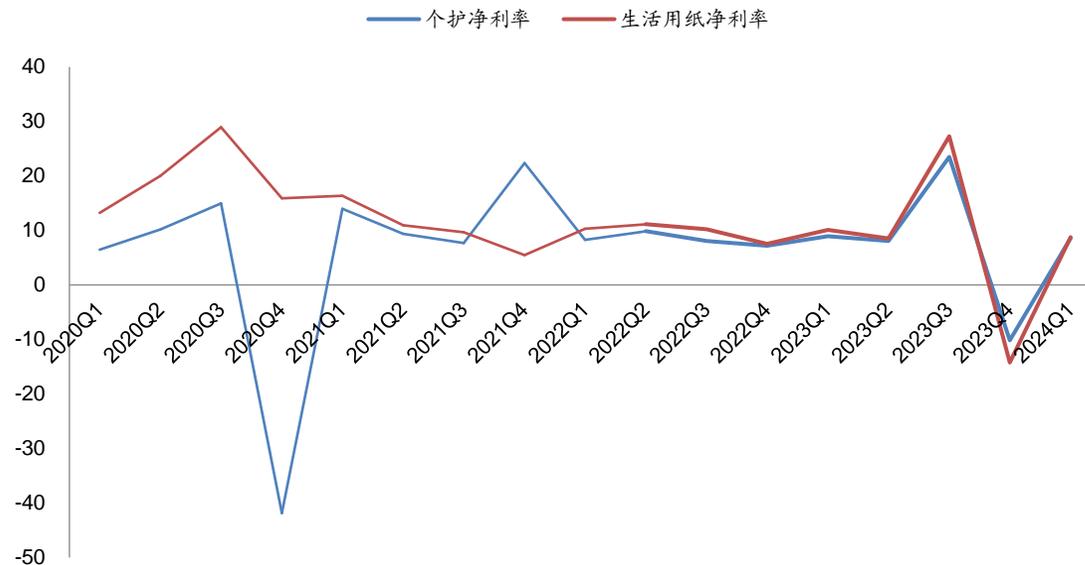
- 毛利率有所提升，销售净利率下滑。** 2023年和2024Q1,个护用品公司销售毛利率为33.53%/34.54%，同比+1.10/+1.51pcts；销售净利率为7.12%/8.55%，同比-1.19/-0.38pcts。个护用品企业在消费复苏不及预期背景下，通过控制生产成本，提升生产效率，实现降本增效，销售毛利率有所提高，但费用端存在销售费用率普遍提高现象，导致销售净利率下滑。

申万个护用品板块单季度毛利率 (%)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

申万个护用品板块单季度净利率 (%)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所



5.1 个护：成本下行推动毛利率提升，业绩稳步修复

► 业绩分化明显，归母净利润表现优于营收。2023年，个护产品企业中顺洁柔/百亚股份/豪悦护理/洁雅股份/可靠股份/依依股份6家公司营业收入同比增速分别为+14.37%/+33.00%/-1.62%/-6.60%/-8.83%/-11.80%，归母净利润分别同比-4.92%/+27.21%/+3.72%/-18.28%/+146.80%/-31.41%，销售毛利率分别为33.15%/50.32%/26.94%/29.62%/17.65%/17.02%，销售净利率分别为3.39%/11.12%/15.91%/18.40%/1.64%/7.72%。2024Q1营收同比增速分别为-10.45%/+46.40%/+1.21%/+1.43%/-11.24%/+35.18%，归母净利润同比增速分别为+6.72%/+28.07%/+7.99%/-62.70%/+65.19%/+1974.82%，销售净利率分别为5.16%/13.41%/13.40%/10.70%/6.43%/11.02%。

2018-2024Q1核心个护用品公司营业总收入及归母净利润同比增速

股票代码	股票简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002511.SZ	中顺洁柔	22.43%	16.84%	17.91%	16.95%	-6.34%	14.37%	-10.45%	16.60%	48.36%	50.02%	-35.85%	-39.77%	-4.92%	6.72%
003006.SZ	百亚股份	18.63%	19.59%	8.82%	16.97%	10.19%	33.00%	46.40%	36.25%	43.43%	42.41%	24.89%	-17.83%	27.21%	28.07%
605009.SH	豪悦护理	90.48%	34.76%	32.64%	-4.98%	13.82%	-1.62%	1.21%	176.19%	70.35%	90.90%	-39.75%	16.60%	3.72%	7.99%
301108.SZ	洁雅股份	16.44%	-1.98%	167.82%	32.49%	-32.29%	-6.60%	1.43%	124.41%	18.20%	163.69%	22.50%	-35.94%	-18.28%	-62.70%
301009.SZ	可靠股份	15.16%	29.52%	39.31%	-27.44%	-0.01%	-8.83%	-11.24%	42.58%	46.53%	144.72%	-81.43%	-208.51%	146.80%	65.19%
001206.SZ	依依股份	21.54%	13.76%	20.76%	5.56%	15.75%	-11.80%	35.18%	85.48%	201.57%	82.16%	-41.33%	31.96%	-31.41%	1974.82%

资料来源：Wind，华安证券研究所



5.1 个护：成本下行推动毛利率提升，业绩稳步修复

2019-2024Q1核心个护用品公司销售毛利率和销售净利率

股票代码	股票简称	销售毛利率						销售净利率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002511.SZ	中顺洁柔	39.63%	41.32%	35.92%	31.96%	33.15%	34.52%	9.10%	11.58%	6.35%	4.07%	3.39%	5.16%
003006.SZ	百亚股份	45.91%	42.66%	44.71%	45.11%	50.32%	54.36%	11.13%	14.56%	15.32%	11.59%	11.12%	13.41%
605009.SH	豪悦护理	30.36%	36.93%	26.32%	23.15%	26.94%	27.71%	16.14%	23.23%	14.73%	15.09%	15.91%	13.40%
301108.SZ	洁雅股份	36.55%	35.79%	32.84%	31.47%	29.62%	19.35%	24.55%	24.18%	22.35%	21.15%	18.40%	10.70%
301009.SZ	可靠股份	27.02%	27.83%	18.64%	13.10%	17.65%	20.39%	7.96%	13.64%	3.32%	-4.74%	1.64%	6.43%
001206.SZ	依依股份	21.92%	26.05%	16.75%	13.72%	17.02%	18.22%	10.39%	15.67%	8.71%	9.93%	7.72%	11.02%

2019-2024Q1核心个护用品公司各项费用率

股票代码	股票简称	销售费用率						管理费用率						财务费用率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002511.SZ	中顺洁柔	20.64%	19.74%	21.71%	20.41%	22.51%	20.47%	7.10%	7.10%	6.05%	6.72%	7.08%	9.19%	0.32%	-0.23%	-0.08%	-0.37%	-0.35%	0.11%
003006.SZ	百亚股份	26.89%	17.74%	19.06%	24.50%	31.20%	34.42%	5.25%	7.17%	8.59%	6.54%	5.89%	4.71%	-0.12%	-0.25%	-0.19%	-0.23%	-0.21%	-0.14%
605009.SH	豪悦护理	5.22%	4.91%	3.66%	3.47%	4.97%	7.47%	5.26%	5.26%	5.67%	5.68%	6.17%	6.30%	0.64%	-0.04%	-0.99%	-1.47%	-1.91%	-2.17%
301108.SZ	洁雅股份	4.09%	0.72%	0.71%	1.07%	1.55%	1.97%	7.55%	5.77%	6.44%	9.07%	11.42%	13.44%	-1.01%	1.58%	0.27%	-2.53%	-1.92%	-1.25%
301009.SZ	可靠股份	10.08%	4.00%	7.64%	8.02%	9.20%	8.17%	7.33%	5.12%	7.29%	6.85%	7.40%	6.75%	-0.35%	1.37%	-0.53%	-3.27%	-2.63%	-3.03%
001206.SZ	依依股份	4.74%	1.01%	1.48%	1.31%	2.02%	1.81%	3.19%	2.88%	3.52%	4.07%	4.73%	3.89%	-0.07%	1.87%	0.47%	-2.07%	-1.25%	-0.81%

