

轻工制造

报告原因：深度报告

2021年7月7日

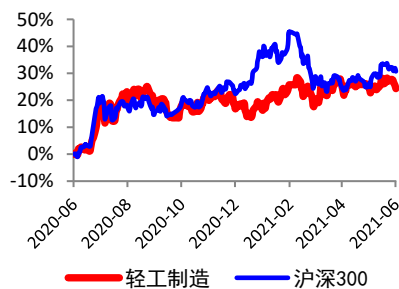
轻工行业 2021 年中期策略

家具“内外兼修”、造纸格局向好，看好下半年旺季表现 看好

行业研究/深度报告

维持评级

轻工板块年初至今市场表现



分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】轻工行业 2021 年度策略：边际回暖为基调，聚焦高成长、盈利弹性向好领域》2020-12-17

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **2021 上半年回顾：轻工涨幅居全行业中位水平，当前仍具备明显估值优势。珠宝首饰、造纸、家具涨幅亮眼，高成长个股、细分龙头涨幅居前。**

2021 年初至今（截至 6 月 30 日），SW 轻工制造跑赢沪深 300 指数 5.61 个百分点，涨幅处于 28 个申万板块中位水平。轻工板块市盈率年初小幅提升，4 月初达到高点，随后低位徘徊，目前市盈率为 25.35X，仍处于历史低位。SW 珠宝首饰、造纸、家具、包装印刷分别以 16.36、13.06、5.62、3.56 个百分点的超额收益跑赢沪深 300 指数。

➢ **家具：地产竣工潮驱动内销回暖，外销高景气度有望延续全年。**2021 下半年地产竣工有望迎来小高峰，重点关注“金九银十”置业装修传统旺季，建材家居市场活力有望进一步提升。新开工和竣工背离收窄，叠加期房交付期限临近、调控政策和信贷政策的边际放松，全国住宅有望迎来竣工小高峰。基于装修房屋套数测算模型，我们估算 2021 全年住宅装修套数同比增长 5.87%，净增加 57.10 万套，下半年潜在订单充足。此外，考虑到海外疫情形势依然严峻、疫苗量产和大规模接种仍无确定性，家具出口高景气度有望持续 2021 全年。

➢ **造纸：原材料涨价压力加大，龙头纸厂成本优势显著。**（1）废纸系：原材料涨价压力之下，包装纸毛利收窄，预计下半年废纸系整体毛利率保持较低水平。在龙头纸厂连续拉涨下，瓦楞纸市场呈上行走势，且目前纸价延续偏强走势，但多数纸厂反应利润仍在盈亏边缘。部分规模纸厂海外建厂装置将陆续投产，由于优质废纸回收难度加大，中小纸厂纸厂利润或将承压，行业集中度有望提升。（2）浆纸系：在全球经济复苏及流动性宽松背景下，纸浆补库预期强烈，叠加海运运力持续紧张等因素，海外浆厂提价意愿和市场看涨情绪不减，预计下半年浆价保持高位震荡。随着三季度传统旺季的到来，预计纸厂的开工率和利润率将有所修复，下半年建议重点关注龙头个股。

➢ **文娱用品：9 月开学季关注传统文具，看好精品文创、B2B 办公直销高增长。**（1）传统文具方面，9 月开学季将迎来新一轮学汛期，看好下半年文具零售。（2）泡泡玛特上市成功破千亿市值，充分表明了精品文创+大 IP 的变现空间非常广阔。随着 Z 世代消费能力加快崛起，传统文具企业



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

IP 运营思路、打造爆款产品的经验逐步成熟，以及疫情防控转向常态化，我们判断精品文创在 2021 下半年实现较快增长。（3）办公直销龙头市占率有待提升，福利品、MRO 需求开始放量。晨光科力普、齐心集团持续中标大客户，B2B 订单充足无虞。新型高毛利商品福利品、MRO 订单激增，盈利能力有望得到提升。

➤ **行业评级、投资建议和重点标的：**得益于严谨而科学的抗疫举措，我国本土疫情趋于平稳、经济社会全面恢复常态运行，2021 下半年，轻工消费回补行情有望延续，我们看好竣工小高峰+精装修利好、需求滞后兑现的家具板块，精品文创+IP 崭露光芒、办公集采持续放量的文娱用品板块，以及原材料大幅涨价背景下，集中度提升、龙头成本优势显现的造纸板块。我们对轻工制造行业维持“看好”评级。家具行业，建议关注欧派家居、索菲亚、喜临门；造纸行业，建议关注中顺洁柔、山鹰国际；文娱用品行业，建议关注晨光文具。

风险提示：

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策趋严风险；新冠肺炎疫情加剧风险；原材料价格波动风险；国际贸易政策变化风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

