



海通证券2021年度投资策略报告会
2021 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD.



证券研究报告

(优于大市, 维持)

家居革新新起点, 消费升级新趋势

赵 洋 轻工分析师 S0850517100001

2020年11月24日

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

(1) 家居——关注长期高成长性的家居龙头：20年前三季度地产销售面积数据仍表现出较强韧性，竣工数据Q3表现平淡，但考虑到企业资金压力舒缓，我们判断竣工整体的复苏趋势加快，考虑到疫情累积的刚性需求持续释放以及竣工数据的改善，**我们判断20年Q3以来的需求回暖将会持续至21全年**；此外，家居龙头在渠道产品等方面对中小品牌保持较强竞争力，能够通过渠道&品类的多元化实现长期高成长，其中**定制家居&软体家居是长期最看好赛道**，标的方面，我们推荐家居龙头**欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居**。

(2) 造纸——景气度持续提升，龙头盈利性趋稳：20年三季度以来需求回暖，行业供需环境改善。我们判断需求回暖将持续至明年旺季结束，**整体来看21年造纸板块的景气度仍将维持较好水平**；细分板块中，**我们最为看好文化纸**，行业稳定的供需关系为持续涨价奠定基础，龙头凭借原材料端布局以及规模优势实现盈利性的稳定提升；重点推荐文化纸龙头**太阳纸业**。

(3) 包装——关注金属包装基本面拐点，以及集中度提升的纸包装：金属包装方面，二片罐行业目前已进入新增需求大于新增产能的阶段，随着中小产能进一步出清，啤酒罐化率加速提升，行业盈利能力将明显回升，建议关注龙头**奥瑞金、宝钢包装**；纸包装方面，行业仍处于洗牌集中度提升阶段，龙头通过多元化客户结构保障长期成长，以及提升产业链议价能力，推荐**3C电子消费包装龙头裕同科技**。

(4) 轻工必选消费——看好优质白马龙头长期成长：**(1) 生活用纸行业，推荐龙头中顺洁柔：**浆价低位成本红利仍在持续，叠加产品结构提升盈利性持续提升，收入端公司渠道成长空间仍大，未来能够通过新区域覆盖以及老区域深耕实现营收端的稳定增长；**(2) 文具行业，推荐白马龙头晨光文具，**文具市场空间广阔，并且具有较好的业务延展性，近年来随着办公集采趋势显现以及文娱新零售的发展，势必将提供新的成长空间，继续看好文具龙头未来三到五年的快速成长。

(5) 新型烟草——市场快速扩容，政策落地龙头份额提升：20年全球疫情及美国调味烟禁令对终端销售带来一定冲击，但烟民对尼古丁需求相对刚性，**总体不改电子烟市场快速扩容、渗透率持续提升趋势**；国外方面，20年9月9日美国PMTA提交截止，我们预计2021年头部公司将明显受益于PMTA推进带来的行业集中度提升，建议关注全球雾化设备龙头**思摩尔国际**；国内方面，雾化烟监管及HNB产品即将政策落地，建议关注与中烟合作密切烟标包装公司；此外关注IQOS产业链，北美HNB市场开放有望带来IQOS需求的快速增长，建议关注IQOS塑胶件代工商**盈趣科技**。

1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧
2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳
3. 包装：二片罐拐点已现，多元化保障成长
4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中
5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化
6. 投资主线与盈利估值

1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧



1.1 行业步入新时期，成长逻辑发生变化

- 家居行业进入新阶段，传统零售市场规模增速放缓，行业面临流量分流压力，依赖粗放开店下沉的增长逻辑难以继续，龙头逐步转向产品、渠道的多元化扩张，企业间的分化趋势将会加速。
- 新阶段对于品牌商能力要求更加多样化，产品个性化、管理精细化、制造信息化等多维度能力需要品牌商提升。

图 家居行业发展阶段

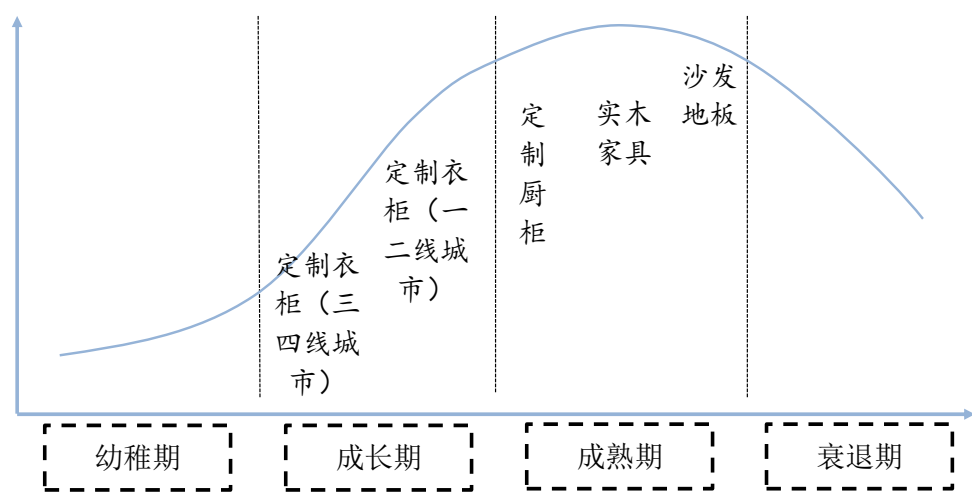


表 行业新时期变化

	旧时期特征	新时期特征
市场需求及流量	受益地产高增长，家居卖场获客高效	地产严调控需求走弱，线上、家装渠道大量分流
渗透率	替代成品及木工	一二线渗透率区域饱和，三四线仍有较大空间
产品品类	单一产品，较为同质化	多品类整合，注重个性化
营销管理	对经销商粗放式管理	精细化管理，加强对经销商的帮扶与考核
生产效率	规模化及生产效率提升空间大	工业化生产效率提升边际递减，信息化需求增加

1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.2 定制家居&软体家居是中长期最看好赛道

►长期来看，定制家具能够满足一站式采购需求，通过渗透率与客单价的提升，行业成长空间广阔；

►据我们测算，2020年全国全屋定制市场容量（按出厂口径，衣柜+其他柜体）1129亿元，橱柜市场容量1288亿元。

表 地产角度定制家具行业规模测算

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
商品住宅	住宅销售面积（亿平米）	13.8	14.5	14.8	17.2	17.2	17.2	17.2
	YOY	23.2%	5.3%	2.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	一手房销售套数（万套）	1533	1611	1647	1911	1911	1911	1911
	精装修房比例	18%	20%	23%	25%	28%	30%	32%
	精装修房套数（万套）	276.0	322.2	378.7	477.8	535.1	573.3	611.6
	存量房套数（亿套）	3.4	3.6	3.7	3.9	4.1	4.3	4.5
	翻新率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
整体橱柜	二手房翻新套数（万套）	341	358	374	393	412	431	451
	渗透率	59%	63%	67%	71%	73%	76%	79%
	定制橱柜套数（万套）	943	1037	1100	1297	1306	1345	1383
	大宗业务（万套）	276	322	379	478	535	573	612
	单套价格（万元/套）	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
	橱柜市场容量（亿元）	854.00	952.00	1035.00	1242.00	1288.00	1343.00	1396.00
	同比增速	24.38%	11.51%	8.77%	20.00%	3.72%	4.20%	3.97%
整体衣柜	渗透率	37%	42%	45%	48%	51%	54%	57%
	定制衣柜套数（万套）	694	827	909	1106	1185	1265	1346
	单套价格（万元/套）	0.20	0.20	0.20	0.2	0.20	0.20	0.20
	衣柜市场容量（亿元）	277	331	364	442	474	506	538
	同比增速	22.76%	19.21%	9.97%	21.64%	7.13%	6.75%	6.42%
其他柜体	其他柜体：衣柜	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
	市场容量（亿元）	383	457	502	611	655	699	744
	同比增速	22.76%	19.2%	10.0%	21.6%	7.1%	6.8%	6.4%

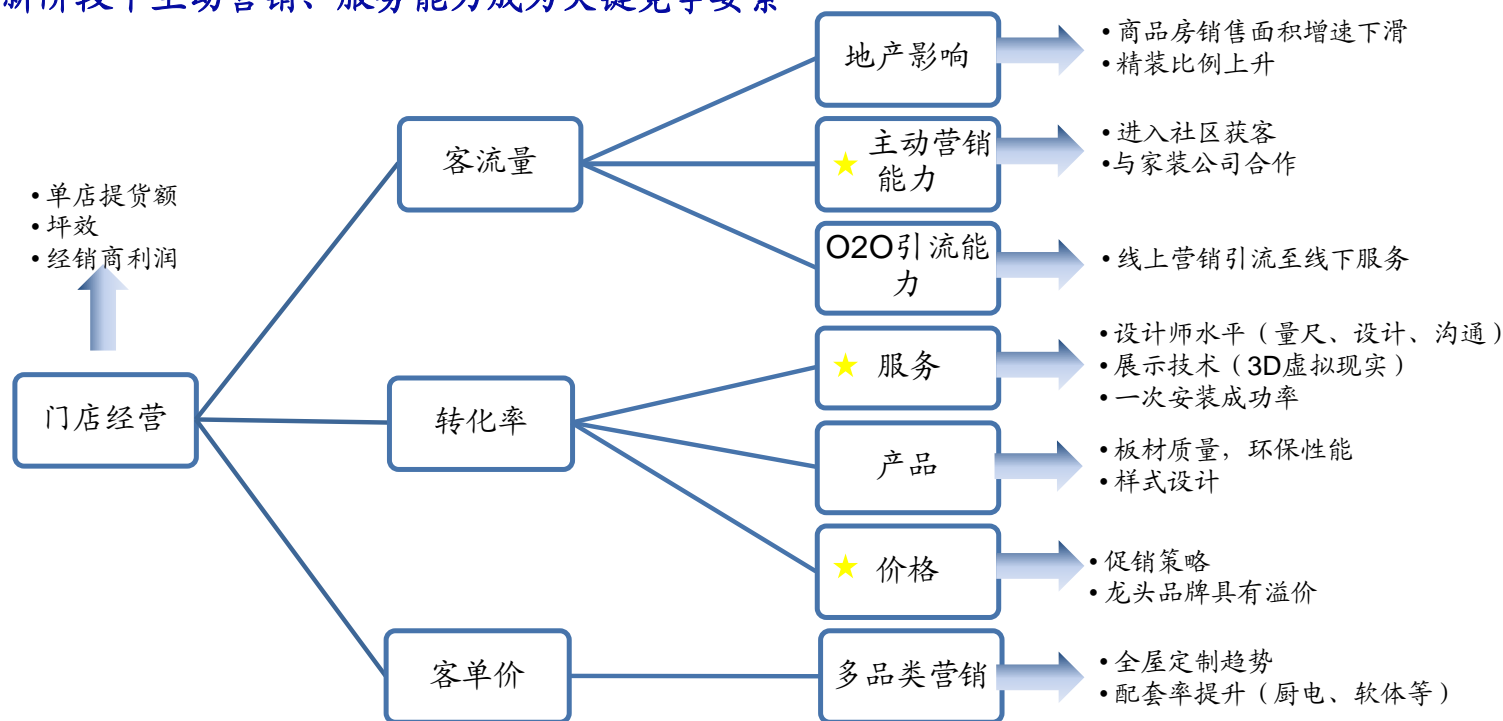
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.3 新时期主动营销、服务能力至关重要

家居品牌此前主要通过渠道铺设、产能扩张、品类延展实现增长；新阶段，家居销售渠道由家居卖场的全屋定制延展至整装市场与大宗市场，同时对于服务能力（设计、品类整合）、零售能力（加强客户体验、对经销商精细化管理）、以及信息化（赋能设计师、提升生产效率）有更高的要求。

图 新阶段下主动营销、服务能力成为关键竞争要素



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.4 行业复苏仍将持续，疫情出清中小企业

- 疫情背景下行业上半年业绩均大幅下滑，Q3季度以来需求明显复苏，对于21年判断，我们认为前期滞后需求释放与竣工改善逻辑，叠加20年疫情带来的低基数，我们预计21年定制家居板块将持续复苏；
- 疫情背景下，仅有具备线上引流能力的龙头企业能够开展线上引流，中小品牌线下经营暂停叠加线上引流能力有限，市场份额将进一步向龙头企业集中。

图 定制家居公司营业收入增速复苏明显 (%)

