

## 正文目录

1. 轻工整体：收入增长稳健，利润修复明显	4
2. 家居：营收韧性较强，智能家居业绩优异	6
3. 造纸：收入同比维稳，盈利能力得到修复	9
4. 包装：需求环比改善，金属包装盈利提升	13
5. 文娱用品：收入持续增长，利润维持稳健	15
6. 出口链：公司业绩分化，景气度有望延续	18
7. 投资建议：维持“强于大市”评级	21
8. 风险提示	22

## 图表目录

图表 1：2024Q1/2023A 轻工收入 yoy+8.17%/-2.62%	5
图表 2：2024Q1 家居、造纸及包装收入增速环比转正	5
图表 3：轻工板块毛利率 2024Q1 同比+2.24pct	5
图表 4：2024Q1 轻工期间费用率同比-0.25pct	5
图表 5：2024Q1&2023A 轻工期间费率分别同比-0.25pct/+1.07pct	5
图表 6：2024Q1/2023A 归母净利润 yoy+52.75%/20.60%	6
图表 7：2024Q1 轻工归母净利率同比+1.64pct 至 5.62%	6
图表 8：2024Q1 轻工各板块毛利率均有所改善	6
图表 9：2023A 轻工经营现金流优异，合同负债同比增长，存货同比下降	6
图表 10：2024Q1/2023A 家居收入 yoy+14.25%/+3.37%	7
图表 11：2024Q1&2023A 家居分公司营收情况(亿元)	7
图表 12：2024Q1/2023A 家居毛利率为 30.74%/32.23%	8
图表 13：2024Q1 家居期间费率同比-0.64pct 至 23.61%	8
图表 14：2024Q1&2023A 家居板块分公司费用率变动情况	8
图表 15：2024Q1 家居归母净利润同比+13.78%	8
图表 16：2024Q1 家居归母净利率同比-0.03pct	8
图表 17：2024Q1&2023A 家居毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况	9
图表 18：2024Q1&2023A 家居主要公司现金流、合同负债及存货变动情况	9
图表 19：2024Q1/2023A 造纸收入 yoy+4.24%/-6.44%	11
图表 20：2024Q1/2023A 造纸主要公司主营及增长情况	11
图表 21：2024Q1 造纸板块毛利率同比+4.19pct	11
图表 22：2024Q1 造纸板块期间费用率同比-0.54pct	11
图表 23：2024Q1&2023A 造纸板块期间费率分别同比-0.54pct/+0.59pct	11
图表 24：2024Q1 造纸归母净利润同比+2824.11%	12
图表 25：2024Q1 造纸归母净利率同比+1.64pct	12
图表 26：2024Q1&2023A 造纸公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况	12
图表 27：2024Q1&2023A 造纸主要公司现金流、合同负债及存货变动情况	12
图表 28：2024Q1/2023A 包装板块收入+4.04%/-5.24%	13
图表 29：2024Q1 包装板块公司主营及增长情况(亿元)	13
图表 30：2024Q1 包装板块毛利率+0.67pct 至 18.93%	14
图表 31：2024Q1 包装板块期间费率-0.49pct 至 11.67%	14
图表 32：2024Q1&2023A 包装板块上市公司费用率变动情况	14
图表 33：2024Q1 包装板块归母净利润同比+6.80%	14
图表 34：2024Q1 包装板块归母净利率同比+0.14pct	14
图表 35：2024Q1&2023A 包装公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况	15
图表 36：2024Q1&2023A 包装板块上市公司现金流、合同负债及存货变动情况	15

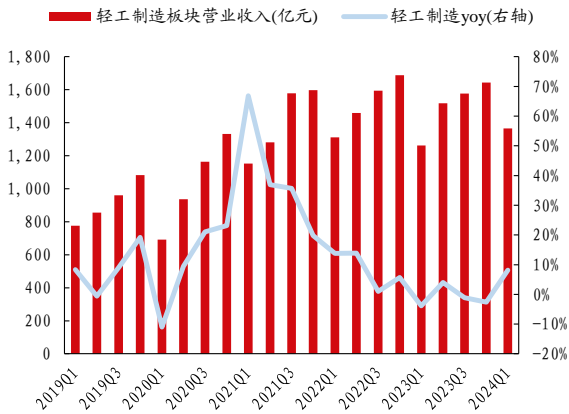
图表 37:	2024Q1/2023A 文娱用品收入+9.71%/+14.00%.....	16
图表 38:	2024Q1 文娱用品公司主营及增长情况(亿元).....	16
图表 39:	2024Q1 文娱用品毛利率+0.57pct 至 21.00%.....	16
图表 40:	2024Q1 文娱用品期间费率+0.09pct 至 13.58%.....	16
图表 41:	2024Q1&2023A 文娱用品板块上市公司费用率变动情况.....	17
图表 42:	2024Q1 文娱用品归母净利润同比+1.91%.....	17
图表 43:	2024Q1 文娱用品归母净利率同比-0.45pct.....	17
图表 44:	2024Q1&2023A 文娱用品公司毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况.....	17
图表 45:	2024Q1&2023A 文娱用品公司现金流、合同负债及存货变动情况.....	18
图表 46:	2024Q1 轻工出口链收入 yoy+21.65%.....	19
图表 47:	2024Q1 轻工出口链公司毛利率变化情况.....	19
图表 48:	2024Q1&2023A 出口链主要公司主营及增长情况(亿元).....	19
图表 49:	2022.01-2024.03 分国家及地区出口金额当月同比一览.....	20
图表 50:	2024Q1 轻工出口链期间费率同比-2.31pct.....	20
图表 51:	2024Q1 轻工出口链归母净利润同比+1.06%.....	20
图表 52:	2024Q1&2023A 出口链分公司费用率变动情况.....	20
图表 53:	2024Q1&2023A 出口链分公司毛利率、归母净利润及盈利变动情况.....	21
图表 54:	2024Q1&2023A 出口链分公司现金流、合同负债及存货变动情况.....	21

## 1. 轻工整体：收入增长稳健，利润修复明显

2024Q1 轻工制造板块收入同比+8.17%提升至 1364.70 亿元，2023A 同比-0.89%至 5999.51 亿元。2024Q1 归母净利润同比+52.75%至 76.75 亿元，2023A 同比+20.60%至 304.88 亿元。其中 2024Q1 家居、造纸和包装收入增速均环比由负转正，文娱用品则持续维持增长。原材料成本下行及海运费缓解带动毛利率提升，2024Q1 汇兑收益及降本增效措施正面贡献公司利润，期间费率同比-0.25pct，因此归母净利润提升显著。预计红海事件对出口公司海运费或将造成一定影响，同时原材料成本回升使得成本红利有所衰减，但公司降本增效结果有望持续至 2024 年 Q2，优质出口企业有望延续高增，轻工整体业绩有望保持稳健增长。