目录

1. 2021 上半年回顾：轻工涨幅居全行业中位水平，当前具有估值优势	6
1.1 整体走势：轻工板块跑赢上证指数，估值仍处历史低位	6
1.2 子板块分析：珠宝首饰、造纸、家具涨幅亮眼，估值均处于历史低位	7
1.3 基金持股比例较高，高成长个股、细分龙头涨幅居前	9
2. 家具：地产竣工潮驱动内销回暖，外销高景气度有望延续全年	12
2.1 地产竣工有望迎来小高峰，看好下半年内销业务释放	12
2.2 海外疫情仍存不确定性，外销高景气度有望延续全年	14
3. 造纸：原材料涨价压力加大，龙头纸厂成本优势显著	16
3.1 废纸系：原材料涨幅超越纸价涨幅，下半年中小纸厂毛利率仍将承压	16
3.2 浆纸系：预计下半年浆价高位震荡，文化纸、生活用纸集中度有望提升	18
4. 文娱用品：9 月开学季关注传统文具，精品文创、办公直销保持高增长	20
4.1 文化办公用品零售超出疫情前水平，关注 9 月传统文具销售旺季	20
4.2 潮玩龙头泡泡玛特市值破千亿，精品文创+IP 变现空间广阔	21
4.3 办公直销龙头市占率有待提升，福利品、MRO 需求开始放量	23
5. 行业评级、投资建议和重点标的：聚焦高成长赛道，优选业绩增长确定、核心竞争力突出个股	26
5.1 行业评级及投资建议	26
5.2 重点标的	27
5.2.1 欧派家居：2020“新巅峰”之战顺利收官，净利率创下近十年新高。	27
5.2.2 索菲亚：2021Q1 扭亏为盈，大宗收入同比增长 226%	27
5.2.3 喜临门：21Q1 业绩超预期，净利率亮眼、家居业务收入翻倍增长	28
5.2.4 中顺洁柔：毛利率、净利率再创历史新高，21Q1 归母净利润增速亮眼	29
5.2.5 山鹰国际：产业链一体化优势显现，云印互联网包装板块表现亮眼	29
5.2.6 晨光文具：21Q1 销售超出疫情前表现，科力普收入同比增长 161%	30
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：近一年 SW 轻工制造市场表现	6
图 2：SW 轻工制造板块市盈率（TTM，整体法）	6
图 3：2021 年初至今轻工板块涨跌幅排名第 13 位（申万分类）	6
图 4：2021 年初至今 SW 轻工各子板块涨跌幅	7
图 5：SW 造纸板块 2021Q1 营业收入及同比	8
图 6：SW 造纸板块 2021Q1 归母净利润及同比	8
图 7：SW 家具板块 2021Q1 营业收入及同比	8
图 8：SW 家具板块 2021Q1 归母净利润及同比	8
图 9：SW 文娱用品板块 2021Q1 营业收入及同比	8
图 10：SW 文娱用品 2021Q1 归母净利润及同比	8
图 11：SW 轻工制造各子板块市盈率（TTM，整体法）	9
图 12：SW 轻工制造板块基金持股比例	9
图 13：2021Q1 末 SW 轻工各子板块基金持股比例	9
图 14：2021 一季报末申万轻工板块基金持股比例排名第 9 位（整体法）	10
图 15：全国建材家居卖场景气指数（BHI）及同比增减	12
图 16：家具社会零售额当月同比增速	12
图 17：住宅竣工面积与新开工、施工面积累计同比增速逐步收敛	13
图 18：家具及其零件出口金额当月值及同比	14
图 19：PMI 新出口订单指数	14
图 20：美国新建住房销售折年数及同比	15
图 21：美国成屋销售折年数及同比	15
图 22：美国新建住房销售、成屋销售环比变化	15
图 23：美国成屋销售库存套数及同比	15
图 24：主流纸厂 A 级国废黄板纸收购价（元/吨）	17
图 25：主流纸厂 A 级国废黄板纸平均价（元/吨）	17
图 26：玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价（元/吨）	17
图 27：玖龙纸业箱板纸出厂平均价（元/吨）	17

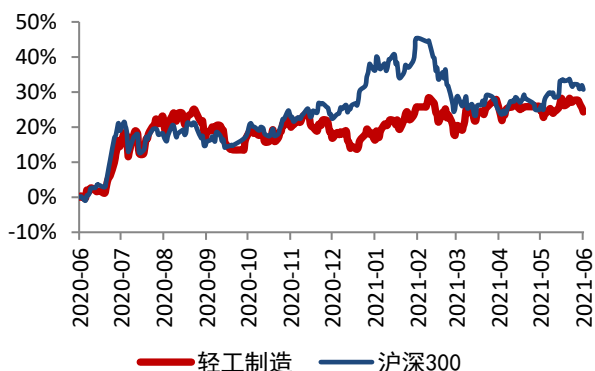
图 28: 箱板纸毛利率及均价走势图.....	18
图 29: 海外主要品牌针叶浆、阔叶浆外盘价 (美元/吨)	19
图 30: 主要品牌白卡纸国内平均价 (元/吨)	19
图 31: 中顺洁柔 2019Q1~2021Q1 存货及同比增长率	19
图 32: 文化办公用品社会零售额当月同比增速.....	21
图 33: 泡泡玛特周杰伦、哈利波特、迪士尼家族冬日系列盲盒产品.....	21
图 34: IP 授权带动产品销售额提升的幅度.....	22
图 35: 消费者接受的 IP 授权产品溢价范围.....	22
图 36: 故宫博物院文创产品之小雀幸笔记本.....	22
图 37: 四川熊猫文创产品.....	22
图 38: 晨光文具 NANJI 因茜国风治愈系文具盲盒.....	23
图 39: 办公用品直销市场销售结构.....	24
图 40: 北美办公用品市场 CR2 为 81%.....	24
图 41: 办公用品一站式采购商品分类.....	25
图 42: 晨光办公文具非代理产品毛利率较高.....	25
图 43: MRO 工业品样例.....	25
表 1: 2021 年初至今轻工板块个股涨幅排名前 20 (剔除次新股)	10
表 2: 重点关注个股 2021 一季报业绩及同比变动情况.....	11
表 3: 2016-2022 年住宅竣工面积及同比增速	13
表 4: 2020-2022 年住宅装修套数及同比增速测算	13
表 5: A 股家具出口受益标的.....	16
表 6: A 股办公直销平台中标客户情况.....	24