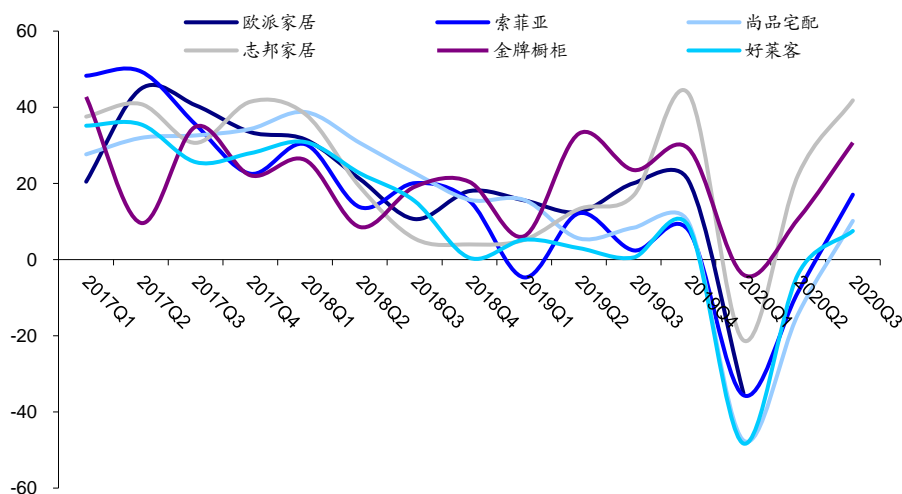
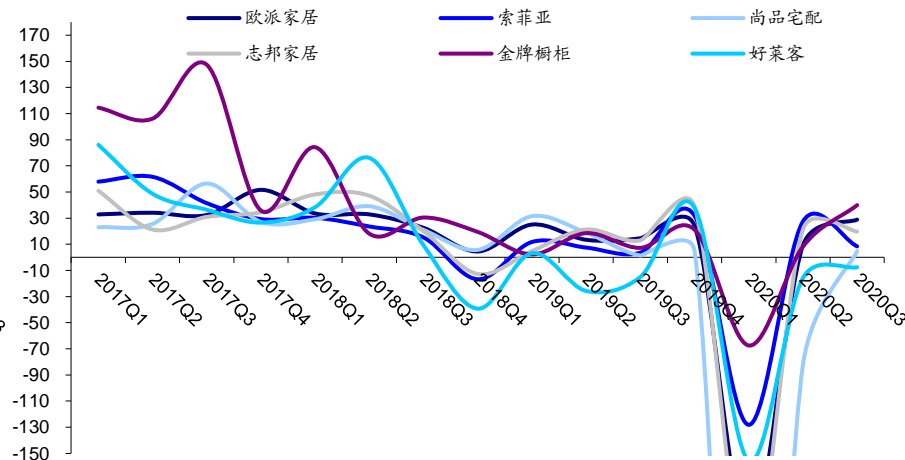


图 定制家居公司净利润增速复苏明显 (%)



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.5 地产影响边际改善，竣工逻辑值得期待

- 我们用住宅的现房（滞后3月）与期房（滞后12月）销售面积的加总增速反映家居行业需求变化，从下图我们判断行业需求边际持续恶化可能性较小，短期呈现逐步向好的趋势；
- 17-18年新开工地产数据与现有竣工数据存在缺口，且20Q3房企竣工数据由于降杠杆融资政策收紧原因走弱，我们认为随着房企资金压力舒缓，竣工整体的复苏趋势加快，将明显拉动21年装修需求。

图 商品房住宅销售面积走势反映家居需求已趋稳

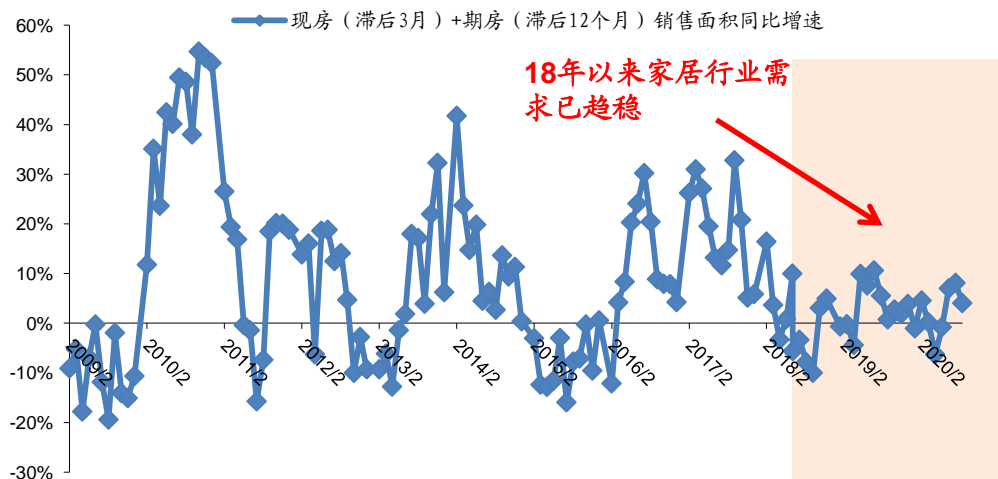
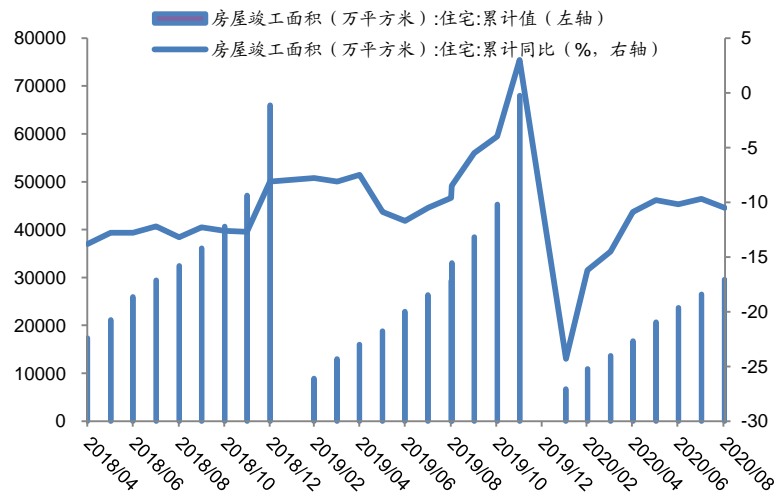


图 住宅竣工数据有望后续逐步回暖



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.5 地产影响边际改善，竣工逻辑值得期待

地产具备经济稳定作用，销售增速韧性持续。我们认为房地产具备经济稳定器作用，在个人住房贷款利率（LPR）下调、货币宽松背景下，我们认为地产销售数据将持续体现出较强韧性，中长期来看，我们判断地产销售增速下行趋势不会失速。

图 LPR5年报价利率持续下行

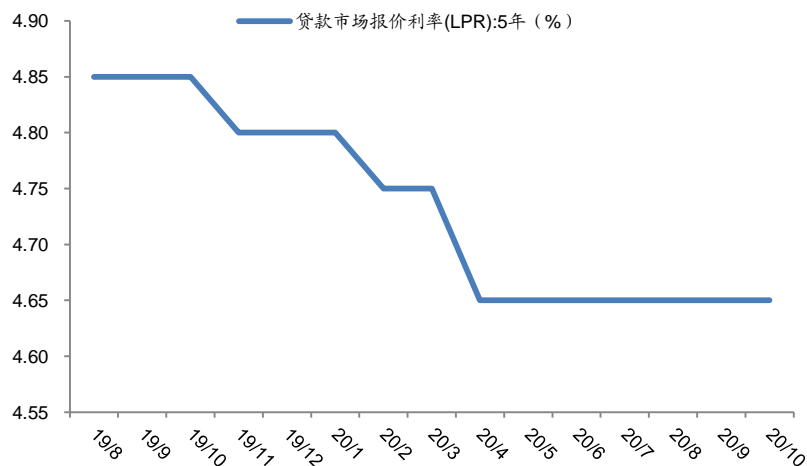
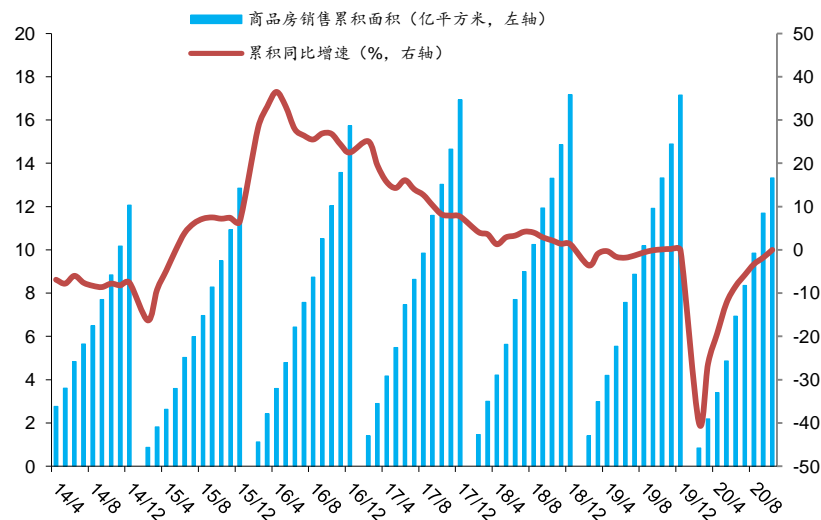


图 商品房销售面积表现出较强韧性



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.6 行业集中度加速提升，家装渠道竞争激烈

- ▶ **龙头市场份额加速提升。**龙头企业在生产、管理、营销等综合方面均具明显优势，尤其在今年疫情背景下，小品牌经营压力日益增强甚至开始退出市场；
- ▶ **家装公司是最大竞争对手。**定制家居逐步蚕食成品家居及手工打造市场份额，但市场家装中小品牌众多，定制公司需要长期与之共存。

图 定制龙头公司优势明显

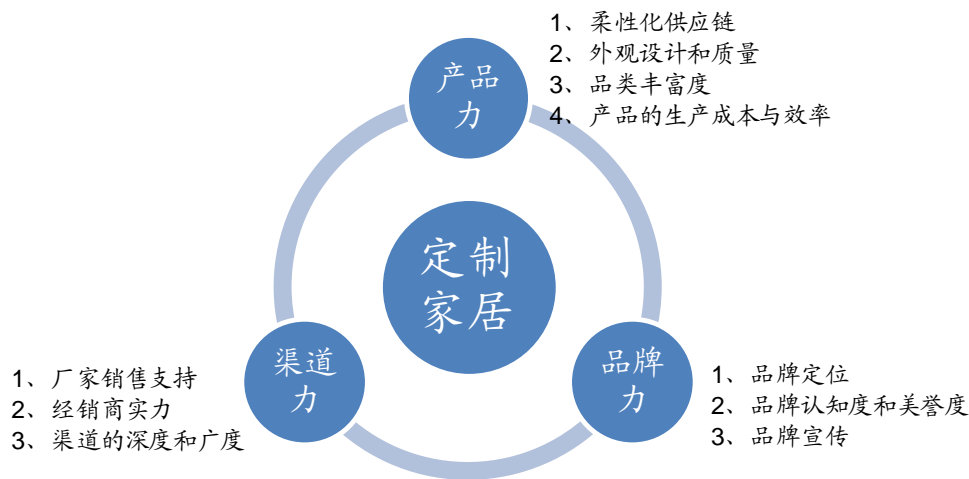
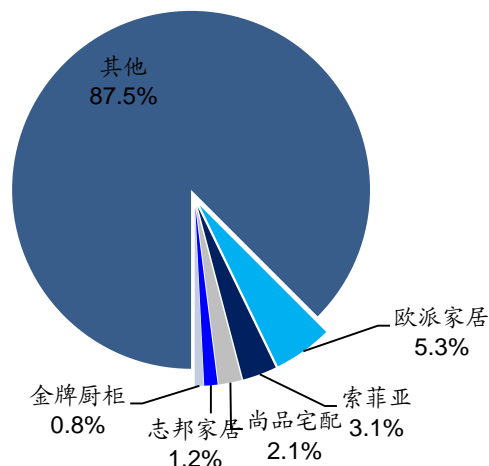


图 定制企业市场份额仍有较大空间提升（2019年）



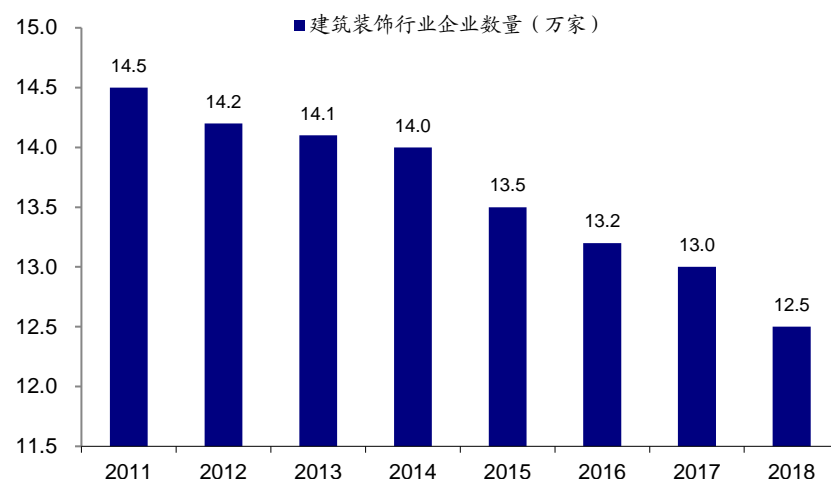
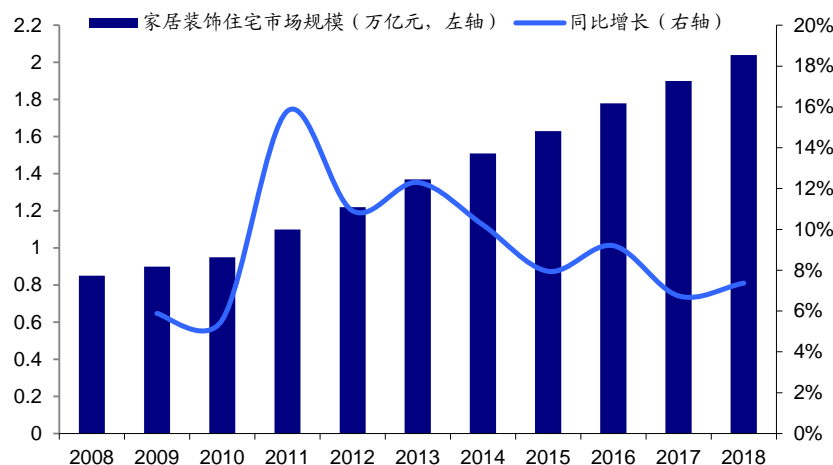
1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.7 大家居时代来临，龙头加速布局整装渠道

