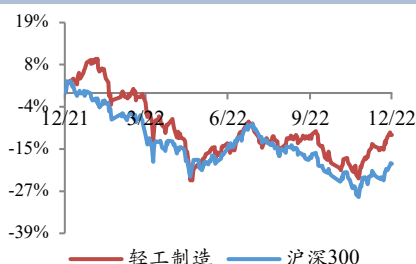


轻工年度策略：飞雪迎春，星火燎原

行业评级：增持

报告日期：2022-12-14

行业指数与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

主要观点：

- **轻工制造板块综述：**年初至今沪深300指数-19.68%，SW轻工制造指数-22.43%，在31个申万一级行业中排名23，我们认为轻工制造行业，将在2023年迎来比2022年更优的配置环境。
- **造纸：浆价预期下行，首推特种纸盈利反转。**8月以来，阔叶浆发运量与进口量环比改善，22年年末至23Q1，Arauco与UPM各将释放156/210万吨产能，阔叶浆供应紧张缓解，浆价反转拐点在即。特种纸具备周期成长属性，成本改善+产能扩张，期待龙头业绩弹性兑现。首推**五洲特纸**，建议关注**仙鹤股份**、**冠豪高新**，推荐**华旺科技**。大宗纸及生活用纸建议关注博汇纸业、中顺洁柔。
- **家居：地产连基本面进入向上通道。**当前地产政策宽松力度加码，因城施策加速推进，高能级城市“四限”放松，地产销售增速有望转正，带动家居板块估值回升。基本面角度，“保交楼”加速竣工回暖，推动家居消费需求释放，企业业绩修复，板块有望迎接戴维斯双击。建议自上而下优选一二线龙头。定制家居重点推荐**欧派家居**、**顾家家居**、**志邦家居**。建议关注**江山欧派**、**王力安防**。软体家居重点推荐**顾家家居**，建议关注**喜临门**、**慕思股份**。
- **出口：关注美国去库存及地产相关向上拐点。**当前，海外仍处于去库存、地产后周期。建议重视出口细分景气赛道，耐用品海外需求静待改善。部分细分赛道如保温杯壶受益于户外运动兴起与人均使用量增加，外销持续保持旺盛，我们看好相关细分赛道出口景气度延续。建议关注**久祺股份**、**匠心家居**、**嘉益股份**、**哈尔斯**、**浙江自然**、**牧高迪**。
- **包装：格局优化+成本改善，盈利拐点在即。**纸包装与金属包装受益疫后消费回暖，市场份额持续向龙头倾斜，成本端原纸及铝价下行提升盈利空间。纸包装推荐**万顺新材**、**东风股份**，建议关注**喜悦智行**、**裕同科技**、**昇兴股份**、**奥瑞金**。
- **新型烟草：政策不确定性落地，长期成长可期。**国内新型烟草市场受政策环境变化影响中期增速中枢下移，但长期替烟减害基本盘未变。海外市场无烟转型趋势向好，出口逻辑未变。10月新国标实施后，静待消费者向新国标、新口味产品平稳过渡。建议关注受电子烟税收政策受影响较小且当前估值较低的生产头部企业**思摩尔国际**。
- **风险提示**
原材料价格波动；需求恢复不及预期；行业竞争加剧等。

相关报告

- 1.10月出口数据跟踪：保温杯单月出口达年内新高 2022-11-22
- 2.防疫政策优化+地产融资松动，把握家居消费布局机遇 2022-11-14
- 3.周期成长共振的序幕开启 2022-11-02

正文目录

1 轻工制造板块回顾.....	6
2 造纸：浆价预期下行，首推特种纸盈利反转.....	8
2.1 木浆系：成本高位，板块业绩承压.....	8
2.2 浆价下行，首推特种纸盈利反转，关注生活用纸.....	10
2.3 废纸系：静待供需边际改善.....	15
3 家居：地产链基本面进入向上通道.....	17
3.1 22 年家居板块复盘：增速放缓，韧性仍存.....	19
3.2 品类融合、渠道扩张下沉，客单值与市场份额提升.....	20
3.3 投资建议：优先推白马，发散看二线弹性.....	23
4 出口：关注美国去库存及地产相关向上拐点.....	24
5 包装：格局优化+成本改善，盈利拐点在即.....	26
5.1 纸包装：行业集中度提升，需求受益疫后消费复苏.....	26
5.2 金属包装：二片罐格局持续优化，成本改善+需求回暖看好盈利弹性.....	29
5.3 投资建议：关注具备第二曲线弹性标的.....	32
6 新型烟草：政策不确定性落地，长期成长可期.....	33
6.1 板块估值处于历史两年 32%分位，短中期增速调整不改长期成长逻辑.....	33
6.2 国内市场：政策不确定性落地，行业渗透率持续提升，长期增长可期.....	34
6.3 国外市场：预计 2023 年新型烟草市场延续高增长，无烟转型趋势向好.....	38
6.4 政策环境变化+疫情反复影响国内市场增速，预计增速逐渐修复.....	39
风险提示：.....	41

图表目录

图表 1 轻工制造板块和沪深 300 年初至今走势	6
图表 2 申万 31 个一级行业年初至今涨跌幅	6
图表 3 轻工子板块区间涨跌幅	7
图表 4 轻工子板块年初至今行情走势	7
图表 5 轻工制造板块年初至今个股涨跌幅 TOP20	7
图表 6 国内针叶浆、阔叶浆日度均价	8
图表 7 国内港口木浆库存（万吨）	8
图表 8 国内机制纸及纸板产量（万吨）	8
图表 9 各纸企单季度归母净利润及增速	9
图表 10 各纸企单季度毛利率与木浆均价	9
图表 11 2020 年以来白卡纸月度均价	10
图表 12 白卡纸产能、产量（万吨）情况	10
图表 13 白卡纸及纸板月度出口量（万吨）及增速	10
图表 14 国内阔叶浆月进口数量（万吨）	11
图表 15 我国月度阔叶浆自巴西进口量（万吨）	11
图表 16 巴西阔叶浆出口至中国的月度发运量（万吨）	11
图表 17 未来 5 年木浆新增产能预测	12
图表 18 22-25 年全球针、阔叶浆拟新增产能及时点	12
图表 19 特种纸相比大宗纸供需结构更优，产能利用率饱和	13
图表 20 仙鹤、五洲、华旺 2022-2025E 产能规划	13
图表 21 仙鹤、五洲、华旺 2022Q1-3 单吨盈利测算	14
图表 22 仙鹤、五洲、华旺 2023E 盈利弹性测算	14
图表 23 个股一致预期对应 PE	15
图表 24 废纸系 2021 年至今营收及归母净利润	15
图表 25 A 级国废黄板纸价格（元/吨）	16
图表 26 箱板瓦楞纸日度均价（元/吨）	16
图表 27 我国月度出口金额（亿美元）及增速	16
图表 28 出口价格指数与出口数量指数比值	16
图表 29 月度出口数量指数与工业增加值同比增速	17
图表 30 月度社零（亿元）及增速	17
图表 31 2017-2021 年箱瓦纸产能利用率	17
图表 32 2017 年至今箱瓦纸月度企业库存（万吨）	17
图表 33 全国商品房住宅销售面积累计值及同比	18
图表 34 全国商品房住宅销售面积当月值及同比	18
图表 35 全国住宅竣工面积累计值及同比	18
图表 36 全国住宅竣工面积当月值及同比	18
图表 37 下半年以来地产端宽松政策梳理	19
图表 38 各公司单季度营收及增速	19
图表 39 各公司单季度归母净利润及增速	20
图表 40 家具类零售额累计值及同比	20
图表 41 家居制造业亏损企业单位数及同比	20

图表 42 各公司 2015 年至今第二品类营收占比	21
图表 43 索菲亚客单值及增速	21
图表 44 定制家居各公司 2018 年至今零售渠道营收及增速	21
图表 45 定制家居各公司 2018 年至今大宗渠道营收及占比	21
图表 46 定制家居历年门店数量	22
图表 47 软体家居线下门店数量	22
图表 48 欧派单店营收及增速	22
图表 49 索菲亚单店营收及增速	22
图表 50 家居企业 2018 年以来整业务推进情况	23
图表 51 各公司一致预期 EPS 计算 PE	23
图表 52 2015 年至今美国耐用品总存货量 (亿美元)	24
图表 53 美国批发商库存:家具及家居摆设 (亿美元)	24
图表 54 美国新建住房销售 (千套)	24
图表 55 19 年至今 CCFI 指数走势	25
图表 56 17 年至今美元兑人民币中间价	25
图表 57 各公司分季度营收及增速	25
图表 58 各公司分季度归母净利润及增速	25
图表 59 各产品 22 年月度出口额增速	26
图表 60 各公司一致预期对应 PE	26
图表 61 2021 年全球可穿戴设备出货量	27
图表 62 2010 年至今卷烟产量	27
图表 63 2010 年至今日用品零售额 (亿元)	27
图表 64 2010 年至今化妆品类零售额 (亿元)	27
图表 65 2021 年纸包装市场份额	28
图表 66 2018、2021 年各公司市场份额	28
图表 67 2021 年裕同科技主营成本构成	28
图表 68 2020 年以来白卡纸月度均价	28
图表 69 裕同科技季度毛利率与白卡纸均价	28
图表 70 国内二片罐 CR4 产能	29
图表 71 二片罐市场格局 (产能口径)	29
图表 72 2019 年至今长江有色铝 A00 均价	30
图表 73 2015-2021 年宝钢包装二片罐均价及增速	30
图表 74 宝钢二片罐均价、毛利率与铝价变动对比	30
图表 75 铝材成本变动对二片罐毛利率影响的敏感性分析	31
图表 76 我国软饮料历年产量及增速	31
图表 77 2015-2025E 国内啤酒总销量及增速	32
图表 78 2016-2025E 啤酒不同国家与地区啤酒罐化率	32
图表 79 啤酒罐化率提升对二片罐需求测算	32
图表 80 各公司一致预期对应 PE	32
图表 81 金属包装各公司一致预期对应 PE	33
图表 82 电子烟板块指数及沪深 300 走势对比 (沪深 300 指数左轴, 电子烟指数右轴)	33
图表 83 电子烟板块 PE-TTM 走势	33
图表 84 新型烟草板块分季度营业收入	34
图表 85 新型烟草板块分季度毛利率&净利率 (%)	34

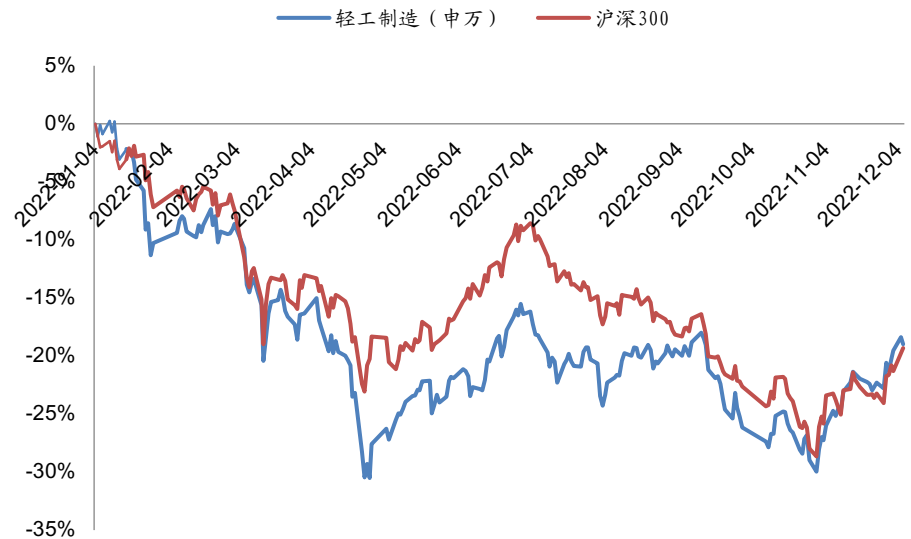


图表 86 我国电子烟零售额及增速	34
图表 87 2022 年电子烟监管时间线	35
图表 88 中国烟杆的出货量	35
图表 89 中国烟弹的出货量	35
图表 90 中国封闭式电子烟及开放式电子烟占比变化	36
图表 91 中国电子烟民渗透率持续提升 (%)	36
图表 92 中国电子烟政策	37
图表 93 2022 年电子烟门店环比经营情况月度变化 (%)	38
图表 94 电子烟终端门店收入分布月度变化 (%)	38
图表 95 全球雾化电子烟销售额	38
图表 96 全球 HNB 销售额	38
图表 97 四大跨国烟草公司销售额 (亿美元)	39
图表 98 四大跨国烟草公司销量情况 (单位: 万箱)	39
图表 99 思摩尔国际营业收入	39
图表 100 雾芯科技营业收入	39
图表 101 思摩尔国际、雾芯科技毛利率 (%)	40
图表 102 雾芯科技存货周转率分季度变化 (次)	40
图表 103 思摩尔国际经营活动现金流	41
图表 104 雾芯科技经营活动现金流	41

1 轻工制造板块回顾

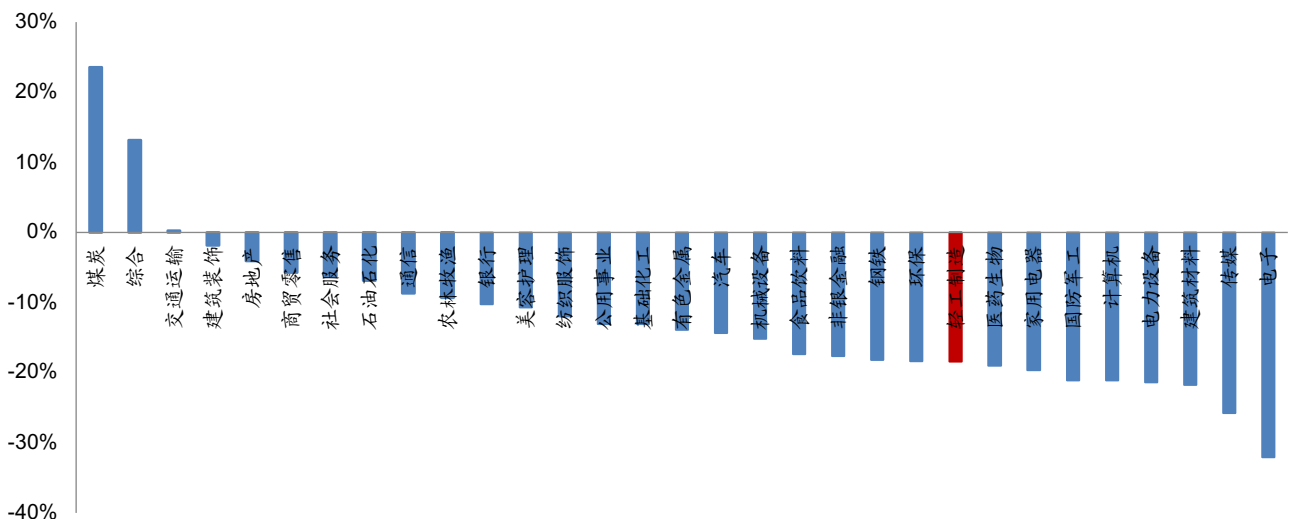
年初至今轻工制造板块承压。年初至今，上证综指-7.30%、深证成指-23.28%、沪深 300 指数-19.68%。SW 轻工制造指数板块内涨跌幅为-22.43%，在 SW31 个行业板块中排名第 23。

图表 1 轻工制造板块和沪深 300 年初至今走势



资料来源：Wind，华安证券研究所

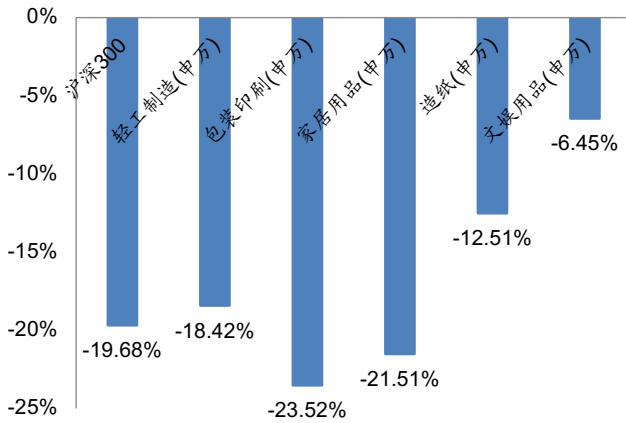
图表 2 申万 31 个一级行业年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，华安证券研究所；注：截至 2022/12/06 收盘价

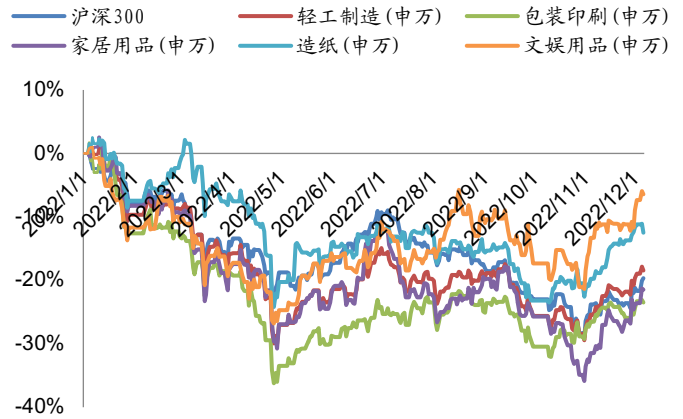
子板块走势分化，包装印刷成本压力大。轻工板块行业细分涨跌幅排序依次为文娱用品(-6.45%)、造纸(-12.51%)、家居用品(-21.51%)、包装印刷(-23.52%)。包装印刷板块由于原材料几轮提价，成本压力较大，整体指数下行。

图表 3 轻工子板块区间涨跌幅



资料来源: wind, 华安证券研究所; 注: 截至 2022/12/06 收盘价

图表 4 轻工子板块年初至今行情走势



资料来源: wind, 华安证券研究所; 注: 截至 2022/12/06 收盘价

年初至今从轻工板块个股表现来看，涨幅前五分别为美利云(+103.27%)、沐邦高科(+82.96%)、高乐股份(+73.39%)、嘉益股份(+52.74%)和源飞宠物(+46.25%)。

图表 5 轻工制造板块年初至今个股涨跌幅 TOP20

公司	%	公司	%
美利云	103.27	上海艾录	-53.10
沐邦高科	82.96	中锐股份	-52.75
高乐股份	73.39	趣睡科技	-51.28
嘉益股份	52.74	尚品宅配	-50.86
源飞宠物	46.25	曲美家居	-50.53
英联股份	41.73	龙竹科技	-49.94
群兴玩具	40.05	劲嘉股份	-46.03
松炆资源	39.10	帝欧家居	-45.51
华旺科技	36.53	舒华体育	-44.75
滨海能源	33.36	梦天家居	-42.20
江山欧派	30.37	金运激光	-39.68
新宏泽	24.08	紫江企业	-39.51
王子新材	19.27	乐歌股份	-38.95
山东华鹏	19.19	荣晟环保	-38.87
永新股份	18.31	集友股份	-38.71
环球印务	17.49	陕西金叶	-36.99
浙江正特	16.49	力诺特玻	-36.99
哈尔斯	16.02	浙江自然	-36.75
上海易连	15.98	松发股份	-36.37
皮阿诺	13.91	东鹏控股	-35.99

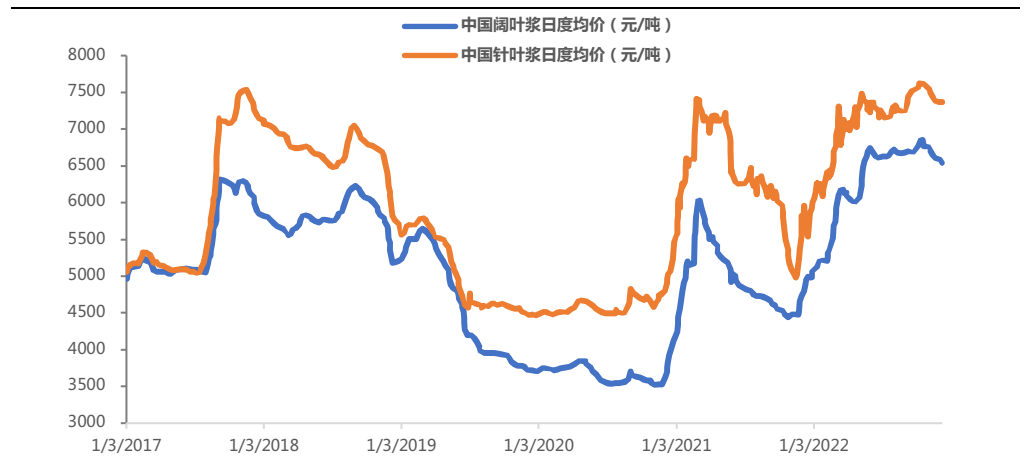
资料来源: Wind, 华安证券研究所; 注: 截至 2022/12/06 收盘价