1. 2021 上半年回顾：轻工涨幅居全行业中位水平，当前具有估值优势

1.1 整体走势：轻工板块跑赢上证指数，估值仍处历史低位

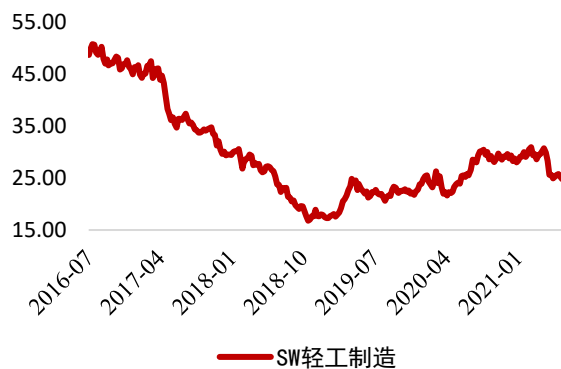
2021 年初至今（截至 6 月 30 日，下同），SW 轻工制造跑赢沪深 300 指数，涨幅处于 28 个申万板块中位水平。其中，上证指数上涨 3.40%，创业板指上涨 17.22%，沪深 300 指数上涨 0.24%，SW 轻工制造指数上涨 5.85%，分别跑赢上证指数、沪深 300 指数 2.45、5.61 个百分点，在 A 股 28 个行业板块（申万分类）中涨幅排名第 13 位。轻工板块市盈率年初小幅提升，4 月初达到高点，随后低位徘徊，目前仍处于历史低位。由于新冠肺炎疫情形势的好转、上市公司业绩逐季度回暖等利好影响，轻工行业市盈率在一季度小幅缓慢提升，至 4 月初达到上半年高位（30.72X），但随后发生显著下降，5-6 月保持低位徘徊，目前 SW 轻工制造板块市盈率为 25.35X，略高于近三年历史均值（24.06X），但低于近五年历史均值（29.49X）。

图 1：近一年 SW 轻工制造市场表现



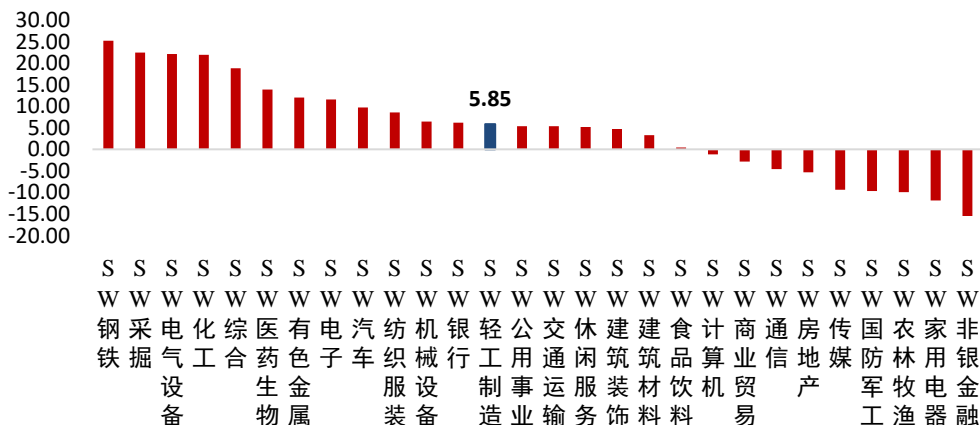
数据来源：山西证券研究所、wind

图 2：SW 轻工制造板块市盈率（TTM，整体法）



数据来源：山西证券研究所、wind

图 3：2021 年初至今轻工板块涨跌幅排名第 13 位（申万分类）

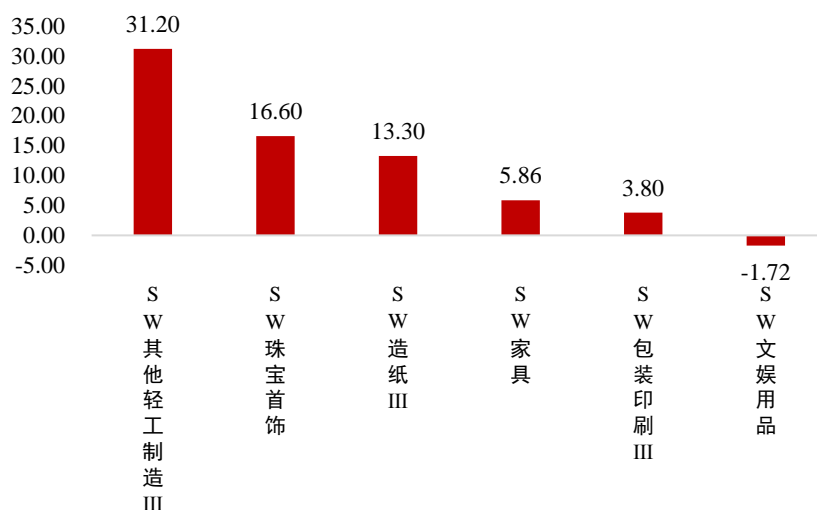


数据来源：山西证券研究所、wind

1.2 子板块分析：珠宝首饰、造纸、家具涨幅亮眼，估值均处于历史低位

2021年初至今，轻工制造子板块表现有所分化，其他轻工制造、珠宝首饰、造纸、家具、包装印刷板块均跑赢上证指数和沪深300指数，文娱用品板块出现下跌。截至6月30日，SW轻工各子板块涨幅由高到低分别为：其他轻工制造（+31.20%）、珠宝首饰（+16.60%）、造纸（+13.30%）、家具（+5.86%）、包装印刷（+3.80%）、文娱用品（-1.72%）。其中，其他轻工制造跑赢沪深300指数30.96个百分点，涨幅位列各子板块第一，珠宝首饰、造纸、家具、包装印刷也分别以16.36、13.06、5.62、3.56个百分点的超额收益跑赢沪深300指数。

图4：2021年初至今SW轻工各子板块涨跌幅



数据来源：山西证券研究所、wind

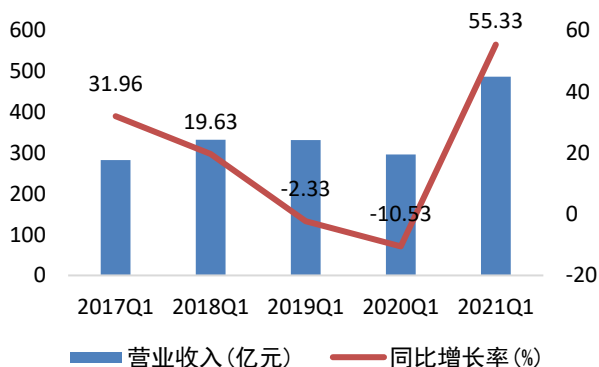
2021Q1，造纸板块营收、归母净利润相对2019Q1分别增长47%、250%。2021Q1，SW造纸板块实现营业收入486.62亿元，同比增长55.33%，相对2019Q1增长46.92%，增速相对去年同期提升55.33个百分点；实现归母净利润55.83亿元，同比增长161.13%，相对2019Q1增长249.59%，增速相对去年同期提升148.62个百分点。

2021Q1，家具板块业绩触底反弹最为显著，归母净利润同比2020Q1增长24倍多，营收相对2019Q1增长286%。2021Q1，SW家具板块实现营业收入285.89亿元，同比增长81.42%，相对2019Q1增长285.89%，增速相对去年同期回升105.65个百分点；实现归母净利润20.05亿元，同比增长2429.69%，相对2019Q1增长45.55%，增速相对去年同期回升2545.15个百分点。

2021Q1，文娱用品板块营收增速加快，营收、归母净利润相对2019Q1分别增长65%、41%。2021Q1，SW文娱用品板块实现营业收入87.44亿元，同比增长64.96%，相对2019Q1增长65.06%，增速相对去年同期提升69.32个百分点；实现归母净利润6.72亿元，同比下滑28.50%，相对2019Q1增长41.06%，增速相

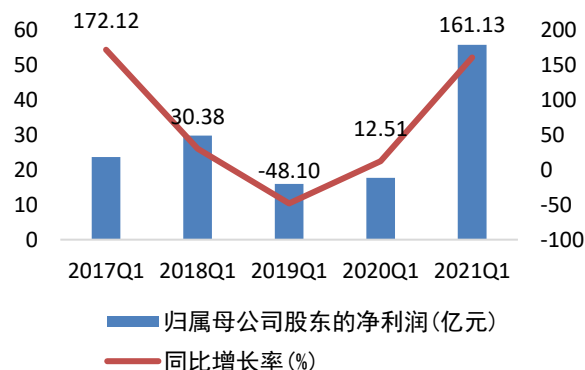
对去年同期回落 122.20 个百分点。

图 5：SW 造纸板块 2021Q1 营业收入及同比



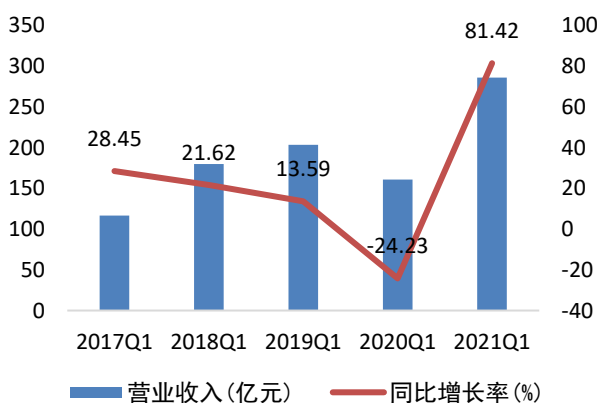
资料来源：山西证券研究所、wind

图 6：SW 造纸板块 2021Q1 归母净利润及同比



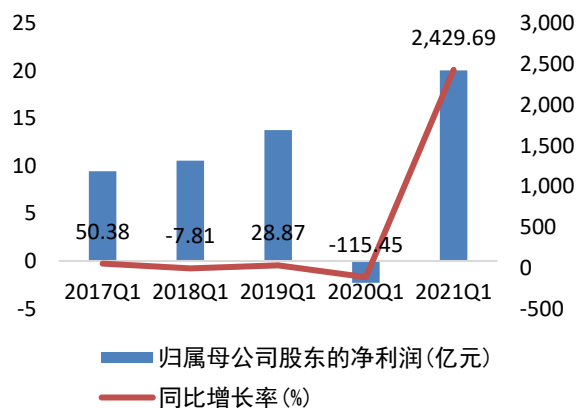
资料来源：山西证券研究所、wind

图 7：SW 家具板块 2021Q1 营业收入及同比



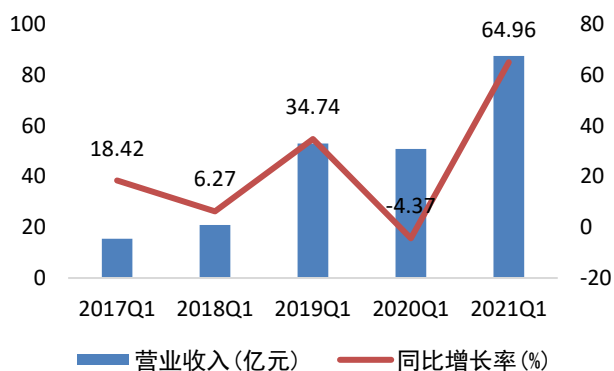
资料来源：山西证券研究所、wind

图 8：SW 家具板块 2021Q1 归母净利润及同比



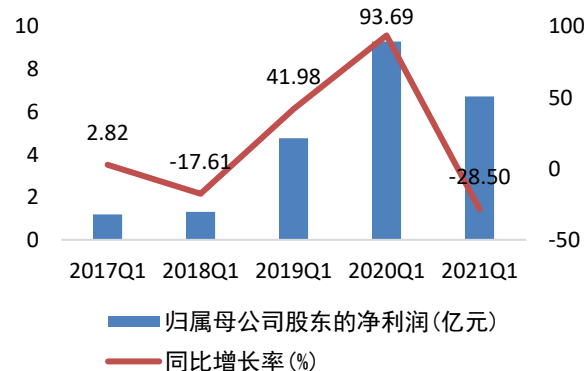
资料来源：山西证券研究所、wind

图 9：SW 文娱用品板块 2021Q1 营业收入及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

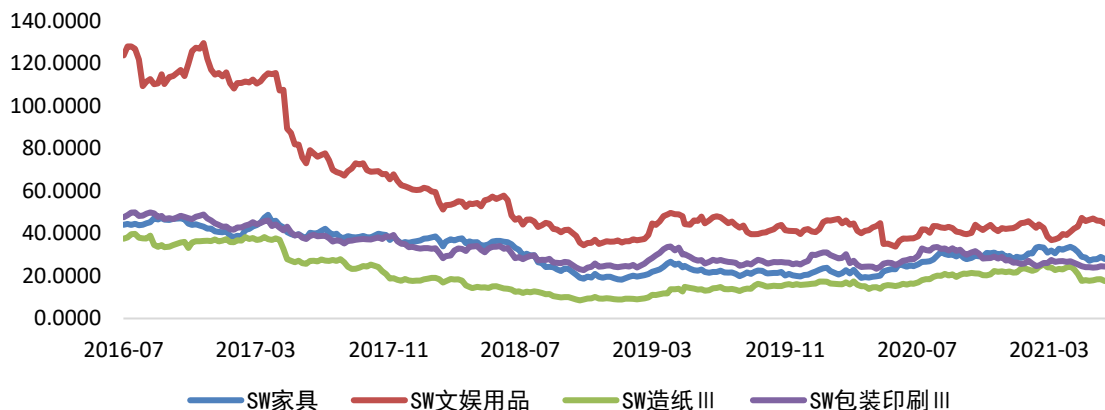
图 10：SW 文娱用品板块 2021Q1 归母净利润及同比



资料来源：山西证券研究所、wind

估值方面来看，子板块市盈率目前均处于近五年历史低位。截至6月25日，轻工四大子板块市盈率由低到高分别为：文娱用品（45.82X）、家具（28.10X）、包装印刷（25.13X）、造纸（17.84X），均低于其近五年市盈率平均值：文娱用品（59.39X）、家具（30.89X）、包装印刷（32.22X）、造纸（20.39X）。

图 11：SW 轻工制造各子板块市盈率（TTM，整体法）

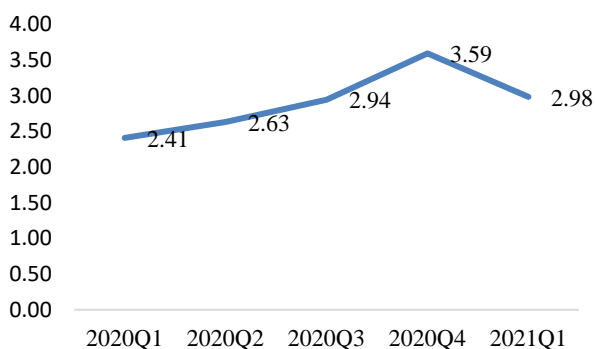


数据来源：山西证券研究所、wind

1.3 基金持股比例较高，高成长个股、细分龙头涨幅居前

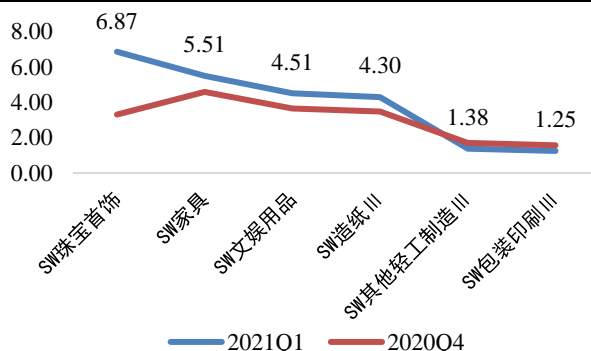
2021 年一季度，轻工板块基金持股比例有所下降，轻工板块在 28 个行业板块（申万分类）中排名第 9 位，细分板块中，基金在珠宝首饰、家具、文娱用品、造纸板块的持股比例较大。2021 年一季度末，SW 轻工板块基金持股数量为 13.31 亿股，基金持股比例达到 2.98%，环比 2020Q4 末下降 0.61 个百分点，相对 2020 年一季度末增加 0.58 个百分点，其中珠宝首饰、家具和文娱用品增配超前，持股比例分别环比 2020Q4 增加 3.56、0.92、0.86 个百分点。2021 年一季度末，子板块基金持股比例前三名分别是珠宝首饰（6.87%）、家具（5.51%）和文娱用品（4.51%）。

图 12：SW 轻工制造板块基金持股比例



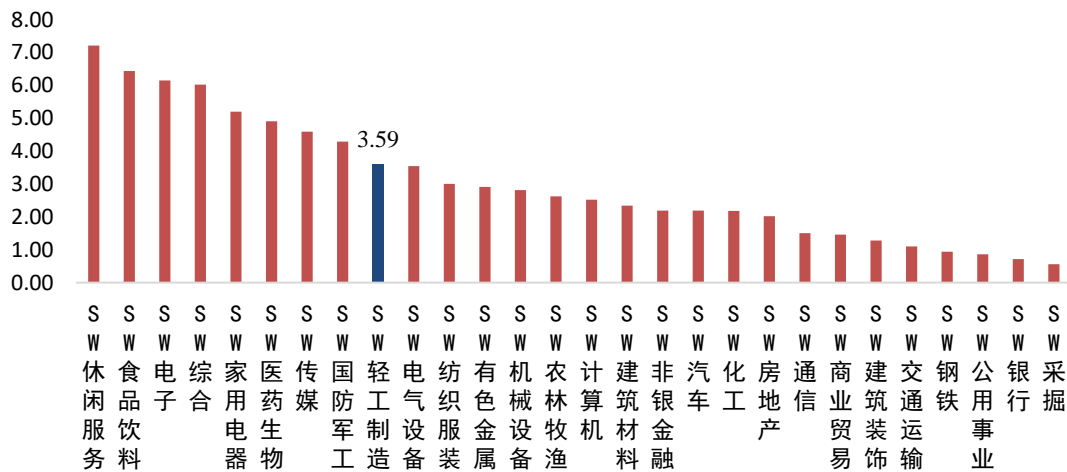
数据来源：山西证券研究所、wind

图 13：2021Q1 末 SW 轻工各子板块基金持股比例



数据来源：山西证券研究所、wind

图 14：2021 一季报末申万轻工板块基金持股比例排名第 9 位（整体法）



数据来源：山西证券研究所、wind

2021 年初至今，资本追逐热点主题概念，同时依然青睐价值投资，业绩确定、赛道优越、竞争壁垒高的个股表现优异。我们对 SW 轻工板块年初至今涨幅排名前 20 的个股进行了梳理，发现这些受资本热捧的个股大多属于细分赛道快速发展的高成长性公司，或者细分行业白马龙头上市公司，比如床垫龙头之一的喜临门，特种纸龙头之一仙鹤股份，生活用纸龙头中顺洁柔，文化纸龙头晨鸣纸业等。

表 1：2021 年初至今轻工板块个股涨幅排名前 20（剔除次新股）

证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅 [单位] %	总市值 1 [单位] 亿元	所属申万行业名称 [行业级别] 三级行业
002356.SZ	*ST 赫美	2010-02-09	218.8679	11.0312
000663.SZ	*ST 永林	1996-12-06	205.0633	15.8915
600963.SH	岳阳林纸	2004-05-25	154.4340	60.5218
002585.SZ	双星新材	2011-06-02	102.5411	53.9982
603008.SH	喜临门	2012-07-17	72.4840	62.8167
000587.SZ	*ST 金洲	1996-04-25	70.4762	37.5904
200488.SZ	晨鸣 B	1997-05-26	57.5439	127.5599
603733.SH	仙鹤股份	2018-04-20	53.7556	85.4352
600793.SH	宜宾纸业	1997-02-20	52.2333	20.7862
002862.SZ	实丰文化	2017-04-11	48.6916	18.3840
603389.SH	亚振家居	2016-12-15	38.5910	15.3184
603180.SH	金牌厨柜	2017-05-12	35.4810	42.8770
002345.SZ	潮宏基	2010-01-28	32.6829	35.5827
002511.SZ	中顺洁柔	2010-11-25	32.4692	168.8470
002575.SZ	*ST 群兴	2011-04-22	31.8966	44.1147
603801.SH	志邦家居	2017-06-30	31.7049	46.3640
300057.SZ	万顺新材	2010-02-26	31.2326	41.8116
600103.SH	青山纸业	1997-07-03	31.2169	47.2693

000488.SZ	晨鸣纸业	2000-11-20	26.7913	114.5603
600836.SH	上海易连	1994-02-24	26.0163	35.6561

数据来源：山西证券研究所、wind

表 2：重点关注个股 2021 一季报业绩及同比变动情况

板块	证券简称	2021Q1 营收 YOY(%)	同比 20Q1 变动 (pct)	同比 19Q1 变动 (pct)	2021Q1 归母净利润 YOY(%)	同比 20Q1 变动 (pct)	同比 19Q1 变动 (pct)
家具	欧派家居	130.74	165.83	115.17	340.02	550.32	314.88
	索菲亚	130.59	166.16	135.26	812.35	927.83	808.65
	我乐家居	44.34	38.91	21.70	458.40	227.91	342.18
	尚品宅配	110.28	157.74	94.62	105.09	694.34	73.53
	曲美家居	36.89	53.38	-117.90	281.33	668.43	339.24
	顾家家居	65.32	72.31	32.52	25.58	21.77	15.54
	皮阿诺	92.29	107.81	75.97	795.14	869.27	779.07
	金牌厨柜	81.55	85.48	75.37	587.82	654.32	585.14
	志邦家居	109.09	130.27	103.89	213.23	454.50	208.32
	好莱客	203.00	251.30	197.79	328.81	473.62	320.64
	美克家居	168.71	227.71	163.56	128.12	627.17	122.02
	喜临门	72.51	86.09	78.08	255.55	586.93	311.56
	梦百合	78.52	44.09	49.75	-31.16	-37.70	-1,578.45
	江山欧派	57.71	33.42	36.20	-11.66	-271.10	-21.32
	大亚圣象	86.76	133.34	85.68	227.91	415.94	218.22
	顶固集创	251.76	305.73	249.95	158.03	3,970.56	295.23
	恒林股份	64.65	57.15	33.21	122.15	157.57	-9.88
惠达卫浴	43.14	67.58	42.90	39.84	85.56	21.18	
海鸥住工	75.13	92.29	65.88	214.93	763.20	293.60	
乐歌股份	181.98	178.87	182.72	128.17	92.02	153.74	
文娱用品	齐心集团	35.32	-6.24	-18.43	5.83	-25.58	-25.02
	晨光文具	82.96	94.50	54.95	42.50	53.46	16.08
造纸	中顺洁柔	25.81	17.34	0.03	47.81	-0.86	22.63
	太阳纸业	37.66	35.80	29.53	106.71	65.74	145.05
	山鹰国际	78.02	104.49	81.76	105.55	155.24	129.88
	博汇纸业	55.49	35.40	29.07	337.24	285.83	377.54
	仙鹤股份	68.89	79.74	40.38	167.49	-25.67	230.74
	晨鸣纸业	67.71	68.92	82.65	481.42	50.88	576.54
	冠豪高新	37.71	61.19	27.14	18.28	-29.94	47.10
包装印刷	劲嘉股份	31.71	41.84	7.63	17.19	34.28	-4.62
	裕同科技	45.83	43.70	35.29	17.10	24.96	6.41
	奥瑞金	64.00	72.66	61.10	572.51	653.93	561.53
	合兴包装	94.13	126.99	85.88	66.17	112.34	48.70

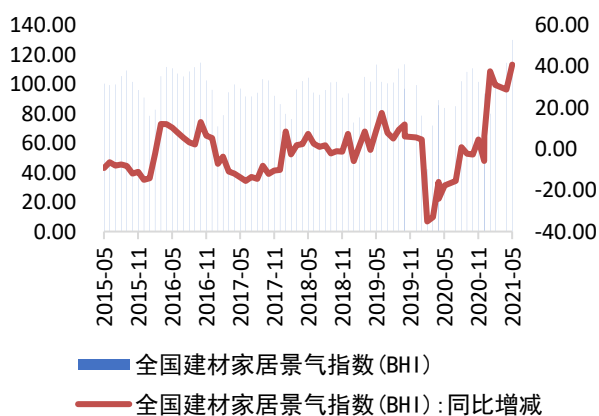
资料来源：山西证券研究所、wind

2. 家具：地产竣工潮驱动内销回暖，外销高景气度有望延续全年

2.1 地产竣工有望迎来小高峰，看好下半年内销业务释放

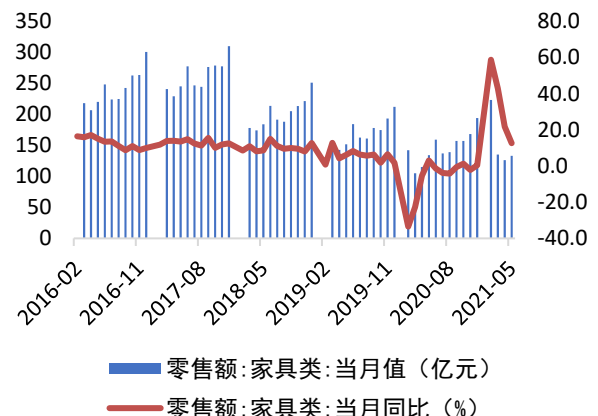
家具内销业务受益于疫情得到良好控制、消费活力释放，零售表现全面回弹。BHI 继续向上攀升，且已连续 3 个月保持上涨态势。据国家统计局数据显示，2021 年 5 月，家具类零售额为 133 亿元，同比增长 12.6%，增速环比 4 月下降 9.1 个百分点，相对去年同期提升 9.6 个百分点；2021 年 1-5 月，家具类零售额累计值为 618 亿元，同比增长 35.1%，相对去年同期提升 52.6 个百分点。由商务部流通业发展司、中国建筑材料流通协会共同发布的全国建材家居景气指数（BHI）显示，2021 年 5 月全国建材家居景气指数（BHI）为 130.03，环比上涨 15.51 点，同比上涨 40.90 点。全国规模以上建材家居卖场 5 月销售额为 985.9 亿元，环比上涨 12.75%，同比上涨 52.33%；1~5 月累计销售额为 3840.9 亿元，同比上涨 82.23%，全国建材家居市场喜迎“红五月”行情。

图 15：全国建材家居卖场景气指数（BHI）及同比



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

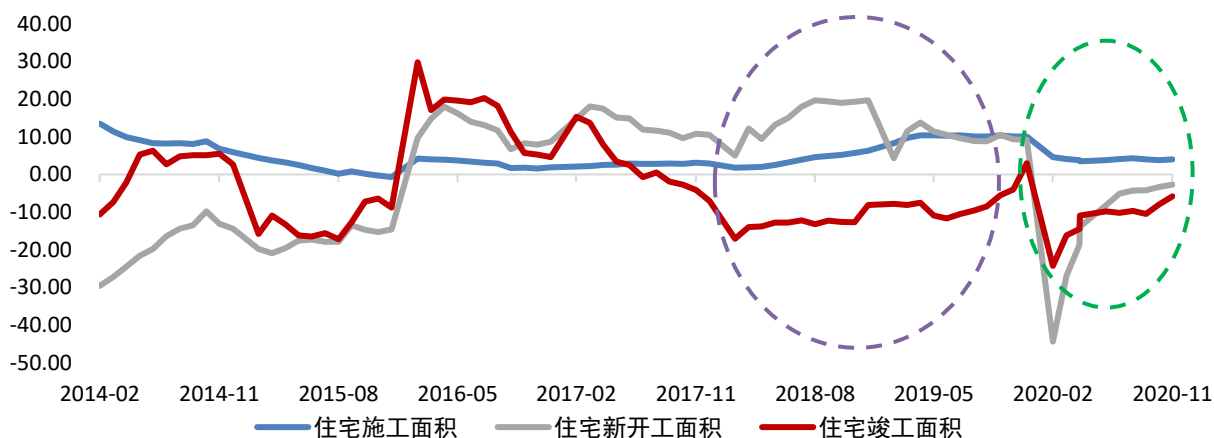
图 16：家具社会零售额当月同比增速



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

2021 年下半年，全国住宅有望迎来竣工小高峰，支撑家具购买需求总量增长。2016 年以来，开发商受到融资困难、楼市销售放缓等因素的影响，导致工程施工周期延长、竣工潮一再延期。2017-2018 年，住宅竣工面积与新开工、施工面积增速出现大幅背离，2016-2019 年，全国住宅竣工面积增速与新开工面积增速的差值分别为：-4.1、-17.5、-27.8 和 -6.2 个百分点；2020 年 1-2 月，竣工面积增速首次超过住宅新开工面积增速，两者差值为 20.1 个百分点。新开工面积增速回落，而竣工面积增速显著上升，两者向中间收敛，意味着前期积累项目接近交付，叠加期房交付期限临近、调控政策和信贷政策的边际放松，2021、2022 年竣工面积有望实现快速增长。

