

2023 年 07 月 03 日

行业研究

评级：推荐(维持)

研究所

证券分析师：

林昕宇 S0350522110005

linxy01@ghzq.com.cn

联系人：

杨蕊菁 S0350122090030

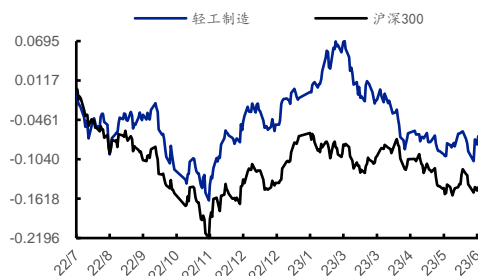
yangrj01@ghzq.com.cn

## 政策有望催化家居板块估值提升，CCER 重启

### 获重大进展

#### ——轻工制造行业双周报（2023.06.19-07.02）

最近一年走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
轻工制造	2.9%	-5.4%	-7.7%
沪深 300	0.1%	-4.9%	-14.3%

相关报告

《家居估值仍处底部，静待造纸需求提振——轻工制造行业双周报（2023.06.05-06.18）（推荐）》

——2023-06-19

《家居估值仍处底部，618 预售迎开门红——轻工制造行业双周报（2023.05.22-06.04）（推荐）》

——2023-06-06

《家居板块 Q2 业绩兑现度高，把握回调带来的配置窗口期——轻工制造行业双周报（2023.05.08-05.21）（推荐）》——2023-05-21

《——家居板块事件点评：家居板块基本面逐步修复，政策催化下估值有望提升（推荐）\*家居用品\*林昕宇》——2023-07-01

### 投资要点：

- **交易层面地产后周期阶段性底部确立，政策催化下家居估值有望提升。**2023 年 6 月 29 日，国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，会议指出采取针对性措施加以提振家居消费，有利于带动居民消费增长和经济恢复。头部及二线公司对应 2023 年的 PE 水平再次回落至 2018 年至今的低分位数。地产政策释放友好信号，我们认为从交易层面地产后周期阶段性底部确立，板块估值有望在政策刺激下底部回升。
- **消费端需求回暖，静待相关明细落地进一步刺激家居消费。**基本面方面，我们继续维持对家居板块全年逐季改善的判断，3-4 月前端接单订单转化支撑 2023Q2 业绩，预计 2023Q2 收入和利润端同比增速落在双位数以上，618 数据看头部品牌表现优秀，需求持续回暖。
- **宏观政策松动，提振市场信心。**6 月 15 日，央行开展 2370 亿元 MLF 操作和 20 亿元公开市场逆回购操作。其中，MLF 操作中标利率下降 10 个基点，由此前的 2.75% 下降至 2.65%。MLF 操作利率下降，充分释放出加强逆周期调节、全力支持实体经济政策信号。多部委释放促消费信号，6 月 15 日，商务部表示将围绕促进汽车、家居、品牌消费和餐饮业出台针对性的配套举措，持续办好消费活动，将 2023 年定为“消费提振年”；6 月 16 日，国家发改委也表示将抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策，持续改善消费环境，释放服务消费潜力。
- **CCER 即将重启，林业相关板块价值有望重估。**生态环境部在 6 月 29 日的新闻发布会上表示，力争今年年内尽早启动全国温室气体自愿减排交易市场，维护市场诚信、公平、透明。目前 CCER 重启准备工作进展顺利，市场启动所需的基础设施已基本搭建完成，全国统一的自愿减排注册登记系统和交易系统已完成初步验收，具备上线运行的基本条件。林业碳汇、可再生能源、甲烷减排、节能增效等自愿减排项目将会进入 CCER 市场，利好相关板块价值重估。
- **行业评级及投资建议：**当前家居板块整体估值处于低位，市场悲观情绪已出清，促进家居消费政策出台将催化板块估值恢复。从基本面

看，消费端需求持续回暖，看好行业后续表现，维持轻工行业“推荐”评级，建议配置主线为“地产后周期+产品结构优化+成本改善”。建议组合：欧派家居、顾家家居、志邦家居、喜临门、晨光股份、百亚股份、太阳纸业、箭牌家居。

- **风险提示：**原材料价格波动，地产销售修复不达预期，疫情扰动的不确定性风险，行业竞争加剧，重点关注公司业绩不及预期风险。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2023/06/30		EPS		PE			投资
代码	名称	股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	评级
603833.SH	欧派家居	95.80	4.41	5.18	6.07	27.56	18.49	15.78	买入
603899.SH	晨光股份	44.64	1.39	1.92	2.35	39.63	23.25	19.00	买入
002572.SZ	索菲亚	17.42	1.17	1.43	1.67	15.52	12.18	10.43	增持
603801.SH	志邦家居	33.02	1.76	2.00	2.32	15.31	16.51	14.23	增持
001322.SZ	箭牌家居	16.74	0.67	0.74	0.89	22.69	22.62	18.81	增持
001323.SZ	慕思股份	33.96	1.87	2.03	2.33	17.71	16.73	14.58	增持
603180.SH	金牌厨柜	33.52	1.80	2.63	3.15	15.93	12.75	10.64	增持
603816.SH	顾家家居	38.15	2.20	2.54	2.93	19.37	15.01	13.04	买入
603008.SH	喜临门	25.18	0.61	1.70	2.08	46.56	14.81	12.11	增持
01999.HK	敏华控股	5.23	0.49	0.58	0.68	13.25	9.02	7.69	增持
603551.SH	奥普家居	12.93	0.60	0.75	0.88	15.98	17.24	14.69	增持
603208.SH	江山欧派	36.42	-2.19	2.38	2.95	-	15.31	12.34	未评级
002301.SZ	齐心集团	7.19	0.17	0.35	0.45	39.47	20.36	16.10	未评级
003006.SZ	百亚股份	17.28	0.44	0.58	0.72	31.39	29.80	23.91	未评级
002078.SZ	太阳纸业	10.69	1.04	1.10	1.29	11.08	9.69	8.31	未评级
603733.SH	仙鹤股份	20.85	1.01	1.67	2.18	30.17	12.49	9.55	未评级
002831.SZ	裕同科技	24.39	1.61	1.82	2.19	20.52	13.38	11.14	未评级
002191.SZ	劲嘉股份	6.02	0.14	0.43	0.48	51.64	13.86	12.44	未评级
002701.SZ	奥瑞金	4.51	0.22	0.32	0.40	22.95	14.31	11.25	未评级
002511.SZ	中顺洁柔	11.15	0.27	0.49	0.60	50.89	22.99	18.48	未评级
301193.SZ	家联科技	17.53	1.49	1.18	1.45	22.22	14.80	12.11	未评级
301004.SZ	嘉益股份	38.80	2.72	3.15	3.78	10.95	12.31	10.25	未评级
301296.SZ	新巨丰	16.88	0.45	0.55	0.71	34.33	30.54	23.81	未评级
300888.SZ	稳健医疗	41.67	3.90	2.90	3.33	18.33	14.36	12.51	未评级
605099.SH	共创草坪	22.33	1.12	1.30	1.56	20.71	17.22	14.31	未评级
002790.SZ	瑞尔特	9.60	0.59	0.72	0.86	15.78	13.30	11.12	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

注：未评级公司预测数据取自 2023 年 06 月 30 日 Wind 一致预期，港股货币单位为港元，6 月 30 日港元与人民币的汇率为 1 港元=0.9218 人民币。

## 内容目录

1、 核心观点 .....	7
2、 本期核心要点回顾 .....	7
2.1、 本期建议组合复盘及下期建议组合 .....	7
2.2、 耐用消费品领域国常会刺激政策复盘 .....	9
2.3、 618 销售落幕，头部品牌表现亮眼 .....	14
2.4、 行业及公司变化：政策催化信心恢复，家具销售同比转正 .....	18
2.4.1、 家具行业：家具销售额同比仍增长，建材家居景气度出现分化 .....	18
2.4.2、 造纸高频数据变化 .....	21
2.4.3、 彩票行业：销售数据持续向好，体育彩票占比提升 .....	22
2.5、 出口产业链：估值相对低位，细分龙头有望率先修复 .....	25
2.6、 轻工转债跟踪 .....	27
3、 地产基本面现改善，家具板块估值修复持续 .....	28
3.1、 新房销售回暖，政策催化地产后周期估值修复 .....	28
3.2、 静待家具行业基本面边际改善 .....	30
4、 造纸包装静待需求端修复，成本优化有望带动盈利回升 .....	31
4.1、 传统造纸需求端压力仍存，浆价高位震荡 .....	31
4.2、 包装需求仍在改善，成本改善有望带动盈利回升 .....	32
5、 消费类轻工线下消费场景出现恢复 .....	33
6、 下期建议关注个股及逻辑 .....	34
7、 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1: 建议关注标的股价累计涨跌幅 (2023.06.19-06.30)	8
图 2: 汽车板块单季度营收	10
图 3: 汽车板块单季度净利润	10
图 4: 上汽集团单季度营收	10
图 5: 上汽集团单季度归母净利润	10
图 6: 广汽集团单季度营收	10
图 7: 广汽集团单季度归母净利润	10
图 8: 长城汽车单季度营收	11
图 9: 长城汽车单季度归母净利润	11
图 10: 汽车板块估值历史变化	11
图 11: 家电板块单季度营业收入 (亿元)	12
图 12: 家电板块单季度归母净利润 (亿元)	12
图 13: 格力电器单季度营收 (亿元)	12
图 14: 美的集团单季度营收 (亿元)	12
图 15: 海尔智家单季度营收 (亿元)	13
图 16: 老板电器单季度归母净利润 (亿元)	13
图 17: 格力电器单季度归母净利润 (亿元)	13
图 18: 美的集团单季度归母净利润 (亿元)	13
图 19: 海尔智家单季度归母净利润 (亿元)	13
图 20: 老板电器单季度归母净利润 (亿元)	13
图 21: 家电板块股价估值复盘	14
图 22: 住宅家具行业销售额 TOP 品牌	15
图 23: 床垫销售额 Top5 细分品类	15
图 24: 沙发销售额 Top5 细分品类	15
图 25: 家装建材行业销售额 TOP 品牌	16
图 26: 卫浴家装、智能家居和电工电料销售额 Top5 细分品类	16
图 27: 家庭清洁行业销售额 TOP 品牌	17
图 28: 纸类用品销售额 Top5 细分品类	17
图 29: 口腔护理销售额 Top5 细分品类	17
图 30: 婴幼儿行业销售额 TOP 品牌	18
图 31: 文具行业代表品牌销售额	18
图 32: 书写工具销售额 Top5 细分品类	18
图 33: 5 月家具类零售额当月值同比持续增长	19
图 34: 5 月建筑及装潢材料类当月值同比降幅走阔	19
图 35: 5 月建材家居卖场销售额当月同比增幅走弱	19
图 36: 5 月全国建材家居景气度走势出现分化	19
图 37: 4 月体育彩票销售额当月同比提升为 81.8%	22
图 38: 4 月福利彩票销售额当月同比提升为 30.31%	22
图 39: 1-4 月体育彩票销售额累计同比提升为 74.38%	22
图 40: 1-4 月福利彩票销售额累计同比提升为 13.88%	22
图 41: 体育彩票销售占比持续提升	23
图 42: 4 月体育彩票分类型销售结构	23
图 43: 4 月竞猜型体育彩票销售额当月同比提升为 117.62%	23
图 44: 4 月网点即开型体育彩票销售额当月同比持续提升	24

图 45: 4 月乐透型体育彩票销售额当月同比小幅提升 .....	24
图 46: 4 月福利彩票分类型销售结构 .....	24
图 47: 4 月基诺型福利彩票销售额当月同比基本持平 .....	24
图 48: 4 月网点即开型福利彩票销售额当月同比持续提升 .....	24
图 49: 4 月乐透型福利彩票销售额当月同比有所提升 .....	24
图 50: 1-5 月我国出口金额累计同比有所回调 .....	25
图 51: 1-5 月家具及其零件出口金额累计同比有所回调 .....	25
图 52: 5 月带软垫的木框架坐具出口金额环比下降 .....	25
图 53: 5 月弹簧床垫出口金额单月增速环比上升 .....	25
图 54: 5 月带软垫金属框架坐具出口金额环比下降 .....	26
图 55: 5 月塑料制餐具出口金额当月同比下降明显 .....	26
图 56: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 呈现持续回落趋势 .....	26
图 57: 1-5 月新房销售及竣工面积累计同比略有上升 .....	28
图 58: 1-5 月住宅新开工面积累计同比下降 .....	28
图 59: 5 月 30 大中城市及各层级城市的商品房成交套数当月同比上升 .....	28
图 60: 家居板块股价走势 .....	29
图 61: 家居板块估值处于历史低位 .....	29
图 62: 欧派家居估值历史变化 .....	29
图 63: 1-5 月家具制造营业收入同比下降 11% .....	30
图 64: 1-5 月家具制造利润总额同比下降 7% .....	30
图 65: 欧派衣柜与喜临门发布 Omax 健康+睡眠系统 .....	30
图 66: 原材料 TDI 现货价 4 月以来整体回落 (元/吨) .....	31
图 67: 5 月家具制造业 PPI 环比有所下降 .....	31
图 68: 1-5 月造纸及纸制品月营收增速降幅扩大 .....	31
图 69: 5 月造纸 PPI 环比小幅下降 .....	31
图 70: 5 月机制纸及纸板产量同比提升 3.2% .....	32
图 71: 1-5 月固定资产投资完成额累计同比降幅收窄 .....	32
图 72: 2022Q2 镀锡板卷吨价下降后目前已企稳 .....	32
图 73: 2022Q2 以来铝价自年初相对高点持续回落 .....	32
图 74: 5 月啤酒产量单月同比明显下滑 .....	32
图 75: 5 月软饮料产量单月同比小幅回落 .....	32
图 76: 5 月智能手机产量单月同比降幅收窄 .....	33
图 77: 2023Q1 PC 电脑全球出货量同比仍在下滑 .....	33
图 78: 1-5 月文化办公用品类累计同比增速环比提升 .....	33
图 79: 1-5 月日用品类累计同比持续提升 .....	33
图 80: 1-5 月体育娱乐用品类累计同比提升 .....	33
图 81: 1-5 月书报杂志类累计同比回升 .....	33
表 1: 本期建议关注组合主要逻辑与核心催化 .....	8
表 2: 历年国常会针对汽车消费的刺激政策 .....	9
表 3: 家电下乡政策及历年国常会涉及家电消费的刺激政策 .....	12
表 4: 部分城市放开限购政策, 需求端纾困推进 .....	19
表 5: 家居公司陆续于开门红及 315 期间推出新套餐拉动获客 .....	20
表 6: 家具行业多家公司估值水平逐步向合理区间修复 .....	21
表 7: 各造纸原材料与纸种近两周行情概要 (截至 2023.07.02) .....	21
表 8: 出口产业链估值在历史分位数相对低位, 多家公司估值处于 2018 年以来底部区间 .....	26

表 9: 轻工转债相关标的跟踪（截至 2023 年 06 月 30 日） .....	27
--	----



## 1、核心观点

**交易层面地产后周期阶段性底部确立，政策催化下家居估值有望提升。**2023年6月29日，国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，会议指出采取针对性措施加以提振家居消费，有利于带动居民消费增长和经济恢复。头部及二线公司对应2023年的PE水平再次回落至2018年至今的低分位数。地产政策释放友好信号，我们认为从交易层面地产后周期阶段性底部确立，板块估值有望在政策刺激下底部回升。

**消费端需求回暖，静待相关明细落地进一步刺激家居消费。**基本面方面，我们继续维持对家居板块全年逐季改善的判断，3-4月前端接单订单转化支撑2023Q2业绩，预计2023Q2收入和利润端同比增速落在双位数以上，618数据看头部品牌表现优秀，需求持续回暖。

**宏观政策松动，提振市场信心。**6月15日，央行开展2370亿元MLF操作和20亿元公开市场逆回购操作。其中，MLF操作中标利率下降10个基点，由此前的2.75%下降至2.65%。MLF操作利率下降，充分释放出加强逆周期调节、全力支持实体经济的政策信号。多部委释放促消费信号，6月15日，商务部表示将围绕促进汽车、家居、品牌消费和餐饮业出台针对性的配套举措，持续办好消费活动，将2023年定为“消费提振年”；6月16日，国家发改委也表示将抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策，持续改善消费环境，释放服务消费潜力。

**CCER即将重启，林业相关板块价值有望重估。**生态环境部在6月29日的新闻发布会上表示，力争今年年内尽早启动全国温室气体自愿减排交易市场，维护市场诚信、公平、透明。目前CCER重启准备工作进展顺利，市场启动所需的基础设施已基本搭建完成，全国统一的自愿减排注册登记系统和交易系统已完成初步验收，具备上线运行的基本条件。林业碳汇、可再生能源、甲烷减排、节能增效等自愿减排项目将会进入CCER市场，利好相关板块价值重估。

**行业评级及投资建议：**当前家居板块整体估值处于低位，市场悲观情绪已出清，促进家居消费政策出台将催化板块估值恢复。从基本面看，消费端需求持续回暖，看好行业后续表现，维持轻工行业“推荐”评级，建议配置主线为“地产后周期+产品结构优化+成本改善”。建议组合：欧派家居、顾家家居、志邦家居、喜临门、晨光股份、百亚股份、太阳纸业、箭牌家居。

