

轻工制造2023年中期策略报告： 需求稳步复苏，估值已具性价比

行业投资评级：强于大市

姓名：杨维维（首席分析师）

SAC编号：S1340522090007

邮箱：yangweiwei@cnpsec.com

中邮证券轻工医美团队

2023年6月5日

- **基本面触底，板块业绩改善可期。**受多种因素影响，2023Q1轻工制造板块业绩承压，板块估值及公募持仓比例均下降至历史底部，市场对地产 β 、消费需求等悲观预期反应较为充分。目前来看在手订单充足、行业需求稳步复苏、上游原材料价格下行以及汇率波动等，均对板块Q2业绩形成支撑，持续积极看好板块表现。
- **家居用品：**在手订单充足，Q2业绩改善可期。中长期持续受益存量房&二手房需求释放，家居套系化发展趋势、整装渠道更加考验家居企业综合实力，行业格局优化速度加快。**建议关注志邦家居、欧派家居、索菲亚、金牌厨柜*、好莱客；顾家家居、敏华控股、公牛集团*、慕思股份*。**此外，**建议关注高景气发展的智能家居赛道，建议关注瑞尔特、箭牌家居、好太太。**家居出口公司海外大客户库存去化顺利，订单边际向上，**建议关注嘉益股份*、匠心家居*、海象新材*、恒林股份。**
 - **文娱用品：**线下消费需求修复，文娱用品传统线下零售业务复苏，且B2B办公业务保持景气发展，**建议关注晨光股份、齐心集团；以及深耕镜片，业绩表现强劲的明月镜片；**黄金价格持续攀升，黄金珠宝销售市场火爆，**建议关注周大福*、老凤祥*、周大生*、潮宏基*、迪阿股份*。**
 - **造纸&个护：**木浆价格下行，高价原材料逐步消耗，生活用纸、特种纸、文化纸成本改善可期，此外需求端逐步回暖。**建议关注中顺洁柔、维达国际*；太阳纸业*、岳阳林纸*、华旺科技*、仙鹤股份*、五洲特纸*；百亚股份、豪悦护理*。**
 - **包装印刷：**成本下行带来盈利弹性，下游需求分化，龙头经营韧性。**建议关注：1) 金属包装：建议关注昇兴股份、宝钢包装*。2) 纸包装：建议关注裕同科技*、新巨丰。**
- **风险提示：**终端消费需求恢复不及预期风险；地产竣工、销售数据不及预期风险；竞争加剧风险；主要原料价格大幅上行风险。

目录

- 一 行情回顾：基本面触底，板块估值处于历史低点
- 二 家居用品：在手订单支撑Q2业绩，家居出口订单逐步改善
- 三 文娱用品：镜片、黄金珠宝市场火爆，B2B办公景气发展
- 四 造纸&个护：木浆价格下行，盈利修复可期
- 五 包装印刷：下游需求回暖，原材料价格同比下行
- 六 风险提示

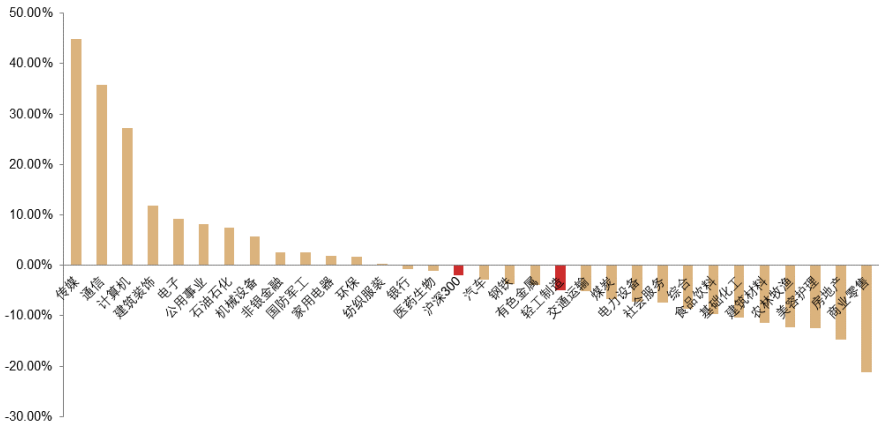


轻工制造行情回顾： 基本面触底，板块估值处于历史低点

1.1 板块表现：跑输大盘，包装印刷细分板块表现良好

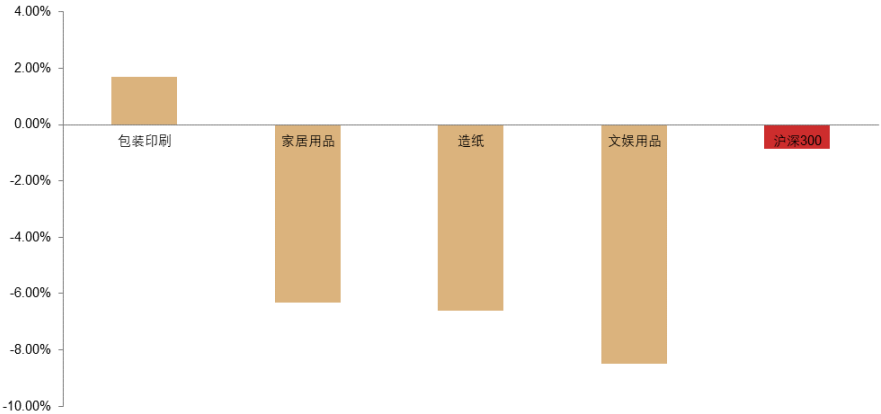
- **业绩短期承压，市场反应较为充分。**截至2023年5月底，SW轻工制造板块下跌4.86%，沪深300下跌1.89%，轻工制造板块落后大盘2.97个百分点，在申万一级行业中排名第19位，表现较弱，主要系终端消费需求释放不及预期以及企业订单及产能释放不充分，固定费用未摊薄导致2023Q1板块业绩承压。
- **包装印刷子行业表现良好，其他细分子版块表现均较弱。**截至2023年5月底，轻工制造细分子行业造纸、包装印刷、家居用品、文娱用品分别-6.77%、+2.72%、-7.49%、-8.82%，其中，包装印刷板块跑赢沪深300指数4.61pct，其他细分子行业则均跑输大盘。

图1：截至5月底，今年以来SW轻工制造板块下跌4.61%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图2：包装印刷子行业跑赢大盘



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 板块表现：估值、公募基金持仓比例均处于历史低点

- **目前板块估值处于历史底部水平。**截至2023年5月底，轻工制造板块PE_TTM(剔除负值)为22.59倍，自2011年1月1日以来，轻工制造板块PE_TTM（剔除负值）平均值为31.90倍，中位数为28.36倍，目前板块估值水平处于15.40%分位点，板块估值处于历史底部水平。
- **公募基金持股比例处于历史低点。**截至2023Q1，轻工制造板块公募基金持股比例为0.59%，自2010Q1以来板块公募基金持仓比例中位数为0.83%，持仓比例处于历史低点。细分板块看，截至2023Q1，包装、家居、造纸、文娱分别持股0.05%、0.36%、0.15%、0.04%，自2010Q1以来板块公募基金持仓比例中位数分别为0.09%、0.45%、0.15%、0.07%。

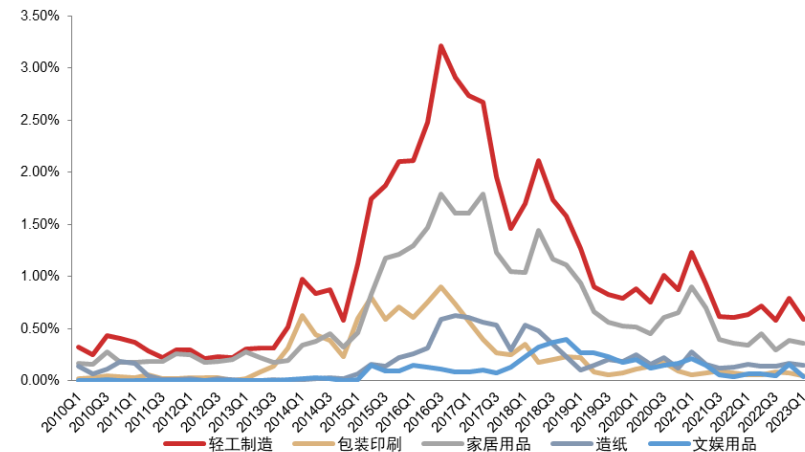
图3：轻工制造板块PE_TTM低位



资料来源：Wind，中邮证券研究所 备注：右轴为PE-TTM数据

请参阅附注免责声明

图4：轻工制造板块公募基金持仓比例处于历史低点

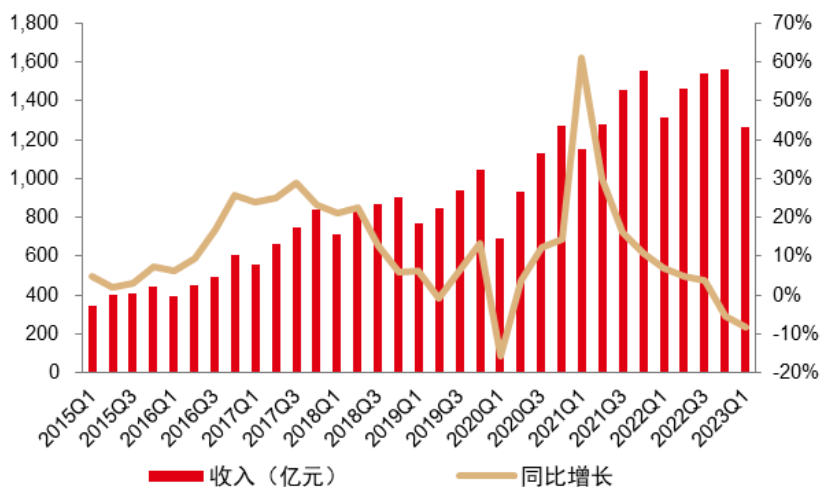


资料来源：同花顺，中邮证券研究所

1.3 板块业绩：基本面触底，业绩改善可期

- **基本面触底，2023Q2业绩确定性强。**2022年轻工制造板块收入为6063亿元，同比+1.96%；归母净利润为253亿元，同比-32.41%。2023Q1单季度板块收入为1266亿元，同比-8.38%；归母净利润为50亿元，同比-27.67%，收入同比承压，同比降幅略有扩大，主要为2022Q4终端消费客流下滑、需求释放、企业排产节奏放缓，利润端下滑幅度大于收入端，主要为年初以来随着下游消费需求的释放，各大家居企业加大对客流的抢夺，但由于订单及产能释放不充分，固定费用未摊薄，短期有所承压。**板块基本面触底，展望Q2，细分子行业家居公司在手订单水平较高，对Q2业绩形成支撑，且成本改善态势明确，基本面边际向上可期。**