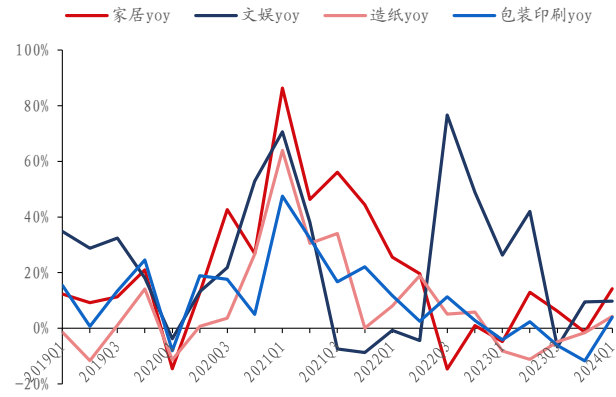
- **内销稳健，外销景气度高，不同赛道公司业绩分化。**分品类来看：1) 2023A 轻工板块收入维稳，同比-0.89%至 5999.51 亿元，其中家居内销在地产承压背景下保持较强韧性，海外订单需求修复叠加跨境电商高速发展，外销景气度增强，并延续至 2024Q1，2024Q1 家居板块收入同比+14.25%；2) 造纸和包装板块 2023 年收入有所下行，分别同比-6.44%/-5.24%，2024Q1 收入增速转正，同比+4.24%/+4.04%，其中纸浆价格触底反弹在成本端对纸价形成支撑，部分纸种延续涨价态势，包装下游需求受冷影响订单量，2024 年三片罐订单得到边际改善；3) 文娱用品收入持续增长，2023A/2024Q1 收入同比+14.00%/+9.71%，国牌份额提升、业务多元化发展，收入持续稳健增长。
- **盈利修复明显，业绩双位数增长。**行业β层面，原材料成本下行及海运费缓解带动毛利率提升，2023A/2024Q1 轻工板块毛利率+1.48%/2.24pct，汇兑收益正面贡献业绩，2023A/2024Q1 归母净利润分别同比+20.60%/+52.75%，归母净利率+0.91pct/+1.64pct。公司个体层面，降本增效措施有效降低 2024Q1 期间费率，同比-0.25pct，同时地产链减值压力逐步释放，整装业务及智能家居等品类带来公司收入结构改善，前期浆价高位回落，成本端修复明显，2024Q1 浆价有所上行但仍低于去年同期水平，包装板块毛利率高的三片罐订单也逐步修复。
- **展望未来，竣工端承压下内销具有一定压力，整装等渠道仍是家装主要趋势，新兴市场增量及发达经济体需求回暖背景下，预计 2024Q2 外销有望维持较高景气度；**纸浆价格触底反弹在成本端对纸价形成支撑，部分纸种延续涨价态势，文化纸品类相对刚需，后续有望维持稳定盈利；包装需求环比改善，纸包装龙头裕同科技烟包、环保包装业务持续增长，中粮包装收购事件有望在未来加速行业整合，提升金属包装行业溢价能力；文娱品类关注细分行业龙头公司的份额提升及业务多元化发展。

图表1: 2024Q1/2023A 轻工收入 yoy+8.17%/-2.62%



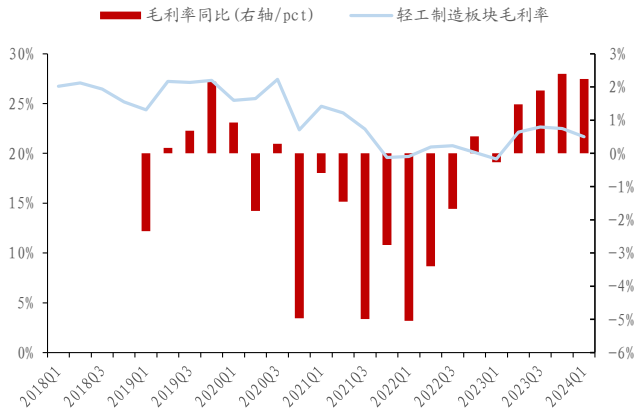
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: 2024Q1 家居、造纸及包装收入增速环比转正



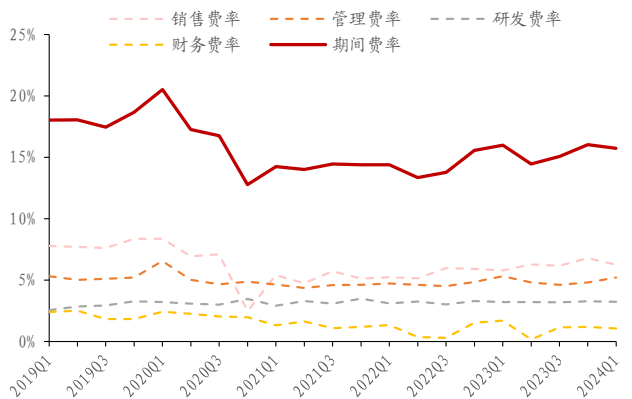
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: 轻工板块毛利率 2024Q1 同比+2.24pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 2024Q1 轻工期间费用率同比-0.25pct



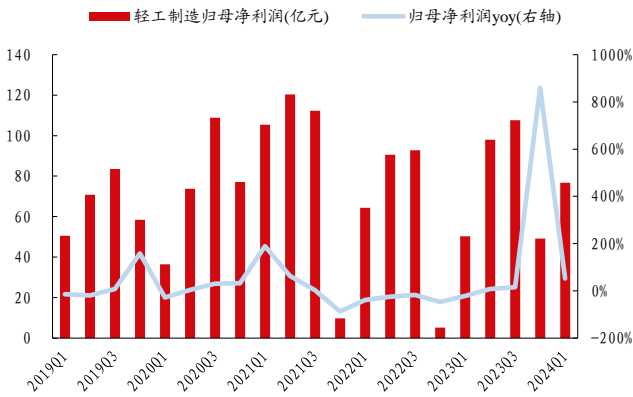
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 2024Q1&2023A 轻工期间费率分别同比-0.25pct/+1.07pct