- **整装逐步成为消费者主流装修方式之一：**整装涵盖从硬装、主材到软装的所有产品与服务，能够节省业主时间，保证装修的整体风格统一性，逐步成为消费者装修的主流方式之一。
- **家装行业市场极度分散：**根据中国产业信息网数据，2017年资产规模超过1亿元的企业仅占全部企业数量的8.5%，2018年行业龙头东易日盛市场规模仅占比0.21%；
- **长远来看，头部定制品牌可能成为产品化的整装公司：**我们认为，未来的家居装修行业发展必然涉及到产业链整合，早年依靠单品制造壮大的品牌商逐步面临客户消费需求变化，未来定制企业将与家装公司形成产品和服务的深度结合，分工更加精细。

图 家居住宅装饰市场规模已达2.04万亿元（2018年）

图 我国建筑装饰装修工程企业数量（万家）

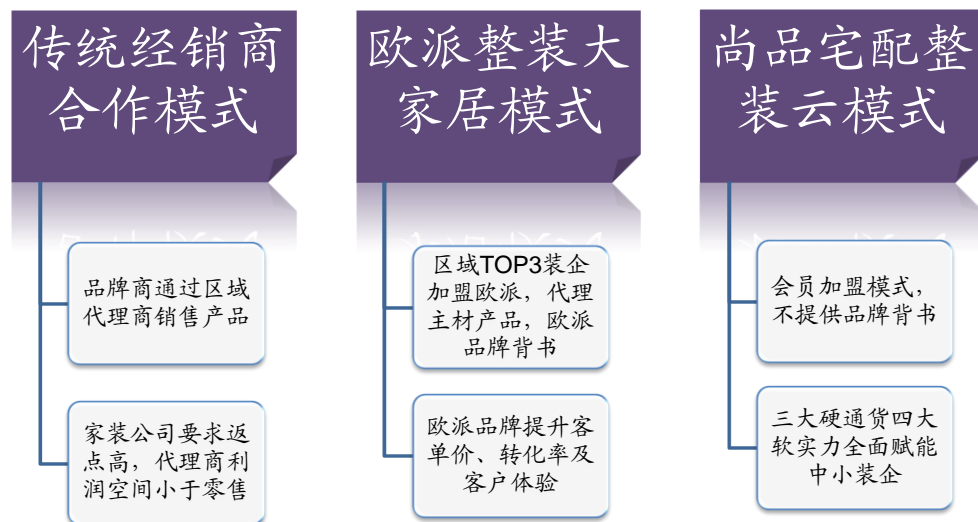


1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.8 把握流量成关键，整装变化引领变革

- 整装入口变化是行业未来变革的重要关键点，把握整装渠道将可能实现下一阶段的快速增长：
- 过去受限总部供应链能力以及经销商主观意愿和客观能力，大家居战略推进缓慢，在18年需求下台阶，家装流量分散化的背景下，定制企业均加速与整装渠道合作：（1）传统经销商合作模式；（2）欧派家居整装大家居模式；（3）尚品宅配整装云模式。

图 市场3种与家装渠道合作方式



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.9 龙头发力工程赛道，大宗成为新增长点

- **大宗业务新蓝海，品牌力保障较强议价能力：**面临精装房的趋势，我们判断大宗赛道短中期仍将保持高速增长；定制龙头企业能够凭借综合优势与品牌溢价能够保持良好利润空间。龙头发力工程赛道，大宗成为新增长点；
- **龙头品牌商份额不断扩展：**地产商对于供应商的要求由性价比向服务交付管理综合要求转变，具备综合优势龙头品牌供应商市场份额不断扩展。

图 定制龙头公司大宗业务占比（2019年）

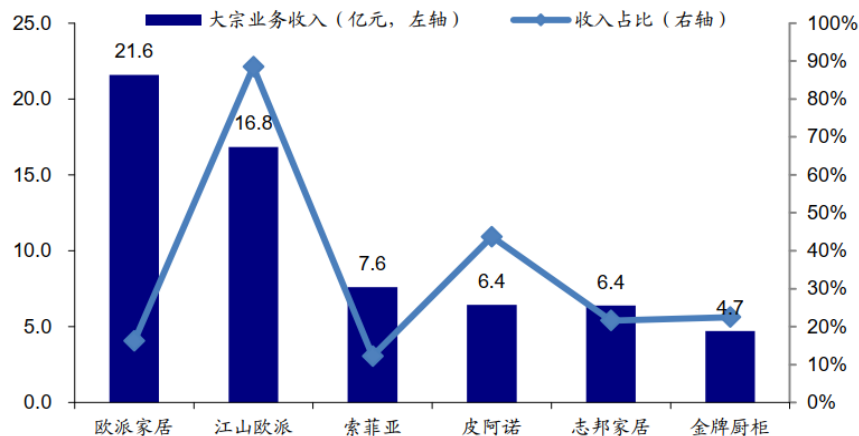
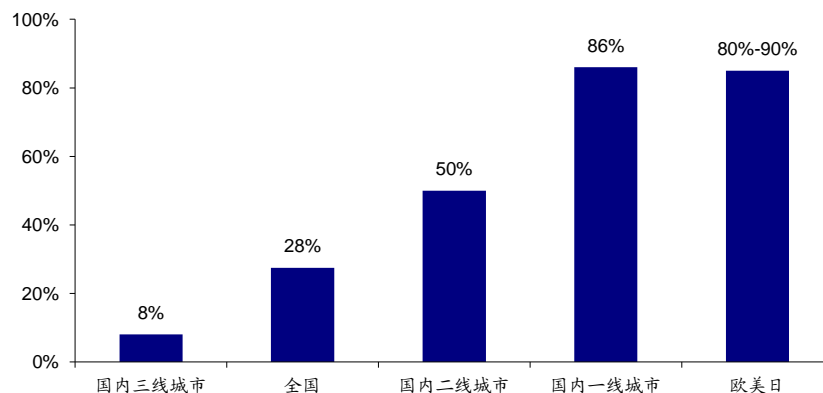


图 全国精装修比例有较大提升空间（2018年）



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.10 主要公司——索菲亚：大家居推进卓有成效，龙头迎来新成长

- **修炼内功，重构终端竞争力：**公司在产品、营销等方面积极改善，产品端增加对中高端产品的研发和推广，渠道方面加快速度更新店面形象，管理上加强对经销商的帮扶提升经营质量，信息化方面通过新软件投入提升订单转化率。
- **大家居势在必行，多品类协同发展：**公司发力厨柜木门等新品类，19年厨柜业务利润拐点已现；此外预计公司未来大家居积极推进整装渠道，并新开大家居店。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，地产增速持续下滑风险。

图 索菲亚收入及增速

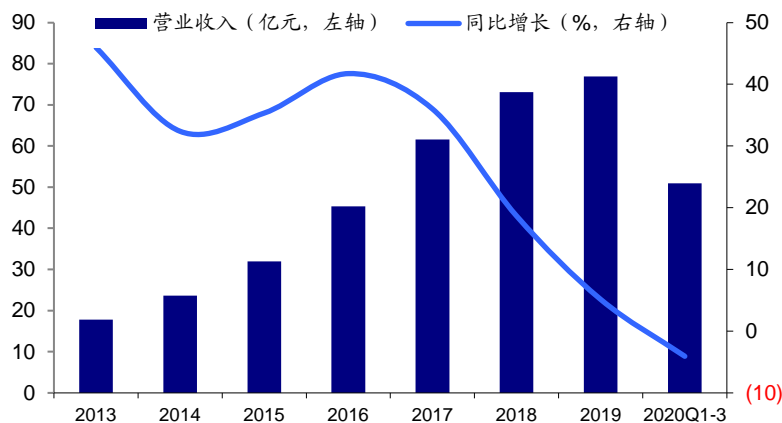
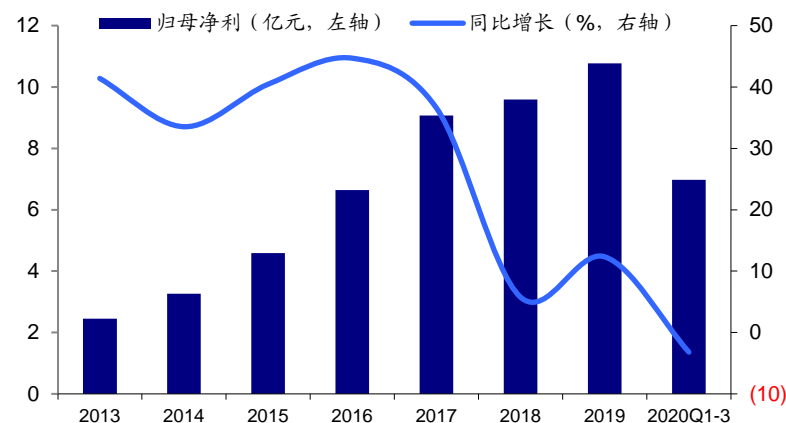


图 索菲亚归母净利润及增速



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.10 主要公司——欧派家居：业务多点开花，大家居打开长期成长空间

- **零售经销体系成熟，铸造核心竞争力：**公司拥有全国最优质经销体系，成熟完善的管理、考核、培训体系以及先发优势与长期积累的品牌形象造就强大经销体系。
- **进军整装市场，快速推行大家居模式：**公司整装大家居严格挑选当地排名前三的家装公司进行合作，我们看好整装大家居对于定制家居商业模式的升级以及客单价提升的空间，未来增长空间值得期待。
- **风险提示：**整装大家居模式发展不及预期，地产增速持续下滑风险。

图 欧派家居收入及增速

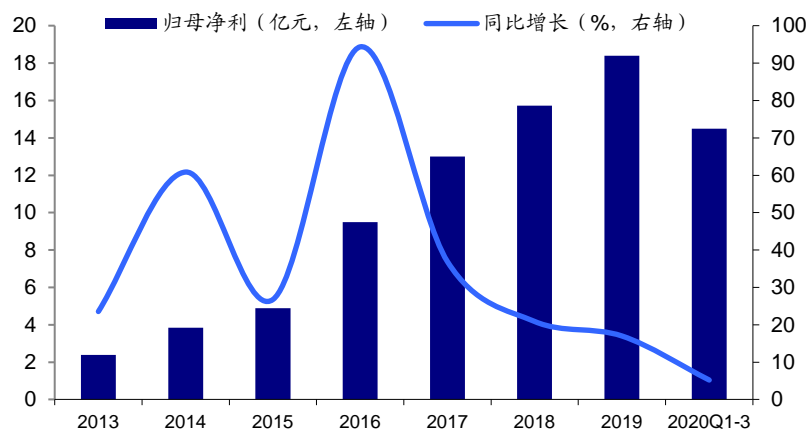
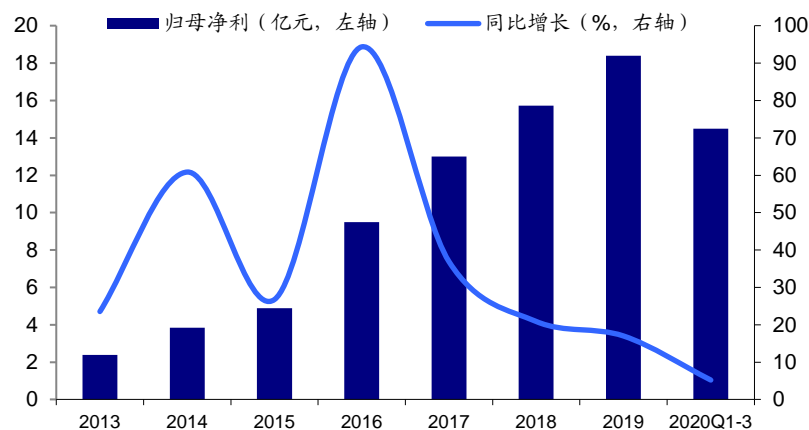