2 造纸：浆价预期下行，首推特种纸盈利反转

2.1 木浆系：成本高位，板块业绩承压

年初至今供应偏紧，浆价居高不下。根据卓创资讯，当前国内木浆均价已达 2017 年以来峰值，并已延续一年，此轮浆价走高主因全球供应链不畅等外部因素所致。具体包括：1) 阔叶浆产能投放延期，且浆厂受火灾等突发因素停产较多。2) 针叶浆主要产浆国加拿大、芬兰受天气、罢工、地缘冲突因素减产，关停部分产能。3) 中欧纸浆价差自 21H2 起扩大，纸浆发运中国数量减少。4) 海运拥堵尚未得到明显好转。

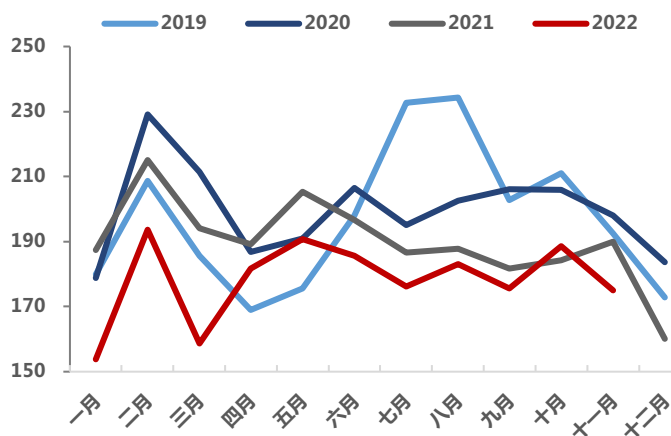
图表 6 国内针叶浆、阔叶浆日度均价



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

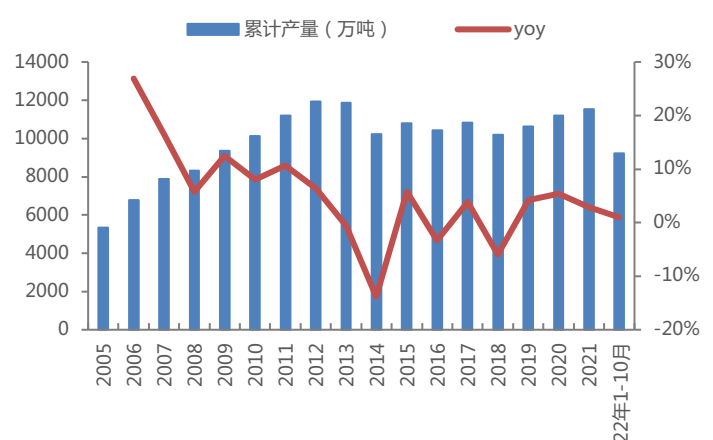
国内木浆供需错配推高成本。供给方面，根据卓创资讯，截至 2022 年 11 月，国内主要港口木浆库存 175 万吨，同比/环比下滑 7.9%/7.2%，港口库存处于 5 年来低位。需求方面，根据国家统计局，22 年 1-10 月机制纸及纸板累计产量 9226.74 万吨，同比+0.9%。产量稳健但木浆供应短缺，浆价持续高位抬升成本。

图表 7 国内港口木浆库存（万吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 8 国内机制纸及纸板产量（万吨）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

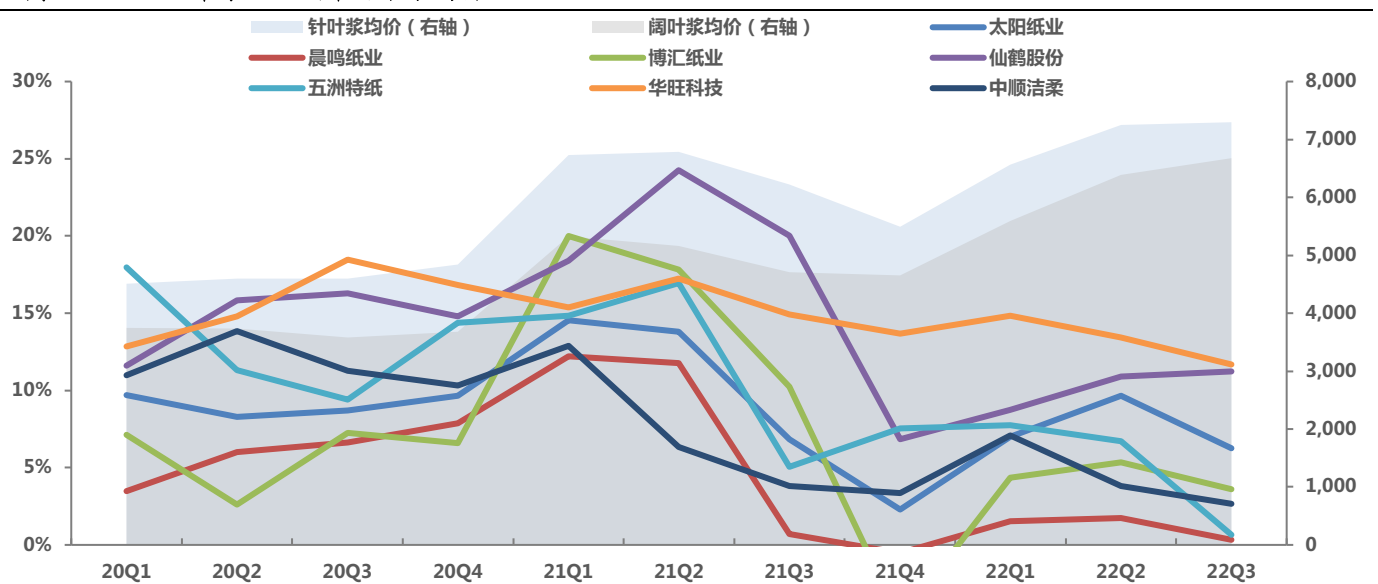
随低价木浆耗用完毕，木浆系 22Q3 起成本压力显著。纸企为保证生产有序进行，一般木浆储备在 2-3 个月，但在浆价低点时会选择囤浆来平滑盈利波动。年初至今浆价延续高位，上半年纸企凭借低价木浆储备，尚能维持较好的毛利率。随低价木浆耗用完毕，自 22Q3 起木浆系行业普遍盈利承压。

图表 9 各纸企单季度归母净利润及增速

归母净利润 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
大宗纸							
太阳纸业	11.08	11.24	5.37	1.89	6.75	9.84	6.09
yoy	106.7%	180.6%	20.4%	-67.0%	-39.1%	-12.4%	13.4%
晨鸣纸业	11.79	8.42	1.61	-1.17	1.14	1.16	0.10
yoy	481.4%	168.6%	-71.2%	-118.4%	-90.3%	-86.2%	-93.5%
博汇纸业	8.11	7.04	4.03	-2.11	1.81	2.52	1.80
yoy	337.2%	759.7%	54.7%	-168.8%	-77.7%	-64.2%	-55.2%
特种纸							
仙鹤股份	2.80	3.29	2.94	1.14	1.46	2.08	2.13
yoy	167.5%	85.1%	38.8%	-49.0%	-47.8%	-36.7%	-27.7%
五洲特纸	1.13	1.48	0.53	0.76	1.03	1.11	0.10
yoy	16.4%	112.9%	-31.6%	-19.5%	-8.7%	-25.4%	-80.5%
华旺科技	0.98	1.21	1.01	1.29	1.12	1.15	1.04
yoy	174.2%	108.3%	27.9%	47.5%	14.6%	-5.1%	2.5%
生活用纸							
中顺洁柔	2.71	1.36	0.77	0.97	1.33	0.94	0.47
yoy	47.8%	-49.5%	-64.7%	-58.7%	-50.8%	-30.7%	-39.3%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 各纸企单季度毛利率与木浆均价

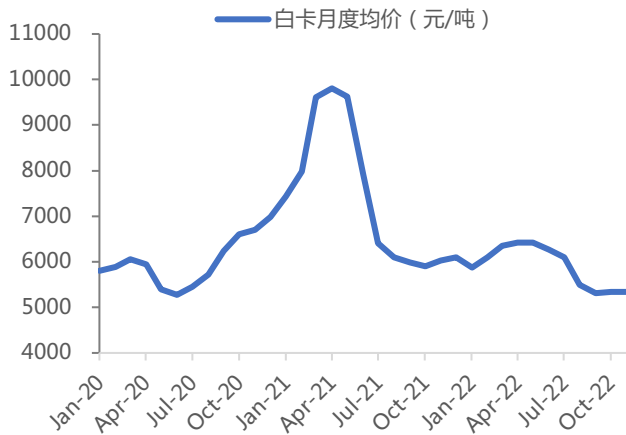


资料来源：公司公告，卓创资讯，华安证券研究所

另一方面，白卡纸等部分纸种受供给过剩与淡季影响，下半年以来提价乏力，行业盈利触底。根据卓创资讯，2021 年我国白卡纸行业产能 1267 万吨，产量仅为 866.3 万吨，产能利用率 68.4%，较 2020 年下滑 14.7pct。此外，在全年内需疲软情况下，下半年外需（出口量）环比回落，对整体需求的支撑减弱。根据海关总署，22Q3 白卡纸及纸板出口量环比 22Q2 减少 14.48%。受需求转弱影响，白卡纸价自下半年以来显著回落，根据卓创资讯，11 月国内白卡纸均价 5338.18 元/吨，同比-

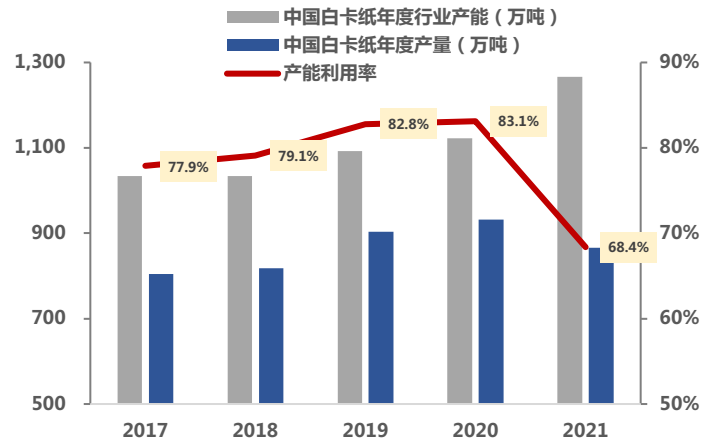
11.5%，较4月均价回落17%。

图表 11 2020 年以来白卡纸月度均价



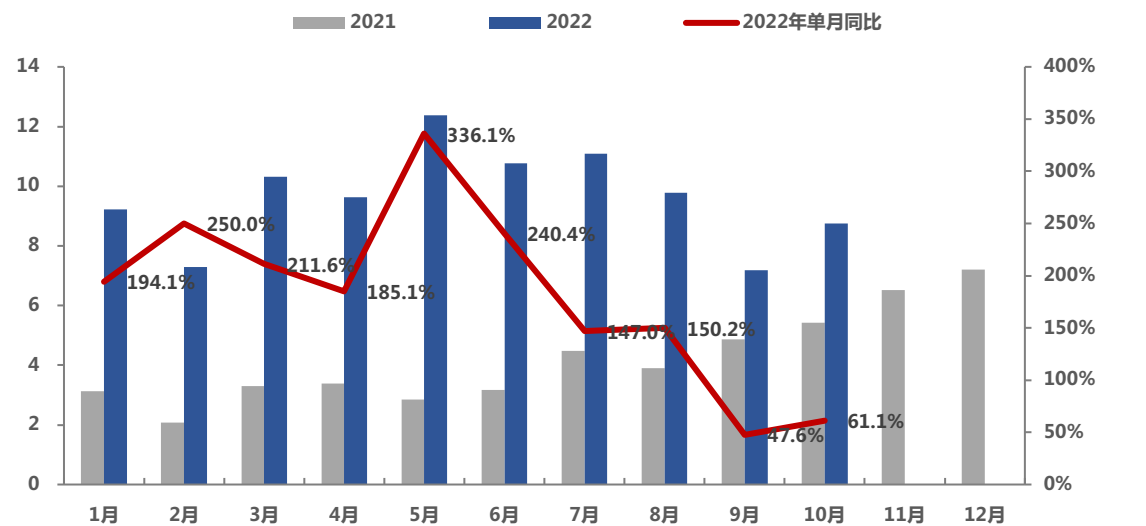
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 12 白卡纸产能、产量 (万吨) 情况



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 13 白卡纸及纸板月度出口量 (万吨) 及增速

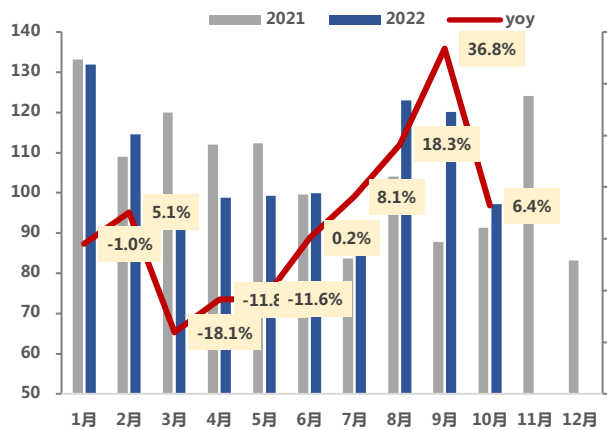


资料来源：海关总署，华安证券研究所

2.2 浆价下行，首推特种纸盈利反转，关注生活用纸

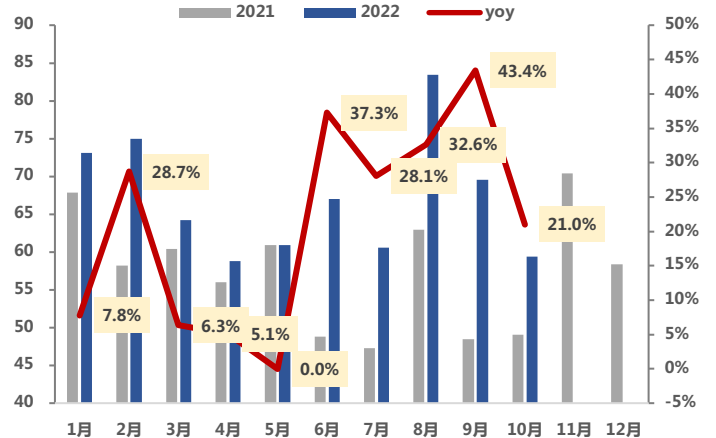
阔叶浆发运量与进口量环比改善，浆价反转拐点在即。根据海关总署，下半年以来我国阔叶浆进口量环比改善，其中8月阔叶浆进口量达年内高点。22年1-10月我国阔叶浆累计进口量1073.3万吨，同比增长2%。其中阔叶浆进口自巴西的数量也在8月达到峰值，22年1-10月我国阔叶浆进口自巴西累计671.83万吨，同比+20%。此外，根据巴西海关统计，22年1-11月巴西阔叶浆出口至中国累计753.89万吨，同比+31.6%。自9月以来巴西对华阔叶浆出口量环比改善显著，预计2-3个月后将陆续到港有望缓解阔叶浆供给紧张局面。

图表 14 国内阔叶浆月进口数量 (万吨)



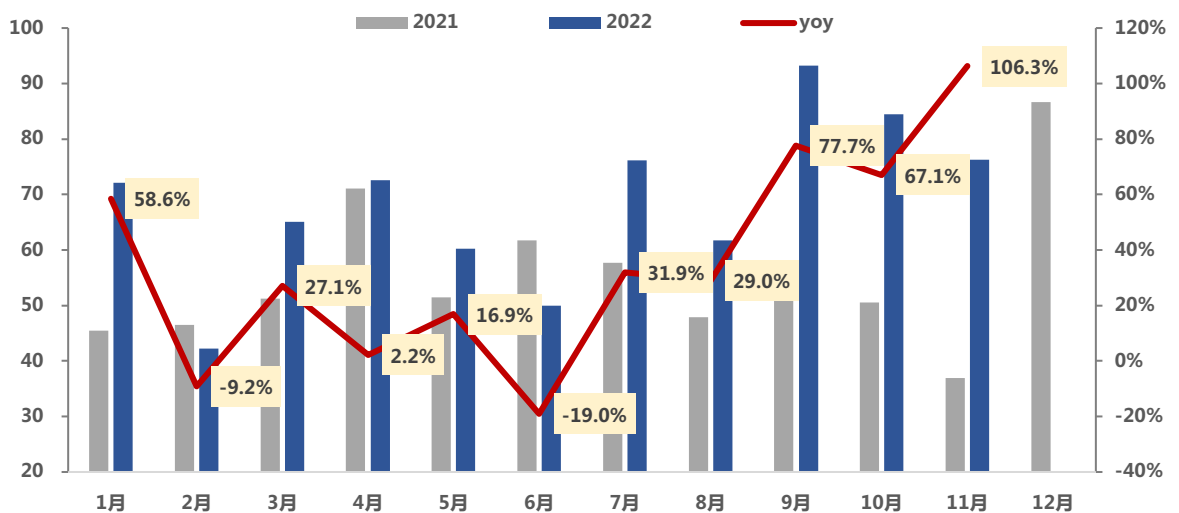
资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

图表 15 我国月度阔叶浆自巴西进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

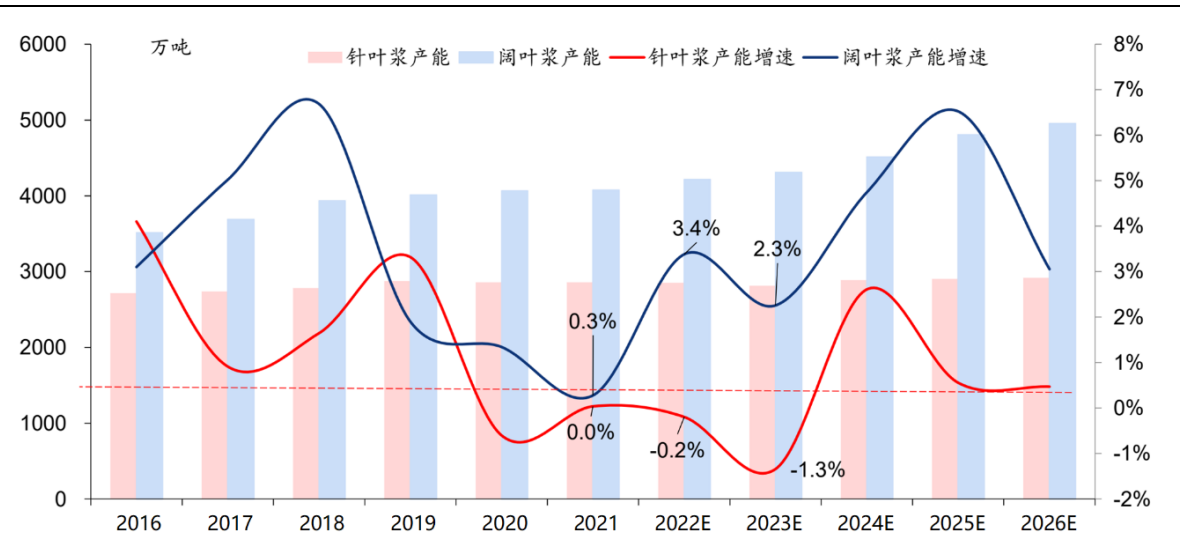
图表 16 巴西阔叶浆出口至中国的月度发运量 (万吨)



资料来源: 巴西海关, 华安证券研究所

远期角度, 针叶浆供给仍将偏紧, 阔叶浆自 22 年起有新增产能明显增长。根据 PPPC, 未来 5 年针叶浆产能 CAGR 为 0.4%, 阔叶浆产能 CAGR 为 4%。针叶浆供给仍偏紧, 阔叶浆自 22 年起新增产能有明显增长。

图表 17 未来 5 年木浆新增产能预测



资料来源：PPPC，建发浆纸，华安证券研究所

22-23 年阔叶浆拟新增产能 446 万吨，供应紧缺有望缓解，浆价预期回落。根据 BMA，22-23 年新增阔叶浆产能预计 446 万吨，其中 Arauco 的 156 万吨项目有望于 22Q4 投产并外售，23 年 UPM 210 万吨项目预计将于 23Q1 释放。此外 23 年预计还将有 CMPC、Vietra-climex 各 40 万吨阔叶浆产能释放。

