

轻工制造

曙光初现，逐浪青萍

股票代码	股票名称	EPS (元)		PE	
		2023E	2024E	2023E	2024E
002078.SZ	太阳纸业	1.09	1.29	11.43	9.66
01999.HK	敏华控股	0.49	0.57	9.34	8.03
603816.SH	顾家家居	2.51	2.92	13.66	11.75
603195.SH	公牛集团	4.26	4.90	22.39	19.46

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 盈利预测值为 Wind 一致预期值, 敏华控股 2023 年 EPS 为实际值, PE 数据截至 2023.12.26

行情回顾: 市场走势全年围绕经济增长预期展开, 总体前高后低, 震荡下行。截至 2023 年 12 月 26 日, 申万轻工制造指数下跌 8.0%, 阶段性跑输大盘。轻工制造 12 个申万三级细分指数中, 印刷、其他家居用品、卫浴制品收益率排名前三, 分别为 49.1%、5.8%、-0.1%; 定制家居、金属包装、塑料包装行业收益率表现靠后, 分别为 -27.2%、-17.1%、-15.7%。

微观层面: 单季度 ROE 迎来反转, 市场分歧有望随复苏弥合。 轻工制造各细分行业单季度 ROE 普遍改善, 主要受益于原材料端价格下行带来的毛利率提升, 需求量端改善幅度有限。因而市场对这一经营层面改善的持续性存疑, 导致在企业盈利改善的情况下, 多数细分指数年内录得负收益。我们认为, 当前行业总体位于历史底部区间, 叠加企业经营拐点浮现, 后续伴随外需迎来补库、财政发力带动内需企稳, 企业盈利有望延续改善趋势。若 M1、CPI、中长期贷款等指标逐步改善, 则市场预期或可迎来拐点, 资本市场表现与企业经营的背离亦有望得到弥合。

挖掘细分产业反转与稳定回报。 伴随外部加息周期接近尾声, 内部地产开工跌幅收窄, 后续宏观经济修复趋势有望巩固, 波动亦有望趋于收敛。在此环境下, 我们认为中观反转弹性与稳定回报预期类标的有望取得较好收益:

出口复苏与出海弹性: 当前美国家具等耐用品呈现主动补库特征; 中国家具出口金额亦同比增长, 指向海外家具需求回暖, 推荐外需占比较高的家居企业敏华控股, 相关标的有梦百合、匠心家具; 推荐具备供应链优势、自身渠道打法成熟, 有望受益于新能源产品出海的公牛集团; 跨境电商基础设施相关标的有小商品城、乐歌股份。

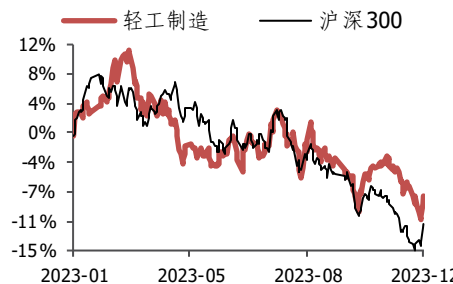
城中村改造释放 B 端渠道弹性: 地产发展新模式下, 城中村改造有望带动千亿元家居需求, 推荐产品标准化程度高, 有望从工程渠道受益的地产链企业江山欧派, 相关标的有瑞尔特、东鹏控股。

稳定价值回报: 推荐通过产业链一体化提升自身盈利中枢及其稳定性的太阳纸业。盈利能力稳定, 分红水平较高的相关标的有紫江企业、永新股份。

风险提示: 海外耐用品需求复苏不及预期; 城中村改造进展不及预期; 宏观经济景气度复苏不及预期; 行业经营波动导致高股息企业股息率下降。

强于大市 (维持评级)

行业走势



作者

分析师 荣泽宇

执业证书编号: S1070523040002

邮箱: rongzeyu@cgws.com

分析师 蔡志明

执业证书编号: S1070523070001

邮箱: caizhiming@cgws.com

相关研究

- 《保障性住房的历史演变和发展规划》2023-12-25
- 《地产新模式如何影响家居企业》2023-12-01
- 《布局政策暖风期, 静待复苏验证》2023-08-03