图 欧派家居归母净利润及增速



1. 家居：步入新阶段，行业集中成长无忧

1.10 主要公司——尚品宅配：领衔全屋定制，整装云布局商业新模式

- **领衔全屋定制，渠道布局前瞻：**公司全屋多品类整合能力优秀，门店前瞻性布局，购物中心店的管理运营能力逐渐成熟完善，单店收入与盈利性迅速提升；此外公司具备互联网基因，通过自建新居网O2O引流，实现线上线下一体化营销。
- **HOMKOO 整装云战略部署，有望打开新成长空间：**公司依托本身信息化优势，对中小装修公司全流程赋能，帮助其实现整装设计、材料采购、施工管控等全产业链打通；此外在部分城市实施自营整装积累整装经验，订单量增长迅速，未来有望打开公司新成长空间。
- **风险提示：**整装云及自营整装业务发展不及预期，地产增速持续下滑风险。

图 尚品宅配收入及增速

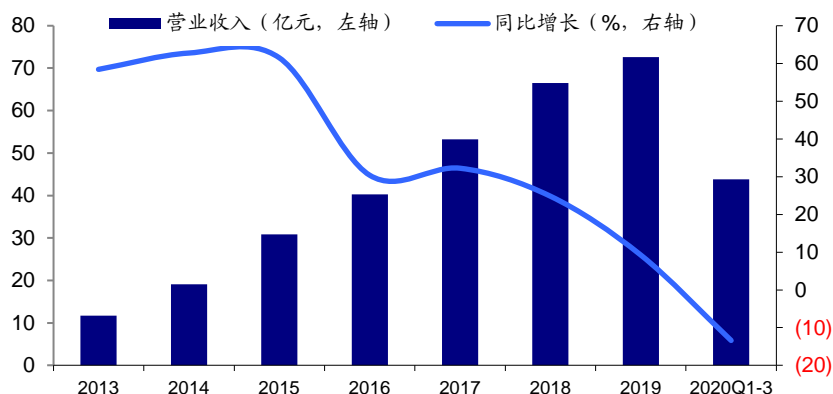
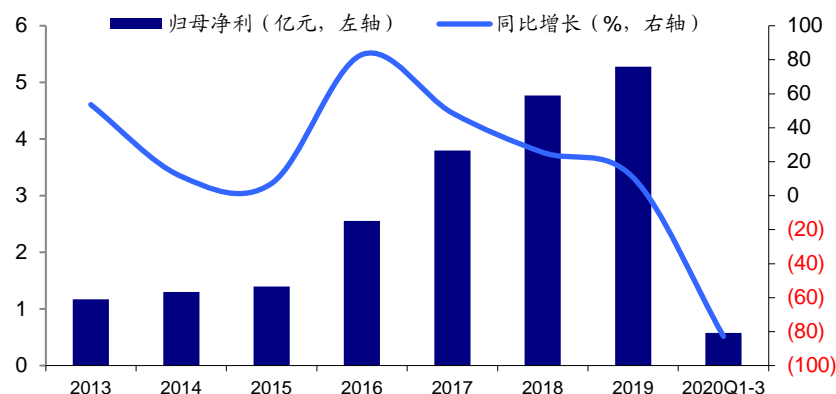


图 尚品宅配归母净利润及增速



2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

2.1 文化纸：高景气度有望持续到明年上半年

►文化纸价格20年3-4月由于疫情下跌幅度超过1000元/吨，自6月份以来行业需求回暖价格逐步提升，10月份铜版纸价格已接近去年同期水平。

►考虑到20Q4需求回暖，主要是由于招投标进行、党建需求上涨以及明年3月的教辅教材招投标，我们判断文化纸较高的景气度将会持续到明年上半年；

►原材料木浆方面，浆价经历长期底部后20Q3略有上涨，考虑到全球木浆需求仍偏弱，供给端相对充足，我们预计浆价上涨幅度有限。

图 文化纸价格走势

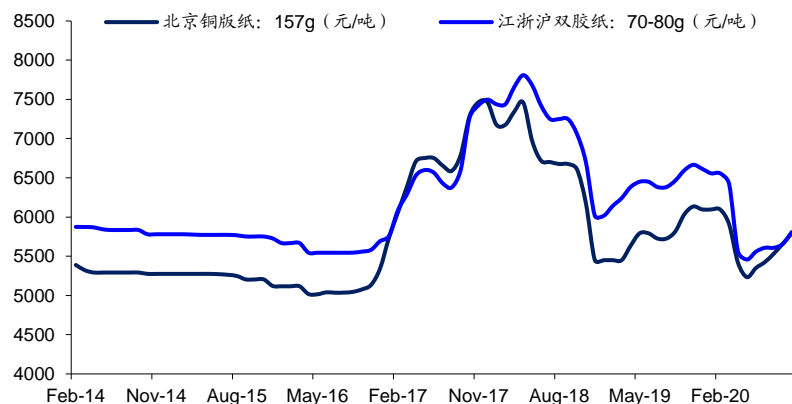
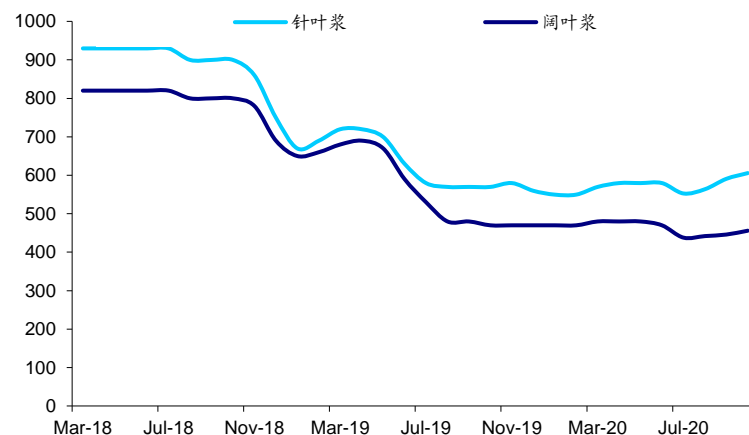


图 原材料木浆期货价格（美元/吨）



2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳



2.2 白卡纸：价格已至高位，长期多因素利好

►由于寡头垄断格局下纸厂议价能力提升，白卡纸价格Q3大幅上涨，盈利能力目前处于历史高位，短期来看，Q4季度由于需求持续复苏，短期无新增产能投产，我们判断短期价格以趋高为主；

►长期来看，一方面白卡市场将面临新产能投放的压力，另一方面产业链议价能力提升、以纸代塑政策推进、灰底白板纸的退出均长期利好白卡。

图 白卡纸价格走势

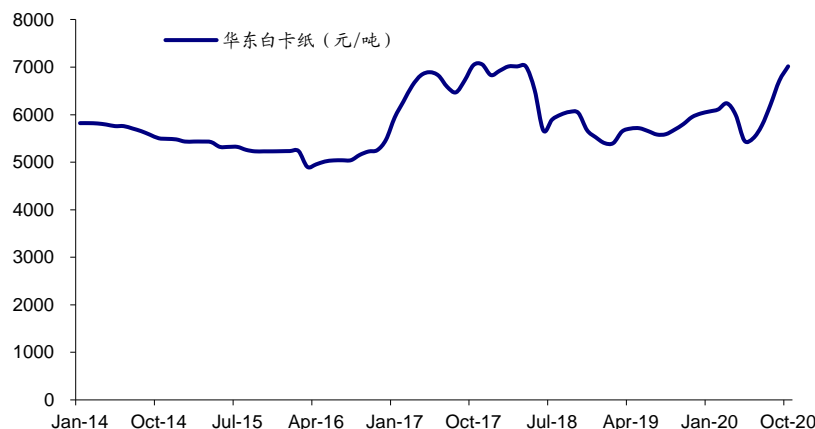


图 白板纸价格走势



2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

2.3 箱板瓦楞纸：废纸支撑纸价，行业集中度提升

- 行业仍处快速出清中小产能阶段：短期来看，Q4是箱板瓦楞纸需求旺季，随着双十二、元旦等节日的来临，需求将持续改善，我们判断后续价格上涨概率较大，中长期来看，行业新产能仍多，行业仍处于中小产能出清阶段。
- 废纸走势将成关键因素：之前由于外废大幅减少，纤维供应紧张的预期支撑国废价格。

图 废纸进口量持续大幅减少

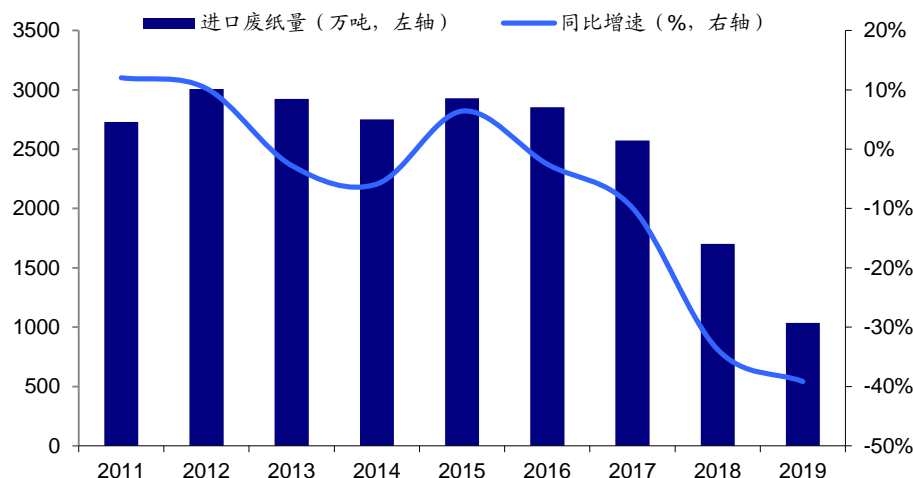
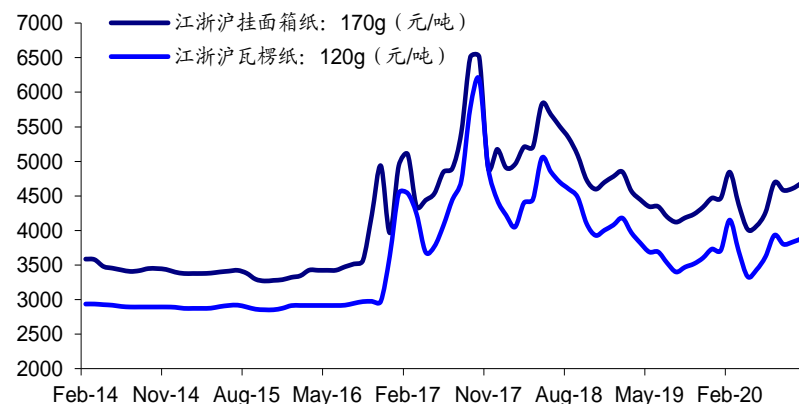


图 包装纸价格走势



2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳



2.4 龙头成本优势持续增强，长期盈利逐步趋稳

- 龙头公司凭借成本、管理以及林浆纸一体化优势，我们认为能够长期稳健保持高盈利水平。
- 龙头成本优势持续增强：经历多轮造纸行业周期后，造纸行业已呈现与前几轮周期明显不同的行业特点，具体表现为造纸龙头企业的生产成本优势持续在增强，一方面原因是更加严格的环保要求以及新建项目要求规模提升，导致中小造纸企业的生产成本持续提升；另一方面以上市公司为代表的造纸龙头企业通过浆纸一体化以及规模优势持续降低生产成本。

图 大纸厂年化ROE情况 (%)

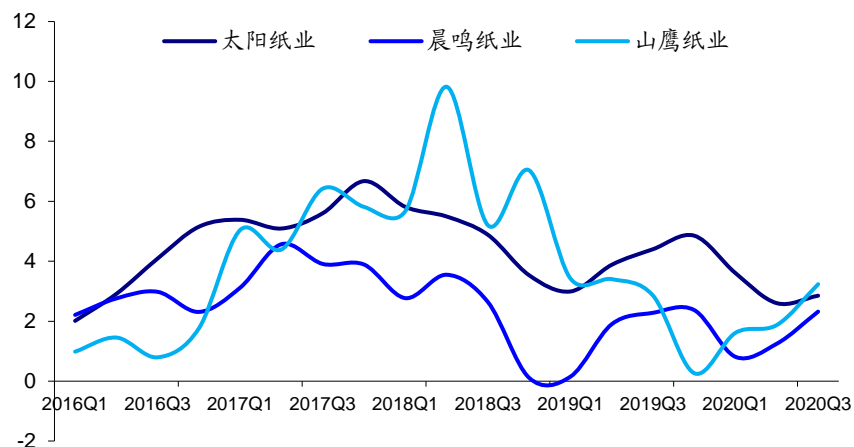
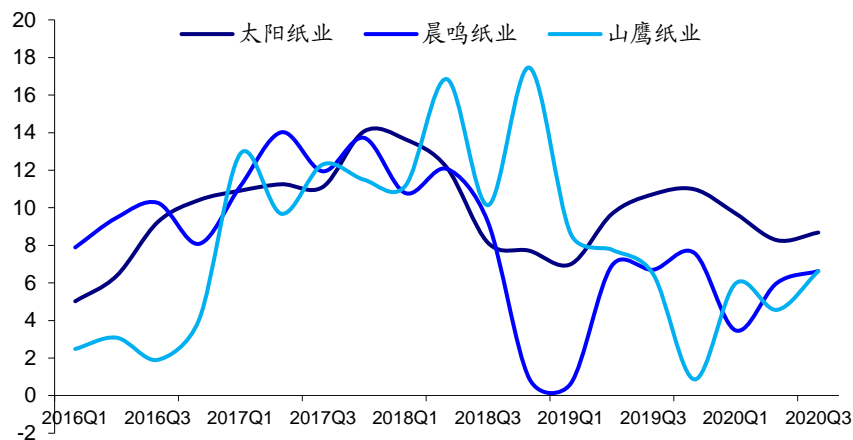