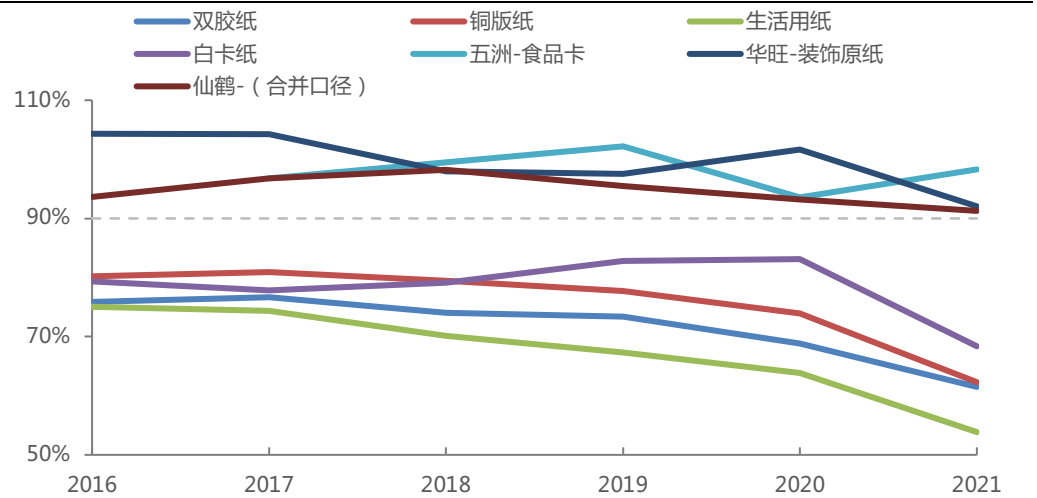
图表 18 22-25 年全球针、阔叶浆拟新增产能及时点

阔叶浆新增产能规划				
时间	浆厂	产能 (万吨)	浆种	预计/投产时间
2021年	Bracell	260-280 或150	漂阔浆 或溶解浆	2021年9月
2022年	Arauco	156	漂桉浆	22Q4
2023年	UPM	210	漂桉浆	23Q1
	CMPC	40	阔叶浆	23Q4
	Vietra-climex	40	阔叶浆	23Q2
2024年	SUZANO	260	阔叶浆	24Q3
2025年	Pacacel	180	阔叶浆	25Q2
针叶浆新增产能规划				
时间	浆厂	产能 (万吨)	浆种	预计投产时间
2022年	Sodra	10	针叶浆	22年末
2023年	Metsa Group	约80	针叶浆	23H2
	Paper Excellence	30	针叶浆	23H2

资料来源：BMA，华安证券研究所

特种纸具备周期成长属性，成本改善+产能扩张，期待龙头业绩弹性兑现。特种纸相比大宗纸而言供需格局更优，增长潜力大，具备周期成长属性，产能释放推动营收规模攀升。根据各公司公告，预计 2022E-2024E 仙鹤股份、五洲特纸和华旺科技累计新增纸产能 96/8/40 万吨，2023E-2024E 累计新增浆产能 90/70 万吨。

图表 19 特种纸相比大宗纸供需结构更优，产能利用率饱和



资料来源：各公司公告，卓创资讯，华安证券研究所

图表 20 仙鹤、五洲、华旺 2022-2025E 产能规划

仙鹤股份			五洲特纸		
年份	纸产能 (万吨, 不含夏王)	备注	年份	纸产能 (万吨)	备注
2021	85.11	来源：公司评级报告	2021	85	50wt食品卡于21年末投产，22年贡献主要增量，计入22年产能
2022E	120	年初4wt特种纸技改项目+30wt食品卡年末择时投产	2022E	140	50wt食品卡+描图纸新产线 (约0.7wt) + 转印纸产线技改新增约2wt产能
2023E	130	新增10wt特种纸	2023E	130	30wt特种包装纸改造为特种纸产线，预计新增10wt特种纸产能
2024E	200	新增70wt纸产能，其中60%为特种卡纸 (食品卡、烟卡等)，40%为特种纸	2024E	200	湖北汉川基地首批70wt包装纸投产
年份	浆产能 (万吨)	备注	年份	浆产能 (万吨)	备注
2021	5.1	河南基地	2022E	0	-
2022E	5.1		2023E	30	江西基地30wt化机浆，预计23Q3投产
2023E	65	23年年末新增60wt浆产能，包含40wt化学浆和20wt化机浆			
2024E	约70	广西、湖北基地浆产能陆续释放			

华旺科技		
年份	纸产能 (万吨)	备注
2021	21	来源：公司年报
2022E	27	22Q1马鞍山基地5wt装饰原纸产能投产
2023E	35	23Q3预计马鞍山基地8wt装饰原纸产能投产
2025E	75	40wt食品、医疗类等特种纸

三家特种纸企合计新增		
年份	新增浆产能 (万吨)	新增纸产能 (万吨)
2022E	0	95.89
2023E	90	8
2024E	70	140

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

吨净利与弹性测算：根据各公司前三季度经营数据测算出单吨毛利与单吨净利。我们分别假设在其他条件不变的情况下，2023E 阔叶浆下降 5%-30%，吨纸价与浆价同向变动但幅度小于浆价降幅，所对应的毛利率/净利率波动情况。

图表 21 仙鹤、五洲、华旺 2022Q1-3 单吨盈利测算

22年前三季度五洲吨净利计算					22年前三季度华旺吨净利计算				
单位: 元/吨	含税价	不含税价			单位: 元/吨	含税价	不含税价		
吨纸价	6300	5575.2			装饰原纸均价	11000	9734.5		
主要原材料	3781.37	3346.3			主要原材料	7117.65	6298.8		
漂阔浆	1689.1	1494.8			漂阔浆	1900.2	1681.6		
漂针浆	1107.8	980.4			漂针浆	1259.8	1114.8		
化机浆	984.5	871.2	税金及附加	18.6	钛白粉	3957.7	3502.4	税金及附加	60.0
			销售费用	12.7				销售费用	76.0
			管理费用	98.6	纸价-主要原材料		3435.706	管理费用	149.2
纸价-木浆		2228.87	研发费用	166.1	吨纸化学品		500.00	研发费用	404.7
吨纸化学品		500	财务费用	131.3	单位制造费用		300	财务费用	-86.1
单位制造费用		800.00	加: 其他损益类科目	-9.2	单位动力费用		500.00	加: 其他损益	113.5197
单位人工费用		200.00	吨税前利润	292.45	单位人工费用		100.00	吨税前利润	1545.52
吨毛利		728.87	吨税后利润	248.58	吨毛利		2035.71	吨税后利润	1313.69
毛利率		13.1%	净利率	4.5%	毛利率		20.9%	净利率	13.5%

22年前三季度仙鹤吨净利计算				
单位: 元/吨	含税价	不含税价		
吨纸价	9500	8407.1		
主要原材料	5077.42	4493.3		
漂阔浆	2533.6	2242.1		
漂针浆	2215.6	1960.7		
化机浆	328.2	290.4	税金及附加	67.0
			销售费用	28.0
			管理费用	161.8
纸价-木浆		3913.79	研发费用	187.9
吨纸化学品		600	财务费用	76.6
单位制造费用		1800.00	加: 其他损益类科目	409.14
单位人工费用		340.00	吨税前利润	1061.60
吨毛利		1173.79	吨税后利润	902.36
毛利率		12.4%	净利率	10.7%

资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

图表 22 仙鹤、五洲、华旺 2023E 盈利弹性测算

仙鹤股份								
阔叶浆价格变动	假设售价变动幅度	对应售价 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	毛利率	毛利率变动	吨净利 (元/吨)	净利率	净利率变动
-5%	-1.0%	9405.00	1254.93	15.08%	2.72%	971.33	11.67%	0.94%
-10%	-2.0%	9310.00	1336.06	16.22%	3.86%	1040.29	12.63%	1.89%
-15%	-3.0%	9215.00	1417.19	17.38%	5.02%	1109.25	13.60%	2.87%
-20%	-4.0%	9120.00	1498.33	18.56%	6.21%	1178.22	14.60%	3.87%
-25%	-5.0%	9025.00	1579.46	19.78%	7.42%	1247.18	15.62%	4.88%
-30%	-6.0%	8930.00	1660.6	21.01%	8.66%	1316.15	16.65%	5.92%

五洲特纸								
阔叶浆价格变动	假设售价变动幅度	对应售价 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	毛利率	毛利率变动	吨净利 (元/吨)	净利率	净利率变动
-5%	-1.0%	6237.00	783.26	14.19%	1.12%	294.81	5.34%	0.88%
-10%	-2.0%	6174.00	837.64	15.33%	2.26%	341.03	6.24%	1.78%
-15%	-3.0%	6111.00	892.03	16.49%	3.42%	387.26	7.16%	2.70%
-20%	-4.0%	6048.00	946.41	17.68%	4.61%	433.49	8.10%	3.64%
-25%	-5.0%	5985.00	1000.8	18.90%	5.82%	479.71	9.06%	4.60%
-30%	-6.0%	5922.00	1055.18	20.13%	7.06%	525.94	10.04%	5.58%

华旺科技								
阔叶浆价格变动	假设售价变动幅度	对应售价 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	毛利率	毛利率变动	吨净利 (元/吨)	净利率	净利率变动
-5%	0.0%	11000.00	2159.61	22.19%	1.27%	1419.01	14.58%	1.08%
-10%	-1.0%	10890.00	2186.17	22.68%	1.77%	1441.58	14.96%	1.46%
-15%	-2.0%	10780.00	2212.73	23.19%	2.28%	1464.16	15.35%	1.85%
-20%	-3.0%	10670.00	2239.29	23.72%	2.80%	1486.73	15.75%	2.25%
-25%	-4.0%	10560.00	2265.84	24.25%	3.33%	1509.31	16.15%	2.66%
-30%	-5.0%	10450.00	2292.40	24.79%	3.88%	1531.88	16.56%	3.07%

资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

投资建议: 特纸板块首推五洲特纸, 建议关注仙鹤股份, 推荐华旺科技。特纸板块相比大宗纸而言供需格局更优, 提价落地较为顺畅, 纸价在浆价下行周期仍能保持合理水平, 利润弹性优于大宗纸企。其中我们重点推荐五洲特纸, 公司为食品卡龙头企业, 当前处于产能高速释放周期, 2022 年前三个季度基于产能释放, 市场充分消化产能, 收入高速增长, 明年食品卡、格拉辛新产能继续贡献可观产能弹性, 在收入规模大幅提升的基础下, 有望迎来压抑已久的利润率反弹提升。

建议关注仙鹤股份，推荐华旺科技。其中仙鹤股份作为特种纸龙头企业之一，产品结构不断优化提升，柔性化生产能力行业领先。且公司湖北、广西基地浆纸一体化建设稳步推进，预计首批产能将于 23 年末投产，市场份额有望持续提升。华旺科技作为国内中高端装饰原纸领军企业，优质产能持续释放，出口进一步打开成长空间，未来还将丰富产品矩阵，延伸至食品、医疗等高景气细分赛道。

生活用纸建议关注中顺洁柔，行业盈利承压加速中小产能出清，远期新产能投放更加谨慎，公司作为生活用纸龙头，不断优化产品渠道，持续深化高端化进程。此外，公司近年来还着重培育高毛利个护业务，凭借品牌与渠道力加持有望加速放量。公司管理团队基本调整到位，预计改革成效将陆续兑现。

图表 23 个股一致预期对应 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
仙鹤股份	30.20	1.44	1.08	1.65	1.93	28.34	27.96	18.30	15.65
五洲特纸	17.49	0.98	0.76	1.64	2.23	23.59	23.01	10.66	7.84
华旺科技	24.86	1.56	1.16	1.56	1.77	11.48	21.43	15.94	14.05
冠豪高新	3.88	0.08	0.20	0.26	0.30	64.96	19.19	15.07	12.78
中顺洁柔	12.67	0.44	0.31	0.45	0.57	37.74	40.54	28.36	22.34
太阳纸业	11.26	1.10	1.02	1.17	1.31	10.44	11.04	9.62	8.60
博汇纸业	8.07	1.28	0.72	0.95	1.11	8.10	11.22	8.51	7.30

资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 废纸系：静待供需边际改善

废纸系年初至今营收增速回落，业绩同比下滑。我们选取山鹰国际、景兴纸业两家具备代表性的 A 股废纸系纸企。从营收表现来看，两家公司均定位中高端箱板纸生产，年初至今受多地疫情管控造成的物流不畅与需求低迷，营收增速回落。22Q3 起经历旺季不旺行情，龙头纸企陆续发布停机函。

从利润端来看，终端需求低迷，纸价连续下行，疫情管控及停机减产导致开工率走低，固定成本等摊销进一步压缩盈利空间。山鹰国际与景兴纸业 22Q1-3 归母净利润逐季下滑。

图表 24 废纸系 2021 年至今营收及归母净利润

公司营收 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
山鹰国际	68.3	83.7	88.5	89.8	79.6	87.1	87.8
yoy	78.0%	39.7%	22.8%	13.2%	16.6%	4.0%	-0.8%
景兴纸业	13.0	15.3	16.6	17.2	14.6	15.8	15.6
yoy	50.9%	20.5%	24.2%	23.3%	12.0%	3.1%	-6.3%
归母净利润 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
山鹰国际	4.74	5.31	3.03	2.09	2.0	-0.7	-0.7
yoy	105.5%	96.0%	-37.2%	-47.5%	-57.8%	-113.5%	-124.2%
景兴纸业	1.16	1.48	0.96	0.80	0.8	0.4	0.0
yoy	168.3%	118.6%	4.5%	-26.3%	-33.4%	-74.0%	-97.7%

资料来源：wind，华安证券研究所

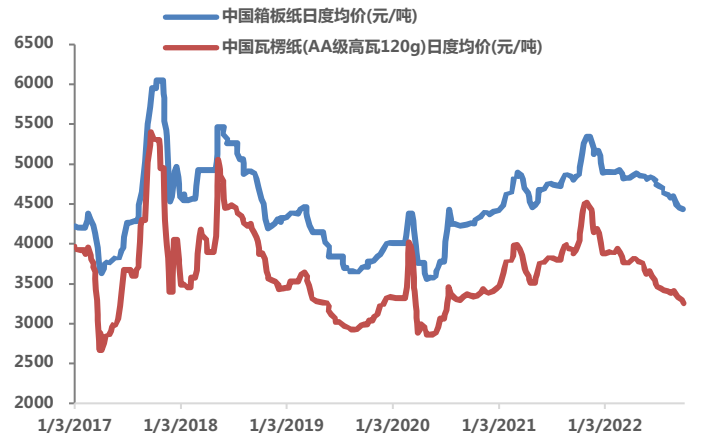
从纸价及原材料走势来看,根据卓创资讯,22H2起国废价格震荡下行,成本压力自H2起缓解,但由于需求不振,箱瓦纸自年初以来价格持续下行,当前箱板纸、瓦楞纸国内均价分别4423/3259.4元/吨,较年初高点下滑10.3%/17.2%。

图表 25 A 级国废黄板纸价格 (元/吨)



资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

图表 26 箱板瓦楞纸日度均价 (元/吨)



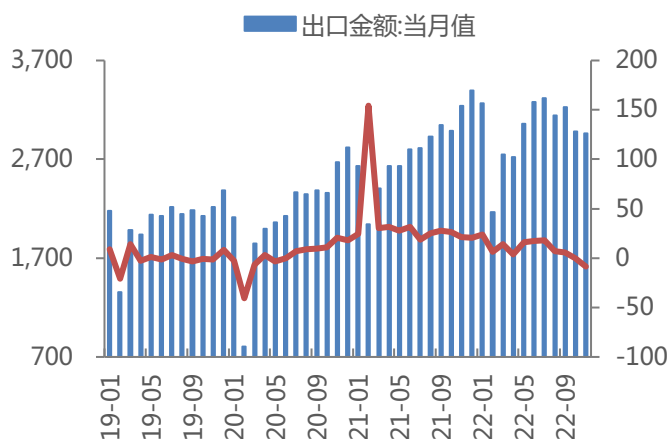
资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

当前处于箱瓦纸淡季,需求疲软供给相对过剩。

(1) 需求端:内外销均处于低迷状态。

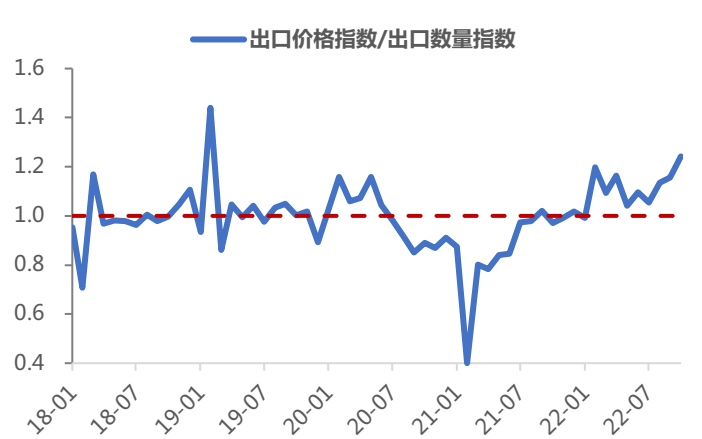
出口压力增大,包装纸需求承压。根据卓创资讯,国内大约有 20% 的包装纸跟随商品出口,故出口增速将反应包装纸外需情况。根据海关总署数据,当前我国出口增速相对韧性,但主要体现在出口价格上涨方面。从 2018-2022 年月度出口价格指数与出口数量指数比值可以看出,2022 年 10 月二者比值在 1.24,为 2020 年 6 月以来新高,从侧面印证出口价格对于国内出口金额的贡献率更大。以及当前在全球大宗商品价格高位、物流不畅等因素干扰下预计出口价格短期仍将坚挺。

图表 27 我国月度出口金额 (亿美元) 及增速



资料来源:海关总署,华安证券研究所

图表 28 出口价格指数与出口数量指数比值

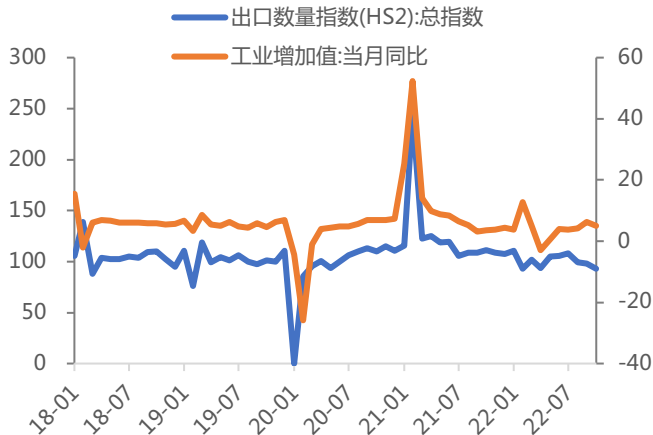


资料来源:海关总署,华安证券研究所

从国内工业生产端来看,国内工业增加值与出口数量呈现一定相关性。受疫情等因素影响,国内物流受阻继而影响工业供应链条,国内工业增加值面临一定的下行压力,部分企业无法按时完成出口订单而被客户取消订单,进一步加大出口压力。

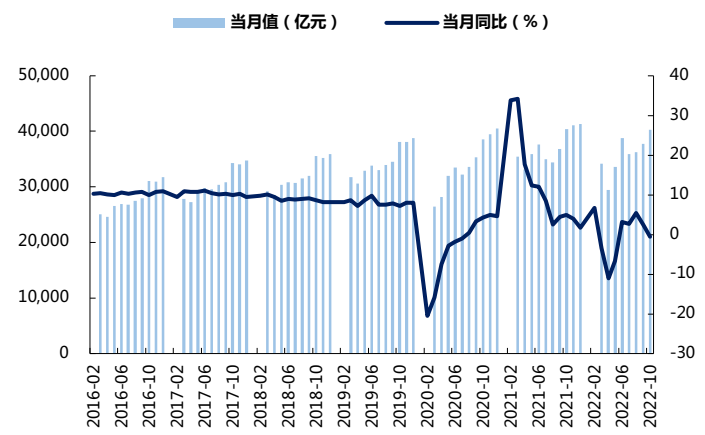
从国内消费端来看，自 21H2 起社零增速放缓，22 年 10 月社零总额 4.03 万亿元，同比下滑 0.5%，工业生产及消费力下行，箱瓦纸需求承压。

图表 29 月度出口数量指数与工业增加值同比增速



资料来源：海关总署，国家统计局，华安证券研究所

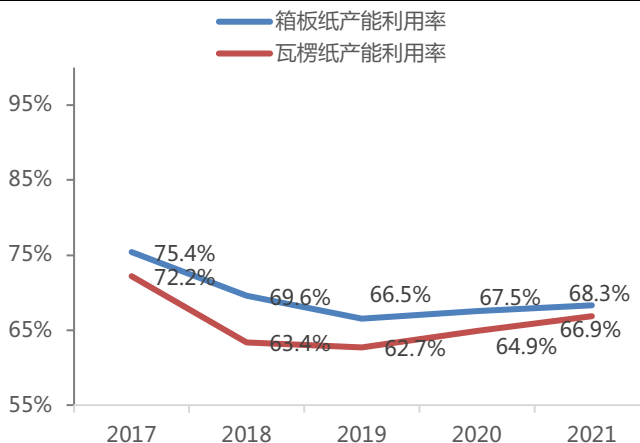
图表 30 月度社零（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

