

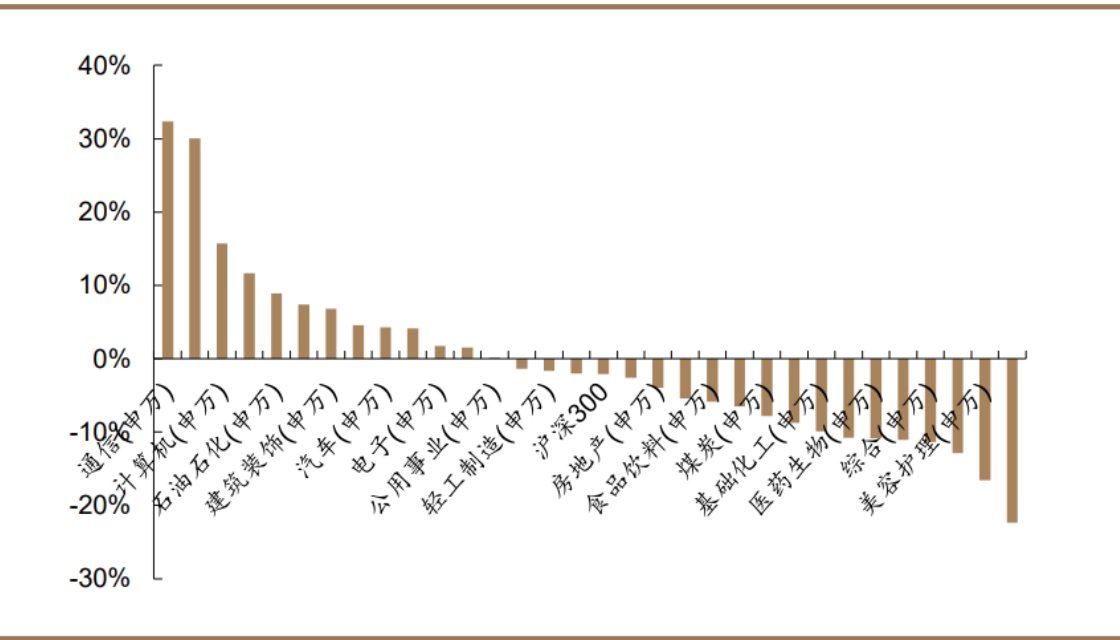
2023 年轻工制造行业 23 年中总结：周期筑底_复苏在途；黎明将至_坚守价值

1. 轻工制造行业中报总览

1.1. 行情回顾

上半年轻工指数总体下跌，走势前高后低。23 年 1 月 1 日至 23 年 8 月 29 日，上证综指上升 1.51%，深证成指下跌 5.09%，创业板指下跌 9.74%。分行业来看，申万轻工制造指数下跌 1.68%，相较沪深 300 指数+0.43pct，在 31 个申万一级行业指数中排名 15。其中，受益于影响消散及消费复苏预期，1 月-3 月轻工板块涨幅较好，跑赢沪深 300。随后受消费复苏进度不及预期，地产景气下行以及造纸周期底部承压等因素影响，轻工指数走势总体较为低迷。

图 1：23 年 1 月 1 日至 8 月 29 日申万一级行业涨跌幅



分细分板块：地产政策刺激家居板块估值修复，文娱造纸板块整体承压。23 年 1 月 1 日至 23 年 8 月 29 日，以申万行业分类为口径，23 年 1 月 1 日至 23 年 8 月 29 日，家居用品上升 17.12%，包装印刷板块上升 1.98%，文娱用品下跌 21.02%，造纸板块下跌 7.15%。其中，上半年地产竣工数据复苏较好，房地产利好政策频出驱动家居板块估值修复，家居在各轻工细分子行业中走势最好。

分季度来看：轻工制造板块 23 年 Q1 表现较好，Q2 除包装板块外均承压下行。23Q1 轻工制造板块累计上升 3.78%，同期沪深 300 累计上升 4.63%。除文娱板块外，轻工行业子版块方面均有所上涨。23Q2 轻工制造板块累计下跌 1.83%，同期沪深 300 累计下跌

0.75%，轻工行业整体表现弱于市场，家居用品、造纸、文娱用品指数分别-2.87%、-2.56%、-8.88%，但包装印刷板块由于部分公司转型，股价表现较强，23Q2 上涨 3.96%。