图 大纸厂净利率情况 (%)



2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

2.5 主要公司——太阳纸业：多元布局穿越周期，成本优势铸造壁垒

- 公司具备林浆纸一体化能力，成本优势凸显，管理优异叠加原材料布局已构建明显护城河；
- 近年来仍有较多产能释放，包括老挝120万吨造纸项目、兖州45万吨特色文化纸项目、以及广西北海林浆纸一体化项目等，我们测算到2025年公司总产能将超过1000万吨，新项目将保障公司长期成长性；
- 风险提示：原材料价格波动，行业竞争风险。

图 太阳纸业收入及增速

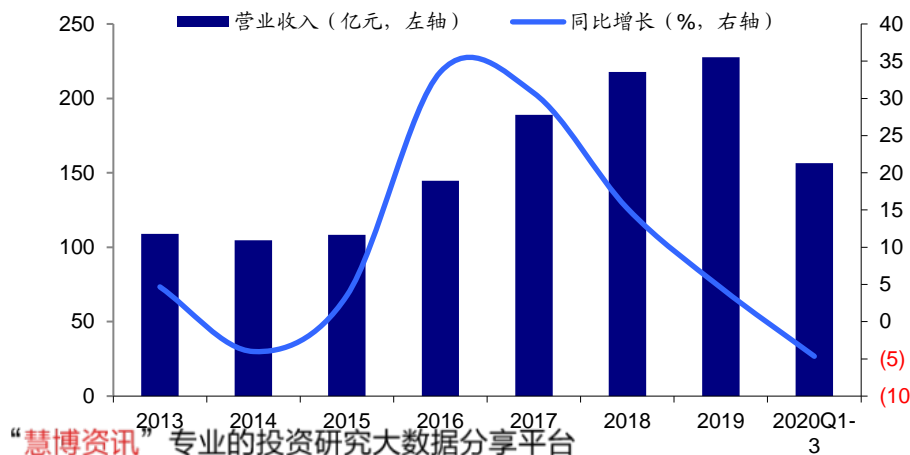
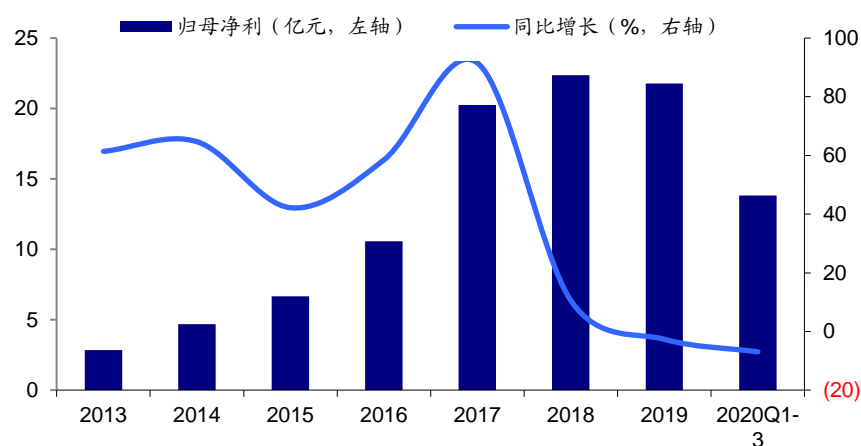


图 太阳纸业归母净利润及增速



3. 包装：二片罐拐点已现，多元化保障成长

3.1 金属包装：供需结构拐点已现，盈利进入向上阶段

►供需格局拐点已现，盈利进入向上阶段：金属二片罐行业目前已进入新增需求大于新增产能的阶段，随着中小产能进一步出清，啤酒罐化率加速提升，行业供需格局将进一步优化，行业盈利能力将明显回升。

►下游啤酒行业盈利向好，替代品玻璃瓶回收成本提升：除供需结构外，下游啤酒行业的盈利性好转、以及替代品玻璃瓶的回收成本提升，是二片罐行业盈利提升的重要因素。

图 两片罐行业产能需求及产能情况

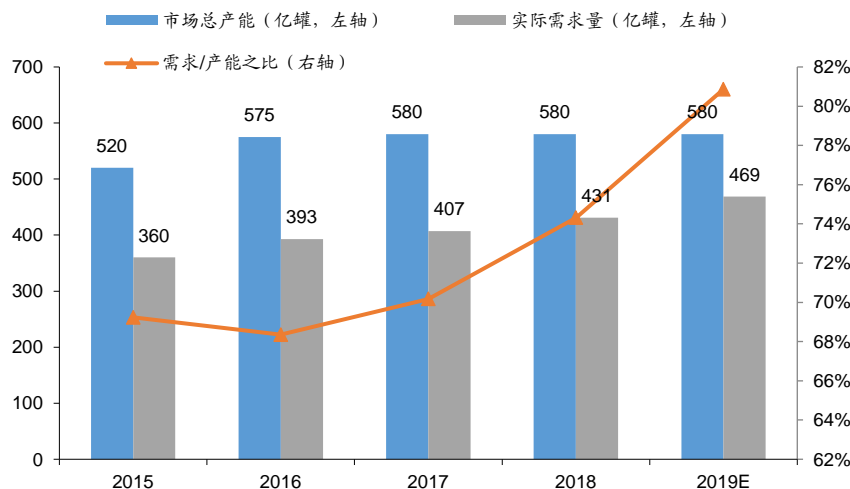
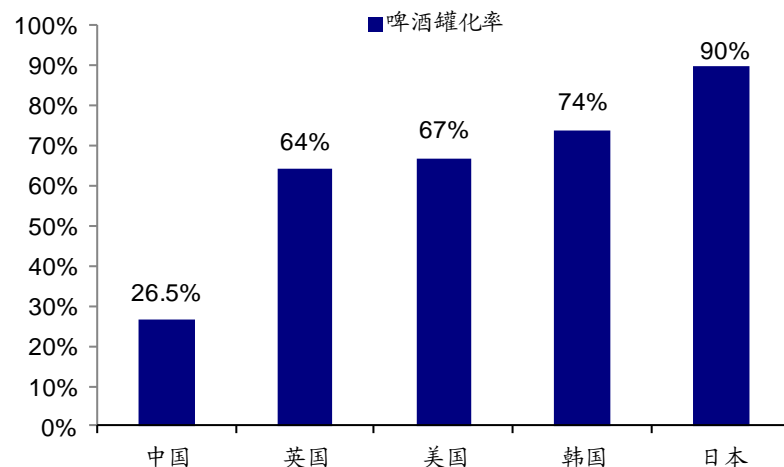


图 啤酒罐化率比较（2018年）

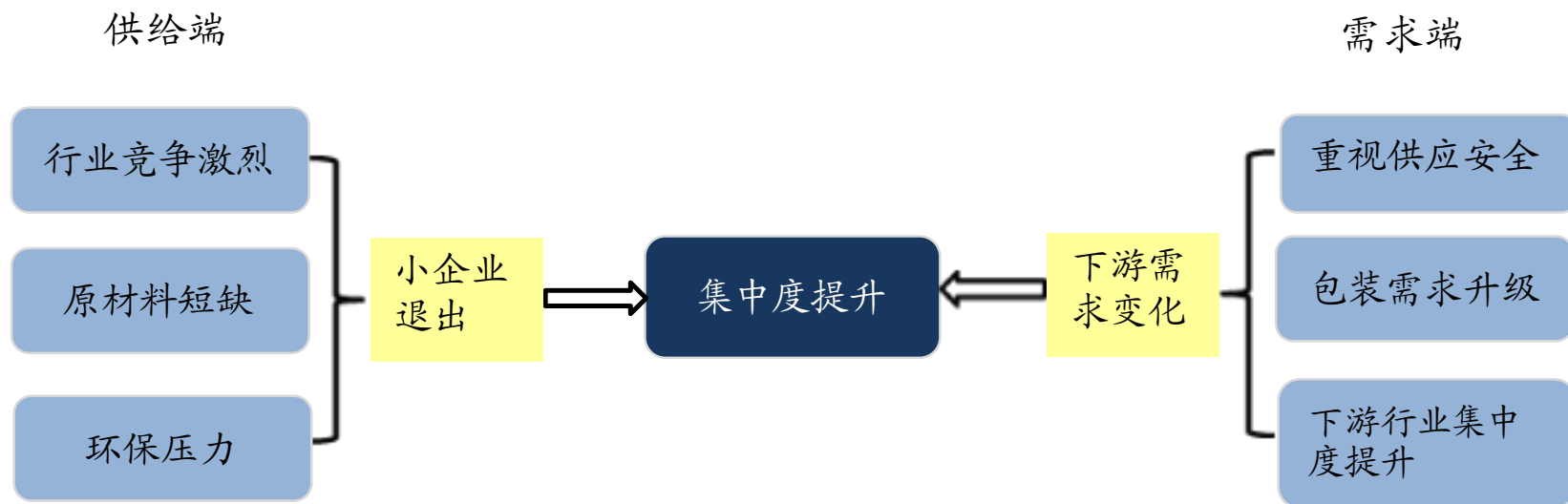


3. 包装：二片罐拐点已现，多元化保障成长

3.2 纸包装：份额向龙头集中，多元化业务保障成长

- 近年来原材料价格波动，小厂现金流压力增加经营不稳定，供应稳定以及服务质量的重视导致订单向包装龙头集中趋势显著。
- 龙头包装行业下游需求目前较为稳定，中长期行业仍处洗牌集中度提升阶段，龙头通过多元化客户结构保障长期成长，以及提升产业链议价能力。

图 供需共振驱动行业集中度提升



3. 包装：二片罐拐点已现，多元化保障成长

3.3 裕同科技：5G驱动新成长，看好多元化成长布局

- 5G换机潮将至，电子消费业务迎拐点：20年以来5G商用启动，换机潮逐步来临，裕同凭借自身较强的研发设计、供应服务等综合优势，公司消费电子包装业务将有望实现稳定快速增长。
- 客户多元化卓有成效，多领域发力驱动长期成长：公司积极布局酒包、烟标、化妆品等业务，多元化业务结构将为公司带来新增量。
- 风险提示：客户拓展不及预期，原材料价格波动风险。

图 裕同科技收入情况

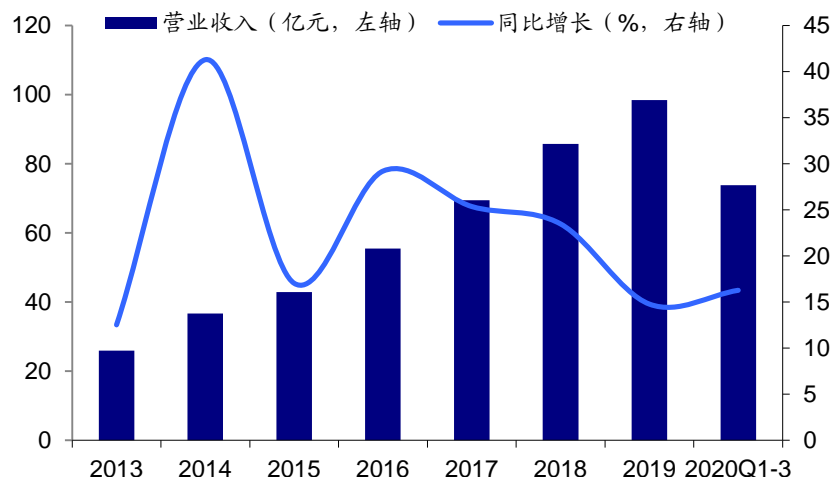
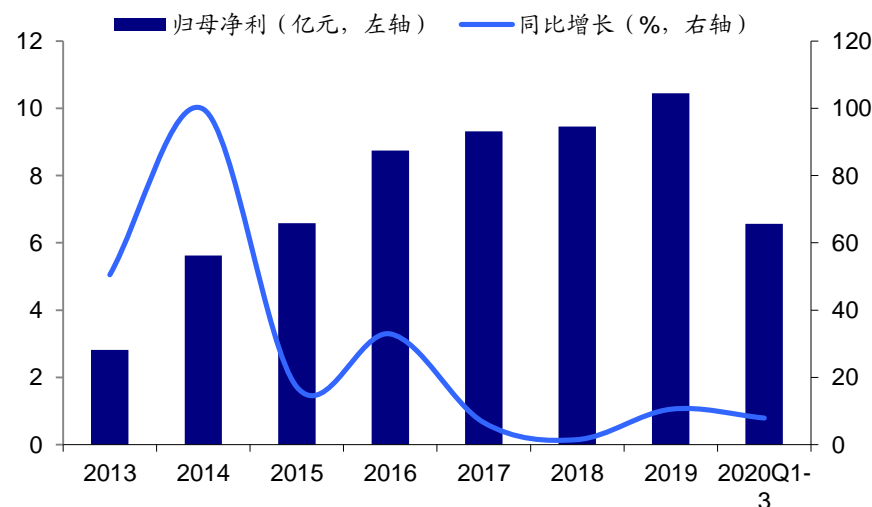


