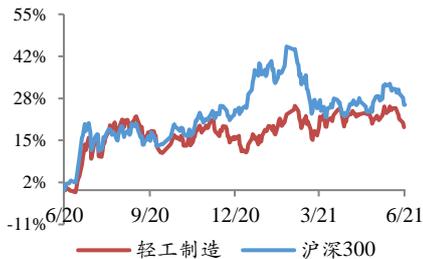


晨光 2021H 业绩预增，看好床垫龙头慕思成长

行业评级：增 持

报告日期：2020-07-03

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_行业月报_轻工制造：竣工反弹，家居卖场景气高，皮革和海运价格高位运行》2021-06-21

主要观点：

● 本周专题：慕思股份招股书（申报稿）拆解，看好床垫龙头成长。

中国床垫行业增速高于其他主要床垫消费国增速，但行业渗透率与行业集中度仍然偏低。随着我国居民人均可支配收入的持续增长，消费者对家具的外观、功能、质量要求越来越高，具有品牌化和规模化优势的床垫企业拥有更广阔的发展空间。

慕思股份作为国内床垫行业的龙头企业，深耕健康睡眠领域十余年，目前已形成 7 大主力品牌，构建了全方位的品牌矩阵，有效满足不同消费人群的健康睡眠需求。公司旗下床垫与床架产品收入稳步增长，毛利率保持稳定。

公司定位高端，持续加大营销投入和渠道建设。公司销售费用近年来维持高位，定位高端，多元化的营销手段抢占消费者心智。除了传统经销渠道实力强劲外，公司积极布局线上渠道。目前公司销售渠道已形成以经销为主，直营、直供、电商等多种方式为辅的多元化、全渠道销售网络体系。

● 本周观点。

家居板块：家居景气度仍保持高位，关注龙头中报业绩弹性。受益于地产端销售回暖与竣工反弹，叠加海外地产复苏和渠道补库存，预计内外销景气度仍将持续。2021 年上半年家居龙头进一步加大营销投放和渠道建设。我们认为今年上半年龙头市占率稳步提升，盈利能力有望得到明显改善，看好龙头业绩弹性。

造纸板块：箱板瓦楞景气度提升，木浆系仍处下行期。本轮由于进口减少形成的原材料缺口，叠加纸厂协同提价，使得废纸浆在淡季价格仍然坚挺。随着下半年箱板纸旺季到来，废纸系仍有较大价格提升空间。木浆仍处于下行期，行业淡季下游需求走弱。但规模纸厂挺价意愿较强，部分纸厂淡季停机减产。预计短期内木浆价格仍将继续调整，行业旺季在即，伴随下游需求恢复，价格或有回暖。

必选轻工板块：文娱轻工消费属性较强，伴随着后疫情时期生产经营恢复正常，景气度也随之提升。

● 投资建议

软体家居持续推荐顾家家居。定制家居板块建议关注龙头欧派家居、尚品宅配、金牌厨柜、志邦家居。上半年大宗+整装业务驱动，我们预期龙头 21H1 业绩对比 20H1 有较大改善空间。

建议关注拥有海外产线布局和国废渠道建设的箱板纸龙头山鹰国际。

生活用纸建议关注中顺洁柔。

持续推荐晨光文具，本周公司发布半年业绩预增公告，业绩表现亮眼。同时公司新一轮五年战略也在稳步推进中。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

正文目录

1 新股速递：慕思股份招股书（申报稿）拆解	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 床垫行业概览.....	5
1.3 公司财务分析.....	7
1.4 公司业务分析.....	8
1.5 募集资金用途.....	12
2 本周观点	12
2.1 家居板块.....	12
2.2 造纸板块.....	13
2.3 必选轻工板块.....	14
3.本周轻工制造板块走势	14
4.本周重要公告	15
风险提示：	16

图表目录

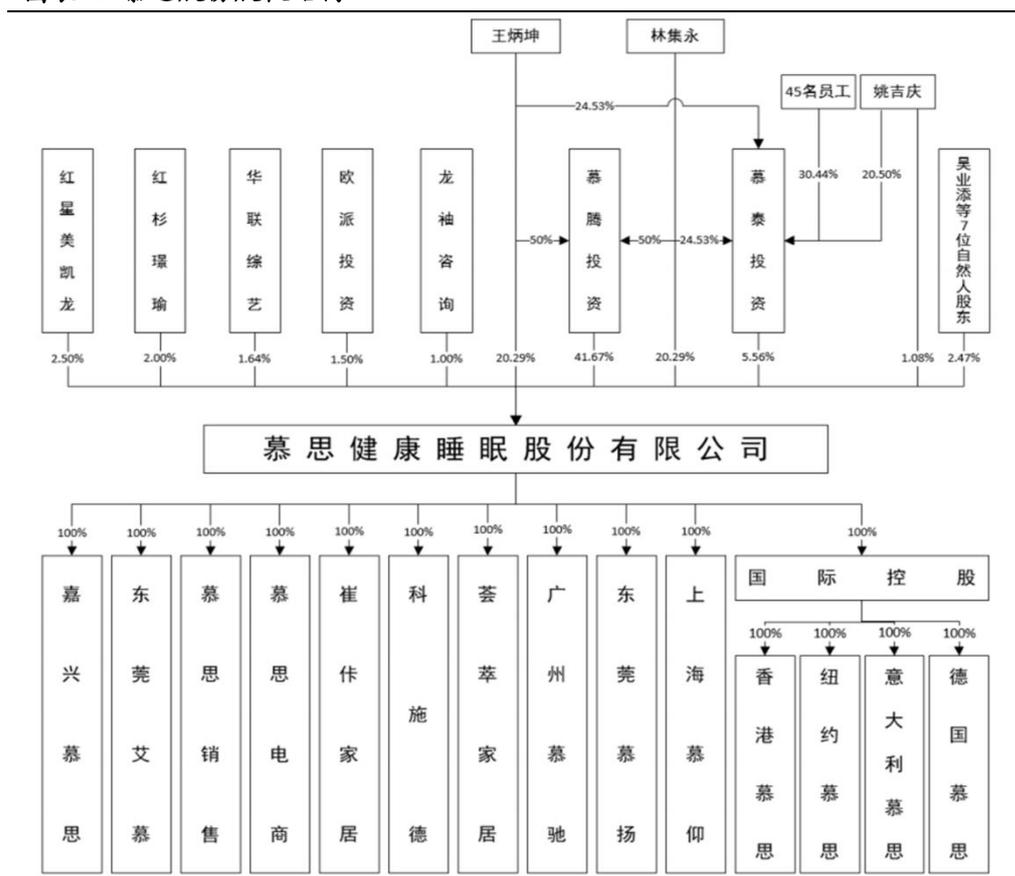
图表 1 慕思股份股权结构.....	4
图表 2 2010-2019 年全球软体家具消费规模 (亿美元)	5
图表 3 2010-2019 年我国软体家具市场产值 (亿美元)	5
图表 4 2019 年全球软体家具产值占比.....	5
图表 5 2010-2019 年中国软体家具消费规模 (亿美元)	5
图表 6 2019 年全球床垫市场消费占比.....	6
图表 7 2019 年我国床垫市场消费占比.....	6
图表 8 2010-2019 年全球主要国家床垫行业消费规模 (亿美元)	6
图表 9 2019 年美国床垫制造商出货量市场份额.....	7
图表 10 2019 年中国床垫市场集中度情况.....	7
图表 11 2018-2020 年慕思主营业务收入及增速	7
图表 12 2018-2020 年慕思毛利率和净利率走势	7
图表 13 2018-2020 年慕思归母净利润及增速.....	8
图表 14 2018-2020 年慕思期间费用率	8
图表 15 2018-2020 年慕思期间费用率构成.....	8
图表 16 慕思主营业务产品收入 (亿元)	9
图表 17 慕思各主营产品占比.....	9
图表 18 慕思股份主要产品毛利率.....	9
图表 19 慕思床垫平均单价与增速.....	10
图表 20 慕思床垫销量与增速.....	10
图表 21 慕思床架平均单价与增速.....	10
图表 22 慕思床架销量与增速.....	10
图表 23 慕思主营业务成本按类别占比.....	10
图表 24 慕思主要原材料采购占比.....	10
图表 25 慕思主要原材料单价及 YOY.....	11
图表 26 慕思主营业务按渠道收入 (亿元)	11
图表 27 慕思主营业务收入按渠道占比	11
图表 28 慕思募集资金用途.....	12
图表 29 商品房累计销售面积 (亿平方米)	12
图表 30 房屋累计竣工面积 (亿平方米)	12
图表 31 瓦楞纸价格走势 (元/吨)	13
图表 32 白卡纸价格走势 (元/吨)	13
图表 33 轻工制造指数周涨跌幅.....	14
图表 34 轻工制造指数年走势	14
图表 35 轻工重点公司估值.....	15
图表 36 本周重要公告.....	15