**风险提示：**原材料价格波动，地产销售修复不达预期，疫情扰动的不确定性风险，行业竞争加剧，重点关注公司业绩不及预期风险。

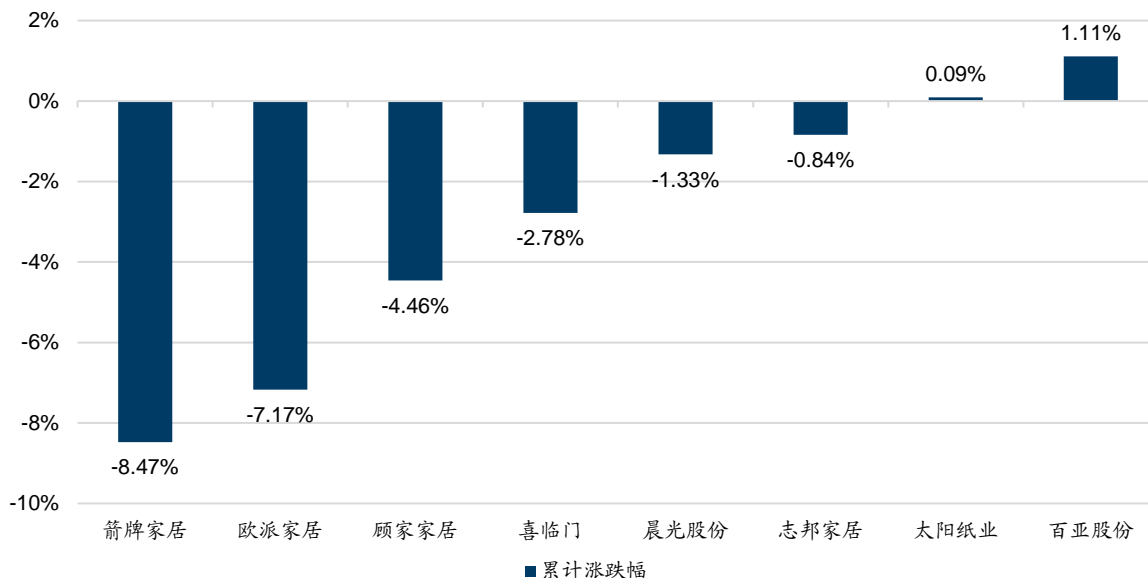
## 2、本期核心要点回顾

### 2.1、本期建议组合复盘及下期建议组合

本期(2023.06.19-06.30)建议组合相对SW轻工制造超额收益为-2.19%。我们

在本期建议以“地产后周期+产品结构优化+成本改善”作为配置主线，建议组合标的为欧派家居、顾家家居、志邦家居、喜临门、晨光股份、百亚股份、太阳纸业、箭牌家居，其中累计收益率变化如图 1 所示，平均收益率为-2.98%，SW 轻工制造收益率为-0.79%，建议关注标的组合超额收益为-2.19%。

图 1：建议关注标的股价累计涨跌幅（2023.06.19-06.30）



资料来源：Wind，国海证券研究所

复盘本期建议关注组合的变化，我们认为主要逻辑与催化为：①家具组合受地产政策催化进一步实现估值修复，并逐渐趋于相对合理的估值区间；②疫情防控措施在部分城市实施调整，促进消费端需求改善预期；③预期原材料价格下行带来成本改善。

表 1：本期建议关注组合主要逻辑与核心催化

代码	公司简称	主要逻辑	核心催化
603833.SH	欧派家居	1) 供给端政策释放效应将逐步显现，竣工数据回暖；2) 线下消费场景修复得到验证，Q1 新房销售及二手房销售同增；3) 基本面稳健，估值水平具备修复空间。	供需端边际改善
603816.SH	顾家家居		
603801.SH	志邦家居		
603008.SH	喜临门		
001322.SZ	箭牌家居		
603899.SH	晨光股份	1) 积极进行已有品类价格带提升、新拓高利润率品类；2) 校园周边、核心商圈等线下客流恢复，带动传统主业及零售大店业务持续回暖	产品结构优化+线下消费回暖
003006.SZ	百亚股份	1) 积极推动产品结构优化升级，敏感肌、安睡裤销售占比和市场反馈优，优化盈利表现；2) 核心五省线下渠道密集、市占率领先，深度受益线下消费回暖；3) 电商业务打破空间限制提升新进省份市场份额；	
002078.SZ	太阳纸业	1) 外购木浆占比较高，浆厂产能释放推动用降成本下行；2) 春节后需求改善，公司文化纸全线提价，下游需求修复	成本改善需求修复

资料来源：国海证券研究所



展望下期，我们建议配置主线为“地产后周期+产品结构优化+成本改善”。建议组合：欧派家居、顾家家居、志邦家居、喜临门、晨光股份、百亚股份、太阳纸业、箭牌家居。主要考虑如下：

**第一，近期家居板块股价回调带来配置窗口期。**家居板块核心投资逻辑基于地产销售及竣工端数据修复以及疫情后线下客流及生产、物流恢复。开门红及 315 线下客流及接单情况符合预期，基本面温和修复。目前家居板块仍在回调，为市场提供新的买入机会，我们认为后续板块表现将进一步向低估值和 C 端为主的标的方向扩散传导，家具建议继续积极配置细分龙头及配置短期数据反馈相对稳健标的。

**第二，部分公司产品结构优化升级催化业绩表现。**晨光股份引入儿童背包、美术等高毛利品类并提升书写、纸品等单价，百亚股份持续推广安睡裤、敏感肌等中高端产品，提升毛利表现。此外叠加线下消费场景改善，晨光股份线下终端及零售大店、百亚股份 KA、CVS 渠道客流增长，进一步催化业绩。

**第三，造纸及包装企业成本端存在改善预期。**随着海外大型浆厂投产期临近，Suzano、Arauco 等海外纸浆巨头相继下调浆价，我们预计海外浆厂新增产能落地后浆价有望持续下行，造纸及下游企业成本改善空间充足。

## 2.2、耐用消费品领域国常会刺激政策复盘

**2020 年以来国常会频繁出台汽车消费刺激政策。**2020 年支持开展新一轮汽车下乡活动，优化汽车限购措施，对居民“以旧换新”给予补贴。2022 年以来重点关注新能源汽车领域，强调支持新能源汽车消费，多次延续优化新能源汽车购置税减免政策，持续对新能源汽车充电基础设施建设提供指引。

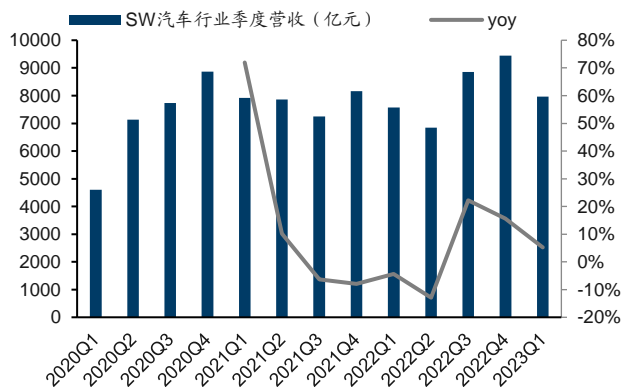
表 2：历年国常会针对汽车消费的刺激政策

日期	政策表述
2020 年 3 月 31 日	开展新一轮汽车下乡和以旧换新，对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车，给予补贴
2020 年 11 月 18 日	稳定和扩大汽车消费，鼓励各地调整优化限购措施，增加号牌指标投放；开展新一轮汽车下乡和以旧换新
2022 年 4 月 13 日	扩大重点领域消费中，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加汽车增量指标；支持新能源汽车消费和充电桩建设
2022 年 5 月 23 日	推出 6 方面 33 项具体措施稳住经济基本盘，其中包括阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元等
2022 年 6 月 22 日	进一步释放汽车消费潜力，一是要活跃二手车市场，促进汽车更新消费；二是支持新能源汽车消费；三是完善汽车平行进口政策
2022 年 8 月 18 日	决定延续实施新能源汽车免征车购税至 2023 年底，预计新增免税 1000 亿元
2023 年 1 月 28 日	推动经济稳步回升，提早谋划春耕备耕，促进汽车等大宗消费政策全面落地
2023 年 6 月 2 日	研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施，延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系
2023 年 6 月 21 日	延续优化新能源汽车购置税减免政策，激发新能源汽车消费活力

资料来源：中央人民政府官网，国海证券研究所

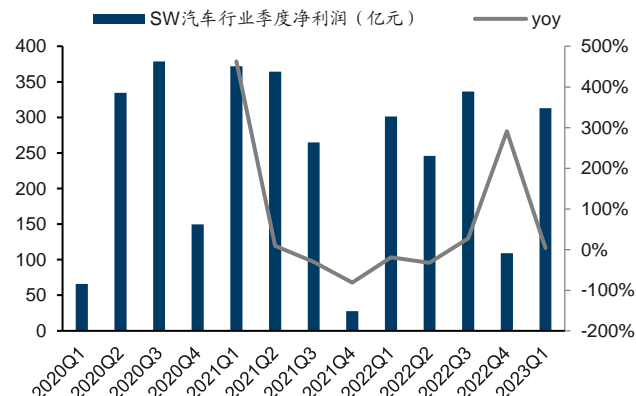
行业基本面受到国常会政策支持。2020 年第一季度疫情影响较大，行业基本面大幅下滑，3 月 31 日汽车下乡和以旧换新利好政策出台，二季度、三季度基本面逐渐修复，同年 11 月 18 日利好政策出台，第四季度营收大幅提升。2022 年 4、5、6、8 月出台多项减税、鼓励新能源汽车等利好政策，三、四季度营业收入应声反弹。行业中龙头公司和行业整体趋势保持相似。

图 2：汽车板块单季度营收



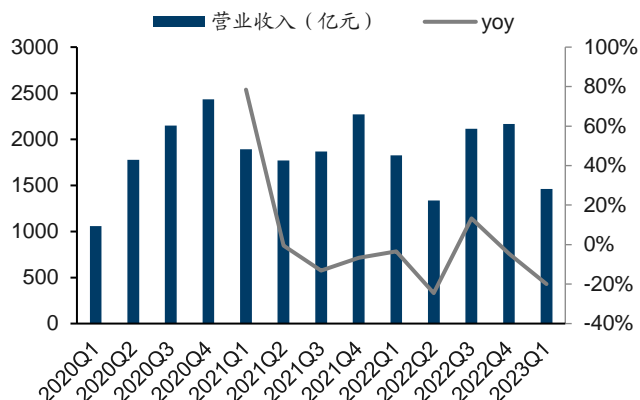
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：汽车板块单季度净利润



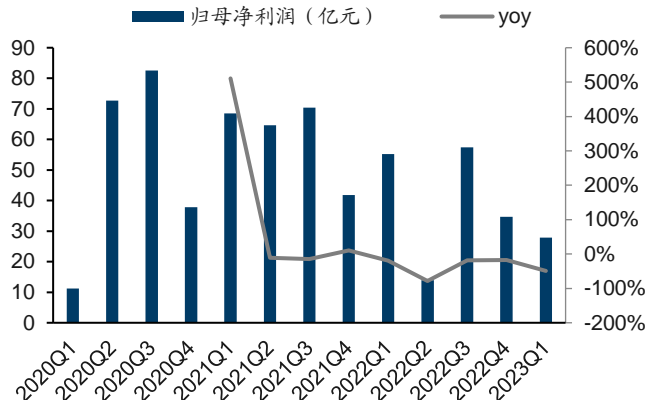
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：上汽集团单季度营收



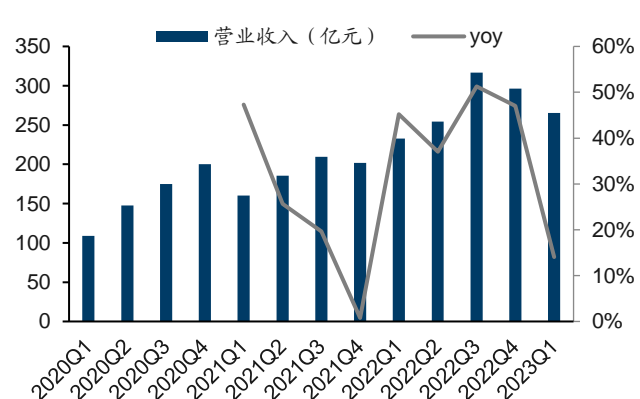
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：上汽集团单季度归母净利润



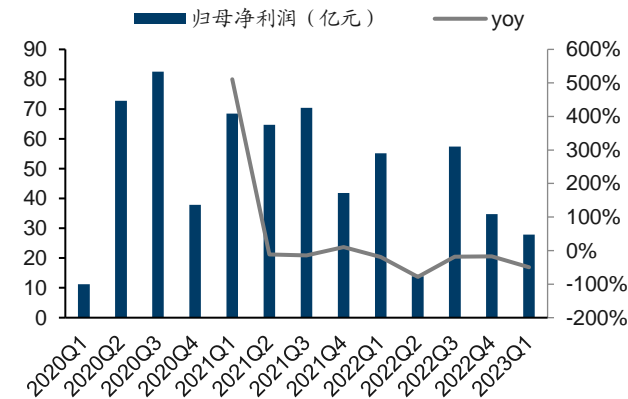
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：广汽集团单季度营收



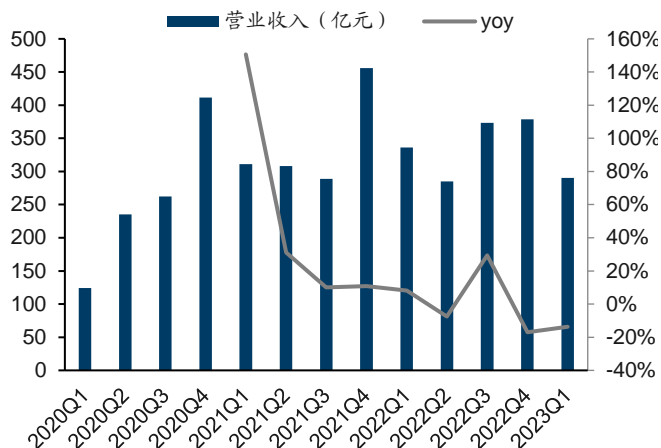
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：广汽集团单季度归母净利润



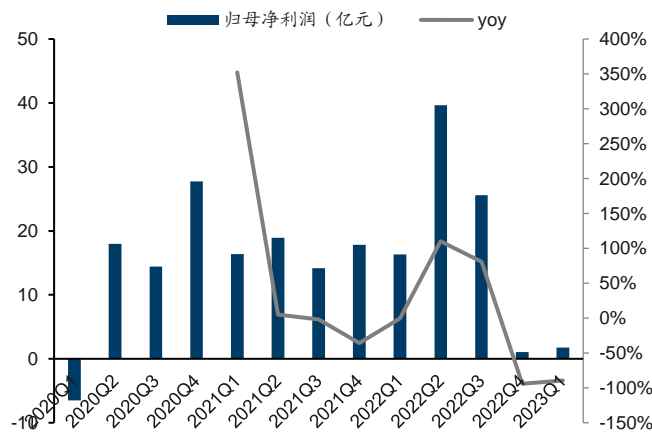
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：长城汽车单季度营收



资料来源：Wind，国海证券研究所

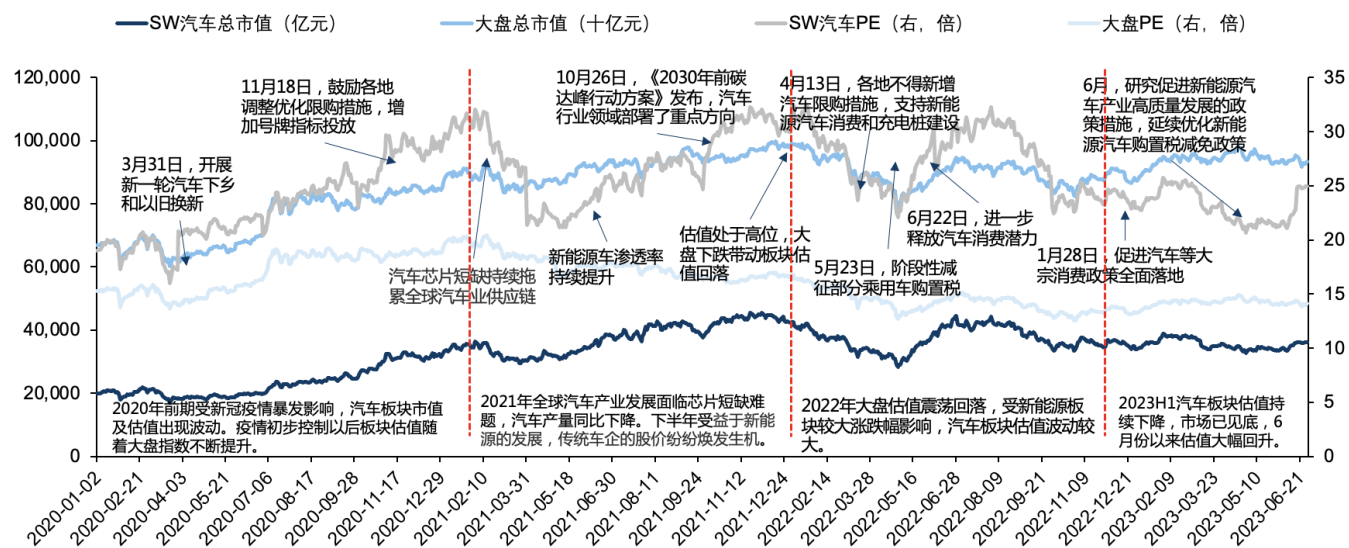
图 9：长城汽车单季度归母净利润



资料来源：Wind，国海证券研究所

利好政策出台释放市场修复信号。每轮国常会刺激汽车消费政策出台，汽车板块都会迎来估值提升，政策出台时机选择估值相对低位，具有兜底作用，提振市场信心。

图 10：汽车板块估值历史变化



资料来源：Wind，中央人民政府官网，国海证券研究所

国常会 2020 年以来涉及家电消费刺激政策多围绕绿色智能家电下乡和以旧换新。近年来，国常会涉及家电消费刺激的政策主要集中在 2020 年和 2022 年，其背景主要是疫情反复和宏观经济下行等因素的影响，居民消费意愿较弱，终端消费需求持续低迷。2008-2013 年三大家电补贴政策推出已有十余年，彼时政策鼓励之下购买的家电已进入更换周期，再结合双碳政策背景，目前刺激家电消费的政策多围绕鼓励开展绿色智能家电下乡和以旧换新，以刺激家电消费。