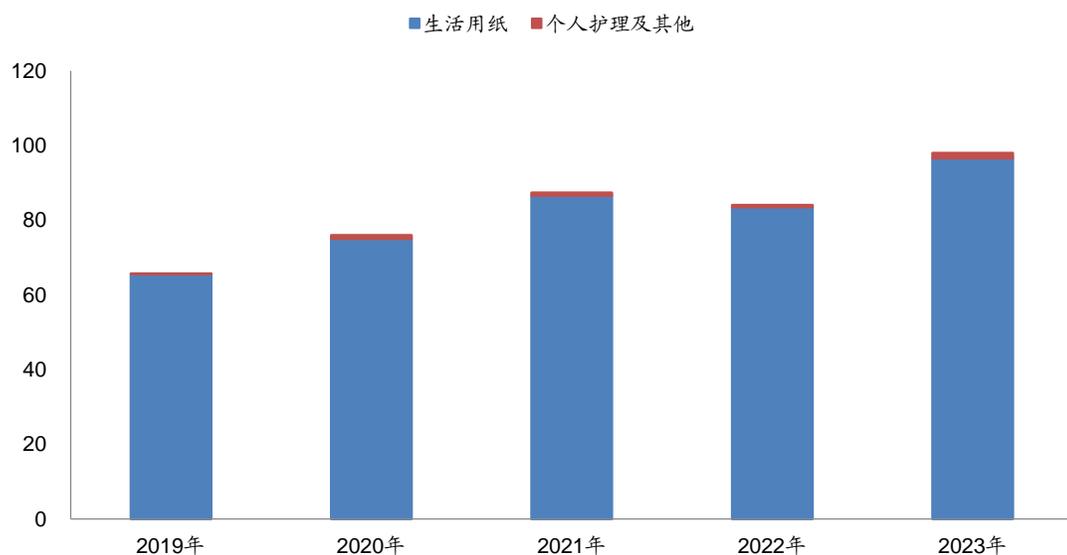
资料来源：Wind，华安证券研究所



5.1 个护：成本下行推动毛利率提升，业绩稳步修复

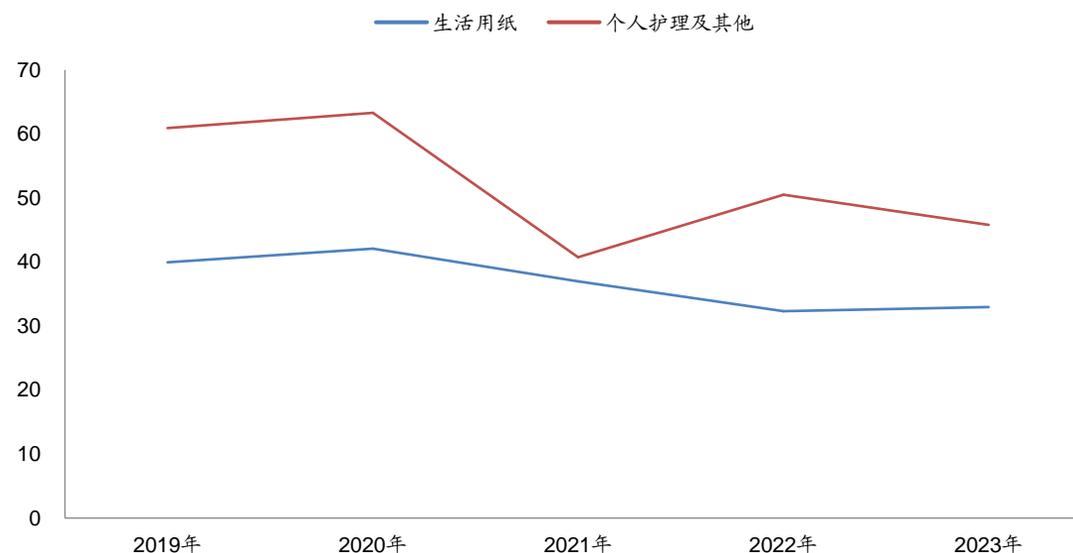
- 中顺洁柔：盈利能力持续修复，品类&渠道优化共助增长。**2023年，分行业看，公司生活用纸/个人护理及其他业务分别实现营业收入96.62/1.39亿元，同比+14.15%/+31.86%，公司通过完善布局高端市场，升级迭代现有产品以及深度挖掘小品类机会，生活用纸高端系列增速超20%，约占生活用纸业务的25%，高毛利品类增速达16%，约占生活用纸业务的68%，位居行业前列，有效提升公司盈利水平，2023年生活用纸业务毛利率为32.97%，同比+1.00pcts。公司通过持续的品牌建设和品质保障、步伐稳健的产能布局与渠道扩张，已成为市场上高端生活用纸的代表品牌之一，稳居生活用纸行业第一梯队。

中顺洁柔分产品拆分收入结构（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

中顺洁柔分产品毛利率（%）

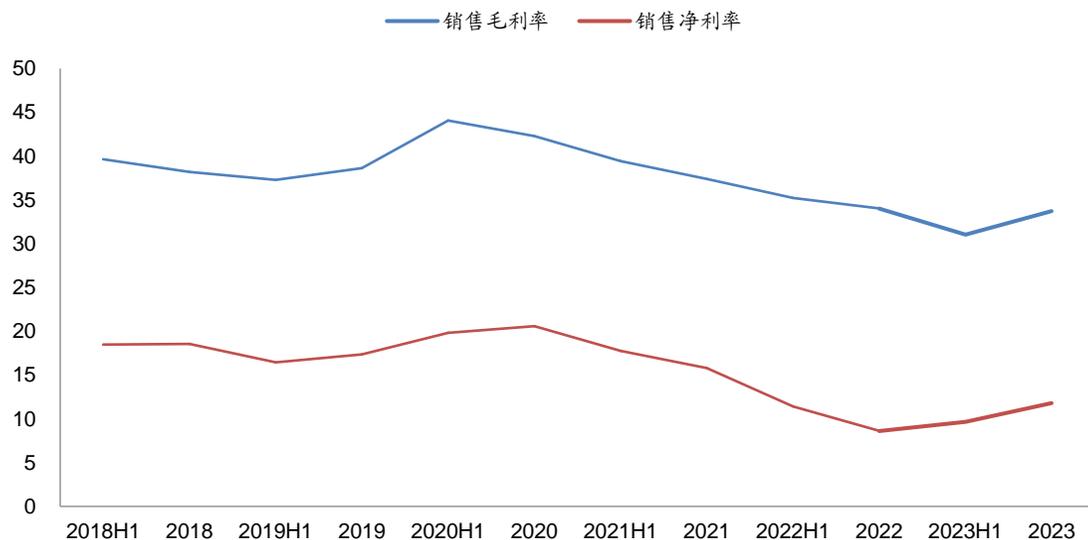


资料来源：Wind，华安证券研究所

5.1 个护：成本下行推动毛利率提升，业绩稳步修复

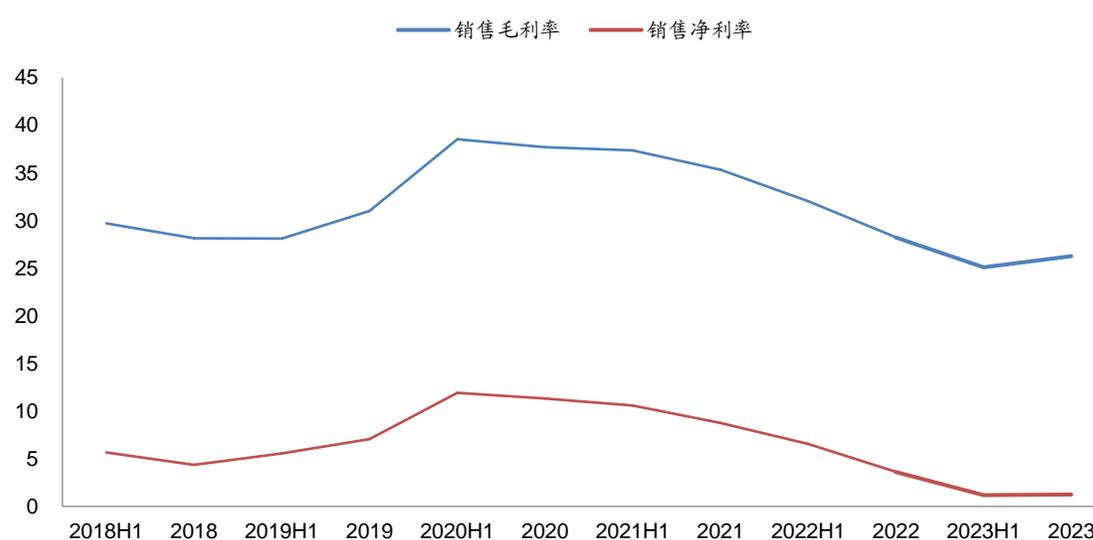
- **恒安国际：受益浆价回落+产品结构优化，盈利能力恢复。**2023年全年/2023H2公司整体毛利率分别为33.7%/36.5%，同比-0.3pct/+3.7pct，分业务看，23H2公司卫生巾/纸巾/纸尿裤业务毛利率分别为66.0%/26.1%/40.0%，同比-2.4pct/+7.6pct/+1.2pct，下半年受益原材料木浆价格回落及公司产品结构持续优化影响，毛利率明显修复。
- **维达国际：低价浆持续释放成本红利，毛利率环比延续改善。**2023年公司的毛利率为26.3%，同比-1.9pcts，分业务看，2023年公司纸巾/个护毛利率为24.9%/32.9%，同比-2.6/+1.2pcts。2023Q4公司毛利率为27.6%，同比+5.3pcts，环比+0.3pcts，受益原材料木浆价格回落持续释放成本红利，公司毛利率环比延续改善。

恒安国际利润率 (%)



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

维达国际利润率 (%)



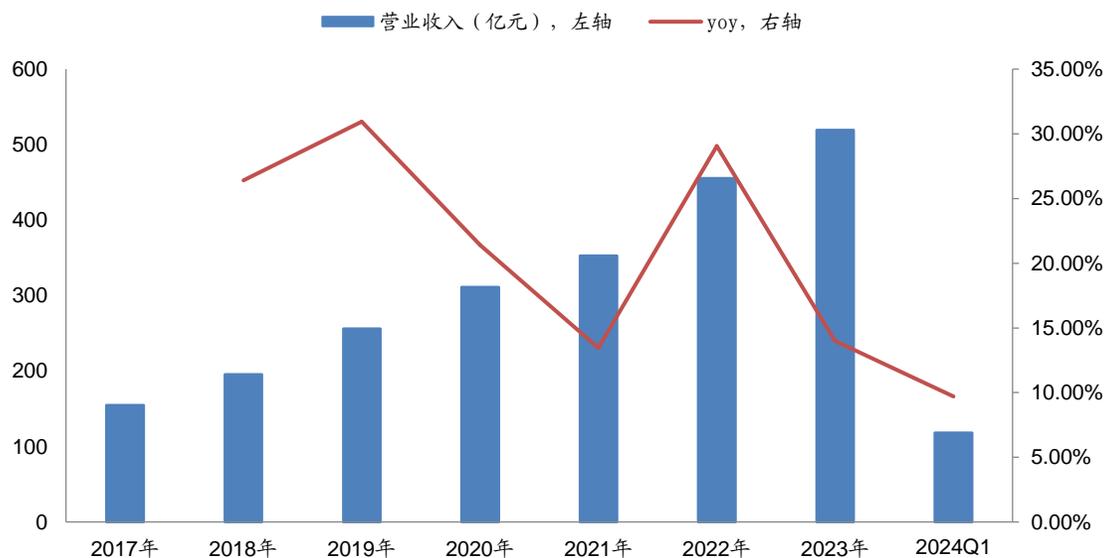
资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所