内容目录

行情概况：前高后低，走势围绕经济预期展开	4
轻工总体跑输大盘，卫浴表现靠前	4
纵向：市场全年走势围绕经济增长预期展开	5
横向：业绩拐点与高景气为两条中期定价线索	6
行业分析：曙光微露，Q2 盈利普遍好转	7
造纸：底部已现，有望随经济修复缓缓向上	7
包装印刷：复苏由利润率驱动转向需求量驱动	9
家居品：头部复苏优势显著，关注保障房建设潜在影响	11
三条线索：挖掘细分产业反转与稳定回报	14
线索一：外需补库带动出口反弹，出海竞争打开空间	14
外需位置：库存低位回暖，对美出口同比转正	14
外需驱动：美国地产补库周期或带动家居相关耐用品出口	14
家具品类：海外补库，中国出口回升	15
出海优势产业、优质品牌、供应链基础设施	17
线索二：聚焦城中村改造产业链弹性	18
当前矛盾：市场核心关切为企业投资与内需恢复强度	18
财政力度或为主要动力，城中村改造为重要抓手	19
城中村改造：立足长远、托举短期	20
线索三：分红制度完善推动投资者回报提升	22
投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图表 1: 轻工制造行业年初至今走势 (截至 2023.12.26)	4
图表 2: 轻工制造申万三级行业年初至今表现 (截至 2023.12.26)	4
图表 3: 轻工制造行业收益率分布情况	5
图表 4: 轻工制造年度收益率前 25 标的 (%)	5
图表 5: 轻工制造申万三级行业单季度 ROE (%)	6
图表 6: 年初至今轻工制造申万三级行业各阶段表现	6
图表 7: 造纸行业部分财务数据	7
图表 8: 大宗用纸和特种纸单季度 ROE (%)	8
图表 9: 造纸行业个股单季度 ROE (%)	8
图表 10: 出口金额、全部工业品和造纸 PPI 均触底回升 (%)	9
图表 11: 工业企业单月利润同比逆转，行业或转向主动补库 (%)	9
图表 12: 包装印刷行业营收和净利润情况 (亿元)	10
图表 13: 包装行业单季度 ROE 在 2023Q1、2023Q2 企稳回升 (%)	10
图表 14: 包装印刷行业个股单季度 ROE (%)	11
图表 15: 家居用品行业营收和净利润情况 (亿元)	12
图表 16: 家居用品行业单季度 ROE (%)	13
图表 17: 家居用品行业个股单季度 ROE (%)	13
图表 18: 中国对美出口额月同比 2023 年 11 月转正 (%)	14
图表 19: 美国零售商库存同比触底回升 (%)	14

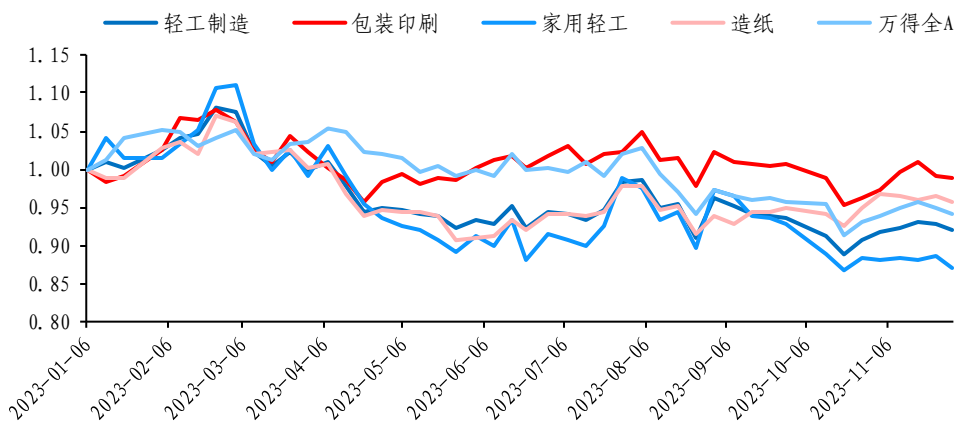
图表 20:	美国自有住宅及租赁住宅空置率 (%)	14
图表 21:	美国成屋销量和库存数均处于低位 (万套)	14
图表 22:	美国私人住宅新开工量 (千套, %)	15
图表 23:	新建住房销售占比近年来持续提升 (万套)	15
图表 24:	家具等库存同比回升, CPI 拐点浮现, 呈现主动补库特征 (%)	15
图表 25:	中国出口额同比与美国家具 CPI 均触底回升 (%)	15
图表 26:	海外收入占比大于 30% 的家居类企业梳理 (截至 2023.12.26)	16
图表 27:	海外收入占比大于 30% 的家居类企业单季度 ROE (%)	16
图表 28:	全部工业品 PPI 和工业企业利润同比 (%)	18
图表 29:	出口和对美出口金额当月同比 (%)	18
图表 30:	住宅新开工面积和同比增速 (亿平米, %)	18
图表 31:	M1、M2 同比增速剪刀差扩大 (%)	18
图表 32:	CPI (%)	19
图表 33:	新增中长期人民币贷款当月值 (亿元)	19
图表 34:	政府债券社融规模占比 (%)	19
图表 35:	政府债券融资规模下半年加速 (亿元)	19
图表 36:	各地建安投资测算 (假定全部拆除新建, 不考虑改造后容积率变化)	20
图表 37:	广深区域城中村面积占比大, 改造新增开工需求较强	21
图表 38:	城中村建面/城市总建面	21
图表 39:	各地改造拉动率	21
图表 40:	高股息策略表现复盘 (截至 2023.11.26)	22
图表 41:	沪深 300 股息率及风险溢价 (%)	22
图表 42:	轻工制造行业股息率前 30 标的	23