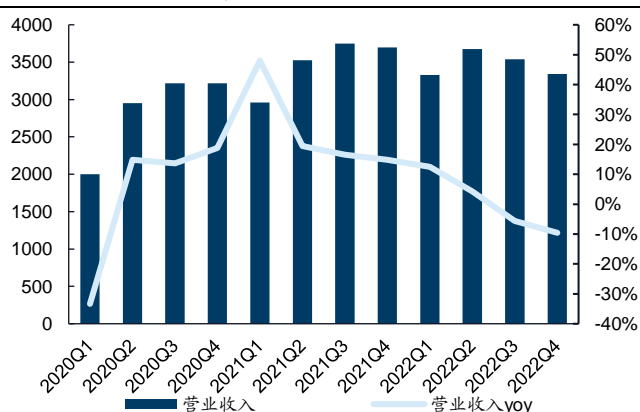
表 3: 家电下乡政策及历年国常会涉及家电消费的刺激政策

时间	政策	内容
2008 年 11 月	关于全国推广家电下乡工作的通知（财政部、商务部、工信部）	对农民购买纳入补贴范围的家电产品给予 13% 的财政补贴
2020/11/18	部署提振重点消费，含汽车家电餐饮旅游，释放农村潜力	家电家具消费方面，国常会提出要鼓励有条件的地区对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴。
2022/4/13	部署促进消费的政策举措	鼓励汽车、家电等大宗消费。
2022/7/13	在全国开展家电以旧换新和家电下乡，鼓励有条件地方予以资金和政策支持	加快释放绿色智能家电消费潜力。在全国开展家电以旧换新和家电下乡，鼓励有条件地方予以资金和政策支持。实施中要维护全国统一开放大市场，保障公平竞争。支持发展废旧家电回收利用，提升信息网络、电力等基础设施对家电消费的支撑能力。
2022/7/29	部署进一步扩需求举措 推动有效投资和增加消费等	鼓励地方对绿色智能家电、绿色建材等予以适度补贴或贷款贴息。加快线上线下消费融合，积极发展数字消费。

资料来源：中央人民政府官网，国海证券研究所

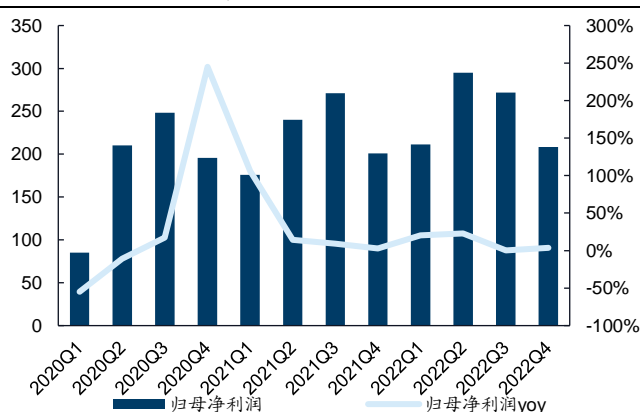
家电行业基本面修复受到国常会政策影响较弱。2020 年第一季度受到疫情不利影响，但此后各企业应对积极叠加外销需求高增，2020 年表现稳中向好，体现韧性。2021Q2 至 2022Q4 家电板块业绩增速较为平稳。

图 11: 家电板块单季度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

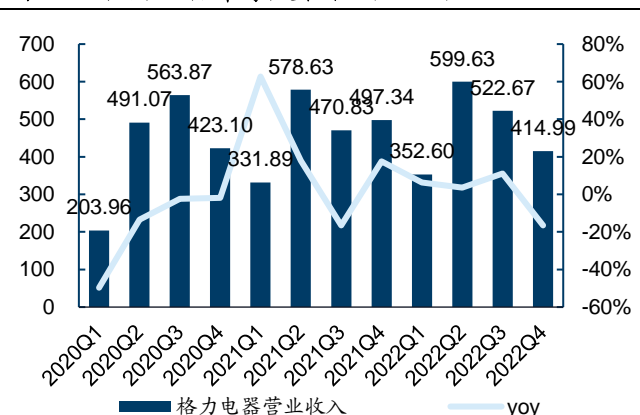
图 12: 家电板块单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

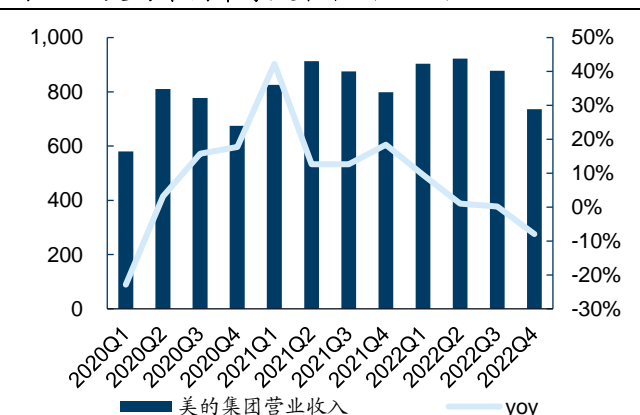
行业中龙头公司和行业整体趋势大致相似。

图 13: 格力电器单季度营收（亿元）



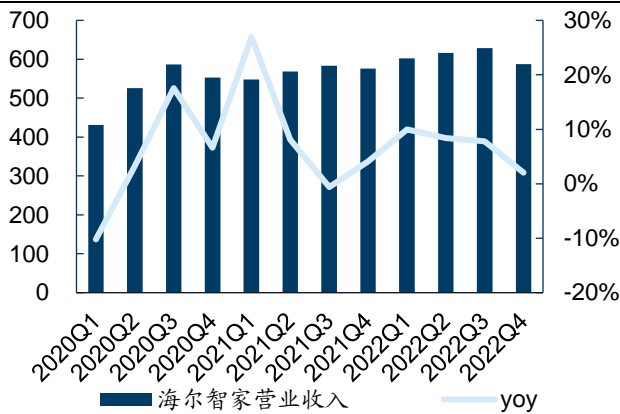
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 14: 美的集团单季度营收（亿元）



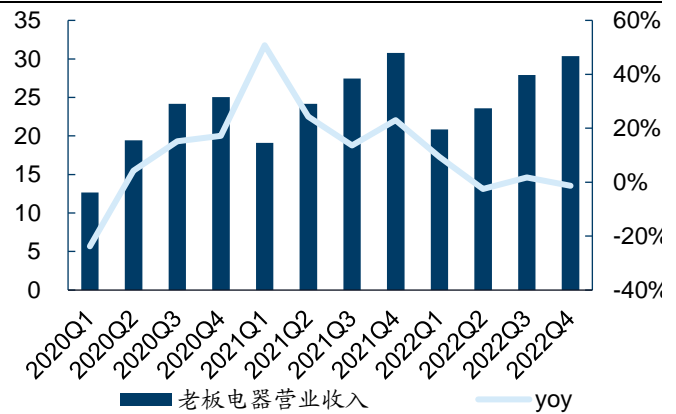
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 15: 海尔智家单季度营收 (亿元)



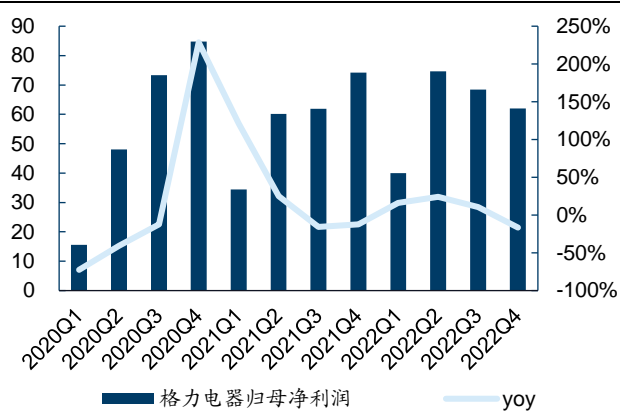
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 老板电器单季度归母净利润 (亿元)



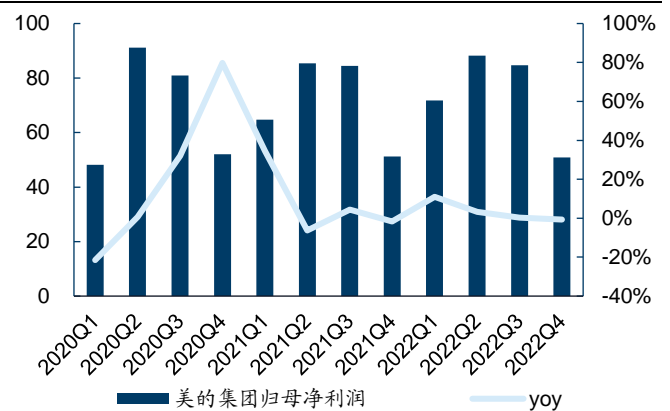
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 格力电器单季度归母净利润 (亿元)



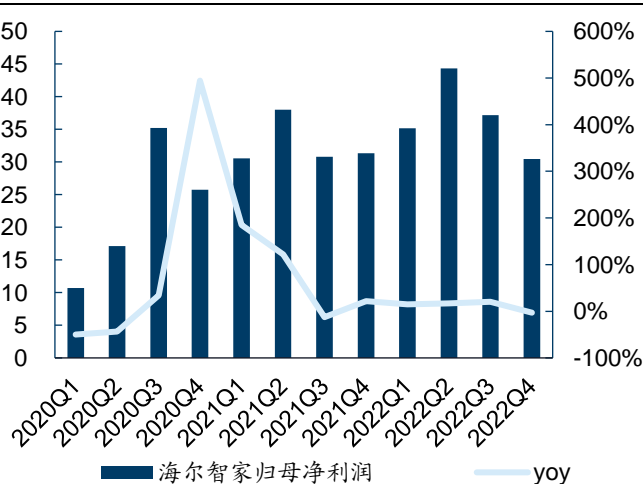
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 美的集团单季度归母净利润 (亿元)



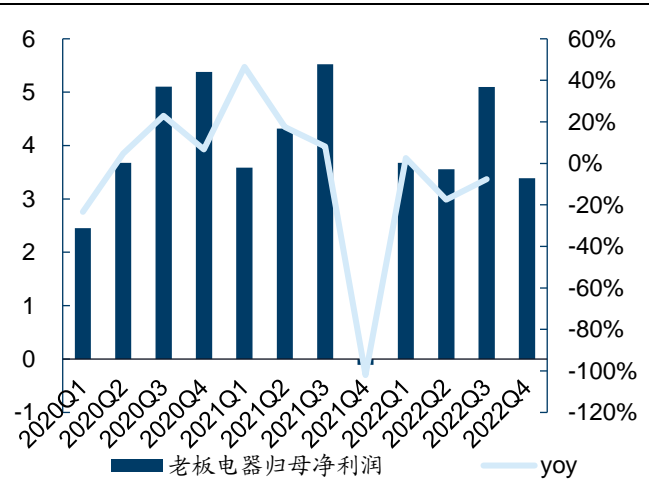
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 海尔智家单季度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 老板电器单季度归母净利润 (亿元)

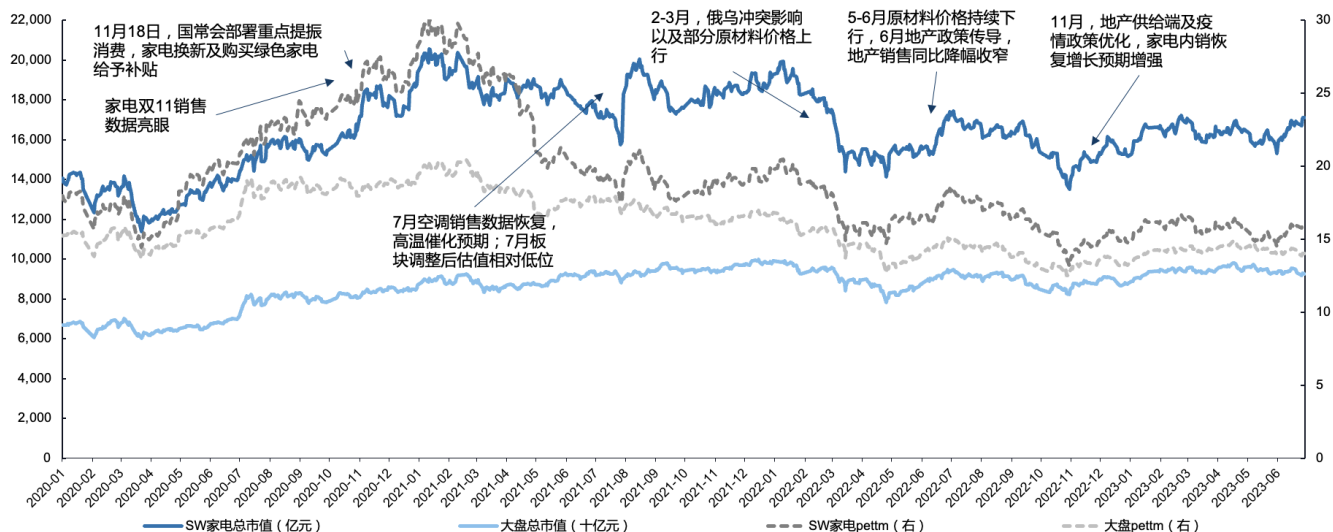


资料来源: Wind, 国海证券研究所



家电板块表现受国常会政策刺激较汽车行业弱。复盘 2020 年至今 SW 家居板块股价与估值变化可以发现：1) SW 家电板块估股价与估值在多数时间跟随 A 股大盘；2) 2020 年 11 月，家电双 11 销售火爆叠加国常会政策刺激，表现优于大盘；此外优于大盘行情主要受自身销售、地产预期以及原材料价格影响。

图 21：家电板块股价估值复盘



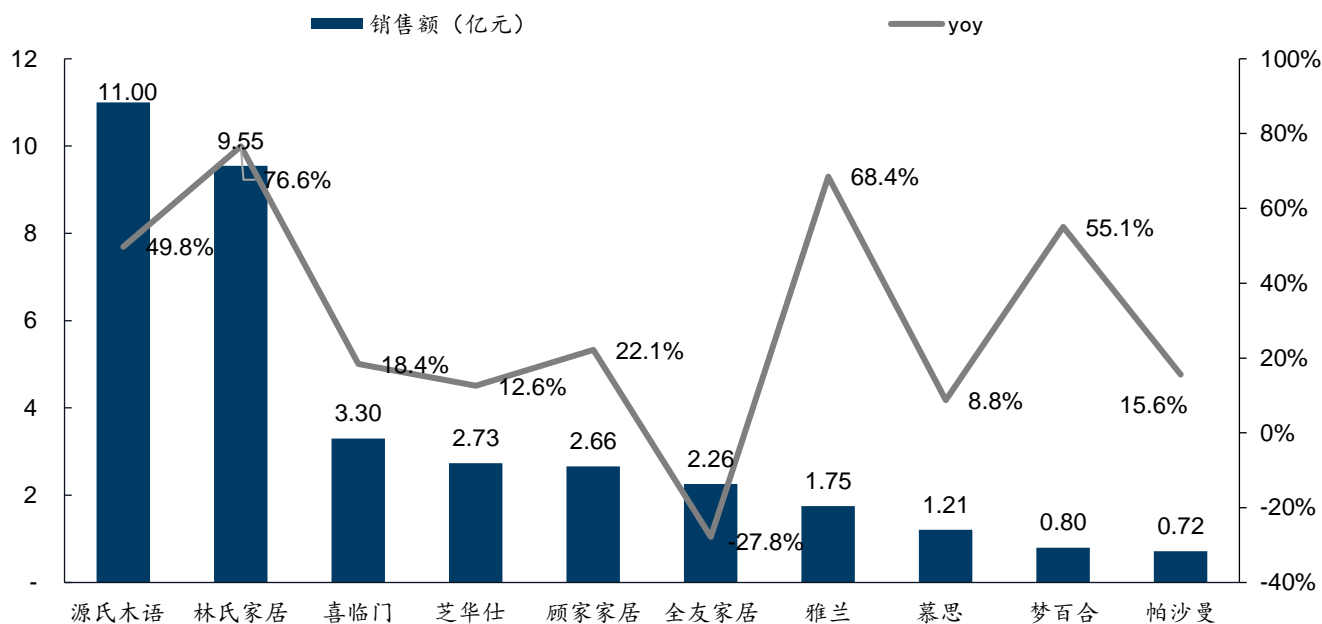
资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2.3、618 销售落幕，头部品牌表现亮眼

住宅家居销售额双位数增长，床垫品类表现更优。2023 年 618 住宅家具行业销售额前三品牌分别为源氏木语（11 亿元/同比+50%），林氏家居（9.55 亿元/同比+77%）和喜临门（3.30 亿元/同比+18%），芝华仕（2.73 亿元/同比+13%）与顾家家居（2.66 亿元/同比+22%）分列第 4 及第 5 名。分品类看：1) 床垫品类中，销售额前三的细分品类为乳胶床垫（5.64 亿元/同比+13%）/弹簧床垫（3.39 亿元/同比+9%）/普通床垫（1.73 亿元/同比+19%），此外智能床垫销售额同比增长 523%至 3355 万元，为同比增速最快的床垫品类，单价同比下滑（-52%），主要是由销售量（+1197%）带来增长。2) 沙发品类中，销售额前三的细分品类为皮艺沙发（6.64 亿元/同比-1%）/布艺沙发（6.51 亿元/同比-22%）/实木沙发（2.35 亿元/同比-16%）。整体而言，大多数沙发品类销售额同比有所下降。