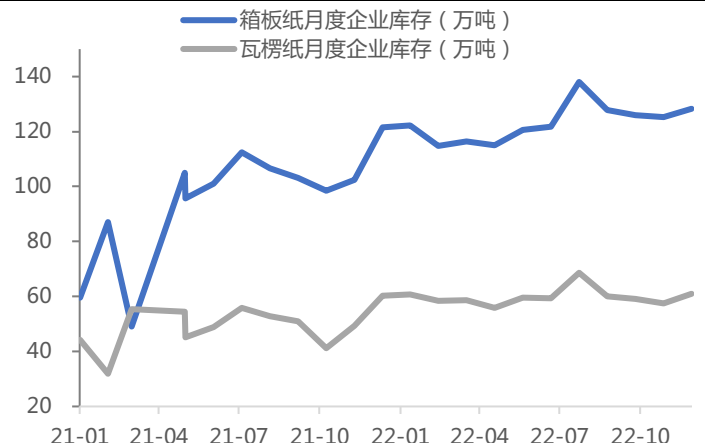
(2) 供给端：产能利用率较低，库存高位，供给相对过剩。根据卓创资讯，2021 年我国箱板纸、瓦楞纸行业产能分别为 4055 万吨、3271 万吨，产能利用率分别为 68.3%/66.9%。近五年平均产能利用率为 69.5%/66.0%，维持较低水平。从库存水平来看，截至 2022 年 11 月，箱瓦纸企业库存分别为 128.19 万吨、60.98 万吨，库存处于 2021 年至今高位。箱瓦纸行业产能利用率较低，供给相对过剩。

图表 31 2017-2021 年箱瓦纸产能利用率



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 32 2017 年至今箱瓦纸月度企业库存（万吨）



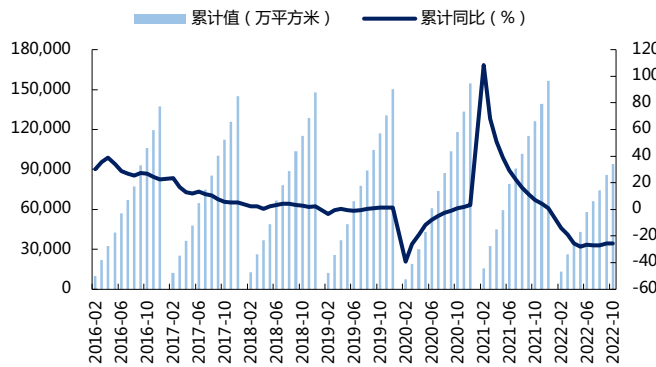
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

3 家居：地产链基本面进入向上通道

下半年宽松政策频出，地产链修复在即。下半年以来地产宽松政策频发且力度空前，地产“三箭齐发”与“保交楼”加速竣工回暖：“第一支箭”国有六大行向优质房企提供万亿级授信；“第二支箭”扩大房地产企业在内的民营企业债券工具融资，额度 2500 亿；“第三支箭”重启房企股权融资，三箭齐发稳地产。

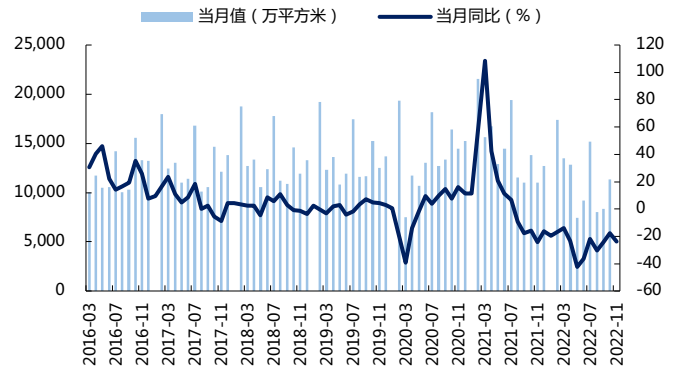
此外，11月21日央行及银保监会拟向商业银行提供2000亿免息再贷款用于支持“保交楼”专项纾困政策。国家统计局数据显示，18-21年地产销售面积超17亿平，在“保交楼”支持下，新开工有望加速向竣工传导，今年8月至10月，房屋竣工面积累计同比降幅连续三个月收窄，竣工有望持续修复，家居基本面将迎改善。

图表 33 全国商品房住宅销售面积累计值及同比



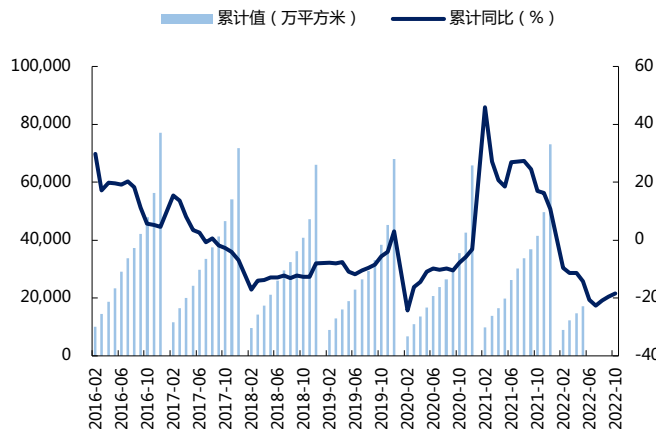
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图 34 全国商品房住宅销售面积当月值及同比



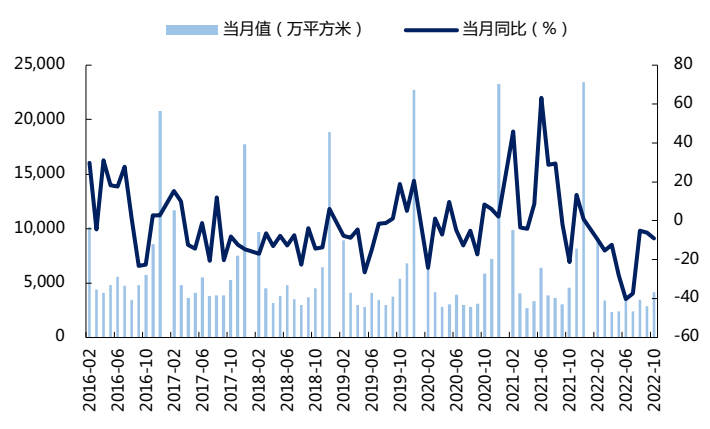
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 35 全国住宅竣工面积累计值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 36 全国住宅竣工面积当月值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 37 下半年以来地产端宽松政策梳理

时间	地产相关政策梳理
10月15日	10月15日央行第三季度金融统计数据新闻发布会：房贷政策收紧造成对部分刚需及合理改善型住房需求的误伤，预计四季度房价回稳的城市 房贷利率及放款速度等信贷政策将迎来实质性改善 。
10月20日	金融街论坛年会上，国务院副总理刘鹤表示房地产市场合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”，中国人民银行副行长潘功胜指出“对于房地产市场， 金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正 ”。
11月9日	11月9日，中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会， 部分房企有计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具 ，地产融资政策释放边际宽松信号。
12月3日	广东省人民政府、央行、银保监会、证监会、住建部五部门同时表态：恒大集团出现风险主要源于自身经营不善、盲目扩张。 短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能 。
12月3日	示将指导银行保险机构做优对房地产和建筑业的金融服务，重点满足首套房、改善性住房按揭需求， 合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度 ；3）证监会表示将支持房地产企业合理正常融资， 支持优质房地产企业发行债券，资金可用于出险企业项目的兼并收购 。中央政治局召开会议指出： 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求 ，提出促进房地产业健康发展和良性循环目标。
12月4日	中央经济工作会议指出：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，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 ，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
12月5日	12月8日，国新办举行国务院政策例行吹风会上，国家发改委农村经济司司长吴晓表示，要推动农村居民消费梯次升级，实施农村消费促进行动，鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动， 实施家具家装下乡补贴 和新一轮汽车下乡。
12月6日	中国银行间市场交易商协会举行房地产企业代表座谈会提出： 重点支持符合房地产调控政策的企业注册发行中长期限的债务融资工具 ，优先支持注册发行债券用于并购及项目建设，支持保交楼、保民生、保稳定，积极满足房地产合理融资需求。
12月7日	近日，央行、银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》， 鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务 ，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。
12月8日	央行宣布下调5年期以上LPR5个基点，为21个月以来首次下调。
12月9日	国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，指出对房地产行业要“研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，会议还要求有关部门要积极出台对市场有利的政策、慎重出台收缩性政策。
12月10日	央行通知将首套房按揭贷款利率下限调整为LPR-20bp
12月11日	央行公布5年及以上LPR下调15bp

资料来源：中国人民银行，银保监会、住建部、中国政府网，华安证券研究所

3.1 22 年家居板块复盘：增速放缓，韧性仍存

疫情反复+地产低迷，家居企业前三季度业绩增速放缓。家居零售端消费依赖线下场景，工程端则受地产竣工景气影响。年初至今全国多地疫情管控，线下客流与上门定制服务减少；同时，地产竣工的持续低迷，工程渠道承压，家居板块自 22Q2 起营收增速放缓。

图表 38 各公司单季度营收及增速

定制家居							
公司营收 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
欧派家居	33.0	49.0	62.0	60.4	41.4	55.5	65.8
yoy	130.7%	38.6%	30.1%	20.6%	25.6%	13.2%	6.0%
索菲亚	17.6	25.4	29.4	31.6	20.0	27.8	31.5
yoy	130.6%	41.8%	15.9%	-2.9%	13.5%	9.6%	7.1%
志邦家居	6.8	12.3	14.1	18.3	7.6	12.8	14.8
yoy	109.1%	36.5%	23.2%	24.7%	11.2%	4.1%	4.8%
金牌厨柜	4.9	8.4	8.9	12.3	5.7	8.6	10.6
yoy	81.5%	49.9%	13.5%	19.9%	17.2%	2.4%	18.5%
江山欧派	4.7	9.3	8.8	8.7	4.9	7.8	9.4
yoy	57.7%	22.5%	-8.3%	-12.1%	3.5%	-16.4%	7.0%
软体家居							
公司营收 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
顾家家居	37.8	42.3	52.1	51.2	45.4	44.8	47.5
yoy	65.3%	64.5%	41.4%	24.2%	20.0%	5.7%	-8.9%
喜临门	12.5	18.6	19.4	27.3	14.0	22.0	21.4
yoy	72.5%	48.4%	31.1%	25.7%	12.4%	18.5%	10.3%
梦百合	18.9	20.1	22.1	20.3	21.4	19.4	19.8
yoy	78.5%	48.1%	4.7%	1.2%	13.5%	-3.5%	-10.2%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

利润端：产品结构变革与费用投放错配，盈利承压。前三季度家居板块盈利承压主因：1)“整家战略”推动下，低毛利配套品占比提升，拉低整体盈利水平；2)流量碎片化加剧营销投放，疫情压力下坚持经销商扶持，费用与营收错配；3)地产低迷影响大宗渠道盈利。

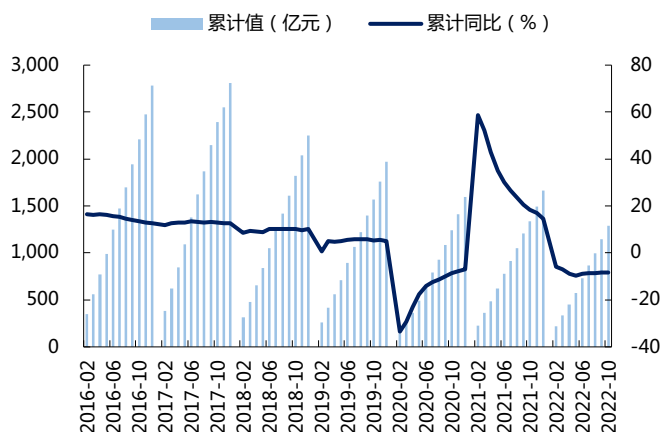
图表 39 各公司单季度归母净利润及增速

定制家居							
归母净利润 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
欧派家居	2.4	7.7	11.0	5.5	2.5	7.7	9.7
yoy	340.0%	30.1%	14.6%	-9.8%	3.9%	-0.5%	-11.7%
索菲亚	1.2	3.3	4.0	-7.3	1.1	3.0	3.9
yoy	812.3%	-8.7%	13.7%	-246.7%	-2.9%	-9.3%	-2.8%
志邦家居	0.5	1.0	1.5	2.1	0.5	1.1	1.6
yoy	213.2%	6.1%	0.9%	3.9%	1.4%	5.3%	6.0%
金牌厨柜	0.4	0.4	0.7	1.8	0.3	0.6	0.7
yoy	587.8%	-22.3%	-18.1%	24.9%	-31.2%	45.6%	0.9%
江山欧派	0.3	1.4	1.1	-0.3	0.6	0.6	-0.9
yoy	-11.7%	47.9%	-36.0%	-130.0%	67.5%	-57.6%	-175.4%
软体家居							
归母净利润 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
顾家家居	3.9	3.9	4.7	4.3	4.4	4.5	5.1
yoy	25.6%	43.9%	7.2%	359.6%	15.1%	15.5%	10.1%
喜临门	0.8	1.3	1.6	1.8	0.5	1.7	1.7
yoy	-255.5%	37.5%	13.4%	38.8%	-36.2%	24.5%	8.5%
梦百合	0.6	-0.5	-1.9	-1.0	0.3	0.5	0.2
yoy	-31.2%	-162.3%	-199.0%	-388.9%	-44.2%	-213.8%	-108.0%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

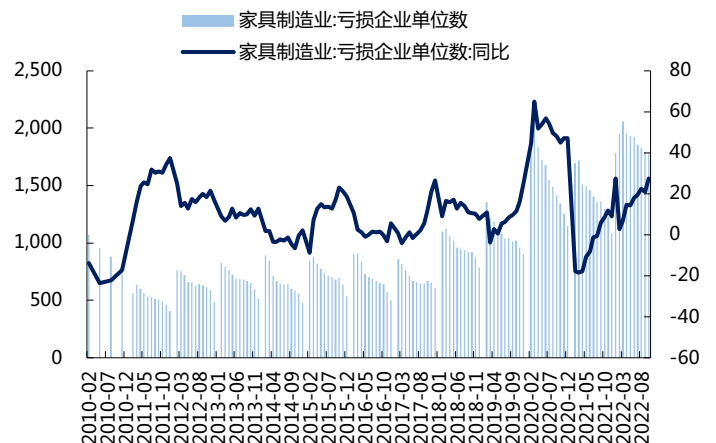
困境下龙头韧性十足，行业格局持续集中。根据国家统计局，22 年 1-10 月全国家具类零售额累计实现 1289.7 亿元，同比下滑 8.2%。22 年 10 月家具制造业亏损企业数量达 1784 家，同比+27.5%。中小企业经营压力增长显著，龙头企业逆势提升份额，经营韧性十足。

图表 40 家具类零售额累计值及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 41 家居制造业亏损企业单位数及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

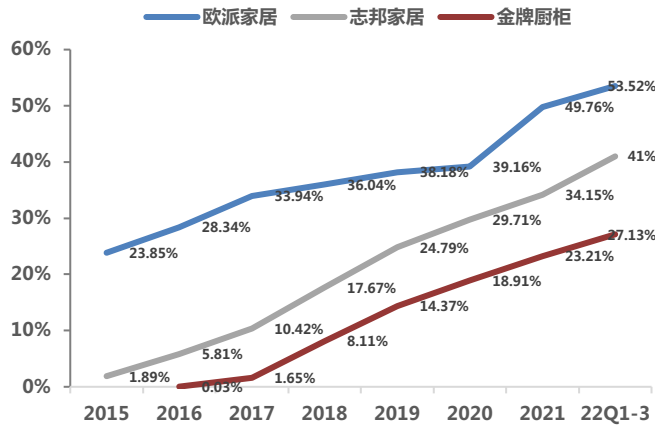
3.2 品类融合、渠道扩张下沉，客单值与市场份额提升

零售端：品类融合+整家销售+渠道扩张下沉，客单值与市场份额提升。

(1) 产品端，推进多品类协同，第二、三曲线增长势头强劲。“整家战略”推

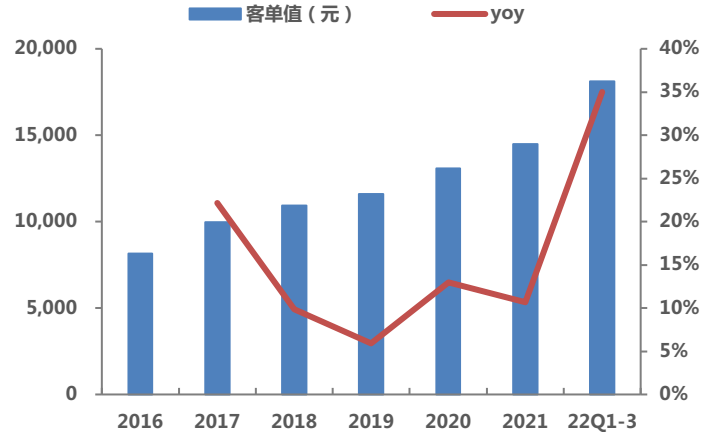
行下，家居企业不断增强品类间协同效应，借助核心品类与优势渠道为其他品类引流，推进多品类套系销售，从而提升客单值。其中欧派家居衣柜及配套营收占比及增速已超过传统优势品类橱柜业务，22Q1-3 衣柜及配套营收实现 87.08 亿元，占比高达 53.52%。索菲亚客单值由 2016 年的 0.82 万元提升至 2021 年的 1.45 万元，CAGR 为 12.2%，22Q1-3 客单值为 1.8 万元，同比+35%。

图表 42 各公司 2015 年至今第二品类营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 43 索菲亚客单值及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 渠道端：零售为核心，大宗占比持续降低。22Q1-3 年欧派/索菲亚/志邦零售渠道增速分别为 16.93%/+11.21%/+10.03%。零售仍为核心渠道，增速受疫情干扰放缓。大宗渠道更加重视风险控制，不断优化客户结构，收入占比及增速均下滑，22Q1-3 欧派/索菲亚/志邦大宗渠道营收分别为 24.32/10.6/8.56 亿元，占比分别为 15.2%/13.4%/24.3%。

图表 44 定制家居各公司 2018 年至今零售渠道营收及增速

营收	2018	2019	2020	2021	22Q1-3	增速	2018	2019	2020	2021	22Q1-3
零售渠道营收						增速					
欧派家居	95.93	109.03	115.83	162.67	134.08	欧派家居	15.10%	14.10%	6.20%	40.40%	16.93%
索菲亚	58.31	57.79	67.82	87.03	67.37	索菲亚	13.70%	-0.90%	17.40%	28.30%	11.21%
志邦家居	18.62	21.31	24.62	31.52	23.92	志邦家居	13.20%	14.50%	15.50%	28.00%	10.03%
金牌厨柜	14.21	15.35	16	20.7	13.52	金牌厨柜	16.60%	8.00%	4.20%	29.40%	3.66%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

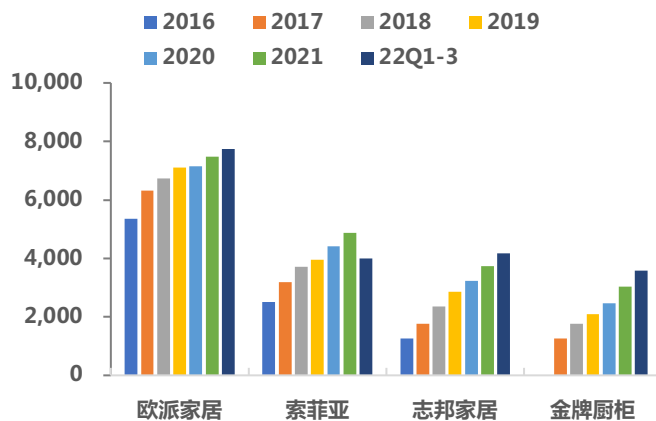
图表 45 定制家居各公司 2018 年至今大宗渠道营收及占比

	2018A		2019A		2020A		2021A		22Q1-3	
亿元; %	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
欧派家居	14.18	12.3%	21.62	16.0%	26.82	18.2%	36.73	18.0%	24.32	15.2%
索菲亚	5.84	8.0%	9.40	12.2%	15.04	18.0%	16.04	15.4%	10.60	13.4%
志邦家居	3.91	16.1%	6.39	21.6%	11.75	30.6%	16.51	32.0%	8.56	24.3%
金牌厨柜	1.88	11.1%	4.72	22.2%	8.08	30.6%	11.45	33.2%	9.08	37.4%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