行情概况：前高后低，走势围绕经济预期展开

轻工总体跑输大盘，卫浴表现靠前

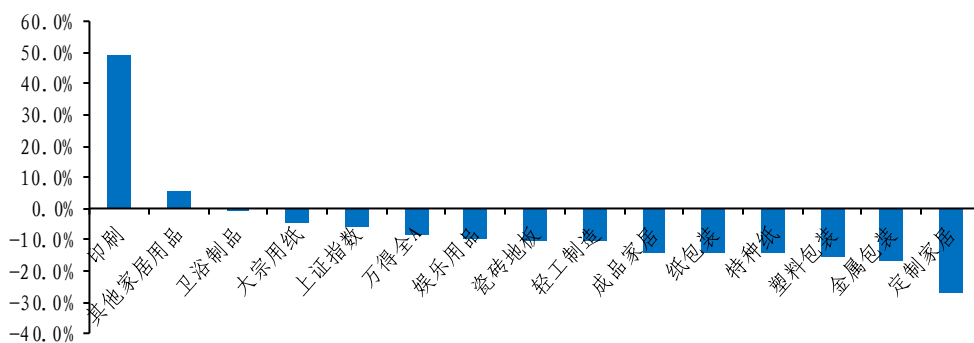
截至 2023 年 12 月 26 日，申万轻工制造指数下跌 8.0%，阶段性跑输大盘。细分行业方面，轻工制造的 12 个申万三级细分指数中，印刷、其他家居用品、卫浴制品收益率排名前三，分别为 49.1%、5.8%、-0.1%；定制家居、金属包装、塑料包装行业收益率表现靠后，分别为 -27.2%、-17.1%、-15.7%。

图表1: 轻工制造行业年初至今走势 (截至 2023.12.26)



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

图表2: 轻工制造申万三级行业年初至今表现 (截至 2023.12.26)



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

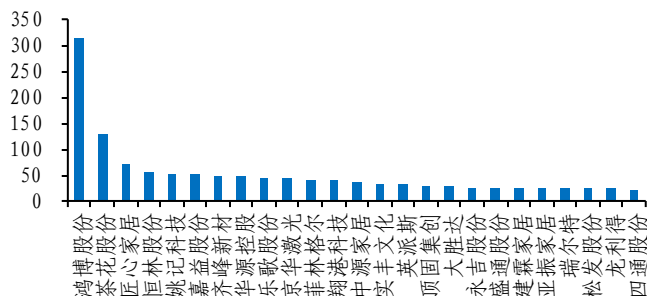
个股表现来看：125 支轻工制造标的中，截至 2023 年 12 月 26 日共有 55 支实现正收益，其中大于 20% 为 25 支，10%-20% 之间为 12 支，0-10% 之间为 18 支。

转型 AI 算力的鸿博股份涨幅第一。受益于海外保温杯行业高景气的嘉益股份、哈尔斯，以及受益于智能马桶渗透率提升的瑞尔特涨幅亦靠前。

图表3: 轻工制造行业收益率分布情况

	2023年	23Q3	23Q2	23Q1
小于-20%	26	4	5	1
-20%~-10%	16	21	24	12
-10%~0%	28	25	47	21
0%~10%	18	48	24	54
10%~20%	12	16	15	23
大于20%	25	11	10	14

图表4: 轻工制造 2023 年度收益率前 25 标的 (%)



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 2023 年截至 2023.12.26

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 截至 2023.12.26

纵向：市场全年走势围绕经济增长预期展开

1 月至 3 月初：延续 2022 年底涨势，市场普遍预期经济复苏。数据端：地产销售方面，30 大中城市商品房成交面积持续上行，回到 2021-2022 年高位区间，地产新开工面积累计同比、制造业 PMI 亦于 2 月迎来年内峰值。

3 月初至 5 月末：地产开工转缓，制造业 PMI 回落，复苏预期与经济阶段性回落的预期差导致市场开始回调。

6 月初至 7 月末：PMI 阶段性触底反弹，叠加政治局会议表述定调积极，地产托底、债务化解、活跃资本市场多项政策陆续出台，市场阶段性企稳反弹。

8 月初至 10 月下旬：内因方面 8 月 8 号公布的 7 月出口数据走低，9 月 10 月后 PMI 连续走弱，叠加长端美债利率持续冲高，市场继续寻底。

10 月下旬至 11 月下旬：长端美债利率于 10 月下旬见顶，中美关系改善预期升温。10 月 24 日人大批准 2023 年四季度增发 1 万亿国债。市场于 2022 年末前低位置附近触底反弹。

11 月下旬至年末：地产销售、开工表现平淡，PMI 延续下行趋势，市场再度回落。

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/726125121135010033>