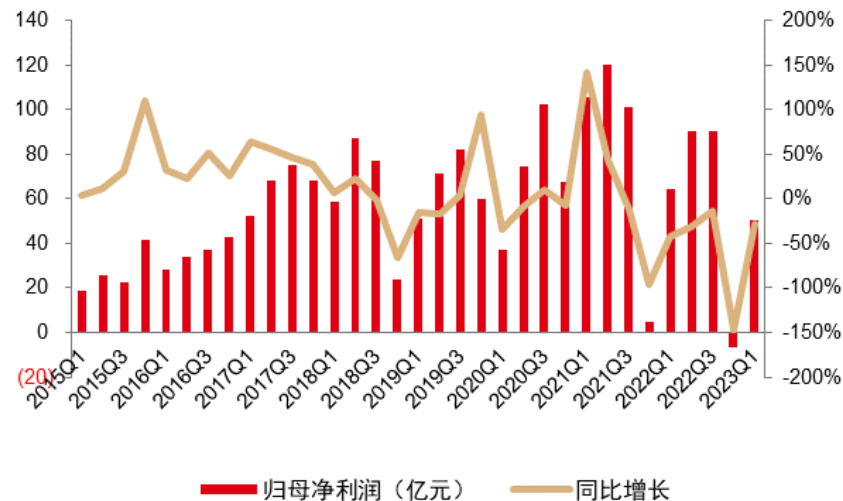
图5：2023Q1轻工板块收入同比-8.38%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图6：2023Q1轻工板块归母净利润同比-27.67%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

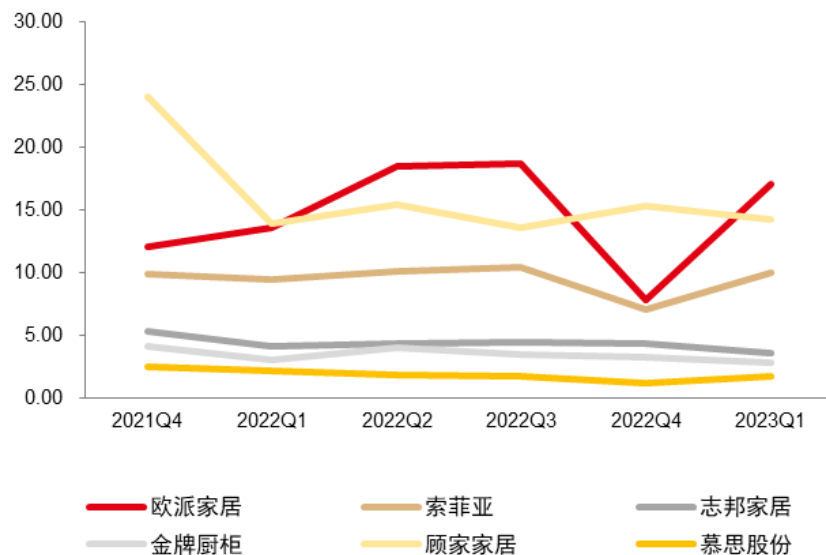


**家居板块：
在手订单支撑Q2业绩，家居出口订单逐步改善**

2.1 在手订单充足，618大促积极布局

- **在手订单充足，对Q2业绩有支撑。** 年后以来地产销售逐步恢复，企业生产、物流、营销以及家居消费需求释放等，各家公司加大促销力度，借助开门红、315大促、经销商峰会等活动，且营销模式不断创新，实现流量的不同抢夺，并快速将其转化为订单，从领先企业的在手订单看，头部企业在手订单保持较高水平，对Q2业绩有所支撑。
- **618大促进行时，全域营销加速抢抓客流。** 618大促活动期间为家居行业Q2传统促销旺季，今年618大促作为疫后的第一个年中大促，各家家居企业积极备战618，线上线下深度融合，全域营销加速，抢占市场、拉动销售，进一步扩大市场影响力。从本轮618大促来看，家居直播卖货逐步成为标配，消费者对于家居产品品质和舒适度以及个性化等要求逐步凸显。

图7：家居领先企业在手订单充足（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图8：家居618大促来袭

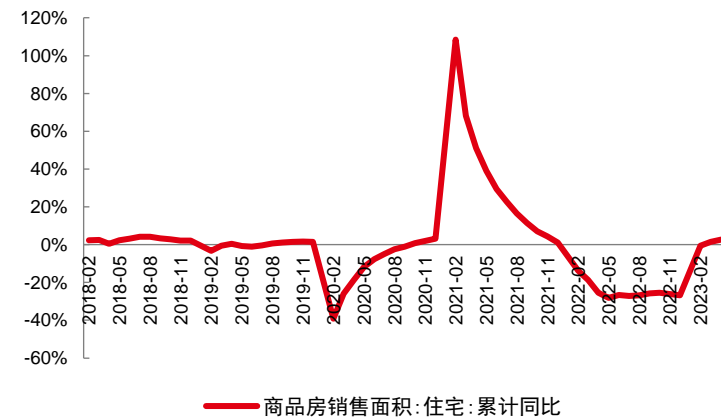


资料来源：各家天猫旗舰店，中邮证券研究所

2.2 竣工端表现较好，家具类零售温和复苏

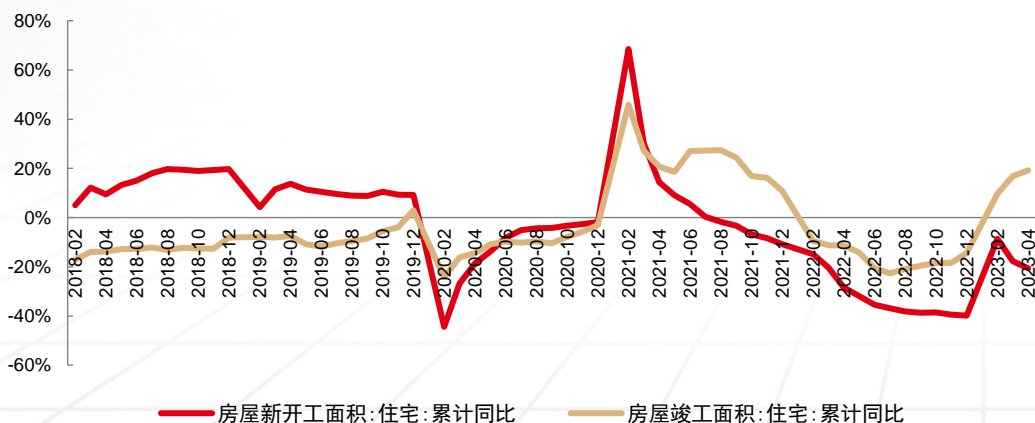
- **竣工端延续靓丽修复，销售端有所回暖。** 2023年以来竣工端延续逐月修复趋势，2023年1-4月住宅竣工面积累计同比+19.20pct，竣工端表现靓丽；销售面积持续改善，2023年1-4月商品住宅销售面积累计同比+2.70pct，新建商品房销售市场继续向好。
- **4月家具类零售温和复苏。** 对地产后周期家居板块而言，家具零售渠道订单有所受益修复，2023年4月家具类零售额累计同比+4.3%，呈温和复苏趋势，此外，618大促进行，各大家居公司积极备战，全域营销积极抢占市场份额。

图9：住宅销售面积有所回暖



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图10：住宅竣工面积持续修复



资料来源：Wind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图11：家具类零售温和复苏



资料来源：Wind，中邮证券研究所

- ### 图12：存量房市场需求持续释放



2.4 智能家居：千亿赛道，行业前景持续向好

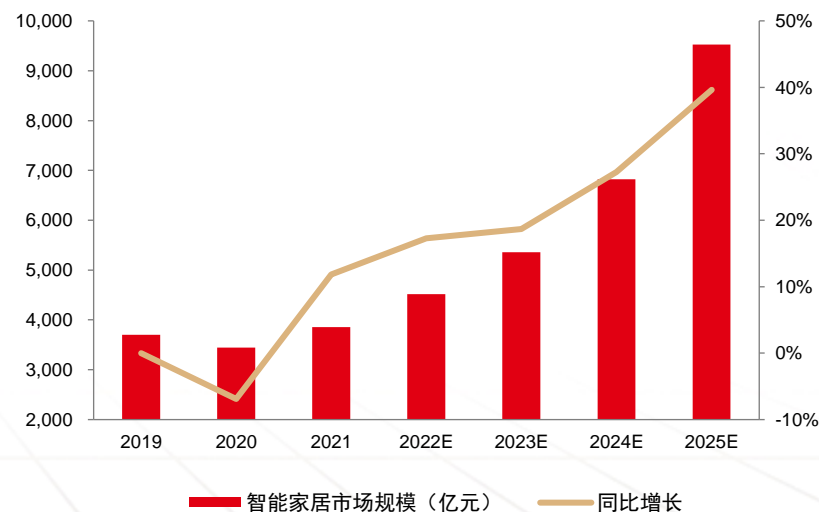
- **智能家居行业增速可观，AI技术整体渗透显著。**得益于居民可支配收入提高叠加消费者对居家幸福感及体验感的不懈追求，智能家居增速持续向上。据艾瑞咨询数据显示，2022年我国智能家居市场规模为4517亿元，2019至2025年复合增速可达17.07%。
- **智能家居产业链完善，入局者众多。**智能家居上游为元器件、底层技术提供商，中游为智能家居系统及设备制造商，包括如全屋智能以及智能单品，其中智能单品方面，智能马桶以及智能晾晒行业稳步发展，上市公司主要参与者包括公牛集团、好太太、瑞尔特、箭牌家居、惠达卫浴等在内，参与者众多。

图14：中国智能家居行业不断演进



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图15：智能家居千亿赛道

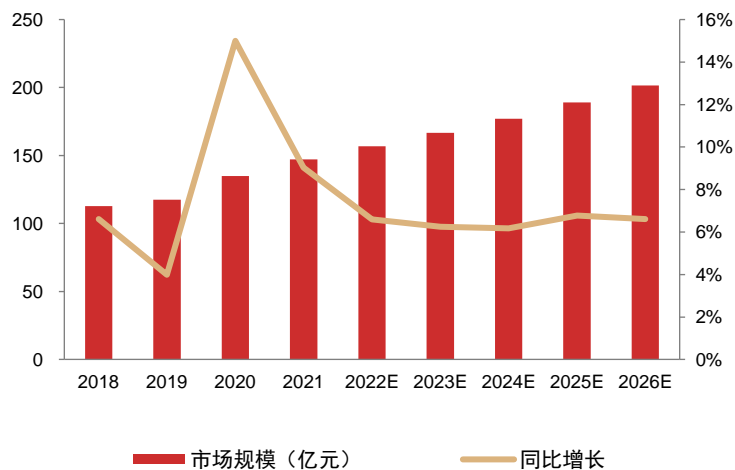


资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

2.5 智能马桶赛道高景气，智能晾衣机市场扩容

- **智能马桶景气发展，渗透率提升空间大。**据《中国智能坐便器行业发展白皮书》，我国智能马桶销量2020年430万台，2021年约491万台，其中，据奥维云网线上推总数据看，2022年智能马桶零售量同比+23%，智能马桶已经成为我国家电市场增速最快的品类之一，但对比海外，国内智能马桶渗透率不及10%，远低于日本、韩国、美国。此外，今年以来智能马桶产品轻量化智能化趋势明显，这对公司生产能力要求愈加严格，拥有良好的成本管控以及产品质量的公司有望持续受益。
- **智能晾衣机百亿规模。**据CSHIA数据，2019-2021年我国智能晾衣机市场规模由79亿元增至87亿元，晾衣架的销量由480万套增至600万套，预计2022年市场规模为104亿元，销量为720万套，到2024年市场总额有望到达150亿元，销量有望超过1000万套。智能晾衣机通过近五年的高速发展，已达百亿市场规模，但渗透率不足7%。随着众多企业布局智能家居赛道，主力消费群体对享受型家居产品品质体验追求的提升，渗透率有望提升。