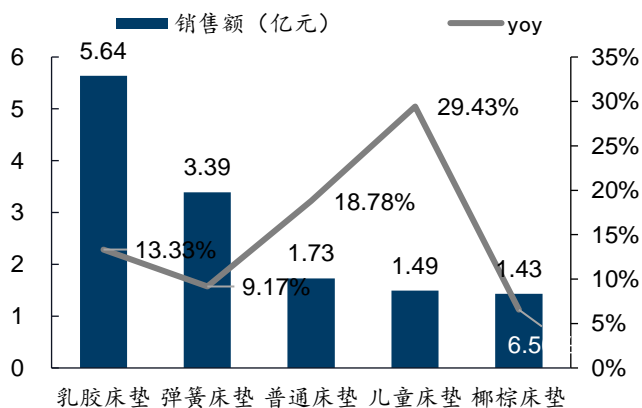


图 22: 住宅家具行业销售额 TOP 品牌



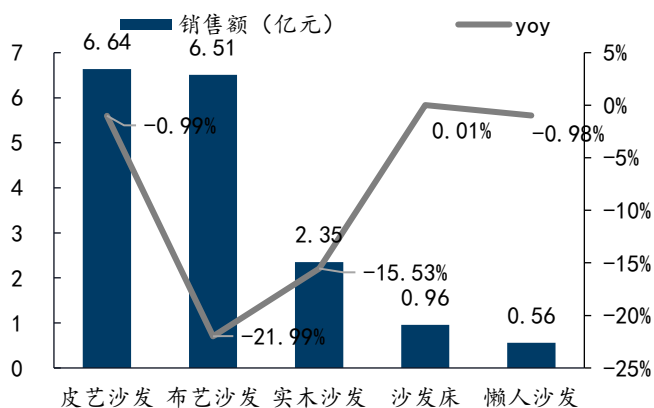
资料来源: 久谦咨询, 国海证券研究所

图 23: 床垫销售额 Top5 细分品类



资料来源: Wind, 国海证券研究所

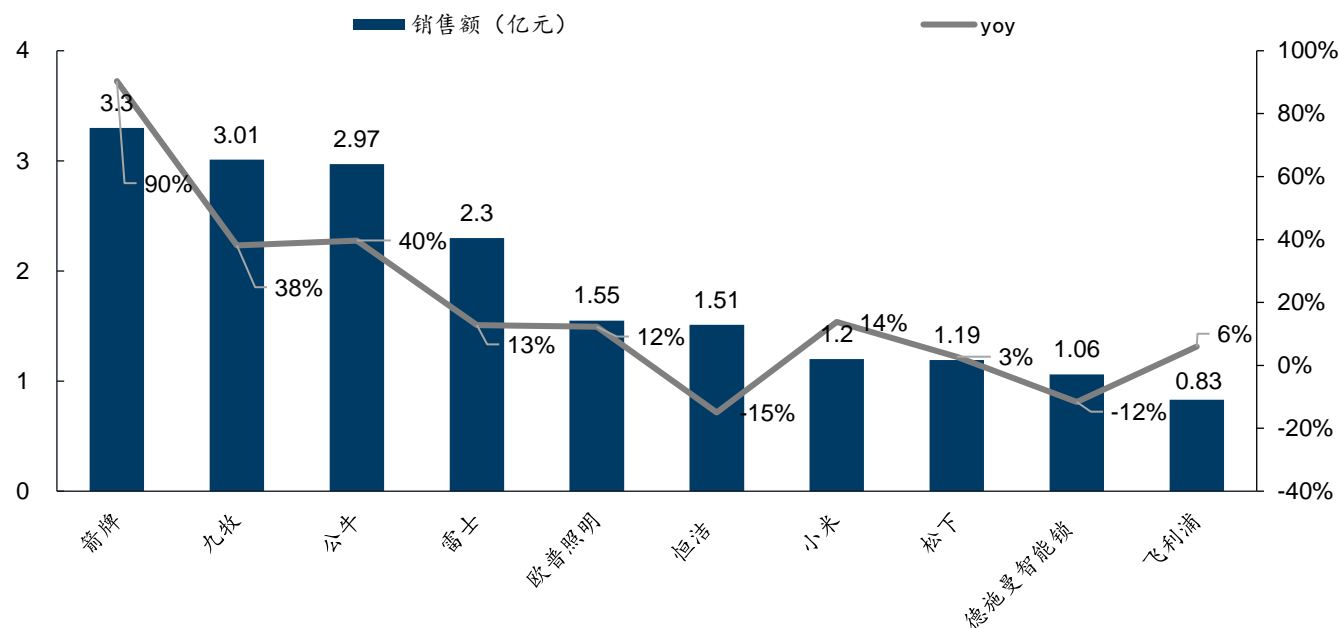
图 24: 沙发销售额 Top5 细分品类



资料来源: Wind, 国海证券研究所

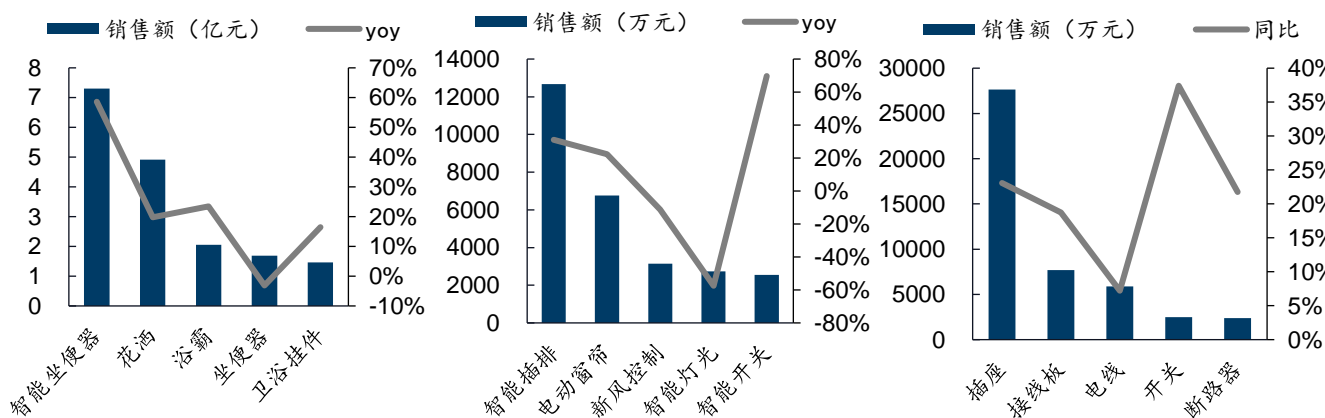
家装建材行业销售额前三品牌分别为箭牌（3.30 亿元/同比+90%），九牧（3.01 亿元/同比+38%）和公牛（2.97 亿元/同比+40%）。其中：1）卫浴家装品类，销售额前三的细分品类为智能座便器（7.30 亿元/同比+59%）/普通花洒（4.92 亿元/同比+20%）和浴霸（2.05 亿元/同比+23%），此外，智能花洒单价与销售量同比均有提升，实现销售额 194 万元，同比+81%；2）智能家居品类，销售额前三的细分品类为智能插排（1.27 亿元/同比+31%）/电动窗帘（6752 万元/同比+22%）和新风控制（3138 万元/同比-11%）；3）电工电料品类，销售额前三的细分品类为插座（2.76 亿元/同比+23%）/接线板（7679 万元/同比+19%）和电线（5897 万元/同比+7%）。

图 25: 家装建材行业销售额 TOP 品牌



资料来源: 久谦咨询, 国海证券研究所

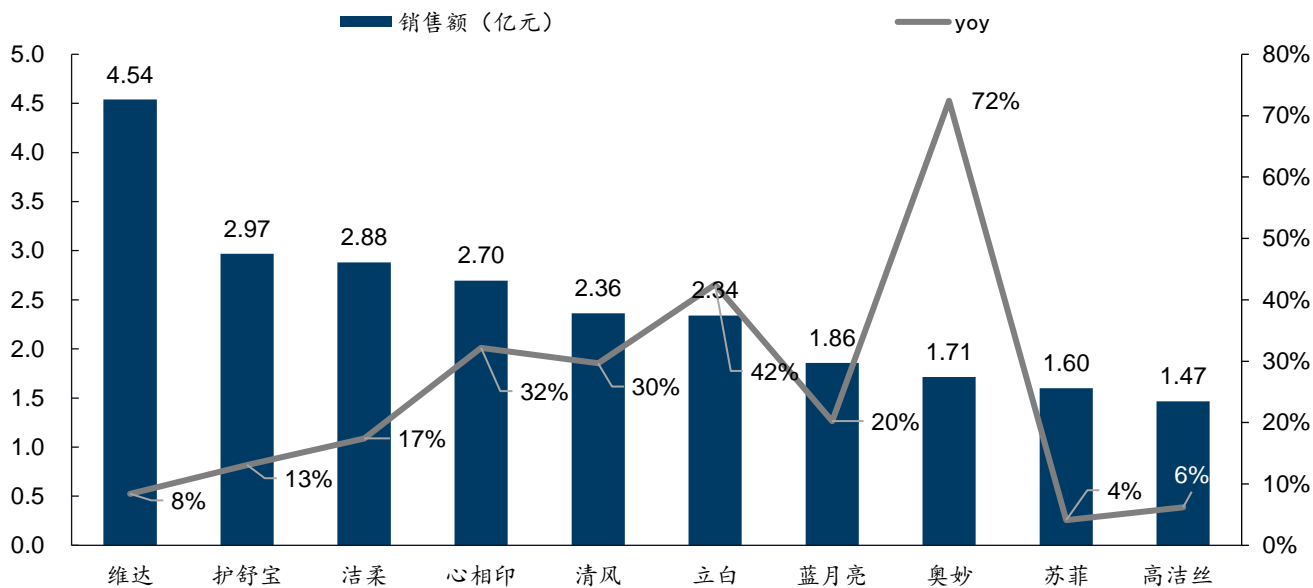
图 26: 卫浴家装、智能家居和电工电料销售额 Top5 细分品类



资料来源: 久谦咨询, 国海证券研究所

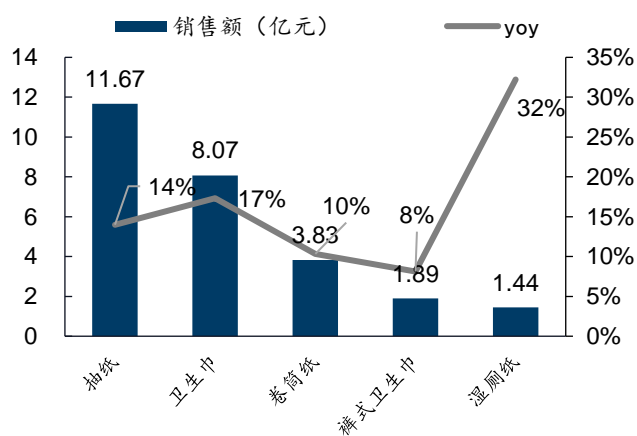
家庭清洁行业销售额前三品牌分别为维达（4.54 亿元/同比+8%），护舒宝（2.97 亿元/同比+13%）和洁柔（2.88 亿元/同比+17%）。分品类看：1）纸类用品销售额前三的细分品类分别为抽纸（11.67 亿元/同比+14%），卫生纸（8.07 亿元/同比+17%）和卷筒纸（3.83 亿元/同比+10%），值得关注的湿巾销售额同比增长 143% 至 4864 万元。2）口腔护理品类，销售额前三的细分品类均为电动品类相关，分别为电动牙刷（4.83 亿元/同比+3%），牙刷头（3.18 亿元/同比-7%）和水牙线（1.34 亿元/同比+8%）。

图 27：家庭清洁行业销售额 TOP 品牌



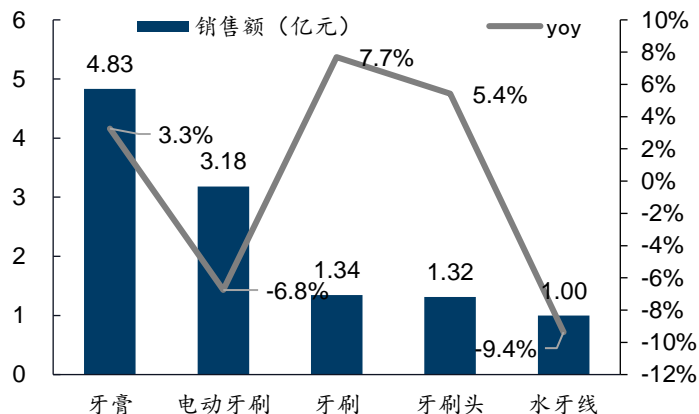
资料来源：久谦咨询，国海证券研究所

图 28：纸类用品销售额 Top5 细分品类



资料来源：久谦咨询，国海证券研究所

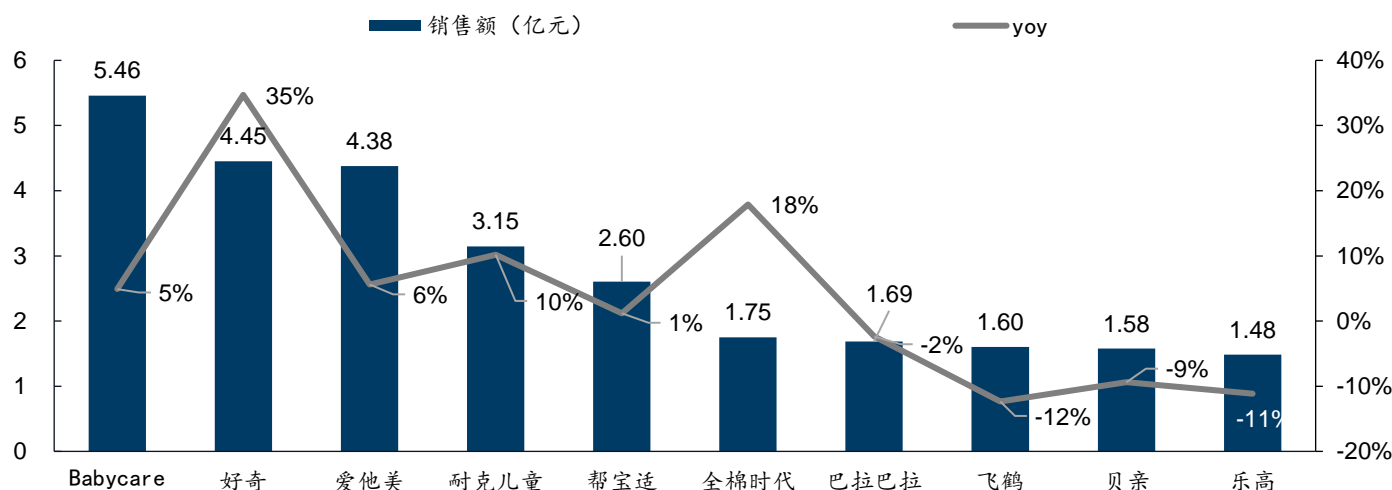
图 29：口腔护理销售额 Top5 细分品类



资料来源：久谦咨询，国海证券研究所

婴幼儿行业销售额前三品牌分别为 Babycare (5.50 亿元/同比+5%)，好奇 (4.45 亿元/同比+35%) 和爱他美 (4.38 亿元/同比+6%)。其中尿裤品类中，销售额前三的细分品类为婴儿拉拉裤 (10.47 亿元/同比-7%)，纸尿裤 (5.64 亿元/同比-5%) 和尿布带 (9270 万元/同比+621%)。

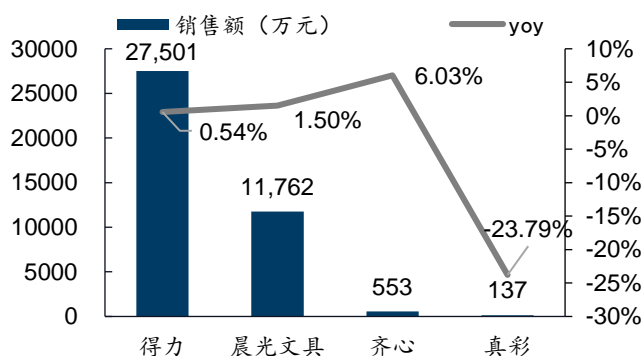
图 30: 婴幼儿行业销售额 TOP 品牌



资料来源: 久谦咨询, 国海证券研究所

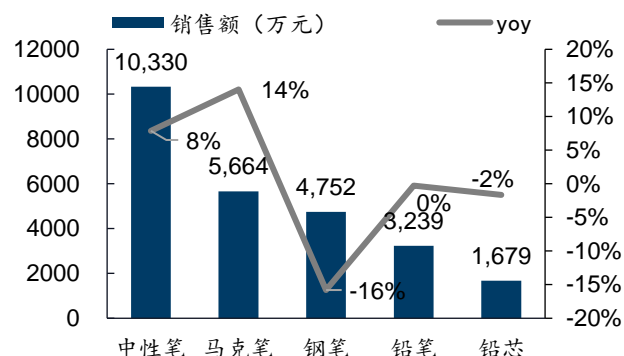
文具行业微增或负增。得力实现销售额 2.75 亿元/同比+1%, 晨光 1.18 亿元/同比+2%, 齐心 553 万元/同比+6%, 真彩 137 万元/同比-24%。书写工具销售额 3.06 亿元/同比+2%, 单价 20 元/同比+4%, 销售额前三的细分品类分别为中性笔 (10.33 亿元/同比+8%), 马克笔 (5.66 亿元/同比+14%) 和钢笔 (4.75 亿元/同比-16%)。