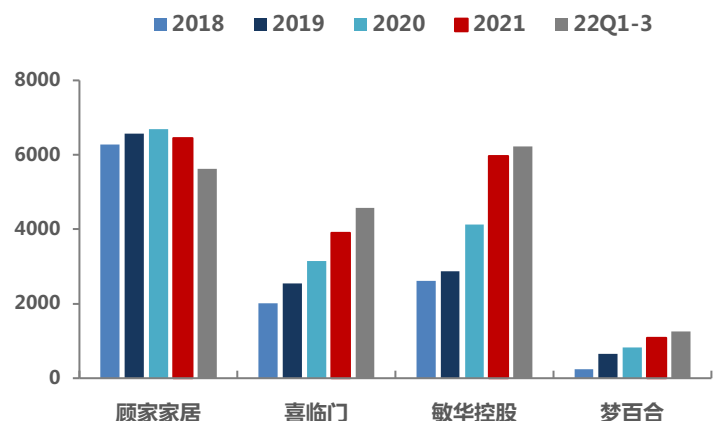
门店持续扩张，店态优化升级。截至 22Q3，欧派/索菲亚/志邦线下门店数量分别为 8135/4863/3310 家，净增加 597/454/368 家门店，家居企业零售渠道下沉加速，门店数量显著提升。从店态来看，**大店、整装店的占比逐渐提升**，截至 2021 年末，公司整装大家居门店数量约 790 家，其中欧派和星之家品牌占比分别 60%/40%。顾家家居渠道端坚持 1+N+X 战略，加快势能店、融合大店布局，截至 22Q3 年公司门店数量 5620 家。店态升级有效带动套系销售，提升客单值与店效。

图表 46 定制家居历年门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

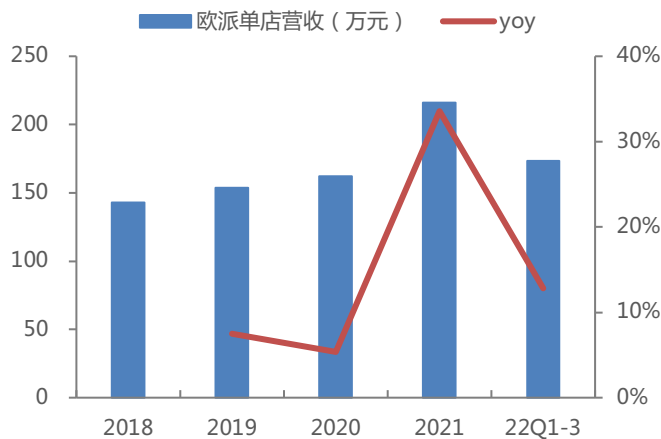
图表 47 软体家居线下门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

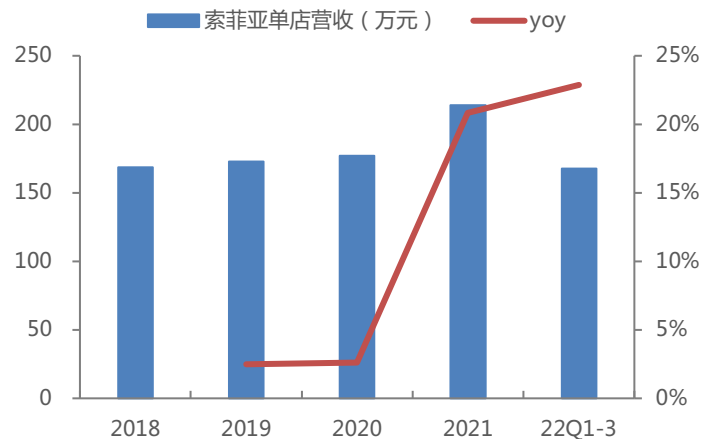
整家销售+门店优化升级，带动客单值提升，同店表现亮眼。家居企业推动品类融合，“整家”趋势确立，同时对店态不断升级优化，单店表现亮眼。截至 22Q3，欧派/索菲亚单店营收分别为 173.41/167.75 万元，同比分别+12.8%/22.9%。

图表 48 欧派单店营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 索菲亚单店营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

加速整装布局，打开长期发展空间。定制家居企业自 2018 年起陆续布局整装赛道，与全国装企合作前置流量入口，提升客单值。**欧派家居** 2021 年为整装大家居“破局立新”之年，接单同比+90%，截至 22H1，整装大家居实现营收 10.4 亿元，同比+62%。**索菲亚** 2021 年整装实现营收 5.29 亿元，较 20 年实现约 3 倍增长，公司与星艺装饰、圣都家装等头部装修企业进行深度合作，同时推动经销商和当地小

型整装公司等合作，进一步发力整装渠道建设；截至 22H1，整装渠道实现营收 3.61 亿元，同比+167.26%。

图表 50 家居企业 2018 年以来整业务推进情况

公司	整装业务推进情况
欧派家居	2018年开始布局整装大家居，与当地头部家装公司合作，赋能头部装企。2019年整装大家居开店效果显著，19年开店约288家，2020年开店约426家，截至2021年底，整装大家居门店近790家，年度接单同比超90%。 截至 2022H1，公司整装大家居实现营收约 10.4 亿元，同比增长 62%。
索菲亚	公司2018年开始布局整装业务，20年底已签约500家整装企业，21年深化客户合作、提高提货额整装业务经销商合作企业超过1700家，21年整装业务实现营收5.29亿元，同比2020年增长3倍。 截至 2022H1，公司整装渠道实现营收 3.61 亿元，同比增长 167.26%。
尚品宅配	2017年下半年开始推行整装云平台，目前公司HOMKOO整装云已有3000户装企加入，21年6月引进京东战投、开启互联网整装合作。21年整装业务收入11.09亿元。
志邦家居	公司2018年布局整装单道，采取双品牌运营：公司和全国大型整装公司合作，区域性整装公司由公司赋能当期经销商加盟合作，公司19年启用IK新品牌，为整装渠道构建独有产品线与标准化门店。 公司于 2022 年 6 月 15 日推出“超级邦”装企服务战略，推出整装服务新模式。
金牌厨柜	19年开始推出整装业务，公司通过直营与经销方式联合推进，整装店截止22Q1拥有42家门店。公司积极推进原有家装、整装业务模式升级，激活零售经销商与各地客户资源、交付能力，品牌较强的头部装企开展业务合作，进一步强化零售渠道覆盖，增强市场竞争力。 截至2022H1，公司拥有金牌整装馆 57 家，较 2021 年末净增 22 家。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 投资建议：优先推白马，发散看二线弹性

地产链修复+内需回暖，板块迎接戴维斯双击。估值方面，当前地产政策宽松力度加码，因城施策加速推进，高能级城市“四限”放松，地产销售增速有望转正，带动家居板块估值回升。基本面角度，“保交楼”加速竣工回暖，推动家居消费需求释放，家居企业业绩改善，板块有望迎接戴维斯双击。

建议自上而下优选一二线龙头。定制家居重点推荐欧派家居、索菲亚、志邦家居。建议关注江山欧派、王力安防。软体家居重点推荐顾家家居，建议关注喜临门、慕思股份。

图表 51 各公司一致预期 EPS 计算 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
欧派家居	119.20	4.38	4.60	5.41	6.37	33.71	25.93	22.05	18.71
索菲亚	19.21	0.13	1.35	1.61	1.89	165.24	14.25	11.95	10.15
尚品宅配	21.29	0.45	0.71	1.21	1.47	94.99	30.08	17.62	14.50
志邦家居	28.79	1.62	1.76	2.07	2.41	18.79	16.35	13.91	11.93
金牌厨柜	30.22	2.19	2.47	3.03	3.66	17.59	12.22	9.97	8.25
江山欧派	68.33	2.45	1.64	3.19	3.88	25.80	41.55	21.39	17.61
王力安防	10.13	0.32	0.36	0.60	0.81	40.68	28.25	16.89	12.53
顾家家居	45.80	2.63	2.34	2.72	3.22	29.31	19.56	16.85	14.20
喜临门	31.35	1.44	1.64	2.06	2.56	27.06	19.12	15.24	12.27
梦百合	11.80	-0.57	0.52	0.89	1.22	-30.57	22.90	13.19	9.64
慕思股份	36.03	1.91	1.83	2.19	2.59	0.00	19.72	16.47	13.91

资料来源：wind，华安证券研究所；注：股价为 12.09 收盘价

4 出口：关注美国去库存及地产相关向上拐点

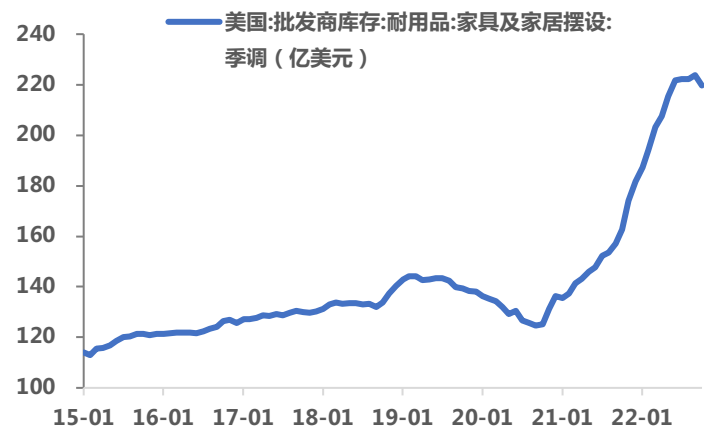
海外仍处于去库存、地产后周期。根据美国商务部数据，截至美国耐用品总存货量 4886.2 亿美元，同比+6.56%，较 20 年同期增长 14.6%。其中，22 年 10 月美国家具及家居摆设批发商库存为 219.68 亿美元，同比+35.1%，较 20 年同期+75.5%。美国耐用品库存高企。**新房销售方面**，2022 年 10 月美国新建住房销售 4.8 万套，同比-5.88%，1-10 月累计新建住房销售 56.2 万套，同比-14.33%。

图表 52 2015 年至今美国耐用品总存货量（亿美元）



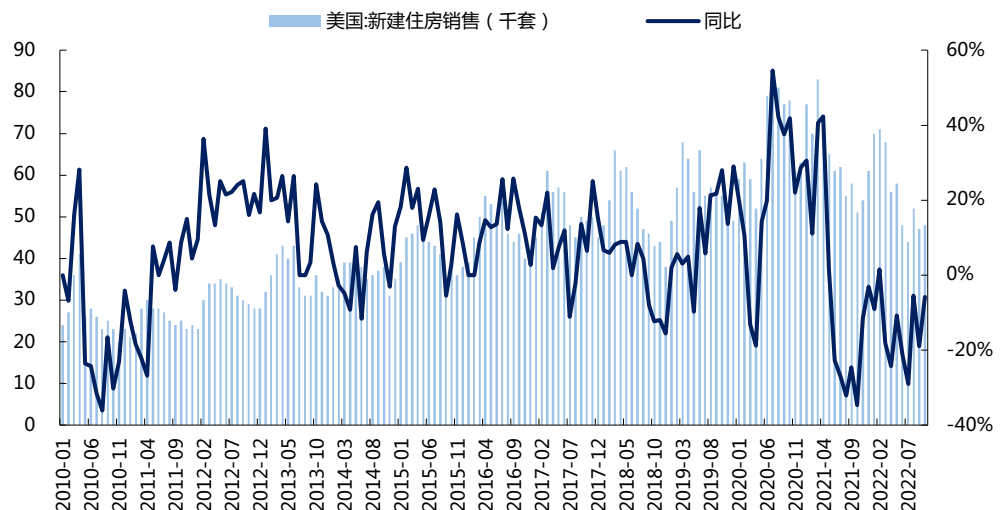
资料来源：美国商务部，华安证券研究所

图表 53 美国批发商库存:家具及家居摆设（亿美元）



资料来源：美国商务部，华安证券研究所

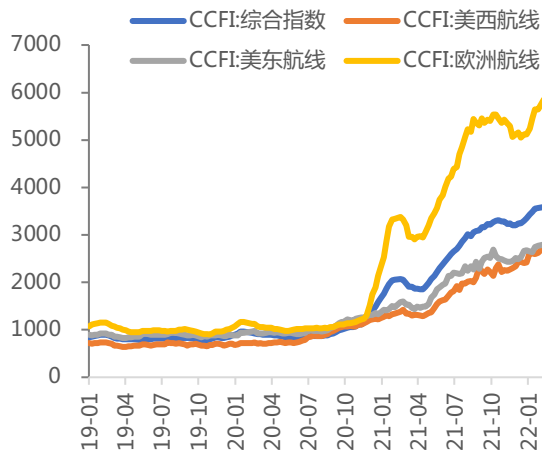
图表 54 美国新建住房销售（千套）



资料来源：美国商务部，华安证券研究所

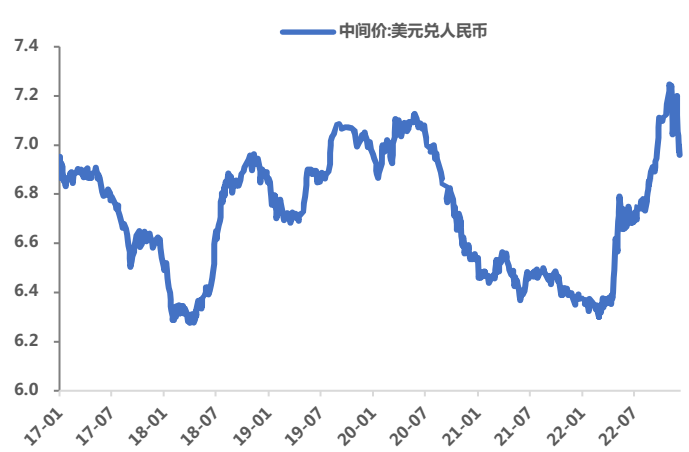
海运运价下行+人民币汇率持续贬值利好出口。根据 wind，年初至今海运运价持续下行，截至 12 月 9 日，CCFI 综合、美西、美东、欧洲航线指数分别较年初回落 58.9%/64.7%/42.8%/61.2%。此外，年初至今人民币汇率持续贬值，汇兑收益增厚出口利润。

图表 55 19 年至今 CCFI 指数走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 56 17 年至今美元兑人民币中间价



资料来源: 中国人民银行, 华安证券研究所

出口景气差异造成营收分化, 汇兑损益增厚盈利。户外运动的风靡, 带动帐篷、保温杯壶类产品订单高增, 相关标的如牧高笛、嘉益股份等 22 年营收持续高增。另一方面, 办公桌椅、沙发等耐用品受去库周期影响, 相关标的如永艺股份 22 年营收增速回落。利润端来看, 汇兑收益持续增厚出口盈利。

图表 57 各公司分季度营收及增速

营收 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
乐歌股份	6.59	7.38	7.03	7.71	7.64	7.85	7.64
yoy	181.98%	84.78%	19.97%	6.88%	15.83%	6.38%	8.63%
恒林股份	10.33	13.75	15.63	18.07	14.01	15.51	16.78
yoy	64.65%	18.55%	8.65%	19.07%	35.66%	12.78%	7.36%
永艺股份	10.66	13.38	10.52	12.03	10.08	12.02	9.77
yoy	148.25%	68.97%	-4.52%	8.27%	-5.46%	-10.10%	-7.06%
浙江自然	2.25	2.70	1.70	1.77	3.30	3.06	1.68
yoy	55.13%	37.06%	53.22%	38.27%	46.61%	13.16%	-1.19%
牧高笛	2.10	3.28	1.86	1.99	3.27	5.40	2.91
yoy	25.71%	58.40%	36.39%	50.68%	56.06%	64.72%	55.98%
哈尔斯	4.89	5.85	5.88	7.28	5.65	7.30	6.03
yoy	104.94%	95.58%	25.40%	49.80%	15.67%	24.93%	2.54%
嘉益股份	0.79	1.39	1.75	1.92	1.83	2.74	3.79
yoy	8.38%	90.46%	115.68%	49.79%	131.21%	97.14%	116.24%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 58 各公司分季度归母净利润及增速

净利润 (百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
乐歌股份	31.96	52.04	39.58	61.09	18.01	112.44	27.88
yoy	128.17%	-3.89%	-57.58%	9.80%	-43.64%	116.06%	-29.57%
恒林股份	66.73	99.62	98.94	72.38	72.82	138.06	83.92
yoy	122.15%	-21.15%	-32.05%	18.05%	9.13%	38.60%	-15.18%
永艺股份	54.66	59.33	46.64	20.70	47.26	89.16	148.51
yoy	90.46%	-22.34%	-54.31%	-18.28%	-13.55%	50.28%	218.40%
浙江自然	61.66	75.72	45.69	36.44	84.98	89.34	24.93
yoy	59.69%	34.47%	39.35%	14.48%	37.82%	17.99%	-45.44%
牧高笛	21.21	32.22	18.01	7.17	36.77	76.39	17.11
yoy	70.27%	27.76%	51.80%	-301.03%	73.38%	137.09%	-5.00%
哈尔斯	25.57	31.12	35.15	43.67	30.81	96.33	53.03
yoy	-212.87%	-461.99%	102.77%	-403.37%	20.50%	209.58%	50.87%
嘉益股份	11.89	21.05	28.59	20.64	33.01	53.37	81.14
yoy	-12.63%	32.34%	170.39%	-16.60%	177.59%	153.53%	183.80%

资料来源: wind, 华安证券研究所

建议重视出口细分景气赛道，耐用品海外需求静待改善。全球宏观环境不稳定及高通胀带来的需求收缩，出口普遍承压，建议关注细分赛道高景气。当前全球流动性收紧、通胀压力加大，导致消费需求收缩。以坐具、床垫、沙发等在内的家具用品，在全球需求低迷及去年同期高基数下，出口阶段性承压。但部分细分赛道如保温杯壶受益于户外运动兴起与人均使用量增加，外销持续保持旺盛，我们看好相关细分赛道出口景气度延续。关注哈尔斯、嘉益股份。建议关注牧高迪、浙江自然。

图表 59 各产品 22 年月度出口额增速

增速	2022年1月	2022年2月	2022年3月	2022年4月	2022年5月	2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月
保温杯	63.2%	22.8%	47.8%	50.6%	64.9%	51.8%	60.8%	31.9%	37.8%	64.0%
弹簧床垫	3.7%	-24.0%	2.8%	22.6%	21.8%	8.6%	-2.6%	4.7%	15.2%	14.4%
充气床垫	20.5%	-5.8%	15.5%	2.4%	8.5%	11.1%	12.1%	2.1%	0.0%	-2.2%
升降桌	2.7%	-19.4%	-0.5%	-0.9%	-2.4%	1.7%	-2.3%	-20.4%	-15.6%	-18.4%
办公椅	-22.1%	-34.5%	-27.5%	-35.2%	-30.8%	-30.9%	-28.7%	-37.6%	-30.2%	-29.9%
功能沙发	10.3%	-17.8%	-7.1%	-18.5%	-22.1%	-20.0%	-13.6%	-15.7%	-30.1%	-32.6%
自行车	-2.6%	-5.5%	-11.5%	-40.1%	-35.9%	-20.8%	-28.6%	-29.0%	-36.4%	-34.2%
PVC地板	21.5%	7.5%	30.0%	2.2%	17.0%	2.3%	11.7%	-23.9%	-21.1%	-37.1%
遮阳棚	65.8%	11.9%	24.7%	39.3%	-2.1%	-11.0%	-22.7%	-22.6%	-32.1%	-37.8%
休闲沙发	-2.0%	-19.6%	-5.8%	-21.6%	-16.3%	-11.2%	-16.1%	-27.0%	-27.8%	-37.8%

资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 60 各公司一致预期对应 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
乐歌股份	17.55	0.84	0.99	1.31	1.69	35.14	17.80	13.44	10.41
永艺股份	10.62	0.60	1.08	1.09	1.19	20.60	9.86	9.73	8.90
恒林股份	29.96	3.38	2.92	3.57	4.21	12.06	10.27	8.40	7.12
牧高笛	61.85	1.18	2.33	3.35	4.45	35.21	26.59	18.49	13.90
浙江自然	46.60	2.17	2.56	3.23	3.99	34.46	18.18	14.41	11.68
哈尔斯	6.16	0.33	0.52	0.60	0.66	17.05	11.77	10.35	9.37
嘉益股份	30.70	0.82	2.17	2.53	3.03	24.92	14.12	12.15	10.14

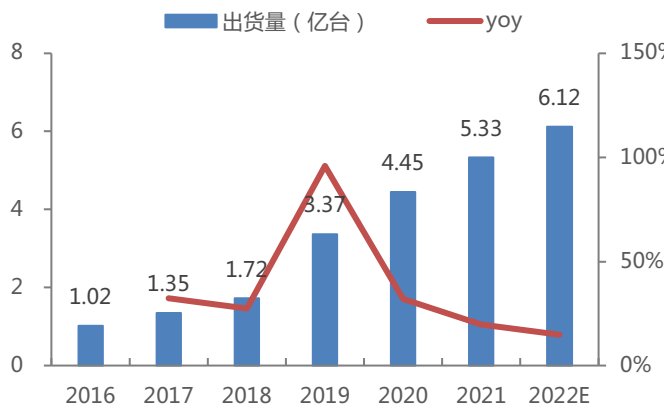
资料来源：wind，华安证券研究所

5 包装：格局优化+成本改善，盈利拐点在即

5.1 纸包装：行业集中度提升，需求受益疫后消费复苏

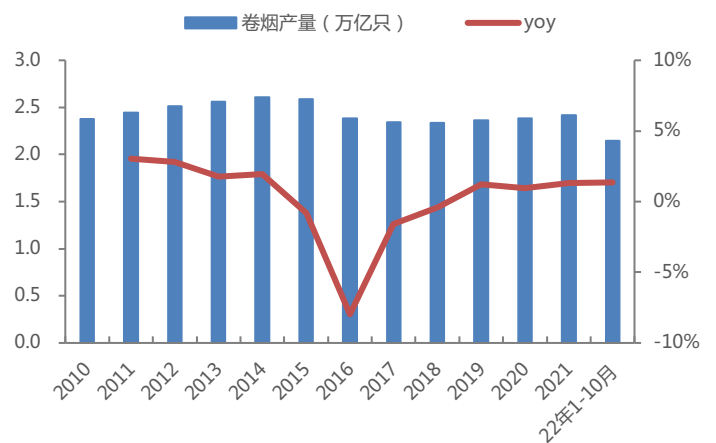
纸包装下游需求稳健，受益疫后消费复苏。纸包装下游应用主要为消费电子、日化、烟酒等领域，消费属性偏刚需，需求稳健增长。根据国家统计局，化妆品类/日用品类 2021 年零售额分别为 3409.5 亿元、6263.5 亿元，同比分别+13.8%/+10.3%。2010-2021 年零售额 CAGR 分别 13.0%/10.8%；2021 年卷烟产量 2.42 万亿只，2010-2021 年产量 CAGR 为 0.16%。根据 IDC，全球可穿戴设备出货量不断增长，从 2016 年的 1.02 亿台增长至 2021 年的 5.33 亿台，年均复合增长率达 39.2%，预计 2022 年将达 6.12 亿台。

图表 61 2021 年全球可穿戴设备出货量



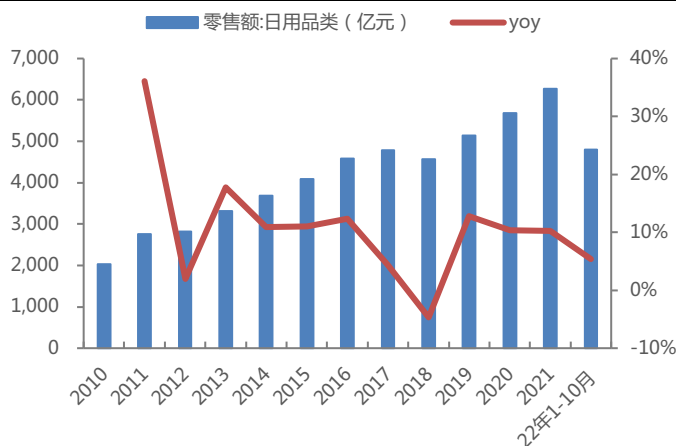
资料来源: IDC, 华安证券研究所

图表 62 2010 年至今卷烟产量



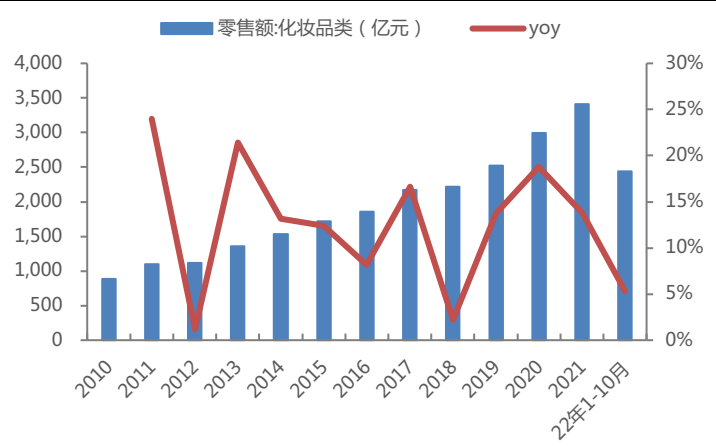
资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 63 2010 年至今日用品零售额 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

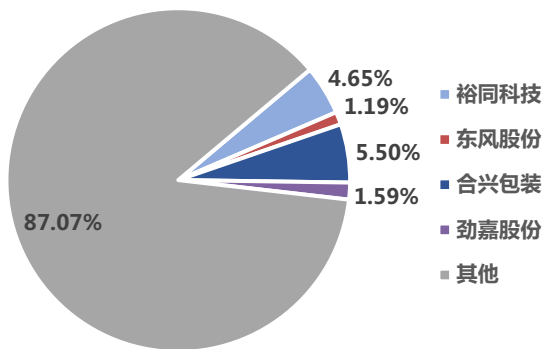
图表 64 2010 年至今化妆品类零售额 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

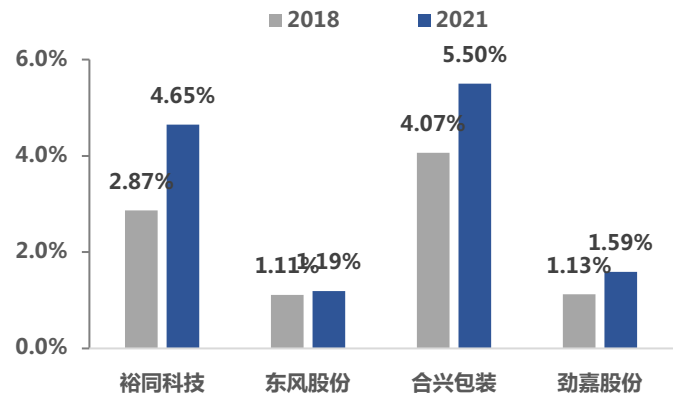
供给端: 龙头市场份额持续提升。根据中国包装联合会统计, 2021 年我国纸包装行业市场规模约 3192 亿元, 较 2018 年的 2991.40 亿元提升 6.71%。我国纸包装行业较为分散, 近年来龙头凭借产能扩张与业务延伸持续提升市场份额, 我们以各公司营收/行业市场规模来测算各公司市场份额, 可知裕同科技、合兴包装、劲嘉股份、东风股份等行业龙头市场份额持续提升。2021 年四家市占率合计 12.93%, 较 2018 年提升 3.75pct。

图表 65 2021 年纸包装市场份额



资料来源：中国包装联合会，公司公告，华安证券研究所

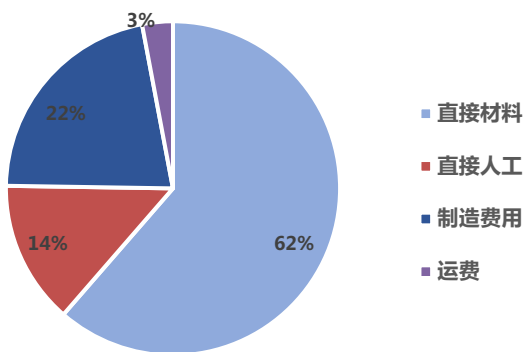
图表 66 2018、2021 年各公司市场份额



资料来源：中国包装联合会，公司公告，华安证券研究所

成本端：原纸纸价下行，释放盈利弹性。以裕同科技为例，公司 2021 年主营成本构成中 62% 为直接材料，白卡纸等包装纸占公司成本比例较高。22H2 以来，白卡纸供给过剩+需求承压，纸价回落，且短期内供需格局改善有限，故预计 2023 年纸包装企业成本端压力减弱。

图表 67 2021 年裕同科技主营成本构成



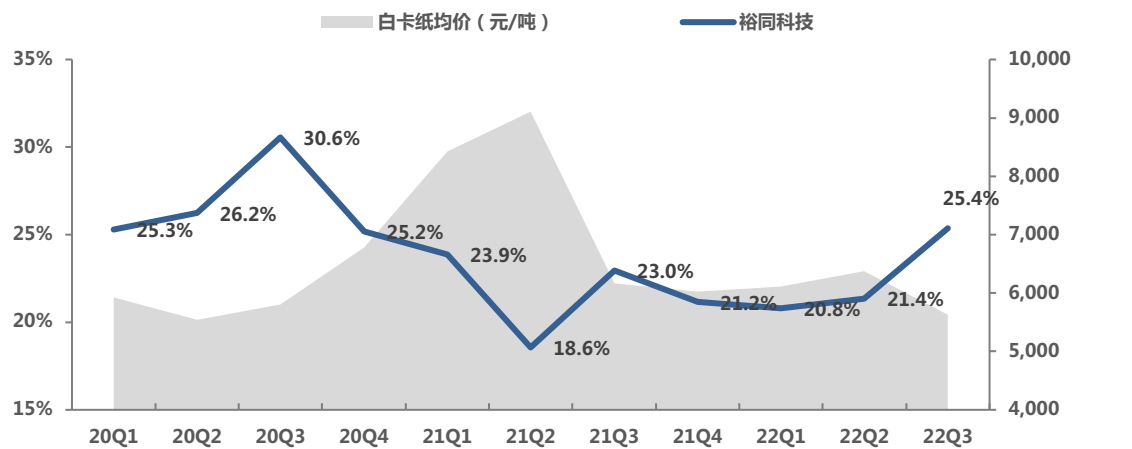
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 68 2020 年以来白卡纸月度均价



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 69 裕同科技季度毛利率与白卡纸均价



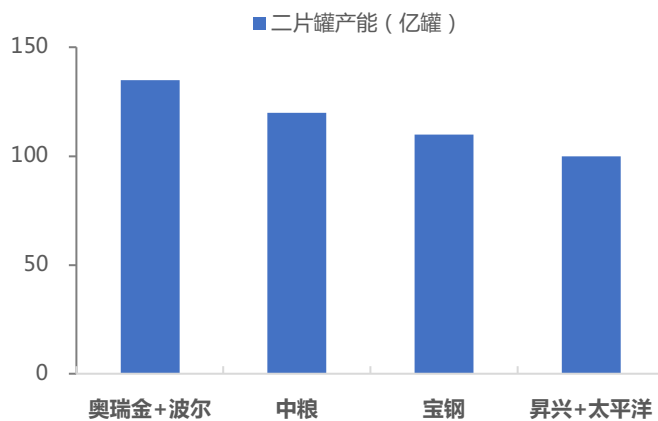
资料来源：公司公告，卓创资讯，华安证券研究所

5.2 金属包装：二片罐格局持续优化，成本改善+需求回暖看好盈利弹性

二片罐：格局优化+铝价下行，行业盈利中枢上行。

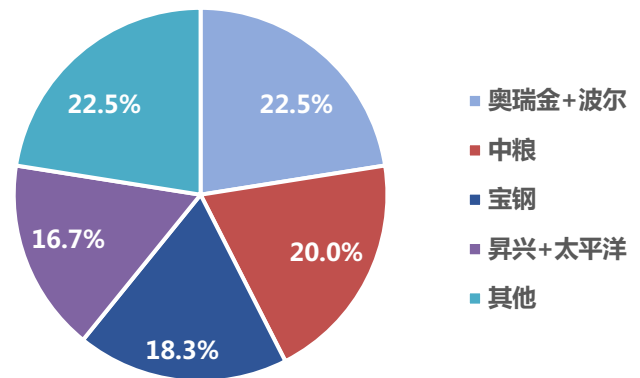
历经多年行业整合，二片罐供给格局改善，CR4 占比超 75%。经过多年行业中小产能出清+扩产整合，二片罐行业集中度整体有所提升。目前国内二片罐主要集中于奥瑞金（含波尔中国）、中粮包装、宝钢包装和昇兴股份等龙头企业，上述企业当前二片罐国内产能分别约 135 亿罐、120 亿罐、110 亿罐和 100 亿罐，按行业总产能 600 亿罐来计算，四家市占率分别为 22.5%、20%、18.3%和 16.7%，CR4 占比为 77.5%。

图表 70 国内二片罐 CR4 产能



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 71 二片罐市场格局（产能口径）



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

行业集中度提升及龙头间协同效应提升，二片罐议价能力有望改善。以宝钢包装为例，2021 年在铝价大幅上涨的同时，公司二片罐均价也同比提升 7.2%至 0.44 元/罐，较 2016 年低点 0.37 元/罐提升 0.07 元。当前，行业调价机制逐渐由年度议价调整为季度议价，行业议价能力整体有所改善。

铝价下行，成本压力缓解，行业盈利迎来修复。根据 wind，铝价自 22Q2 起进入下行通道，当前长江有色铝 A00 均价 18650 元/吨，较年初高点回落 21.87%，同比下滑 20.06%。铝价下行+供给格局改善，二片罐盈利将迎来修复。

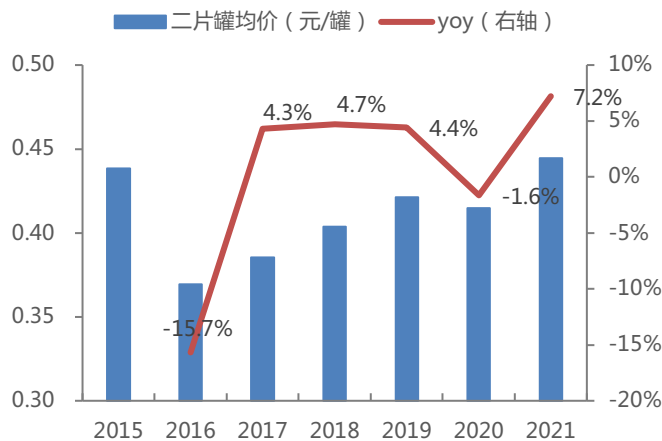
图表 72 2019 年至今长江有色铝 A00 均价



资料来源: wind, 华安证券研究所

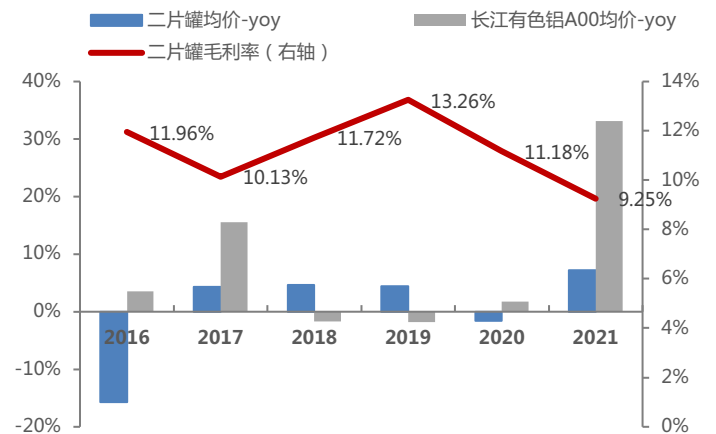
铝材占二片罐成本比例超 70%，铝价波动将显著影响二片罐盈利。铝为二片罐主要原材料，根据奥瑞金评级报告，铝材成本占二片罐总成本比例超 70%。我们选取宝钢包装（二片罐业务占比超 80%）历年二片罐业务进行分析：在铝价上涨的年份，宝钢包装二片罐均价增长幅度远小于铝价上涨幅度，其中 2016 年、2020 年二片罐均价甚至出现负增长。而铝价下降的年份，二片罐均价及毛利率均有改善。再次验证行业供给过剩下，二片罐企业难以顺利向下游传导原料压力，铝价下行将带来利润修复。

图表 73 2015-2021 年宝钢包装二片罐均价及增速



资料来源: 宝钢包装公司公告, 华安证券研究所

图表 74 宝钢二片罐均价、毛利率与铝价变动对比



资料来源: 宝钢包装公司公告, wind, 华安证券研究所

我们以宝钢包装为例，测算铝价波动对于毛利率的影响：假设铝材占二片罐成本的 70%，且在其他因素不变的情况下，铝价波动对于毛利率的影响程度。从测算结果可知，以 2021 年为例，铝价每上涨 3%，二片罐毛利率将下滑 2.72%。



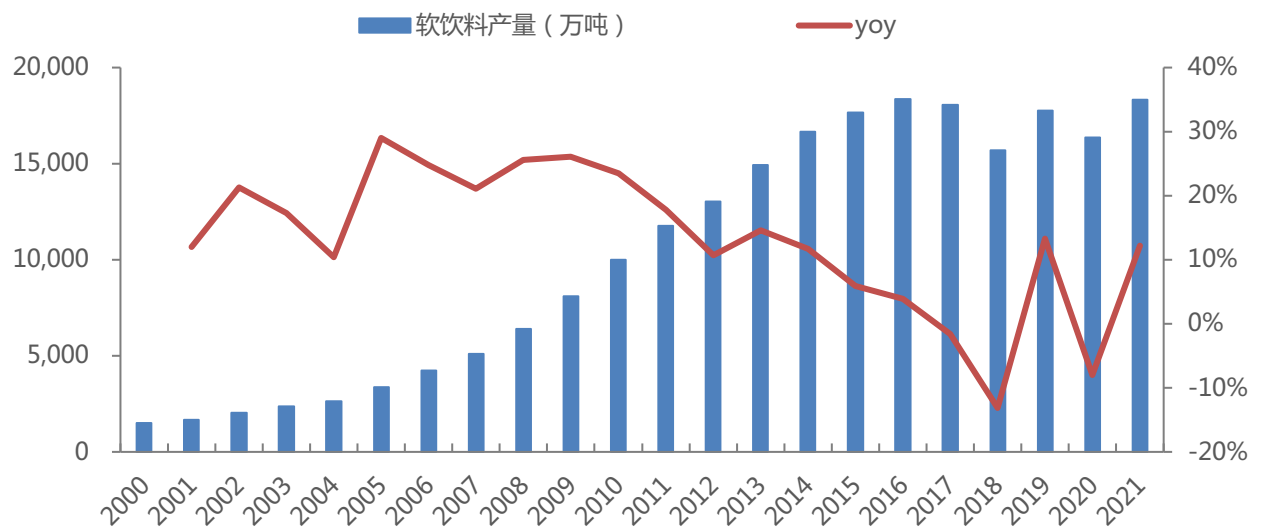
图表 75 铝材成本变动对二片罐毛利率影响的敏感性分析

年份	铝材变动幅度 (右) 当年二片罐毛利率 (下)	-5%	-3%	-1%	0%	1%	3%	5%
2021	9.2%	4.54%	2.72%	0.91%	0%	-0.91%	-2.72%	-4.54%
2020	11.2%	4.44%	2.66%	0.89%	0%	-0.89%	-2.66%	-4.44%
2019	13.3%	4.34%	2.60%	0.87%	0%	-0.87%	-2.60%	-4.34%
2018	11.7%	4.41%	2.65%	0.88%	0%	-0.88%	-2.65%	-4.41%
2017	10.1%	4.49%	2.70%	0.90%	0%	-0.90%	-2.70%	-4.49%

资料来源：宝钢包装公司公告，华安证券研究所；注：表内数据为毛利率对应的波动幅度

需求端：软饮料需求复苏，啤酒罐化率提升空间较大，行业需求有望持续扩容。我国软饮料市场规模不断扩大、品类不断扩宽，目前已经成为全球最大的软饮料市场之一。根据国家统计局数据，2021 年我国软饮料产量 1.83 亿吨，同比+12.2%，较 2019 年增长 3.2%，软饮料市场已恢复至疫前水平。2000-2021 年期间，软饮料产量 CAGR 为 12.7%。

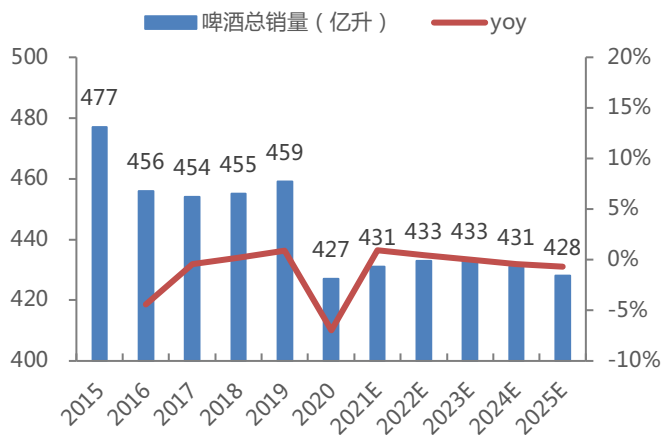
图表 76 我国软饮料历年产量及增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

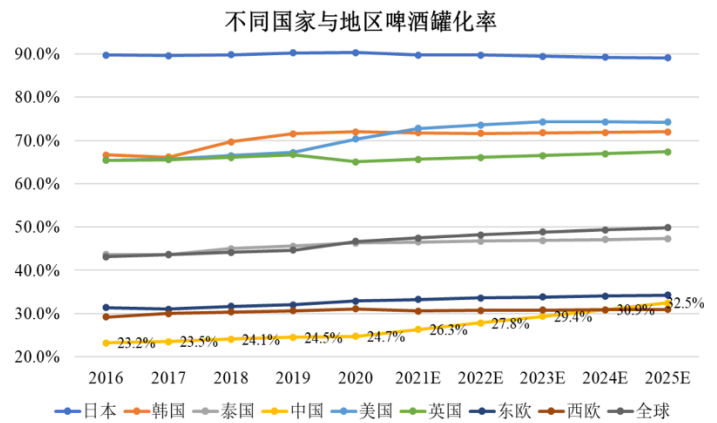
啤酒市场销量企稳，高端化驱动罐化率提升。根据 Euromonitor 统计，我国国内啤酒市场销量企稳，未来将通过产品差异化带来产品结构变化带来的均价提升，预计 2021-2025 年国内啤酒销售额仍可保持 7.3%的复合增速。啤酒行业的销量提升将进一步带动金属包装行业的需求增长。此外，我国目前啤酒罐化率较低，2020 年仅为 24.7%，与美国、英国等 65%以上的罐化率存在较大差距，未来啤酒罐化率的提升将成为二片罐下游需求的主要增长点。