	2024Q1										2023A									
	费用率					同比变动					费用率					同比变动				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
家居	13.11%	6.73%	3.48%	0.29%	<b>23.61%</b>	0.52	(0.14)	(0.05)	(0.97)	(0.64)	12.32%	5.81%	3.43%	0.23%	<b>21.79%</b>	0.93	0.06	(0.01)	0.26	<b>1.24</b>
造纸	0.78%	3.11%	3.71%	2.50%	<b>10.10%</b>	(0.10)	(0.48)	0.24	(0.21)	(0.54)	0.85%	3.18%	3.65%	2.55%	<b>10.23%</b>	0.11	0.09	0.16	0.24	<b>0.59</b>
包装印刷	2.33%	5.95%	2.66%	0.72%	<b>11.67%</b>	0.06	0.15	(0.07)	(0.62)	(0.49)	2.43%	5.81%	2.78%	0.82%	<b>11.84%</b>	0.19	0.56	0.13	0.03	<b>0.91</b>
文娱	7.41%	4.98%	1.68%	-0.48%	<b>13.58%</b>	0.79	0.17	(0.24)	(0.63)	<b>0.09</b>	6.79%	4.41%	1.62%	-0.44%	<b>12.37%</b>	0.17	(0.19)	(0.10)	0.19	<b>0.08</b>
合计	<b>6.24%</b>	<b>5.20%</b>	<b>3.23%</b>	<b>1.06%</b>	<b>15.73%</b>	<b>0.47</b>	<b>(0.12)</b>	<b>0.03</b>	<b>(0.63)</b>	<b>(0.25)</b>	<b>6.27%</b>	<b>4.86%</b>	<b>3.21%</b>	<b>1.02%</b>	<b>15.36%</b>	<b>0.69</b>	<b>0.19</b>	<b>0.05</b>	<b>0.14</b>	<b>1.07</b>

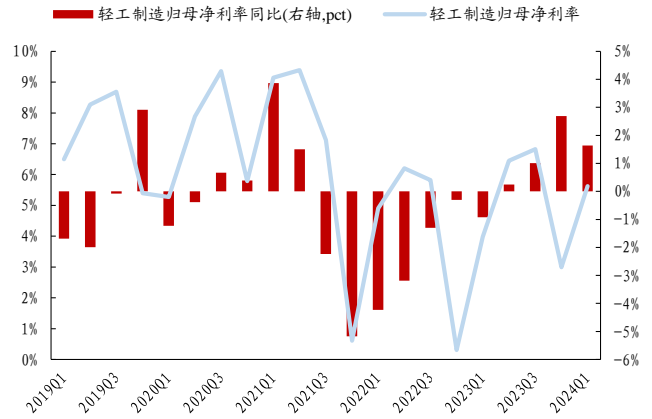
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 2024Q1/2023A 归母净利润 yoy+52.75%/20.60%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 2024Q1 轻工归母净利润率同比+1.64pct 至 5.62%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8: 2024Q1 轻工各板块毛利率均有所改善

	毛利率				归母净利润(亿元)				归母净利率			
	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比
家居	30.74%	0.79%	32.23%	2.74%	31.87	13.78%	182.74	25.48%	6.31%	-0.03%	7.61%	1.34%
造纸	13.52%	4.19%	11.16%	-0.81%	22.28	2824.11%	42.65	6.52%	4.84%	4.67%	2.26%	0.27%
包装印刷	18.93%	0.67%	18.92%	1.8%	15.70	6.80%	53.20	14.02%	5.59%	0.14%	4.48%	0.76%
文娱	21.00%	0.57%	18.88%	-0.59%	6.90	1.91%	26.28	28.37%	5.83%	-0.45%	5.06%	0.57%
合计	21.66%	2.24%	21.80%	1.48%	76.75	52.75%	304.88	20.60%	5.62%	1.64%	5.08%	0.91%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表9: 2023A 轻工经营现金流优异, 合同负债同比增长, 存货同比下降

	经营活动现金流净额(亿元)				合同负债(亿元)				存货(亿元)			
	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比
家居	-19.97	-	410.70	52.86%	109.24	-9.29%	116.33	15.09%	374.46	1.63%	376.04	-3.96%
造纸	13.69	-36.98%	212.58	63.62%	51.88	-8.03%	50.38	0.74%	337.21	-5.97%	319.15	-10.48%
包装印刷	14.98	-3.69%	155.48	20.34%	38.00	127.65%	34.23	80.17%	210.03	-2.36%	211.97	-4.97%
文娱	-3.24	-	55.23	74.95%	8.38	54.23%	6.16	5.64%	68.17	2.57%	66.47	1.89%
合计	5.46	-92.50%	833.99	49.10%	207.50	4.29%	207.10	17.73%	989.86	-1.86%	973.63	-6.05%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 家居: 营收韧性较强, 智能家居业绩优异

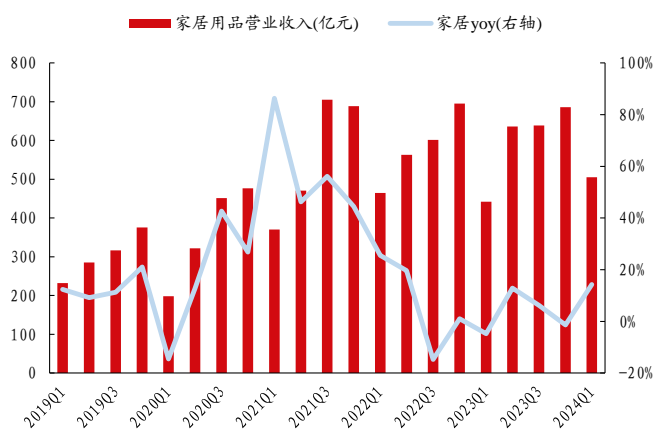
2024Q1 家居板块收入同比+14.25%至 505.32 亿, 2023A 同比+3.37%至 2402.60 亿; 2024Q1 归母净利润同比+13.78%至 31.87 亿, 2023A 同比+25.48%至 182.74 亿。

- 地产承压背景下传统家居营收仍维持较强韧性, 主要系企业逐渐向多元化发展, 并通过整装或门店融合等形式带动客单价提升, 同时外销订单修复贡献增量。头部家居企业 2023 年收入维持在 0-15% 增长区间, 细分板块下智能卫浴标的收入

情况好于软体和定制,外销优于内销。2024年春节推迟叠加2023Q1低基数影响,2024Q1营收同比表现优于2023全年,整体家居板块营收同比+14.25%;