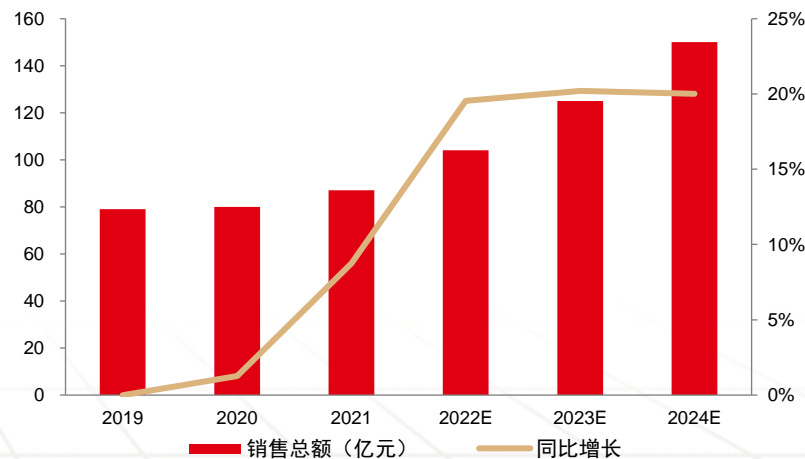
图16：智能坐便器市场规模持续扩大



资料来源：奥维云网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图17：智能晾衣机百亿规模

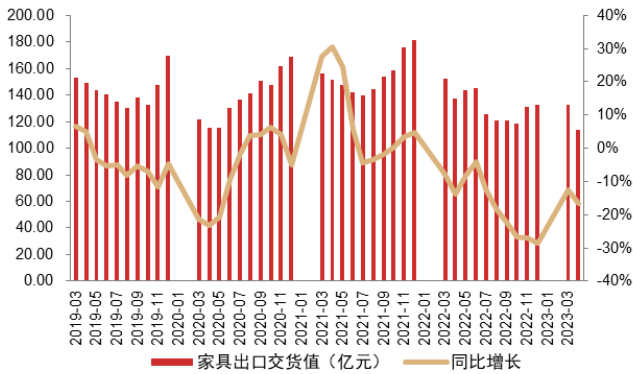


资料来源：《2022智能晾衣机产业发展白皮书》，CSHIA，中邮证券研究所

2.6 家居出口：订单持续恢复，业绩分化明显

- **境外大客户去库存顺利，订单逐步恢复。**2023年3月起家具出口交货值同比降幅大幅缩窄，海外大客户库存去化进展顺利，且目前来看，海外大客户库存保持较低水平，部分产品品类订单逐步恢复同比增长。
- **家居出口业绩表现分化，保温杯等部分品类业绩保持高增。**从上市公司业绩表现看，表现相对分化，其中，保温杯、PVC地板、升降桌等部分家居2022年及2023Q1业绩整体表现亮眼，且目前在手订单仍较为充足，部分新客户拓展良好、新增产能爬坡叠加原材料价格下行，有望保持高增长。

图18：家具出口交货值同比降幅收窄



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图19：部分家具出口公司表现靓丽

证券代码	公司简称	2022年				2023Q1				2022年海外业务	
		收入 (亿元)	收入YOY	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY	收入 (亿元)	收入YOY	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY	收入占比	
301356.SZ	天振股份	29.67	-7%	3.79	36%	1.77	-80%	0.48	-44%	100%	
003011.SZ	海象新材	18.94	5%	2.13	119%	4.33	7%	0.67	291%	99%	
301061.SZ	匠心家居	14.63	-24%	3.34	12%	4.28	-7%	0.77	9%	99%	
603709.SH	中源家居	7.22	-29%	(0.42)	-173%	2.07	-4%	0.06	148%	97%	
002489.SZ	浙江永强	82.19	1%	2.17	73%	24.37	-23%	4.06	196%	97%	
603221.SH	爱丽家居	7.99	-26%	(0.36)	-706%	1.61	-32%	(0.15)	-40%	96%	
301004.SZ	嘉益股份	12.60	115%	2.72	231%	2.42	32%	0.53	61%	95%	
300729.SZ	乐歌股份	32.08	12%	2.19	18%	7.96	4%	3.91	2047%	91%	
603610.SH	麒盛科技	26.63	-10%	0.26	-93%	6.97	-6%	0.24	-57%	90%	
603313.SH	梦百合	80.17	-1%	0.41	115%	16.99	-21%	0.17	-46%	85%	
002615.SZ	哈尔斯	24.28	2%	2.06	52%	3.62	-36%	0.04	-88%	84%	
603600.SH	永艺股份	40.55	-13%	3.35	85%	6.97	-31%	0.52	9%	79%	
603661.SH	恒林股份	65.15	13%	3.53	5%	16.94	21%	0.78	7%	76%	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.7 家居出口：人民币贬值，海运费回归常态

- **汇率贬值增厚汇兑收益，海运费基本回归常态。**美元兑人民币自3月以来持续上行，截至2023年6月2日，美元兑人民币为7.09，Q2平均汇率为6.95，同比+5%，人民币贬值持续有利于家居出口企业。此外，海运费价格回归到疫前平稳水平，有助于缩短出口家具企业订单交付周期以及盈利端持续向上。

图20：人民币汇率贬值



资料来源：Wind，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图21：海运费基本回归常态



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.8 家居重点个股盈利预测与估值

- **定制&软体家居**：地产政策催化，短期估值修复，业绩改善首先体现在竣工端的工程渠道，零售渠道订单预计随着保交付推进以及地产政策效应发挥有待修复。建议关注**志邦家居、欧派家居、索菲亚、金牌厨柜*、好莱客**；**顾家家居、敏华控股、公牛集团*、慕思股份***。
- **智能家居**：智能马桶赛道景气发展，渗透率有较大提升空间，建议关注**瑞尔特、箭牌家居**；**好太太（智能晾衣机）**。
- **家居出口**：海外大客户去库存顺利，订单持续回暖，优选景气子行业，建议关注**嘉益股份*、匠心家居*、恒林股份、海象新材***。

图22：家居重点个股盈利预测与估值

类型	公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE		
					22A	23E	24E	22A	23E	24E
定制家居	603833.SH	欧派家居	577.78	94.85	4.41	5.14	5.94	22	18	16
	002572.SZ	索菲亚	142.51	15.62	1.17	1.42	1.66	13	11	9
	603801.SH	志邦家居	85.00	27.26	1.62	2.04	2.38	17	13	11
	603180.SH	金牌厨柜*	47.37	30.71	1.80	2.57	3.12	17	12	10
	603898.SH	好莱客*	31.32	10.06	1.38	0.99	1.16	7	10	9
软体家居	603816.SH	顾家家居	290.13	35.30	2.20	2.51	2.96	16	14	12
	1999.HK	敏华控股	201.18	5.13	0.49	0.61	0.70	10	8	7
	001323.SZ	慕思股份*	119.68	29.92	1.87	2.08	2.46	16	14	12
智能家居	002790.SZ	瑞尔特	35.44	8.48	0.50	0.59	0.72	17	14	12
	001322.SZ	箭牌家居	156.04	16.16	0.61	0.74	0.89	26	22	18
	603848.SH	好太太	55.34	13.80	0.55	0.81	0.98	25	17	14
家居出口	301004.SZ	嘉益股份*	34.56	33.22	2.72	3.06	3.67	12	11	9
	301061.SZ	匠心家居*	43.72	34.16	4.59	2.83	3.46	7	12	10
	603661.SH	恒林股份	47.32	34.03	2.54	3.29	3.89	13	10	9
	003011.SZ	海象新材*	27.77	27.05	0.94	2.83	3.47	29	10	8
其他	603195.SH	公牛集团*	910.03	151.40	4.63	6.19	7.21	33	24	21

资料来源：Wind，中邮证券研究所 注：截至日期为2023年5月31日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自Wind一致预期

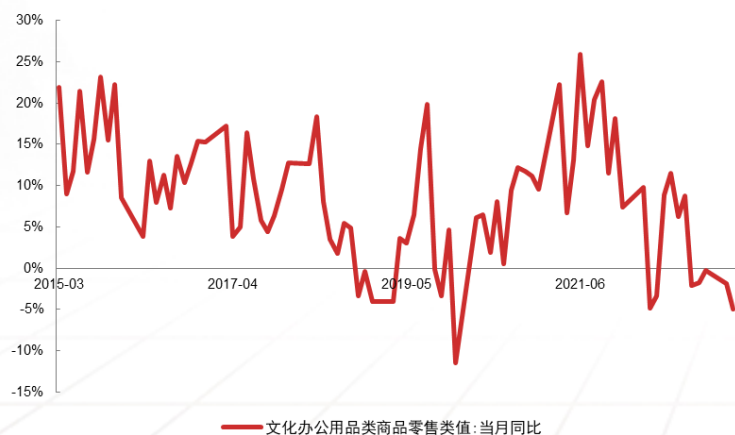
三

文娱用品：
镜片、黄金珠宝市场火爆，B2B办公景气发展

3.1 文化办公用品零售端复苏，功能性镜片需求旺盛

- **线下客流恢复，文化办公用品零售端复苏。**2023年4月文化办公用品零售额同比-4.90%，自去年10月以来保持下滑态势，但是从终端来看，年后以来购物中心和校边店等终端线下消费场景持续修复，终端客流有所增加，文化办公用品零售端保持稳步复苏态势，龙头企业晨光3月开始逐步恢复，从而带来2023Q1传统主业收入恢复同比个位数增长，传统主业逐步复苏。
- **功能性镜片需求旺盛，国内镜片市场快速发展。**高近视率提高了镜片市场的功能性镜片及高折射率镜片的需求，青少年近视防控问题则催化了青少年近视管理镜片的发展，2021年头部镜片厂商推出功能性镜片明星产品，市场需求旺盛，据艾瑞咨询，2021年镜片市场规模约345亿元，预计2025年市场规模突破470亿元。从明月镜片表现看，自春节后，线下客流恢复，配镜需求得到快速释放，公司2023Q1收入端恢复高增（22Q3/22Q4/23Q1收入同比+21.93%/+1.62%/+26.00%），收入增长表现强势。