个股表现来看，申万轻工分类下 157 只标的中，有 87 只在 23 年 1 月 1 日到 23 年 8 月 29 日收获正收益，有 95 只跑赢轻工指数，95 只跑赢沪深 300 指数。轻工板块涨幅前 20 的标的市值均值为 52.67 亿元，鸿博股份、松炆资源、嘉益股份等公司涨幅居前，23 年 1 月 1 日至 8 月 29 日分别累计上涨 487.07%、58.68%、52.21%。16 家市值过百亿的轻工公司中有 10 只跑赢轻工指数，同样也有 10 只跑赢沪深 300 指数。

1.2. 业绩表现

23H1 轻工行业营收总体承压，Q2 相比 Q1 边际向好。23 年上半年，国内消费复苏较弱，海外通胀压力下库存高企，轻工行业业绩总体承压。23 年 H1 申万轻工制造业行业总营收为 2787.93 亿元，同比下降 5.80%；归母净利润 148.17 亿元，同比下降 11.75%。23Q2 申万轻工制造业总营收为 1504.73 亿元，同比下降 3.47%，环比提升 17.26%；归母净利润 96.50 亿元，同比下降 1.01%，环比提升 86.74%，在营收和净利润方面已有明显改善。

各子行业表现分化，23H1 家居文娱包装板块业绩企稳复苏，造纸持续承压。按照申万行业分类口径，23H1

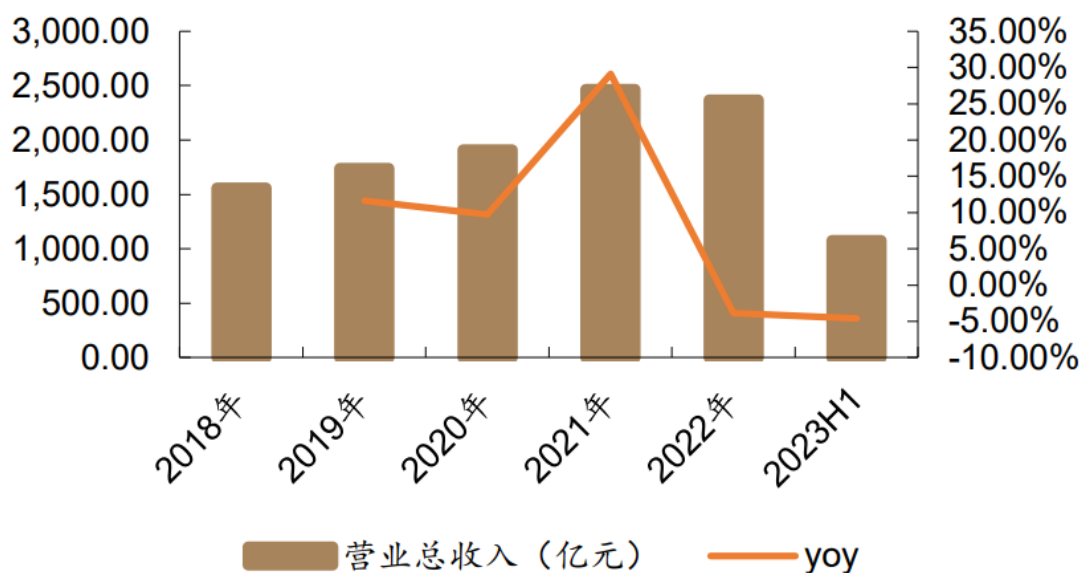
造纸、包装印刷、家居用品、文娱用品营收分别同比-9.53%、-5.81%、-4.69%、5.45%，归母净利润分别同比-78.03%、-0.78%、21.03%、-1.28%。文娱和包装板块业绩基本企稳，毛利率和净利率均有所改善。而造纸板块业绩持续承压，尽管 23 年以来浆价已呈下行趋势，但高价浆库存等因素导致造纸行业上半年原材料成本仍处于高位，毛利率和净利率均有较大下滑。