图 31: 文具行业代表品牌销售额



资料来源: 久谦咨询, 国海证券研究所

图 32: 书写工具销售额 Top5 细分品类



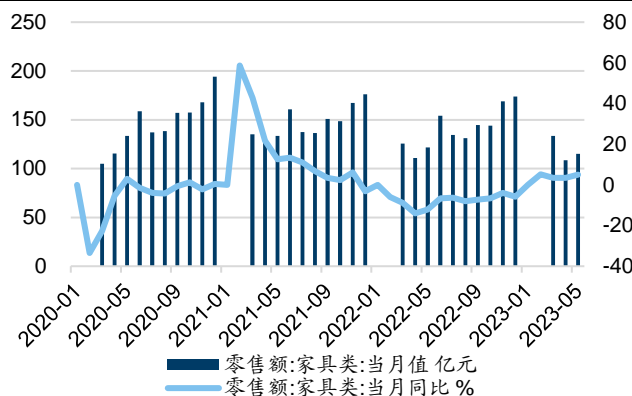
资料来源: 久谦咨询, 国海证券研究所

## 2.4、行业及公司变化: 政策催化信心恢复, 家具销售同比转正

### 2.4.1、家具行业: 家具销售额同比仍增长, 建材家居景气度出现分化

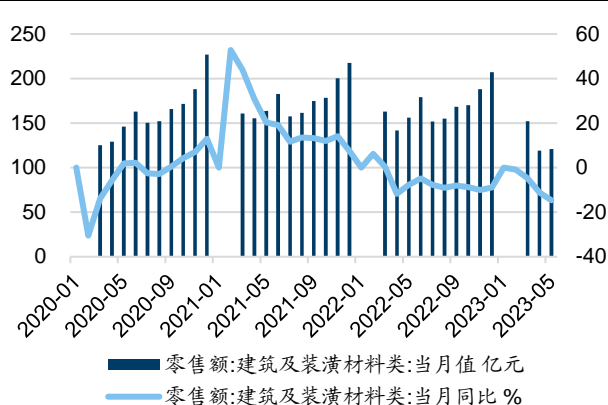
家具类销售额当月值同比增长。2023 年 5 月, 家具类、建筑及装潢材料类零售额当月值分别实现 115/121 亿元, 同比上升 5.0%/下降 14.6%, 同比增速较 4 月提升 1.6/下降 3.4pct。全国建材家居景气度走势出现分化, 2023 年 5 月, 全国建材家居景气指数、经理人信心指数有所回落, 人气指数大幅提升。

图 33: 5 月家具类零售额当月值同比增长



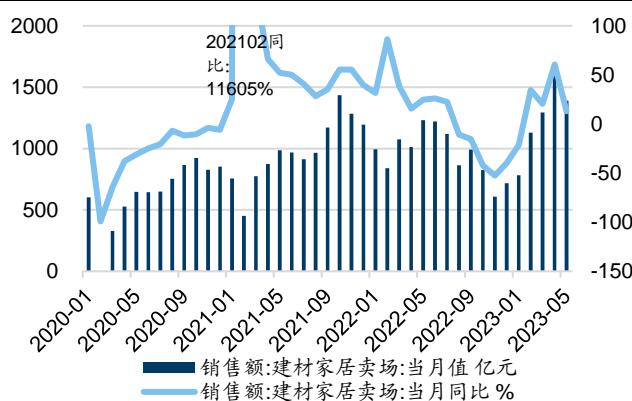
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 34: 5 月建筑及装潢材料类当月值同比降幅走阔



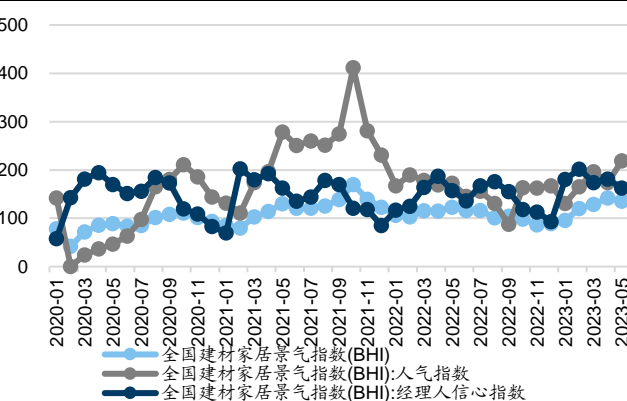
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 35: 5 月建材家居卖场销售额当月同比增幅走弱



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 36: 5 月全国建材家居景气度走势出现分化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

各地“因城施策”支持力度不断增强，需求端政策继续围绕降低购房门槛和降低购房成本展开。5 月，中央层面，住建部和市场监管总局联合发文，规范房地产经纪服务，严禁操纵经纪服务收费。地方层面，郑州、银川、宁德多地房地产政策分类放松，需求端主要涉及放松限购、公积金、购房补贴等。

表 4: 部分城市放开限购政策，需求端纾困推进

日期	部门	主要内容
5 月 8 日	住建部、市场监管总局	两部门发文规范房地产经纪服务，严禁操纵经纪服务收费
5 月 12 日	住建部	我国全面启动城市基础设施生命线安全工程
5 月 12 日	证监会	证监会指导证券交易所发布指引，进一步优化 REITs 审核关注事项
5 月 9 日	长春	长春二手房“带抵押过户”登记业务上线，采取“借新贷、还旧贷”
5 月 9 日	深圳	2023 年将供应 14 万套房，包含 124 个保障房计划建设
5 月 12 日	义乌	10 亿元“房票”已带动商品房销售 591 套，销售总额 21.46 亿元
5 月 12 日	深圳	深圳发布“带押过户”登记申办指引，提供 3 种可选择模式
5 月 9 日	石家庄	多子女家庭租房每年提取公积金额度提高至 1.8 万元
5 月 9 日	荆门	单缴家庭住房公积金最高贷款额度提至 70 万元
5 月 9 日	北京市	北京西城区 996 套公租房开始登记，面向西城区轮候家庭配租
5 月 9 日	汉中	汉中多子女家庭最高公积金贷款额度提高为 80 万元

5月10日	成都	成都出台新政推动建筑业发展，相关企业最高可获1000万元奖励
5月10日	宁德	福建宁德放开限购，在中心城区购买商品住房不受户籍和套数的限制
5月11日	漳州	漳州住房公积金使用率已达90.44%，最高贷款额将调整
5月11日	郑州	郑州支持提取公积金支付购房首付款，5月18日起试行
5月12日	银川	银川住房公积金可支付购房首付
5月12日	滁州	滁州购房补贴50%契税，支持团购合法在售新建商品房
5月12日	武汉	武汉东湖高新三孩家庭每年每孩可享受1万元育儿补贴
5月12日	营口	营口阶段性上调公积金贷款最高限额，二手房首付降至30%

资料来源：克而瑞地产研究公众号，国海证券研究所

**“第三支箭”政策落地，推进“保交楼”问题解决。**2022年11月28日，证监会出台调整优化房企股权融资五项措施，为房地产企业提供权益类融资支持，帮助房企进一步扩充资金来源，推进“保交楼”问题解决。“三箭齐发”为房企后续融资创造了较好的空间和机会，供给端政策放松较为充分，万科、世茂股份等将开启定向增发。

**2023年开门红及315营销活动符合预期，51营销符合历年经营规律。**12月疫情防控放开，给工厂生产、运输以及终端正常经营带来短暂波动。2023年农历春节早至，整体生产及经营时间压缩，部分需求递延至年后，导致12月订单表现暂时性下滑，符合行业历年经营特征。进入2023年，疫情影响逐步褪去，春节开门红以及315活动带动零售端销售，整家套餐、整装渠道等拓展逐渐打开客单价提升天花板。今年51营销表现同样符合历年经营规律。

**表5：家居公司陆续于开门红及315期间推出新套餐拉动获客**

公司名称	欧派家居		顾家家居	志邦家居
发布时间	2023.2.3		2023.2.4	2023.3.8
套餐名称	29800元整家惠民套餐	13800元百变优厨套餐	39800元套餐	志邦衣柜、志邦橱柜套餐
套餐价格（元）	29800	13800	39800	7999-29700
全屋定制	20 m²		20 m²	
背景墙			5 m²	
家具家品	4件客厅家具、5件餐厅家具、2件卧室寝具		3件客厅家具+5件餐厅家具+2件卧室家具	
橱柜		抗菌橱柜、烟机、灶具、水槽、龙头及拉篮	7 m²	明星爆款7999，百变全能12999，欧洲进口板29700，免费升级奥地利百隆阻尼铰链，加赠奥地利百隆阻尼抽屉*1
其他	派发1亿消费券，每户可领无门槛1000元消费券	派发1亿消费券，每户可领无门槛1000元消费券	加999换购KUKA木门，不含五金，时尚系列36款任选	衣柜：生态pp模7999，安心全屋19700，大牌整家29700，泰国进口E0级板/ENF级零醛添加板任选不加价，免费升级进口海蒂诗铰链

资料来源：志邦家居官方公众号，志邦家居官网，欧派橱柜公众号，顾家家居官方公众号，国海证券研究所



近期板块回调，家具行业多家公司估值水平位列历史底部区间。目前家居板块股价表现有所回调，欧派家居等公司估值波动下行，随着地产政策频出以及房地产高频数据端呈现边际改善，行业估值中枢有所修复，一线龙头及二线公司估值水平从底部向合理区间修复。

表 6：家具行业多家公司估值水平逐步向合理区间修复

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE		最新估值对应分位数 （区间 2018.1.1- 2023.06.30）
		2022A	2023E	2022A	2023E	
欧派家居	583.57	26.88	31.54	27.54	18.50	5.4%
索菲亚	158.93	10.64	13.00	15.57	12.23	0.5%
志邦家居	102.96	5.37	6.25	15.62	16.47	18.9%
金牌厨柜	51.71	2.77	4.06	15.96	12.74	4.3%
顾家家居	313.55	18.12	20.97	19.37	15.01	2.8%
慕思股份	135.84	7.09	8.13	18.69	16.71	14.1%
喜临门	97.55	2.38	6.83	46.56	14.50	43.6%
敏华控股	204.32	19.15	23.74	13.25	9.01	7.6%
公牛集团	854.54	31.82	37.18	27.01	22.97	1.2%
江山欧派	64.53	-2.99	4.22	-	15.31	56.2%
坚朗五金	208.07	0.66	6.06	509.83	34.35	3.1%
箭牌家居	161.64	5.93	7.15	24.75	22.61	9.5%
曲美家居	31.61	0.37	-	100.13	-	-
好太太	64.16	2.19	3.12	25.59	20.56	19.8%
奥普家居	51.94	2.40	3.01	16.31	17.26	2.8%
好莱客	30.26	4.31	3.08	8.17	9.81	4.9%
皮阿诺	32.27	1.54	2.30	23.66	14.10	42.9%

资料来源:Wind，国海证券研究所

注：除欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、顾家家居、慕思股份、喜临门、敏华控股、好太太、奥普家居及箭牌家居，其余公司预测数据来自 2023 年 6 月 30 日 Wind 一致预期，敏华控股货币单位为港元，6 月 30 日港元与人民币的汇率为 1 港元=0.9218 人民币。

## 2.4.2、造纸高频数据变化

表 7：各造纸原材料与纸种近两周行情概要（截至 2023.07.02）

品种		2023.07.02 更新			2023.06.25 更新			环比速度 表现
		周均价（元/吨）	环比	同比	周均价（元/吨）	环比	同比	
废纸	国废黄板纸	1560	-0.13%	-33.19%	1562	-0.13%	-33.33%	基本稳定
	国废书页纸	1826	-0.22%	-28.11%	1830	-1.13%	-28.21%	降幅收窄
	国废报纸	2872.14	0.75%	-4.90%	2850.71	-0.45%	-6.07%	增速转正
木浆	进口针叶浆	5414.14	-0.34%	-25.14%	5432.74	-0.02%	-24.89%	基本稳定
	进口阔叶浆	4175.45	-0.76%	-36.81%	4207.58	-0.97%	-36.47%	基本稳定
	进口本色浆	5133.33	0.00%	-23.50%	5133.33	-0.52%	-23.69%	基本稳定
	进口化机浆	3936.11	-0.77%	-28.37%	3966.67	0.00%	-28.43%	降幅走阔

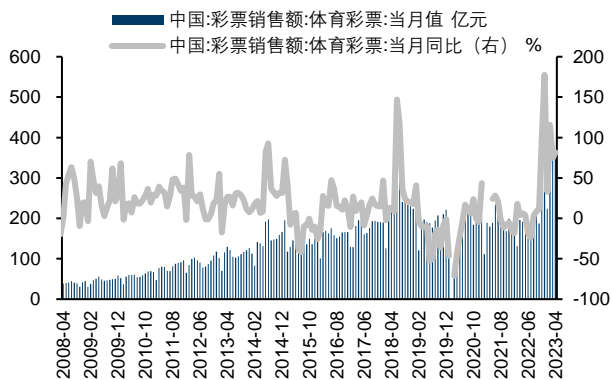
文化纸	157g 铜版纸	5210	0.00%	-5.79%	5210	0.00%	-5.65%	基本稳定
	70g 双胶纸	5402.08	-0.73%	-12.09%	5441.67	-1.95%	-10.97%	降幅收窄
白板白卡纸	A 级 250g 灰底白板纸	3643.75	-0.11%	-15.46%	3647.92	-0.23%	-15.46%	基本稳定
	250-400g 平张白卡纸	4180	-0.56%	-32.60%	4203.33	-1.05%	-32.75%	降幅收窄
生活用纸		6308.33	-0.53%	-17.54%	6341.67	0.00%	-17.71%	降幅走阔

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

### 2.4.3、彩票行业：销售数据持续向好，体育彩票占比提升

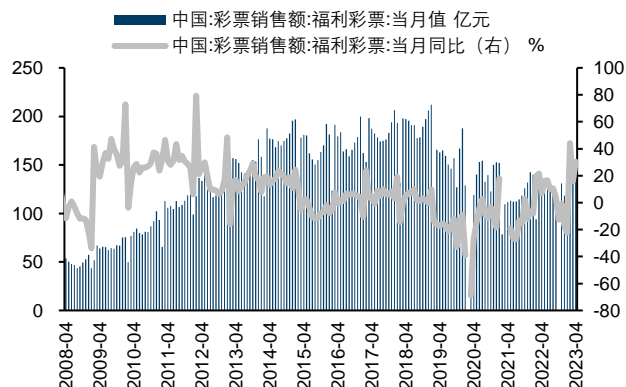
**4 月彩票销售额大幅提升。**2023 年 1 月以来，中国彩票当月销售额持续提升，4 月体育彩票和福利彩票的销售额分别为 347.29/155.97 亿元，分别同比+81.8%/+30.31%。2023 年 1-4 月体育彩票和福利彩票累计销售额分别为 1197.56/553.94 亿元，分别同比+74.38%/+13.88%，体育彩票累计销售占比 68.37%/同比+9.83pct。

图 37：4 月体育彩票销售额当月同比提升为 81.8%



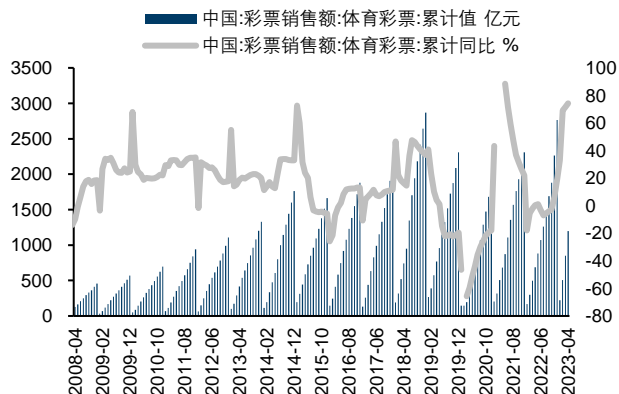
资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

图 38：4 月福利彩票销售额当月同比提升为 30.31%



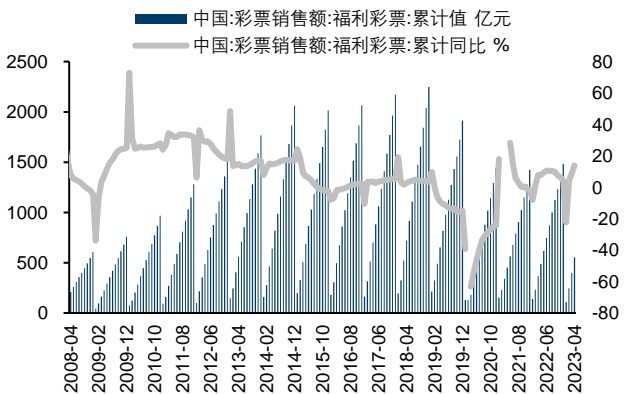
资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

图 39：1-4 月体育彩票销售额累计同比提升为 74.38%



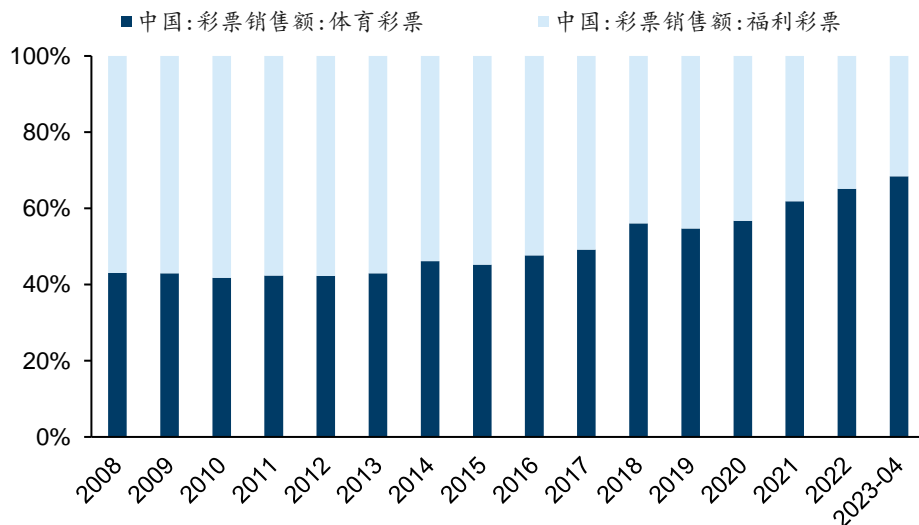
资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

图 40：1-4 月福利彩票销售额累计同比提升为 13.88%



资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

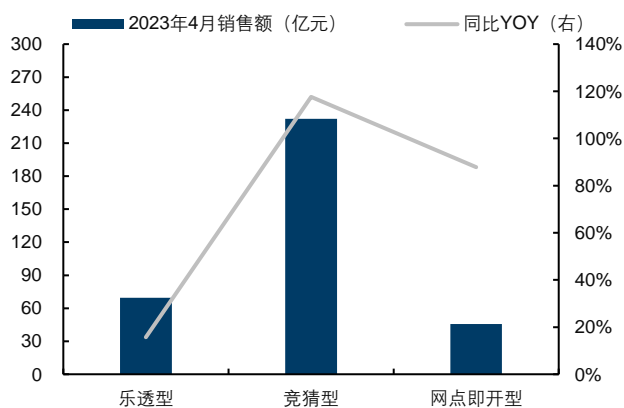
图 41：体育彩票销售占比持续提升



资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

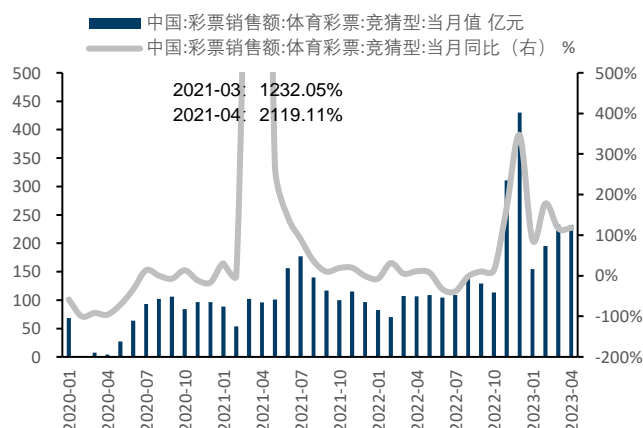
体育彩票销售以竞猜型为主，网点即开型体育彩票当月销售额同比持续提升。2023 年 4 月体育彩票销售中，乐透型/竞猜型/网点即开型销售额分别为 69.47/232.11/45.71 亿元，分别同比+15.71%/+117.62%/+87.85%。

图 42：4 月体育彩票分类型销售结构



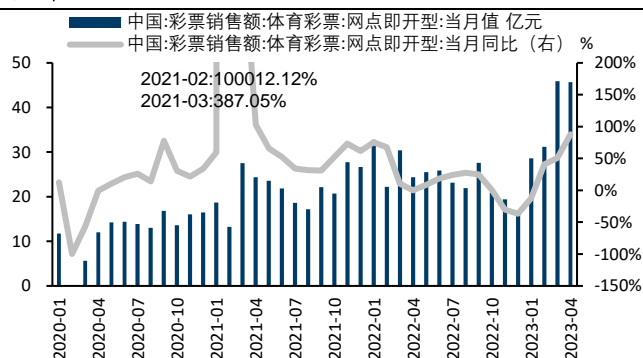
资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

图 43：4 月竞猜型体育彩票销售额当月同比提升为 117.62%



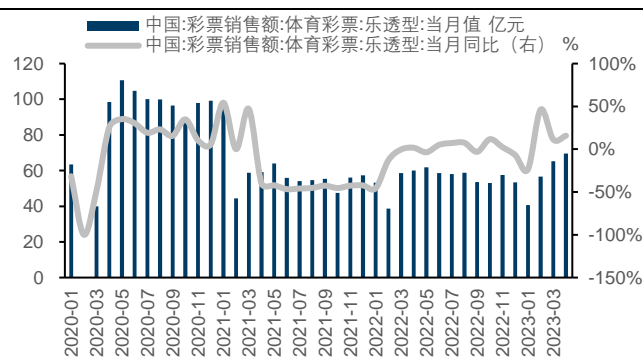
资料来源：Wind，财政部，国海证券研究所

图 44: 4 月网点即开型体育彩票销售额当月同比持续提升



资料来源: Wind, 财政部, 国海证券研究所

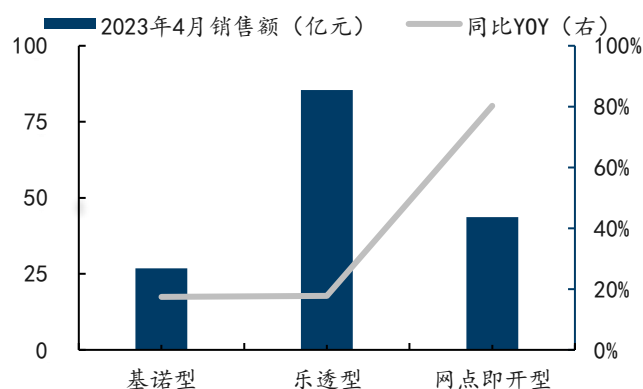
图 45: 4 月乐透型体育彩票销售额当月同比小幅提升



资料来源: Wind, 财政部, 国海证券研究所

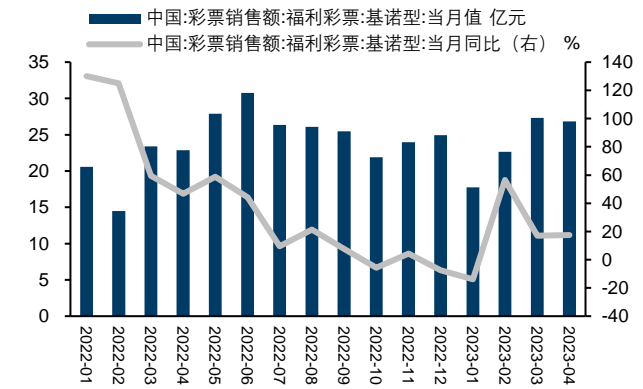
福利彩票销售以乐透型为主，网点即开型福利彩票当月销售额同比持续提升。2023 年 4 月福利彩票销售中，基诺型/乐透型/网点即开型销售额分别为 26.85/85.47/43.65 亿元，分别同比+17.43%/+17.70%/+80.25%。

图 46: 4 月福利彩票分类型销售结构



资料来源: Wind, 财政部, 国海证券研究所

图 47: 4 月基诺型福利彩票销售额当月同比基本持平



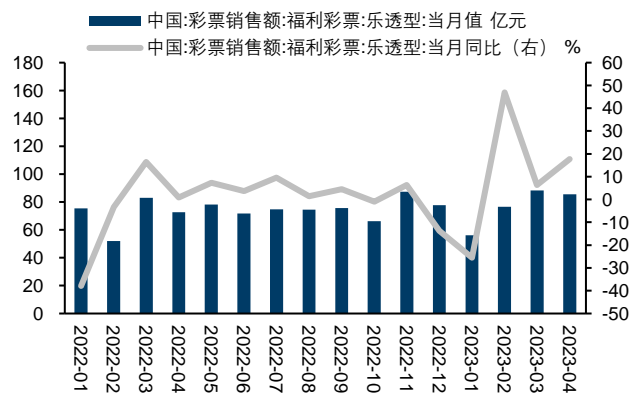
资料来源: Wind, 财政部, 国海证券研究所

图 48: 4 月网点即开型福利彩票销售额当月同比持续提升



资料来源: Wind, 财政部, 国海证券研究所

图 49: 4 月乐透型福利彩票销售额当月同比有所提升

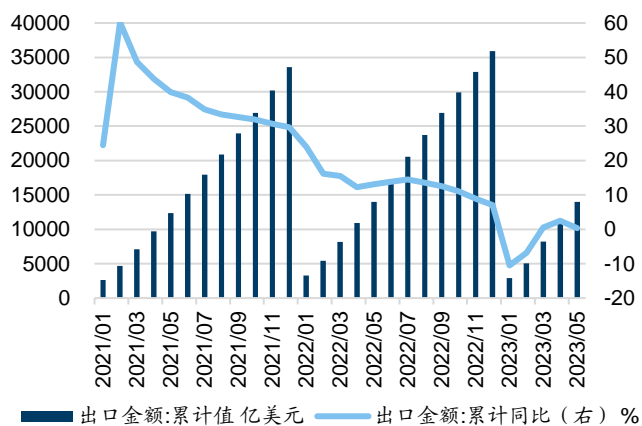


资料来源: Wind, 财政部, 国海证券研究所

## 2.5、出口产业链：估值相对低位，细分龙头有望率先修复

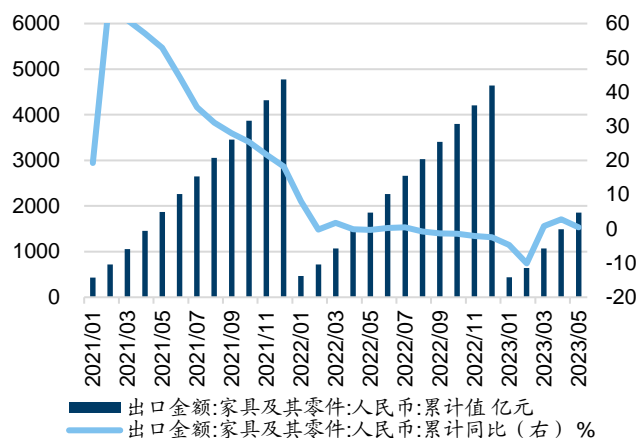
出口同比增速回正，家居及零件表现优于整体。2023 年 1-5 月出口金额累计同比增长 0.3%，其中家具及其零件出口金额 1-5 月累计同比增长 0.4%。从主要品类看，2023 年 5 月，带软垫的木框架坐具出口金额同比下降 11.77%，同比增速环比下滑 6.37pct；弹簧床垫 5 月单月同比下降 0.90%，同比增速环比上升 6.93pct；带软垫金属框架坐具 5 月单月同比下降 21.85%，同比增速环比下滑 8.92pct；塑料餐具、厨房用具等同比下降 10.82%，同比增速环比下降 18.61pct。

图 50：1-5 月我国出口金额累计同比有所回调



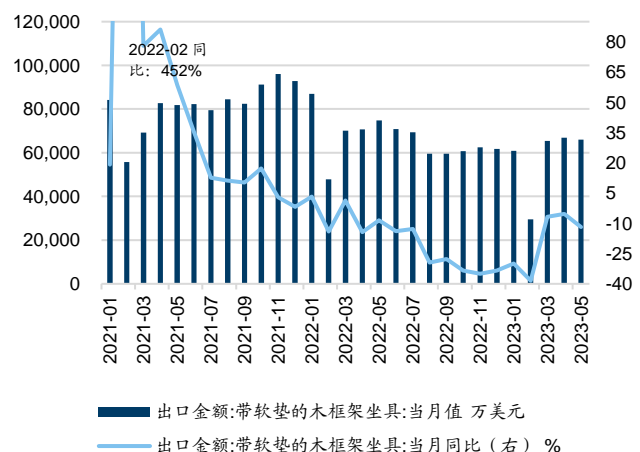
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 51：1-5 月家具及其零件出口金额累计同比有所回调



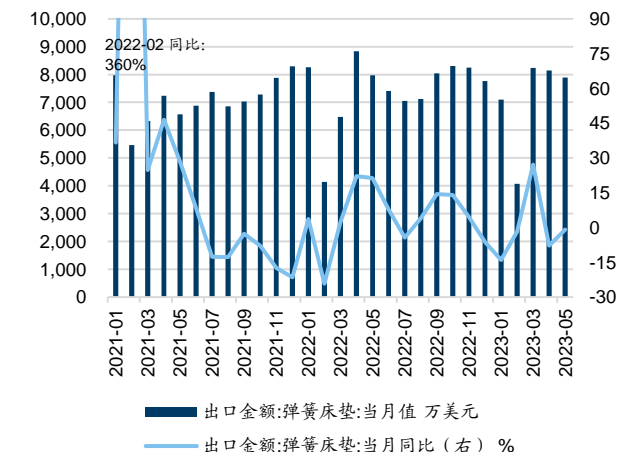
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 52：5 月带软垫的木框架坐具出口金额环比下降



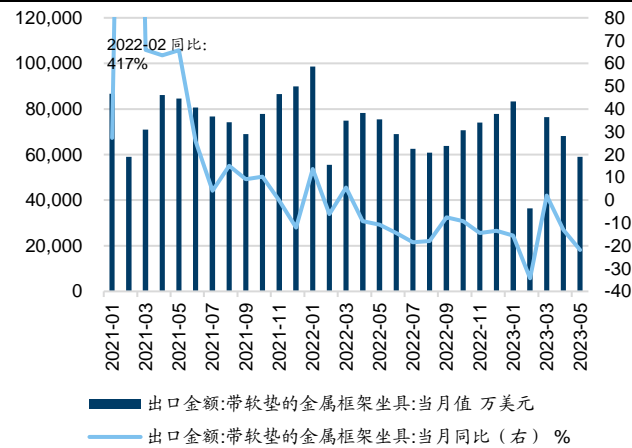
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 53：5 月弹簧床垫出口金额单月增速环比上升



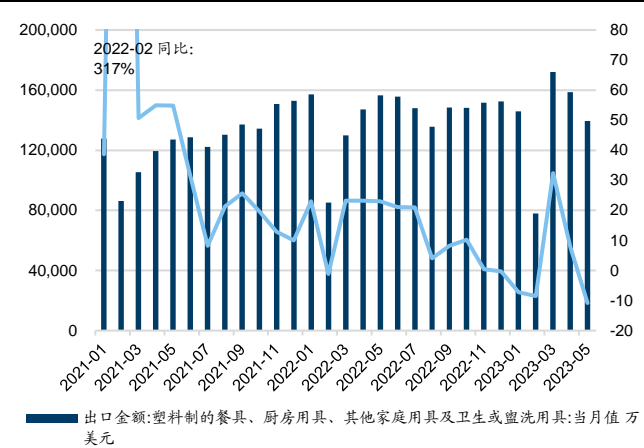
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 54: 5 月带软垫金属框架坐具出口金额环比下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

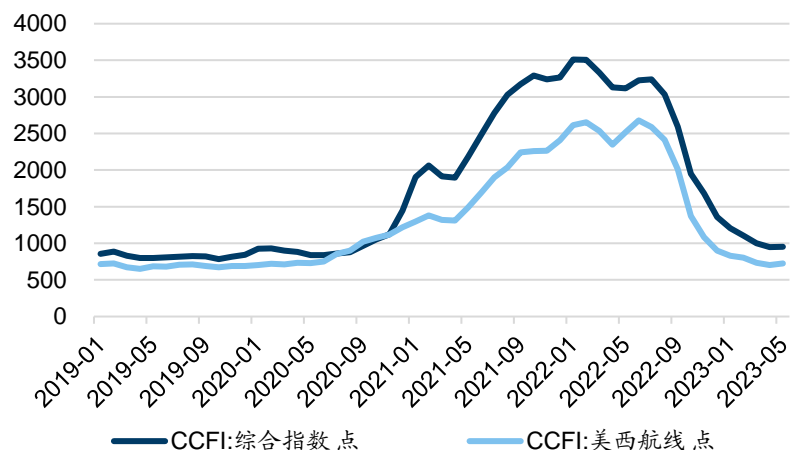
图 55: 5 月塑料制餐具出口金额当月同比下降明显



资料来源: Wind, 国海证券研究所

海运费价格回暖，出口端成本处于近年来较低水平。截至 2023 年 5 月，中国出口集装箱运价指数（CCFI）综合指数为 952 点，其中美西航线指数 727 点，环比 2023 年 4 月分别提升 0.38%/3.41%，同比 2022 年 5 月下降 69.46%/71.10%。

图 56: 中国出口集装箱运价指数（CCFI）呈现持续回落趋势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

出口产业链估值处于历史分位数相对低位，细分出口赛道的龙头企业有望率先修复。随着海外客户库存逐步去化，我们预计新的补库周期到来将推动出口产业链景气度提升。宠物用品、保温杯、自行车等细分出口赛道龙头有望随着预期改善先于基本面修复，估值底部修复有望启动。

表 8: 出口产业链估值在历史分位数相对低位，多家公司估值处于 2018 年以来底部区间

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE		最新估值对应分位数 (区间 2018.1.1-2023.06.30)
		2022A	2023E	2022A	2023E	
共创草坪	89.34	4.47	5.19	20.85	16.86	2.1%
恒林股份	46.11	3.53	4.62	11.22	9.87	4.5%
永艺股份	28.77	3.35	3.21	8.80	8.90	8.2%
久祺股份	35.99	1.68	1.93	22.82	17.85	3.8%
乐歌股份	55.53	2.19	2.67	17.68	19.88	26.2%



梦百合	48.68	0.41	3.16	124.38	14.74	28.1%
依依股份	27.36	1.51	1.70	21.33	15.43	1.5%
嘉益股份	40.36	2.72	3.21	11.30	11.80	18.5%
家联科技	33.66	1.79	2.27	22.17	14.35	1.6%
匠心家居	47.30	3.34	3.61	11.02	13.43	21.5%
浙江自然	42.44	2.13	2.46	22.41	16.49	5.0%
玉马遮阳	35.28	1.57	1.77	19.67	19.81	23.2%
松霖科技	61.52	2.61	3.49	23.86	16.88	3.0%
源飞宠物	28.88	1.59	1.53	21.32	18.10	8.0%
天元宠物	30.04	1.29	1.45	24.79	20.60	6.1%