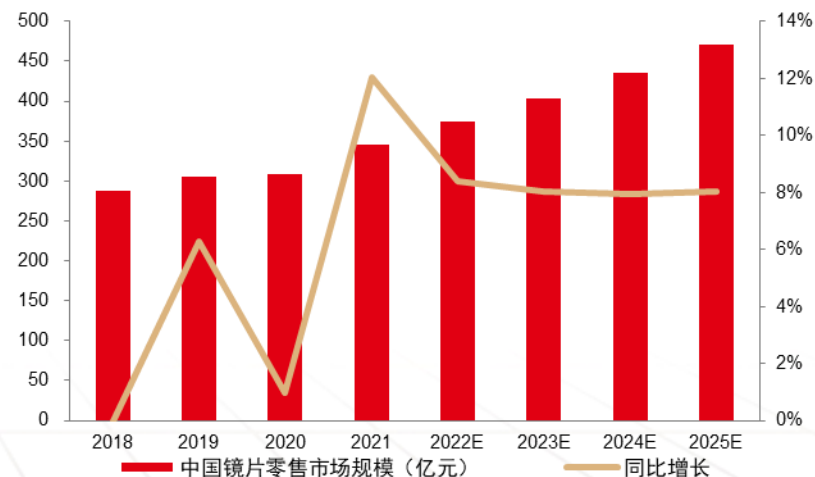
图23：4月限额以上文化办公用品零售额同比-4.9%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图24：国内镜片零售规模稳步增长

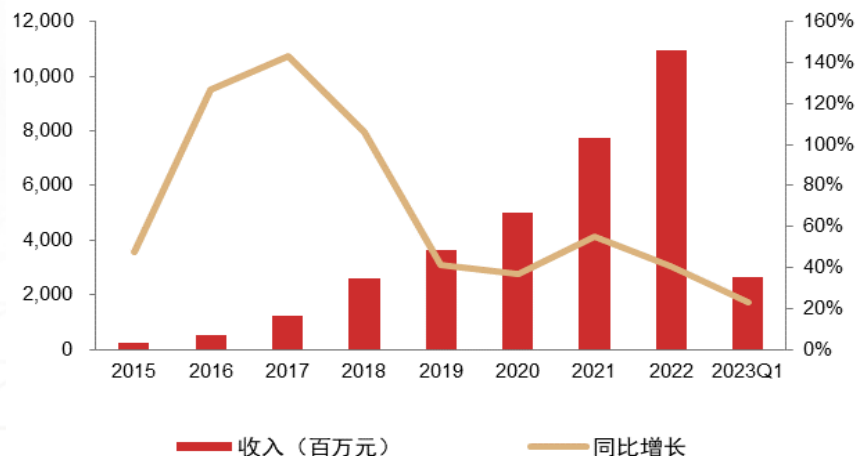


资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

3.2 B2B办公集采业务景气发展，行业空间巨大

- **B2B办公集采业务景气发展，空间巨大。**据齐心公告，根据2023年3月中国物流与采购联合会，2022年我国公共采购的交易规模和质量效益均明显提升，数字化转型获得快速发展，其中超过三成的国企数字化采购比例超过50%。2022年我国公共采购和公共资源交易规模继续提升，其中，全国国有企业采购招标总额超过38万亿元，行业空间巨大，晨光科力普、齐心等头部公司聚焦政府、央国企、金融客户等优质大客户，业务层面加强MRO供应链、营销礼品、员工福利等高毛利率业务拓展，科力普收入保持高增，且净利率逐步提升，2022年科力普收入同比+41%，净利率提升至3.4%，2023Q1继续保持两位数增长；齐心由于去年及今年Q1持续优化客户结构，加大对客户回款，业绩短期承压，但其应收账款大幅下降，且经营活动现金流表现靓丽，经营质量提升明显，期待高质量发展。

图25：晨光科力普收入延续高增



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图26：齐心成功中标南方电网办公物资、MRO电商化采购项目



资料来源：公司官方公众号，中邮证券研究所

3.3 黄金价格攀升，黄金珠宝市场供销两旺

- **黄金价格攀升，目前达历史高点。**在全球经济不明朗，外部摩擦不断等背景下，消费者避险及保值需求提升，使得黄金价格自2019年初持续走高，2022年下半年金价开启新一轮的上涨，截止2023年5月30日，黄金现货价达到448.73元/克，较2023年年初+9.32%，同比+12.79%，目前金价已触达历史高点。
- **终端金银珠宝需求旺盛。**黄金价格持续走高，近年来受黄金工艺持续升级、黄金IP合作、产品附加值开发等推动，黄金产品销售持续走强，终端消费需求旺盛，2023年3月金银珠宝零售额同比+37.4%，4月金银珠宝类零售额同比+44.7%，终端消费逐月向上。从上市公司业绩表现看，受益于黄金首饰销售，2023Q1老凤祥、周大生、潮宏基收入分别同比+33.17%、+49.65%、+21.59%，归母净利润分别同比+76.10%、+26.06%、+30.11%，业绩表现靓丽。

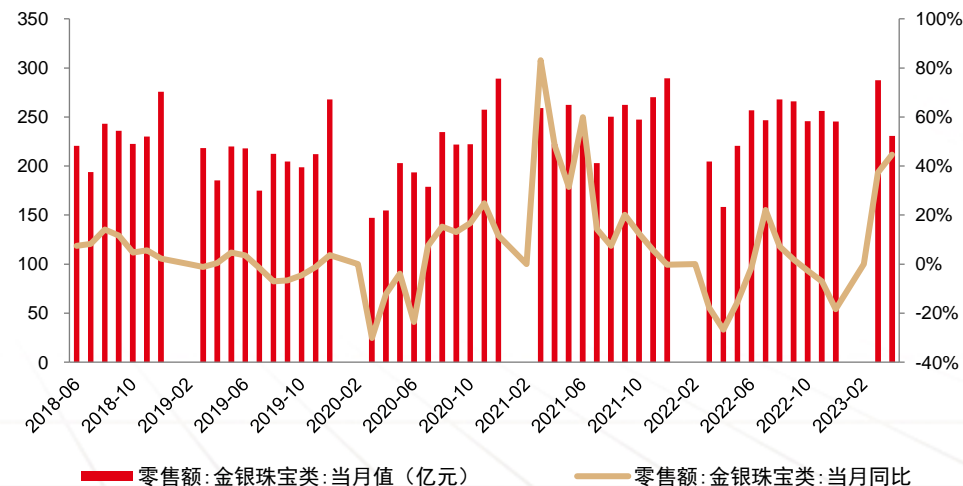
图27：金价持续攀升



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图28：4月金银珠宝类零售额同比+44.7%



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

3.4 文娱用品重点个股盈利预测与估值

- **文娱用品**：线下消费需求逐步修复，文娱用品传统线下零售业务复苏，功能性镜片市场需求旺盛，且B2B办公业务保持景气发展；
- **文娱**：建议关注**晨光股份**、**齐心集团**；以及深耕镜片，业绩表现强劲的**明月镜片**。
- **珠宝**：黄金价格持续攀升，黄金珠宝销售市场火爆，建议关注**周大福***、**老凤祥***、**周大生***、**潮宏基***、**迪阿股份***。

图29：文娱用品重点个股盈利预测与估值

类型	公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE		
					22A	23E	24E	22A	23E	24E
文娱	603899.SH	晨光股份	394.13	42.52	1.38	1.90	2.26	31	22	19
	002301.SZ	齐心集团	52.58	7.29	0.18	0.35	0.46	41	21	16
	301101.SZ	明月镜片	91.45	45.38	1.01	1.27	1.55	45	36	29
珠宝	1929.HK	周大福*	1,386.00	13.86	0.67	0.67	0.84	21	21	17
	600612.SH	老凤祥	250.39	63.04	3.25	4.09	4.77	19	15	13
	002867.SZ	周大生*	185.10	16.89	1.01	1.25	1.47	17	14	12
	002345.SZ	潮宏基*	63.17	7.11	0.22	0.46	0.57	32	16	13
	301177.SZ	迪阿股份*	159.44	39.86	1.82	2.26	2.81	22	18	14

资料来源：Wind，中邮证券研究所 注：截至日期为2023年5月31日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自Wind一致预期

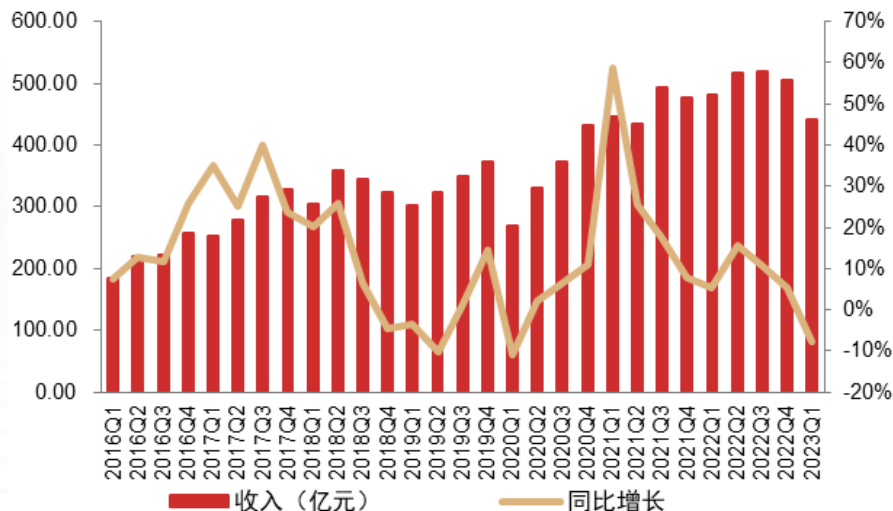
四

造纸&个护：
木浆价格下行，盈利修复可期

4.1 板块业绩承压，利润端降幅同比收窄

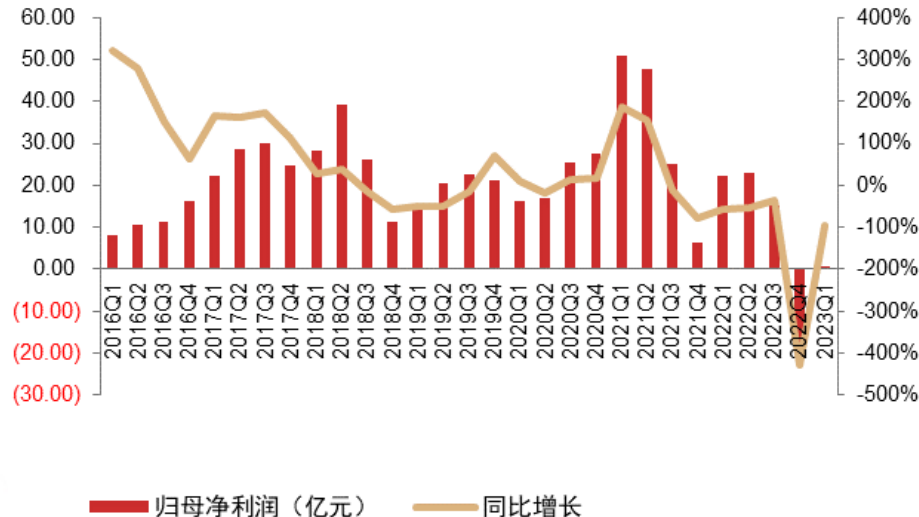
- **板块业绩短期承压，利润端降幅收窄。**2022年造纸板块收入为2021亿元，同比+9.13%；归母净利润为40亿元，同比-69.14%，需求刚性，收入稳健增长，但受主要原材料木浆价格高位影响，成本承压导致利润端大幅下滑；2023Q1单季度板块收入为442亿元，同比-7.92%；归母净利润为0.76亿元，同比-96.57%，收入端承压，主要系下游终端市场需求整体恢复较弱；利润承压，但同比降幅收窄，主要为随着海外浆厂陆续投产、国内浆纸一体化持续推进，木浆价格下行带来盈利向上。