- 原材料下行带动家居毛利率稳中有升,2023A毛利率同比+2.74pct提升至32.23%,2024Q1毛利率同比+0.79pct提升至30.74%。不同板块毛利变动有所分化,其中受智能卫浴、智能晾衣架等品类收入占比提升、结构改善影响,瑞尔特、好太太等企业毛利率提升较为明显;顾家、慕思、喜临门等软体家居企业通过优化渠道结构,毛利率也有所上行;竣工端下滑带来的影响在部分定制企业中体现,2024Q1尚品宅配、江山欧派及森鹰窗业等公司毛利率和归母净利润同比承压,欧派、索菲亚则受去年客户需求疲软导致的低基数影响,2024Q1利润同比双位数增长;
- 家居企业近年来不断优化收入结构,房地产相关大宗业务占比逐渐减少,合同负债下降明显,存货整体维持稳定,2023A经营活动现金流净额增长明显,同比+52.86%,2024Q1则同比由正转负。
- 展望未来,整装和融合大店仍然是传统家居行业趋势,品类多元化、套系化发展是家装行业提升客单价、带动业绩增长的主要驱动力。新开工端和竣工端承压背景下,存量房改善未来或将成为家装主要增量,近期广州等地方政府、美凯龙京东等卖场及索菲亚等企业率先开始推行以旧换新补贴优惠政策,提振家装更新需求,其中智能家居产品有望迎来消费、产业双升级,家居行业估值有望逐步修复。

图表10: 2024Q1/2023A 家居收入 yoy+14.25%/+3.37%



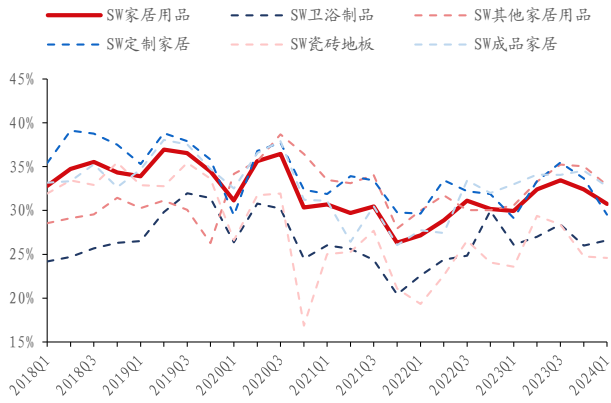
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表11: 2024Q1&2023A 家居分公司营收情况(亿元)

	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	2022A	同比
<b>定制家居</b>						
欧派家居	36.21	35.70	1.43%	227.82	224.80	1.35%
索菲亚	21.11	18.05	16.98%	116.66	112.23	3.95%
金牌厨柜	6.41	5.75	11.45%	36.45	35.53	2.59%
志邦家居	8.20	8.06	1.77%	61.16	53.89	13.50%
尚品宅配	7.76	8.09	-3.98%	49.00	53.14	-7.80%
江山欧派	6.26	6.82	-8.17%	37.38	32.09	16.49%
森鹰窗业	0.89	0.86	3.22%	9.40	8.87	5.94%
好莱客	4.03	3.48	15.86%	22.65	28.23	-19.78%
<b>软体家居</b>						
顾家家居	43.50	39.54	10.04%	192.12	180.10	6.67%
慕思股份	12.01	9.57	25.50%	55.79	58.13	-4.03%
喜临门	17.61	14.67	20.02%	86.78	78.39	10.71%
梦百合	18.19	16.99	7.08%	79.76	80.17	-0.52%
<b>智能卫浴</b>						
箭牌家居	11.35	11.10	2.26%	76.48	75.13	1.79%
瑞尔特	5.23	3.96	32.30%	21.84	19.60	11.47%
好太太	2.92	2.76	5.73%	16.88	13.82	22.16%
惠达卫浴	6.89	6.46	6.63%	36.04	34.19	5.38%
奥普家居	3.81	3.47	10.06%	19.96	18.80	6.17%
<b>家居合计</b>	<b>505.32</b>	<b>442.30</b>	<b>14.25%</b>	<b>2402.60</b>	<b>2324.34</b>	<b>3.37%</b>

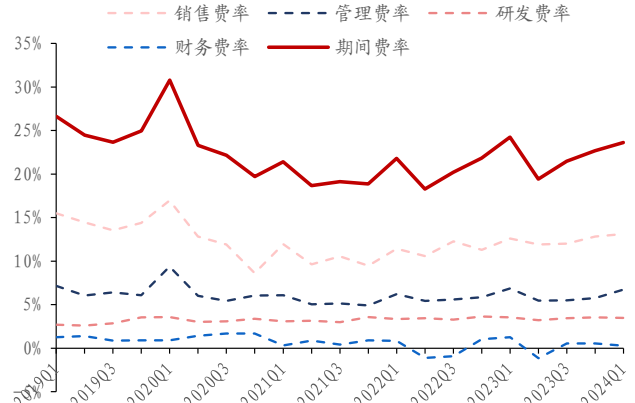
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 2024Q1/2023A 家居毛利率为 30.74%/32.23%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 2024Q1 家居期间费率同比-0.64pct 至 23.61%



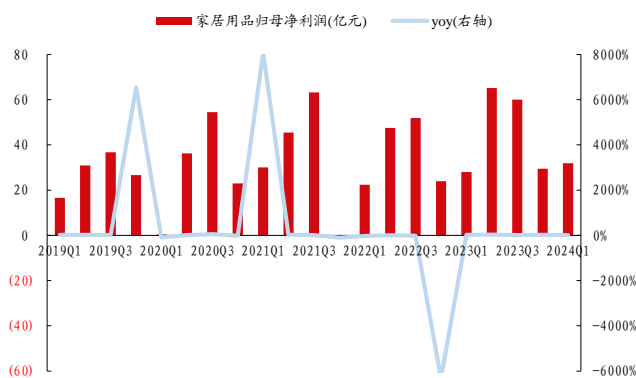
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 2024Q1&2023A 家居板块分公司费用率变动情况