5.2 文娱：线下消费场景复苏，头部企业经营韧性强

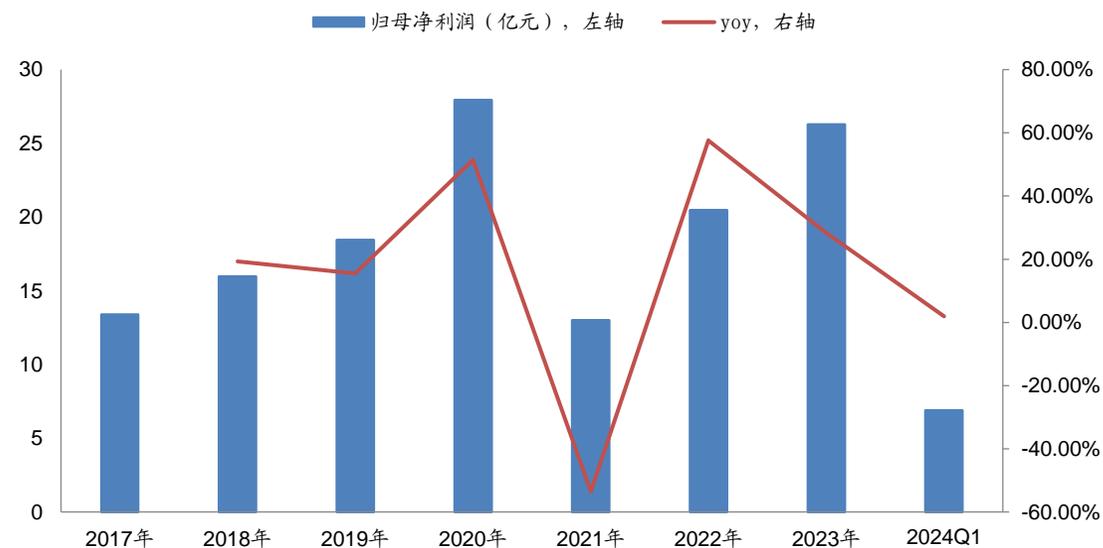
- ▶ 线下消费场景复苏，文娱公司业绩实现增长。2023年文娱用品板块合计实现营业收入519.23亿元，同比增长14.00%，实现归母净利润26.28亿元，同比增长28.37%。24Q1文娱用品板块合计实现营收118.35亿元，同比增长9.72%，实现归母净利润6.90亿元，同比上涨1.92%。随着校边店流量逐步恢复，线上线下销售渠道多元发展，促进文娱用品公司业绩增长。

文娱用品板块营收及同比 (亿元, %)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

文娱用品板块归母净利润及同比 (亿元, %)

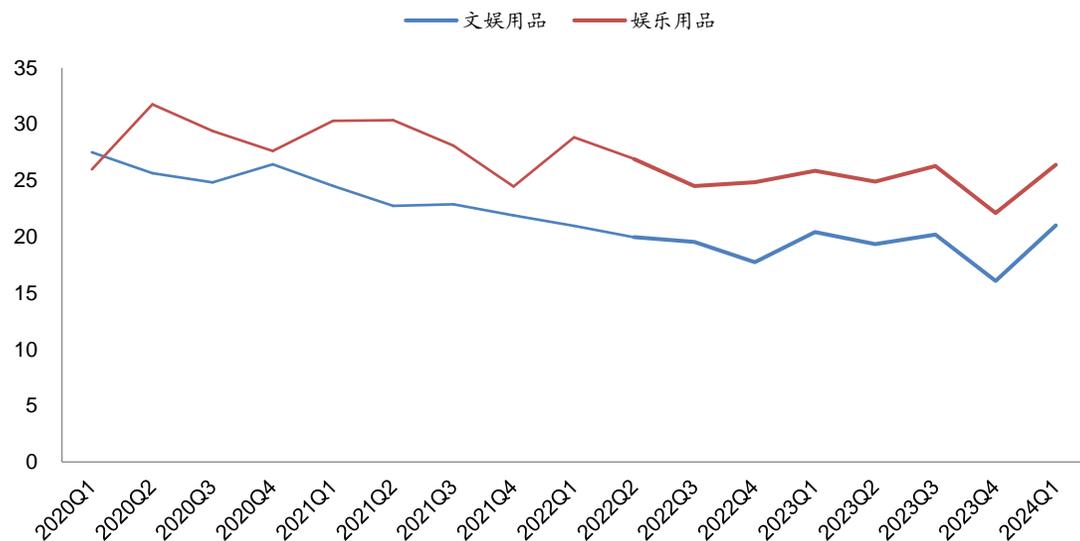


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

5.2 文娱：线下消费场景复苏，头部企业经营韧性强

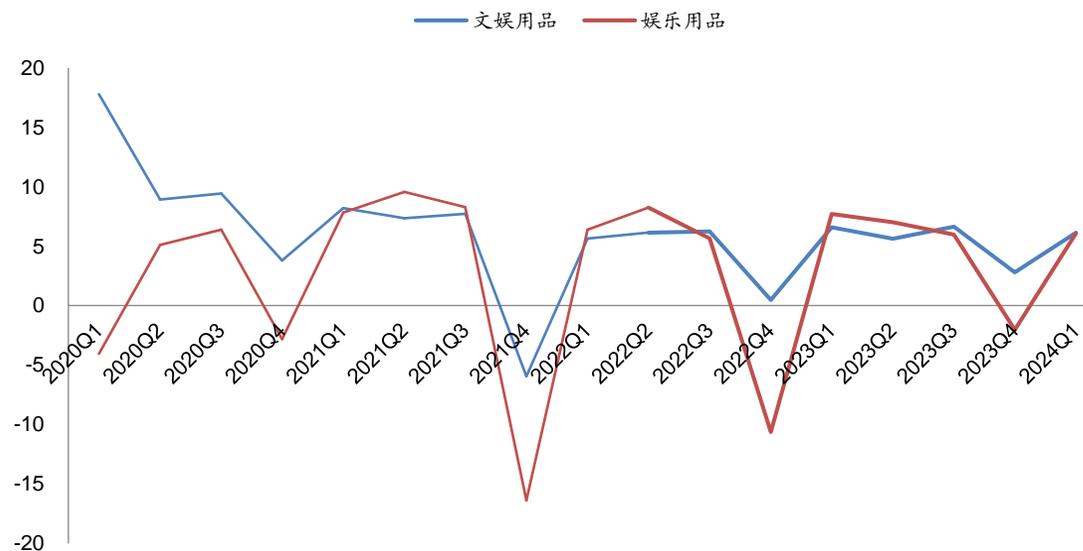
► 24Q1毛利率及净利率修复。2023年和2024Q1,文娱用品公司销售毛利率为18.88%/21.00%，同比-0.59/+0.57pcts；销售净利率为5.32%/6.12%，同比+0.62/-0.46pcts。

申万文娱用品板块单季度毛利率 (%)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

申万文娱用品板块单季度净利率 (%)