资料来源：Wind，国海证券研究所；注：预测数据来自 2023 年 06 月 30 日 Wind 一致预期

## 2.6、轻工转债跟踪

表 9：轻工转债相关标的跟踪（截至 2023 年 06 月 30 日）

证券代码	证券简称	正股代码	正股简称	正股周涨跌幅	转股价（元）	未转股比例	债券价格（元）	转股溢价率	纯债价值（元）	纯债溢价率	存量可转债余额（亿元）	评级
113542.SH	好客转债	603898.SH	好莱客	5.0%	15.39	95.7%	113.80	80.2%	106.50	7.0%	6.03	AA
113625.SH	江山转债	603208.SH	江山欧派	-1.3%	55.04	99.9%	117.42	77.4%	98.08	19.6%	5.83	AA-
113655.SH	欧 22 转债	603833.SH	欧派家居	7.3%	125.46	100.0%	121.19	58.7%	97.22	24.7%	20.00	AA
123072.SZ	乐歌转债	300729.SZ	乐歌股份	4.2%	35.47	99.9%	130.16	158.8%	99.90	29.9%	1.42	A+
110047.SH	山鹰转债	600567.SH	山鹰国际	2.2%	2.37	97.7%	113.05	17.0%	110.80	2.0%	40.91	AA+
110063.SH	鹰 19 转债	600567.SH	山鹰国际	2.2%	2.37	99.2%	113.22	17.2%	106.79	6.0%	40.91	AA+
111002.SH	特纸转债	605007.SH	五洲特纸	7.1%	14.54	98.8%	126.30	21.1%	99.77	26.4%	6.62	AA
113566.SH	翔港转债	603499.SH	翔港科技	7.8%	10.76	80.6%	124.11	40.0%	99.69	24.2%	1.61	A+
113591.SH	胜达转债	603687.SH	大胜达	2.3%	8.71	86.2%	122.52	25.3%	102.34	19.6%	4.74	AA-
113632.SH	鹤 21 转债	603733.SH	仙鹤股份	0.0%	26.92	100.0%	118.44	52.9%	100.06	18.3%	20.50	AA
127042.SZ	嘉美转债	002969.SZ	嘉美包装	4.0%	4.85	100.0%	112.32	39.3%	101.23	10.9%	7.50	AA
128049.SZ	华源转债	002787.SZ	华源控股	7.6%	7.37	90.8%	121.17	23.2%	104.23	16.0%	3.63	AA-
128063.SZ	未来转债	002631.SZ	德尔未来	5.1%	8.58	99.9%	117.40	86.5%	112.77	3.9%	6.29	AA-
128071.SZ	合兴转债	002228.SZ	合兴包装	1.3%	4.04	50.3%	114.98	43.8%	106.29	8.2%	3.00	AA
128079.SZ	英联转债	002846.SZ	英联股份	23.4%	8.29	70.9%	249.96	61.6%	97.53	179.4%	1.52	A-
128130.SZ	景兴转债	002067.SZ	景兴纸业	3.3%	3.4	78.0%	118.07	16.4%	102.78	14.7%	9.99	AA

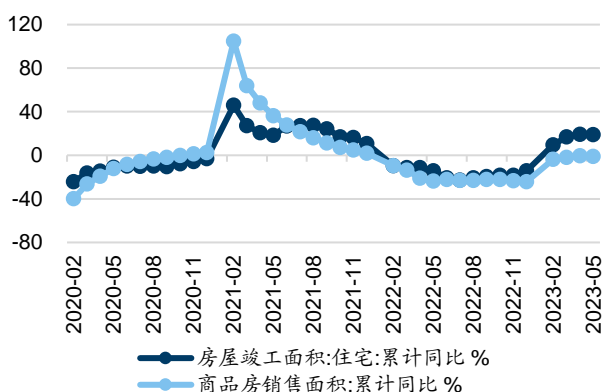
资料来源：Wind，国海证券研究所

### 3、地产基本面现改善，家具板块估值修复持续

#### 3.1、新房销售回暖，政策催化地产后周期估值修复

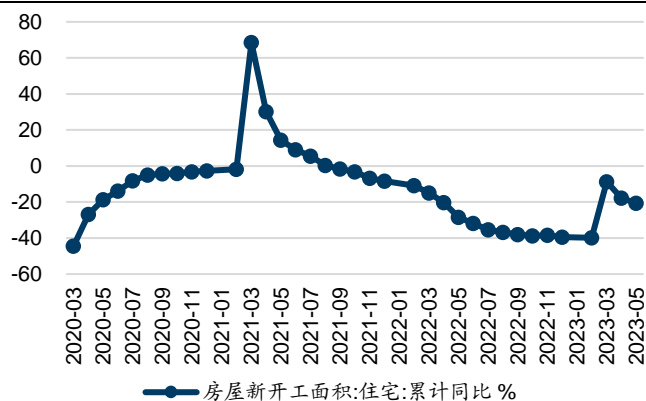
1-5月新房销售及竣工数据同比回暖，商品房开工同比下降。2023年1-5月，商品房住宅销售面积累计4.07亿平方米，同比上升2.3%，同比增速较1-4月下滑0.4pct；房屋住宅竣工面积2.02亿平方米，同比增长19.0%，同比增速较1-4月下滑0.2pct；商品房住宅新开工面积2.90亿平方米，同比下降22.7%，同比增速较1-4月下滑2.1pct。

图 57：1-5 月新房销售及竣工面积累计同比略有上升



资料来源：Wind，国海证券研究所

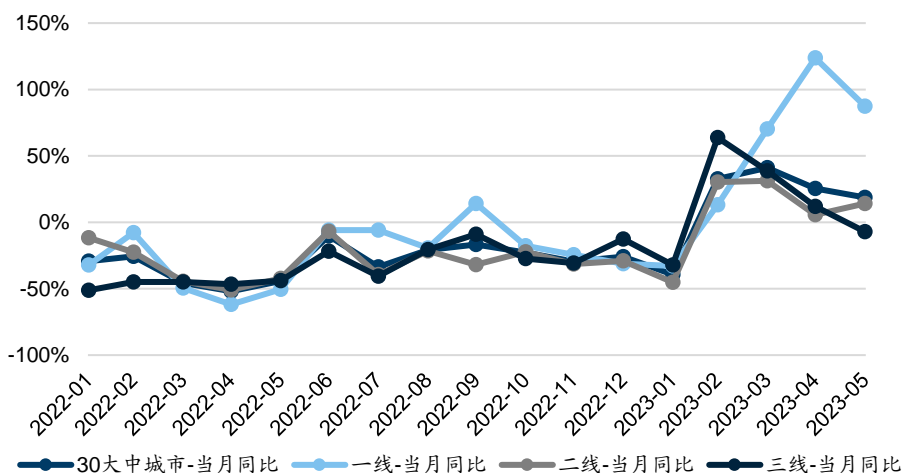
图 58：1-5 月住宅新开工面积累计同比下降



资料来源：Wind，国海证券研究所

30大中城市及各层级城市商品房成交套数月度同比上升。2023年5月当月，30大中城市商品房成交套数11.71万套，同比增加18.60%，其中一线、二线、三线城市分别同比变化+87.42%/+14.12%/-7.09%。

图 59：5 月 30 大中城市及各层级城市商品房成交套数当月同比上升



资料来源：Wind，国海证券研究所

地产端政策持续释放，地产及后周期板块的估值端修复先行。2023年1月13日，有关部门起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，拟围绕“资产激

活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面，重点推进 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间。2022 年 11 月 8 日，中国银行间市场交易商协会发布“第二支箭”延期并扩充，支持民营企业债券融资再加力，房地产开发商的融资环境得到优化。11 月 11 日，中国人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。11 月 21 日“保交楼”再出新政，央行拟发布保交楼贷款支持计划，向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款。目前家具板块及相应公司估值水平仍处于历史底部区间，地产端政策频发催化地产及后周期板块的估值端修复，若后续地产数据得到相应改善，我们预计悲观预期有望得到进一步修复。

目前家居板块估值处于历史底部。2022 年初至 2023 年 6 月 30 日，家居板块估值在 20-35x PE 波动，大多处于 2010 年以来 25%分位以下，地产政策边际改善有望带动估值回升。

图 60：家居板块股价走势



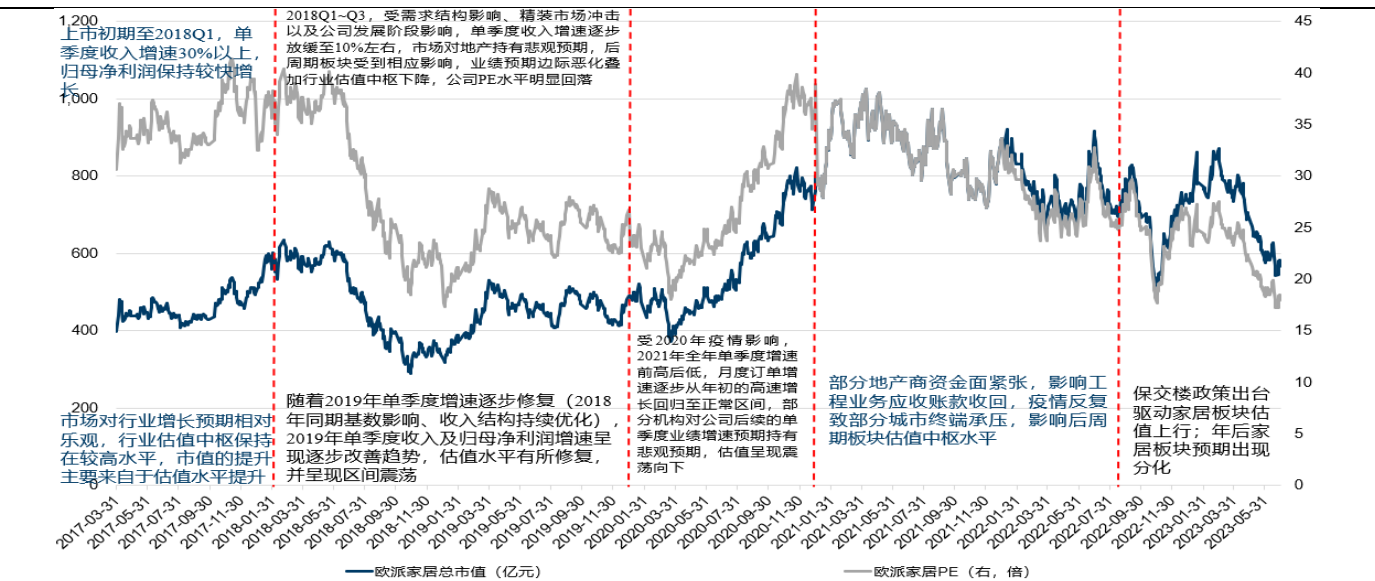
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 61：家居板块估值处于历史低位



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 62：欧派家居估值历史变化

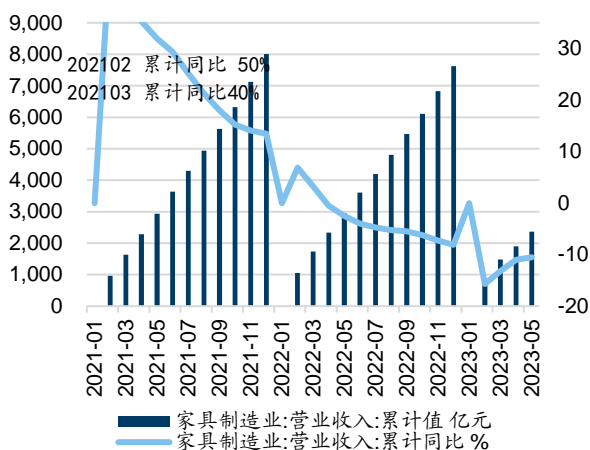


资料来源：Wind，国海证券研究所

### 3.2、静待家具行业基本面边际改善

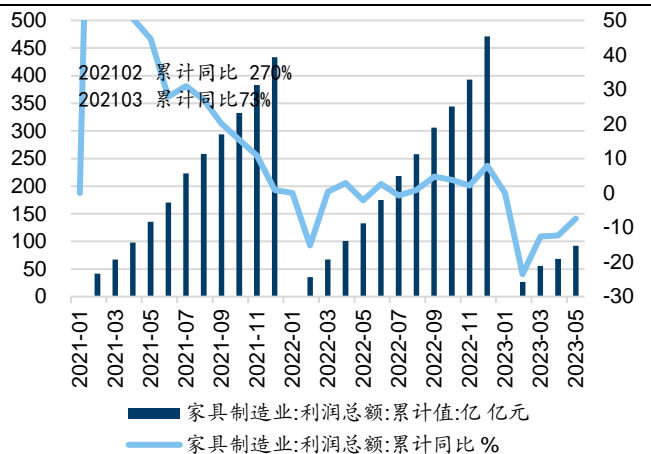
疫情扰动等不利冲击或将逐步缓解。随着疫情防控政策优化调整，我们认为重体验强交付的家具行业或将受益，带动家具购买及体验的终端线下场景修复，不利因素有望逐渐缓解。2023年1-5月家具制造业营业收入2361.7亿元，累计同比下降10.5%；利润总额91.9亿元，累计同比下降7.4%。

图 63：1-5 月家具制造营业收入同比下降 11%



资料来源：Wind，国海证券研究所

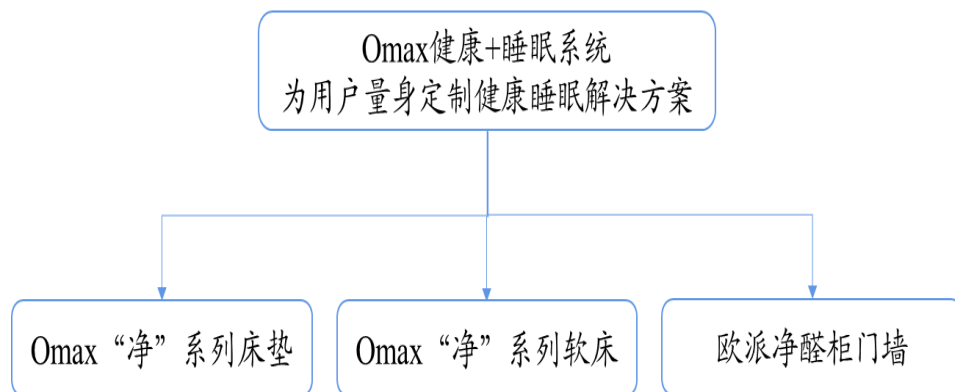
图 64：1-5 月家具制造利润总额同比下降 7%



资料来源：Wind，国海证券研究所

整家合作模式及整装渠道布局持续推进，品类端融合相互促进。家具行业的增长驱动力已从单一客户数量扩张演变为客单价提升，随着消费者对整家套餐认可度的提升，客单价的天花板有望进一步突破。2022年11月10日，欧派衣柜X喜临门全球战略合作签约仪式暨Omax“净”系列健康睡眠空间发布会在广州欧派集团总部圆满举行，为消费者提供整体解决方案，并实现整家模式的迭代升级。合作模式的持续推进将进一步提升定制与成品家具企业之间的融合深度。

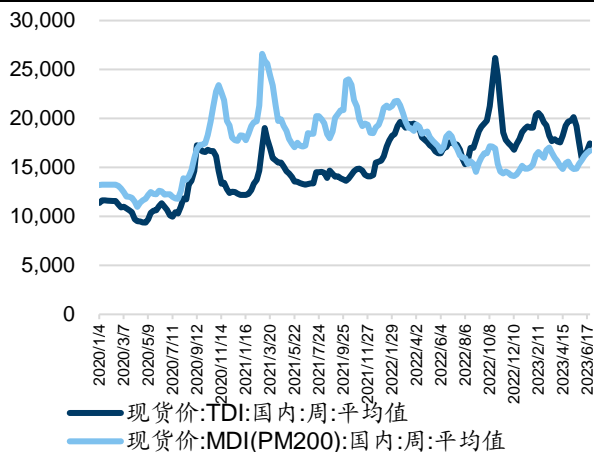
图 65：欧派衣柜与喜临门发布 Omax 健康+睡眠系统



资料来源：泛家居圈微信公众号

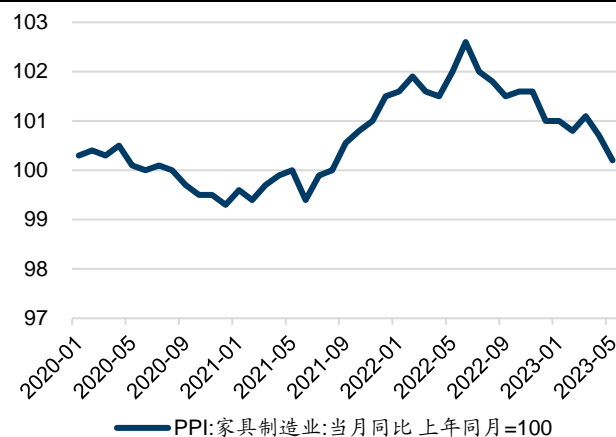
原材料成本端总体出现回落。原料TDI本周环比小幅上升，但自2022年10月以来整体仍呈回落趋势，5月家具制造业PPI环比下降。

图 66: 原材料 TDI 现货价 4 月以来整体回落(元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 67: 5 月家具制造业 PPI 环比有所下降



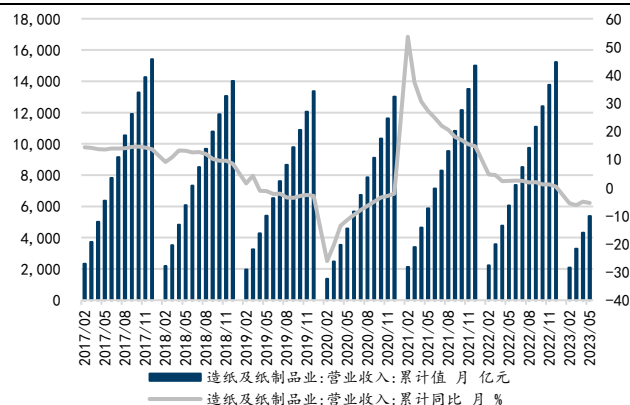
资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 4、造纸包装静待需求端修复，成本优化有望带动盈利回升

### 4.1、传统造纸需求端压力仍存，浆价高位震荡

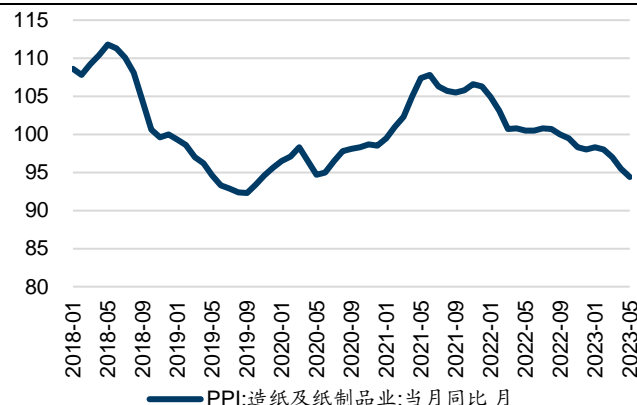
造纸板块静待需求端改善，包装成本端改善有望带动盈利回升。在造纸板块，进口木浆现货市场存在较强的观望情绪，需求端相对偏弱，进一步导致浆价高位震荡但成交有限，短期存在博弈情绪，我们预计若浆价下行有望释放盈利弹性。从营收端看，1-5 月造纸及纸制品月营收增速降幅扩大。

图 68: 1-5 月造纸及纸制品月营收增速降幅扩大



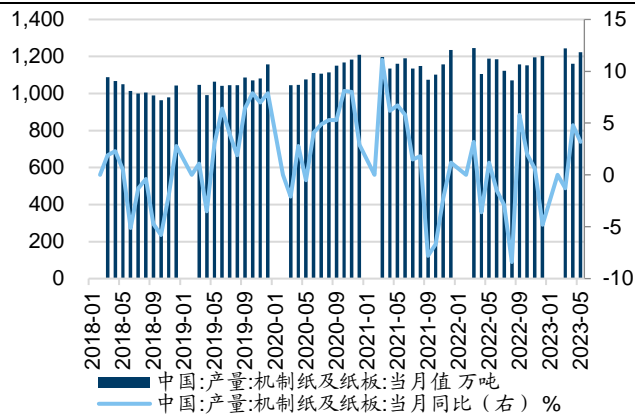
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 69: 5 月造纸 PPI 环比小幅下降



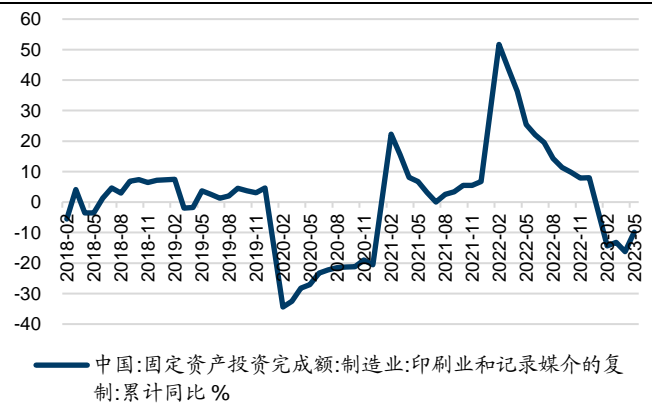
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 70: 5 月机制纸及纸板产量同比提升 3.2%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 71: 1-5 月固定资产投资完成额累计同比降幅收窄

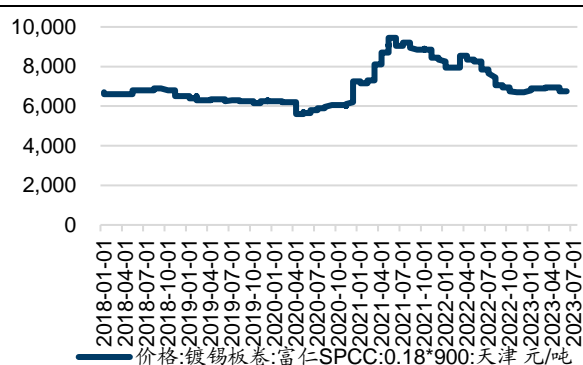


资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 4.2、包装需求仍在改善，成本改善有望带动盈利回升

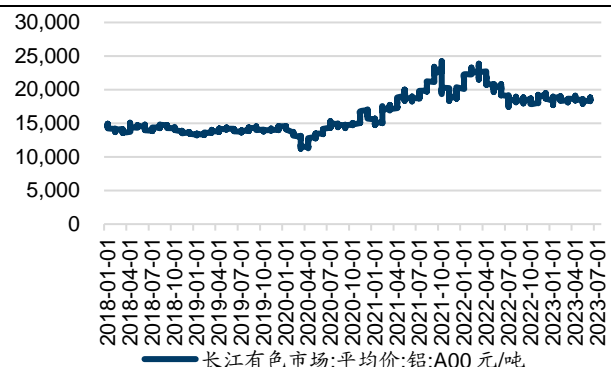
需求端短期承压，成本改善有望带动盈利回升。5 月，啤酒和软饮料单月产量延续 2022 年 12 月以来回升趋势，部分包装产品需求端开始向好发展；成本端方面，2022Q2 以来镀锡板卷吨价呈下降趋势，铝价自年初相对高点持续回落。随着原材料压力缓解和价格改善，包装板块有望实现盈利回升。

图 72: 2022Q2 镀锡板卷吨价下降后目前已企稳



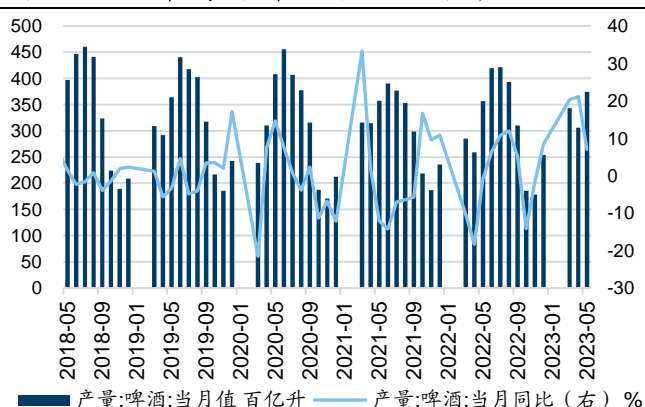
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 73: 2022Q2 以来铝价自年初相对高点持续回落



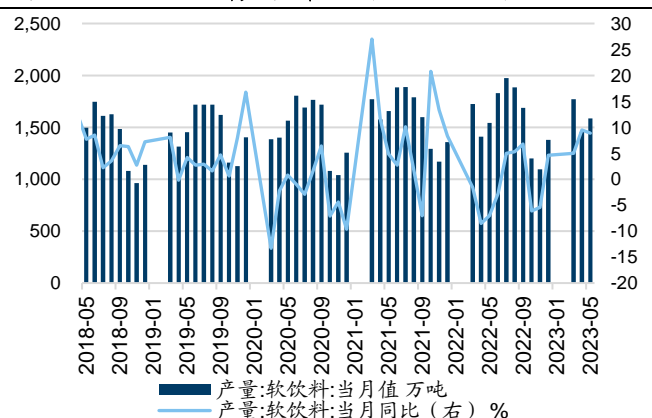
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 74: 5 月啤酒产量单月同比明显下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

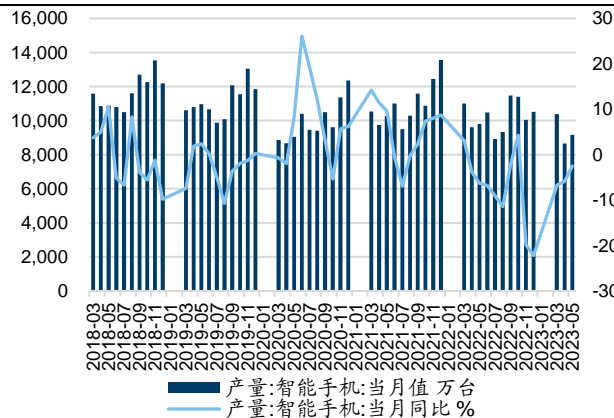
图 75: 5 月软饮料产量单月同比小幅回落



资料来源: Wind, 国海证券研究所

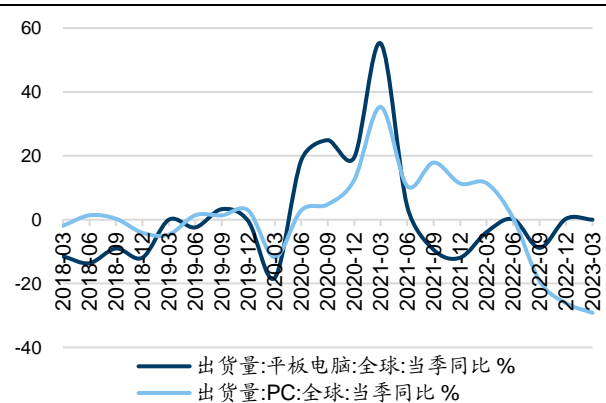


图 76: 5 月智能手机产量单月同比降幅收窄



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 77: 2023Q1 PC 电脑全球出货量同比仍在下滑

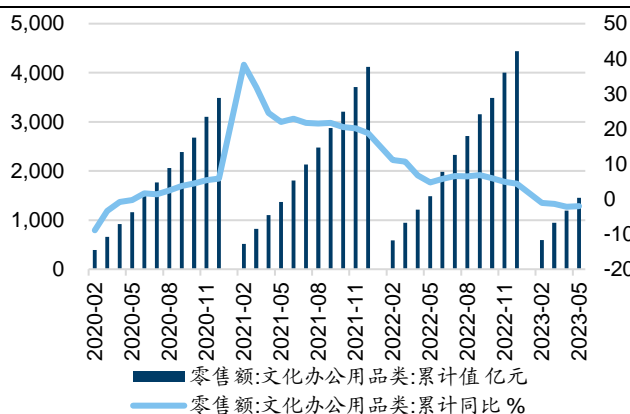


资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 5、消费类轻工线下消费场景出现恢复

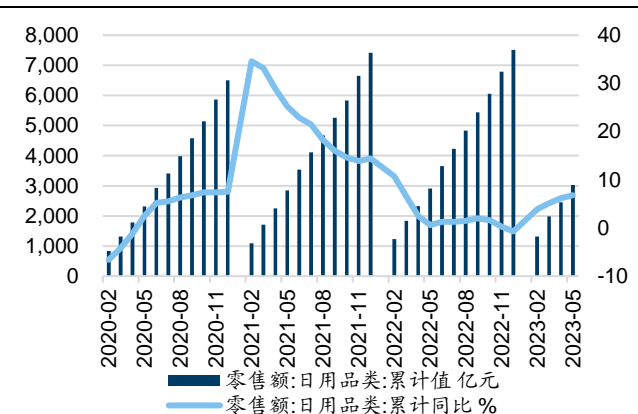
2023 年 1-5 月文化办公用品类、体育娱乐用品类、日用品类、书报杂志类的零售额累计同比增速分别为-2.0%/+11.0%/+6.8%/+10.5%，环比 1-4 月同比增速变化为+0.2pct/+0.9pct/+0.6pct/+0.1pct。消费市场稳步恢复，线下消费场景出现了明显的边际修复，细分龙头在多方面冲击下呈现更强抗风险能力，在保持相对稳健经营情况的同时并提升份额。

图 78: 1-5 月文化办公用品类累计同比增速环比提升



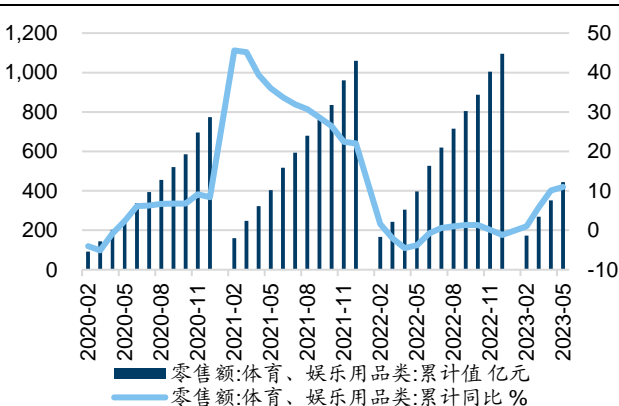
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 79: 1-5 月日用品类累计同比持续提升



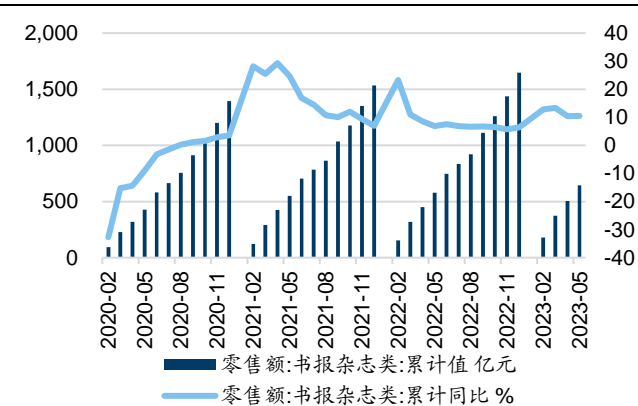
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 80: 1-5 月体育娱乐用品类累计同比提升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 81: 1-5 月书报杂志类累计同比回升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 6、下期建议关注个股及逻辑

展望下期，我们建议配置主线为“地产后周期+产品结构优化+成本改善”。建议组合：欧派家居、顾家家居、志邦家居、喜临门、晨光股份、百亚股份、太阳纸业、箭牌家居。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2023/06/30		EPS		PE			投资
代码	名称	股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	评级
603833.SH	欧派家居	95.80	4.41	5.18	6.07	27.56	18.49	15.78	买入
603899.SH	晨光股份	44.64	1.39	1.92	2.35	39.63	23.25	19.00	买入
002572.SZ	索菲亚	17.42	1.17	1.43	1.67	15.52	12.18	10.43	增持
603801.SH	志邦家居	33.02	1.76	2.00	2.32	15.31	16.51	14.23	增持
001322.SZ	箭牌家居	16.74	0.67	0.74	0.89	22.69	22.62	18.81	增持
001323.SZ	慕思股份	33.96	1.87	2.03	2.33	17.71	16.73	14.58	增持
603180.SH	金牌厨柜	33.52	1.80	2.63	3.15	15.93	12.75	10.64	增持
603816.SH	顾家家居	38.15	2.20	2.54	2.93	19.37	15.01	13.04	买入
603008.SH	喜临门	25.18	0.61	1.70	2.08	46.56	14.81	12.11	增持
01999.HK	敏华控股	5.23	0.49	0.58	0.68	13.25	9.02	7.69	增持
603551.SH	奥普家居	12.93	0.60	0.75	0.88	15.98	17.24	14.69	增持
603208.SH	江山欧派	36.42	-2.19	2.38	2.95	-	15.31	12.34	未评级
002301.SZ	齐心集团	7.19	0.17	0.35	0.45	39.47	20.36	16.10	未评级
003006.SZ	百亚股份	17.28	0.44	0.58	0.72	31.39	29.80	23.91	未评级
002078.SZ	太阳纸业	10.69	1.04	1.10	1.29	11.08	9.69	8.31	未评级
603733.SH	仙鹤股份	20.85	1.01	1.67	2.18	30.17	12.49	9.55	未评级
002831.SZ	裕同科技	24.39	1.61	1.82	2.19	20.52	13.38	11.14	未评级
002191.SZ	劲嘉股份	6.02	0.14	0.43	0.48	51.64	13.86	12.44	未评级
002701.SZ	奥瑞金	4.51	0.22	0.32	0.40	22.95	14.31	11.25	未评级
002511.SZ	中顺洁柔	11.15	0.27	0.49	0.60	50.89	22.99	18.48	未评级
301193.SZ	家联科技	17.53	1.49	1.18	1.45	22.22	14.80	12.11	未评级
301004.SZ	嘉益股份	38.80	2.72	3.15	3.78	10.95	12.31	10.25	未评级
301296.SZ	新巨丰	16.88	0.45	0.55	0.71	34.33	30.54	23.81	未评级
300888.SZ	稳健医疗	41.67	3.90	2.90	3.33	18.33	14.36	12.51	未评级
605099.SH	共创草坪	22.33	1.12	1.30	1.56	20.71	17.22	14.31	未评级
002790.SZ	瑞尔特	9.60	0.59	0.72	0.86	15.78	13.30	11.12	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

注：未评级公司预测数据取自 2023 年 06 月 30 日 Wind 一致预期，港股货币单位为港元，6 月 30 日港元与人民币的汇率为 1 港元=0.9218 人民币。

## 7、风险提示

- 1) **原材料价格波动的风险。**在成本结构中，原材料占比相对较高，若下游价格传导受限，则公司盈利能力有所波动。
- 2) **地产销售修复不达预期的风险。**受多方面的影响，房地产市场整体表现相对低迷，若后续修复不达预期则可能对地产后周期板块的需求端进一步承压。
- 3) **疫情扰动的不确定性风险。**部分细分领域有较多的线下消费场景，若疫情扰动反复，可能对消费的需求端产生相应影响。
- 4) **行业竞争加剧的风险。**轻工各个细分板块根据发展阶段不同，处在从分散到集中的过程中，若行业竞争加剧，则可能对竞争格局变化产生预期之外影响。
- 5) **重点关注公司业绩不及预期风险。**

## 【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究员，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

## 【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。