	2024Q1					同比变动(pct)					2023A					同比变动(pct)									
	费用率					销售	管理	研发	财务	期间	费用率					销售	管理	研发	财务	期间					
	销售	管理	研发	财务	期间						销售	管理	研发	财务	期间						销售	管理	研发	财务	期间
定制家居																									
欧派家居	11.59%	8.20%	6.21%	-1.55%	24.44%	1.84	(0.49)	0.97	0.50	2.83	8.70%	6.15%	4.94%	-1.35%	18.44%	1.23	0.21	(0.05)	(0.25)	1.14	(0.28)	(0.16)	0.35	(0.16)	(0.25)
索菲亚	10.14%	8.01%	4.14%	0.01%	22.30%	(1.13)	(0.93)	(0.24)	(1.13)	(3.43)	9.66%	6.60%	3.54%	0.46%	20.25%	(0.89)	(0.15)	0.03	0.20	(0.81)	(0.11)	(0.03)	0.57	0.13	0.56
金牌橱柜	13.29%	6.27%	5.34%	0.27%	25.17%	(1.25)	(0.32)	(0.47)	0.59	(1.44)	12.03%	4.67%	6.20%	-0.09%	22.81%	(0.89)	(0.15)	0.03	0.20	(0.81)	(0.89)	(0.15)	0.03	0.20	(0.81)
志邦家居	18.79%	8.99%	6.90%	-0.52%	34.17%	1.24	1.63	0.52	(0.45)	2.93	14.55%	4.82%	5.21%	-0.14%	24.43%	(0.89)	(0.15)	0.03	0.20	(0.81)	(0.89)	(0.15)	0.03	0.20	(0.81)
尚品宅配	26.36%	9.07%	5.80%	-0.01%	41.22%	(4.31)	0.36	1.11	(1.89)	(4.74)	22.06%	6.25%	3.55%	0.97%	32.83%	(1.59)	0.41	0.40	(0.29)	(1.07)	(1.59)	0.41	0.40	(0.29)	(1.07)
江山欧派	8.17%	2.91%	2.59%	0.42%	14.09%	0.99	0.21	(0.79)	(0.06)	0.35	7.47%	2.57%	3.39%	0.40%	13.82%	(1.91)	(0.36)	(0.46)	0.04	(2.69)	(1.91)	(0.36)	(0.46)	0.04	(2.69)
康晨智业	14.78%	12.45%	7.60%	-4.47%	30.36%	1.70	1.51	(0.18)	2.21	5.24	6.66%	4.91%	3.44%	-2.66%	12.35%	0.73	0.62	(0.45)	(1.72)	(0.82)	0.73	0.62	(0.45)	(1.72)	(0.82)
欧林家居																									
顾家家居	17.41%	3.32%	1.42%	-0.19%	21.96%	0.52	1.46	(0.16)	(1.33)	0.50	17.52%	1.79%	1.38%	-0.01%	20.68%	1.13	(0.22)	(0.29)	0.68	1.30	1.13	(0.22)	(0.29)	0.68	1.30
慕思股份	26.55%	6.75%	3.82%	-0.70%	36.42%	0.51	0.01	0.26	0.34	1.12	25.20%	5.44%	3.33%	-1.10%	32.87%	0.14	0.07	0.61	(0.46)	0.36	0.14	0.07	0.61	(0.46)	0.36
喜临门	19.16%	6.05%	2.54%	0.35%	28.10%	(0.79)	(0.10)	0.16	(1.01)	(1.74)	20.27%	4.87%	2.07%	0.13%	27.34%	0.74	(0.33)	(0.37)	(0.35)	(0.30)	0.74	(0.33)	(0.37)	(0.35)	(0.30)
智能家居																									
箭牌家居	7.16%	16.10%	6.68%	0.91%	30.86%	(2.43)	1.16	0.50	0.89	0.11	7.88%	8.63%	4.47%	0.06%	21.04%	(1.64)	(0.06)	(0.07)	(0.15)	(1.92)	(1.64)	(0.06)	(0.07)	(0.15)	(1.92)
瑞尔特	11.66%	4.35%	4.26%	-0.82%	19.45%	5.84	(1.67)	0.07	(1.67)	2.57	10.88%	4.61%	4.17%	-0.97%	18.69%	4.59	(0.18)	(0.06)	1.34	5.70	4.59	(0.18)	(0.06)	1.34	5.70
好太太	21.95%	7.24%	3.46%	-1.16%	31.48%	3.14	0.41	0.57	(0.24)	3.87	20.33%	5.17%	3.15%	-0.48%	28.16%	1.66	(0.39)	(0.02)	0.05	1.30	1.66	(0.39)	(0.02)	0.05	1.30
惠达卫浴	12.56%	8.55%	4.26%	0.12%	25.49%	1.27	(0.22)	0.09	(1.03)	0.11	10.32%	6.71%	4.16%	0.23%	21.43%	1.31	(0.38)	0.02	0.63	1.58	1.31	(0.38)	0.02	0.63	1.58
奥普家居	20.11%	7.87%	6.24%	-2.03%	32.19%	0.99	1.04	(0.05)	(0.02)	1.95	17.87%	7.29%	5.04%	-1.44%	28.76%	1.41	1.29	0.15	(0.16)	2.69	1.41	1.29	0.15	(0.16)	2.69
家居合计	13.11%	6.73%	3.48%	0.29%	23.61%	0.52	(0.14)	(0.05)	(0.97)	(0.64)	12.32%	5.81%	3.43%	0.23%	21.79%	0.93	0.06	(0.01)	0.26	1.24	0.93	0.06	(0.01)	0.26	1.24

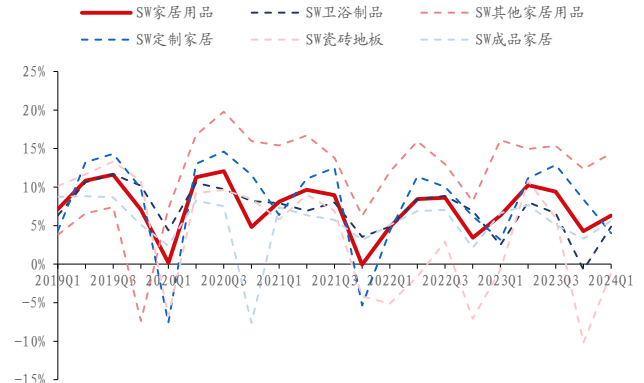
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 2024Q1 家居归母净利润同比+13.78%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: 2024Q1 家居归母净利率同比-0.03pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表17：2024Q1&2023A 家居毛利率、归母净利润及盈利能力变动情况**