图30： 23Q1造纸板块收入同比-7.92%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图31： 23Q1造纸板块归母净利润同比-96.57%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.2 纸企收入表现稳健，利润普遍承压

- **各品类纸企收入表现稳健，利润端普遍承压。**分品类看，特种纸、文化纸、生活用纸等纸企收入表现稳健，主要得益于特种纸下游需求分散，而文化纸、生活用纸则需求相对刚性；而利润端则普遍承压，主要受上游原材料价格高位运行、市场竞争激烈等影响，虽各家原材料库存周期存在一定差异，2023Q1毛利率仍处于筑底阶段，但上游木浆价格持续回落，今年包括文化纸、特种纸、生活用纸在内的木浆系纸毛利率改善态势确定，其中，太阳等领先纸企持续推进国内浆纸一体化，进一步降低海外原材料对业绩影响。

图32：造纸&个护部分领先个股2022年&2023Q1业绩表现

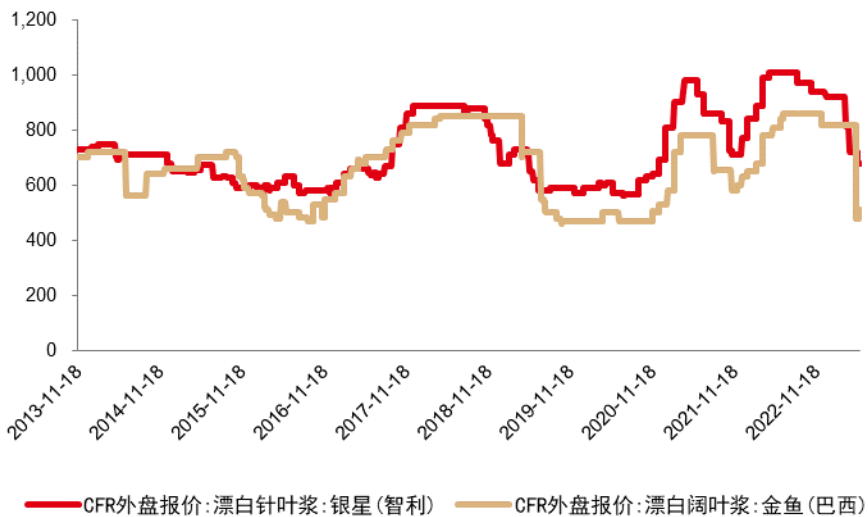
申万行业 分类	证券代码	公司简称	2022年				2023Q1			
			收入 (亿元)	收入YOY	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY	收入 (亿元)	收入YOY	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY
特种纸	605007.SH	五洲特纸	59.62	62%	2.05	-47%	12.58	-5%	(0.30)	-129%
	603733.SH	仙鹤股份	77.38	29%	7.10	-30%	18.37	10%	1.22	-16%
	605377.SH	华旺科技	34.36	17%	4.67	4%	9.14	21%	1.08	-4%
	600433.SH	冠豪高新	80.86	9%	3.87	179%	16.25	-5%	0.08	-79%
	002012.SZ	凯恩股份	13.92	-24%	0.53	-43%	2.85	-9%	0.49	249%
	600103.SH	青山纸业	29.21	2%	2.08	9%	7.03	-10%	0.60	-7%
	002521.SZ	齐峰新材	31.19	-16%	0.08	-95%	7.96	-5%	(0.02)	-109%
大宗用纸	002078.SZ	太阳纸业	397.67	24%	28.09	-4%	98.05	1%	5.66	-16%
	600963.SH	岳阳林纸	97.81	25%	6.16	107%	25.22	51%	0.87	-30%
	600567.SH	山鹰国际	340.14	3%	(22.56)	-249%	63.51	-20%	(3.41)	-271%
	000488.SZ	晨鸣纸业	320.04	-3%	1.89	-91%	61.56	-28%	(2.75)	-342%
	600966.SH	博汇纸业	183.62	13%	2.28	-87%	41.62	1%	(4.97)	-375%
	003006.SZ	百亚股份	16.12	10%	1.87	-18%	5.23	21%	0.80	45%
	605009.SH	豪悦护理	28.02	14%	4.23	17%	6.32	23%	0.79	45%
生活用纸	301009.SZ	可靠股份	11.86	0%	(0.43)	-209%	3.19	-1%	0.11	467%
	001206.SZ	依依股份	15.16	16%	1.51	32%	2.84	-20%	(0.02)	-112%
	002511.SZ	中顺洁柔	85.70	-6%	3.50	-40%	20.61	9%	0.89	-33%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.3 木浆供应面充裕，浆价大幅下行

- **木浆供应面充裕，内外盘报价大幅下调。**据Fastmarkets RISI，UPM、Arauco等新增产能释放，且未来3年全球阔叶浆、针叶浆等新增产能规模较大，供应面持续充裕，而需求端目前来看整体偏弱，且另外部分国内造纸企业加快浆纸一体化进程，对外依存度或有所下降，木浆外盘内盘价格今年以来尤其是Q2大幅下行，截至目前，漂针浆、漂阔浆CFR到岸价分别为680、510美元/吨，分别较年初下降240、310美元/吨，下降幅度分别为26%、38%；国内针叶浆、阔叶浆现货价分别为5250、4050元/吨，较年初分别下降2080、2350元/吨，下降幅度分别为28%、37%，浆价大幅下行，木浆系纸种成本端有望改善。

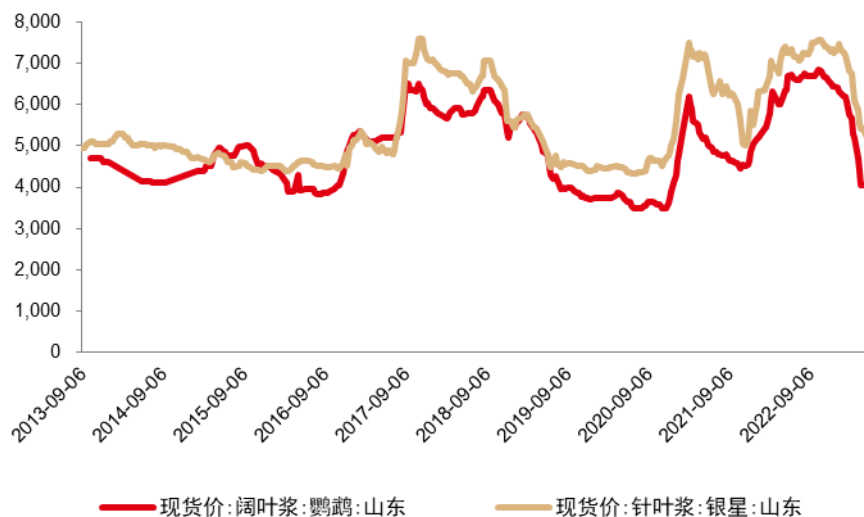
图33：木浆外盘报价下调（美元/吨）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图34：木浆内盘价格加速下行（元/吨）

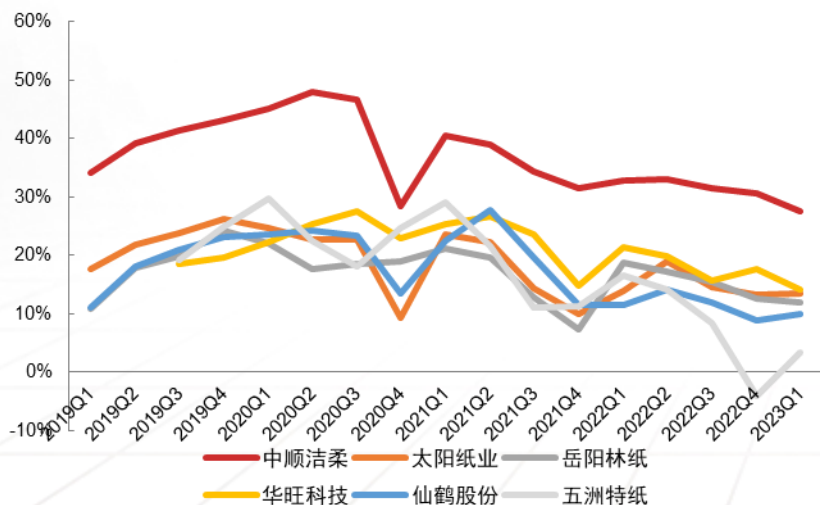


资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.4 高价木浆库存持续消化，木浆系下半年盈利改善可期

- **木浆价格波动对木浆系纸种盈利影响较大。**生活用纸以中顺洁柔为例，纸浆占其生产成本比重40%-60%；特种纸以华旺科技为例，原材料成本占其营业成本比重为8成以上，且木浆采购占原材料采购5成以上。2022年以来浆价一路上行，且于2022Q2达到自2015年来的高点，并维持至2022Q4，下游生活用纸、特种纸毛利率、净利率分别达历史低点。
- **高价木浆库存持续消化，盈利改善可期。**受木浆价格高位影响，2023Q1木浆系纸种毛利率水平承压。随着木浆价格下行、公司高价原材料库存逐步消化，我们预计下半年木浆系纸种毛利将有所改善。此外，为应对原材料价格上涨、终端需求疲软带来的不利影响，2022年下半年部分企业持续通过降本增效、优化产品结构积极应对，内控强化，净利率表现良好。