2. 家居：定制板块表现亮眼，软体板块仍待修复

2.1. 业绩总结：H1 板块营收略有下滑，盈利能力提升明显

2023H1 家居板块营收略有下滑，盈利能力提升明显。我们对申万二级分类家居用品板块的 66 家 A 股家居公司的业绩进行分析。2023 年上半年，66 家家居用品公司合计实现营业收入 1074.55 亿元，同比-4.60%；合计实现归母净利润 93.07 亿元，同比+21.80%。分季度来看，2023Q1/Q2 分别合计实现营业收入 453.07/621.48 亿元，分别同比-11.03%/+0.71%；分别合计实现归母净利润 28.80/64.27 亿元，分别同比+13.27%/+26.06%。收入端，2023Q1 收入仍反应 2022Q4 的接单情况，影响仍持续体现；2023Q2 收入受 2023 年年初疫后消费复苏刺激，实现增长。利润端，2023Q1 和 Q2 在降本增效和减值负面影响消退的影响下，利润增速回正。

图 11：家居用品板块营业总收入及同比增长率



原材料成本回落下毛利率及归母净利率逐季提升。分季度来看，2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4/2023Q1/2023Q2 家居用品板块综合毛利率分别为 28.43%/30.08%/31.32%/30.87%/30.81%/33.20%，分别同比-3.11/-1.16/-0.05/+2.71/+2.38/+3.12pct，随着 2022 年下半年以来大宗原材料价格回落并趋于稳定，家居板块毛利率回升。

2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4/2023Q1/2023Q2 家居用品板块归母净利率分别为 4.99%/8.26%/8.93%/2.61%/6.36%/10.34%，分别同比-3.13/-1.62/+0.16/+2.15/+1.36/+2.08pct，归母净利率提升幅度低于毛利率提升幅度，主要系收入承压下规模效应未明显显现，部分费用未得到合理摊薄。2022Q1/2022Q2/2022Q3/2022Q4/2023Q1/2023Q2

家居用品板块期间费用率分别为 22.05%/18.40%/19.43%/22.20%/24.20%/19.03%，分别同比+0.63/-0.23/+0.35/+3.12/+2.15/+0.63pct，其中，销售费用率和管理费用率的提升较为明显。

各板块盈利能力大多逐季提升，瓷砖地板板块提升幅度较大。分季度来看，随着 2022 年下半年以来大宗原材料价格回落并趋于稳定，家居板块毛利率回升；归母净利率提升幅度低于毛利率提升幅度，主要系收入承压下规模效应未明显显现，部分费用未得到合理摊薄。2023Q2，瓷砖地板/成品家居/定制家居/卫浴制品/其他家居用品单季度毛利率分别为 29.37%/33.90%/33.45%/27.01%/33.29%，分别同比 +6.28/4.72/0.64/-0.53/2.51，环比 +5.79/+0.64/+4.20/+0.93/+2.70pct；瓷砖地板/成品家居/定制家居/卫浴制品/其他家居用品单季度归母净利率分别为 10.81%/7.72%/11.23%/8.04%/14.97%，分别同比 +10.39/+0.60/1.39/-0.81/-0.39pct，分别环比 +11.55/+1.09/+8.07/+5.55/-1.14pct。

定制家居企业业绩增长亮眼，软体家居企业业绩分化。定制家居企业欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌厨柜 2023Q2 营收同比增速分别为+13.05%/+5.63%/+17.11%/+8.05%，归母净

利润同比增速分别为+28.10%/+32.93%/+20.01%/-29.86%，销售净利率分别为

15.58%/13.94%/8.55%/4.61%，同比变动+1.80/+2.78/+0.21/-2.53pct。软体家居企业慕思股份/喜临门/梦百合/匠心家居 2023Q2 营收同比增速分别为-4.32%/+6.20%/-1.95%/+61.74%，归母净利润同比增速分别为+37.99%/-3.06%/+52.99%/+22.10%，销售净利率分别为17.64%/6.98%/4.47%/24.08%，同比变动+5.51/-0.90/+1.61/-7.82pct。