1 新股速递：慕思股份招股书（申报稿）拆解

1.1 公司简介

慕思健康睡眠股份有限公司的前身慕思有限创立于2007年4月30日。公司于2020年9月4日整体变更为股份有限公司。目前公司实际控制人为王炳坤与林集永，二人直接和间接控制公司87.81%的股权，为公司的共同实际控制人。在本次发行后，二人仍共同控制公司合计79.02%的股权，股权结构较为稳定与集中。2021年6月慕思股份披露公司招股书（申报稿），拟募资18.99亿元。

图表 1 慕思股份股权结构



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

公司主要从事健康睡眠系统的研发、生产与销售，致力于提供更优质的睡眠体验。公司主要产品包括床垫、床架、床品和其他产品等，其中床垫是公司核心产品，床垫市占率行业第一。

公司深耕床垫领域多年，目前已形成7大主力品牌，包括“慕思”、“V6 家居”、“崔作 (TRECA)”、“慕思国际”、“思丽德赛 (Sleep Designs)”、“慕思沙发”和“慕思美居”，有效满足了不同消费人群的个性化与定制化的睡眠需求。

慕思 De Rucci”被国家工商行政管理总局评选为中国驰名商标；公司荣获“中国品牌影响力 100 强”、“中国品牌（行业）十大创新力企业”、“2019-2020 十大优选寝具（床垫/床）品牌”等多项殊荣。截至2021年5月31日，公司共拥有663项专利，其中外观设计专利526个，实用新型专利135个，发明专利2个。

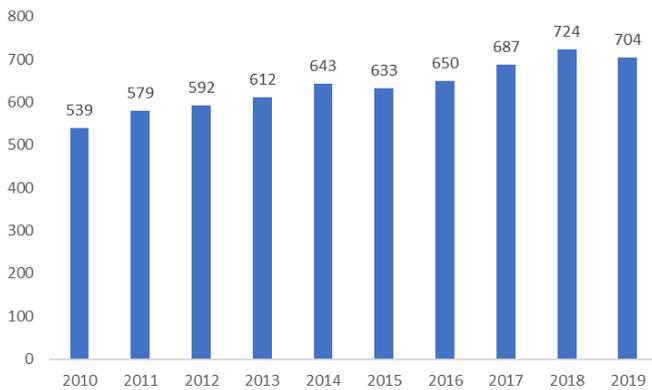
此外，公司积极参与国际、国家与行业标准的起草与制定工作，共参与起草与制定国际标准 1 项、国家标准 4 项、行业标准 3 项，被全国家具标准化技术委员会评定为《软体床》突出贡献单位。

1.2 床垫行业概览

软体家具行业是家具行业重要的子行业，全球软体家具行业规模稳步增长。软体家具产品主要包括床垫、软床和沙发等产品，其相较于传统木制家具更舒适和美观，同时兼具个性化与时尚感等特点。

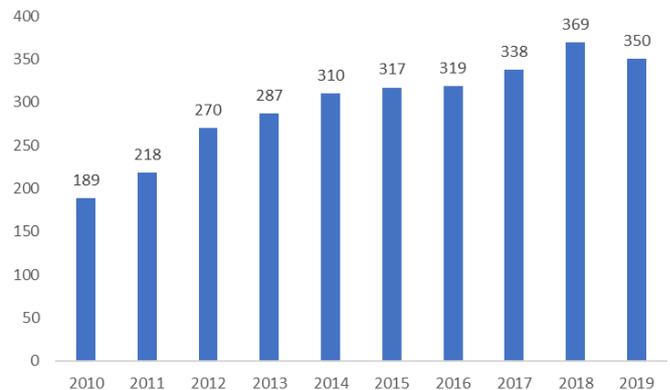
根据 CSIL 的统计，2010-2019 年，全球软体家具的消费规模由 2010 年的 539 亿美元增长至 2019 年的 704 亿美元，年均复合增长率为 3.01%；我国软体家具总产值由 189 亿美元增长至 350 亿美元，年均复合增长率为 7.05%，高于世界整体行业增速，实现持续增长。

图表 2 2010-2019 年全球软体家具消费规模 (亿美元)



资料来源：CSIL，华安证券研究所

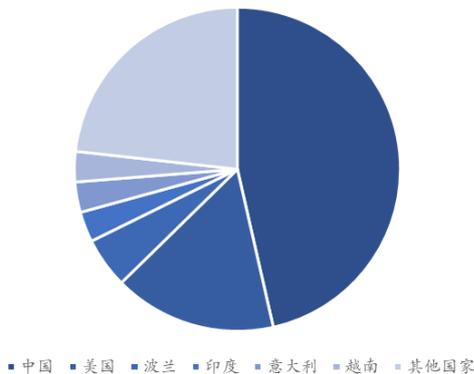
图表 3 2010-2019 年我国软体家具市场产值 (亿美元)



资料来源：CSIL，华安证券研究所

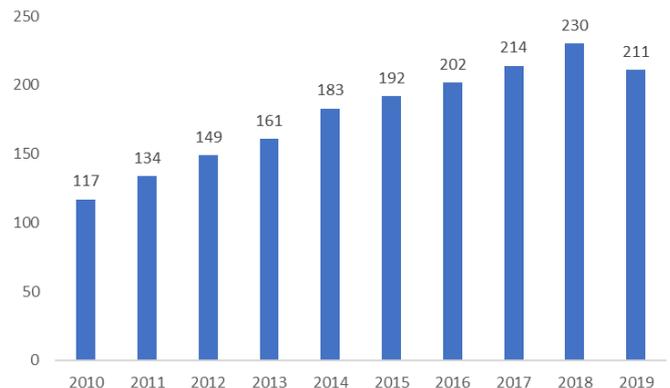
从产值与消费规模看，我国已成为全球最大的软体家具生产国与消费国。根据 CSIL 统计，2019 年我国软体家具产值占全球总产值的 46%，我国的软体家具消费额从 117 亿美元增长至 211 亿美元，年均复合增长率 6.84%。