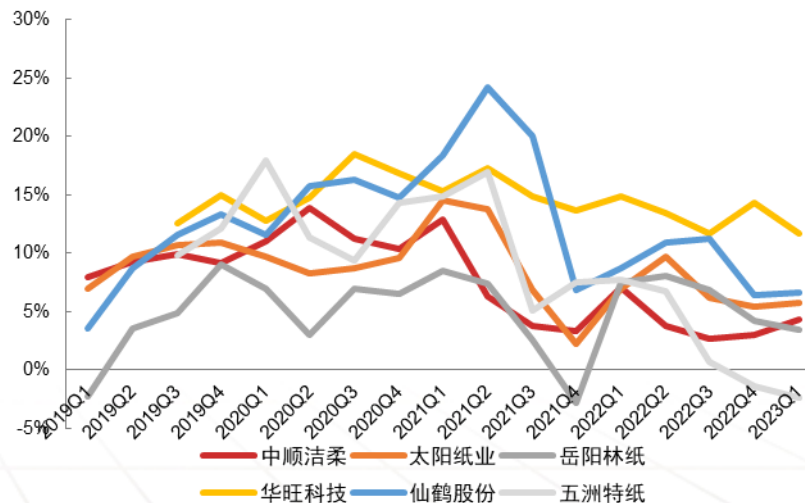
图35：木浆系纸种毛利率承压



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图36：木浆系纸种净利率仍处低位

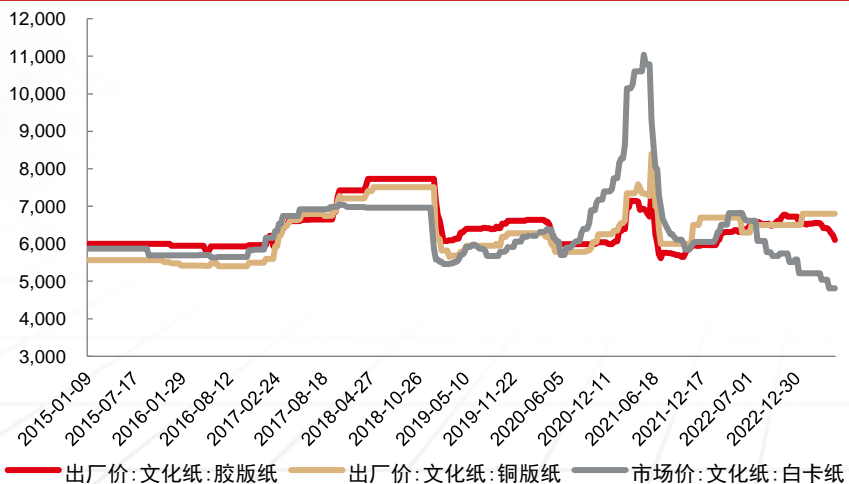


资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.5 供需格局改善有限，大宗纸价格承压

- **文化纸价格有所松动，短期处于探底阶段。**2023年年初铜版纸、胶版纸出厂价分别为5963、6700元/吨，白卡纸市场价为6052.5元/吨，截止2023年5月26日铜版纸、胶版纸出厂价分别为6100、6800元/吨，白卡纸市场价为4810元/吨。2023年3月以来，铜版纸、胶版纸价格稳中偏弱，3月上旬各省教辅教材、出版社招标订单陆续投放，加之部分党建订单释放，出厂价以坚挺为主。进入3月下旬，一些中小纸厂接单情况转弱叠加浆价下行，价格有所松动。白卡纸方面，预计新增产能释放&市场整体需求偏弱&纸浆价格承压，白卡纸市场价走势持续下行，短期市场仍处于探底阶段。
- **包装纸供需格局改善有限，预计价格持续下行。**2023年年初箱纸板、瓦楞纸出厂价分别为5615、4175元/吨，白板纸市场价为5130元/吨，截至2023年5月26日箱纸板、瓦楞纸出厂价分别为5240、3050元/吨，白板纸市场价为4330元/吨。2022年箱纸板、瓦楞纸受下游需求偏弱叠加产能释放等多重因素影响，价格持续走低，白板纸终端需求整体偏弱，供需格局改善有限，市场运行乏力，预计白板纸纸价仍有下行压力。

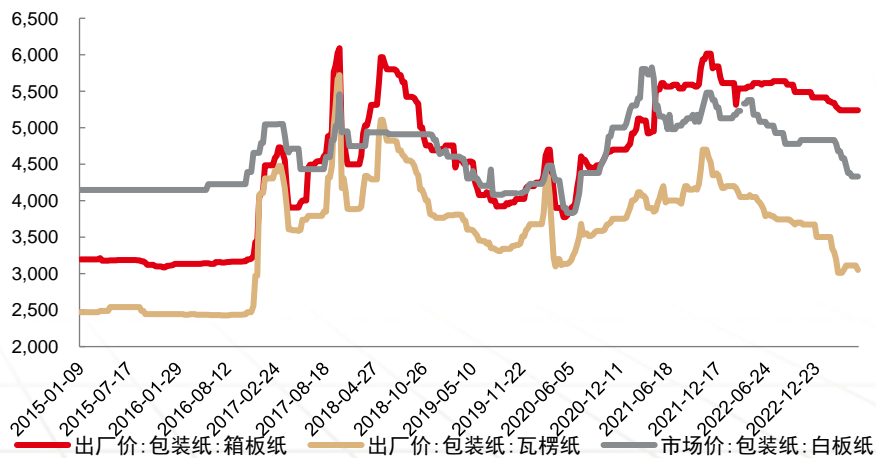
图37：文化纸价格走势



资料来源：同花顺，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图38：包装纸价格走势



资料来源：同花顺，中邮证券研究所

4.6 个护：个护需求刚性，龙头业绩稳健

- **个护需求刚性，业绩表现良好。** 个护需求相对刚性，细分来看，女性卫生巾、婴儿纸尿裤市场渗透率高，且随着健康护理意识及消费能力增强，行业消费呈高端化趋势；成人失禁用品目前仍处于初期，市场快速增长，银发经济下，成人失禁用品具有较大发展前景。个护市场规模稳步发展。从上市公司收入增速看，23Q1百亚、豪悦、可靠、依依收入增速分别为20.99%、22.79%、-0.88%、-19.51%，百亚及豪悦表现良好。
- **个护用品高端化趋势，龙头盈利水平平稳波动。** 个护用品行业下游需求相对刚性，品牌黏性较强，龙头企业业绩相对稳定，毛利率水平受原材料影响相对较低，盈利水平相对稳定，百亚股份毛利率保持在45%-50%，豪悦护理毛利率均保持在20%-25%。

图39：个股收入同比增速

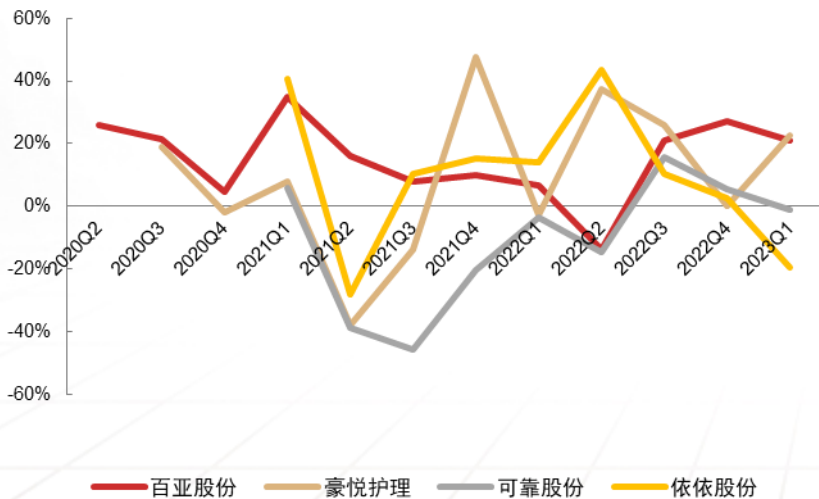
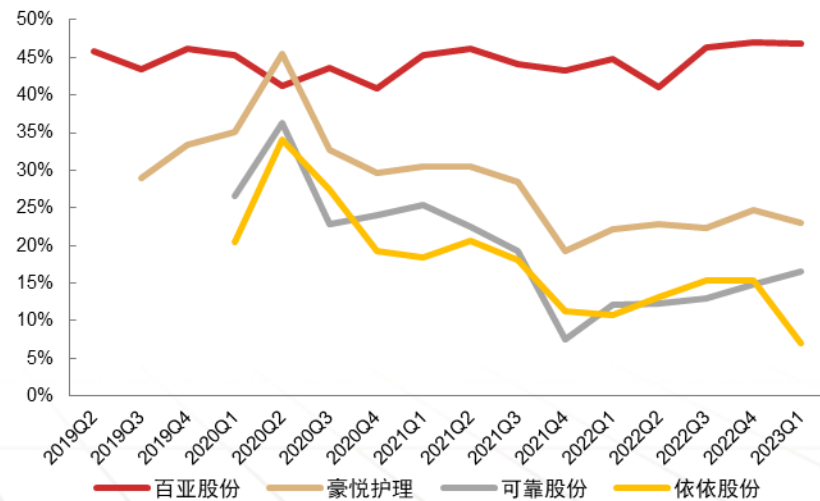


图40：百亚、豪悦等个护公司毛利率波动



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.7 造纸&个护重点个股盈利预测与估值

- **造纸&个护：预计随着新增产能释放，木浆价格下行预期逐步兑现，生活用纸、特种纸盈利弹性有望释放。**
- 1) 生活用纸：推荐**中顺洁柔**（管理改善，渠道&产品优化调整，成本下行带来利润弹性）、建议关注**维达国际***；
- 2) 生活用纸：建议关注**太阳纸业***、**岳阳林纸***；
- 2) 特种纸：建议关注**华旺科技***、**仙鹤股份***、**五洲特纸***；
- 3) 个护：建议关注**百亚股份**、**豪悦护理***。

图41：造纸&个护个股重点个股盈利预测与估值

类型	公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE		
					22A	23E	24E	22A	23E	24E
生活用纸	002511.SZ	中顺洁柔	156.14	11.70	0.27	0.46	0.57	43	25	21
	3331.HK	维达国际*	226.70	18.84	0.59	0.98	1.41	32	19	13
文化纸	002078.SZ	太阳纸业*	292.88	10.48	1.04	1.10	1.29	10	9	8
	600963.SH	岳阳林纸*	114.57	6.35	0.35	0.41	0.48	18	15	13
特种纸	605377.SH	华旺科技*	67.54	20.33	1.46	1.71	2.01	14	12	10
	603733.SH	仙鹤股份*	157.29	22.28	1.01	1.67	2.18	22	13	10
	605007.SH	五洲特纸*	58.16	14.52	0.51	1.39	1.85	28	10	8
个护	003006.SZ	百亚股份	75.05	17.44	0.44	0.55	0.69	40	32	25
	605009.SH	豪悦护理*	77.89	50.18	2.69	3.39	4.05	19	15	12

资料来源：Wind，中邮证券研究所 注：截至日期为2023年05月31日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自Wind一致预期