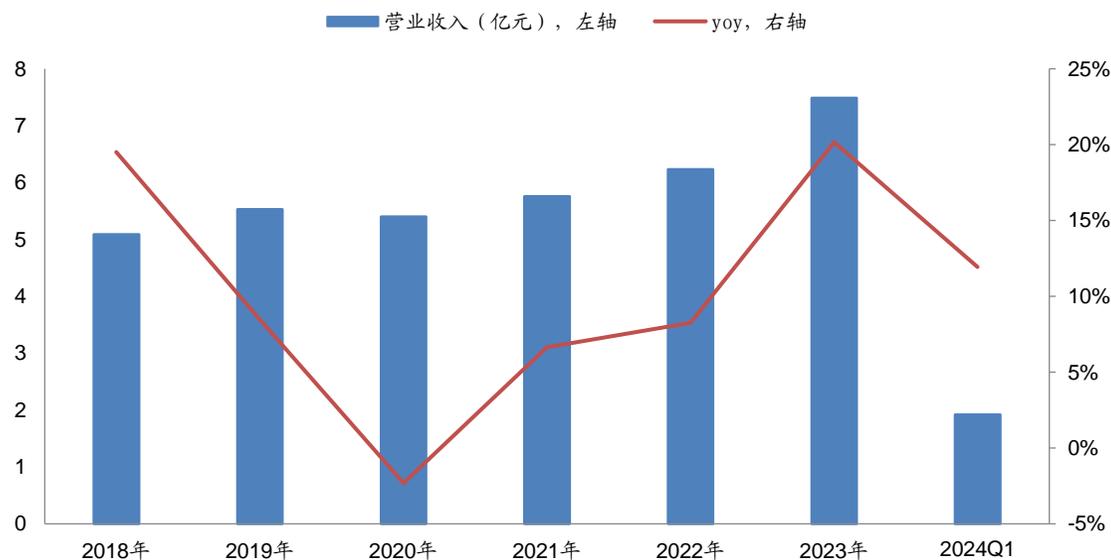


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

5.2 文娱：线下消费场景复苏，头部企业经营韧性强

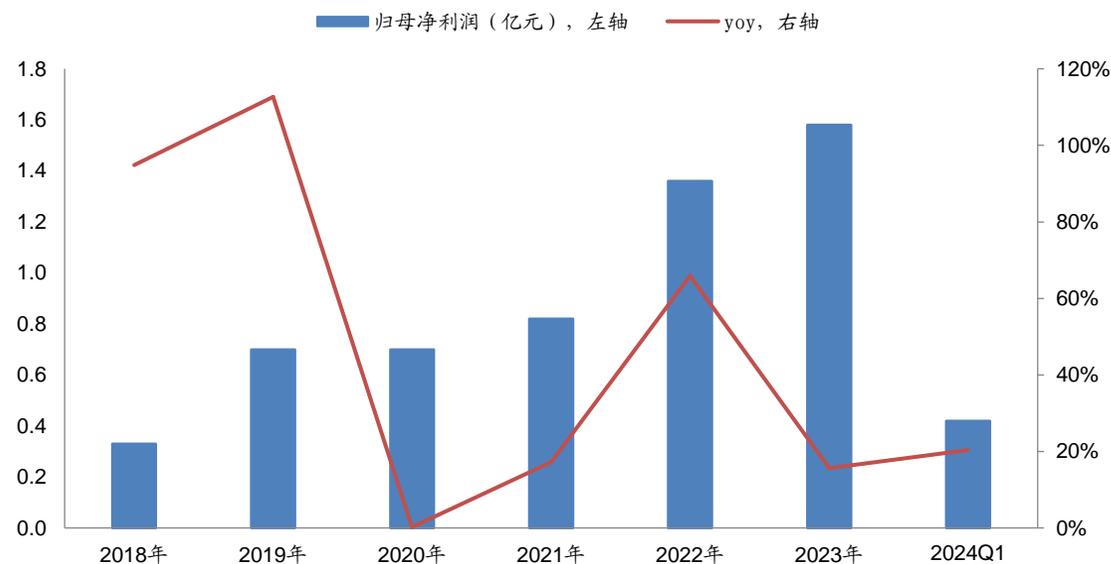
▶ **明月镜片：出口承压且原材料压力下，经营韧性较强。**2023年，公司实现营业收入7.49亿元，同比增长20.17%；实现归母净利润1.58亿元，同比增长15.65%。2024Q1，公司实现营收1.9亿元，同比增长11.9%；实现归母净利润0.4亿元，同比增长20.4%。虽然2023年第四季度线下消费受到客观环境的影响，且海外局势动荡原料业务和出口业务承压，但公司的近视管理镜片“轻松控”系列产品的热销和常规镜片中明星产品的快速增长，推动产品结构的持续优化，盈利能力进一步增强，2023年整体业绩展现出了较强的韧性。2023年，公司毛利率为57.6%，同比+3.6pct；2023Q4毛利率为56.6%，同比+3.2pct。

明月镜片营收及同比 (亿元, %)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

明月镜片归母净利润及同比 (亿元, %)

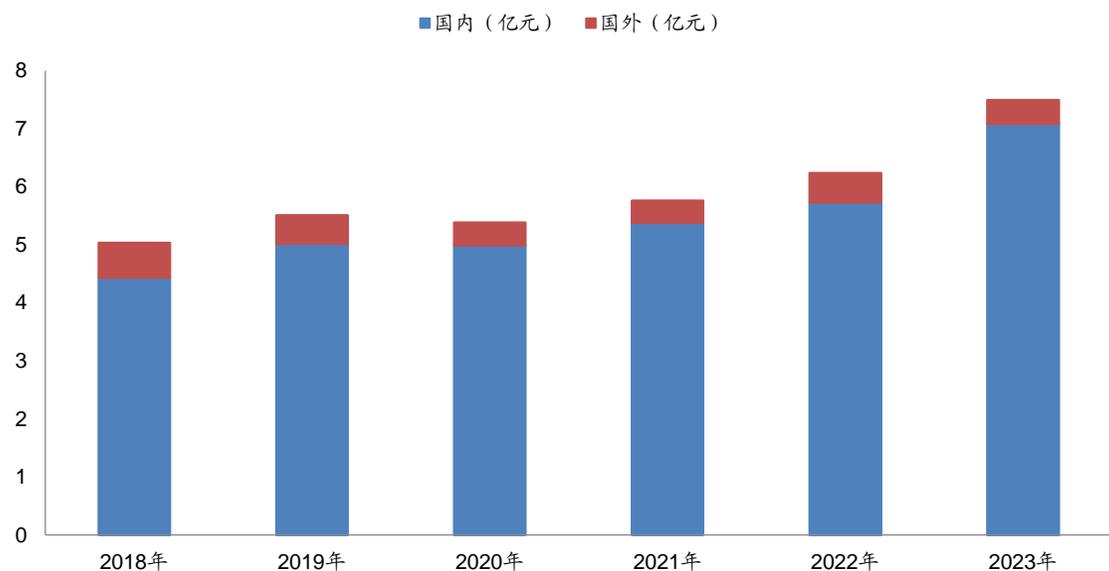


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

5.2 文娱：线下消费场景复苏，头部企业经营韧性强

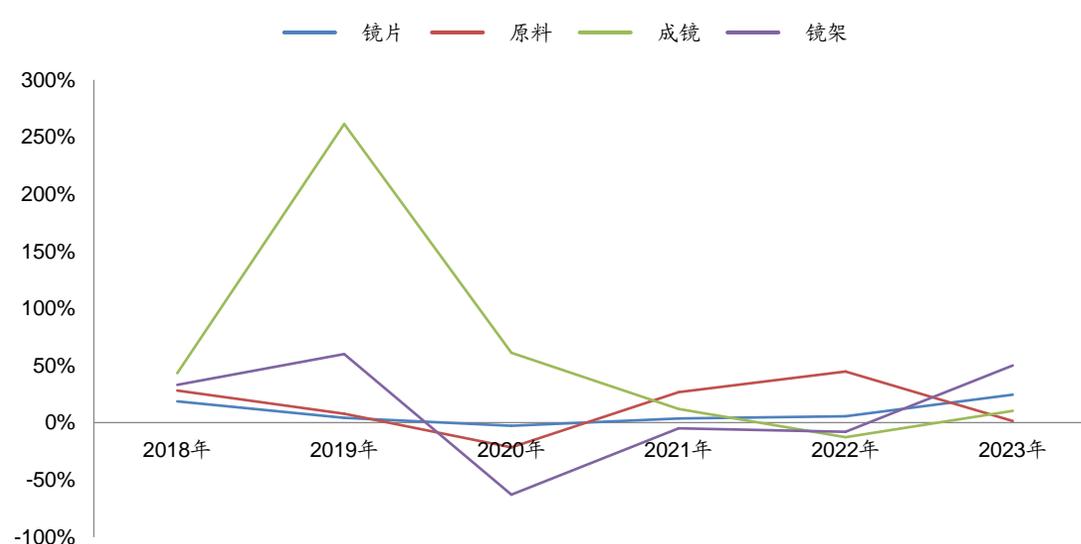
▶ **明月镜片：产品结构持续优化，离焦镜延续高增长。**分产品看，2023年公司镜片/原料/成镜/镜架/其他业务分别实现营收5.95/0.90/0.54/0.05/0.05亿元，占比79.5%/12.1%/7.2%/0.6%/0.6%，同比变化+24.6%/+1.4%/+10.4%/+50.1%/+5.7%。2023年，为满足更广大消费者的需求，同时推进使用一代产品的消费者向防控效果更好的二代微透镜离焦产品的转化，公司进一步扩展产品矩阵，推出1.56轻松控Pro（日常通用+防蓝光）、1.56轻松控PRO医疗版（日常通用+防蓝光）、1.71轻松控PRO医疗版（日常通用+防蓝光）。PMC超亮系列产品2023年收入同比增长近80%，1.71系列产品同比增长30%，三大明星产品营收占常规镜片营收的52.31%。近视防控产品仍然处于快速增长的上升通道中，“轻松控”系列产品销售额为1.3亿元，同比增长70%。

明月镜片分地区营业收入结构



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

明月镜片分产品营业收入同比变化 (%)



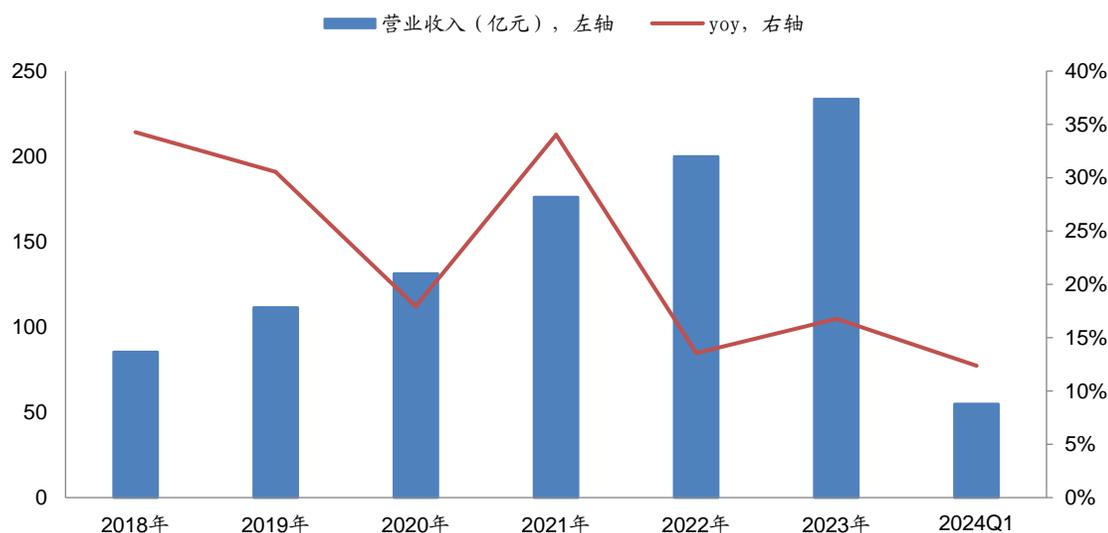
资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所