图表 4 2019 年全球软体家具产值占比



资料来源：CSIL，华安证券研究所

图表 5 2010-2019 年中国软体家具消费规模 (亿美元)

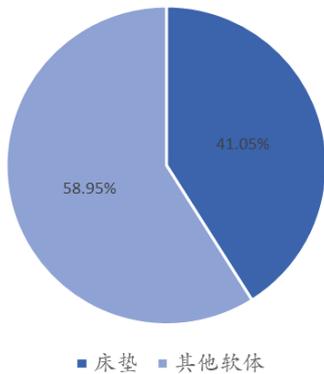


资料来源：CSIL，华安证券研究所

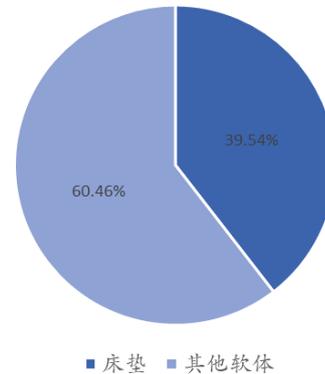
床垫占软体家具消费的半壁江山。根据 CSIL 统计，2019 年全球主要国家床垫市场消费规模 289 亿美元，占全球软体家具消费规模的 41.05%；2019 年我国床垫行业消费规模 83.42 亿美元，占中国软体家具消费规模的 39.54%，我国床垫市场消费在软体

家具消费规模占比基本达到全球平均水平。

图表 6 2019 年全球床垫市场消费占比



图表 7 2019 年我国床垫市场消费占比



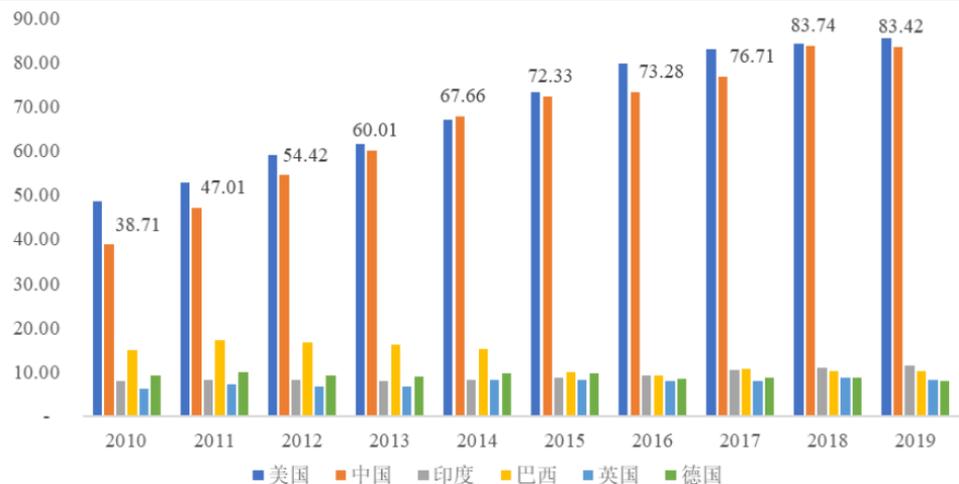
资料来源：CSIL，华安证券研究所

资料来源：CSIL，华安证券研究所

我国床垫行业增速高于其他主要床垫消费国增速，但行业渗透率与行业集中度仍然偏低。2010 年至 2019 年，全球主要国家的床垫市场消费规模由 201 亿美元增长至 289 亿美元，年均复合增长率为 4.12%；同期我国床垫行业消费规模由 38.71 亿美元增长至 83.42 亿美元，成为全球第二大床垫消费国，行业消费规模年均复合增长率达 8.91%，显著高于全球床垫消费市场增速。

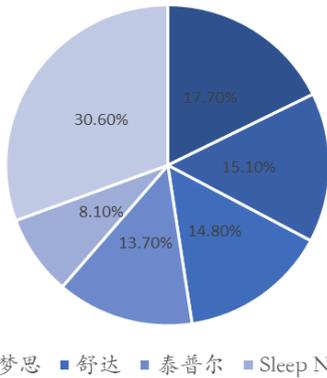
根据 CSIL 统计数据，发达国家床垫渗透率达到 85%，而中国床垫渗透率仅为 60%。此外，我国床垫行业集中度显著低于发达国家。以美国为例，2019 年美国床垫行业 CR5 为 69.4%，而我国床垫行业 CR5 仅为 15.99%，远低于美国床垫行业集中度。

图表 8 2010-2019 年全球主要国家床垫行业消费规模（亿美元）



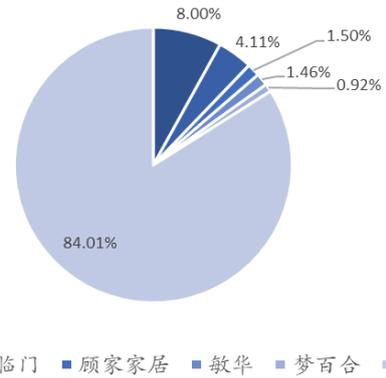
资料来源：CSIL，华安证券研究所

图表 9 2019 年美国床垫制造商出货量市场份额



资料来源：《2019 年全美床垫制造商排行榜》，华安证券研究所

图表 10 2019 年中国床垫市场集中度情况



资料来源：观研网，慕思招股书，华安证券研究所

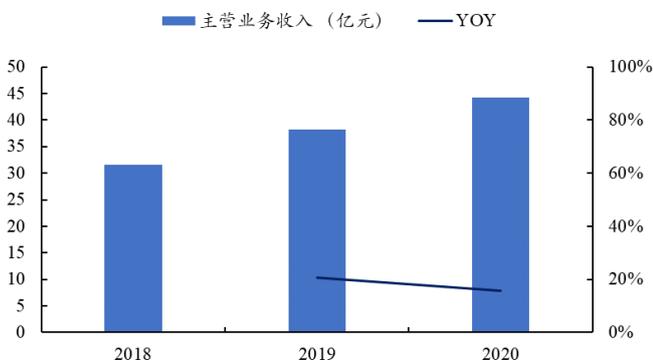
随着我国居民人均可支配收入的持续增长，居民消费能力不断扩大升级，年轻消费群体对家具的外观、功能、质量要求越来越高。在此背景下，国内具有品牌化与规模化优势的企业拥有更广阔的发展空间。依靠自身在设计研发、供应链、渠道端的优势，行业内品牌化与规模化的企业有望持续扩大自身市场份额。

1.3 公司财务分析

2018-2020 年，公司主营业务收入分别为 31.88/38.62/44.52 亿元，2019 和 2020 年的增速分别为 20.62%/15.84%。2019 年，公司在床垫市场占有率排名第一，约 8%。净利润方面，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.16、3.33、5.36 亿元，与营业收入增长趋势一致，2019 年与 2020 年，归母净利润分别同比增长 53.91%和 61.06%，主要受益于床垫行业需求不断增长，公司产品结构持续优化完善，高毛利产品销售占比持续增长。