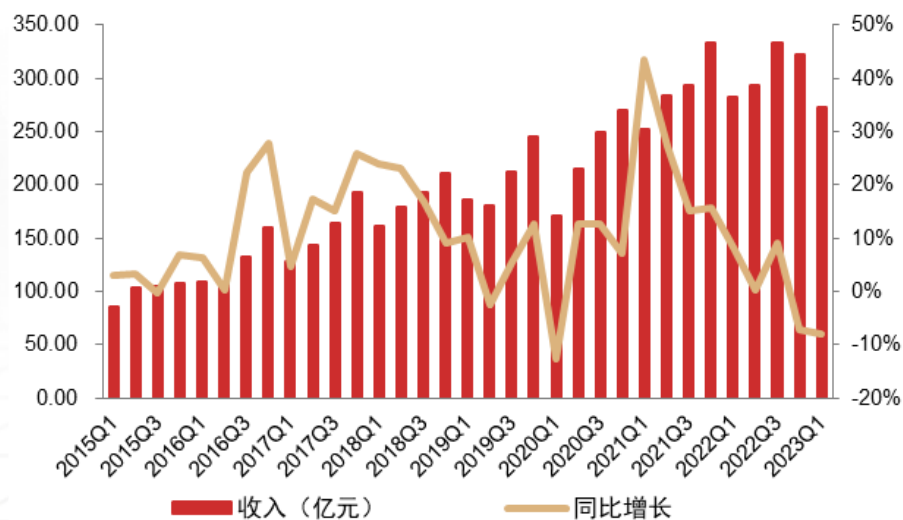
五

包装印刷：
下游需求回暖，原材料价格同比下行

5.1 收入端承压，利润端同比降幅收窄明显

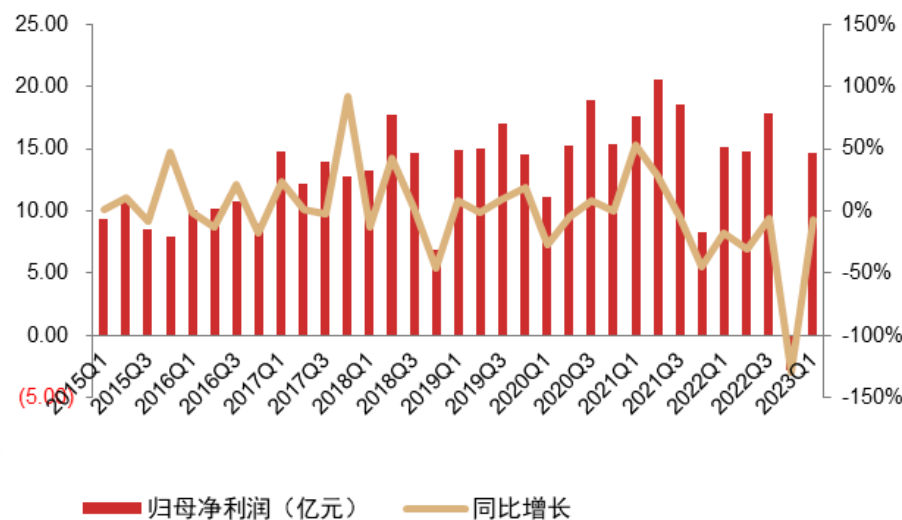
- 收入端略有承压，利润同比降幅收窄。**2022年包装印刷板块收入为1263亿元，同比+1.73%；归母净利润为47亿元，同比-34.53%，全年来看，包装印刷板块收入增长较为稳健，受原材料价格波动影响，利润端有所承压。2023Q1单季度板块收入为273亿元，同比-7.88%；归母净利润为15亿元，同比-7.62%，收入端承压主要系2022Q4终端接单及交付有所放缓，但得益于原材料价格高位回落、部分智能化工厂推进以及降本增效等举措，利润端同比降幅收窄明显。**随着终端消费陆续恢复、原材料价格下行，板块收入及利润有望双升。**

图42： 23Q1包装印刷板块收入同比-7.88%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图43： 23Q1包装印刷板块归母净利润同比-7.62%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

5.2 个股业绩表现分化，龙头业绩平稳

- **业绩表现分化，龙头业绩平稳。**我们选取纸包装、金属包装行业领先企业看，业绩表现相对分化，其中，纸包装中受益于无菌包装行业国产化替代趋势，公司增加产线提高产能利用率以及产品品类拓展，新巨丰收入增长强劲，且利润端受益于产品结构持续优化，上游原纸、铝箔、聚乙烯等原材料价格进入下行通道表现靓丽；另外，裕同、宝钢、昇兴等通过抢占大客户份额，新客户放量，收入平稳增长，但利润端均有所承压，主要为竞争激烈以及上游包装纸、铝材、马口铁价格整体高位影响。

图44：包装印刷部分领先个股2022年&2023Q1业绩表现

申万行业 分类	证券代码	公司简称	2022年				2023Q1			
			收入 (亿元)	收入YOY	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY	收入 (亿元)	收入YOY	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY
纸包装	301296.SZ	新巨丰	16.08	29%	1.70	8%	4.33	24%	0.42	19%
	002831.SZ	裕同科技	163.62	9%	14.88	45%	29.12	-14%	1.81	-18%
	002228.SZ	合兴包装	153.75	-12%	1.32	-39%	29.77	-24%	0.32	-39%
金属包装	601968.SH	宝钢包装	85.43	22%	2.68	1%	17.59	-5%	0.61	-4%
	002752.SZ	昇兴股份	68.78	21%	2.09	23%	15.36	2%	0.53	5%
	002701.SZ	奥瑞金	140.67	1%	5.65	-37%	33.52	-2%	2.11	2%
	002969.SZ	嘉美包装	29.81	-14%	0.17	-90%	7.97	13%	0.24	306%

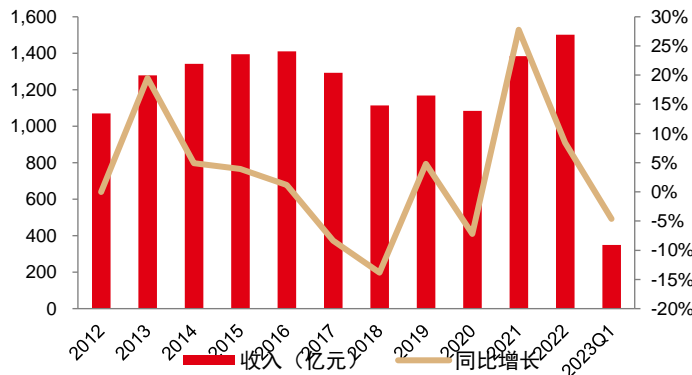
资料来源：Wind，中邮证券研究所

5.3 金属包装：成本压力有所释放，业绩改善可期

23Q1业绩有所承压，原材料价格同比下滑。据中国包装联合会数据显示，2023Q1金属包装行业收入349.49亿元，同比-4.64%，主要系2022Q4终端订单接单及交付放缓。从原材料方面，金属包装原材料铝材、马口铁等价格保持平稳，其中，以铝期货结算价为例，截至2023年5月底，铝期货结算价为1.80万元/吨，较年初略有下滑，较去年同期下降14%，对金属包装行业而言，成本端压力有所释放，利润端有所受益。

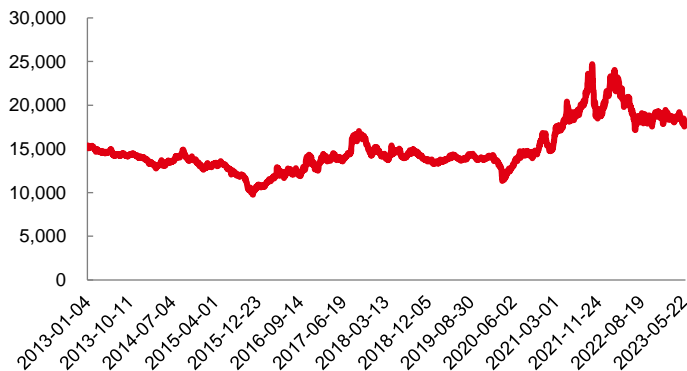
下游需求缓慢复苏。三片罐方面，下游软饮产量保持平稳，同时受益于功能饮料放量，三片罐需求稳步提升。两片罐方面，随着环保倒逼、啤酒高端化发展、电商等渠道的快速发展以及啤酒企业产能调整导致运输半径增加，我国啤酒罐化率快速提升，带动两片罐行业每年需求提升10-15亿罐，2023年4月啤酒产量同比+21.10%至305万千升，啤酒需求提升进一步促进两片罐销量。

图45：23Q1金属包装行业业绩承压



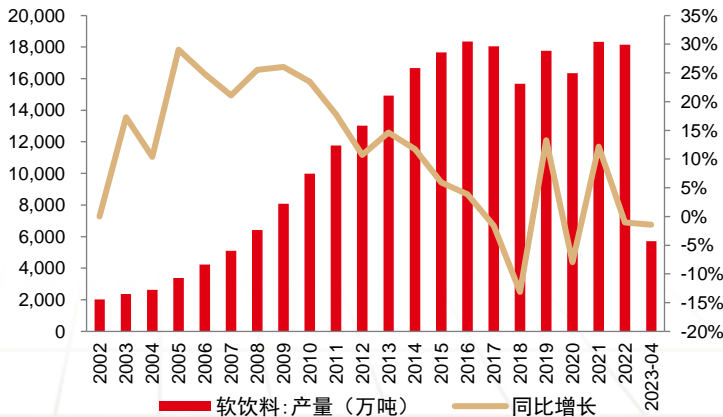
资料来源：中国包装联合会，中邮证券研究所

图46：铝材价格回落震荡（元/吨）



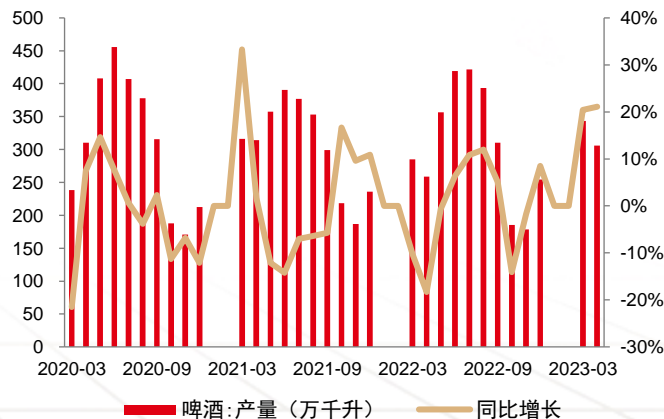
资料来源：同花顺iFinD，中邮证券研究所

图47：软饮产量先降后升



资料来源：同花顺iFinD，中邮证券研究所

图48：啤酒产量同比提升



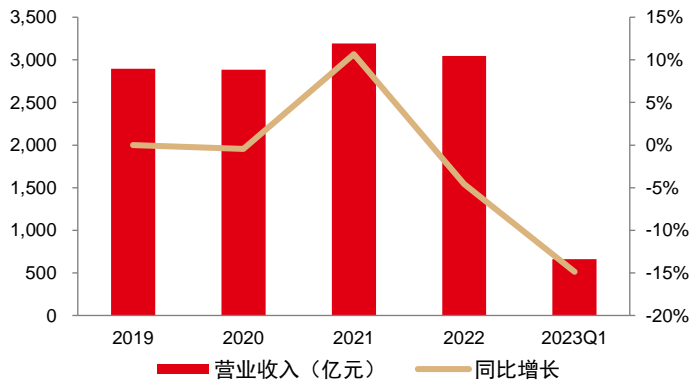
资料来源：同花顺iFinD，中邮证券研究所

5.4 纸包装：收入短期承压，终端需求稳健复苏

■ **收入短期承压，社零稳健恢复。**2023Q1纸包装行业收入同比有所下滑，下游需求来看，2023年4月份，社会消费品零售总额34911亿元，同比+18.4%，社会消费稳健复苏势头不改，其中，除汽车以外的消费品零售额31290亿元，同比+16.5%，必选消费品类保持稳健，可选消费有明显改善，另外，涉及服务、出行、个人生活提升等方面的分项均迎来较强增长，预计下游需求的稳健复苏有望带动纸包装行业整体成长。