	毛利率				归母净利润(亿元)						归母净利率			
	2024Q1	同比	2023A	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	2022A	同比	2024Q1	同比	2023A	同比
<b>定制家居</b>														
欧派家居	29.98%	3.30	34.16%	2.55	2.18	1.52	43.00%	30.36	26.88	12.92%	6.02%	1.75	13.32%	1.37
索菲亚	32.62%	(0.63)	36.15%	3.16	1.65	1.04	58.59%	12.61	10.64	18.51%	7.84%	2.06	10.81%	1.33
金牌厨柜	28.01%	(1.11)	29.58%	0.12	0.36	0.33	11.16%	2.92	2.77	5.42%	5.68%	(0.01)	8.01%	0.21
志邦家居	37.22%	0.33	37.07%	(0.62)	0.47	0.52	-8.38%	5.95	5.37	10.87%	5.76%	(0.64)	9.73%	(0.23)
尚品宅配	27.81%	(3.17)	34.98%	0.36	-0.87	-0.95	-	0.65	0.46	40.06%	-11.14%	0.64	1.32%	0.45
江山欧派	18.76%	(2.91)	26.02%	2.16	0.29	0.59	-50.79%	3.90	-2.99	-230.63%	4.60%	(3.98)	10.43%	19.73
森鹰窗业	16.04%	(10.28)	36.19%	2.84	-0.02	-0.06	-	1.46	1.08	35.22%	-1.99%	4.55	15.53%	3.36
<b>软体家居</b>														
顾家家居	33.08%	0.95	32.83%	2.00	4.20	4.00	5.02%	20.06	18.12	10.70%	9.66%	(0.46)	10.44%	0.38
慕思股份	50.15%	1.76	50.29%	3.82	1.41	1.01	39.48%	8.02	7.09	13.17%	11.76%	1.18	14.38%	2.19
喜临门	33.46%	1.06	34.37%	1.96	0.74	0.62	20.20%	4.29	2.38	80.54%	4.21%	0.01	4.94%	1.91
<b>智能家居</b>														
箭牌家居	24.40%	(6.04)	28.34%	(4.51)	-0.90	0.03	-	4.25	5.93	-28.39%	-7.96%	(8.24)	5.55%	(2.34)
瑞尔特	30.24%	5.01	29.53%	4.72	0.59	0.40	47.15%	2.19	2.11	3.62%	11.19%	1.13	10.01%	(0.76)
好太太	51.94%	6.23	51.35%	4.99	0.56	0.48	15.07%	3.27	2.19	49.71%	19.02%	1.54	19.38%	3.57
惠达卫浴	28.64%	3.12	25.34%	0.54	0.28	0.00	-	-1.97	1.28	-253.17%	4.12%	4.05	-5.46%	(9.21)
奥普家居	47.42%	1.06	47.48%	3.13	0.52	0.60	-13.23%	3.09	2.40	28.83%	13.64%	(3.66)	15.49%	2.73
<b>家居合计</b>	30.74%	0.79	32.23%	0.03	31.87	28.01	13.78%	182.74	145.6346	25.48%	6.31%	(0.03)	7.61%	1.34

资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表18：2024Q1&2023A 家居主要公司现金流、合同负债及存货变动情况**

	经营活动现金流净额(亿元)						合同负债(亿元)						存货(亿元)					
	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	2022A	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	2022A	同比	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	2022A	同比
<b>定制家居</b>																		
欧派家居	-1.60	1.52	-	24.43	24.10	1.38%	12.75	14.20	-10.22%	16.04	15.31	4.72%	18.25	17.18	6.26%	19.68	18.83	4.48%
索菲亚	-10.19	1.93	-	26.54	13.63	94.69%	8.67	9.98	-13.19%	13.06	7.02	86.12%	5.65	5.64	0.11%	5.64	6.36	-11.41%
金牌厨柜	-4.31	-2.38	-	6.44	2.47	160.82%	2.96	2.81	5.24%	4.41	3.27	34.74%	5.26	5.14	2.18%	4.98	5.28	-5.62%
志邦家居	-5.74	-1.06	-	7.56	7.66	-1.25%	2.45	3.59	-31.77%	4.74	4.36	8.75%	2.31	3.33	-30.71%	2.20	3.05	-27.74%
尚品宅配	-3.39	-3.23	-	7.99	0.47	1606.03%	5.33	7.07	-24.58%	6.44	6.22	3.51%	7.14	8.66	-17.52%	7.77	8.83	-12.05%
江山欧派	-2.07	-0.34	-	4.24	5.23	-18.93%	2.40	3.14	-23.50%	2.81	2.95	-4.73%	3.64	4.49	-18.88%	4.17	4.56	-8.44%
森鹰窗业	-0.18	0.33	-	1.49	-0.26	-	0.40	0.94	-57.10%	0.34	0.75	-54.26%	1.01	1.54	-34.78%	0.94	1.43	-34.38%
<b>软体家居</b>																		
顾家家居	-1.60	1.52	-	24.43	24.10	1.38%	12.75	14.20	-10.22%	16.04	15.31	4.72%	18.25	17.18	6.26%	19.68	18.83	4.48%
慕思股份	-0.23	3.45	-	19.35	6.47	198.82%	1.54	1.67	-7.85%	1.89	1.17	60.78%	2.30	1.92	19.88%	2.43	2.20	10.22%
喜临门	-3.28	-6.26	-	12.53	8.41	48.95%	1.94	2.28	-14.77%	2.46	3.69	-33.19%	10.17	12.09	-15.94%	10.36	12.00	-13.66%
<b>智能家居</b>																		
箭牌家居	-9.39	-5.81	-	11.66	4.01	190.98%	3.04	2.56	18.43%	3.65	2.66	36.90%	13.60	13.67	-0.51%	12.74	13.79	-7.61%
瑞尔特	0.38	0.31	22.00%	4.36	3.63	20.08%	1.08	0.77	40.30%	0.98	0.36	169.67%	3.83	3.03	26.57%	3.69	3.03	21.58%
好太太	-0.25	0.38	-	5.04	1.30	286.98%	0.25	0.61	-58.46%	0.22	0.41	-46.63%	1.68	1.83	-7.93%	1.58	1.97	-19.62%
惠达卫浴	0.50	1.10	-54.78%	5.04	4.61	9.33%	1.79	0.83	115.60%	1.45	0.65	124.88%	10.52	11.77	-10.59%	10.10	11.47	-11.96%
奥普家居	-1.01	-1.05	-	4.22	4.22	-0.05%	1.04	1.07	-3.13%	0.99	0.91	9.11%	1.84	2.24	-17.82%	1.80	2.34	-23.16%
<b>家居合计</b>	-19.97	36.93	-	410.70	268.67	52.86%	109.24	120.42	-9.29%	116.33	101.07	15.09%	374.46	368.45	1.63%	376.04	391.53	-3.96%