5.2 文娱：线下消费场景复苏，头部企业经营韧性强

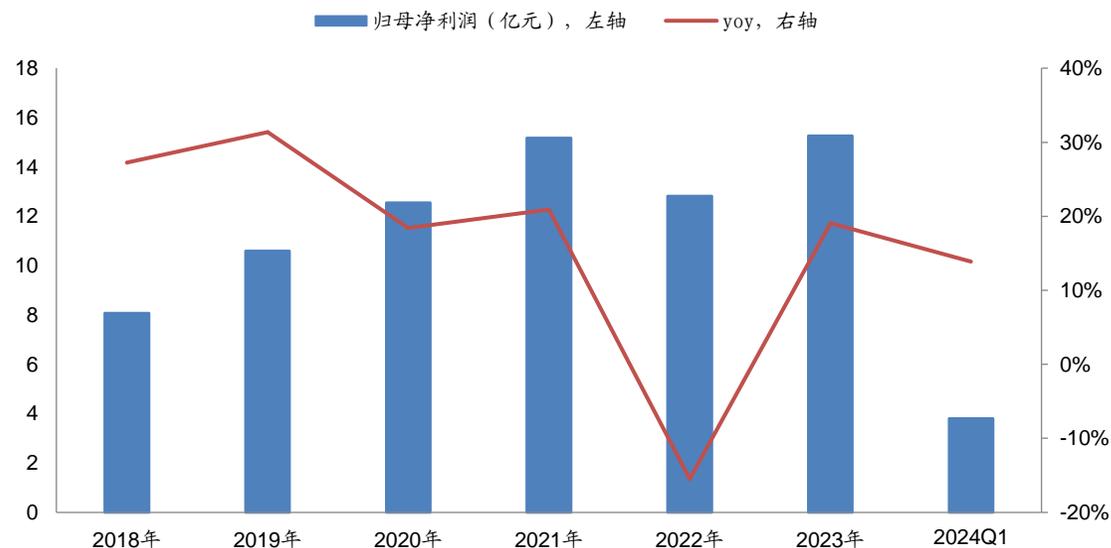
➤ **晨光股份：产品高端化与全渠道布局，助力业绩快速增长。**2023年，公司实现营业收入233.51亿元，同比增长16.78%；实现归母净利润15.26亿元，同比增长19.05%；24Q1实现营业收入54.85亿元，同比增长12.37%；实现归母净利润3.80亿元，同比增长13.87%。2023年面临国际环境复杂性、不确定性上升，国内社会预期偏弱，有效需求不足的大背景，公司坚持长期主义，通过产品高端化、渠道转型与线上提升，零售大店业务与办公直销业务成为业绩的新增长点。

晨光股份营收及同比 (亿元, %)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

晨光股份归母净利润及同比 (亿元, %)

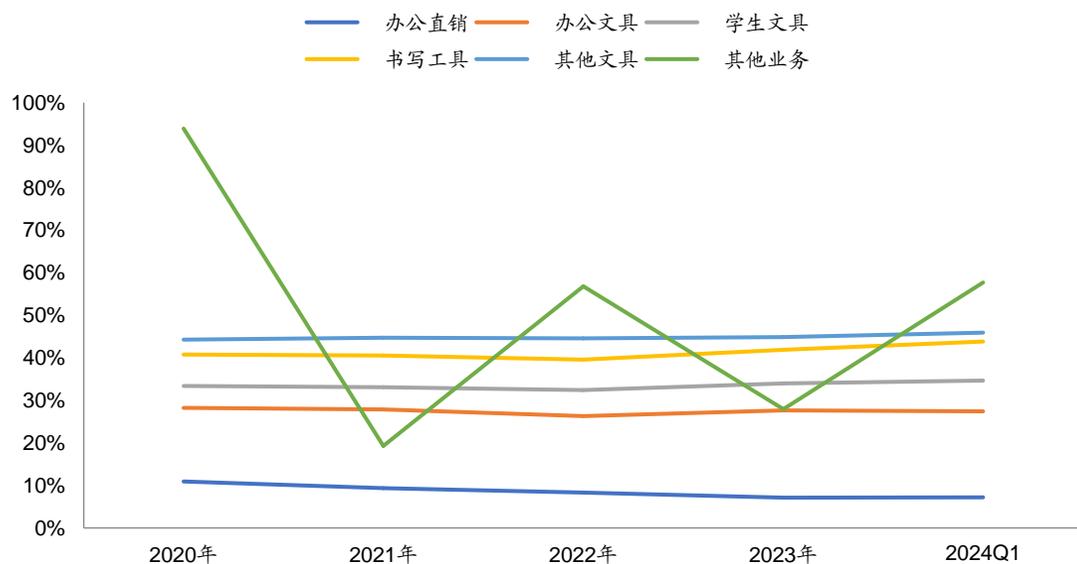


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

5.2 文娱：线下消费场景复苏，头部企业经营韧性强

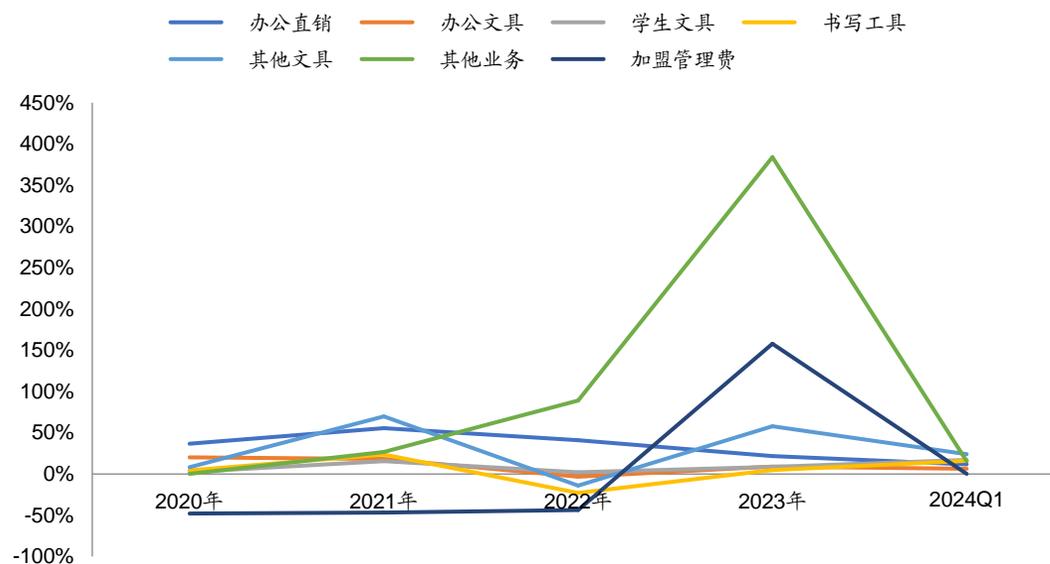
➤ **晨光股份：零售大店与办公直销业务快速增长，形成业务新的增长点。**2023年，随着商场客流恢复，线下门店快速复苏。晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入13.35亿元，同比增长51%，其中，九木杂物社全年实现营业收入12.40亿元，同比增长51%，实现净利润0.26亿元，实现首次盈利。在全国拥有零售大店659家，其中九木杂物社618家（直营417家，加盟201家），晨光生活馆41家。在办公直销新业务方面，晨光科力普聚焦办公一站式、MRO工业品、营销礼品和员工福利四大业务板块，业务成功拓展至电力、汽车、能源等多个领域，在挑战中实现业绩稳定增长，2023年营业收入为133.06亿元，同比增长21%，净利润达到4.01亿元，同比增长8%。

晨光股份按产品分毛利率 (%)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

晨光股份按产品分营收同比变化 (%)



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所



目录

1

轻工制造行业2023年报及2024一季报总览

2

家居：内销需求疲软，外销需求复苏

3

造纸：周期底部已过，盈利能力明显修复

4

包装：盈利有所改善，静待下游需求修复

5

快消：消费有所复苏，个股表现分化

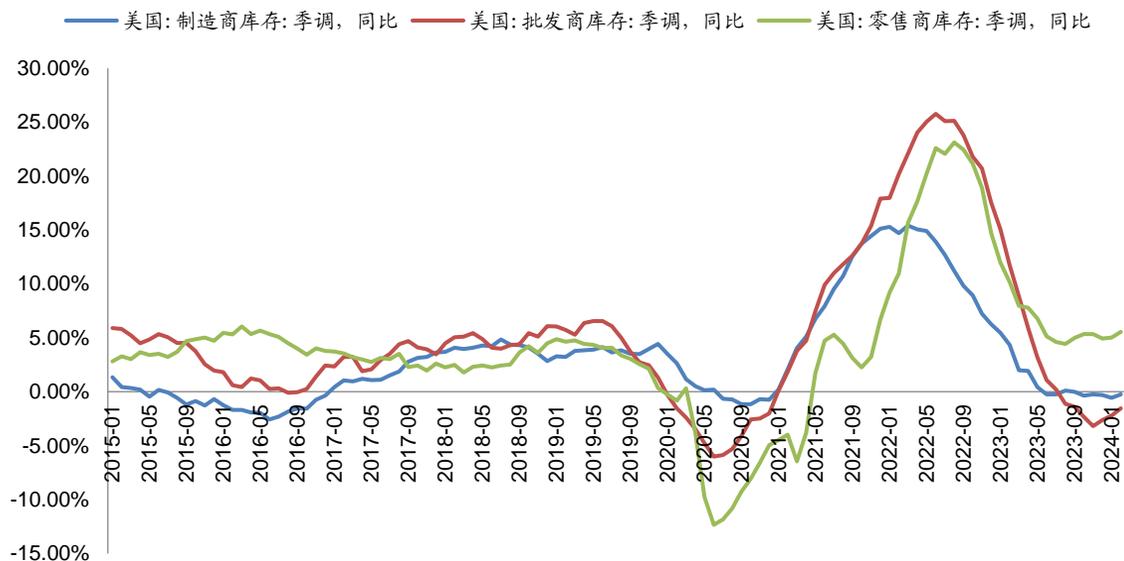
6

出口：关注补库存周期，寻找高弹性标的

6.1 库存：海外去库基本结束，将迎来补库周期

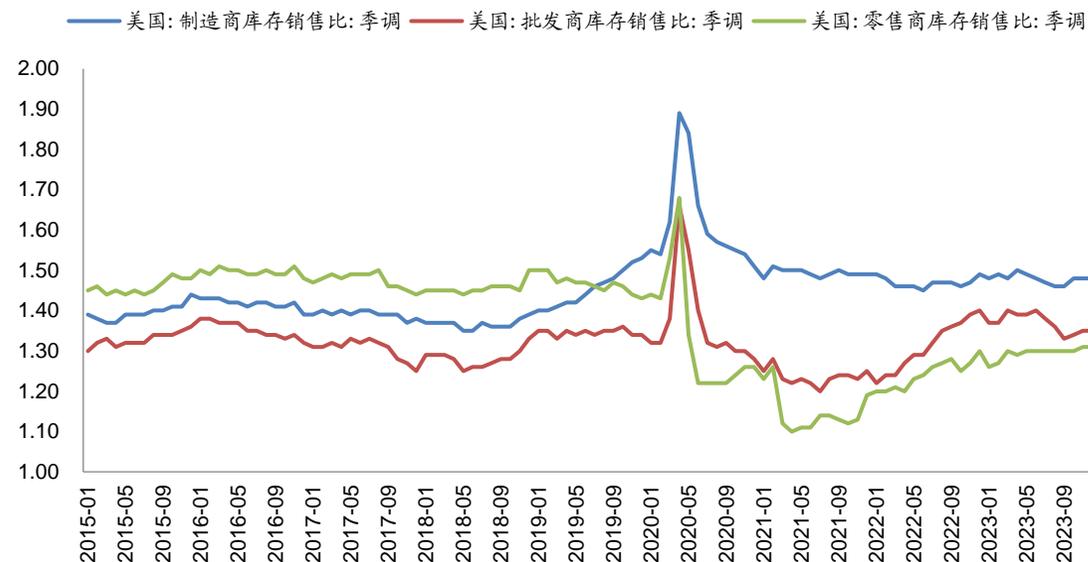
- 美国去库存进展顺利，家居建材零售库存增速均处于历史低位。美国2024年2月零售商库销比1.47，库存同比下降0.25%；批发商库销比1.34，库存同比下降1.55%；制造商库销比1.32，库存同比增长5.55%。美国零售商、批发商和制造商整体库存规模增速趋缓，库销比基本回归疫情前水平，去库存进展较为顺利。美国2月零售环节整体库存同比增长4.85%，环比增长0.50%。从具体行业来看，2月家具家居家电店/建筑园林设备店/日用品商场/食品饮料店/服装配饰店库存规模分别同比-9.41%/-6.80%/-1.93%/+0.69%/-0.02%，去库存进展顺利。

美国零售商、批发商、制造商库存同比 (%)



资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

美国零售商、批发商、制造商库销比

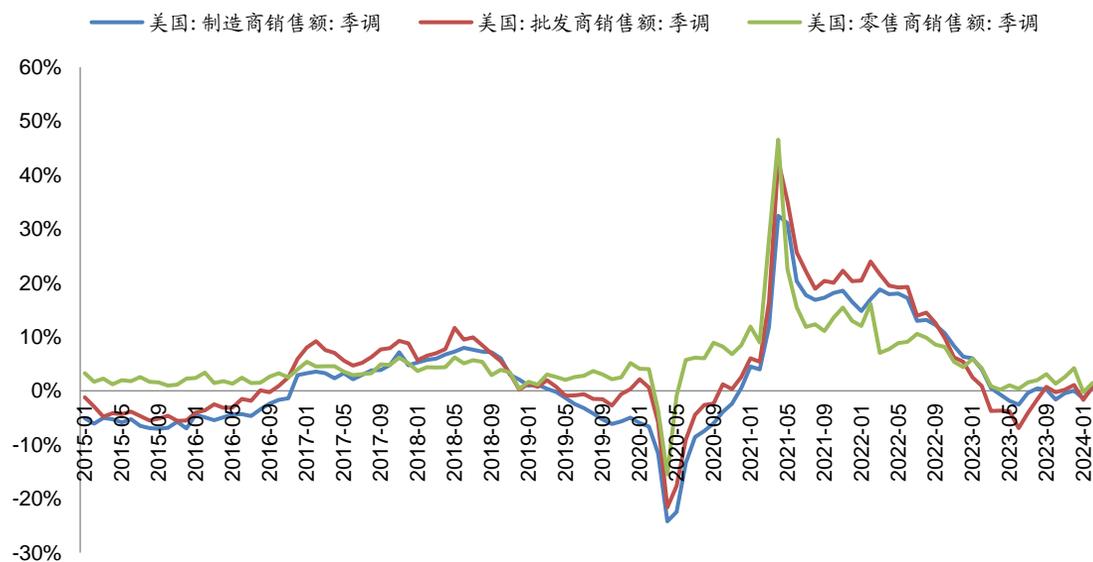


资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

6.1 库存：海外去库基本结束，将迎来补库周期

- ▶ 批发商和零售商销售额拐点已现，将迎来补库周期。自2023年7月起，美国制造商/批发商/零售商销售额同比增速出现拐点，2024年2月，美国制造商/批发商/零售商销售额分别同比+0.60%/+0.82%/+1.47%，需求端开始逐步复苏，美国库存周期或已逐步进入被动去库阶段，并有望于2024年进入补库周期。

美国:制造商/批发商/零售商销售额:季调同比增速 (%)



资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

美国:批发商销售额:耐用品和非耐用品:季调同比增速 (%)

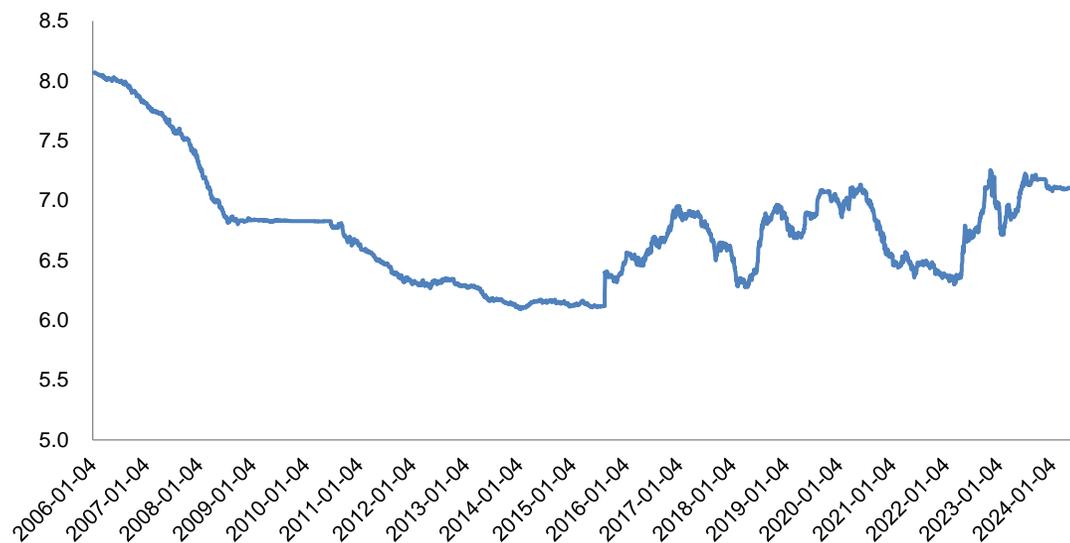


资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

6.2成本：汇率及原材料贡献正收益，海运费趋于稳定

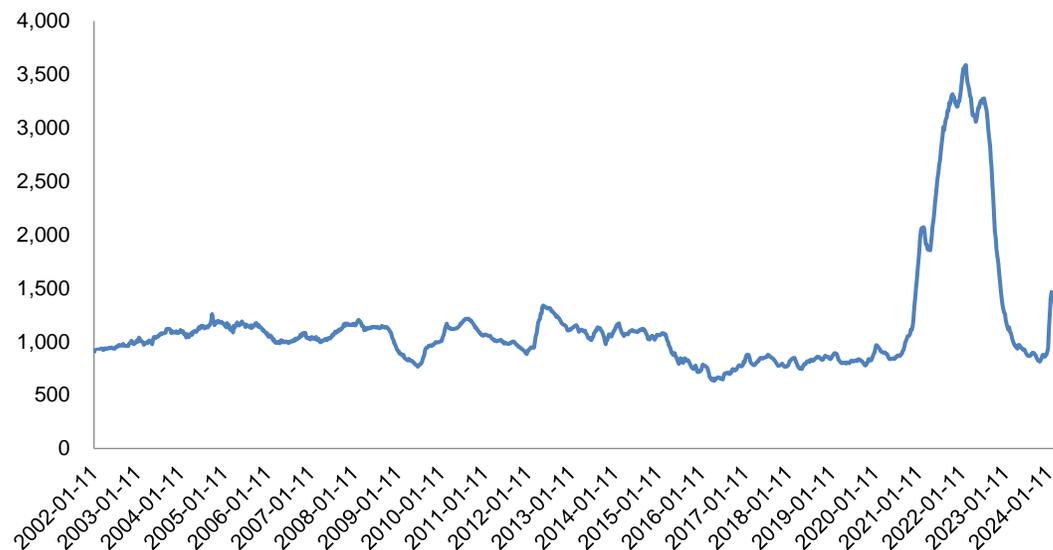
- 汇率及原材料贡献正收益，海运费趋于稳定。1) 汇率：短期来看，当前人民币兑美元汇率仍处于高位震荡，对比2023H1汇率水平，2024H1有望对出口企业报表端贡献正向收益。长期来看，汇率受市场预期、政府干预及国际金融市场动荡等多因素影响，需持续跟踪。2) 原材料：当前，大宗商品价格指数趋于下行，伴随前期高价原材料库存消化，出口企业毛利率有望提升。3) 海运费：根据Wind数据，截至2024年4月26日，中国出口集装箱运价指数为1193.64，已从2月起逐步回落，受红海事件影响和年底备货需求增长导致的海运费增长影响逐渐消散。

中国:中间价:美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，华安证券研究所

中国出口集装箱运价指数:综合指数



资料来源：Wind，华安证券研究所



6.3标的：出口链景气度上行，24Q1出口业绩高增长

➤ 出口链景气度上行，24Q1出口企业业绩大多高增长。2023年，全球通胀水平依旧较高，欧美主要国家持续加息，加剧终端市场需求收缩，同时欧美渠道商前期积压库存较多，渠道去库存对出口企业订单形成压力。随着欧美渠道商2023年下半年库存压力消减，中国保温杯、办公椅、沙发、塑料制餐厨用具、割草机等出口呈现明显回升态势，出口链公司销售收入也呈现逐季度回升的积极态势。2024Q1，大叶股份/共创草坪/捷昌驱动/恒林股份/嘉益股份/玉马遮阳/家联科技营收分别同比增长48.81%/23.14%/32.45%/38.98%/78.20%/21.65%/52.03%，归母净利润分别同比增长178.56%/29.35%/420.77%/31.20%/102.22%/136.01%，盈利能力明显改善。

2018-2024Q1核心出口公司营业总收入及归母净利润同比增速

股票代码	股票简称	营业总收入同比增速							归母净利润同比增速						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002925.SZ	盈趣科技	-14.95%	38.71%	37.77%	32.79%	-38.46%	-11.16%	-12.30%	-17.30%	19.60%	5.32%	6.68%	-36.57%	-35.02%	-30.63%
300879.SZ	大叶股份	4.86%	26.16%	1.36%	60.52%	-8.43%	-36.91%	48.81%	15.86%	30.34%	-5.87%	-27.61%	-79.74%	-1654.26%	178.56%
605099.SH	共创草坪	12.77%	11.15%	19.10%	24.39%	7.35%	-0.38%	23.14%	-4.87%	24.66%	44.38%	-7.45%	17.55%	-3.54%	29.35%
002803.SZ	吉宏股份	100.34%	32.62%	46.56%	17.40%	3.83%	24.53%	-3.75%	166.35%	53.05%	71.25%	-59.32%	-19.05%	87.57%	-39.22%
603583.SH	捷昌驱动	60.64%	26.15%	32.71%	41.15%	14.02%	0.91%	32.45%	60.90%	11.68%	42.96%	-33.29%	21.18%	-37.16%	420.77%
300729.SZ	乐歌股份	26.60%	3.31%	98.42%	47.95%	11.74%	21.61%	40.83%	-8.34%	9.36%	244.70%	-14.93%	18.44%	189.72%	-79.89%
301356.SZ	天振股份	0.00%	-15.99%	29.82%	41.81%	-6.72%	-89.50%	-13.47%	0.00%	19.36%	10.04%	-24.98%	35.73%	-170.39%	-120.93%
605080.SH	浙江自然	19.78%	7.16%	6.68%	44.91%	12.27%	-12.95%	13.83%	-8.68%	60.86%	21.44%	37.59%	-2.98%	-38.64%	-42.46%
003011.SZ	海象新材	101.42%	9.57%	42.52%	46.87%	5.39%	-15.60%	-30.45%	12155%	54.42%	36.12%	-48.50%	119.49%	-78.49%	-83.67%
603661.SH	恒林股份	22.25%	25.28%	63.34%	21.81%	12.76%	25.78%	38.98%	3.15%	42.38%	49.25%	-7.05%	4.50%	-26.60%	31.20%
001216.SZ	华瓷股份	16.11%	12.41%	-3.00%	30.69%	14.63%	-10.75%	7.95%	78.60%	2.17%	6.54%	16.17%	24.64%	5.01%	10.24%
301004.SZ	嘉益股份	10.70%	7.57%	-12.19%	64.69%	115.08%	40.96%	78.20%	214.55%	-11.48%	-9.82%	26.73%	230.90%	73.60%	102.22%
300994.SZ	久祺股份	3.70%	-1.38%	27.30%	62.31%	-35.95%	-15.57%	8.69%	58.61%	97.57%	53.70%	30.91%	-18.20%	-36.57%	55.06%
605288.SH	凯迪股份	36.64%	7.29%	4.12%	35.11%	-31.80%	5.29%	5.96%	77.56%	-17.44%	-20.07%	-32.43%	-58.33%	121.39%	0.32%
603610.SH	麒盛科技	72.21%	5.78%	-10.65%	31.28%	-10.23%	16.50%	8.48%	160.15%	34.91%	-30.76%	30.61%	-92.82%	625.17%	87.95%
300993.SZ	玉马遮阳	25.64%	19.18%	0.37%	35.16%	5.04%	21.30%	21.65%	57.75%	34.96%	-0.98%	29.87%	11.64%	5.36%	35.54%
301193.SZ	家联科技	17.38%	7.65%	0.57%	20.28%	60.08%	-12.90%	52.03%	-41.20%	609.68%	52.77%	-37.73%	151.72%	-74.69%	136.01%

资料来源：Wind，华安证券研究所



6.3标的：出口链景气度上行，24Q1出口业绩高增长

2019-2024Q1核心出口公司销售毛利率、销售净利率和费用率

股票代码	股票简称	销售毛利率						销售净利率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002925.SZ	盈趣科技	39.83%	33.75%	27.97%	30.43%	30.70%	27.58%	25.44%	20.11%	15.94%	16.30%	12.46%	7.38%
300879.SZ	大叶股份	22.49%	19.31%	15.32%	16.17%	11.46%	18.36%	8.25%	7.66%	3.46%	0.76%	-18.83%	7.15%
605099.SH	共创草坪	37.18%	36.92%	27.90%	28.74%	31.58%	30.48%	18.32%	22.21%	16.52%	18.09%	17.52%	17.61%
002803.SZ	吉宏股份	43.42%	43.12%	38.39%	40.69%	46.66%	40.62%	11.51%	13.08%	4.03%	3.19%	4.96%	2.99%
603583.SH	捷昌驱动	35.63%	39.31%	26.95%	26.88%	29.16%	30.04%	20.15%	21.62%	10.20%	10.78%	6.74%	9.68%
300729.SZ	乐歌股份	46.47%	46.74%	39.72%	34.41%	36.53%	31.29%	6.42%	11.16%	6.42%	6.82%	16.24%	7.12%
301356.SZ	天振股份	35.43%	30.68%	20.52%	22.27%	-6.99%	6.59%	19.59%	16.60%	8.78%	12.78%	-85.64%	-6.51%
605080.SH	浙江自然	39.83%	40.68%	38.76%	36.61%	33.84%	38.37%	24.11%	27.44%	26.06%	22.08%	15.57%	14.98%
003011.SZ	海象新材	33.05%	29.75%	16.75%	22.05%	24.44%	23.28%	16.11%	15.38%	5.39%	11.23%	2.85%	3.64%
603661.SH	恒林股份	24.97%	29.49%	22.50%	21.78%	23.78%	24.80%	8.52%	7.98%	5.78%	5.23%	3.39%	4.84%
001216.SZ	华瓷股份	31.16%	32.87%	29.96%	32.42%	32.36%	32.67%	11.86%	13.02%	11.63%	12.53%	14.56%	16.24%
301004.SZ	嘉益股份	34.99%	35.64%	28.73%	34.26%	40.72%	38.70%	17.61%	18.08%	13.92%	21.53%	26.59%	24.88%
300994.SZ	久祺股份	17.35%	20.18%	12.63%	13.54%	15.03%	12.84%	5.68%	6.86%	5.53%	7.03%	5.20%	3.99%
605288.SH	凯迪股份	37.00%	31.64%	20.92%	18.93%	25.41%	24.21%	17.67%	13.56%	6.78%	4.14%	8.72%	8.16%
603610.SH	麒盛科技	39.30%	38.01%	35.47%	31.61%	36.68%	32.86%	15.58%	11.98%	11.94%	0.87%	6.57%	5.95%
300993.SZ	玉马遮阳	46.29%	46.58%	43.57%	41.66%	40.55%	39.41%	28.45%	28.06%	26.97%	28.66%	24.89%	23.08%
301193.SZ	家联科技	24.13%	26.13%	18.02%	22.24%	19.23%	19.33%	7.33%	11.14%	5.77%	8.89%	1.58%	8.36%

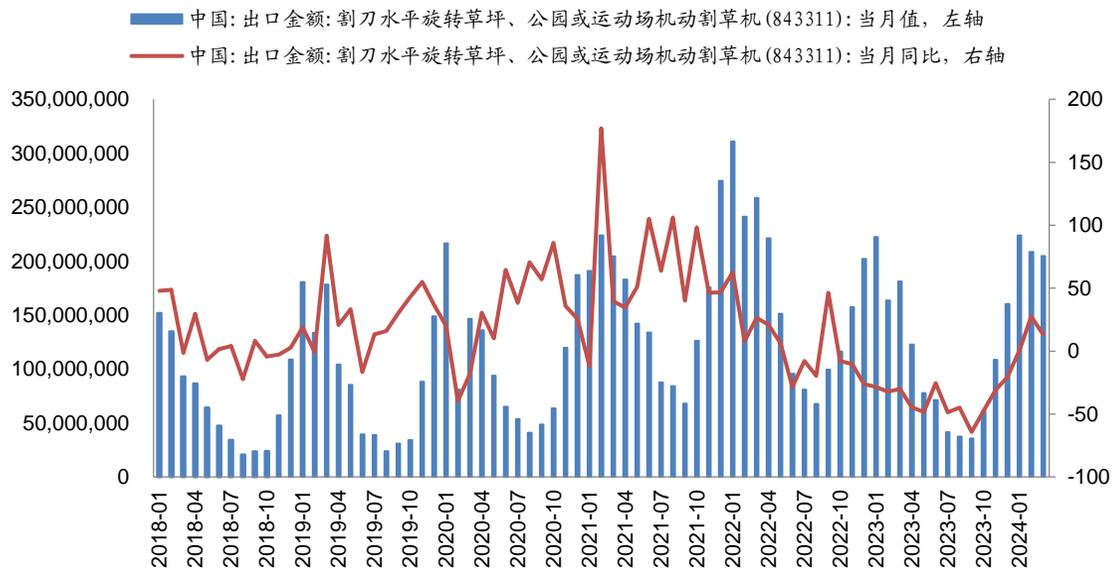
股票代码	股票简称	销售费用率						管理费用率						财务费用率					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
002925.SZ	盈趣科技	1.65%	0.98%	1.27%	1.96%	2.27%	2.19%	11.39%	9.19%	9.47%	13.10%	14.10%	17.99%	-1.38%	1.69%	0.45%	-2.92%	-0.64%	-0.90%
300879.SZ	大叶股份	4.58%	3.56%	3.62%	5.53%	10.74%	2.73%	7.19%	8.65%	6.61%	9.10%	14.94%	5.40%	0.59%	0.82%	1.79%	-0.83%	3.06%	0.61%
605099.SH	共创草坪	7.94%	4.17%	4.09%	4.56%	5.37%	5.19%	8.09%	7.45%	6.96%	7.08%	7.55%	6.85%	-0.14%	1.85%	0.09%	-3.06%	-1.42%	-2.07%
002803.SZ	吉宏股份	24.37%	24.06%	28.02%	29.30%	34.99%	30.27%	5.39%	4.44%	4.98%	5.63%	5.47%	6.53%	0.79%	0.79%	0.65%	0.14%	0.00%	0.47%
603583.SH	捷昌驱动	6.73%	5.23%	4.48%	5.23%	5.72%	6.05%	10.42%	10.16%	14.76%	14.10%	14.20%	15.60%	-0.89%	-0.34%	-1.20%	-3.44%	-0.01%	0.48%
300729.SZ	乐歌股份	29.09%	24.17%	24.04%	20.15%	20.07%	17.55%	10.38%	9.11%	8.33%	8.20%	7.90%	7.43%	0.23%	1.72%	2.38%	0.91%	0.96%	1.46%
301356.SZ	天振股份	7.38%	5.72%	5.30%	5.18%	52.43%	11.53%	5.42%	4.40%	3.64%	3.56%	23.99%	14.95%	-0.60%	2.61%	1.16%	-1.94%	-20.19%	-9.14%
605080.SH	浙江自然	3.35%	2.73%	1.37%	1.47%	2.41%	2.30%	8.94%	8.24%	8.64%	8.91%	11.47%	10.28%	0.03%	1.08%	0.01%	-1.73%	-1.14%	-0.56%
003011.SZ	海象新材	9.95%	8.58%	6.67%	7.02%	7.35%	8.24%	6.01%	5.27%	4.62%	4.56%	7.04%	9.65%	1.29%	2.77%	0.99%	-0.58%	0.17%	1.35%
603661.SH	恒林股份	6.72%	11.60%	6.52%	7.83%	8.24%	13.40%	9.38%	7.63%	8.37%	8.00%	7.83%	5.59%	-0.23%	1.92%	1.51%	-0.13%	0.30%	0.55%
001216.SZ	华瓷股份	7.30%	7.60%	5.91%	6.63%	6.29%	6.62%	9.43%	10.24%	10.39%	11.43%	11.28%	11.17%	0.15%	1.14%	0.14%	-0.72%	-0.77%	-1.01%
301004.SZ	嘉益股份	6.04%	5.14%	2.49%	1.74%	1.60%	1.02%	9.60%	10.40%	9.36%	7.91%	8.18%	7.21%	0.14%	1.98%	0.53%	-2.07%	-0.73%	-0.84%
300994.SZ	久祺股份	8.20%	9.48%	4.16%	6.62%	7.34%	5.88%	1.92%	1.67%	1.28%	2.18%	3.04%	2.56%	-0.24%	1.48%	0.44%	-2.86%	-1.03%	-1.44%
605288.SH	凯迪股份	6.72%	3.93%	4.06%	5.18%	4.56%	3.65%	10.19%	8.95%	8.57%	12.33%	11.09%	12.30%	-0.43%	1.56%	1.02%	-3.06%	-2.54%	-1.18%
603610.SH	麒盛科技	9.87%	9.62%	9.09%	14.79%	12.91%	9.08%	11.39%	13.26%	12.22%	15.00%	14.56%	14.18%	-1.21%	2.23%	1.16%	-4.52%	-0.99%	-2.20%
300993.SZ	玉马遮阳	3.41%	3.21%	3.18%	3.92%	4.40%	4.71%	9.04%	9.25%	9.02%	8.42%	8.20%	8.02%	-0.30%	2.78%	-0.60%	-4.49%	-1.73%	-2.21%
301193.SZ	家联科技	5.83%	4.67%	5.08%	4.97%	5.37%	5.17%	8.31%	8.83%	6.81%	7.91%	9.66%	9.58%	1.49%	1.77%	1.08%	-0.83%	0.16%	2.00%

资料来源：Wind，华安证券研究所

6.4展望：关注补库存周期，寻找高弹性标的

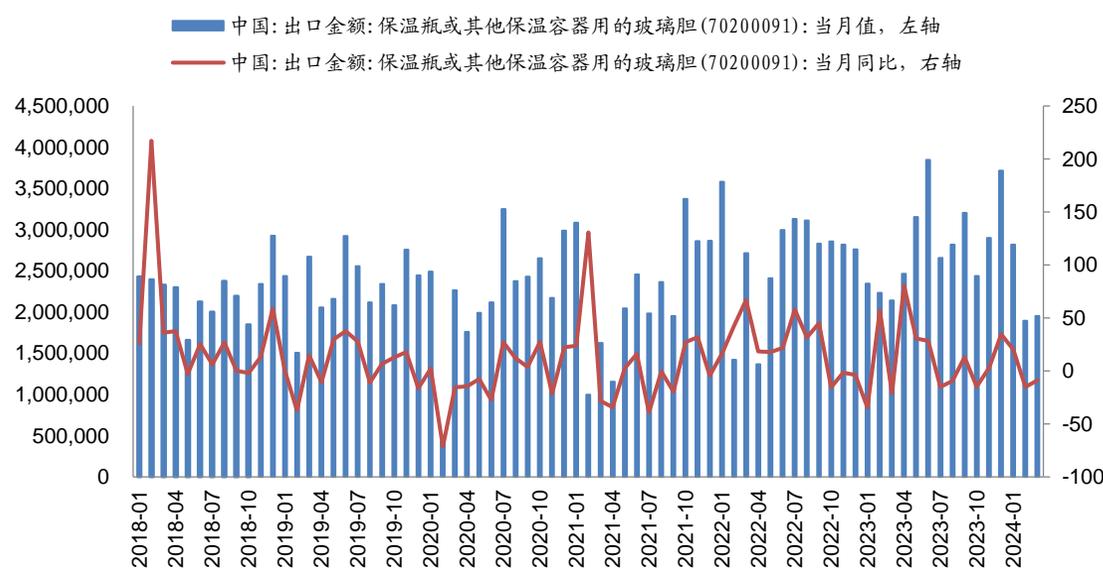
- 关注补库存周期，寻找高弹性标的。** 出口企业业绩的影响因素主要分为收入和利润两端，收入端主要与海外需求有关，美国GDP增速对库存同比增速通常呈现1-3个季度的领先性，2024年随着经济复苏，有望带动美国销售额增长，从而补库需求外溢至进口需求，带动中国出口。利润端主要与原材料成本、运输成本、汇率波动等相关，2024年汇率及原材料有望贡献正收益，海运费趋于稳定。我们建议寻找短期业绩拐点、长期需求向好，在补库存周期下收入弹性较大的标的，建议关注：大叶股份、泉峰控股、格力博、嘉益股份、恒林股份、永艺股份。

中国:出口割草机当月金额及同比 (美元, %)



资料来源: Wind, 海关总署, 华安证券研究所

中国:出口保温杯当月金额及同比 (美元, %)



资料来源: Wind, 海关总署, 华安证券研究所



感谢关注!

风险提示：行业竞争加剧的风险，宏观环境与房地产行业形势的风险，原材料价格波动的风险，应收账款、应收票据无法收回的风险，国际贸易政策风险，汇率波动加剧风险。



重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。