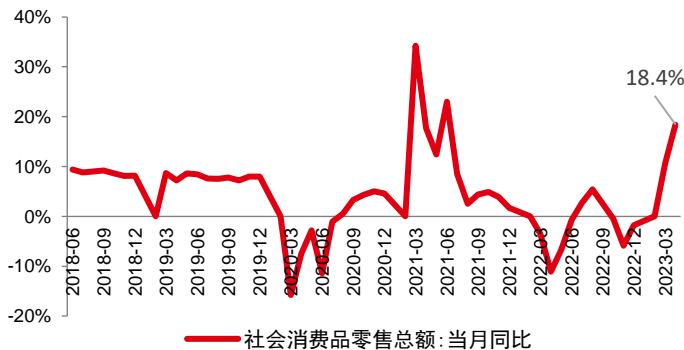
■ **终端需求平稳。**从纸包装行业占比较大的卷烟、3C电子需求来看，2023年4月卷烟产量同比+1.7%至1921亿支，智能手机产量同比-5.9%至8648万台，降幅同比缩窄。终端需求回暖迹象显现。

图49：23Q1纸包装行业收入同比下滑



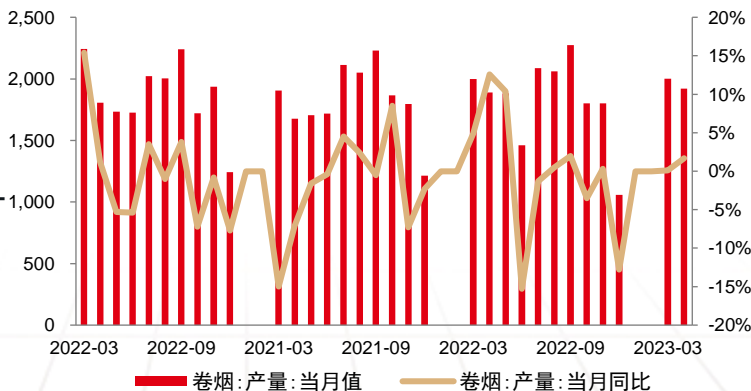
资料来源：中国包装联合会，中邮证券研究所

图50：2023年4月社零稳健恢复



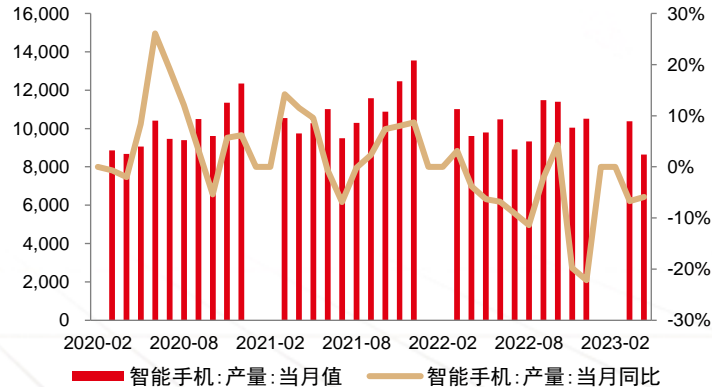
资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图51：卷烟产量略有提升（亿支）



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图52：智能手机产量下滑（万台）



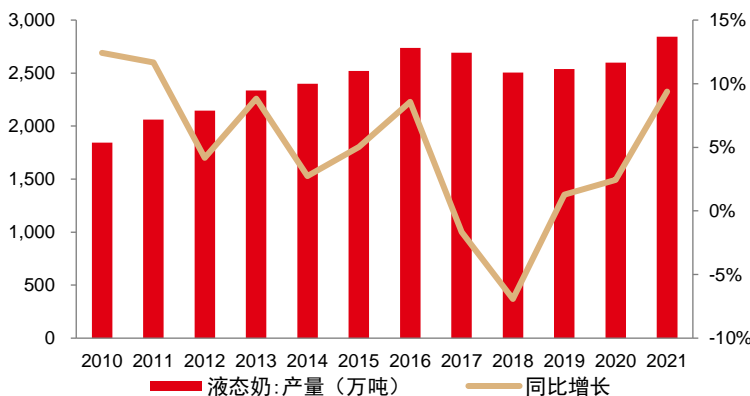
资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

5.5 纸包装：无菌液包市场稳步发展，国产替代趋势明显

■ **液态奶市场稳步增长，无菌液包市场扩大。** 液态奶、非碳酸软饮料是无菌包装的主要下游应用领域，中国液态奶、软饮产量稳步增长，带动无菌液包消费量逐年提升，据益普索数据显示，中国无菌包装消费量由2017年的802亿包增长至2022年的1136亿包，年复合增速7%，行业持续增长。

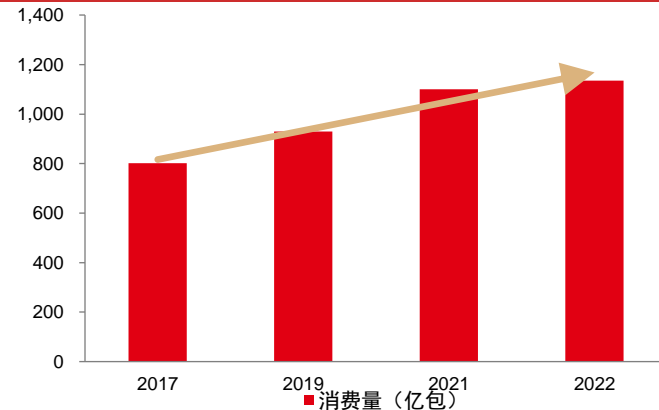
■ **无菌包装行业外资主导，国产替代趋势明显。** 无菌包装行业属于中高端食品包装，对于业内厂商生产工艺和技术水准、研发实力、质控、产能供应、资金实力等具有严格要求，行业门槛较高，外资企业凭借其先发优势在全球无菌包装市场上占据主导地位。2020年利乐、SIG集团在国内无菌包装市场销售占比合计达到63.61%。随着本土无菌包装厂商不断取得技术突破，性价比和本地化优势凸显，国产化替代趋势不断显现。

图53：2021年液态奶产量同比+9.37%



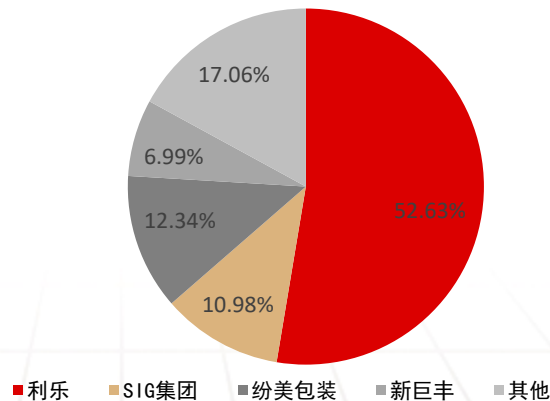
资料来源：中国奶业年鉴，中邮证券研究所

图54：无菌液包消费量逐年提升



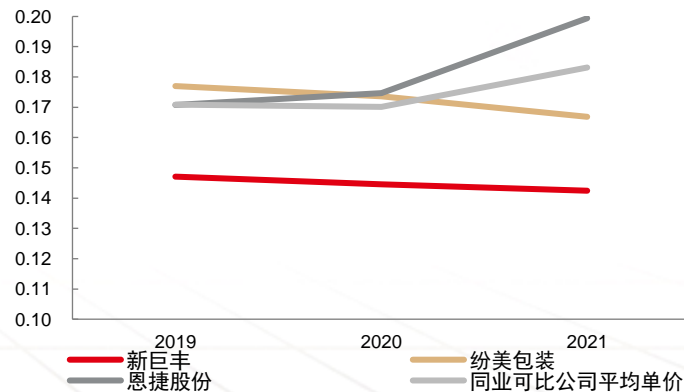
资料来源：Ipsos，新巨丰公司公告，中邮证券研究所

图55：国际无菌包装企业占据主导地位



资料来源：新巨丰招股说明书，中邮证券研究所

图56：国产液包价格优势明显



资料来源：新巨丰招股说明书，中邮证券研究所

5.6 包装印刷重点个股盈利预测与估值

- **包装印刷：成本下行带来盈利弹性，下游需求分化，龙头经营韧性。**
- **建议关注：**1) 金属包装：**推荐昇兴股份**（深度受益于战略客户放量以及产能拓展，业绩高增长）、建议关注**宝钢包装***（两片罐行业龙头，市占率持续提升）。
- 2) 纸包装：建议关注**裕同科技***（纸包龙头，产品结构优化&智能化工厂推广，利润弹性释放）、**新巨丰**（内资控股无菌包装供应商，国产替代空间广阔）。

图57：包装印刷重点个股盈利预测与估值

类型	公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE		
					22A	23E	24E	22A	23E	24E
金属包装	002752.SZ	昇兴股份	46.40	4.75	0.21	0.38	0.46	23	13	10
	601968.SH	宝钢包装*	71.72	6.33	0.24	0.98	1.41	26	6	4
纸包装	002831.SZ	裕同科技*	220.16	23.66	1.61	1.84	2.21	15	13	11
	301296.SZ	新巨丰	70.56	16.80	0.45	0.56	0.71	37	30	24

资料来源：Wind，中邮证券研究所 注：截至日期为2023年5月31日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自Wind一致预期



风险提示

- **终端消费需求恢复或海外客户补库需求不及预期风险。**若后续线下商场等客流、终端消费需求恢复以及海外客户补库需求不及预期，预计对板块业绩恢复或增长产生影响。
- **地产竣工、销售数据恢复不及预期风险。**地产竣工及销售缓慢恢复，若后续地产销售面积恢复情况不及预期，可能对地产后周期家居等消费需求产生影响。
- **竞争加剧风险。**近几年行业集中度逐步提升，但行业参与者众多，行业格局仍较为分散，若竞争加剧，行业利润率恢复水平或不及预期。
- **主要原料价格大幅上行风险。**原材料成本占板块比重较高，部分公司下游主要为B端，提价滞后或提价幅度无法覆盖原材料上涨幅度，若主要原材料价格大幅上行，则对行业内公司盈利端产生较大负面影响。

感谢您的信任与支持!

中邮证券研究所轻工医美团队

姓名：杨维维

SAC编号：S1340522090007

邮箱：yangweiwei@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES