

稳步前行，探寻新发展

——轻工家电行业2024年年度策略

行业投资评级：强大于市

杨维维/熊婉婷

中邮证券研究所 轻工家电团队

中邮证券

2023年12月31日

- **轻工制造：**今年以来轻工制造板块整体承压，整体板块估值及公募持仓比例均有所下降，目前处于历史底部水平，市场对于后续需求担忧体现明显。我们认为不必过于悲观，国内+海外双轮驱动仍有业务亮点。国内方面，今年收入端逐季缓慢修复，同比降幅逐步收窄至个位数，且利润端受益于行业内各家上市公司降本增效，提高投效比等表现优于收入端。此外，地产端政策效应逐步发挥，叠加二手房、存量房需求释放，对国内整体需求有所提振，另外，智能化产品逐步受到消费者认可，智能家居发展可期。海外方面，加速国际化运营，其中，大客户去库存进展顺利，补库需求显现，代工业务订单向上，另外，商业模式优化，自有品牌、跨境电商等发力明显。
- **家用电器：**家用电器表现亮眼，主要得益于空调内销景气、出口业务改善叠加成本、汇率等贡献，基本面稳步向上。其中，细分子版块黑电受益于格局改善，领涨行业。但从整体板块估值看，目前估值接近19年年初水平，估值处于历史底部水平，我们认为同轻工家居板块类似，主要体现的是市场对于消费需求前景的担忧。往后看，我们认为需求稳步提升，新产品、新市场、新渠道等新发展可期，其中，国内消费需求得益于地产端政策效应逐步发挥，地产销售端改善以及换新需求提升，此外，公司采取品类拓展、多渠道运营等策略，国内业务有望稳步发展；国外方面需求稳步向上，市场布局也逐步从北美、欧洲向全球发展，优势企业份额扩大，这里面智能化产品认可度提升加快，表现更为靓丽。

➤ 投资建议:

- **家居&家电:** 估值已下降至历史低位, 受市场风格切换以及地产政策颁布、地产数据向上等因素催化, 预计短期板块估值有望迎来修复, 业绩端预计随着地产政策效应发挥、存量房二手房需求释放, 稳步发展。家居板块建议关注**欧派家居、志邦家居、索菲亚、金牌厨柜***; **顾家家居、公牛集团*、慕思股份***; 家电板块建议关注**美的集团、海尔智家、格力电器、老板电器、小熊电器、苏泊尔、九阳股份**。智能家居: 智能家居赛道景气发展, 渗透率有较大提升空间, 建议关注智能马桶赛道的**瑞尔特、箭牌家居**; 智能晾衣架赛道的好太太; 智能屏显赛道的**康冠科技**。家居&家电出口: 海外大客户订单持续回暖, 优选景气子行业, 建议关注**嘉益股份*、匠心家居*、恒林股份**; 家电板块建议关注**石头科技、振邦智能**。
 - **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**; 黄金价格攀升, 黄金珠宝销售市场火爆, 建议关注**老凤祥*、周大生*、潮宏基***; 近期, 多项大型体育赛事举办, 有望刺激全民健身需求, 建议关注**舒华体育*、金陵体育***。
 - **造纸&个护:** 生活用纸、特种纸、文化纸成本改善, 需求相对刚性, 逐步回暖。建议关注**中顺洁柔; 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*、诺邦股份**。
 - **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。建议关注金属包装板块**昇兴股份、宝钢包装***; 纸包装板块**裕同科技***。
- **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：跑赢大盘，板块估值处于历史低点
- 二 家居&家电：内销业务稳步发展，外销订单持续向上
- 三 文娱用品：办公集采景气发展，24年体育赛事密集
- 四 造纸&个护：需求相对刚性，逐步回暖
- 五 包装印刷：下游需求分化，龙头经营韧性
- 六 风险提示

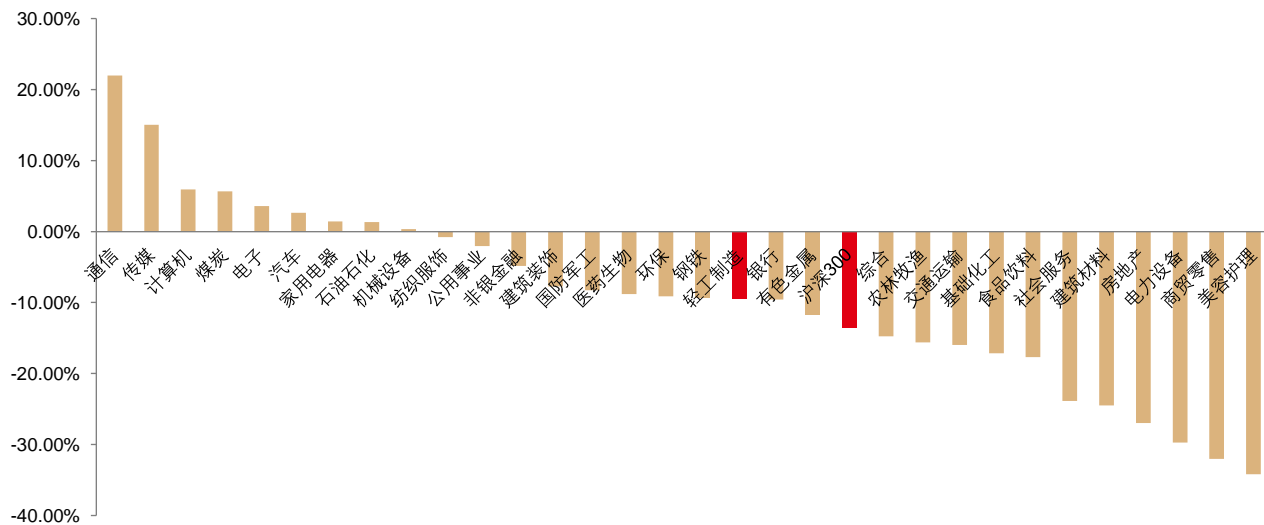


轻工家电行情回顾：板块行情跑赢大盘，板块估值均处于历史低点

1.1 轻工板块表现：板块略跑赢大盘，包装印刷子行业表现亮眼

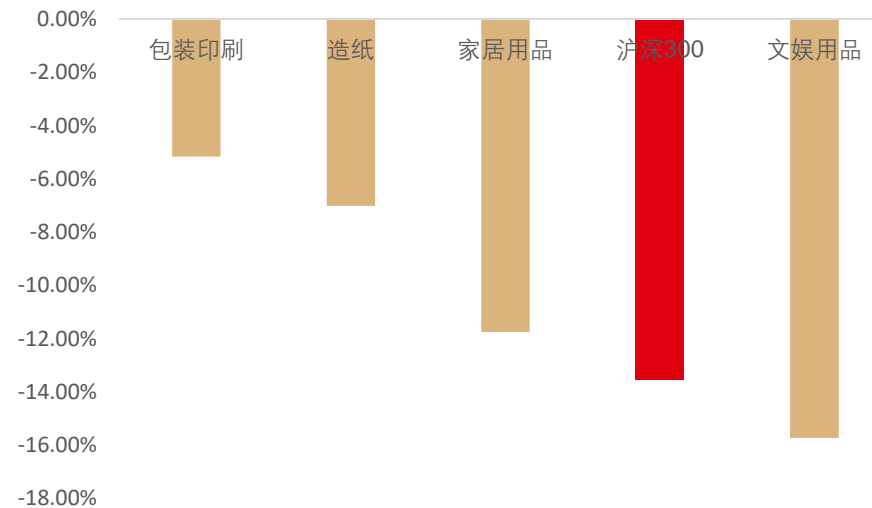
- **板块略跑赢大盘。**截至2023年12月25日，SW轻工制造板块下跌9.5%，同期沪深300下跌13.54%，轻工制造板块跑赢大盘4.04pct，在申万一级行业中排名第18名，表现居中，主要系终端消费需求恢复不及预计、企业订单及产能释放不充分，板块收入及业绩增速表现较弱导致。
- **包装印刷子行业表现良好，其余子行业表现较弱。**截至2023年12月25日，轻工制造子行业包装印刷、造纸、家居用品、文娱用品年初至今涨跌幅分别-5.16%、-7.01%、-11.75%、-15.74%，包装印刷、造纸、家居用品子版块跑赢大盘，表现较为亮眼。

图表1：截至12月底，今年以来SW轻工制造板块下跌9.5%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：包装印刷、造纸、家居用品跑赢大盘

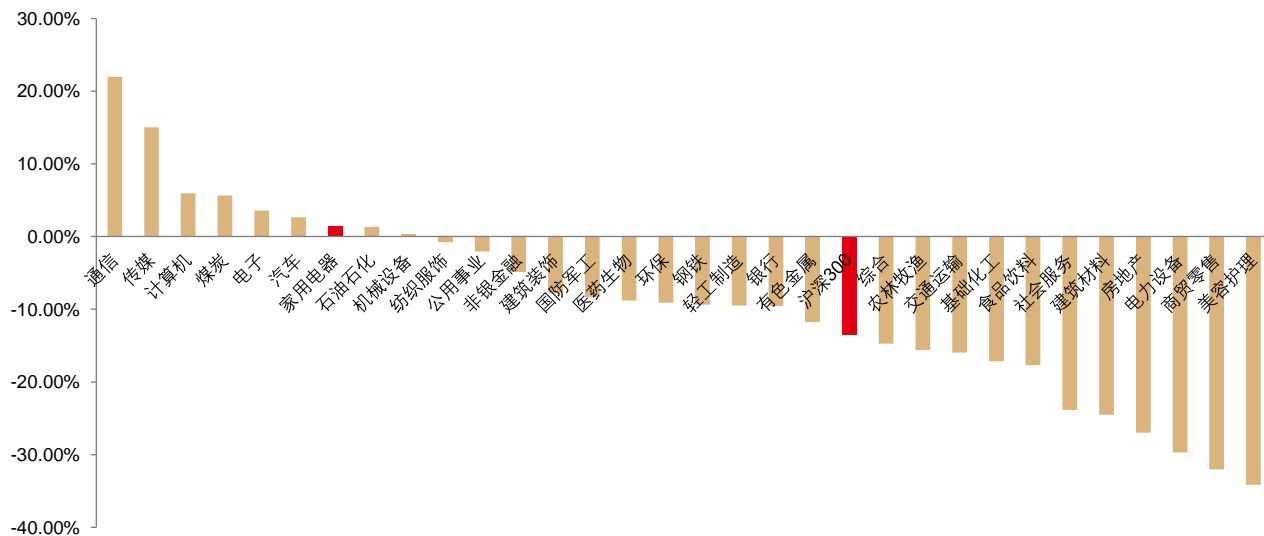


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 家电板块表现：板块表现亮眼，黑电、家电零部件子行业涨幅靠前

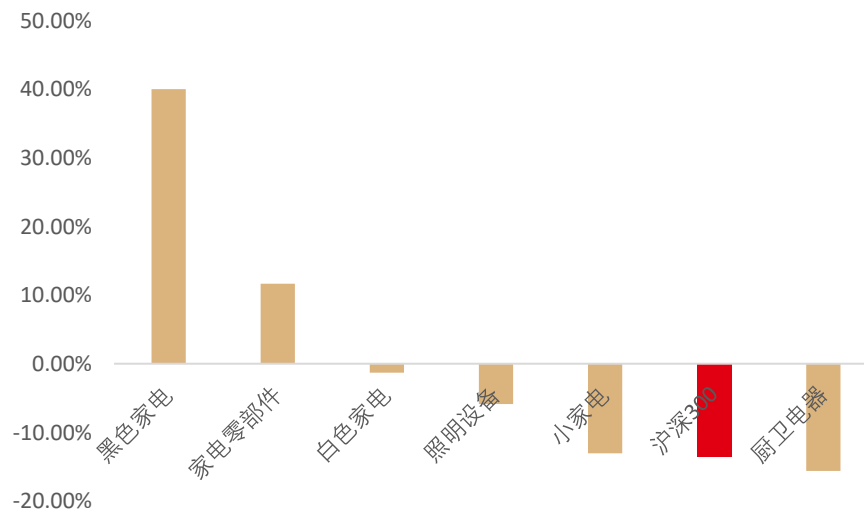
- **终端消费需求提升，板块表现亮眼。**截至2023年12月25日，SW家用电器板块上涨1.41%，沪深300下跌13.54%，家用电器板块跑赢大盘14.95pct，在申万一级行业排名第7，表现亮眼，主要系受消费、装修等场景恢复，终端消费需求提升，板块收入及业绩有所提升所致。
- **除厨电外，其余子行业均跑赢大盘。**截至2023年12月25日，家用电器子行业黑色家电、家电零部件、照明设备、白色家电、小家电、厨卫电器年初至今涨跌幅分别+40.03%、+11.69%、-5.85%、-1.3%、-13.04%、-15.61%，其中，黑电板块表现亮眼。

图表3：截至12月底，今年以来SW家用电器板块上涨4.05%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表4：除厨电外，其余子行业均跑赢大盘

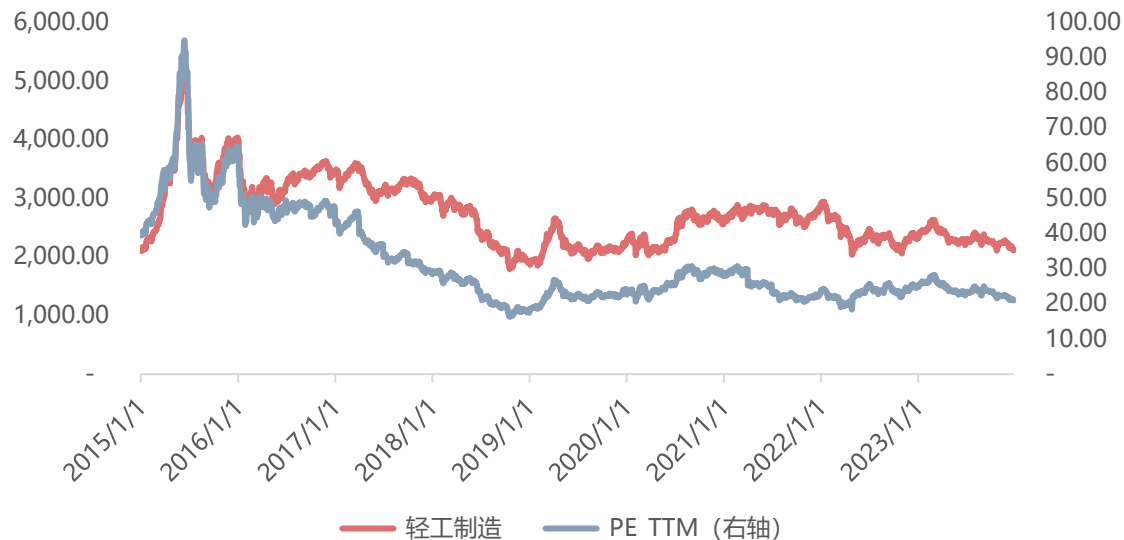


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 板块表现：估值处于历史低位

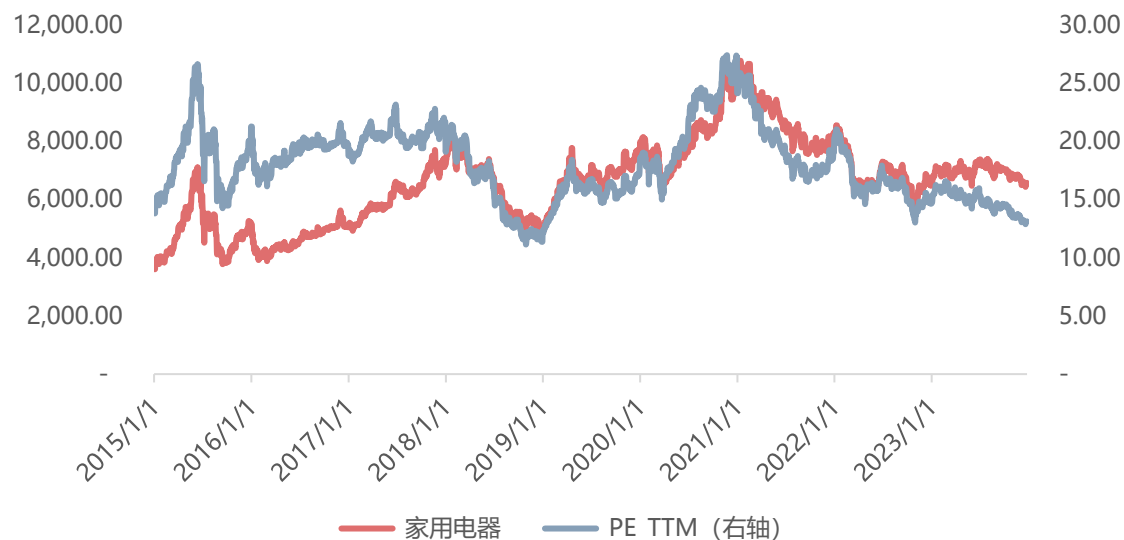
- **轻工制造及家用电器板块估值均处于历史底部水平。**截至2023年12月25日，轻工制造板块PE_TTM（剔除负值）为20.9倍，自2015年1月1日以来，轻工制造板块PE_TTM（剔除负值）平均值为31.66倍，中位数为25.71倍，目前板块估值水平处于8.3%分位点，板块估值处于低位阶段。
- 截至2023年12月25日，家用电器板块PE_TTM（剔除负值）为13.14倍，自2015年1月1日以来，家用电器板块PE_TTM（剔除负值）平均值为18.00倍，中位数为17.73倍，目前板块估值水平处于4.6%分位点，板块估值处于历史底部，接近19年年末水平。

图表5：轻工制造板块PE_TTM低位



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表6：家用电器板块PE_TTM接近2018年年末水平

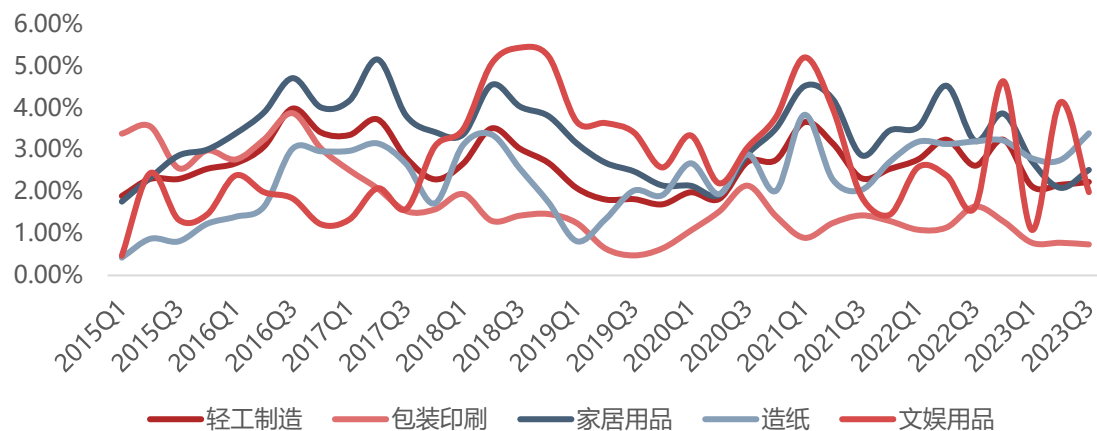


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 板块表现：公募基金持仓比例有所提升

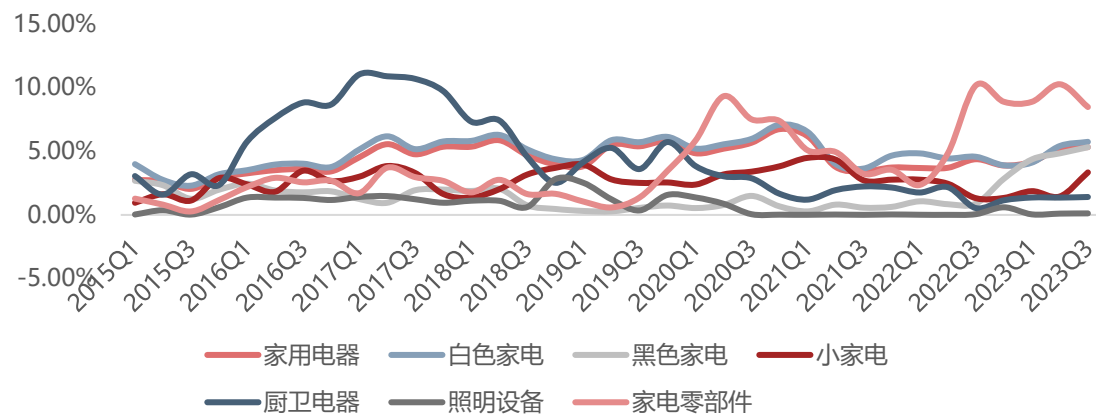
- **轻工板块公募持股比例低于中位数水平。**截至2023Q3，轻工制造板块公募基金持股市值占流通市值比例为2.23%，自2015Q1以来，轻工板块公募基金持仓比例为2.67%，持仓比例略低于中位数水平，细分板块看，包装印刷、家居用品、造纸、文娱用品子行业持股比例分别为0.74%、2.51%、3.39%、1.99%，中位数分别为1.43%、3.38%、2.66%、2.44%，包装、家居、文娱持股比例低于中位数水平。
- **家电板块公募持股比例有所提升。**截至2023Q3家用电器板块公募基金持股市值占流通市值比例为5.34%，自2015Q1以来，家用板块公募基金持仓比例中位数为4.39%，持仓比例略高于中位数水平，细分板块看，白电、黑电、小家电、厨电、照明、家电零部件子行业持股比例分别为5.75%、5.33%、3.34%、1.4%、0.11%、8.48%，中位数分别为4.84%、1.26%、2.71%、3.05%、0.6%、2.92%，厨电持仓比例低于中位数水平。

图表7：轻工制造板块公募基金配置比例



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表8：家用电器板块公募基金配置比例

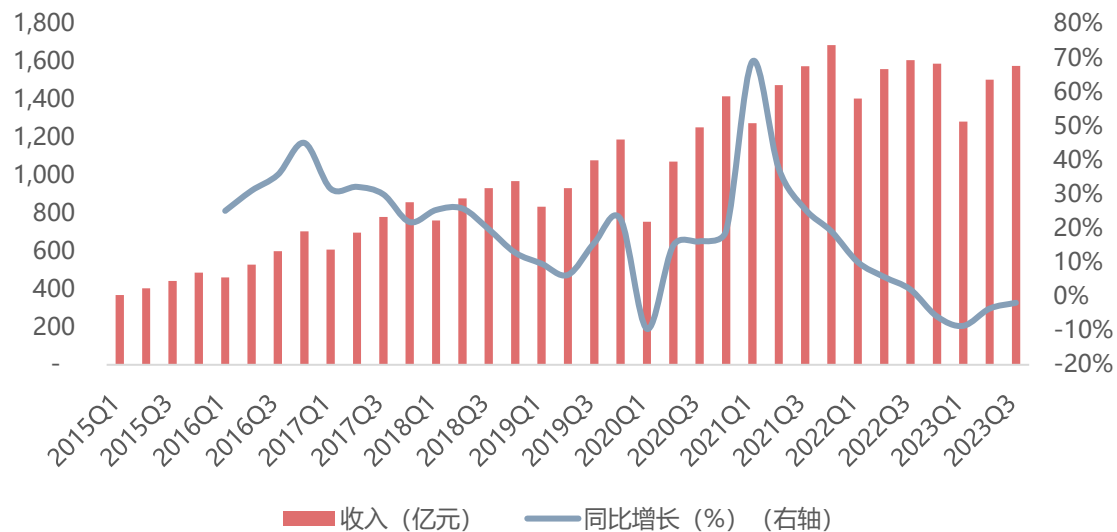


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.4 轻工板块业绩：Q3收入降幅收窄，盈利能力修复

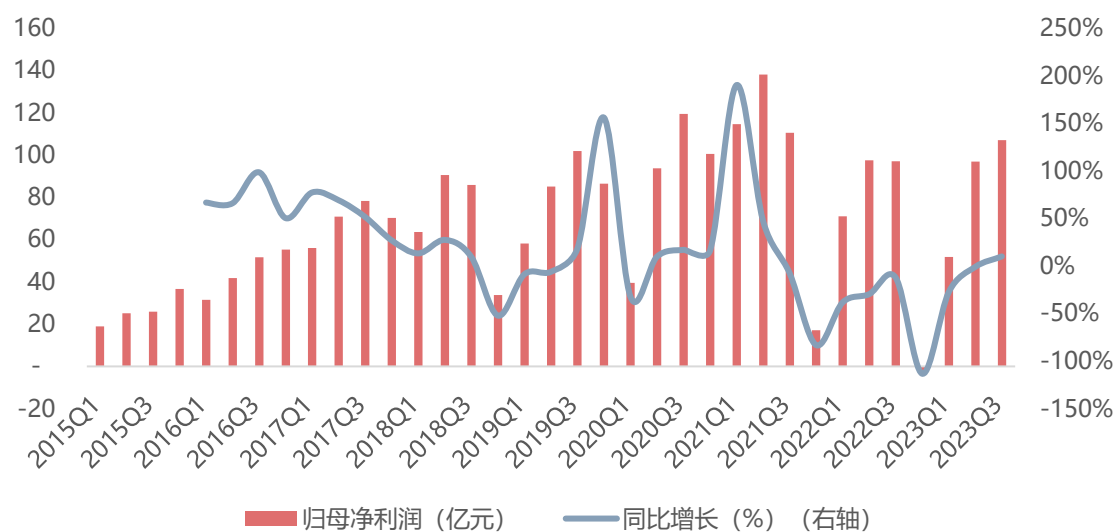
- **轻工板块收入逐步修复，业绩大幅提升。** 2023年前三季度，轻工制造板块收入为4366亿元，同比-4.51%；归母净利润为256亿元，同比-3.75%，其中，Q3单季度轻工制造板块收入为1577亿元，同比-1.84%；归母净利润为107亿元，同比+10.27%，Q3板块收入降幅逐步收窄，业绩稳步修复，利润端表现好于收入端，主要受益于各公司降本增效、提高投效比以及成本端改善。

图表9：2023Q3轻工板块收入-1.84%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表10：2023Q3轻工板块归母净利润+10.27%

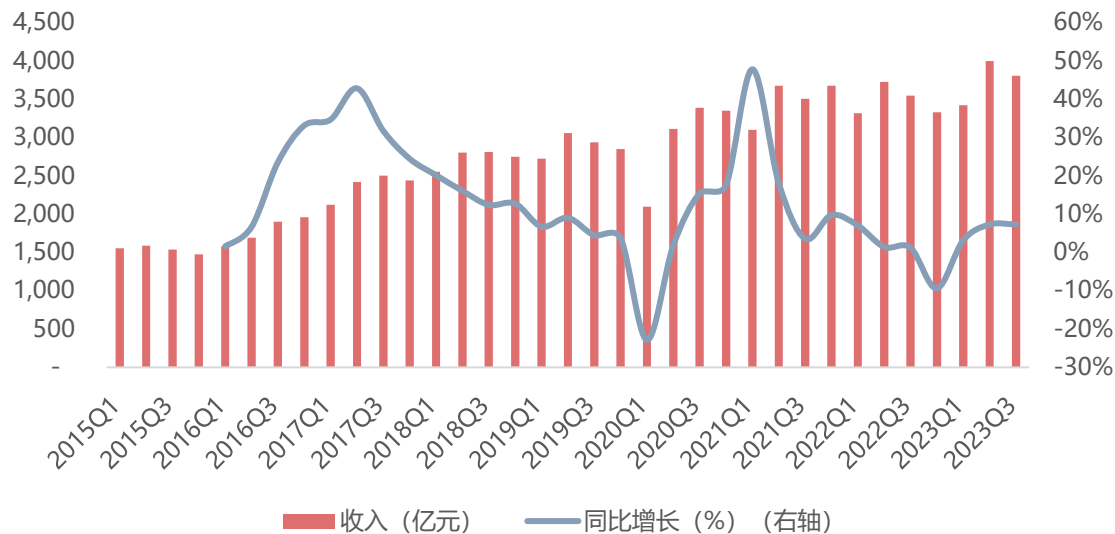


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.5 家电板块业绩：基本面稳中向好，业绩持续提升

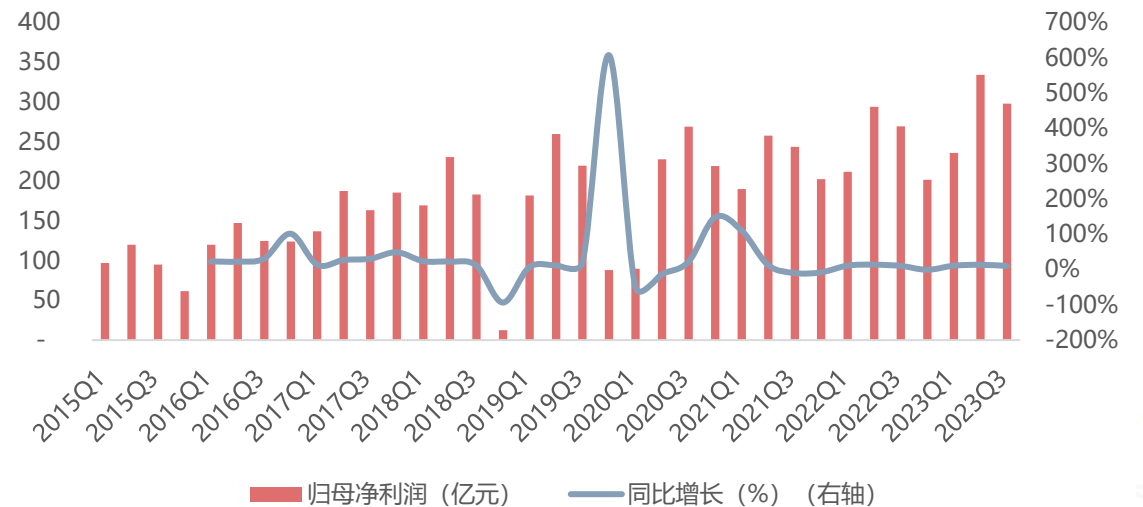
- **家电板块收入、业绩同比持续提升。** 2023年前三季度，家用电器板块收入为11232亿元，同比+5.97%；归母净利润为869亿元，同比+12.01%，其中，Q3单季度家用电器板块收入为3809亿元，同比+7.30%；归母净利润为298亿元，同比+10.67%，Q3收入、业绩同比持续提升。今年以来，家电消费呈持续修复态势，据全国家用电器工业信息中心数据显示，2023年上半年家电行业出口和内销规模均实现增长，家电行业出口规模达2967亿元，同比+5.2%；内销规模达3711亿元，同比+2.8%。另外，今年以来受核心原材料铜、铝、不锈钢等价格保持低位以及美元升值等因素影响，家电企业盈利能力有所提升。

图表11：2023Q3家电板块收入+7.30%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表12：2023Q3家电板块归母净利润+10.67%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

二

家居&家电：内销业务稳步发展，外销订单持续向上

2.1 在手订单平稳，双十二积极布局

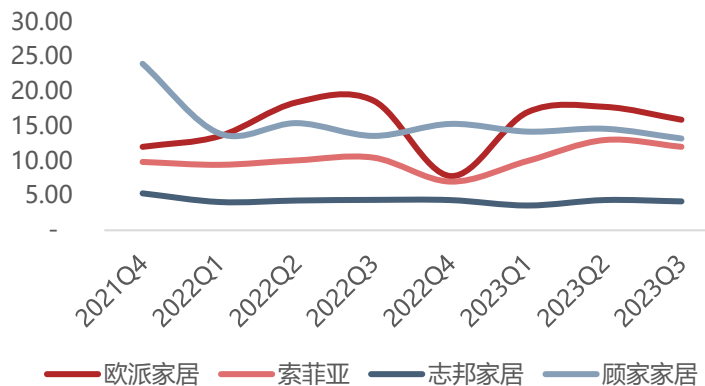
■ 家居及家电企业在手订单整体保持平稳。

随着地产竣工数据持续修复，预期家居及家电需求有望回升，家居及家电企业在手订单整体保持平稳。

■ 积极备战年终双十二，节日礼品营销逐步盛行。

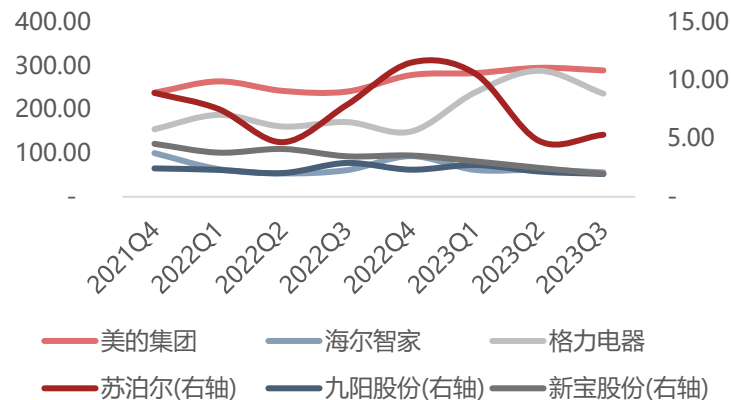
Q4为家居、家电行业传统促销旺季，企业积极布局双十一、双十二，随着线上渠道积极布局，全域营销加速，市场影响力持续加大。近期，节日营销宣传逐步盛行，以飞科电器为代表，公司通过深度挖掘个护电器的礼品属性，满足消费者在“圣诞节”、“元旦”、“情人节”等情感节假日的情感诉求，产品和品牌的升级获得了消费者的认可，推动公司业绩向好。

图表13：家居企业合同负债保持平稳（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表14：家电领先企业合同负债充足（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表15：各家备战双十二，节日营销盛行

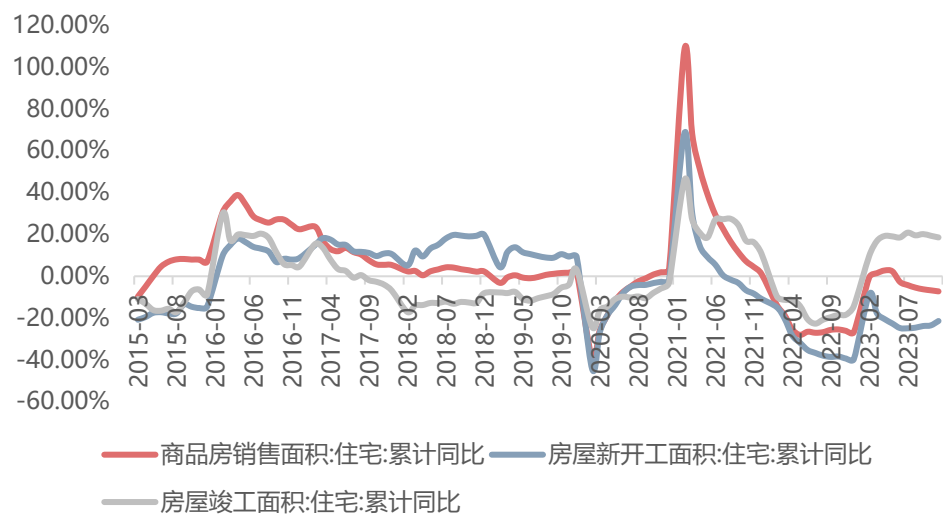


资料来源：各家天猫旗舰店（从左到右分别为志邦家居、瑞尔特、小熊电器、飞科电器旗下天猫旗舰店）、中邮证券研究所

2.2 竣工端持续修复，家居类、家电类零售温和复苏

- **竣工端持续修复，销售端表现较弱。** 2023年以来，住宅竣工面积持续修复，2023年1-11月住宅竣工面积累计+18.5pct，竣工端表现亮眼；住宅销售面积小幅承压，2023年1-11月住宅商品房销售面积累计-7.3pct，预计随着地产政策持续推进，销售端数据有望回暖。
- **10月家具类零售温和复苏，家电类零售逐步修复。** 随着竣工端的持续修复，与地产后周期相关的家居板块呈温和复苏态势，2023年11月家具类商品零售同比+2.8%，家电板块逐步修复，2023年11月家用电器和音像器材类商品零售同比+0.6%。整体来看，受消费需求恢复趋缓等因素影响，家具类和家电类零售数据增长缓于竣工端。

图表16：住宅竣工面积持续修复



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表17：家具类零售温和复苏



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表18：家电类零售逐步修复

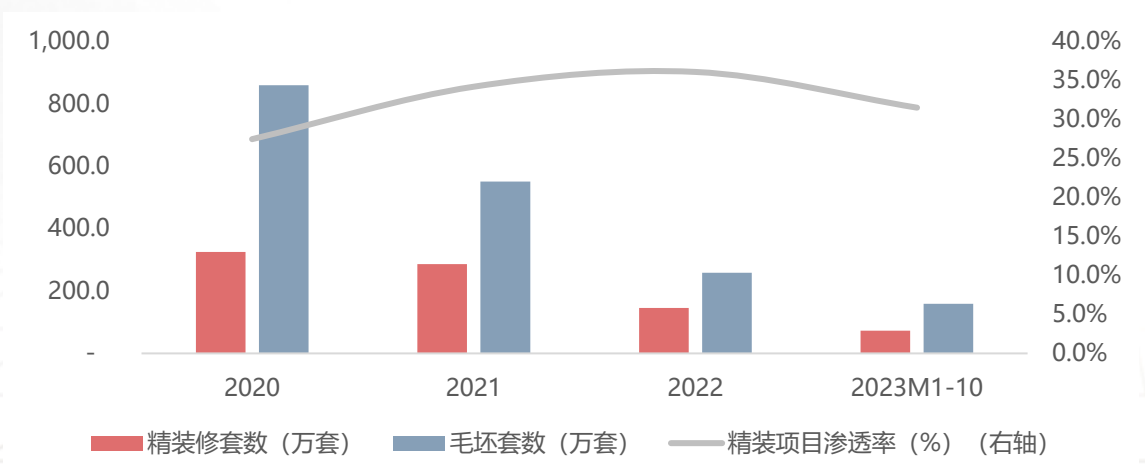


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.3 存量房二手房需求释放，整装渠道持续发力

- **存量房&二手房翻新需求释放，将成为主要家居消费需求。**新房市场将因为精装房渗透率提升，整装和拎包入住模式兴起，渠道转换带来结构性机会。据奥维云网数据显示，2023年1-10月全国新开盘项目3155个，新开盘套数233.02万套；其中精装修新开盘项目1193个，项目精装修渗透率达37.8%，新开盘套数73.39万套，精装渗透率达31.5%。另外，二手房交易带来的装修需求以及存量房规模累加带来的自然翻新需求也将成为家居企业主要业绩增长来源。
- **整装风潮起，头部家居公司积极布局。**家居行业消费客流愈加分散，各家公司多维开拓新渠道和新模式，赋能终端拓宽引流入口。其中，整装需求迭起，各家家居公司积极布局整装渠道，索菲亚于2019年切入整装渠道，2023H1整装渠道收入同比+89%，增长迅速；欧派于2018年开始试点推进整装大家居，目前也形成了欧派+铂尼思双品牌；志邦也于2022年发布“超级邦”装企服务战略，发力整装渠道。

图表19：2023年1-10月全国新开精装&毛坯楼盘项目套数及精装项目渗透率



资料来源：奥维云网，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表20：领先企业整装套餐及整装战略发布



资料来源：泛家居圈，欧派集团公众号，中邮证券研究所

2.4 智能家居：千亿赛道，精装配置带来较大增长空间

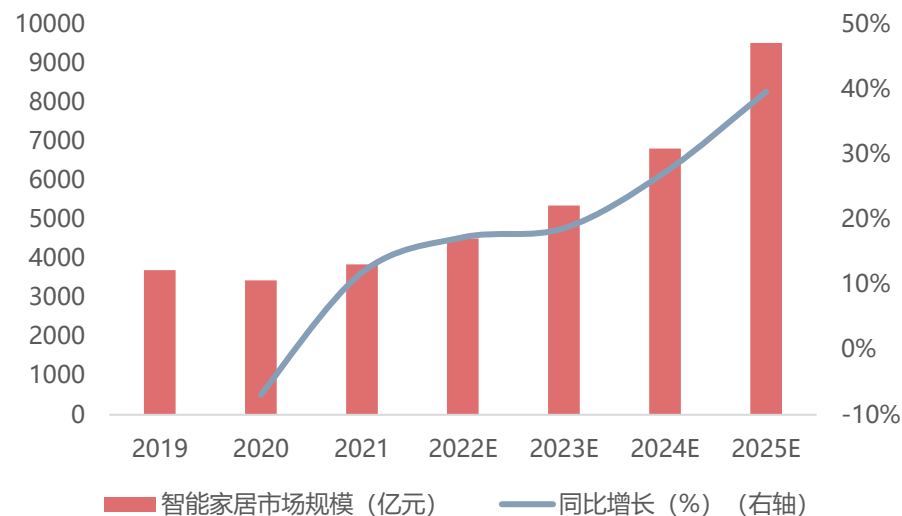
- **智能家居行业增速可观，配置率增长显著。** 得益于居民可支配收入提高叠加消费者对居家幸福感及体验感的不懈追求，智能家居增速持续向上。据艾瑞咨询数据显示，2019-2025年中国智能家居市场规模有望从3700亿元提升至9523亿元，期间复合增速可达17%。智能家居系统于精装商品住宅的渗透率增长迅速，据奥维云网数据显示，2023年10月智能家居系统配置率达23.3%，同比增长10.9pct。
- **智能家居产业链完善，入局者众多。** 智能家居上游为地机、智慧移动屏等元器件、底层技术提供商，中游为智能家居系统及设备制造商，包括如全屋智能以及智能单品，其中智能单品方面，智能马桶、智能晾晒、智能扫行业稳步发展，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、石头科技、康冠科技等在内，参与者众多。

图表21：智能家居系统精装商品住宅配置率增长迅速

| | 配置率 | 配置率变化 |
|--------|-------|--------|
| 建材 | 99.5% | -0.5% |
| 橱柜 | 98.6% | +1.5% |
| 烟机 | 98.8% | +6.4% |
| 灶具 | 97.9% | +5.5% |
| 消毒柜 | 13.6% | -8.4% |
| 净水器 | 27.7% | +4.6% |
| 洗碗机 | 48.0% | +16.9% |
| 浴霸 | 78.0% | +11.3% |
| 坐便器 | 90.6% | -5.2% |
| 浴室柜 | 94.9% | +1.1% |
| 中央空调 | 66.3% | +23.2% |
| 新风系统 | 44.5% | +12.3% |
| 冰箱 | 5.4% | -0.4% |
| 洗衣机 | 0.9% | -0.3% |
| 智能家居系统 | 23.3% | +10.9% |

资料来源：奥维云网，中邮证券研究所

图表22：智能家居千亿赛道

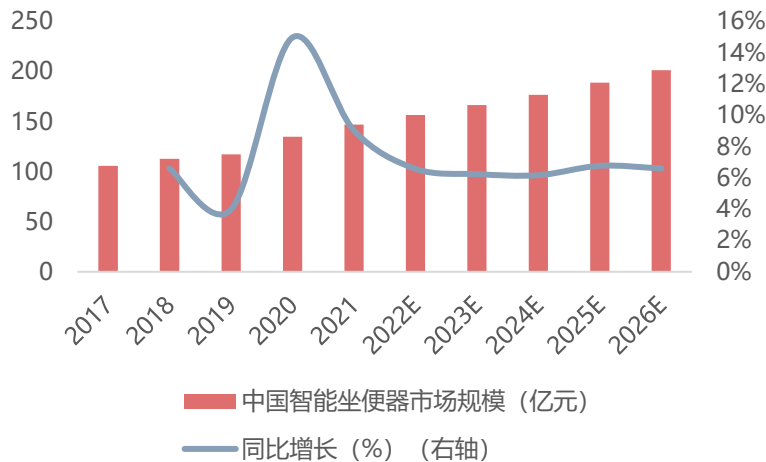


资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

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，轻智能&全功能加速渗透。**据华经产业研究院数据显示，2017-2026年中国智能坐便器市场规模有望从106亿元提升至202亿元，期间复合增长率达7%，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。
- 智能坐便器市场集中度下滑，国产品牌突围。**据奥维云网数据显示，2022年智能坐便器一体机TOP机型市场集中度大幅下滑，过去，传统卫浴产品主要由海外品牌主导，近几年，国内智能卫浴因其较低的行业壁垒与巨大的市场前景，行业新进入者众，高性价比的国产品牌实现突围。
- 智能晾衣机百亿规模。**据CSHIA Research数据显示，2019-2024年我国智能晾衣机市场规模有望从79亿元提升至150亿元，期间复合增长率达14%。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。

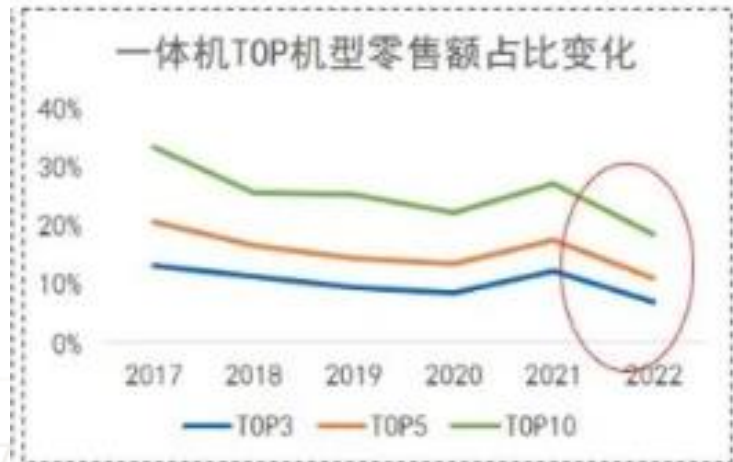
图表23：智能坐便器市场规模持续扩大



资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

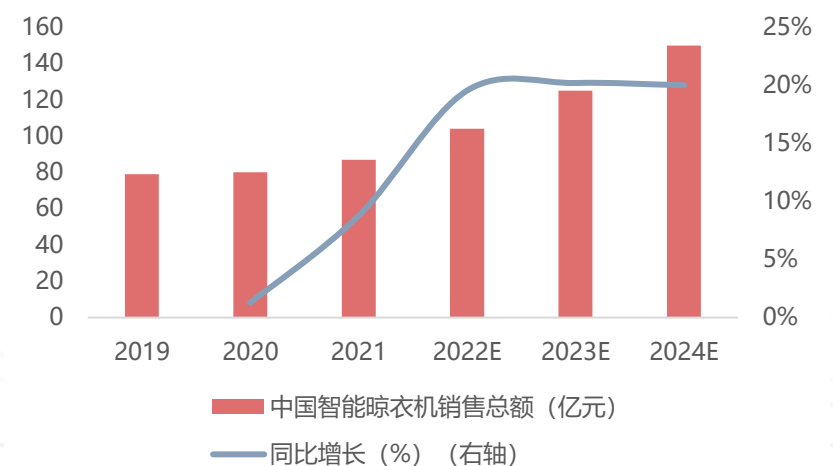
请参阅附注免责声明

图表24：智能坐便器市场集中度下滑



资料来源：奥维云网，中邮证券研究所

图表25：智能晾衣机百亿规模

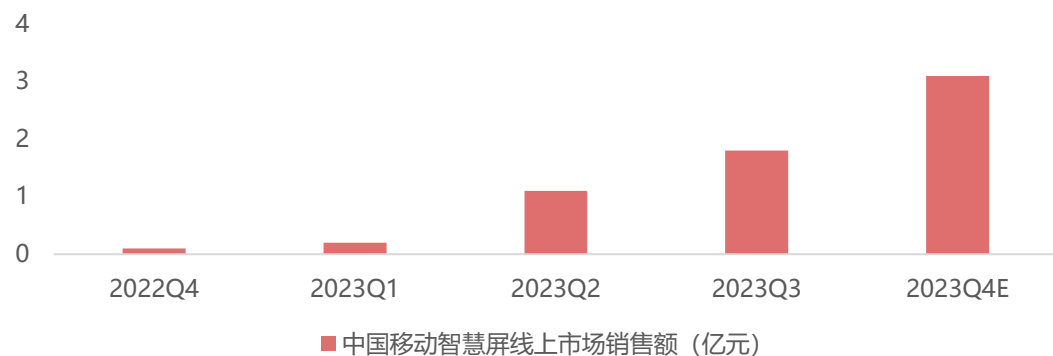


资料来源：CSHIA Research，中邮证券研究所

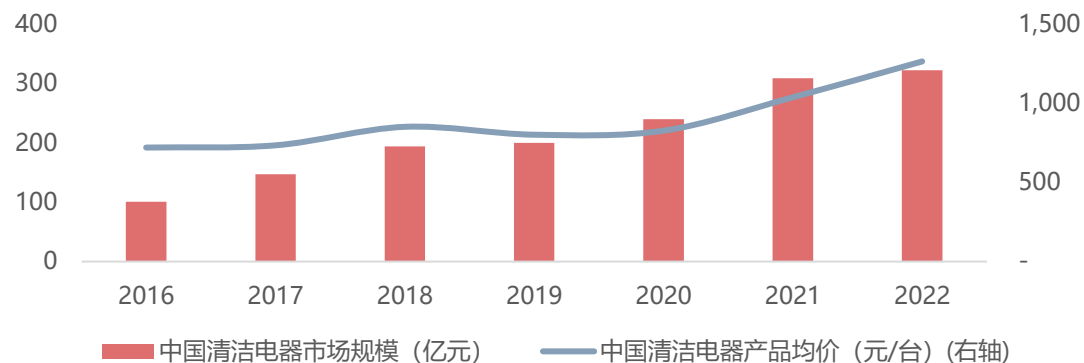
2.6 智慧移动屏快速放量，清洁电器迎智能化发展浪潮

- **智慧移动屏快速放量。**随着混合办公、健身、直播等新需求的兴起，智慧移动屏发展迅速，自2022年康冠科技率先推出该产品形态后，电视机制造商，显示器制造商，广告机厂商和互联网/新兴IOT厂商等陆续布局智慧移动屏。据洛图科技数据显示，预计2023年全年中国移动智慧屏线上销售额突破6.2亿元，实现快速放量。
- **清洁电器迎智能化发展浪潮。**过去几年，随着扫地机器人以及洗地机的兴起，中国清洁电器市场迎来智能化发展浪潮，行业呈量价齐升的高质量发展态势，据奥维云网数据显示，2016-2022年中国清洁电器市场规模从101亿元提升至322亿元，期间复合增长率高达21%，产品均价从719元/台提升至1264元/台，细分至具体品类来看，2023年1-9月扫地机器人销额同比+2%，均价同比+4%，全能基站产品快速渗透，占比超70%，结构优化带动产品均价同比提升；洗地机销额同比+26%，均价同比-15%，随着各品牌厂家逐步入局，市场竞争趋于激烈，预计洗地机产品均价仍有下探空间，然从渗透率角度来看，洗地机渗透率仅为2%，远低于吸尘器，因为，无论是新增需求还是替代需求都有非常大的增长潜力，行业发展可期。

图表26：智慧移动屏快速放量



图表27：中国清洁电器市场呈量价齐升高质量发展态势



资料来源：洛图科技，中邮证券研究所

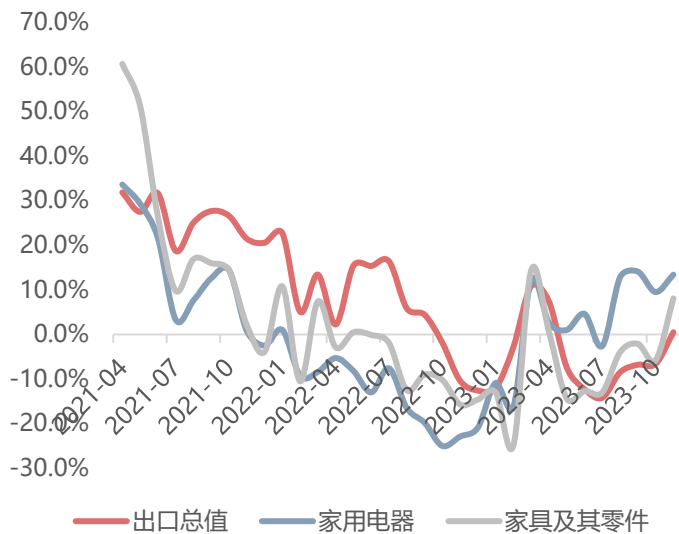
请参阅附注免责声明

资料来源：奥维云网，中邮证券研究所

2.7 家居&家电出口：海外库存去化顺利，出口订单向上

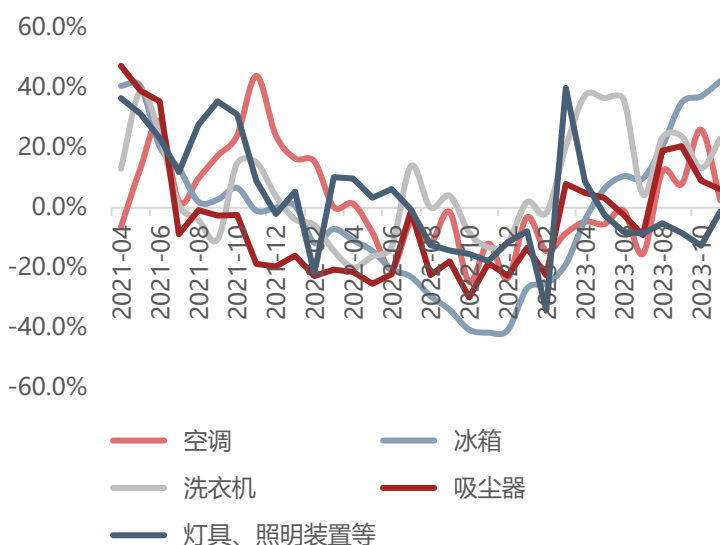
- **海外库存去化顺利，出口逐步改善。**2023年7月起，家具及家电出口总值（以美元计划）同比大幅改善，2023年11月以美元计价出口总值同比+0.5%，其中家具及其零件同比+8.1%；家电同比+13.4%，随着海外大客户库存去化进展顺利，需求呈逐步回暖态势。
- **轻工细分品类弹簧床垫、木框架沙发表现亮眼。**2023年11月轻工细分品类弹簧床垫、乳胶床垫、木框架沙发、金属框架沙发、PVC地板、保温杯以美元计价出口总值同比分别为+26%、+13.3%、+24.6%、-6%、+7.6%、+14.5%。
- **家电主要细分品类出口均实现增长。**2023年11月家电细分品类空调、冰箱、洗衣机、吸尘器、灯具以美元计价出口总值同比分别为+2.4%、+42.2%、+23%、+6.1%、-1.3%，冰箱出口表现亮眼。

图表28：家电及家居出口当月同比情况



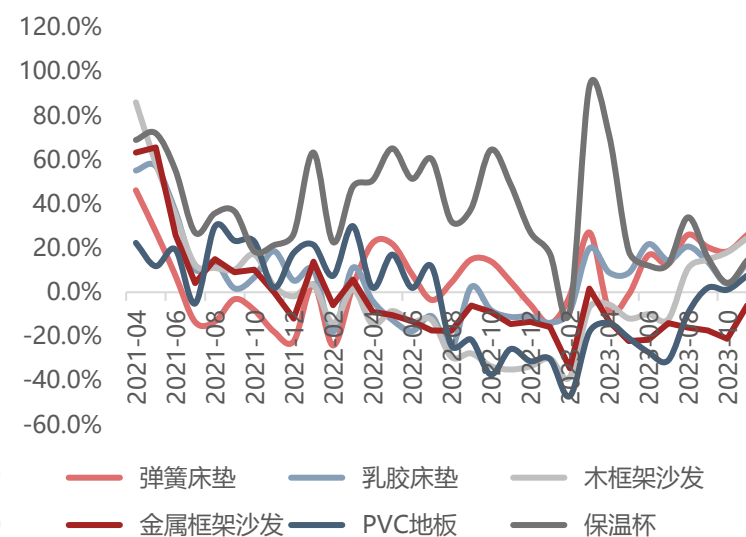
资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表29：家电细分品类出口当月同比情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表30：轻工细分品类出口当月同比情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.8 家居&家电出口：美元贬值，海运费平稳

- **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12月25日，美元兑人民币中间价为7.10，Q3平均汇率为7.17，同比+2.31%，人民币保持低位有利于出口企业利润增厚。此外，2023Q3集装箱运价指数欧洲、美西航线同比分别-85%、-62%，海运费价格持续回落有助于缩短出口企业订单交付周期以及盈利端持续向上。

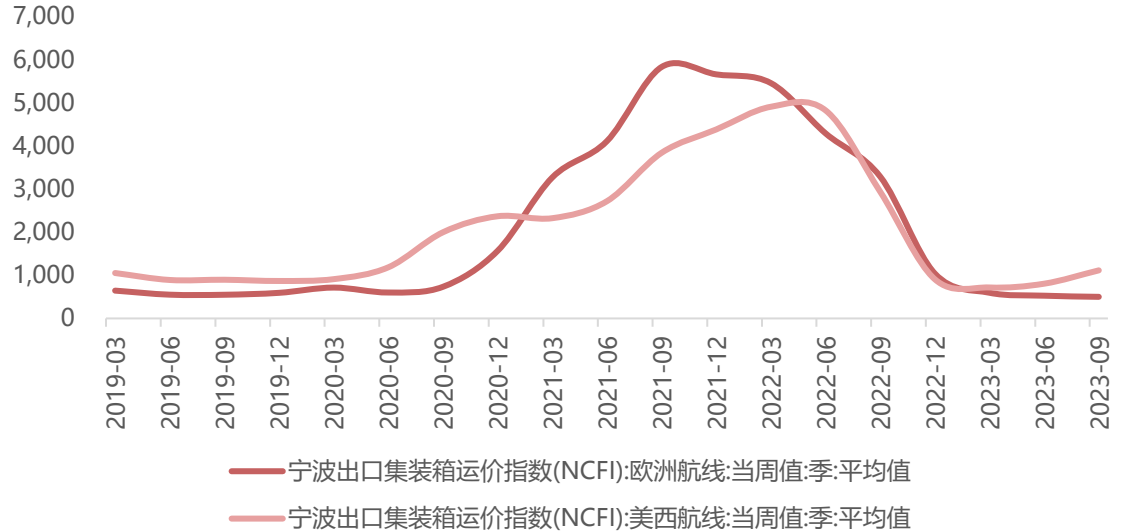
图表31：美元兑人民币中间价保持高位



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表32：海运费回归常态

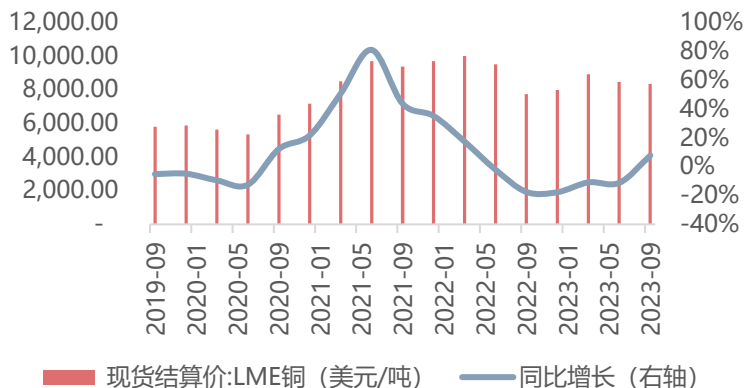


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.9 原材料价格小幅下滑，成本端持续改善

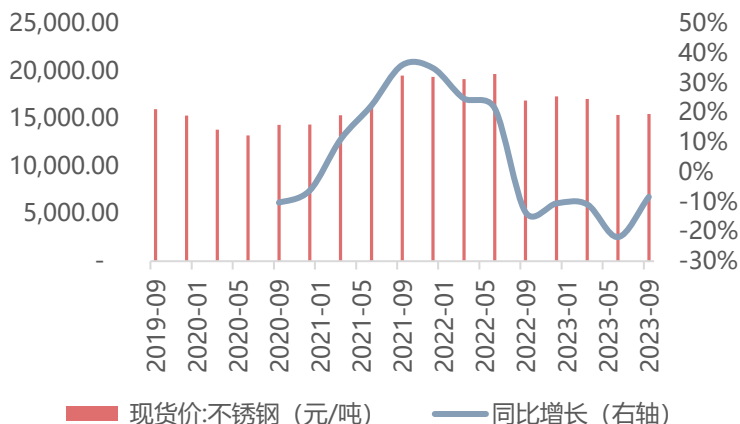
■ **核心原材料价格保持下滑态势，企业利润有望增厚。**铜、铝、不锈钢、塑料等为家电、家居产品核心原材料，今年以来，核心原材料价格保持下滑态势，有利于企业降本，据iFinD数据显示，2023年第三季度，LME铜现货结算价为8355.90，同比+8%；LME铝现货结算价为2154.36，同比-8%；不锈钢现货价为15462.5，同比-8%；中国塑料城价格指数为851.34，同比-6%。

图表33：23Q3铜价同比+8%



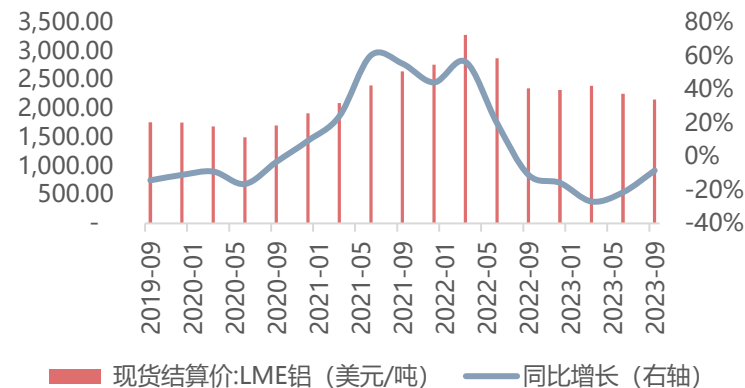
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表35：23Q3不锈钢价同比-8%



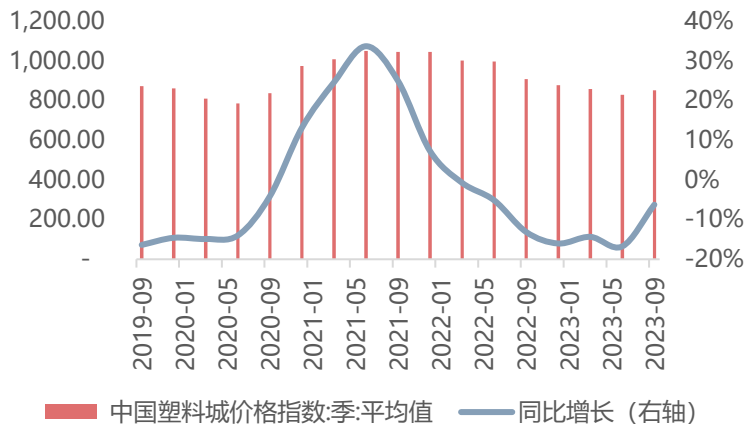
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表34：23Q3铝价同比-8%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表36：23Q3中国塑料城价格指数同比-6%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.10 出口企业业绩呈现分化

- **出口企业业绩呈现分化。**从公司前三季度及单三季度业绩表现来看，出口企业表现相对分化，其中匠心家居（电动沙发、电动床）、嘉益股份（保温杯）、乐歌股份（电动可升降办公桌）等家居企业；以及安克创新（3C电子、智能家居）、比依股份（空气炸锅）、石头科技（扫地机器人）等家电公司表现亮眼。

图表37：部分家具、家电出口企业表现亮眼

| 行业 | 证券代码 | 公司简称 | 2023Q3累计 | | | | 2023Q3单季 | | | | 23H1海外业务收入占比 (%) |
|----|-----------|------|----------|-------|------------|-------------|----------|-------|------------|-------------|------------------|
| | | | 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) | |
| 轻工 | 301061.SZ | 匠心家居 | 14.55 | 25% | 3.23 | 26% | 5.09 | 56% | 1.21 | 44% | 99% |
| | 301004.SZ | 嘉益股份 | 12.28 | 87% | 3.14 | 87% | 5.75 | 52% | 1.51 | 86% | 95% |
| | 603610.SH | 麒盛科技 | 23.86 | 13% | 1.87 | 12% | 8.63 | 27% | 0.65 | -6% | 91% |
| | 300729.SZ | 乐歌股份 | 26.85 | 207% | 5.17 | 226% | 10.07 | 32% | 0.74 | 164% | 91%* |
| | 002615.SZ | 哈尔斯 | 17.06 | -23% | 1.53 | -15% | 7.69 | 28% | 1.07 | 103% | 83% |
| | 603313.SH | 梦百合 | 57.15 | 15% | 1.13 | 14% | 21.15 | 7% | 0.15 | 2% | 81% |
| | 603661.SH | 恒林股份 | 57.76 | 23% | 3.66 | 23% | 21.32 | 27% | 1.04 | 23% | 78% |
| | 603600.SH | 永艺股份 | 25.00 | -28% | 2.11 | -26% | 9.64 | -1% | 0.69 | -53% | 78% |
| 家电 | 300866.SZ | 安克创新 | 117.86 | 47% | 12.13 | 46% | 47.21 | 29% | 3.93 | 55% | 96% |
| | 605555.SH | 德昌股份 | 21.28 | 0% | 2.63 | 0% | 7.86 | 125% | 0.92 | -3% | 96%* |
| | 603215.SH | 比依股份 | 12.60 | 25% | 1.76 | 34% | 4.08 | 23% | 0.49 | -12% | 93% |
| | 002705.SZ | 新宝股份 | 107.55 | -13% | 7.36 | -13% | 44.00 | 23% | 3.41 | -5% | 73% |
| | 603219.SH | 富佳股份 | 19.01 | -29% | 1.95 | -29% | 9.24 | 21% | 0.87 | -30% | 73% |
| | 603355.SH | 莱克电气 | 57.86 | -3% | 7.95 | -3% | 21.36 | -4% | 2.21 | -35% | 66% |
| | 688169.SH | 石头科技 | 56.89 | 59% | 13.60 | 59% | 23.15 | 58% | 6.21 | 160% | 53%* |
| | 600690.SH | 海尔智家 | 1,986.57 | 13% | 131.49 | 13% | 670.31 | 7% | 41.85 | 13% | 52% |

资料来源：iFinD，*表示海外业务收入占比为2022年年报数据，中邮证券研究所

请参附注免责声明

2.11 家居&家电重点个股盈利预测与估值

- **家居&家电**：估值已下降至历史低位，受市场风格切换以及地产政策颁布、地产数据向上等因素催化，预计短期板块估值有望迎来修复，业绩端预计随着地产政策效应发挥、存量房二手房需求释放，稳步发展。家居板块建议关注**欧派家居、志邦家居、索菲亚、金牌厨柜***；**顾家家居、公牛集团*、慕思股份***；家电板块建议关注**美的集团、海尔智家、格力电器、老板电器、小熊电器、苏泊尔、九阳股份**。智能家居：智能家居赛道景气发展，渗透率有较大提升空间，建议关注智能马桶赛道的**瑞尔特、箭牌家居**；智能晾衣架赛道的好太太；智能屏显赛道的**康冠科技**。家居&家电出口：海外大客户订单持续回暖，优选景气子行业，建议关注**嘉益股份*、匠心家居*、恒林股份**；家电板块建议关注**石头科技、振邦智能**。

图表38：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 | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 定制家居 | 603833.SH | 欧派家居 | 410.14 | 67.33 | 4.41 | 5.18 | 6.01 | 6.90 | 15 | 13 | 11 | 10 |
| | 002572.SZ | 索菲亚 | 145.52 | 15.95 | 1.17 | 1.42 | 1.66 | 1.92 | 14 | 11 | 10 | 8 |
| | 603801.SH | 志邦家居 | 71.20 | 16.31 | 1.23 | 1.43 | 1.68 | 1.95 | 13 | 11 | 10 | 8 |
| | 603180.SH | 金牌厨柜* | 37.73 | 24.46 | 1.80 | 2.06 | 2.43 | 2.85 | 14 | 12 | 10 | 9 |
| 软体家居 | 603816.SH | 顾家家居 | 288.40 | 35.09 | 2.20 | 2.51 | 2.96 | 3.43 | 16 | 14 | 12 | 10 |
| | 001323.SZ | 慕思股份 | 120.76 | 30.19 | 1.87 | 2.04 | 2.37 | 2.77 | 16 | 15 | 13 | 11 |
| 智能家居 | 002790.SZ | 瑞尔特 | 43.50 | 10.41 | 0.50 | 0.59 | 0.72 | 0.87 | 21 | 18 | 14 | 12 |
| | 001322.SZ | 箭牌家居 | 110.98 | 11.44 | 0.61 | 0.66 | 0.80 | 0.92 | 19 | 17 | 14 | 12 |
| | 603848.SH | 好太太 | 61.24 | 15.15 | 0.55 | 0.83 | 1.01 | 1.20 | 28 | 18 | 15 | 13 |
| 家居出口 | 301004.SZ | 嘉益股份* | 45.67 | 43.91 | 2.72 | 3.94 | 4.63 | 5.37 | 16 | 11 | 9 | 8 |
| | 301061.SZ | 匠心家居* | 60.16 | 47.00 | 2.61 | 3.11 | 3.65 | 4.44 | 18 | 15 | 13 | 11 |
| | 603661.SH | 恒林股份 | 58.66 | 42.18 | 2.54 | 3.29 | 3.89 | 4.57 | 17 | 13 | 11 | 9 |
| | 003011.SZ | 海象新材* | 20.77 | 20.23 | 2.07 | 2.80 | 3.18 | 3.95 | 10 | 7 | 6 | 5 |
| 其他 | 603195.SH | 公牛集团* | 837.69 | 93.96 | 5.32 | 4.25 | 4.91 | 5.65 | 18 | 22 | 19 | 17 |

2.11 家居&家电重点个股盈利预测与估值

图表39：家电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 | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 白电 | 000333.SZ | 美的集团 | 3,699.86 | 52.67 | 4.21 | 4.83 | 5.28 | 5.88 | 13 | 11 | 10 | 9 |
| | 600690.SH | 海尔智家 | 1,865.95 | 20.81 | 1.56 | 1.81 | 2.04 | 2.26 | 13 | 11 | 10 | 9 |
| | 000651.SZ | 格力电器 | 1,799.23 | 31.95 | 4.35 | 4.90 | 5.34 | 5.77 | 7 | 7 | 6 | 6 |
| 黑电 | 688007.SH | 光峰科技 | 122.02 | 26.40 | 0.26 | 0.37 | 0.60 | 0.88 | 102 | 72 | 44 | 30 |
| | 001308.SZ | 康冠科技 | 180.17 | 26.30 | 2.22 | 1.84 | 2.32 | 2.77 | 12 | 14 | 11 | 10 |
| 厨电&小家电 | 002508.SZ | 老板电器 | 204.32 | 21.53 | 1.66 | 1.93 | 2.14 | 2.36 | 13 | 11 | 10 | 9 |
| | 688169.SH | 石头科技 | 368.60 | 280.35 | 9.02 | 11.87 | 15.22 | 18.12 | 31 | 24 | 18 | 15 |
| | 002959.SZ | 小熊电器 | 75.29 | 48.00 | 2.47 | 2.94 | 3.48 | 4.05 | 19 | 16 | 14 | 12 |
| | 002032.SZ | 苏泊尔 | 426.75 | 52.90 | 2.56 | 2.64 | 2.90 | 3.11 | 21 | 20 | 18 | 17 |
| | 002242.SZ | 九阳股份 | 97.03 | 12.65 | 0.69 | 0.69 | 0.77 | 0.84 | 18 | 18 | 16 | 15 |
| 家电零部件 | 003028.SZ | 振邦智能 | 49.03 | 44.23 | 1.54 | 1.81 | 2.41 | 3.14 | 29 | 24 | 18 | 14 |
| | 002139.SZ | 拓邦股份 | 116.11 | 9.16 | 0.46 | 0.57 | 0.71 | 0.91 | 20 | 16 | 13 | 10 |

资料来源：iFinD，中邮证券研究所，注：截至日期为2023年12月25日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自iFinD一致预期

请参附注免责声明

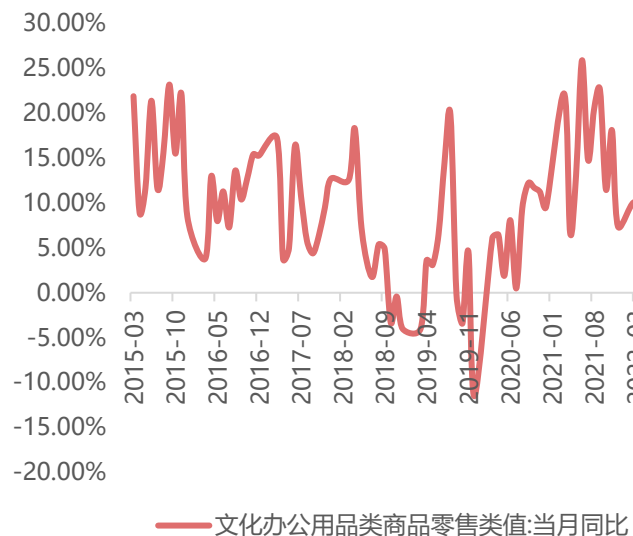
三

文娱用品：办公集采景气发展，24年体育赛事密集

3.1 文化办公用品零售端复苏，板块收入逐步回暖

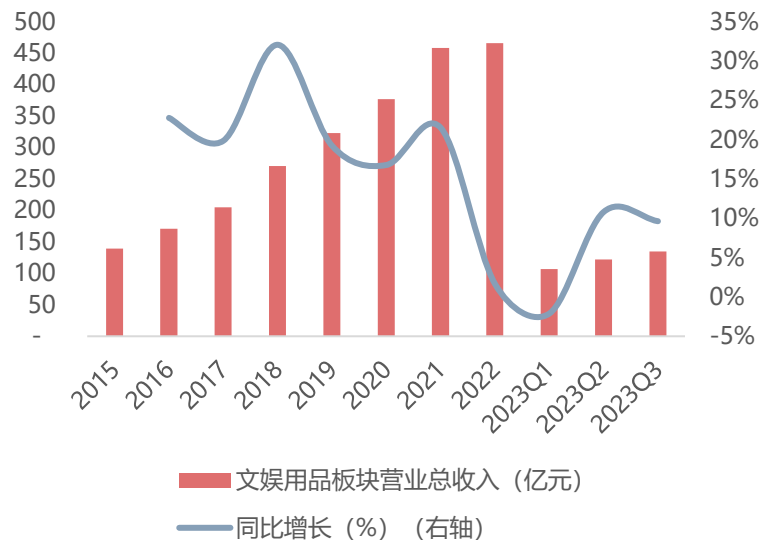
- **线下客流恢复，文化办公用品零售端复苏。** 2023年10月文化办公用品零售额同比+7.7%，环比大幅改善。随着购物中心和校边店等终端线下消费场景持续修复，终端客流有所增加，文化办公用品零售端保持复苏态势。
- **文娱用品板块收入逐步回暖，业绩环比大幅改善。** 2023年单三季度文娱用品板块收入达135亿元，同比+9.63%；归母净利润达8.69亿元，同比+4.72%。受益于线下消费场景修复及B2B办公集采业务景气发展等因素影响，公司收入、业绩同比均有提升。

图表40：10月文化办公用品零售额同比+7.7%



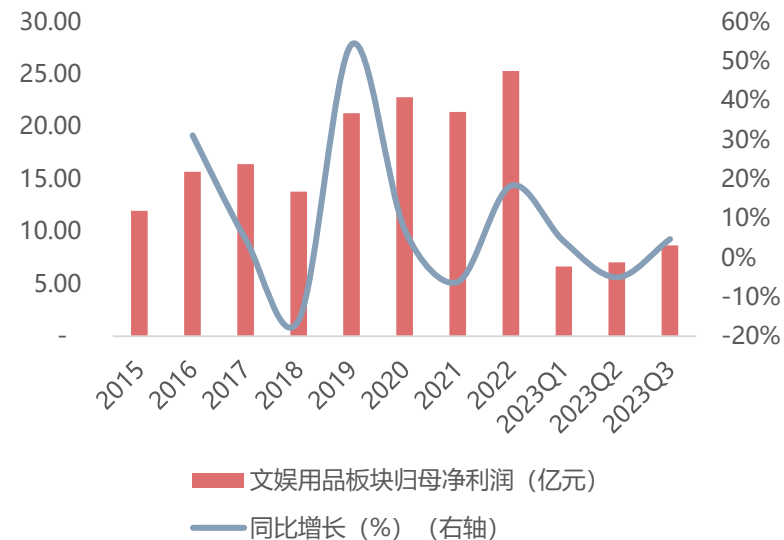
资料来源：iFinD，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表41：23Q3单季文娱用品板块营收+9.63%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表42：23Q3单季文娱用品板块归母净利润+4.72%

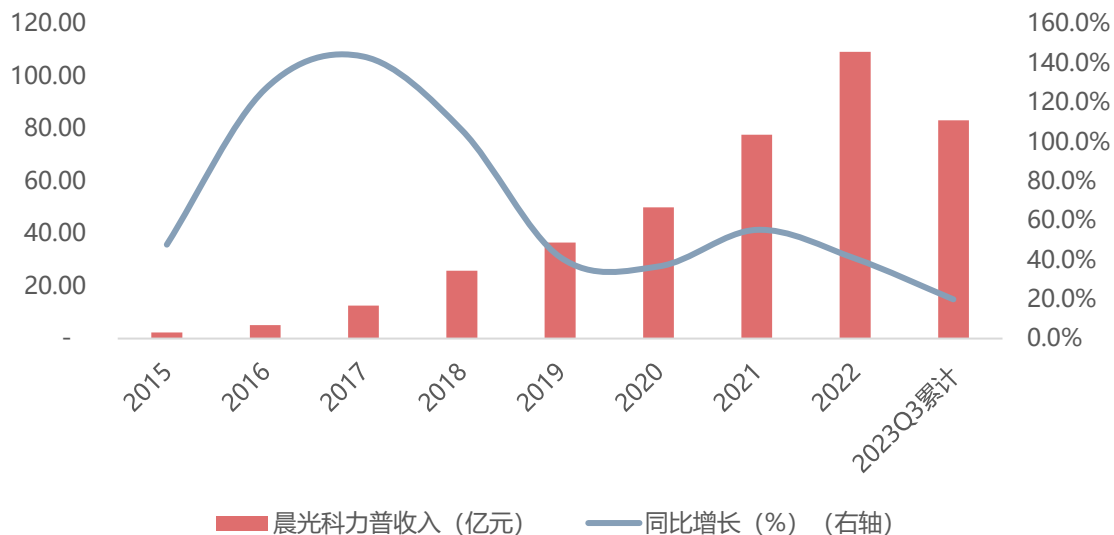


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3.2 B2B集采，高毛利率的MRO陆续下单

- 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，2023前三季度，晨光科力普收入同比+20.0%，继续保持两位数增长。

图表43：晨光科力普收入延续高增



资料来源：晨光股份公司公告，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

图表44：齐心成功中标南方电网办公物资、MRO电商化采购项目

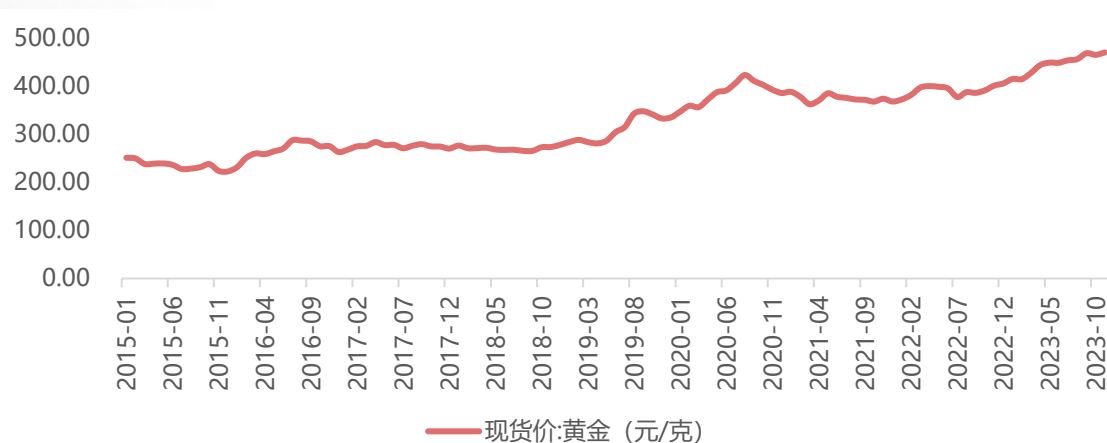


资料来源：齐心公众号，中邮证券研究所

3.3 黄金价格攀升，下游需求保持景气发展

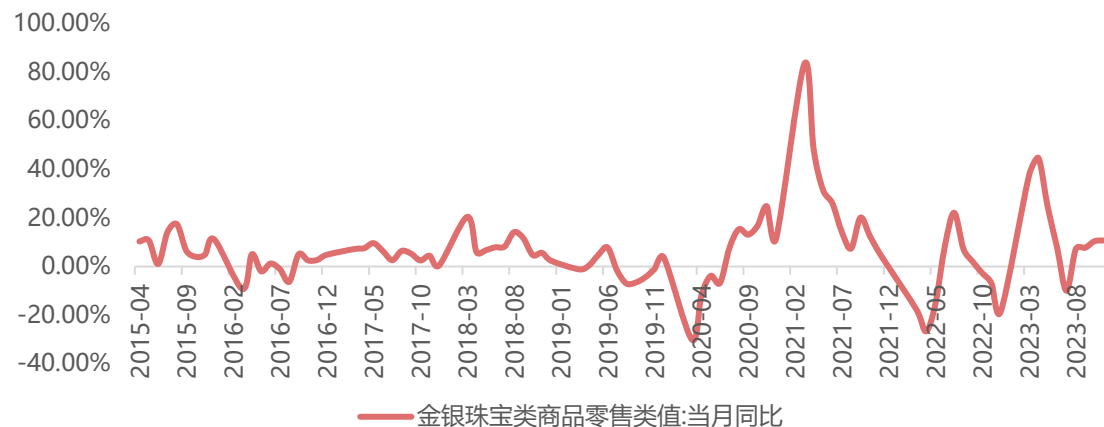
- **黄金价格攀升，目前达历史高点。**黄金价格自2019年初持续走高，截至2023年11月30日，黄金现货价达到470.80元/克，较2023年年初+27.73%，同比+17.23%，金价高点持续攀升。
- **下游金银珠宝需求保持景气发展态势。**黄金价格持续走高，叠加近年来受黄金工艺持续升级、黄金IP合作、产品附加值开发等推动，黄金产品销售持续走强，终端消费需求旺盛，2023年11月金银珠宝零售额同比+10.7%，保持景气增长态势。从上市公司业绩表现来看，2023年前三季度老凤祥、周大生、潮宏基收入同比分别+15.93%、+39.81%、+33.07%；归母净利润同比分别+44.87%、+17.69%、+33.29%，其中，单三季度来看，老凤祥、周大生、潮宏基收入同比分别+44.87%、+17.69%、+33.29%；归母净利润同比分别+48.52%、+2.86%、+23.39%，收入、业绩表现亮眼。

图表45：金价持续攀升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表46：11月金银珠宝类零售额同比+10.7%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

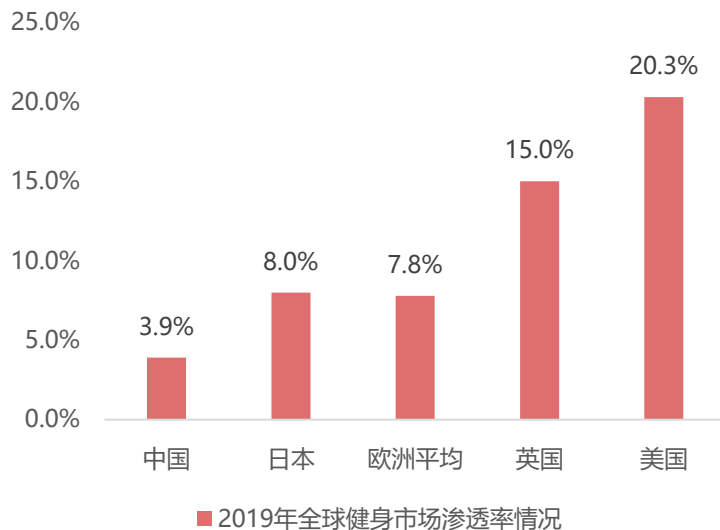
3.4 海外大型赛事刺激需求，全民健身国内需求提升

- **海内外大型体育赛事接连举办，有望拉动全民运动、健身需求。** 2023年是体育赛事大年，成都大运会、杭州亚运会等项目接连举办，2024年巴黎召开的奥运会、德国欧洲杯等海内外大型体育赛事的举办有望刺激相关需求，据前瞻产业研究院数据，2019年我国健身市场渗透率仅为3.9%，对比欧美、日本仍有较大提升，随着各大体育赛事举办以及我国健身相关政策的推行，国民健身意识不断增强，全民运动、健身等需求有望提升。
- **我国健身器械市场规模保持稳定增长态势。** 据中商产业研究院数据，预计2016-2022年我国健身器械市场规模从366提升至621亿元，期间复合增长率达9.21%，保持稳定增长态势。

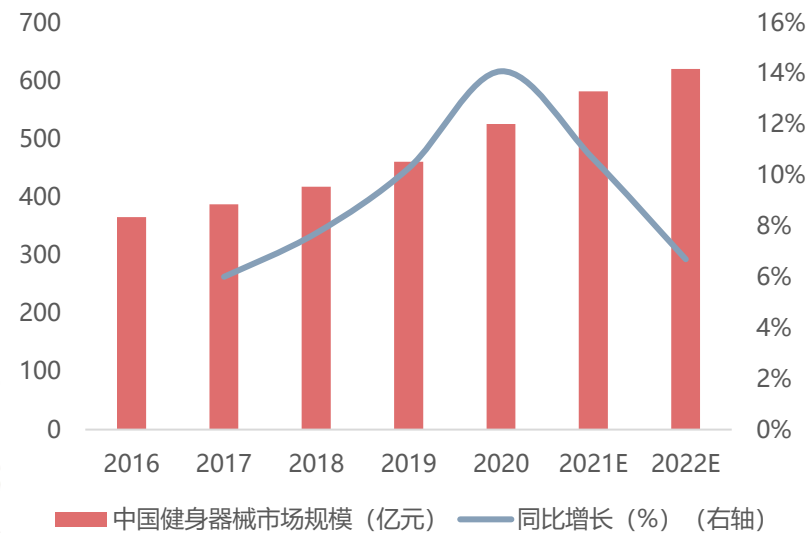
图表47：大型体育赛事接连举行



图表48：我国健身市场渗透率仍有较大提升空间



图表49：预计2022年中国健身器械市场规模达621亿元



资料来源：各赛事官网，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

3.5 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**；黄金价格攀升，黄金珠宝销售市场火爆，建议关注**老凤祥*、周大生*、潮宏基***；近期，多项大型体育赛事举办，有望刺激全民健身需求，建议关注**舒华体育*、金陵体育***。

图表50：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 | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 文娱 | 603899.SH | 晨光股份 | 331.26 | 35.75 | 1.38 | 1.69 | 2.03 | 2.43 | 26 | 21 | 18 | 15 |
| | 002301.SZ | 齐心集团 | 50.35 | 6.98 | 0.18 | 0.35 | 0.46 | 0.58 | 39 | 20 | 15 | 12 |
| | 301101.SZ | 明月镜片 | 77.66 | 38.54 | 0.68 | 0.87 | 1.12 | 1.41 | 57 | 44 | 34 | 27 |
| 珠宝 | 600612.SH | 老凤祥* | 268.01 | 69.09 | 3.25 | 4.43 | 5.12 | 5.84 | 21 | 16 | 13 | 12 |
| | 002867.SZ | 周大生* | 168.77 | 15.40 | 1.01 | 1.27 | 1.51 | 1.75 | 15 | 12 | 10 | 9 |
| | 002345.SZ | 潮宏基* | 58.46 | 6.58 | 0.22 | 0.45 | 0.55 | 0.66 | 29 | 15 | 12 | 10 |
| 体育 | 605299.SH | 舒华体育* | 41.04 | 9.97 | 0.27 | 0.33 | 0.40 | 0.47 | 37 | 30 | 25 | 21 |
| | 300651.SZ | 金陵体育* | 24.62 | 19.12 | 0.30 | 0.44 | 0.50 | 0.57 | 64 | 43 | 38 | 34 |

资料来源：iFinD，中邮证券研究所，注：截至日期为2023年12月25日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自iFinD一致预期

请参阅附注免责声明

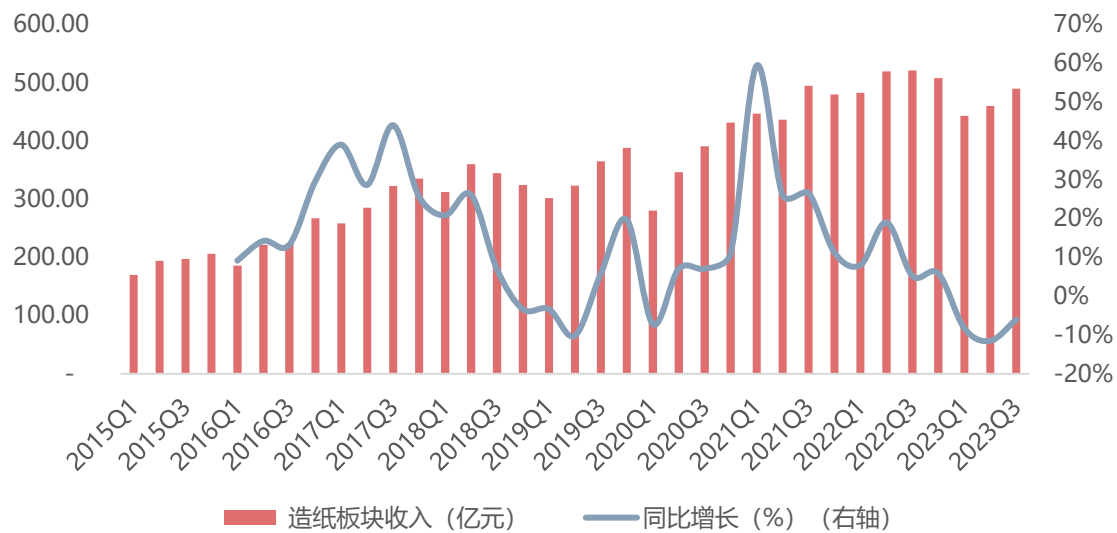
四

造纸&个护：生活用纸需求具刚性，原材料价格下行

4.1 Q3收入降幅收窄，业绩改善明显

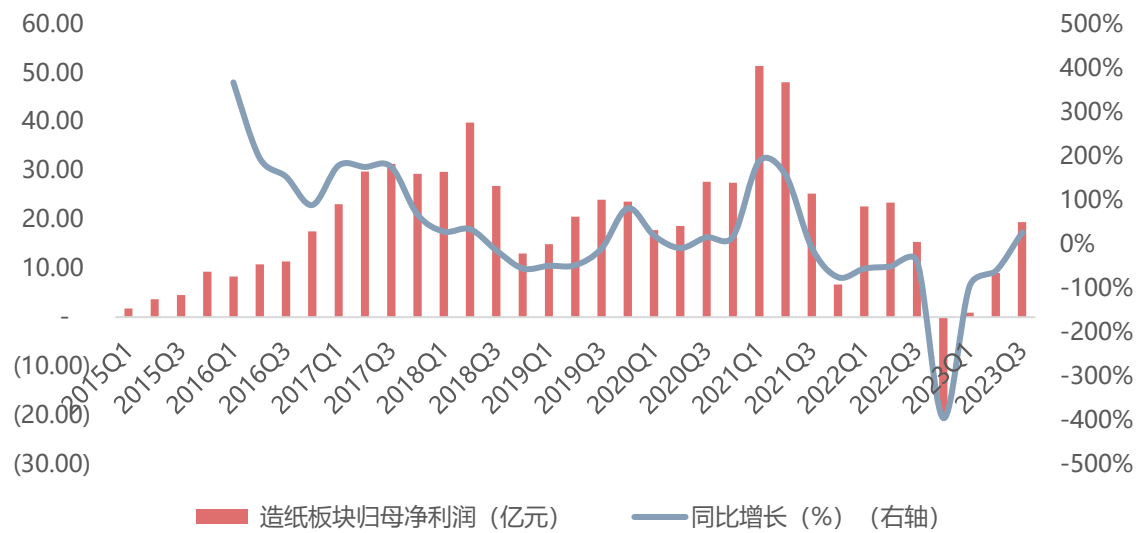
- **需求复苏趋缓，Q3业绩释放。** 2023年前三季度造纸板块收入为1393.66亿元，同比-8.59%；归母净利润为29.44亿元，同比-52.12%；其中，单三季度造纸板块收入为490.09亿元，同比-6.00%；归母净利润为19.45亿元，同比+26.2%。收入端来看，造纸板块收入降幅持续收窄，需求端恢复较弱但仍逐步复苏；利润端来看，三季度造纸板块业绩大幅回暖，受核心原材料木浆同比大幅下滑影响，企业盈利能力逐步释放。

图表51：23Q3造纸板块收入-6.00%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表52：23Q3单季造纸板块归母净利润+26.20%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4.2 生活用纸需求具刚性，收入保持稳健增长

- 生活用纸企业收入保持稳定，盈利能力大幅回暖。分品类看，特种纸及大宗用纸收入、业绩有所承压，由于生活用纸需求较为刚性，收入、业绩表现出较强韧性，2023年前三季度生活用纸企业豪悦护理、中顺洁柔、诺邦股份、稳健医疗收入同比分别+19%、-38%、+82%、+72%；归母净利润同比分别+18%、-40%、+78%、+72%，其中，单三季度收入同比分别+1%、+22%、+28%、-30%；归母净利润同比分别+9%、+73%、+166%、+310%，Q3盈利能力均有大幅回暖。

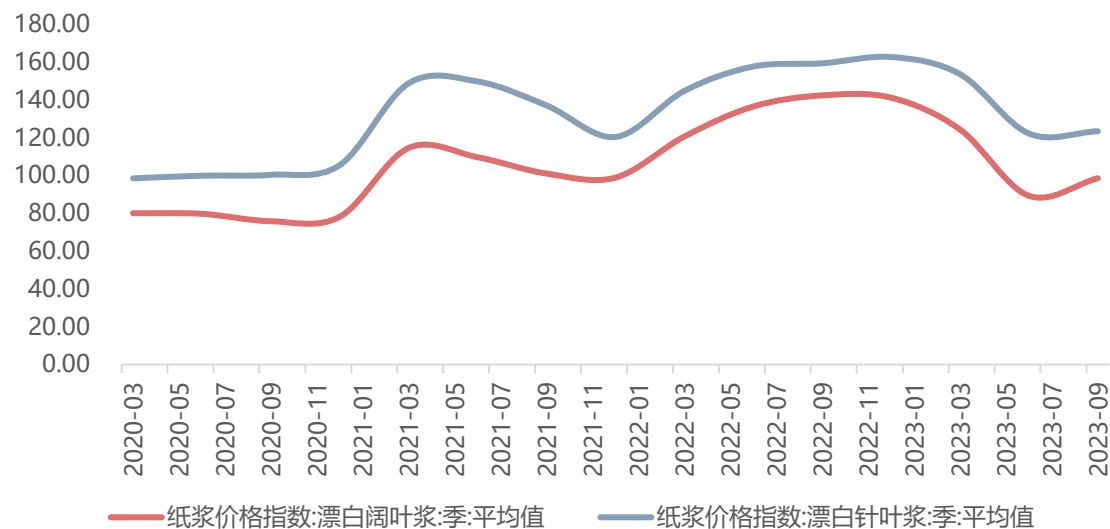
图表53：造纸&个护部分领先个股2023年前三季度及单三季度业绩表现

| 分类 | 证券简称 | 公司简称 | 2023Q3累计 | | | | 2023Q3单季 | | | |
|------|------------|------|----------|-------|------------|-------------|----------|-------|------------|-------------|
| | | | 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 | 46.64 | -52% | 1.07 | -52% | 18.23 | 16% | 1.19 | 1054% |
| | 603733. SH | 仙鹤股份 | 62.13 | -33% | 3.82 | -33% | 24.46 | 28% | 2.01 | -5% |
| | 605377. SH | 华旺科技 | 29.84 | 15% | 3.97 | 20% | 11.23 | 27% | 1.61 | 55% |
| | 600433. SH | 冠豪高新 | 53.84 | -131% | -0.69 | -128% | 19.35 | -7% | -0.19 | -119% |
| 大宗用纸 | 002078. SZ | 太阳纸业 | 292.03 | -9% | 21.37 | -0.06 | 98.61 | 1% | 885% | 45% |
| | 600567. SH | 山鹰国际 | 213.12 | -325% | -1.16 | -3.12 | 75.64 | -14% | 155% | -311% |
| | 000488. SZ | 晨鸣纸业 | 197.22 | -563% | -7.68 | -4.19 | 71.57 | -18% | -80% | -869% |
| 生活用纸 | 605009. SH | 豪悦护理 | 20.75 | 19% | 3.10 | 18% | 7.18 | 1% | 1.10 | 9% |
| | 002511. SZ | 中顺洁柔 | 68.23 | -38% | 1.65 | -40% | 21.38 | 22% | 0.81 | 73% |
| | 603238. SH | 诺邦股份 | 13.50 | 82% | 0.54 | 78% | 4.88 | 28% | 0.24 | 166% |
| | 300888. SZ | 稳健医疗 | 60.10 | 72% | 21.48 | 72% | 17.44 | -30% | 14.66 | 310% |

4.3 核心原材料纸浆、无纺布价格大幅下滑

- **核心原材料价格大幅下滑，造纸企业盈利能力释放。** 纸浆、无纺布为造纸企业的核心原材料，以中顺洁柔为例，公司生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的比重为40%-60%，纸浆价格变动对公司盈利能力造成影响，据iFinD数据显示，23Q3漂白阔叶浆及漂白针叶浆价格指数同比分别-31%、-23%；粘胶短纤、涤纶短纤、溶解浆价格同比分别-13%、-4%、-23%，核心原材料价格同比大幅下滑，企业盈利能力释放。

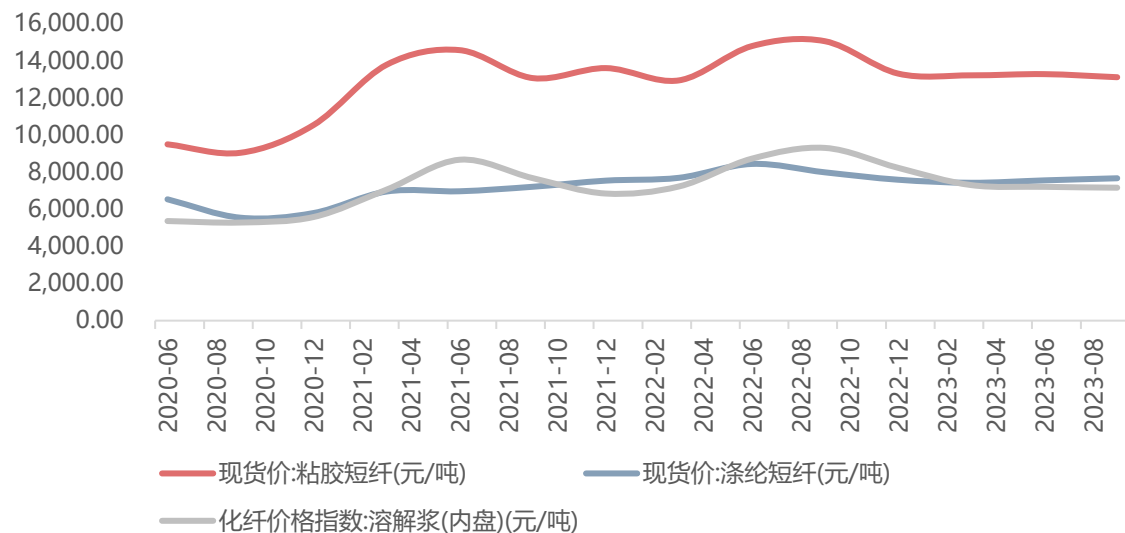
图表54：纸浆价格同比大幅下滑



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表55：无纺布价格保持下滑态势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4.4 造纸&个护重点个股盈利预测与估值

- **造纸&个护**：生活用纸、特种纸、文化纸成本改善，需求相对刚性，逐步回暖。建议关注**中顺洁柔**；**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***、**诺邦股份**。

图表56：造纸&个护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 | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 生活用纸 | 002511.SZ | 中顺洁柔 | 133.05 | 9.97 | 0.26 | 0.27 | 0.38 | 0.53 | 38 | 37 | 26 | 19 |
| 文化纸 | 002078.SZ | 太阳纸业* | 332.27 | 11.89 | 1.04 | 1.08 | 1.28 | 1.45 | 11 | 11 | 9 | 8 |
| | 600963.SH | 岳阳林纸* | 102.95 | 5.71 | 0.35 | 0.34 | 0.43 | 0.51 | 16 | 17 | 13 | 11 |
| 特种纸 | 605377.SH | 华旺科技* | 61.89 | 18.63 | 1.46 | 1.72 | 2.03 | 2.43 | 13 | 11 | 9 | 8 |
| | 603733.SH | 仙鹤股份* | 111.33 | 15.77 | 1.01 | 0.91 | 1.51 | 1.96 | 16 | 17 | 10 | 8 |
| | 605007.SH | 五洲特纸* | 58.00 | 14.36 | 0.51 | 0.68 | 1.42 | 1.79 | 28 | 21 | 10 | 8 |
| 个护 | 003006.SZ | 百亚股份 | 67.12 | 15.63 | 0.44 | 0.58 | 0.75 | 0.95 | 36 | 27 | 21 | 16 |
| | 605009.SH | 豪悦护理* | 57.99 | 37.36 | 2.69 | 3.34 | 3.91 | 4.55 | 14 | 11 | 10 | 8 |
| | 603238.SH | 诺邦股份 | 24.11 | 13.58 | 0.21 | 0.46 | 0.65 | 0.81 | 65 | 30 | 21 | 17 |

资料来源：iFinD、中邮证券研究所，注：截至日期为2023年12月25日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自iFinD一致预期

请参附注免责声明

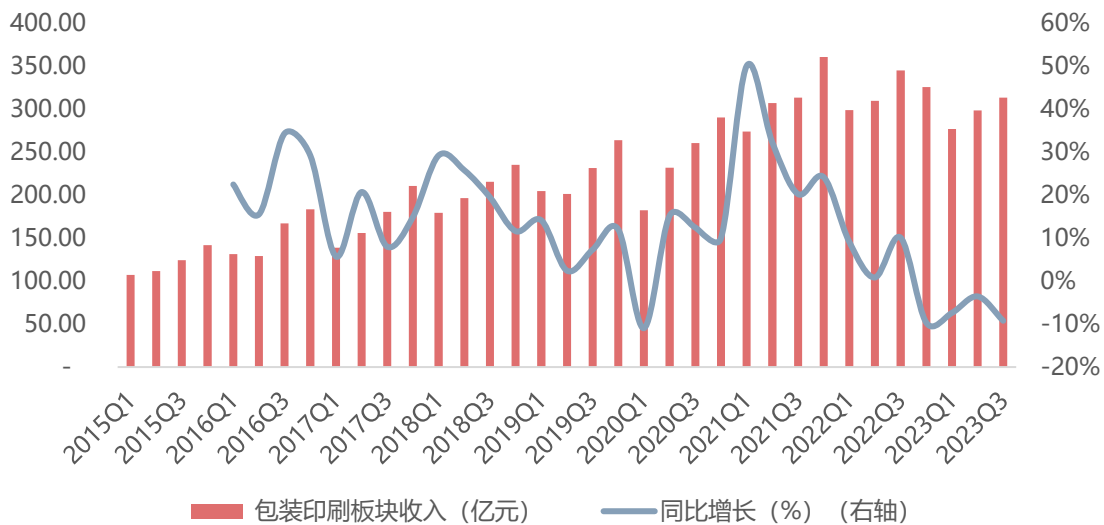
五

包装印刷：环保倒逼金属包装需求增长，纸包装下游需求缓慢复苏

5.1 包装印刷板块收入小幅承压，业绩保持稳定

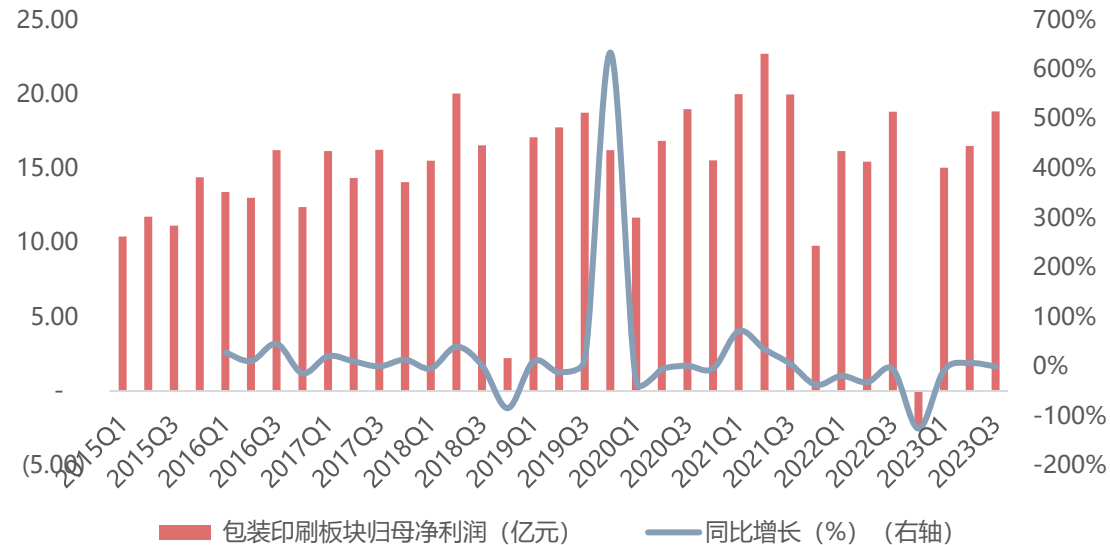
■ **需求恢复趋缓，盈利能力逐步修复。** 2023年前三季度，包装印刷板块收入为889.63亿元，同比-6.78%；归母净利润为50.37亿元，同比-0.1%，其中，单三季度来看，包装印刷板块收入为313.60亿元，同比-9.2%；归母净利润为18.84亿元，同比+0.12%。收入小幅承压，业绩逐步修复。收入端承压主要系下游需求复苏趋缓，但受益于原材料价格高位回落及企业降本增效影响，企业盈利能力持续修复。

图表57：23Q3包装印刷板块收入-9.2%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表58：23Q3包装印刷板块归母净利润+0.12%



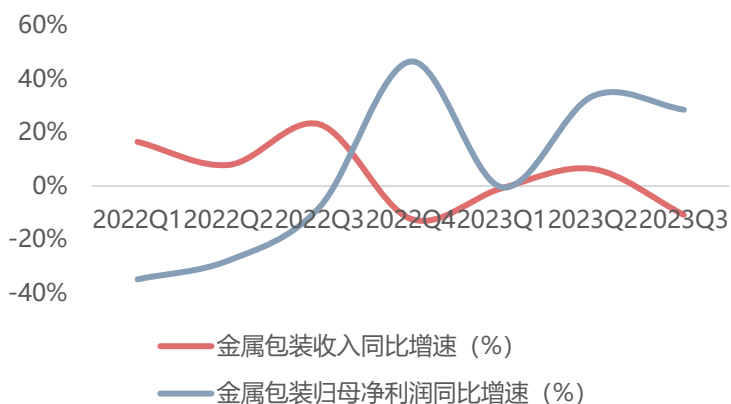
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5.2 金属包装：成本压力有所释放，业绩持续回暖

■ **成本压力有所释放，业绩持续回暖。** 23Q3 金属包装板块收入同比-11%；归母净利润同比+29%，一方面，受下游终端需求恢复缓慢影响，收入小幅承压；另一方面，自去年4月份以来，核心原材料价格高位回落并保持下滑态势，公司成本压力有所释放，业绩持续回暖。

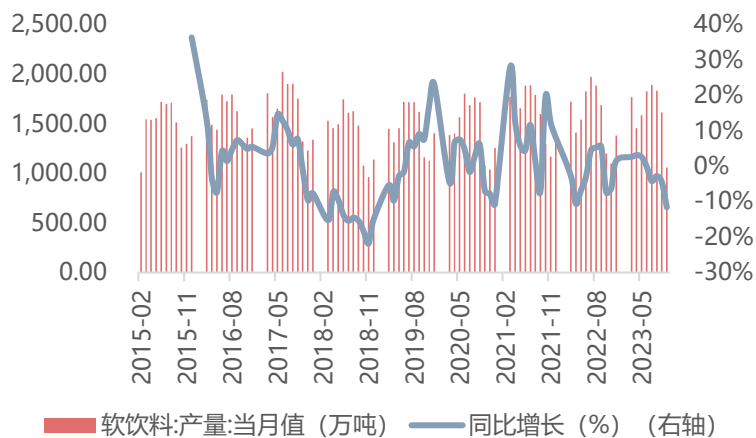
■ **下游需求缓慢复苏。** 三片罐方面，2023年10月软饮料产量同比-12%，下游软饮产量需求复苏缓慢。两片罐方面，2023年啤酒产量同比持平，实现转正，随着环保倒逼、啤酒高端化发展、电商等渠道的快速发展以及啤酒企业产能调整导致运输半径增加，我国啤酒罐化率快速提升，啤酒需求提升进一步促进两片罐销量。

图表59：23Q3金属包装板块业绩持续回暖



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表61：软饮产量小幅回落



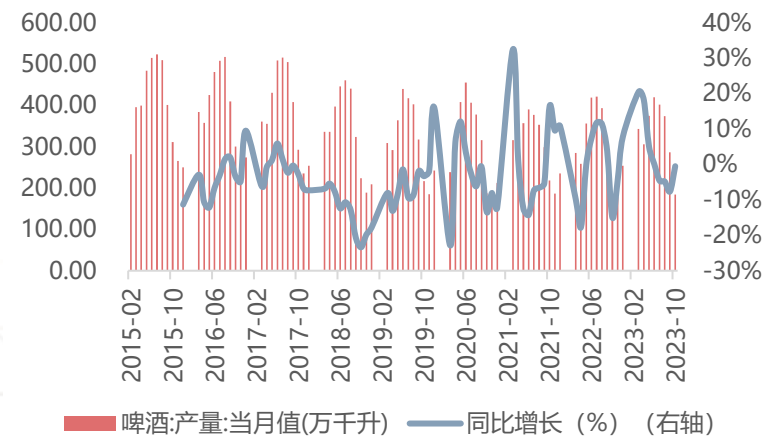
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表60：原材料价格高位回落



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表62：啤酒产量同比提升



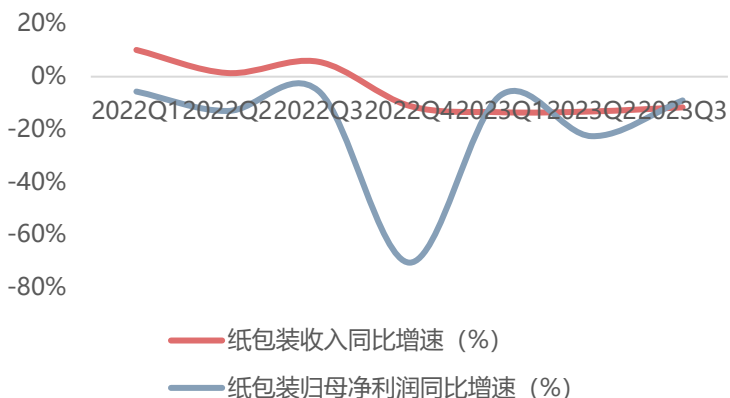
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5.3 纸包装：下游需求缓慢复苏，有望迎来困境反转

■ **23Q3纸包装板块收入、业绩降幅有所收窄。**2023年单三季度，纸包装板块收入同比-12%；归母净利润同比-9%，相较于二季度，降幅有所收窄。随着下游终端需求缓慢复苏，纸包装板块有望迎来困境反转。

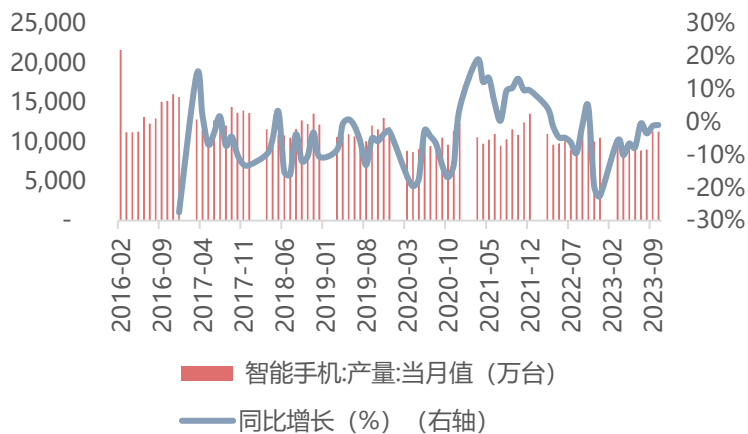
■ **下游终端需求缓慢复苏。**从纸包装行业占比较大的卷烟、3C电子需求、液态奶来看，2023Q3卷烟产量同比+3.3%，呈缓慢复苏态势；2023年10月智能手机产量同比-1%，自今年年初以来，智能手机产量降幅持续收窄，需求有望逐步好转；2021年我国液态奶产量同比+9%，从人均液态奶消费类来看，我国与世界平均水平仍有较大差距，我国液态奶行业规模增长可期。

图表63：23Q3纸包装板块收入、业绩降幅有所收窄



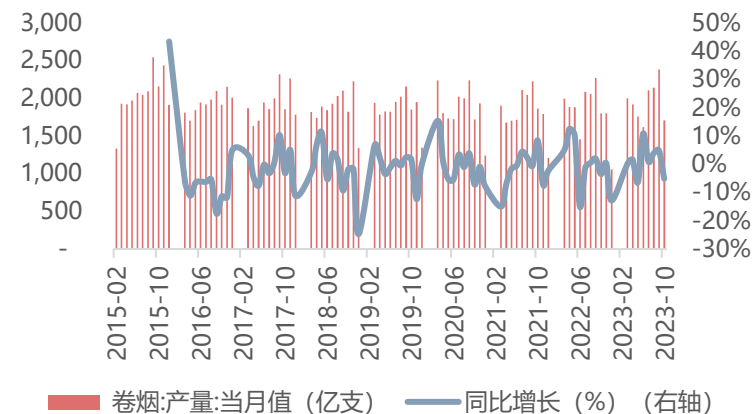
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表65：智能手机产量降幅持续收窄



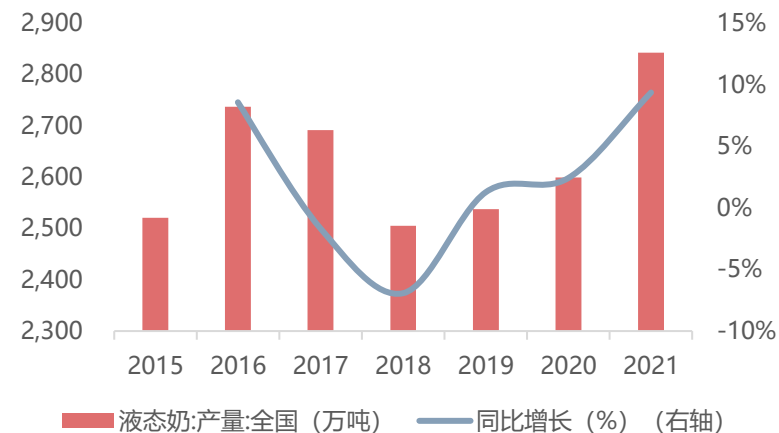
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表64：23Q3卷烟产量同比+3.3%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表66：2021年液态奶产量同比+9.37%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5.4 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。建议关注金属包装板块**昇兴股份**、**宝钢包装***；纸包装板块**裕同科技***。

图表67：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 | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 金属包装 | 002752.SZ | 昇兴股份 | 48.75 | 4.99 | 0.17 | 0.30 | 0.38 | 0.46 | 29 | 17 | 13 | 11 |
| | 601968.SH | 宝钢包装* | 56.20 | 4.96 | 0.24 | 0.25 | 0.27 | 0.30 | 21 | 20 | 18 | 17 |
| 纸包装 | 002831.SZ | 裕同科技* | 237.93 | 25.57 | 1.61 | 1.62 | 1.92 | 2.25 | 16 | 16 | 13 | 11 |
| | 301296.SZ | 新巨丰 | 42.29 | 10.07 | 0.40 | 0.56 | 0.71 | 0.88 | 25 | 18 | 14 | 11 |

资料来源：iFinD、中邮证券研究所，注：截至日期为2023年12月25日，标*个股暂未覆盖，未覆盖公司盈利预测来自iFinD一致预期

请参附注免责声明



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!

THANK YOU

杨维维 (首席分析师)

SAC编号: S1340522090007

邮箱: yangweiwei@cnpsec.com

熊婉婷 (研究助理)

SAC编号: S1340122120008

邮箱: xiongwanting@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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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