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 造纸：收入同比维稳，盈利能力得到修复

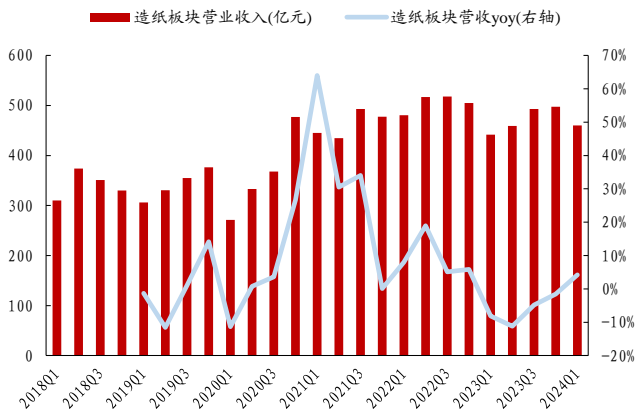
2023A 造纸板块收入同比-6.44%至 1890.61 亿元，单季度看 2023Q4 同比-1.54%至 497.33 亿元；2023A 归母净利润同比+6.52%至 42.65 亿元，单季度看 2023Q4 实现扭亏至 12.79 亿元。2024Q1 造纸板块收入同比+4.24%至 460.11 亿元，归母净利润+2824.11%提升至 22.28 亿元。细分板块看，2023A 大宗纸收入同比-9.03%至 1479.35 亿元，单季度看 2023Q4 同比-4.39%至 385.62 亿元；2023A 归母净利润同比+24.82%至 24.07 亿元，单季度看 2023Q4 实现扭亏至 7.31 亿元。2024Q1 大宗纸收入同比



+2.74%至 360.86 亿元，归母净利润实现扭亏至 14.81 亿元。2023A 特种纸收入同比 +4.26%至 411.25 亿元，单季度看 2023Q4 同比+9.78%至 111.72 亿元；2023A 归母净利润同比-10.48%至 18.58 亿元，单季度看 2023Q4 同比+66.51%至 5.48 亿元。2024Q1 特种纸收入同比+10.07%至 99.24 亿元，归母净利润同比+110.20%至 7.47 亿元。

- 2023Q2 见底后逐季好转。2023Q1/Q2/Q3/Q4 造纸行业收入分别同比-8.14%/-11.22%/-4.87%/-1.54%，细分板块看，2023Q1/Q2/Q3/Q4 大宗纸行业收入分别同比 -9.91%/-12.65%/-9.10%/-4.39%，特种纸行业收入分别同比 -0.50%/-5.37%/+12.69%/+9.78%。主要原因为 1) 纸浆价格触底反弹叠加部分纸厂因外部原因被迫停机导致部分纸种价格表现强势。2) 废纸系的纸种去库完成后也开启了价格上行通道。2024Q1 纸浆价格继续保持强势，部分纸种价格也继续维持了上涨态势，双胶纸价格 3 月底较 1 月初上涨了 50 元/吨，生活用纸价格 3 月底较 1 月初上涨了 150 元/吨。
- 成本压力或开始减轻，费用基本平稳。2023Q4/2024Q1 造纸行业毛利率同比分别 +4.45/+4.19pct，有所改善，尽管浆价保持上行，但和上一年同期相比依然处于较低位置，叠加纸厂自身的原材料库存周期较长，成本压力相较于上一年有较大缓解；费用端，整体期间费用率略微下滑。销售费用率 2023Q4/2024Q1 分别 +0.16/-0.10pct，管理费用率 2023Q4/2024Q1 分别-0.10/-0.48pct，研发费用率在 2023Q4 有所提升，2024Q1 则有所下滑，财务费用率也有小幅下降，综合费用率 2023Q4/2024Q1 同比 -0.01/-0.54pct。综合影响下，行业归母净利率 2023Q4/2024Q1 分别同比+6.56/+4.67pct。
- 龙头太阳纸业持续增长。太阳纸业 2023Q4/2024Q1 分别实现收入同比 +2.13%/+3.87%。随着公司广西基地南宁园区新建项目和技改项目陆续达产，2023 年末公司纸、浆合计总产能已经超过 1200 万吨，后续还有 30 万吨生活用纸项目以及南宁二期项目的建设投产。随着新增产能释放，产品销量增加，公司营收有望保持稳步增长。公司 2023Q4/2024Q1 归母净利润分别同比 +75.51%/+69.04%，主要还是受益于近年来公司自制浆产能提升显著，林浆纸一体化的科学布局给予了公司熨平周期波动的能力。
- 展望后续，短期看木浆价格有望保持强势，从成本端对纸价形成支撑。下游刚需占比较高的文化纸价格有可能向下游传导；叠加 2024Q2 本身又是文化纸的传统旺季，相对其他大宗纸，文化纸表现可能会更为优异。特种纸方面，有自制浆产能投产的纸企盈利能力有望得到改善。

图表19: 2024Q1/2023A 造纸收入 yoy+4.24%/-6.44%



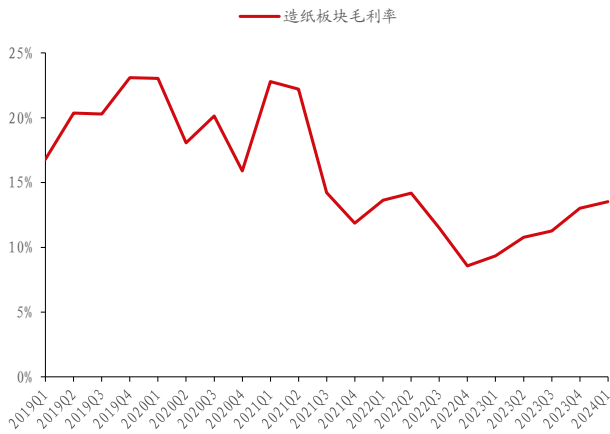
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: 2024Q1/2023A 造纸主要公司主营及增长情况

	2024Q1	2023Q1	同比	2023A	2022A	同比
<b>大宗纸</b>						
太阳纸业	101.85	98.05	3.87%	395.44	397.67	-0.56%
晨鸣纸业	67.62	61.56	9.84%	266.09	320.04	-16.86%
岳阳林纸	19.60	25.22	-22.31%	86.41	97.81	-11.66%
山鹰国际	66.69	63.51	5.00%	293.33	340.14	-13.76%
博汇纸业	43.98	41.62	5.69%	186.93	183.62	1.80%
华泰股份	34.34	35.32	-2.77%	132.91	151.74	-12.41%
荣晟环保	5.48	5.41	1.19%	22.91	25.63	-10.60%
颂扬资源	1.43	1.20	19.02%	6.65	9.28	-28.31%
<b>特种纸</b>						
仙鹤股份	22.09	18.37	20.22%	85.53	77.38	10.53%
华旺科技	9.52	9.14	4.15%	39.76	34.36	15.70%
五洲特纸	17.26	12.58	37.17%	65.19	59.62	9.35%
冠豪高新	16.90	16.25	3.97%	74.03	80.86	-8.44%
<b>造纸合计</b>	<b>460.11</b>	<b>441.41</b>	<b>4.24%</b>	<b>1890.61</b>	<b>2020.68</b>	<b>-6.44%</b>

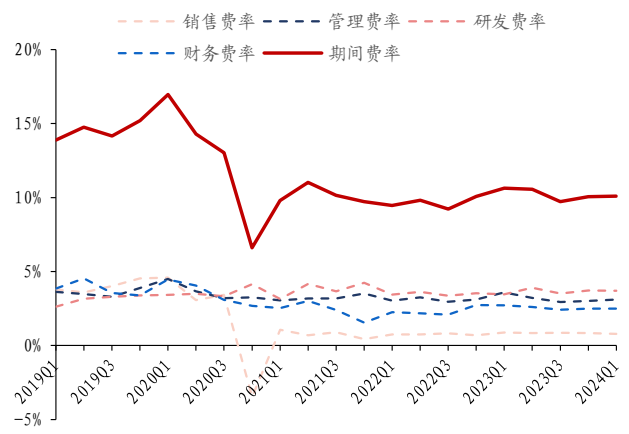
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 2024Q1 造纸板块毛利率同比+4.19pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 2024Q1 造纸板块期间费用率同比-0.54pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 2024Q1&2023A 造纸板块期间费率分别同比-0.54pct/+0.59pct

	2024Q1					同比变动(pct)					2023A					同比变动(pct)				
	费用率										费用率									
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
<b>大宗纸</b>																				
太阳纸业	0.43%	2.38%	2.14%	1.82%	<b>6.77%</b>	0.06	(0.13)	(0.05)	(0.21)	<b>(0.32)</b>	0.39%	2.42%	2.35%	1.92%	7.08%	0.01	(0.18)	0.39	(0.17)	<b>0.04</b>
晨鸣纸业	0.73%	2.76%	4.55%	6.23%	<b>14.27%</b>	(0.10)	(0.41)	0.10	(1.26)	<b>(1.67)</b>	0.87%	2.59%	4.38%	7.55%	15.39%	0.11	0.25	0.34	0.85	<b>1.55</b>
岳阳林纸	1.45%	3.11%	3.49%	1.59%	<b>9.64%</b>	0.26	(0.32)	(0.03)	0.18	<b>0.09</b>	1.26%	2.78%	3.03%	1.83%	8.90%	0.12	(0.22)	(0.06)	0.12	<b>(0.04)</b>
山鹰国际	1.26%	4.42%	2.67%	4.10%	<b>12.45%</b>	(0.14)	(1.69)	(0.33)	(0.72)	<b>(2.88)</b>	1.30%	4.83%	2.85%	3.59%	12.58%	0.15	0.15	0.41	1.06	<b>1.77</b>
博汇纸业	1.08%	3.32%	3.89%	2.11%	<b>10.41%</b>	(0.06)	(0.48)	1.26	(1.27)	<b>(0.55)</b>	0.96%	2.98%	3.84%	2.39%	10.18%	0.28	(0.04)	(0.20)	0.64	<b>0.68</b>
华泰股份	0.26%	3.20%	2.12%	0.66%	<b>6.25%</b>	(0.81)	(0.78)	0.36	0.10	<b>(1.13)</b>	0.67%	3.69%	2.00%	0.51%	6.87%	0.23	1.01	(0.20)	0.11	<b>1.15</b>
荣晟环保	0.19%	1.97%	3.65%	-0.34%	<b>5.48%</b>	(0.02)	0.56	0.17	0.17	<b>0.88</b>	0.21%	2.04%	5.36%	-0.34%	7.28%	0.03	0.63	0.33	(0.33)	<b>0.66</b>
<b>特种纸</b>																				
仙鹤股份	0.24%	1.56%	1.34%	2.55%	<b>5.69%</b>	(0.05)	(0.20)	0.07	1.50	<b>1.32</b>	0.38%	1.72%	1.32%	2.13%	5.54%	0.04	0.11	(0.02)	1.25	<b>1.38</b>
华旺科技	0.45%	0.95%	2.90%	-0.34%	<b>3.96%</b>	0.04	(0.21)	1.01	1.66	<b>2.50</b>	0.61%	1.31%	3.03%	-1.27%	3.69%	0.02	(0.08)	0.34	0.01	<b>0.29</b>
五洲特纸	0.22%	1.41%	1.59%	1.73%	<b>4.94%</b>	0.04	(0.15)	0.63	0.32	<b>0.84</b>	0.25%	1.47%	1.35%	1.42%	4.49%	0.09	0.11	0.26	(0.64)	<b>(0.18)</b>
冠豪高新	1.01%	3.02%	6.82%	0.52%	<b>11.37%</b>	(0.15)	(0.34)	1.69	0.77	<b>1.98</b>	1.09%	3.26%	4.99%	0.00%	9.33%	0.13	0.18	1.11	0.16	<b>1.58</b>
<b>造纸合计</b>	<b>0.78%</b>	<b>3.11%</b>	<b>3.71%</b>	<b>2.50%</b>	<b>10.10%</b>	<b>(0.10)</b>	<b>(0.48)</b>	<b>0.24</b>	<b>(0.21)</b>	<b>(0.54)</b>	<b>0.85%</b>	<b>3.18%</b>	<b>3.65%</b>	<b>2.55%</b>	<b>10.23%</b>	<b>0.11</b>	<b>0.09</b>	<b>0.16</b>	<b>0.24</b>	<b>0.59</b>

资料来源: Wind, 国联证券研究所

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/587153121112006112>