2.2. 定制：Q2 业绩稳步兑现，整家整装为持续发力方向

Q2 业绩兑现，头部企业增速领先行业。2023H1，欧派家居/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居/尚品宅配/皮阿诺/好莱客/我乐家居 8 家定制家居公司的营业总收入同比增速分别为+1.55%/-0.78%/+5.28%/+13.04%/-10.16%/-0.70%/-30.32%/+3.53%；归母净利润同比增速分别为+11.22%/+21.31%/-17.42%/+13.66%/+37.48%/-45.23%/-32.50%/+48.26%。2023Q2，欧派家居/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居/尚品宅配/皮阿诺/好莱客/我乐家居 8 家定制家居公司的营业总收入同比增速分别为+13.05%/+5.63%/+8.05%/+17.11%/+3.50%/+15.67%/-19.95%/+20.10%；归母净利润同比增速分别为+28.10%/+32.93%/-29.86%/+20.01%/+6599.05%/-10.80%/-13.96%/+97.78%。由于 Q1 经销商排单到工厂接单到最终出货

需要一定周期，大量 Q1 订单未最终确认收入而是转化为合同负债，随着 Q2 工厂出货、订单落

地，家居企业释放业绩，Q2 业绩大多实现正增长。其中，头部公司欧派家居、索菲亚、志邦家居和金牌厨柜在基本盘稳定的情况下，受益于配套品、木门、卫浴等 产品品类和零售渠道的增长，业绩增速领先行业。

品类：新兴品类贡献业绩增量，拓品类逻辑持续演绎。在主品类增速放缓后，定制家居头部公司都显现出新品类拓展趋势，在主品类实现稳健增长的基础上积极开辟新成长曲线，最大品类营收占比近年均呈现下降趋势。2023H1 欧派家居衣柜/索菲亚厨柜/金牌厨柜衣柜/志邦家居衣柜业务营业收入的同比增长率分别为+4.05%/-10.66%/+15.47%/+18.20%，对营业总收入增量的贡献率分别为 140.83%/- /74.64%/57.22%，除了索菲亚受到司米战略调整的影响，厨柜业务增速下滑之外，欧派家居/金牌厨柜/志邦家居新品类衣柜业务进一步为业绩增长贡献明显增量，在行业消费承压的背景下，品类开拓对于收入增速的拉动效果明显。

品类：衣柜仍为增量主要来源，木门及配套品增长潜力进一步凸显。2023H1，虽然年初家居消费短暂回暖，但整体上半年零售消费仍承压，叠加大宗渠道控制风险，欧派家居/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居的厨柜业务均出现不同程度下滑，营收分别同比下降 5.97%/10.66%/3.46%/1.28%，4 家平均同比下降 5.34%。衣柜业务成为增长主要来源，2023H1

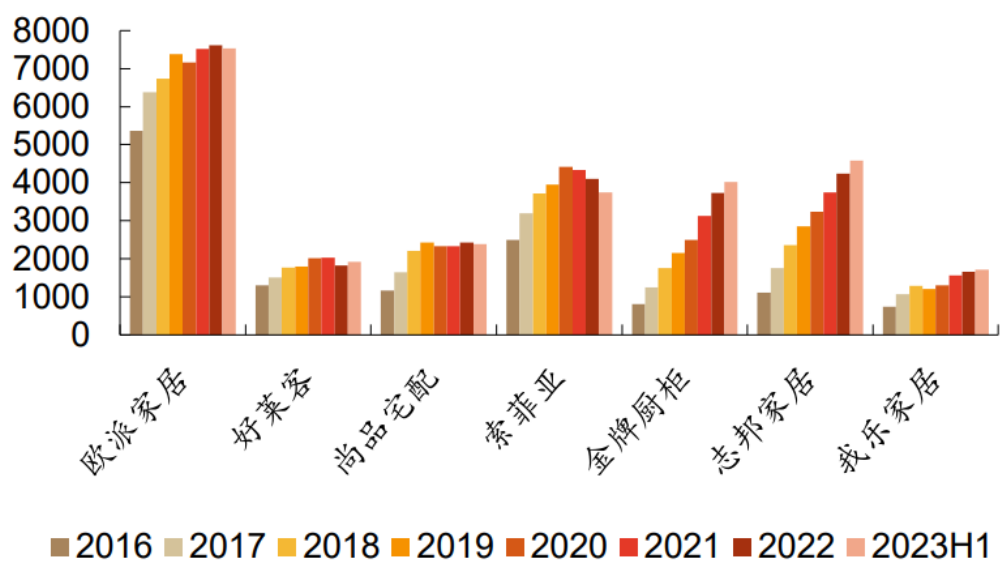
欧派家居/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居的衣柜业务营收 分别同比变化+4.05%/-1.02%/+15.47%/+18.20%，4 家平均同比增长 9.17%，从 厨柜向衣柜拓展的路径顺畅。除了衣柜品类之外，头部企业积极完善木门、卫浴、地板、家品、家电等全品类产品矩阵，持续推进整家大家居战略，更好地满足不同消费人群全品类一站式购物需求，2023H1 欧派家居/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居的 木门业务营收分别同比增长 6.71%/21.69%/76.55%/76.01%，4 家平均同比增长 45.24%。

渠道：零售端明显承压，大宗渠道有所修复。整体来看，地产销售整体萎靡，居民消费欲望下滑的大环境下，零售渠道和大宗渠道营收增速均呈现放缓趋势，2022 年四大定制家居头部企业直营渠道营收平均同比下降 10.89%，经销商渠道营收平均同比增长 2.85%，大宗渠道营收平均同比增长 6.57%。从贡献度来看，2023H1 欧派家居/金牌厨柜/志邦家居经销商渠道对营业总收入增量的贡献率分别为 -30.92%/65.00%/25.58%，大宗渠道对营业总收入增量的贡献率分别为 77.11%/49.32%/32.40%，经销商渠道营收增量贡献有所下滑，大宗渠道在保交付政策的推动下，修复明显。

渠道：头部公司逆势拓店，第二梯队净增显著。头部公司依旧维持拓店态势，截至 2023 年 6 月 30 日，欧派家居/索菲亚/金牌厨柜/志邦家居/好莱客/尚品宅配/

我乐家居的门店数量分别为7532/3743/4019/4577/1920/2385/1718家，相较2022年末新增门店数量分别为-83/-357/290/346/103/-46/61家，第一梯队公司欧派家居门店数量接近饱和，整体开店节奏放缓，索菲亚因司米战略调整，门店数量有所下滑，第二梯队金牌厨柜和志邦家居仍保持高速拓店态势，仍有较大拓店空间。

图 23：2016-2023H1 定制家居公司门店数量（家）



渠道：整装为大势所趋，各头部公司积极布局整装渠道。虽然零售端整体表现较为平淡，但近年来定制家居各头部企业纷纷开始拓展整装业务。2023年上半年，索菲亚在零售端负增长的情况下，整装渠道建设持续发力，实现营业收入同比增长89.34%；截至2023年6月底，公司直营整装事业部已

合作装企数量 184 个，覆盖全国 167 个城市及区域。2023 年上半年，志邦家居积极寻求全国核心区

域整装合作机会，实现整装渠道营收同比近 40% 的增长。整装主要提供一站式服务，涵盖设计、材料、软装、定制、安装等全套服务，为消费者免除在设计、材料、施工等环节所耗费的大量时间和精力，相较大宗业务在应收账款以及现金流等方面具备极大优势，在便利消费者的同时也为自身提供更大的议价空间，目前整装市场尚处于初始阶段，我们看好整装龙头后续在抢夺流量入口带来客单价的提升以及获客成本的降低。

2.3. 软体：Q2 业绩改善明显，等待内外需进一步修复

Q2 业绩较 Q1 有较大改善，各软体公司之间分化明显。2023H1，顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份/匠心家居 5 家软体家居公司的营业总收入同比增速分别为 -1.53%/-11.82%/+5.53%/-12.81%/+20.86%；归母净利润同比增速分别为 +3.67%/+16.68%/+1.20%/+15.31%/+16.62%。2023Q2，顾家家居/梦百合/喜临门/慕思股份/匠心家居 5 家软体家居公司的营业总收入同比增速分别为 +10.02%/-1.95%/+6.20%/-4.32%/+61.74%，归母净利润同比增速分别为 +16.94%/+52.99%/-3.06%/+37.99%/+22.10%。国内外需求修复下，软体企业 Q2 业绩较 Q1 有较大改善，其中，匠心家居和顾家家居表现优异。

品类：核心产品稳固业绩基本盘，品类融合持续推进。

2023H1 敏华控股/顾家家居/梦百合/匠心家居营业收入分别为

152.36（2022Q1-2023Q1）/88.78/36.01/9.45 亿元，分别同比-12.76%/-1.53%/-11.82%/+20.86%，2023H1 国内外需求疲软依旧，软体家居公司整体业绩增速下滑，核心品类稳固业绩，并积极完善产品矩阵。顾家家居“全品类、多品牌”产品矩阵实现一体化整家运营，2023H1 沙发/床类产品/集成产品/定制/红木家具分别实现营业收入 43.26/19.16/15.35/4.19/3.93/0.24 亿元，同比-8.13%/+11.20%/+5.21%/+1.95%/+11.02%/-40.00%，三大高潜品类沙发、床类、定制业务为业绩稳定提供基本盘。匠心家居积极推动自有品牌建设，于 7 月拉斯展会正式开始使用全新的品牌设计（Logo）和广告语，邀请美国专业公司拍摄展厅及产品视频并开始在美国的社交平台上进行宣传；拉斯展会公司正式启用了 Moto 自主设计的销售及服务平台，2023H1 公司智能电动沙发/智能电动床/配件/其他分别实现营业收入 6.90/1.45/0.94/0.17 亿元，分别同比变动+34.28%/-5.67%/-2.20%/-10.69%。

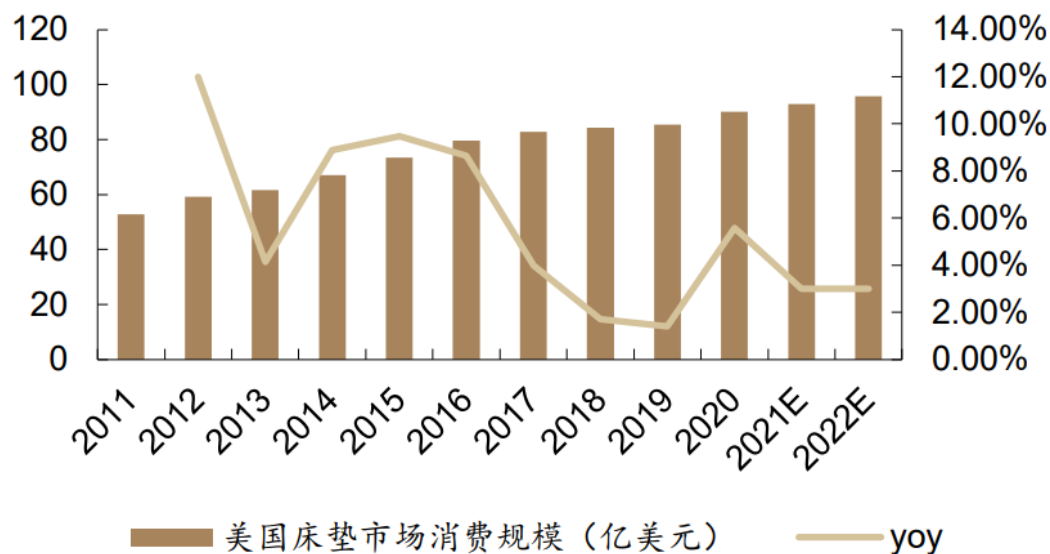
内销：龙头企业拓店趋势不改，重视新兴渠道建设。线下门店方面，截至 2022 年末，敏华控股/顾家家居/喜临门/梦百合的门店数量分别为 6230/6743/5273/1453 家，相较 2021 年末新增门店数量分别为 861/287/778/232 家，不稳定形势之

下各头部企业仍保持拓店步伐。各软体家居企业重视线上新兴渠道拓展，

顾家家居电商制定天猫&京东&抖音三大主渠道的突破计划，在达播、代播等渠道布局上进一步拓宽，成功上线商品运营平台，完成各品类数据治理，报表线上化，天禧派新零售工作探索初步见效。喜临门 618 活动中表现突出，软床、沙发等销售实现大幅增长；床垫类在深耕主力客群的同时着手探索高端市场，销量连续蝉联各大平台床垫类目第一；重点布局抖音、小红书、B 站等新消费平台，搭建种草媒体效果评估体系，2023H1 平台转化效率明显提升，数字化转型建设初见成效。