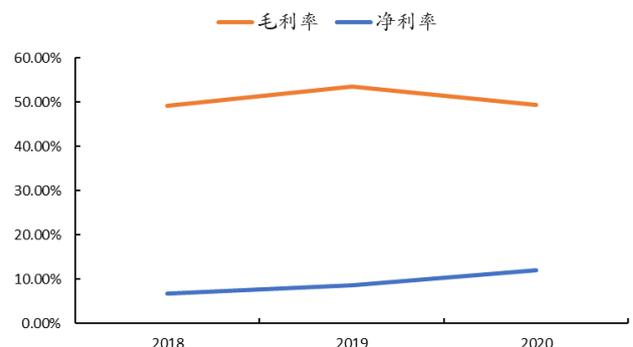
2018-2020 年，公司毛利率分别为 49.14%、53.49%、49.28%。2020 年毛利率有所下降主要由于疫情影响线下门店经营，公司为鼓励经销商增加返利和补贴政策力度导致公司产品平均单价有所下降。2018-2020 年，公司净利率分别为 6.77%、8.62%、12.05%。

图表 11 2018-2020 年慕思主营业务收入及增速



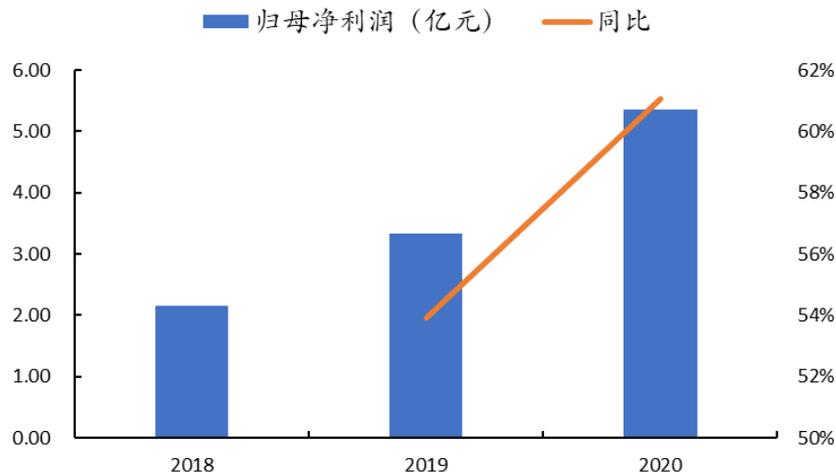
资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

图表 12 2018-2020 年慕思毛利率和净利率走势



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

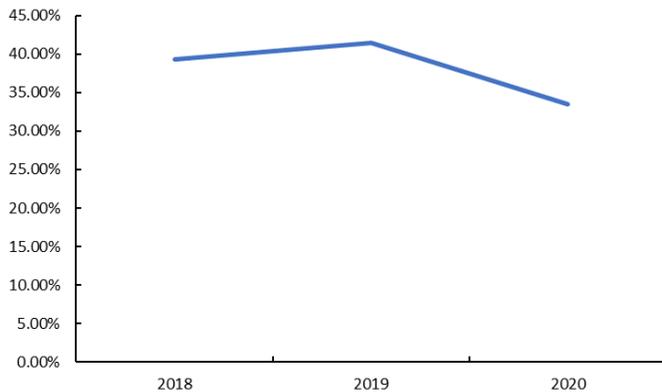
图表 13 2018-2020 年慕思归母净利润及增速



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

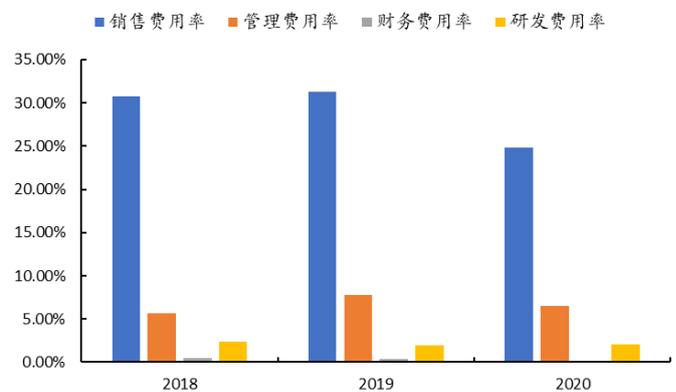
费用方面，公司期间费用率整体呈下降趋势。2018-2020 年，公司期间费用率分别为 39.32%、41.45%和 33.47%，其中销售费用与管理费用占比较大。2018-2020 年，公司销售费用率分别为 30.73%、31.32%和 24.82%，高于同行业可比上市公司 8%-14% 左右，主要系公司以自主品牌运营为主，而同行业可比上市公司 OEM/ODM 等业务占比比较慕思更大。其中，广告费和业务推广费在销售费用中合计占比超过 50%。管理费用方面，在剔除股份支付影响后，公司管理费用率与同行业可比上市公司不存在较大差异。

图表 14 2018-2020 年慕思期间费用率



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

图表 15 2018-2020 年慕思期间费用率构成

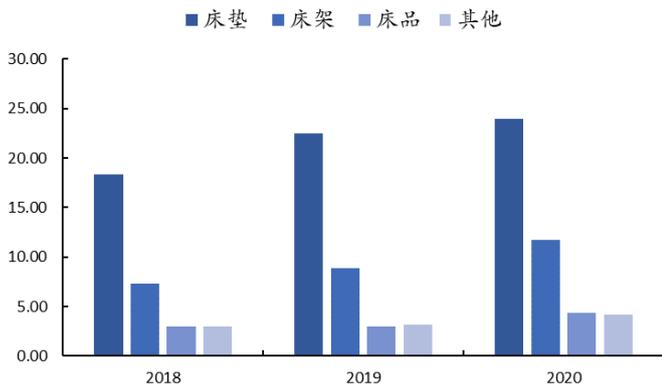


资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

1.4 公司业务分析

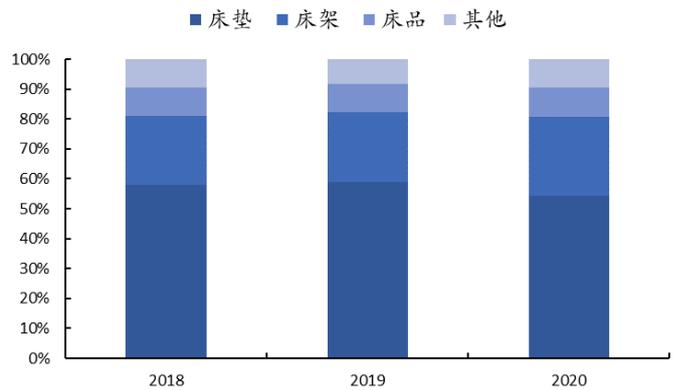
公司主营业务收入为床垫、床架、床品和其他产品的销售收入，其中床垫与床架产品销售占比最大。2018-2020 年，床垫销售收入分别为 18.37、22.51 和 23.96 亿元，床架销售收入分别为 7.28、8.88 和 11.72 亿元，床垫与床架收入合计占主营业务收入 81.08%、82.28%和 80.75%。

图表 16 慕思主营业务产品收入 (亿元)



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

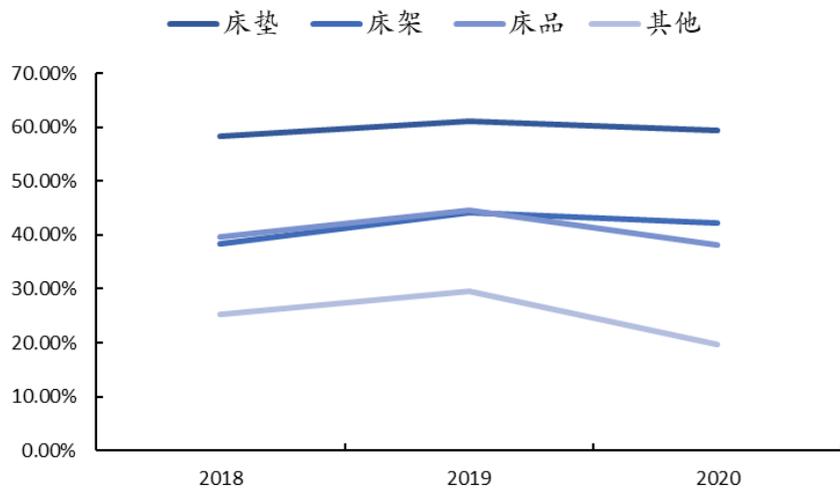
图表 17 慕思各主营产品占比



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

2018-2020 年，公司各主营产品毛利率较为稳定。其中床垫毛利率分别为 58.36%、61.19%和 59.32%；床架毛利率分别为 38.26%、44.10%和 42.27%。床垫和床架均为公司主要产品，产品定位主要为中高端消费人群，故毛利率均维持较高水平。床架产品由于排骨架为外购，同时部分床头柜采用外协生产方式，故毛利率低于床垫毛利率。各报告期内床品毛利率分别为 39.72%、44.57%和 38.07%，公司床品保持较高毛利率水平主要由于品牌优势、床品采用新型材质和优秀的产品质量。

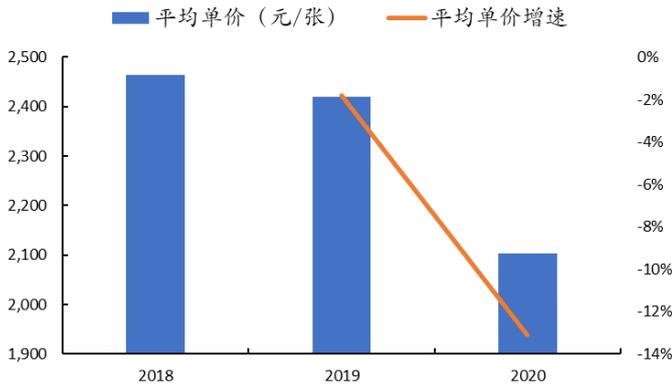
图表 18 慕思股份主要产品毛利率



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

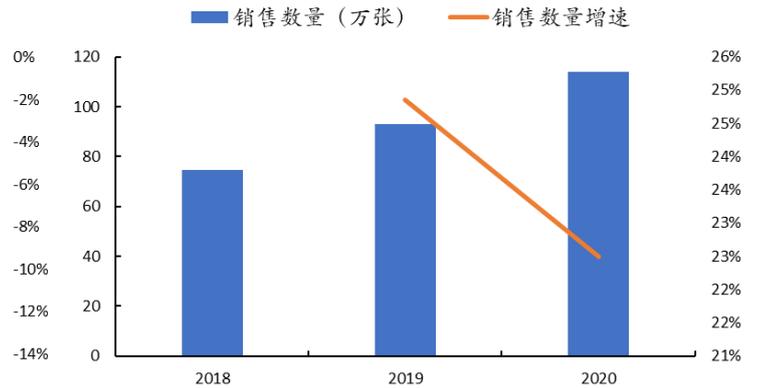
2018-2020 年公司床垫销量分别为 74.52、93.04 和 113.97 万张，平均单价分别为 2464.82、2419.93、2102.6 元/张；床架销量分别为 19.53、22.46 和 36.68 万套，平均单价分别 3726.48、3951.77 和 3196.74 元/套。床垫与床架销量逐年增长，主要由于公司品牌效应不断扩大，销售渠道持续优化下沉。2020 年，床垫与床架平均单价较上年分别下降 13.11%和 19.11%，主要系疫情期间公司增大对经销商的返利和补贴政策，平均单价较高的直营渠道销售占比有所下降，同时由于公司于 2019 年起与欧派家居达成战略合作给予其采购价格优惠，故床垫与床架平均单价有所下降。

图表 19 慕思床垫平均单价与增速



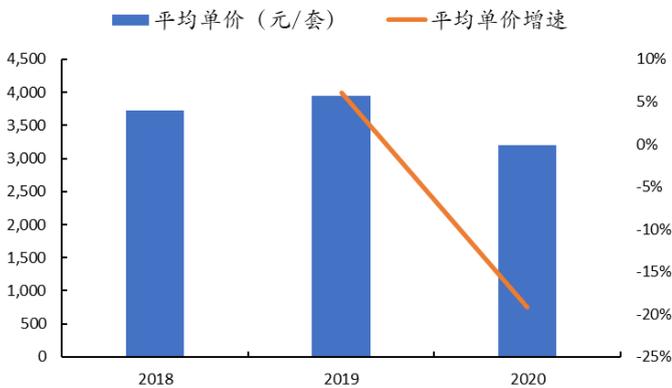
资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

图表 20 慕思床垫销量与增速



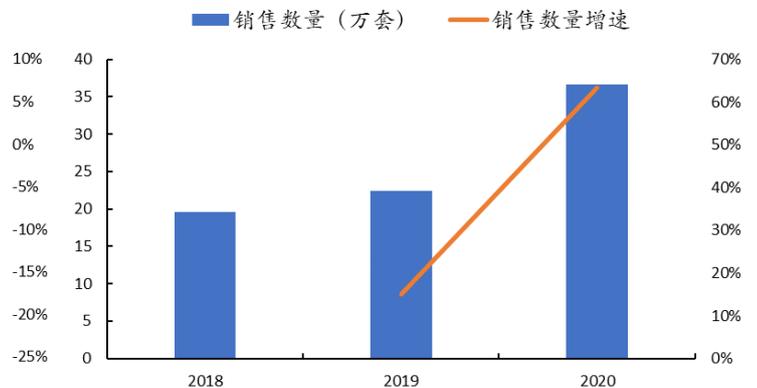
资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

图表 21 慕思床架平均单价与增速



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

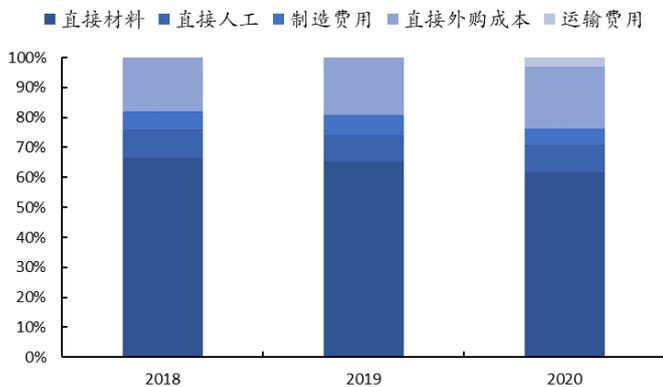
图表 22 慕思床架销量与增速



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

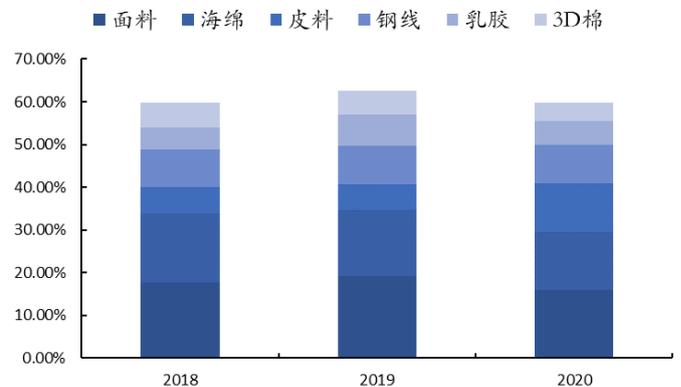
2018-2020 年，公司直接材料成本占主营业务成本比例分别为 66.47%、65.2%和 61.7%，主要原材料为面料、海绵、皮料、钢线、乳胶和 3D 棉等。2018-2020 年面料、海绵、皮料、钢线、乳胶和 3D 棉合计占原材料采购比例 59.84%、62.64%和 59.88%，其中占比较大的面料、海绵、皮料采购单价在报告期内均有所下降，2020 年分别下降 9.22%、12.67%和 14.94%，导致 2020 年公司各产品单位成本均有所下降。

图表 23 慕思主营业务成本按类别占比



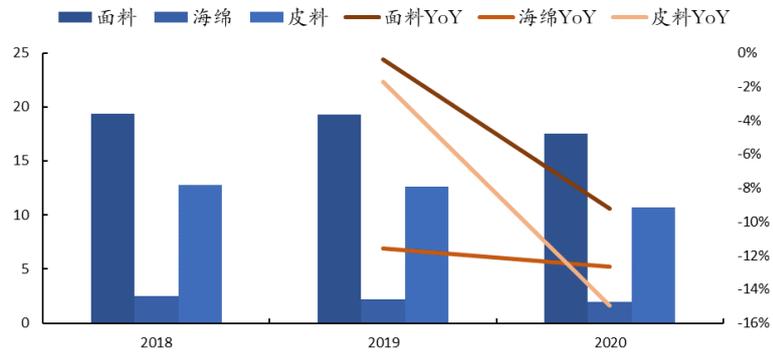
资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

图表 24 慕思主要原材料采购占比



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

图表 25 慕思主要原材料单价及 YoY



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

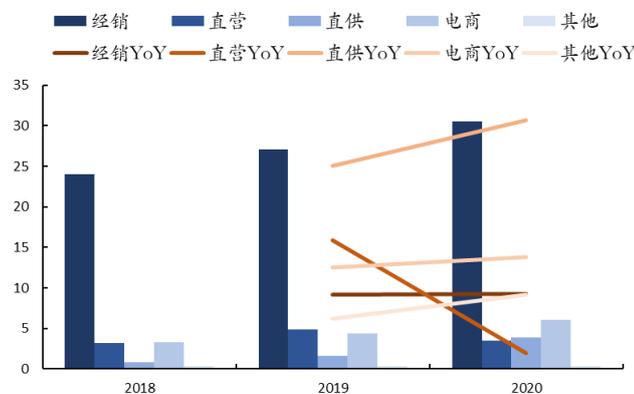
渠道方面，公司目前已经形成以经销为主，电商、直供、直营等多种渠道为辅的多元化、全渠道销售网络。2018-2020年，经销收入分别为23.99、27.03和30.51亿元，占比主营业务收入分别为75.85%、70.84%和69.03%，是公司主要的销售渠道；各报告期末经销商数量分别为1018、1179和1401家，经销商数量稳步增长，主要系公司近年积极推动渠道下沉，大力发展县区级城市。

2018-2020年，公司直营收入分别为3.21、4.83和3.44亿元，占比分别为10.16%、12.67%和7.79%。公司在东莞、广州、深圳、上海和香港、美国、德国、意大利均设有直营门店，截至2020年末，公司直营门店合计97家，其中境内85家，境外12家。

公司直供渠道主要面向定制家居和酒店客户，主要为欧派家居、锦江酒店。2020年，直供渠道收入3.86亿元，同比增长135.23%，其中欧派家居收入占比达74.62%，锦江系客户占比17.5%。公司于2019年9月与欧派家居达成战略合作，联合共创“慕思·芬斯”品牌专供欧派销售，因此2019和2020年公司对欧派家居销售收入实现快速增长，2020年欧派家居已成为公司第一大客户。

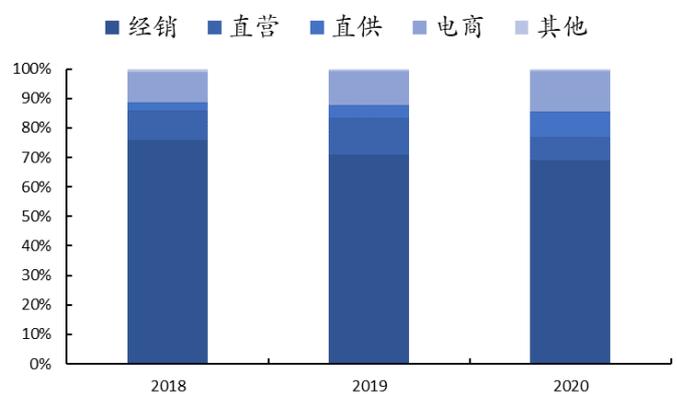
公司电商渠道分为公司官方店和平台自营店，电商销售以公司官方旗舰店为主。2020年官方旗舰店销售收入占电商渠道比例超过95%。报告期各期内，公司电商渠道收入分别为3.31、4.35和6.06亿元，年均复合增长率为35.22%，主要系公司自2015年开始拓展电商渠道，对电商渠道持续加大资源投入，实现电商渠道收入的快速增长。

图表 26 慕思主营业务按渠道收入 (亿元)



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

图表 27 慕思主营业务收入按渠道占比



资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

1.5 募集资金用途

公司本次拟公开发行新股不低于 4001 万股，募集资金合计 18.99 亿元，投资项目包括华东健康寝具生产线建设项目、数字化营销项目和健康睡眠技术研究中心建设项目。2020 年末，公司床垫和床架产能分别为 107.95 万张和 36.33 万套，在上述项目达产后，公司将新增床垫产能 95 万张和床架产能 15 万套，产能分别增长 88%和 41.29%，将进一步扩大公司业务覆盖区域，提高产品市占率，为公司收入增长奠定基础。

其中华东健康寝具生产线建设项目预计总投资 15.03 亿元，建设周期 2 年，建设地点位于嘉兴市南湖区余新镇，项目建成后有利于缓解公司产能瓶颈，进一步扩大公司市占率，预计税后内部收益率 26.30%，投资回收期 5.21 年（含建设期）。