图表 77 2015-2025E 国内啤酒总销量及增速



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 78 2016-2025E 啤酒不同国家与地区啤酒罐化率



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

测算: 啤酒罐化率每提升 1%, 将新增 330ml 二片罐 13.07 亿罐需求。根据 Euromonitor 预测数据, 2025 年国内啤酒销量将达到 428 亿升, 罐化率将提升至 32.5%, 对应 330ml 二片罐需求量为 421.5 亿罐。故啤酒罐化率每提升 1%, 将新增 13.07 亿罐 330ml 二片罐需求。

图表 79 啤酒罐化率提升对二片罐需求测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
啤酒总销量 (亿升)	427	431	433	433	431	428
罐化率	24.7%	26.3%	27.8%	29.4%	30.9%	32.5%
罐化啤酒容量 (亿升)	105.469	113.353	120.374	127.302	133.179	139.1
对应330ml二片罐罐数 (亿罐)	319.6	343.5	364.8	385.8	403.6	421.5
yoy		7.5%	6.2%	5.8%	4.6%	4.4%

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所测算

5.3 投资建议: 关注具备第二曲线弹性标的

行业格局优化+成本改善, 优选产品结构提升、新业务逐渐放量的细分赛道龙头。纸包装与金属包装受益疫后消费回暖, 市场份额持续向龙头倾斜, 成本端原纸及铝价下行提升盈利空间。纸包装推荐东风股份, 建议关注裕同科技。金属包装建议关注昇兴股份, 奥瑞金。

图表 80 各公司一致预期对应 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
裕同科技	31.84	1.09	1.64	1.98	2.39	30.82	19.42	16.06	13.31
东风股份	4.63	0.51	0.25	0.33	0.43	15.90	18.47	13.99	10.86
合兴包装	3.27	0.18	0.18	0.23	0.29	20.70	18.62	14.37	11.30
劲嘉股份	7.74	0.69	0.58	0.68	0.73	21.82	13.25	11.46	10.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 81 金属包装各公司一致预期对应 PE

公司	股价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
奥瑞金	4.95	0.37	0.31	0.37	0.44	18.93	16.03	13.24	11.24
昇兴股份	5.15	0.17	0.29	0.37	0.45	38.68	17.62	13.80	11.39
宝钢包装	6.82	0.24	0.28	0.35	0.43	43.60	24.50	19.64	15.87

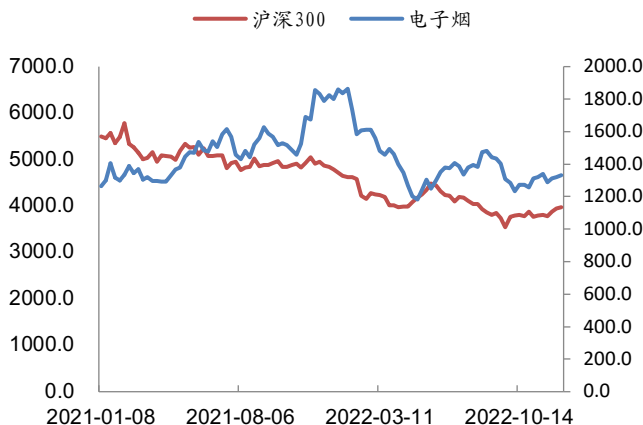
资料来源: wind, 华安证券研究所

6 新型烟草: 政策不确定性落地, 长期成长可期

6.1 板块估值处于历史两年 32%分位, 短中期增速调整不改长期成长逻辑

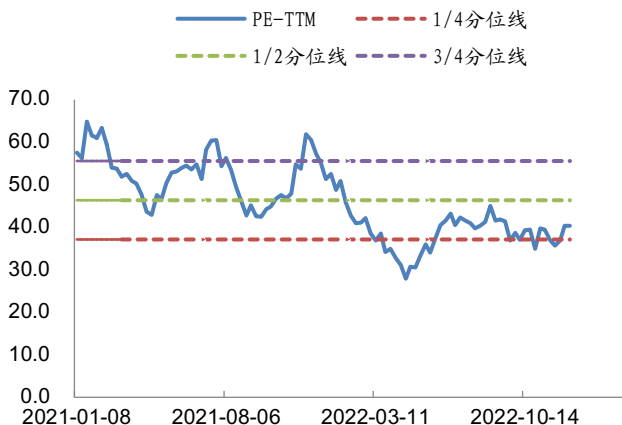
国内政策出台抑制中期行业增速, 电子烟板块指数大幅回调。2022 年 3 月 11 日, 国家烟草专卖局发布《电子烟》国家标准 (二次征求意见稿), 同时制定发布了《电子烟管理办法》, 两者已于 5 月 1 日、10 月 1 日起正式实施, 标志着国内电子烟行业正式进入监管时代, 国内市场逐步向全面有序监管过渡。由于调味电子烟被禁, 以及政策过渡期品牌、渠道备货策略改变, 中期行业增速中枢下移。此外, 2022 年初以来疫情呈现多地散点爆发, 线下电子烟门店消费受到影响。电子烟板块由于受外部电子烟监管环境以及国内局部疫情反复的影响, 电子烟板块指数自 2022 年 1 月以来大幅回调。估值方面, 根据 Wind 数据, 截止 2022 年 12 月 12 日电子烟板块 PE-TTM 为 40 倍, 处于自 2021 年初以来的 32.4%分位。

图表 82 电子烟板块指数及沪深 300 走势对比 (沪深 300 指数左轴, 电子烟指数右轴)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 83 电子烟板块 PE-TTM 走势



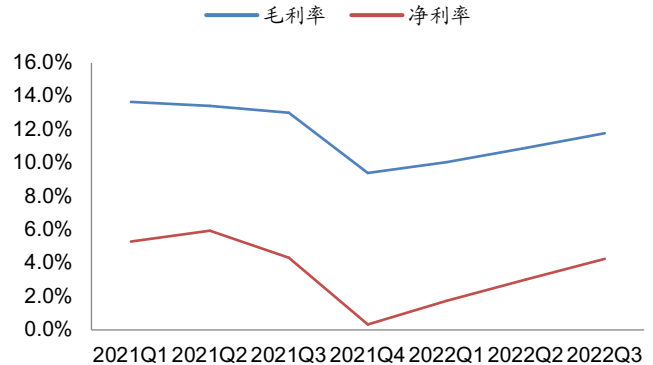
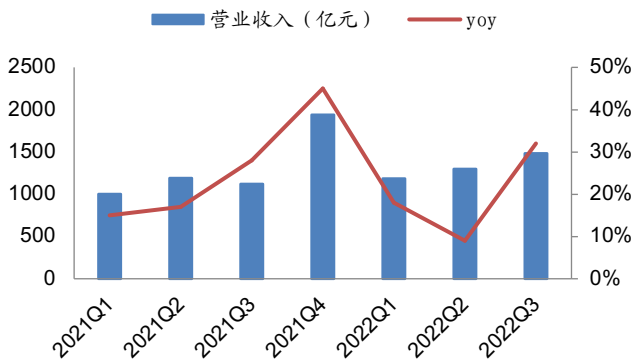
资料来源: wind, 华安证券研究所

行业步入良性发展+疫情形势向好, 收入端长期有望逐步改善。据 ifind 数据, 2022 年新型烟草板块 Q1-Q2 营收增速放缓, 判断由于疫情导致生产、物流效率降低, 以及新国标即将生效, 政策过渡期品牌商以及生产商备货策略改变使得生产经营节奏发生变化导致。22Q3 营收增速略有改善, 判断主因生产商在 10 月 1 日新国标实施期前加速生产口味烟等产品。展望 2023 年, 板块收入端增长预计受国内消费者向新国标产品转化的节奏问题有所放缓, 而长期来看, 电子烟板块有望随着政策正名, 行业步入良性发展, 以

及疫情形势的稳中向好，国内疫情形势逐步缓和，营收有望逐步改善定。盈利端预计在11月加征电子烟消费税后预计有所承压，行业逐渐回归正常理性的利润水平。

图表 84 新型烟草板块分季度营业收入

图表 85 新型烟草板块分季度毛利率&净利率(%)



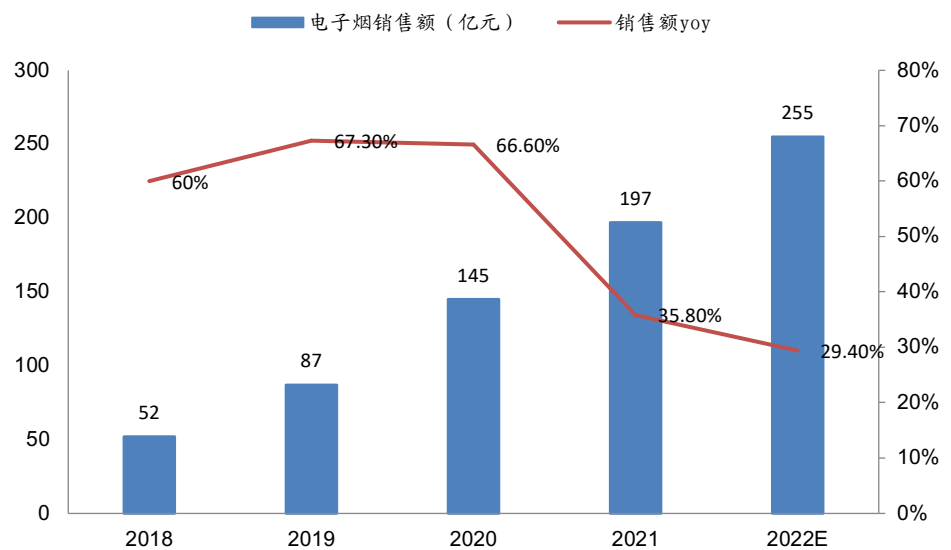
资料来源: ifind, 华安证券研究所

资料来源: ifind, 华安证券研究所

6.2 国内市场: 政策不确定性落地, 行业渗透率持续提升, 长期增长可期

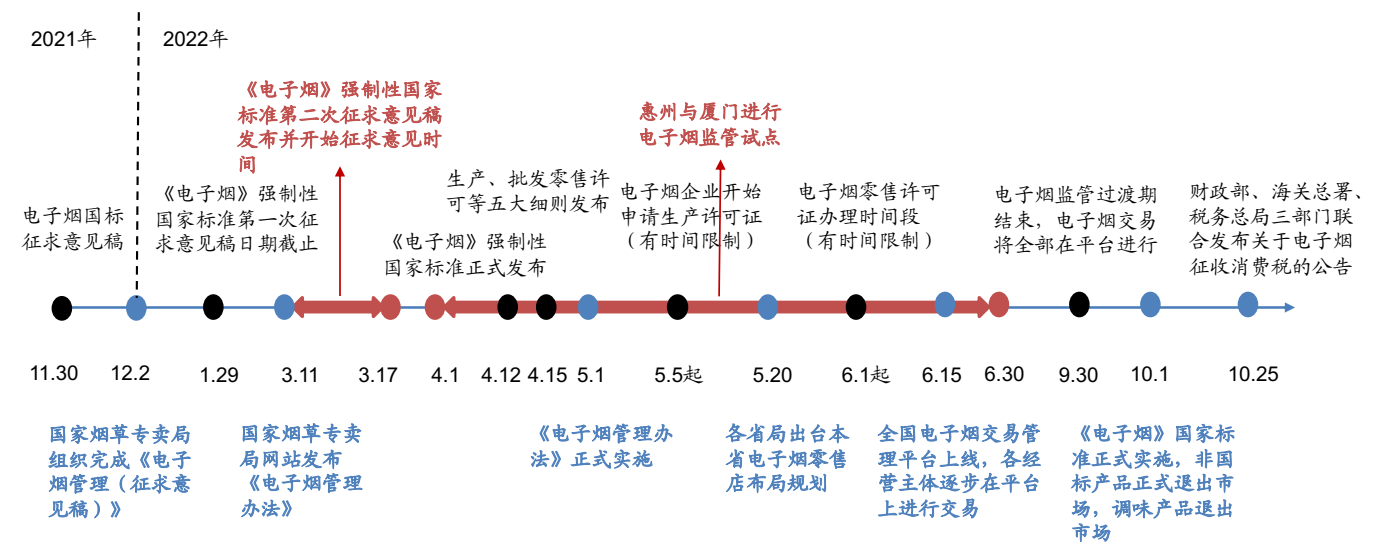
国内政策相继出台, 行业步入高质量增长期, 中期增速中枢放缓。电子烟以替烟减害为核心, 随着产品技术的不断进步、产品的更新换代, 以及电子烟民渗透率的持续提升, 行业规模不断扩大。据电子烟行业委员会数据显示, 2021 年我国电子烟零售额约为 197 亿元人民币, 同比增长 35.8%。由于 2022 年《电子烟管理办法》、《新国标》以及电子烟消费税政策的相继出台, 行业步入监管时代, 牌照监管、平台化管理、技术审查背景下头部生产商产品技术优势凸显, 预计行业加速出清。同时口味烟禁售, 消费者需要过渡至新国标产品, 行业短中期步入调整期, 增速中枢下移。电子烟行业委员会预计 2022 年国内电子烟销售额约 255 亿元, 同比增速放缓至 29.4%。

图表 86 我国电子烟零售额及增速



资料来源: 电子烟行业委员会, 华安证券研究所

图表 87 2022 年电子烟监管时间线

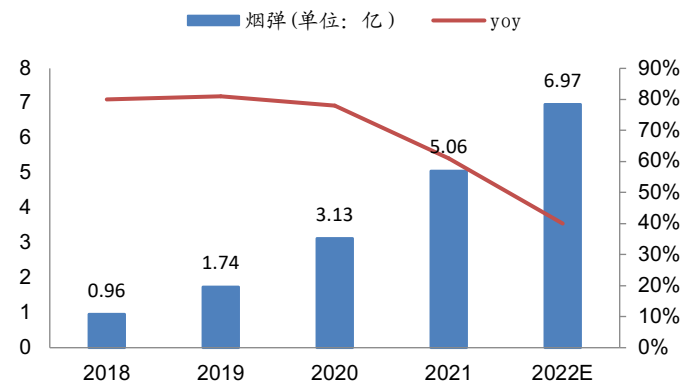
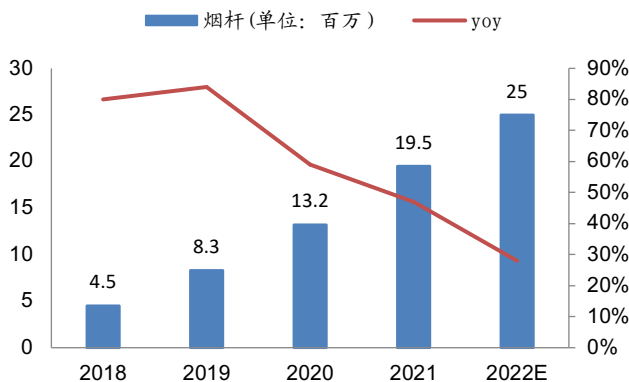


资料来源：国家烟草专卖局，蓝洞新消费，华安证券研究所整理

预计中期中国电子烟杆、烟弹出货量增速中枢下移但仍维持高速增长。据美国疾病控制及预防中心数据显示，我国烟杆和烟弹的出货量近五年来大幅增加，烟杆销量从2018年450万个增长至2021年的1950万个，考虑到新国标实施后的产品更迭，预计在2022年末烟杆销量将会继续上升，有望达到2500万个，同比增长28%。同时烟弹销量从2018年的0.96亿个增长至2021年的5.06亿个，考虑到电子烟新国标已于10月1日起正式实施，消费者需要由果味（实施前占比较大）向烟草及其衍生口味过渡，预计到2022年烟弹销量达到6.97亿个，同比增长40%。

图表 88 中国烟杆的出货量

图表 89 中国烟弹的出货量

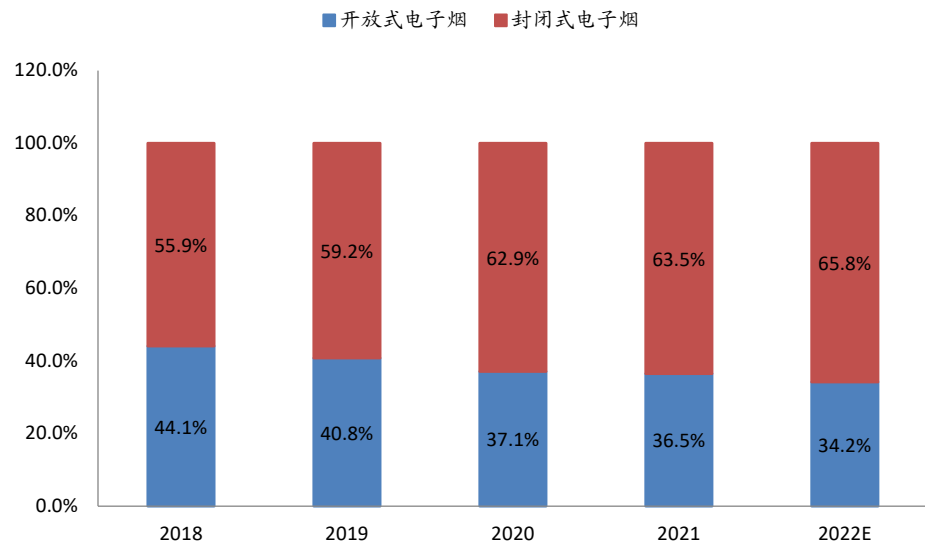


资料来源：美国疾病控制及预防中心，华安证券研究所

资料来源：美国疾病控制及预防中心，华安证券研究所

目前全球电子烟市场主要以封闭式电子烟和开放式电子烟两种类型为主。我国电子烟零售额增长主要源于封闭式电子烟，且占比不断扩大。开放式电子烟烟油更换麻烦，且生产厂商较少，市场规模比较稳定。据雾芯科技招股书，2021年封闭式电子烟的市场份额占比约为63.5%，开放式电子烟的市场份额占比为36.5%。考虑到封闭式电子烟受欢迎程度持续提升以及产品更迭频繁，预计2022年封闭式电子烟的全球份额占比将持续扩大，有望达到约65.8%。

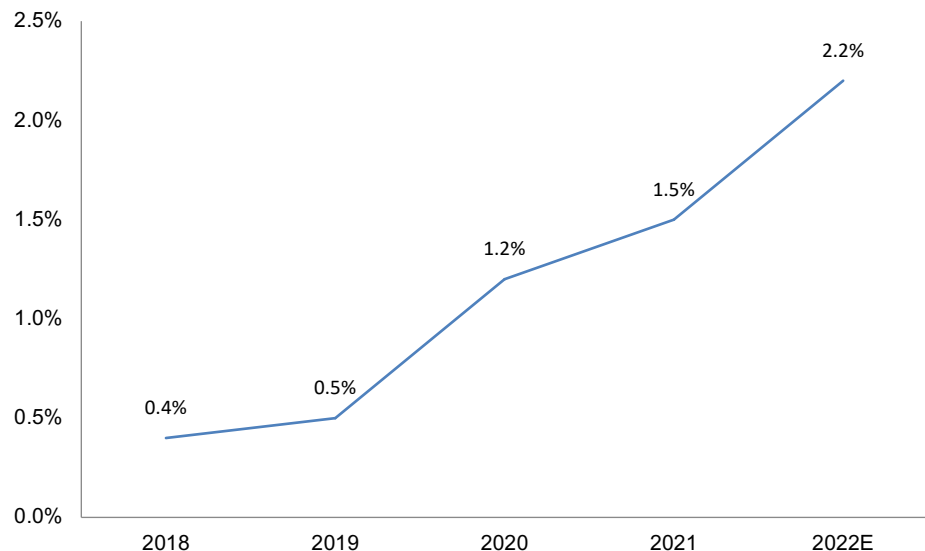
图表 90 中国封闭式电子烟及开放式电子烟占比变化



资料来源：雾芯科技招股书，华安证券研究所；注：2022 年为预测值

政策出台引导消费者对行业的正确认知，2022 年中国电子烟民渗透率有望持续提升。中国电子烟市场虽然目前全球份额比较低，但是烟民基数大，随着未来渗透率的提升，具有较大的成长空间。据美国疾病控制及预防中心数据显示，2021 年中国电子烟民渗透率为 1.5%。中国烟民中电子烟使用者的渗透率在 2020 年开始快速上升。考虑到 2022 年电子烟《新国标》、《管理办法》以及电子烟消费税等相关政策出台为行业正名，媒体对电子烟的负面报告有望减少，消费者有望对电子烟替烟减害的职能有正确认知，预计中国电子烟民渗透率有望持续增长，于 2022 年末达到 2.2%。

图表 91 中国电子烟民渗透率持续提升 (%)