内销：对标欧美，软体家居长期国内成长空间巨大。根据 CSIL 数据，在市场规模方面，2022 年美国床垫市场消费规模预计为 95.68 亿美元，中国床垫市场消费规模预计为 90.60 亿美元。在渗透率方面，国内床垫普及率仅 60%左右，而欧美等发达国家床垫普及率均达到 85%以上，随着城镇化水平、居民收入水平的不断提升，国内床垫普及率提升空间较大，床垫市场规模有望进一步扩大。

图 27：2011-2022E 美国床垫市场消费规模及同比增速



外销：海外需求疲软，海外业务营收大多负增长。受美国经济下行、通货膨胀和刺激性补贴不再发放的影响，美国市场需求承压，加上渠道高库存状况，2023年上半年出口订单需求依旧疲软。2023H1 敏华控股（2022Q1-2023Q1）/顾家家居/梦百合/匠心家居海外业务营收分别同比-18.88%/-5.84%/-15.81%/+20.36%，除匠心家居外，大多软体家居企业海外业务营收负增长，匠心家居受益于自有品牌及新客户开拓，营收增速领先于同业竞争对手。根据匠心家居公司公告，从4月高点展会至8月底，公司一共获得了15个全新客户，都是零售商，其中3个新客户属于“2023年全美排名前100位家具零售商”；公司全新高端系列产品 MotoLiving

的推进卓有成效，已经有 9 个客户订购了 MotoLiving 系列产品，在美国的零售价将达到 5,000-6,000 美元/组合。

3. 造纸：Q2 周期筑底，业绩有望逐季回暖

投资分析：23 年以来浆价下落超预期，需求旺季纸价逐步复苏，预计 Q2 业绩筑底逐季回升，关注行业被动去库存阶段的底部布局机会。按照库存周期的演绎逻辑，我们认为伴随浆价下行，目前行业已进入主动去库存阶段，明年行业预计开始被动去库，复苏在途。文化纸挺价优秀盈利有望率先复苏，白卡纸企涨价意愿强烈，在上行周期盈利弹性大。此外，浆价大幅下行，特种纸板块也有望迎来业绩释放。

业绩回顾：23H1 造纸板块总体承压，Q2 盈利边际回暖。2023 年 H1 造纸板块营收 901.83 亿元，同比下降 9.59%；归母净利润 9.59 亿元，同比下降 78.78%；23Q2 造纸板块营收 459.41 亿元，同比下降 11.14%，环比上升 3.84%；归母净利润 8.83 亿元，同比下降 61.56%，环比上升 1059.31%。23 年以来纸浆原材料价格下行，国内需求弱复苏纸价承压，按照库存周期的演绎逻辑，我们认为目前行业处于主动去库存阶段，23H1 周期筑底业绩总体承压。23 年浆价超预期下落，由于运输库存等原因，成本改善滞后反映，23Q2 盈利弹性部分释放，相比 23Q1 利润边际回暖。

细分板块：23 年以来盈利逐季向好，23Q2 大宗纸盈利修复斜率较高。分季度来看，造纸行业毛利率与净利率在 22Q2 到达高点后，连续两个季度快速下行，并于 23Q1 开始企稳回升，23 年以来毛利率和净利率均逐季向好。23Q2 大宗纸、特种纸的毛利率分别为 10.97%、9.62%，净利率分别为 1.62%、1.67%。而特种纸议价能力较强，净利率波动较小。而大宗纸受周期影响较大，22Q4 和 23Q1 净利率承压显著，随着浆价下落盈利弹性已得到部分释放。

从库存周期视角来看，22 年年末以来造纸行业已进入主动去库存阶段。我们将库存周期分成 4 个阶段，分别是被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。我们判断 22 年 12 月造纸行业已进入主动去库存阶段，需求持续收缩，企业减少产能，原材料和产成品库存均同比下行，原材料和成品纸纸价均出现下降，纸企盈利下行后逐步企稳。按照库存周期的演绎逻辑，每个阶段运行时间在 10-14 个月，明年行业预计开始被动去库，复苏在途，主要特征为，经济开启回暖，需求明显复苏，但生产端存在一定滞后，原材料库存持平或者上涨，产成品库存下降；原材料价格下降，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象。

浆价：23 年以来浆价超预期下落，近期纸浆价格筑底小幅上行。由由于供给面持续宽松和需求面弱复苏，23

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/206022103010010142>