数字化营销项目预计总投资 2.48 亿元，建设周期 3 年，项目实施后有利于公司建立数字化营销体系，提升公司线上线下营销运营效率，降低营销成本。

健康睡眠技术研究中心建设项目预计总投资 1.49 亿元，建设周期 3 年，项目实施后有助于公司研发能力的提升，保持公司产品与技术的领先性，同时有益于公司的技术人才的培养和储备。

图表 28 慕思募集资金用途

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
华东健康寝具生产线建设项目	150,334.00	150,334.00
数字化营销项目	24,780.00	24,780.00
健康睡眠技术研究中心建设项目	14,879.85	14,879.85
合计	189,993.85	189,993.85

资料来源：慕思股份招股说明书，华安证券研究所

2 本周观点

2.1 家居板块

家居景气度仍保持高位。受益于地产端销售回暖与竣工反弹，叠加海外地产复苏和渠道补库存，预计内外销景气度仍将持续。5 月全国住宅销售面积较 2019 年同期增长 21.64%，较 2020 年同比增加 11.25%。1-5 月住宅销售面积同比 2020 年增长 39%，较 2019 年上涨 22.6%，销售数据依旧保持较高增速。2021 年 5 月全国住宅竣工面积较 2020 年同比增加 8.57%，由负转正。1-5 月竣工累计同比 2020 年增长 18.5%，较 2019 年累计同比增长 5.55%。

图表 29 商品房累计销售面积（亿平方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 房屋累计竣工面积（亿平方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

中报预告披露在即，建议关注龙头业绩兑现。2020年上半年受疫情影响，需求释放受阻，业绩表现承压。2021年上半年家居龙头进一步加大营销投放和渠道建设，加速线下开店进度，线上电商渠道同样表现亮眼。我们认为今年上半年市场格局进一步优化，龙头市占率稳步提升，盈利能力有望得到明显改善，看好龙头业绩弹性。

尚品宅配引入京东战投，六大合作推进数字化运营。尚品宅配上周与京东签订投资协议，开展战略合作，充分调动行业相关重要战略性资源的优化配置，更好地支持公司现有业务拓展，推动公司在泛家居领域的产业布局，同时促成公司全面实现数字化家居及整装产业结构升级，实现共同长期稳定发展，并实现双方共赢。本次合作主要围绕以下六点展开：（1）线上引流获客及线下门店运营合作；（2）中央厨房供应链及物流合作；（3）数字化 BIM 整装业务扩张及搭建平台化基础能力；（4）工装项目合作；（5）金融合作；（6）共建 MCN 业务。

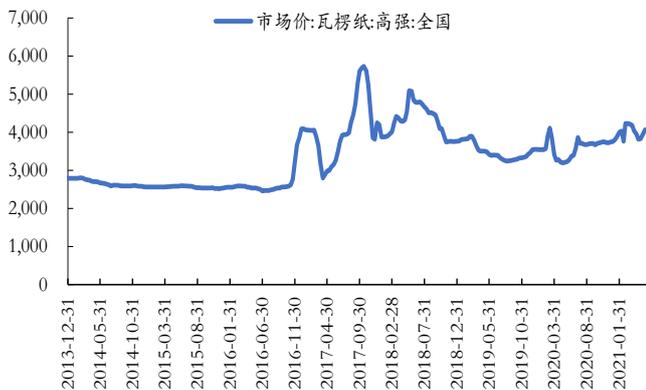
投资建议：软体家居持续推荐顾家家居。在软体家居内销市场格局持续优化的背景下，公司通过渠道数字化改革及品牌矩阵完善加快抢占市场。另外本月公司发布 2021 年员工持股计划草案，有利于绑定核心团队与公司利益，且本周顾家家居获高管增持股票，截至公告日，高管欧亚非已经累计增持股份 9.53 万股，占公司总股本的 0.02%，积极向市场传递正面信号。

定制家居板块建议关注龙头欧派家居、尚品宅配、金牌橱柜、志邦家居。上半年大宗+整装业务驱动，我们预期龙头 21H1 业绩对比 20H1 有较大改善空间。

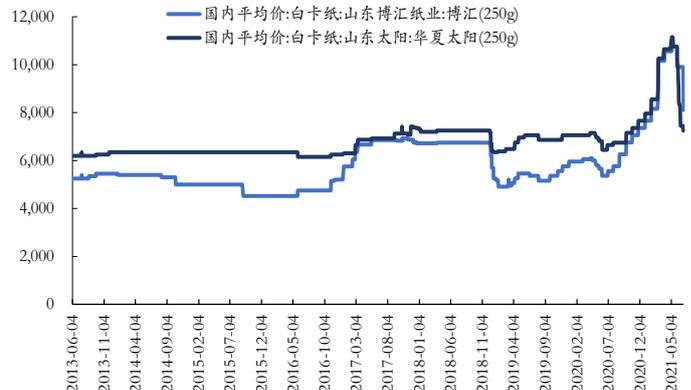
2.2 造纸板块

箱板瓦楞景气度提升，木浆系仍处下行期。本轮由于进口减少形成的原材料缺口，叠加纸厂协同提价，使得废纸浆在淡季价格仍然坚挺。随着下半年箱板纸旺季到来，废纸系仍有较大价格提升空间。建议关注拥有海外产线布局和国废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。木浆本周仍处于下行期，5-6 月行业淡季下游需求走弱。但规模纸厂挺价意愿较强，部分纸厂淡季停机减产。预计短期内木浆价格仍将继续调整，但行业旺季在即，伴随下游需求恢复，价格或有回暖。建议关注全品类造纸龙头**太阳纸业**，林浆纸一体化平滑经营周期波动。同时，本周太阳纸业发布半年业绩预告，公司 2021 年上半年预计归母净利润盈利 21.54-22.94 亿元，同比增长 130-145%，基本每股收益盈利 0.82-0.87 元/股。

图表 31 瓦楞纸价格走势（元/吨）



图表 32 白卡纸价格走势（元/吨）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所整理

生活用纸建议关注**中顺洁柔**，Q2 提价逐步落地+竞争格局改善，盈利能力有望进一步提升。公司继续加大电商渠道建设力度，线上销售近期表现亮眼。长期看，伴随新品牌太阳的发展和业务的持续培育，公司的市场份额有望持续提升。

2.3 必选轻工板块

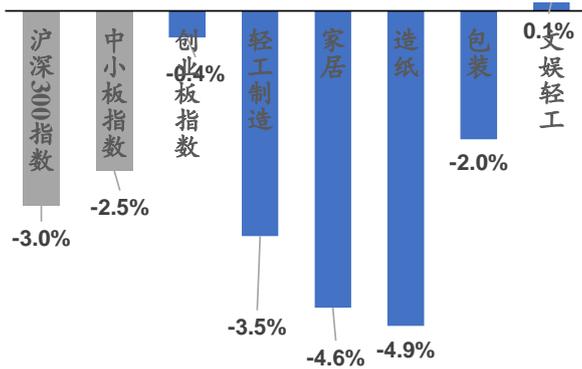
文娱轻工消费属性较强，伴随着后疫情时期生产经营恢复正常，景气度也随之提升。根据国家统计局数据显示，日用品和文化办公用品板块社零景气度仍然较高。5 月文化办公用品零售额为 272 亿元，同比增长 13.1%；1-5 月累计零售额为 1370 亿元，累计同比增长 22%。