图 裕同科技净利润情况



4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

4.1 电子烟：市场空间广阔，政策不改快速扩容趋势

- 根据思摩尔国际招股说明书援引弗若斯特沙利文数据，2014年至2019年，全球雾化电子烟市场规模复合增速达到24.2%，下一个5年预计年复合增速将达到24.9%，市场空间将从2019年的367亿美元上涨到1115亿美元；HNB市场集中于日韩，19年全球市场规模约129亿美元。
- 2020年全球疫情及美国调味烟禁令对终端销售带来一定冲击，但烟民对尼古丁需求相对刚性，总体不改电子烟市场快速扩容、渗透率持续提升趋势。

图 雾化电子烟市场空间

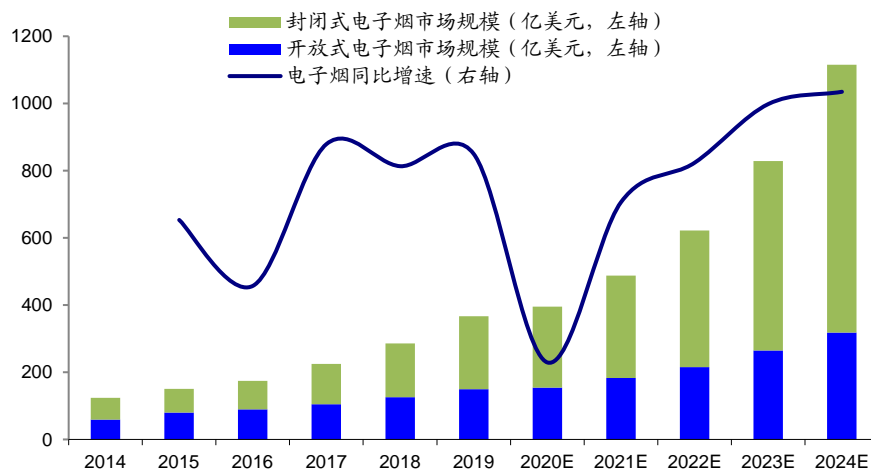
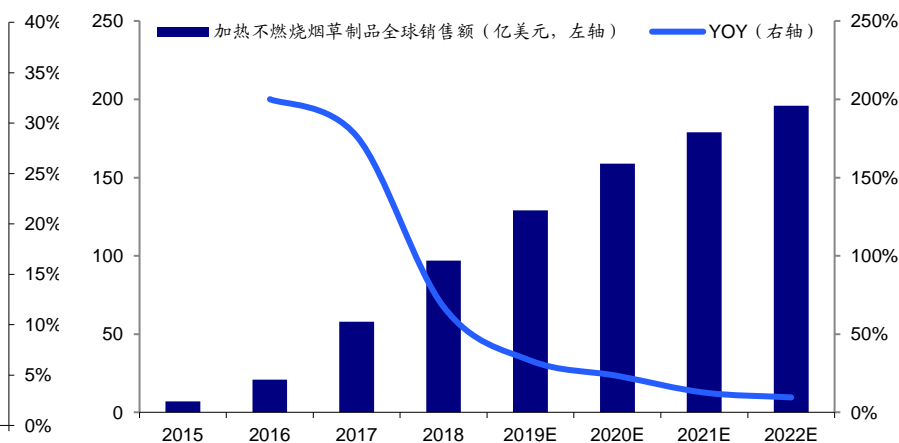


图 HNB市场空间情况



4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

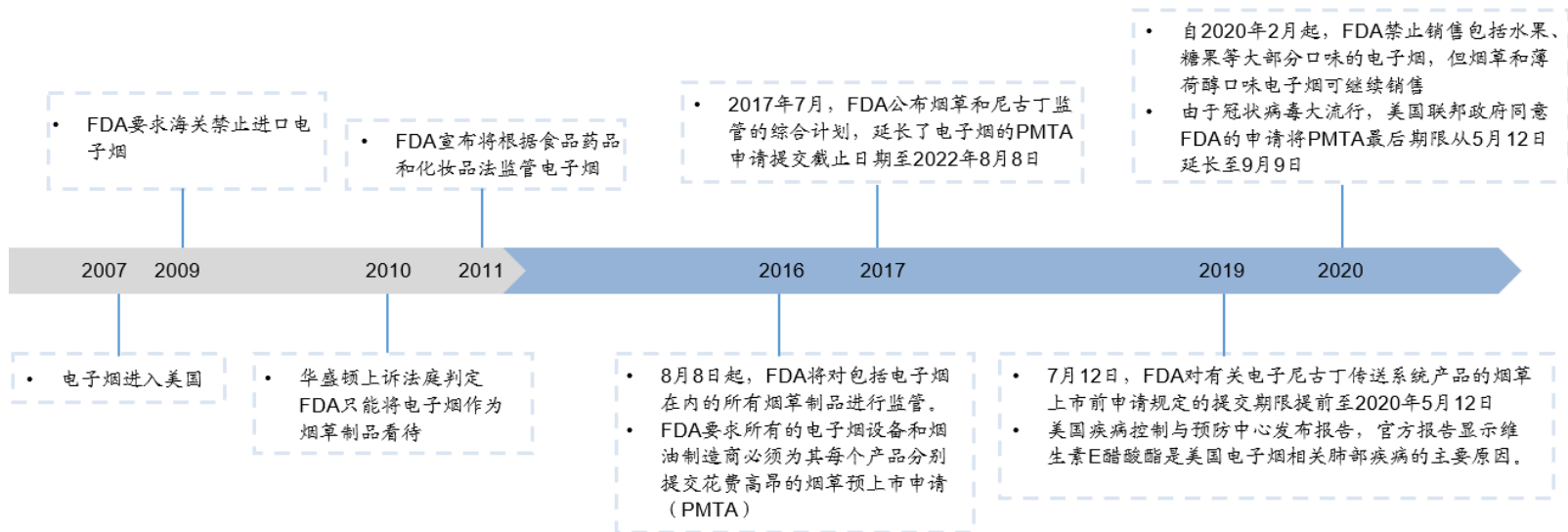


海通证券
HAITONG

4.2 PMTA迅速洗牌行业，利好行业龙头集中

- 2020年9月9日 PMTA 提交截止，未提交 PMTA 的电子烟产品将被清理出美国市场，完成PMTA的过程昂贵且复杂，小品牌无力负担高昂费用，我们预计2021年头部公司将明显受益于 PMTA 推进带来的行业集中度提升。
- 我们认为FDA的核心思路是留下合规的大品牌易于监管，类似于当前的烟草行业。

图 美国雾化电子烟发展历史



4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

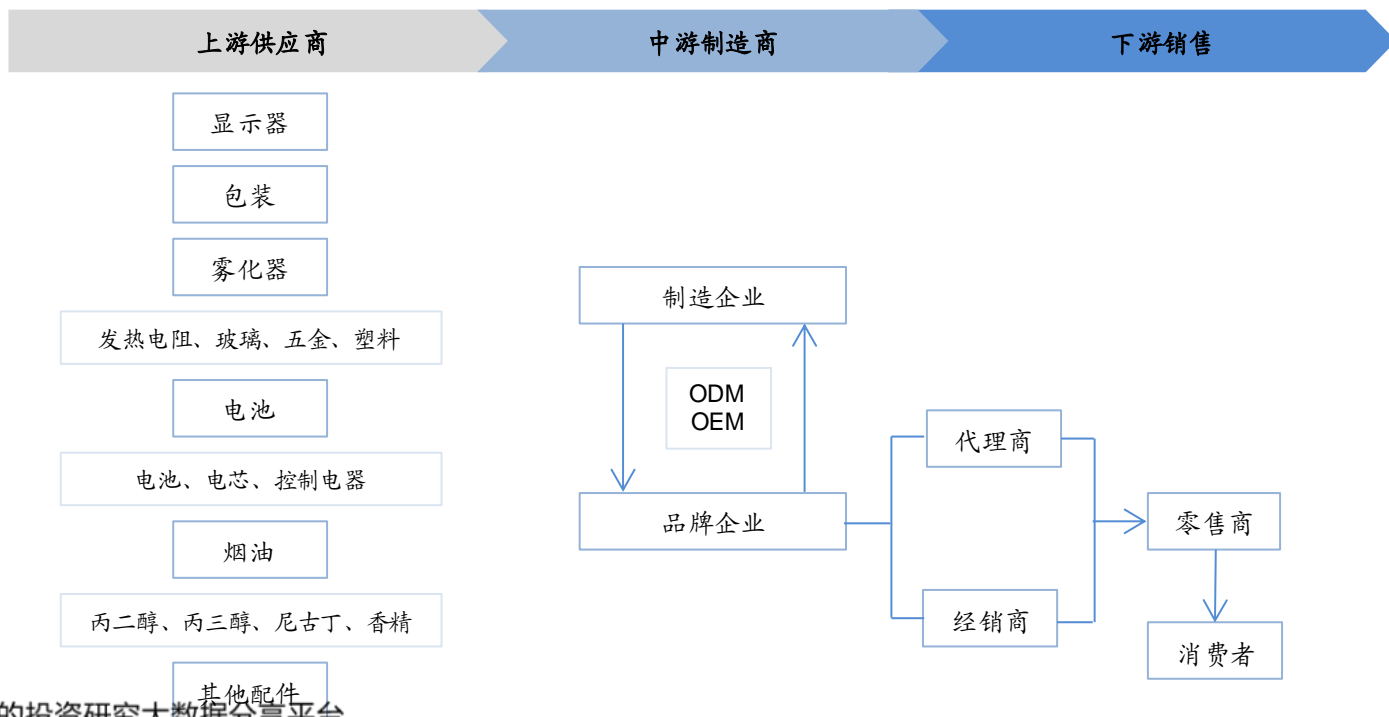


海通证券
HAITONG

4.3 国内政策有望落地，关注相关受益公司

- 对于雾化电子烟，我们判断即将通过的强制性国标将对尼古丁浓度、添加剂有管制要求，行业品牌经营我们判断可能采取领牌（注册，许可）制度，并对于尼古丁征收消费税等。
- 我们判断未来中烟专卖可能性较大，长期来看，由于加热不燃烧产品其口感更被传统烟民认可，相较于雾化烟更可能成为国内电子烟发展的主旋律。

图 我国雾化电子烟产业链



4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

4.4 主要公司——思摩尔国际：“雾”起云涌，技术引领行业变革

- 公司研发能力强大，已申请专利数量达到1500余项，其研发的FEELM陶瓷加热技术获得全球行业权威大奖—金叶奖。
- 19年雾化设备制造市场规模约67亿美元，其中公司份额为16.5%，由于其优秀的研发能力份额遥遥领先其他竞争对手。
- 风险提示：电子烟政策风险，下游客户增长不及预期。

图 思摩尔国际收入及增速

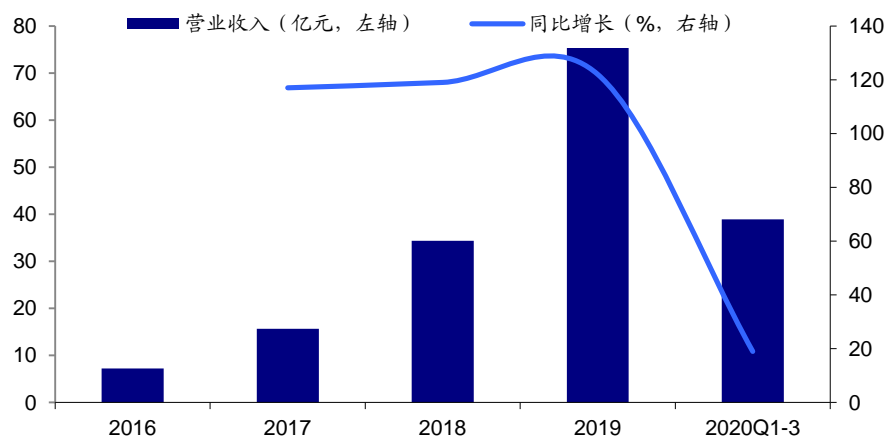
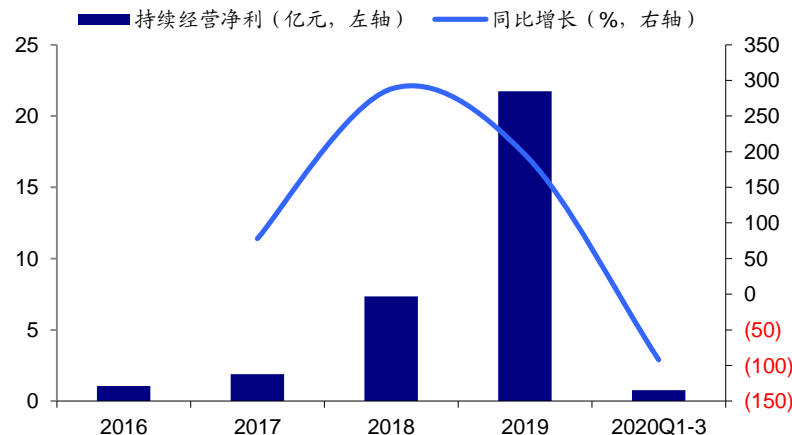


图 思摩尔国际归母净利润及增速



4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

4.4 主要公司——盈趣科技：UDM模式智能制造，高增长仍将持续

- **核心研发制造能力&客户深度绑定形成高壁垒：**在盈趣的UDM模式下，客户的产品高度定制化，单一产品主要向单一客户专供，盈趣与客户在产品各个流程深度合作，并且具备核心研发制造能力，客户粘性高，并且具备核心研发制造能力，符合工业制造智能化趋势。
- 盈趣作为PMI电子烟产品二级供应商，产品生产加热棒和外壳精密塑胶件，考虑到IQOS全球的快速增长以及北美市场销售，我们预计有望给IQOS产品带来新的增长动力。
- **风险提示：**下游客户需求波动风险。

图 盈趣科技收入及增速

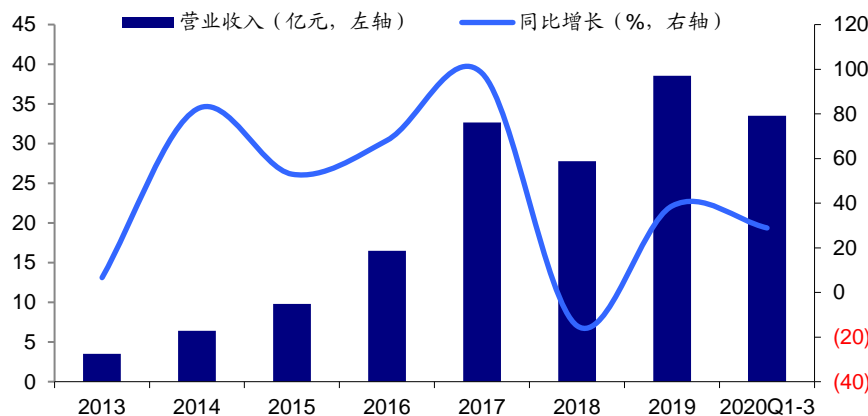
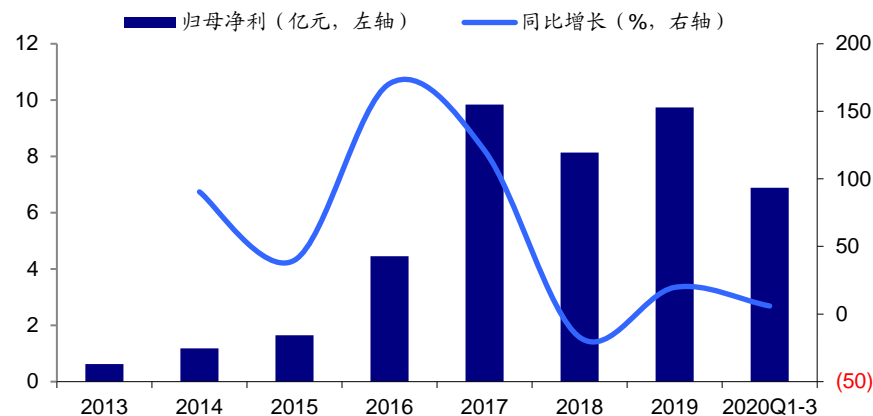


图 盈趣科技归母净利润及增速



5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化

5.1 文具：行业步入成熟阶段，品牌商迅速崛起

- **品牌文具商崛起迅速：**品牌文具制造商向下游延伸，依靠品牌力及完善产品线打造自身品牌的样板店和加盟店，品牌化能够助力终端门店运营效益提升；
- **目前文具行业已进入相对成熟阶段，并形成双雄格局：**我们认为，晨光在学生文具端、得力在办公文具，凭借品牌营销及成熟的分销体系已形成明显壁垒。

图 文具行业市场竞争格局



图 政府集采大势所趋



5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化



5.1 文具：行业步入成熟阶段，品牌商迅速崛起

- 集中化采购大势所趋，办公用品市场格局洗牌：自2015年以来国家多次发布政策推进政府、国企办公物资集采；随着政府与大型企业招投标的规范化，办公用品市场格局将重新洗牌；
- ToB产品种类包括设备、文具、办公家居、以及MRO（维护维修安防等）类产品；我们预计，市场空间超万亿；
- 做好办公直销的核心能力在于产品供应链及交付能力，我们认为在服务专业度方面晨光、得力、齐心优势领先，且能提供个性化服务；京东苏宁天生在物流仓储及价格具备优势。

表 办公用品市场竞争态势

	代表企业	优势	发展状况
外资供应商	史泰博、欧迪、Askul	进入中国市场早，品牌知名度高，国际客户资源积累丰富、专业化能力强	管理体制导致普遍亏损，已基本退出国内市场竞争
本土供应商	得力、齐心、科力普、领先未来	了解国内政府企业文化、专业化服务能力强	近年发展迅速，规模不断扩张，市场份额提升迅速
网络供应商	京东、苏宁	自有电商平台流量入口，物流仓储供应链能力较强	目前办公直销业务非电商核心
各地经销商	-	与区域企业关系紧密	主要面对中小客户，面临专业化供应商竞争压力增大

5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化

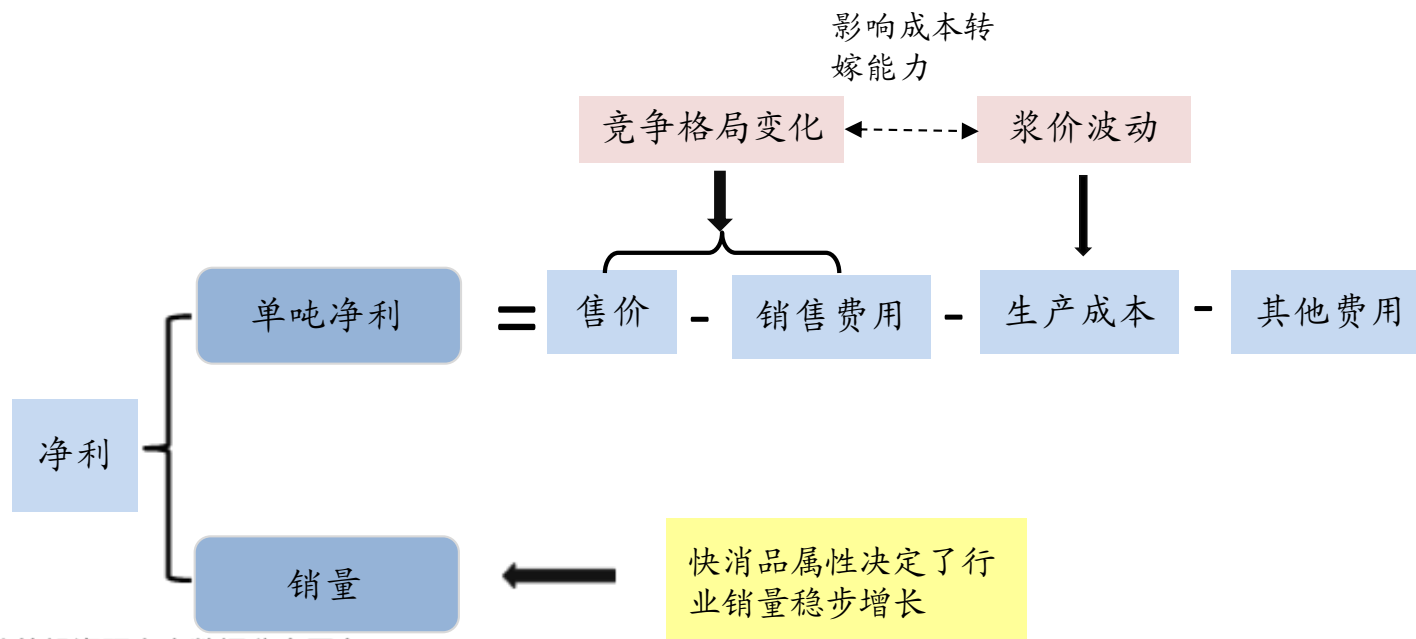


海通证券
HAITONG

5.2 生活用纸：行业步入成熟阶段，品牌商迅速崛起

- 生活用纸行业需求增长较为稳定，产品单价低作为必需消费品受宏观因素影响较小，供给波动是导致行业盈利周期的主要因素。
- 纸浆占到生活用纸企业生产总成本的60%以上，终端价格则较为刚性，因此18年末至今浆价下行明显，生活用纸企业享受明显成本红利。

图 影响行业盈利水平因素



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：中顺洁柔历年年报，海通证券研究所

5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化

5.2 生活用纸：行业步入成熟阶段，品牌商迅速崛起

- 全球产能利用率趋势下行，供需关系缓解。我们认为，2018-2019年产能利用率从2017年92%回调至89-90%水平；20年由于全球疫情因素导致供大于需的供需结构。
- 受益木浆价格低位，成本红利仍将持续。浆价目前已处于历史价格底部，未来考虑到全球供需仍松，我们认为浆价大幅反弹可能性较小，生活用纸企业将持续受益于浆价低位带来的利润弹性。

图 全球木浆产能利用率预测

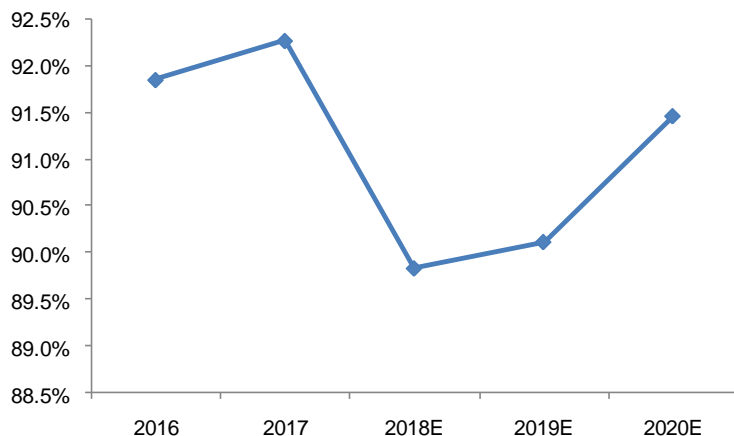
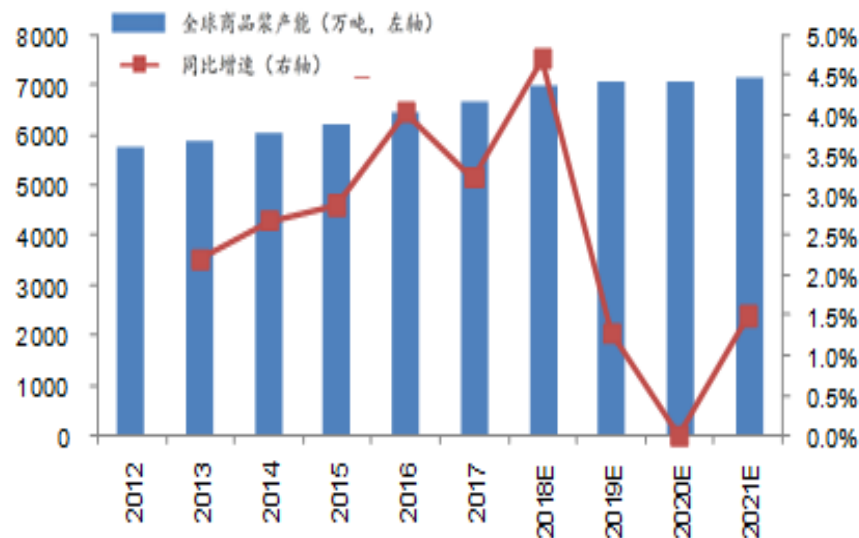


图 全球商品浆供应情况



5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化



海通证券
HAITONG

5.3 个护用品：市场稳健增长，产品结构提升

- 女性个护市场整体平稳，产品结构提升明显：目前我国女性卫生巾行业渗透率已达成成熟市场水平，市场增长依赖产品结构提升，行业格局相对稳定，本土企业综合竞争力较强。
- 婴儿个护格局变迁，行业处于快速增长期：婴儿个护用品表现量价齐升，行业中高端市场份额外资仍占据较大比重，我们认为伴随着渠道变革及新零售品牌成长，国产品牌逐步崛起行业格局开始变化。