资料来源：美国疾病控制及预防中心，华安证券研究所

政策不确定性落地，国内市场正处于向全面有序监管的过渡阶段。《电子烟管理办法》已于 5 月 1 日正式生效，行业步入监管时代。《电子烟国标》已于 10 月 1 日起实施。严格技术评审有望带来产品质量提升。尽管由于过渡期品牌、渠道备货策

略改变以及调味电子烟被禁，中期行业增速中枢下移。但随着行业从无序向有序过渡：（1）准入门槛提升、小企业出清带来的头部效应加剧；（2）政策正名，媒体对电子烟负面报道或迎来全面转向，加速消费者对电子烟认知的提升；（3）零售端内卷有望结束，终端门店经营向好；（4）通配、串货、乱价等问题得到解决，消费体验提升。国内 22Q4 及 23Q1 新口味产品试销情况是关注的重点。

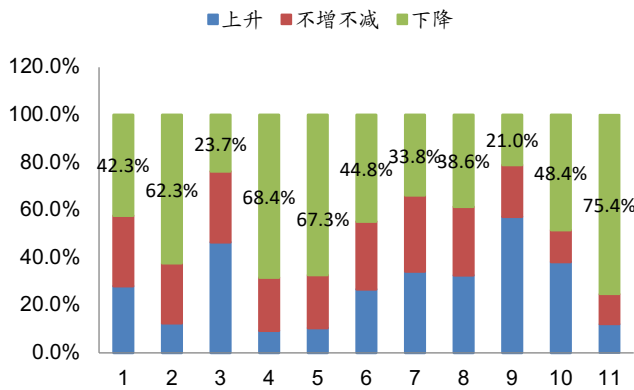
图表 92 中国电子烟政策

2021年	
2021年3月	工信部、国家烟草专卖局研究起草《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，在附则中增加一条：“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”
2021年6月	国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局发布了《保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案》，提出全面从严监管电子烟经营行为以及引导电子烟实体店合法规范经营。
2021年11月	国家烟草专卖局组织完成《电子烟》国家标准（征求意见稿），电子烟国标状态改为“征求意见”
2021年12月	国务院修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》，新增一条：“电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行。”
2021年12月	国家烟草专卖局组织完成《电子烟管理办法（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见及反馈意见
2022年	
2022年3月	国家烟草专卖局组织完成《电子烟》国家标准（二次征求意见稿），向社会公开征求意见 国家烟草专卖局研究制定了《电子烟管理办法》对境内电子烟生产、销售、运输、进出口和监督管理等活动做出规定，于5月1日起正式施行。
2022年4月	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会批准《电子烟》强制性国家标准并予以正式发布
2022年4月	国家烟草专卖局发布包括办理生产许可证、批发和零售许可证，以及产品技术审评和二维码追溯等五大细则
2022年4月	香港电子烟禁令4月30日生效，禁止进口、销售和制造电子烟、加热烟草产品和草药香烟
2022年5月	国家烟草专卖局发布《电子烟警语标识规定》
2022年6月	6月15日全国统一电子烟交易管理平台正式上线 国家烟草专卖局发布《电子烟物流管理细则》
2022年6月	国家烟草专卖局继续有序推进电子烟产业发展法治化规范化
2022年8月	国家烟草专卖局发布电子烟相关生产企业设立、分立、合并、撤销管理细则
2022年9月	国家烟草专卖局发布设立外商投资电子烟相关生产企业审批管理细则
2022年9月	国家烟草专卖局发布加强电子烟监管有关事项的通知
2022年10月	国家烟草专卖局发布关于电子烟征税有关事项的公告
2022年10月	国家烟草专卖局发布的《电子烟出口备案须知》

资料来源：国家烟草专卖局，东方烟草网，华安证券研究所

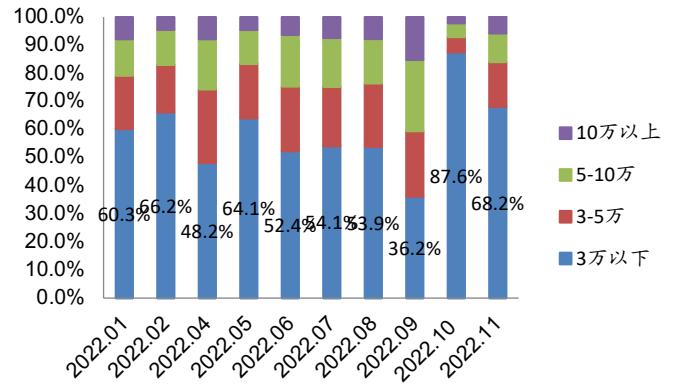
新国标实施前囤货致门店销售短期好转，预计中长期随监管执行力度加大门店经营持续改善。终端门店的经营方面，10月前的政策过渡期内，由于果味烟弹即将禁售，消费者急于囤货因此终端门店经营有所改善。据蓝洞新消费数据，5-9月经营情况环比上升的门店占比持续提升。而10月新国标争正式实施后果味烟弹禁售，叠加消费者需要消耗囤货、以及非法途径销售果味烟弹、统配烟弹等因素影响，10、11月门店经营呈现环比下滑，同时样本内月度收入3万元以下的门店占比快速扩大。11月电子烟加征消费税后，品牌及生产商利润水平降低，终端产品价格全面上涨以转嫁加税影响。我们预计对短期门店销量有所影响，而中长期随着对非法途径销售果味烟弹、统配烟弹等情况的监管执行力度的加大，以及消费对烟草及其衍生口味接受度的逐渐提升，2023年门店经营预计将逐渐改善。

图表 93 2022 年电子烟门店环比经营情况月度变化 (%)



资料来源：蓝洞新消费公众号，华安证券研究所；注：横坐标为 1-11 月

图表 94 电子烟终端门店收入分布月度变化 (%)

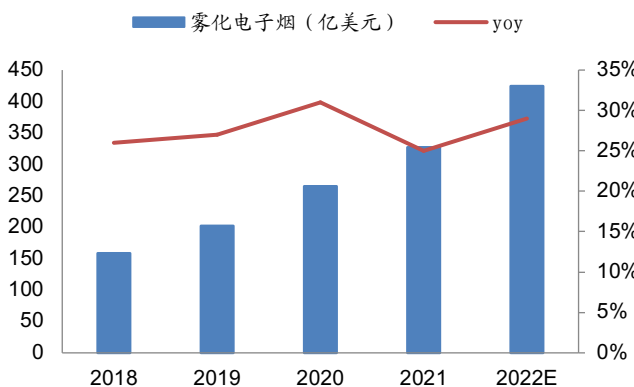


资料来源：蓝洞新消费公众号，华安证券研究所

6.3 国外市场：预计 2023 年新型烟草市场延续高增长，无烟转型趋势向好

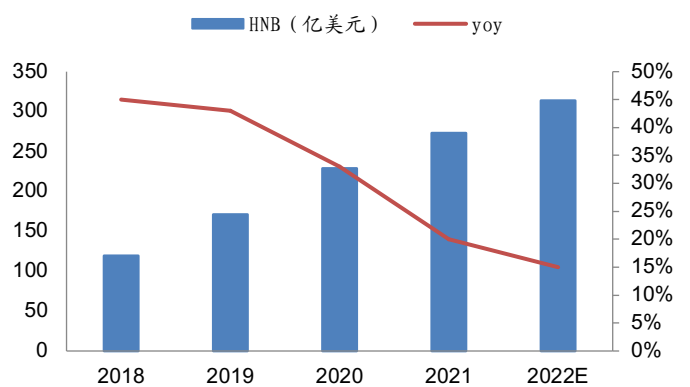
预计 2023 年全球新型烟草市场延续高增长，雾化电子烟仍为主要驱动。全球新型烟草以雾化电子烟为主，HNB 规模接近雾化电子烟。据《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》数据，2018 年全球雾化电子烟市场规模 158 亿美元增长至 2021 年 327 亿美元，预计 2022 年达到 424.4 亿美元。同时 HNB 电子烟市场规模由 2018 年的 119.3 亿美元增长至 2021 年 273 亿美元，预计 2022 年达到 313.7 亿美元。考虑到全球烟草龙头加速无烟转型，且 2022 年以来其新型烟草业务均增长向好，同时随着各国机构对电子烟减害性的持续认可，预计电子烟在烟民中的渗透率还将持续提升，2023 年全球新型烟草市场或仍维持高增长。

图表 95 全球雾化电子烟销售额



资料来源：《2021 电子烟产业蓝皮书》、《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，华安证券研究所

图表 96 全球 HNB 销售额



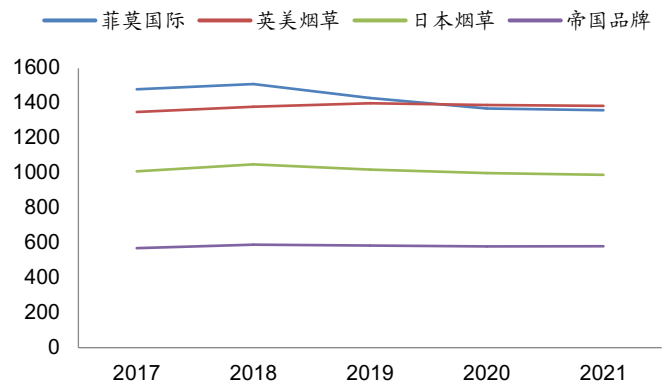
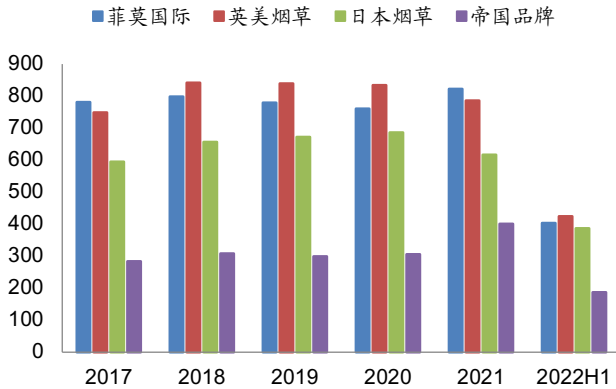
资料来源：《2021 电子烟产业蓝皮书》、《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》，华安证券研究所

全球烟草龙头无烟转型趋势向好，传统卷烟业务预计仍增长疲软。国际市场主要由四大跨国烟草公司进行寡头竞争。美国的菲莫国际、英国的英美烟草、日本的日烟国际以及英国的帝国品牌分别为全球前四大跨国烟草公司，截至 2021 年在国际市场中的市场

份额占比合计超过 70%，近年来竞争格局基本保持稳定。跨国烟草公司的新型烟草业务近年来逐渐成为其营收增长的主要驱动因素，而传统卷烟等业务的增长疲软使其不得不加速新型烟草的投入，迎合全球无烟转型趋势。考虑到 2022 年四家传统烟草龙头新型烟草业务增长向好，以及各公司新型烟草产品使用人数的持续增长，预计 2023 年全球龙头无烟转型趋势延续，其新型烟草业务有望维持高增速。

图表 97 四大跨国烟草公司销售额（亿美元）

图表 98 四大跨国烟草公司销量情况（单位：万箱）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

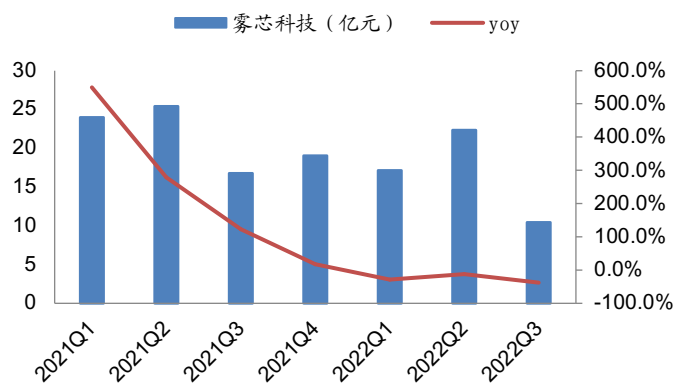
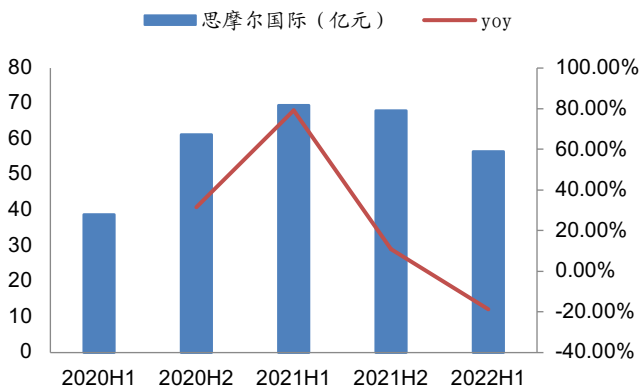
资料来源：公司公告，华安证券研究所

6.4 政策环境变化+疫情反复影响国内市场增速，预计增速逐渐修复

受外部政策环境变化及局部疫情反复影响营收增速承压，中期预计增速逐渐好转。思摩尔国际是全球电子蒸汽烟设备制造商，主要代工生产封闭式电子烟，是提供雾化科技解决方案的全球领导者。雾芯科技是国内电子烟龙头企业，主营 RELX 悦刻品牌产品的研发、设计、制造及销售。受外部电子烟政策环境以及国内局部疫情反复的影响。思摩尔国际 22H1 营收 56.53 亿元，同比减少 18.7%，22Q3 调整后纯利同比减少 42.3%，同比降幅略有收窄。雾芯科技 2022 Q1-Q3 营收分别 17.1/22.3/10.4 亿元，同比-28.5%/-12.1%/-37.8%。展望未来，我们预计中期随着消费者向烟草口味过渡，接受度逐渐增加、新国标实施前消费者囤货逐渐减少（预计支撑 1-2 月）、对于非法销售果味烟弹、统配烟弹监管力度增加，以及新国标产品的持续更迭，国内市场营收预计逐渐好转。

图表 99 思摩尔国际营业收入

图表 100 雾芯科技营业收入

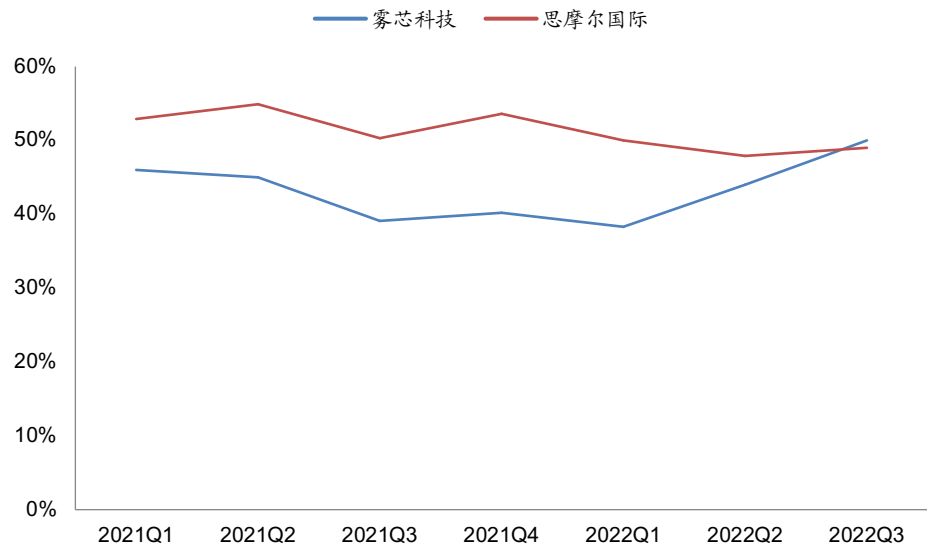


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

国内市场政策过渡期内龙头毛利率相对稳定，具备一定韧性。雾芯科技和思摩尔国际作为国内电子烟行业头部企业，代表了行业最强的盈利能力。两家公司在经历 2022 年初以来政策密集落地后的行业过渡期内，盈利能力表现相对优秀，具备一定韧性。其中思摩尔国际前三季度毛利率相对稳定 22Q1-Q3 毛利率分别为 50%/47.9%/49.0%。雾芯科技毛利率稳中有升，22Q1-Q3 毛利率分别为 38.3%/44%/50.0%。

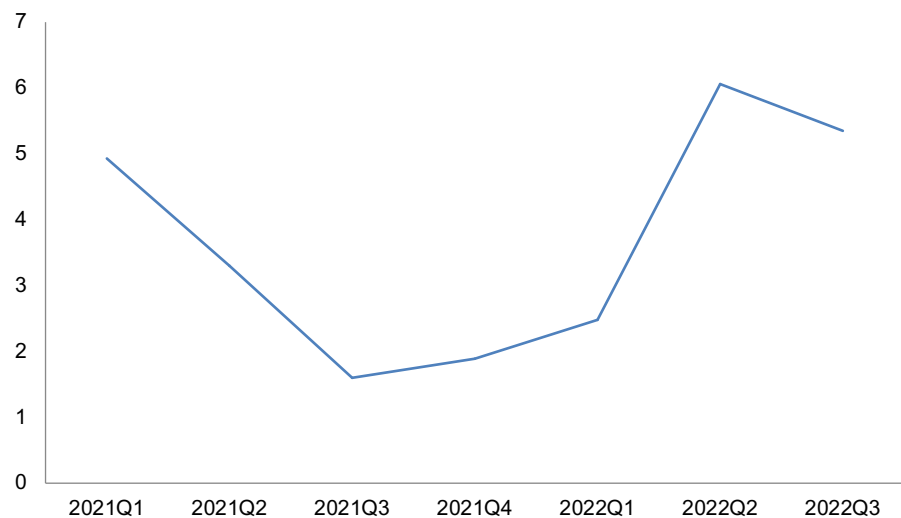
图表 101 思摩尔国际、雾芯科技毛利率 (%)



资料来源：各公司季报，华安证券研究所

过渡期内雾芯科技存货周转率显著提升，去库存即将步入尾声。政策过渡期内雾芯科技提前抛售电子烟新国标生效后即将淘汰的库存，利于缓解存货积压，释放库存以应对新国标政策落地。截至 22Q3 末，公司存货仅为 5519 万元，同比减少 91.1%。同时库存周转率显著提升，公司存货周转率自 2022Q1 的 2.48 升到 2022Q3 的 5.35。预计随着去库存阶段即将步入尾声，公司加大新国标产品推广。

图表 102 雾芯科技存货周转率分季度变化 (次)

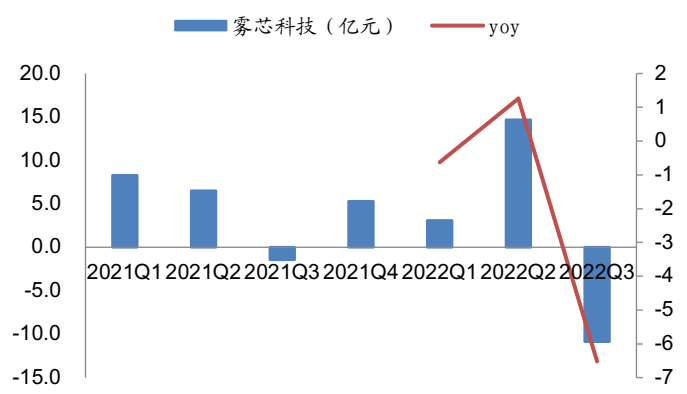
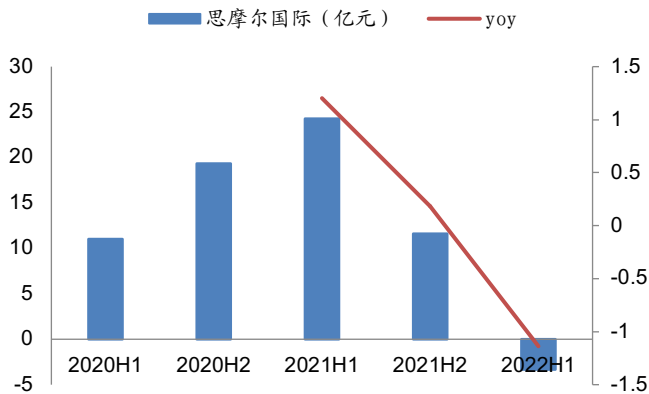


资料来源：公司公告，华安证券研究所

政策过渡期现金流短期承压，后续随收入端增速改善有望好转。此外，随着外部电子烟政策环境变化以及国内局部疫情反复的影响导致雾芯科技和思摩尔国际营收减少，经营活动现金流也出现减少。思摩尔国际 2022H1 经营活动现金流为-3.33 亿元，同比减少 113.72%；雾芯科技 2022Q1-Q3 经营活动现金流分别为 3.1 亿元/14.7 亿元/-10.9 亿元，同比增速分别为-62.8%/125.8%/-652.2%。我们预期中期随着国内市场收入增速的逐渐好转，现金流亦有望改善。

图表 103 思摩尔国际经营活动现金流

图表 104 雾芯科技经营活动现金流



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

原材料价格波动；需求恢复不及预期；行业竞争加剧等。

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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；
- 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。