本周**晨光文具**发布半年业绩预增公告，公司上半年预计实现归母净利润 6.1-7.0 亿元，同比提升 31%-50%，公司新一轮五年战略仍在稳步推进中。故我们持续推荐**晨光文具**，传统核心业务通过产品高端化以及细分赛道拓品类有望实现量价齐升，新业务发展态势良好，盈利能力有望持续提升。

3.本周轻工制造板块走势

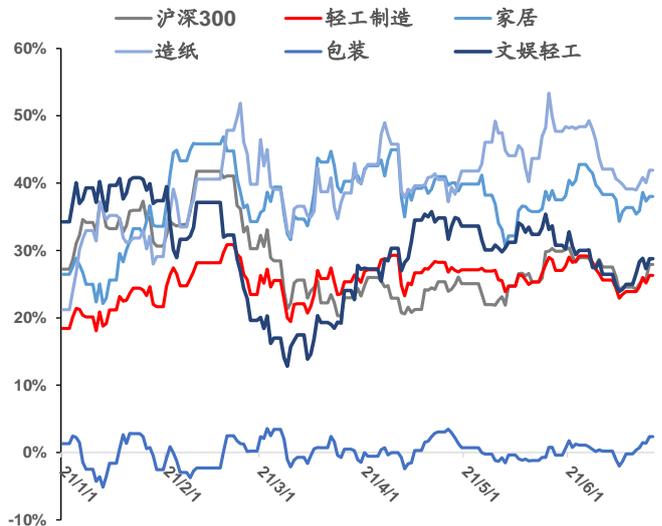
本周沪深 300 指数下跌-3.1%，中小板指数下跌-2.5%，创业板指数下跌-0.4%，轻工制造板块跑输大盘，下跌-3.5%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为-4.6%、-4.9%、-2.0%、0.1%。

图表 33 轻工制造指数周涨跌幅



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 轻工制造指数年走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35 轻工重点公司估值

【华安家电轻工】轻工重点公司估值														
	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
家居	欧派家居	844	-7.8%	4.3%	3.5	4.2	5.0	5.9	43.6	33.1	27.8	23.7	20.0	7.0
	索菲亚	214	-7.1%	7.5%	1.3	1.5	1.8	2.1	23.2	19.7	16.8	14.4	6.9	3.4
	尚品宅配	170	3.6%	7.5%	0.5	2.8	3.3	3.8	167.6	31.0	26.1	22.5	17.7	4.8
	金牌橱柜	70	-6.3%	28.1%	3.1	2.4	3.1	3.8	23.3	16.9	12.3	9.2	12.3	3.7
	志邦家居	99	-9.1%	31.1%	1.8	1.7	2.1	2.5	17.9	19.0	15.2	12.5	7.4	4.3
	顾家家居	461	-10.2%	4.6%	1.4	2.6	3.1	3.8	59.2	30.9	25.0	20.1	11.1	6.6
	喜临门	123	0.4%	65.5%	0.8	1.2	1.5	1.9	39.6	26.2	21.0	16.4	7.8	4.1
	梦百合	114	-3.3%	6.4%	1.1	1.6	2.2	2.9	27.3	18.6	13.5	10.3	9.6	3.2
	江山欧派	98	-2.3%	11.4%	4.1	5.7	7.5	9.5	23.0	16.3	12.5	9.8	16.0	5.8
	公牛集团	1,281	10.7%	5.0%	3.9	4.7	5.5	6.3	54.8	45.4	38.9	34.1	16.3	13.1
	造纸	中顺洁柔	340	-7.7%	24.7%	0.7	0.9	1.1	1.4	37.0	27.7	22.7	18.7	3.9
太阳纸业		353	-2.7%	6.7%	0.8	1.5	1.6	1.8	17.9	9.0	8.2	7.5	6.5	2.1
文娱	晨光文具	802	2.5%	1.8%	1.4	1.7	2.0	2.5	68.0	54.5	43.4	35.0	6.0	14.4
电子烟	思摩尔国际	2,512	-8.0%	-29.3%	0.4	0.8	1.1	1.5	120.3	56.7	41.2	30.9	2.1	15.9

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

注: 其中索菲亚、晨光文具、金牌橱柜、顾家家居、思摩尔国际为华安证券最新估值预期

4. 本周重要公告

图表 36 本周重要公告

时间	上市公司	公告
2021-06-30	太阳纸业	2021 年半年度业绩预告: 公司 2021 年上半年预计归母净利润盈利 21.54-22.94 亿元, 同比增长 130-145%, 基本每股收益盈利 0.82-0.87 元/股。业绩变动主要原因是新项目陆续投产, 产能实现较大幅度释放以及报告期内国内溶解浆产品市场景气度恢复。
2021-07-01	晨光文具	2021 年半年度业绩预增公告: 预计公司 2021 年半年度实现归母净利润 6.1-7.0 亿元, 同比增长 31%到 50%。扣非归母净实现利润 5.5-6.2 亿元, 同比增加 42%到 60%。业绩预增主要原因系随着新冠疫情逐步得到控制, 公司 2021 年上半年生产经营逐步恢复正常, 同比业绩有所增长。公司坚持“调结构, 促增长”, 一体两翼业务在 2021 年半年度保持了健康稳定的发展态势, 同时公司新一轮五年战略也在稳步推进中。
2021-07-01	皮阿诺	关于签署国有建设用地使用权出让合同暨对外投资进展公告: 为了实现公司战略布局及长远规划, 满足公司未来经营发展需要, 公司与中山市阜沙镇资产经营管理有限公司、中山市阜沙镇人民政府签署了投资协议书, 投资公司定制橱柜、定制衣柜及其配套家居产品等生产制造项目, 计划项目固定投资额不低于人民币 1.8 亿元, 通过公司自有资金、银行贷款等方式筹集。
2021-07-01	顾家家居	关于公司高级管理人员增持公司股份计划的进展公告: 截止公告披露日, 公司高级管理人员欧亚非累计增持股份 9.53 万股, 占公司总股本的 0.02%; 合计直接持有公司 A 股股票 102.18 万股, 占公司总股本 0.16%。
2021-07-01	欧派家居	可转债转股结果暨股份变动公告: 截至 2021 年 6 月 30 日, 累计有 12.89 亿元“欧派转债”已转换成公司股份, 因转股形成的股份数量累计为 1802 万股, 占可转债转股前公司

已发行股份总额的 4.29%。尚未转股的“欧派转债”金额为人民币 2.06 亿元，占“欧派转债”发行总量的 13.75%。

可转债转股结果暨股份变动公告：截至 2021 年 6 月 30 日，累计已有 1482 万元“鹰 19 转债”转换成公司 A 股普通股或回售，累计已有 5378 万元“山鹰转债”转换成公司 A 股普通股或回售。“鹰 19 转债”和“山鹰转债”累计转股数为 2059 万股，占可转债转股前公司已发行普通股股份总额的 0.45%。

2021-07-02 山鹰国际

未转股可转债情况：尚未转股的“鹰 19 转债”金额为 18.45 亿元，占“鹰 19 转债”发行总量的 99.20%。尚未转股的“山鹰转债”金额为 22.46 亿元，占“山鹰转债”发行总量的 97.66%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降、整体消费景气度低迷；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。