图 吸收性卫生巾市场规模

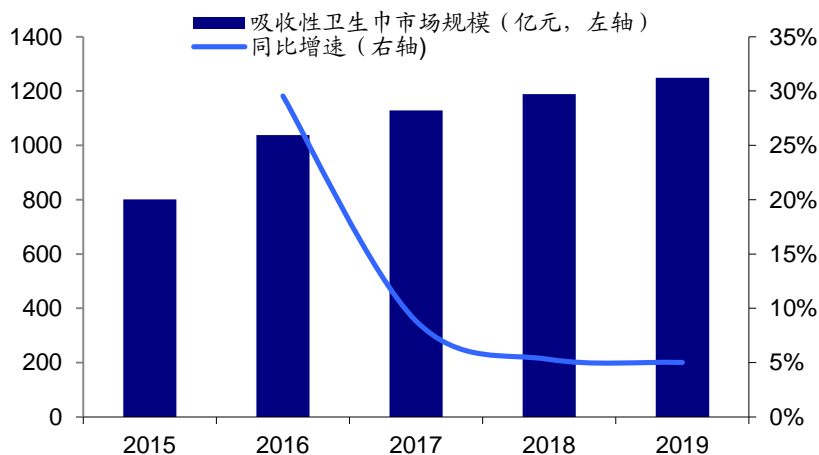
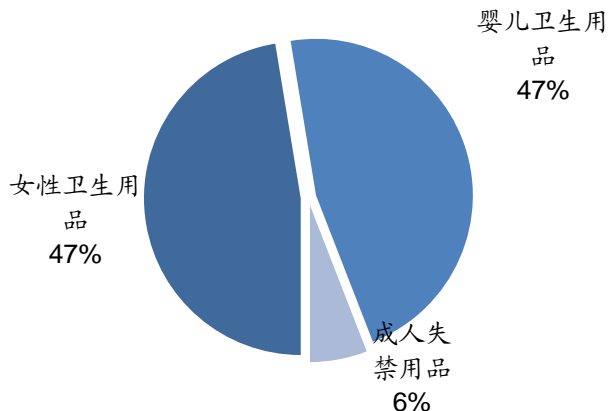


图 2018年吸收性卫生巾市场份额占比



5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化

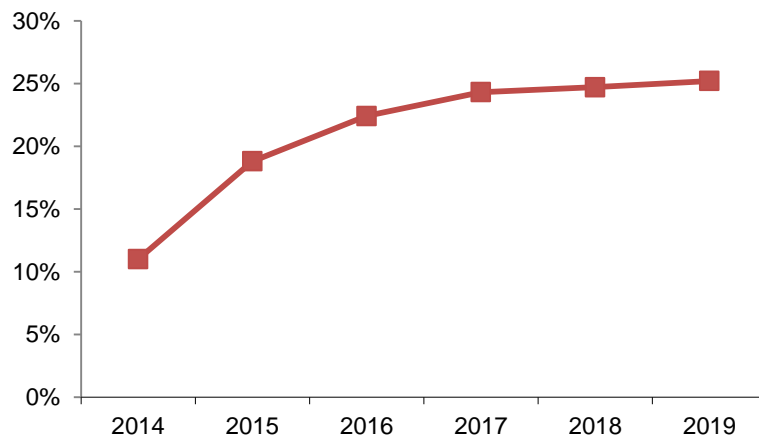
5.3 个护用品：市场稳健增长，产品结构提升

- 国产品牌崛起，弯道超车机遇。个护作为偏标准化的消费品，目前行业电商渗透率快速提升，营销和销售线上化趋势十分明显，各类新零售业态渠道发展迅速，为具备产品竞争优势的国产品牌提供弯道超车机遇。
- 看好技术优势突出的产品供应商成长性。在新零售业态变革背景下，我们看好制造及技术实力突出、规模优势明显的产品供应商成长性，建议关注豪悦护理、百亚股份。

图 新零售背景下母婴品牌商与制造商合作图



图 母婴电商渗透率持续提升



5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化



海通证券
HAITONG

5.4主要公司——中顺洁柔：长期成长无忧，短期弹性释放

- 行业竞争格局向好：近年来生活用纸需求稳定增长以及新增产能规模减少，行业供需持续改善，原材料价格波动以及环保原因，大量中小产能去化，企业处于良好发展时期。
- 成长路径清晰，市占率有望持续提升：目前洁柔在生活用纸行业市占率约6%，我们判断提升空间仍然较大，一方面公司继续在空白市场加速布局以及存量市场继续深耕，另一方面公司将启用“太阳”品牌实现价格带的下沉，此外公司开发“朵蕾蜜”系列进军女性用品领域；
- 风险提示：原材料价格波动，行业竞争风险。

图 中顺洁柔收入及增速

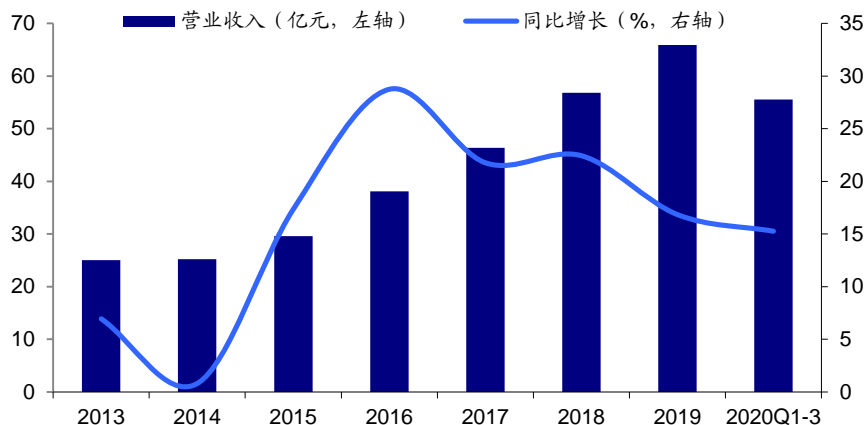
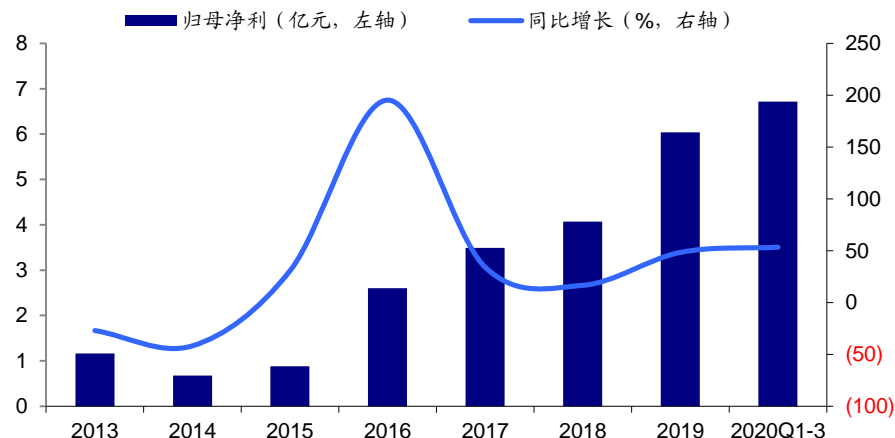


图 中顺洁柔归母净利及增速



5. 其他轻工：顺应消费升级，必选白马结构优化



海通证券
HAITONG

5.4主要公司——晨光文具：笔尖起舞，文具龙头打造中国“史泰博”

- **传统业务已建立护城河：**公司在渠道端经销网络高效稳定、终端门店资源丰富，已建立起高行业壁垒，并不断推进渠道优化、产品升级，实现主业稳定增长。
- **科力普切入办公直销领域，打造中国“史泰博”：**公司在产品、物流、销售以及管理上都具备明显优势，竞争能力领先同业，随着规模效应以及产品、客户结构的优化，盈利能力将有所提升；
- **精品文创打造文化创意品牌：**目前九木杂物社注重店面质量提升，在设计研发、零售管理上具备优势，公司有望通过精品文创给晨光带来品牌转变与利润贡献的双重收益。
- **风险提示：**新业务拓展不及预期。

图 晨光文具营收及增速

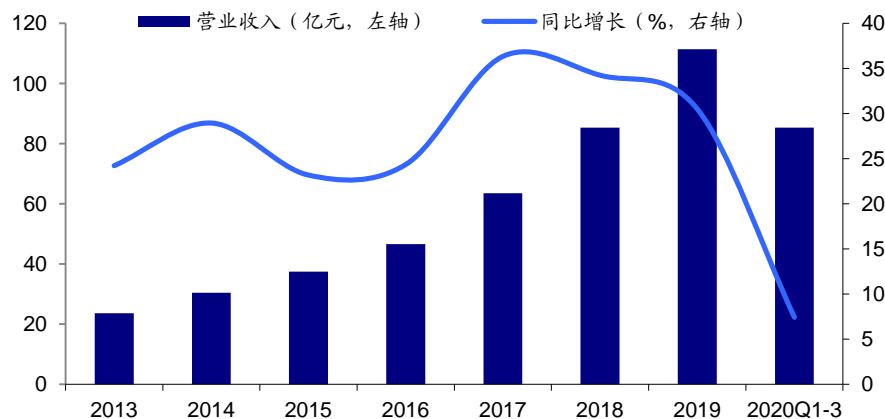
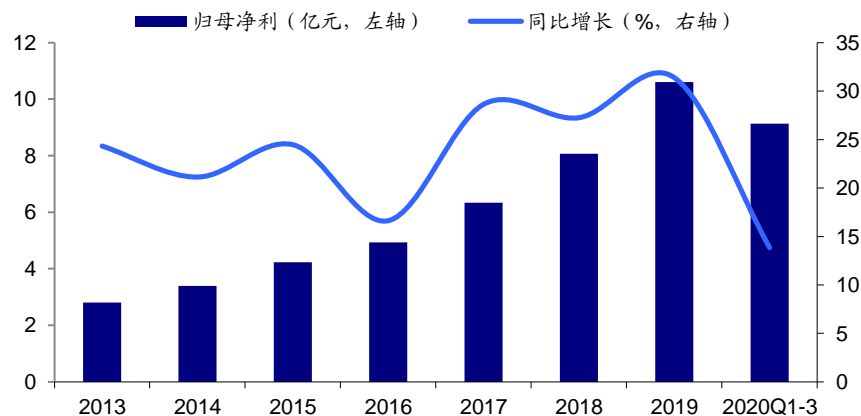


图 晨光文具归母净利及增速



6. 投资主线和盈利估值

（1）低估值长期高成长性的家居行业。销售面积数据体现出地产韧性，竣工数据有望逐步改善，我们判断20年Q3以来的需求回暖将会持续至21年；另一方面，家居龙头仍然保持较高成长性，通过渠道&品类的多元化实现长期高成长，我们看好家居龙头**欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居**。

（2）关注景气度持续提升的造纸行业。20年三季度以来需求回暖，为涨价创造良好供需环境，21年我们认为造纸板块的景气度仍将维持较好水平，重点推荐文化纸龙头**太阳纸业**，箱板瓦楞纸龙头**山鹰纸业**。

（3）关注成长行业白马龙头。（A）推荐生活用纸行业龙头**中顺洁柔**：浆价低位成本红利仍在持续，公司渠道成长空间仍大，未来能够通过新区域覆盖以及老区域深耕实现营收端的稳定增长；（B）文具行业市场空间大，并且具有较好的业务延展性，近年来随着办公集采趋势显现以及文娱新零售的发展，势必将提供新的成长空间，继续看好文具龙头未来三到五年的快速成长期，推荐**晨光文具**。

6. 投资主线和盈利估值

核心标的盈利预测与估值

标的	代码	eps (元)			同比增速		PE (倍)		
		2019	2020E	2021E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
欧派家居	603833.SH	3.13	3.46	4.12	-21.00%	19.08%	31.44	39.79	33.42
索菲亚	002572.SZ	1.18	1.26	1.47	6.78%	16.67%	24.96	23.37	20.03
尚品宅配	300616.SZ	2.66	2.75	3.34	3.38%	21.45%	23.74	22.97	18.91
志邦家居	603801.SH	1.48	1.53	2.01	3.38%	31.37%	29.61	28.65	21.81
太阳纸业	002078.SZ	0.84	0.8	1.12	-4.76%	40.00%	19.68	20.66	14.76
山鹰国际	600567.SH	0.3	0.33	0.42	10.00%	27.27%	11.50	10.45	8.21
裕同科技	002831.SZ	1.19	1.37	1.74	15.13%	27.01%	25.37	22.04	17.35
中顺洁柔	002511.SZ	0.46	0.68	0.83	47.83%	22.06%	44.91	30.38	24.89
晨光文具	603899.SH	1.14	1.28	1.62	11.30%	26.56%	68.48	61.52	48.61
居然之家	000785.SZ	0.52	0.29	0.51	-44.23%	75.86%	16.44	29.48	16.76
美凯龙	601828.SH	1.26	1.29	1.56	2.38%	20.93%	7.48	7.30	6.04

“慧博资讯”专业的投资研究大数据平台 11月23日 11月23日 收盘价

（1）地产销售面积增速下行风险：家居行业作为地产后周期行业，其景气度受到地产销售影响，21年地产住宅销售面积增速有下行风险，可能持续影响家居行业客流量。

（2）原材料价格波动风险：造纸包装等行业其盈利性收到原材料价格波动影响较大，若原材料价格持续上涨对公司业绩将造成波动。

（3）政策风险：电子烟行业面临行业监管政策风险，若政策落地不及预期，或对于雾化产品管控严格或影响相关企业短期业绩。

（4）大客户业绩波动风险：包装企业由于与下游大客户深度绑定，若下游大客户需求变化，将会影响包装企业业绩。

分析师声明

赵洋

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

造纸轻工研究团队：

分析师：赵洋

SAC执业证书编号：S0850517100001

Tel:(021)23154126

Email:zy10340@htsec.com

信息披露和法律声明



投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>