图 17：住宅竣工面积与新开工、施工面积累计同比增速逐步收敛



数据来源：山西证券研究所、wind

装修房屋套数测算模型与基础假设：国家统计局披露的住宅竣工套数最新数据截止到 2018 年，而通过常识判断和统计学分析可以发现，住宅竣工套数和住宅竣工面积具有显著正相关性，且住宅竣工套数波动程度高于住宅竣工面积。结合住宅竣工面积及同比增速的历史数据，我们合理假设 2021、2022 年住宅竣工面积同比增速为 9.00%、2.00%，2021、2022 年住宅竣工套数的增长率为 9.60%、2.50%，每年存量房的新增套数等于上一年的住宅竣工套数。同时，假设存量房的房龄每增加 15 年翻新装修一次，每年的旧房翻新比例约为 1.5%，其余数据均从国家统计局获取。**模型测算结果为：**2021、2022 年住宅竣工套数分别为 682、699 万套，加上存量房翻新需求，住宅装修套数分别为 1030.45、1054.32 万套，同比增加 5.87%、2.32%，2021 年住宅装修套数增速环比提升 6.77 个百分点，2021 年新房、存量房装修比例分别为 52.93%、47.07%。

根据以上的模型测算，我们得出结论：**2021 全年住宅装修套数同比增长 5.87%，净增加 57.10 万套**，下半年潜在订单充足，随着我国新冠肺炎疫情防控和社会经济发展工作的持续推进，由于疫情原因前期被压抑的家具购置需求会陆续释放出来，叠加“金九银十”置业装修传统旺季，建材家居市场活力有望进一步提升，建议关注家具龙头个股。

表 3：2016-2022 年住宅竣工面积及同比增速

	2018	2019	2020	2021E	2022E
住宅竣工面积（万平方米）	66015.75	68011.11	65910	71841.9	73278.74
住宅竣工面积 YOY	-8.10%	3.00%	-3.10%	9.00%	2.00%

数据来源：山西证券研究所，国家统计局

表 4：2020-2022 年住宅装修套数及同比增速测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E
住宅竣工套数（套）	6229216	6452838	6220536	6817707	6988150

住宅竣工套数 YOY	-8.69%	3.59%	-3.60%	9.60%	2.50%
新房装修套数 (万套) =住宅竣工套数*80%	498.34	516.23	497.64	524.46	559.05
存量房套数 (万套)	30446	31069	31714	32336	33018
存量房装修套数 (万套) =存量房套数*旧房翻新比例 1.5%	456.68	466.03	475.71	485.04	495.26
住宅装修套数 (万套) =新房装修套数+存量房装修套数	951.28	982.25	973.35	1030.45	1054.32
住宅装修套数 YOY	-3.73%	2.85%	-0.91%	5.87%	2.32%
新房装修比例	51.99%	52.56%	51.13%	52.93%	53.03%
存量房装修比例	48.01%	47.44%	48.87%	47.07%	46.97%

数据来源：山西证券研究所，国家统计局

注：表格斜体标注的项目为模型假设

2.2 海外疫情仍存不确定性，外销高景气度有望延续全年

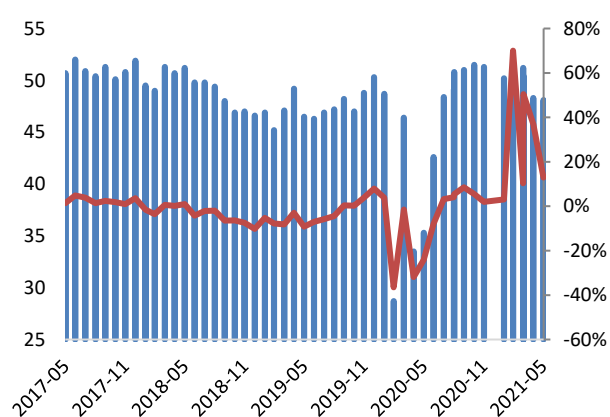
家具外销增长靓丽，出口金额大幅超出 2019 年同期水平。根据海关总署数据，2012 年 2~6 月，PMI 新出口订单指数分别为 48.8%、51.2%、50.4%、48.3%、48.1%，相对 2020 年同期持续攀升，同比分别增长 70.03%、10.34%、50.45%、36.83%、12.91%，处于近两年的相对高位，显示外需持续改善。2021 年 5 月家具及其零件实现出口额 409.20 亿元，同比增长 38.99%，较 2019 年 5 月（332.10 亿元）增加 23.22%。2021 年 1-5 月，家具及其零件实现出口额 1866.30 亿元，同比增加 64.90%，较 2019 年 1-5 月增加 25.82%。其中，功能办公椅在全部家居出口品类中表现突出，2021 年 5 月单月实现出口额 30.23 亿元，较 19 年 5 月的 17.21 亿元提升 75.69%；1-5 月累计出口额为 130.77 亿人民币，较 19 年同期增长 82.90%。

图 18：家具及其零件出口金额当月值及同比



数据来源：山西证券研究所、wind

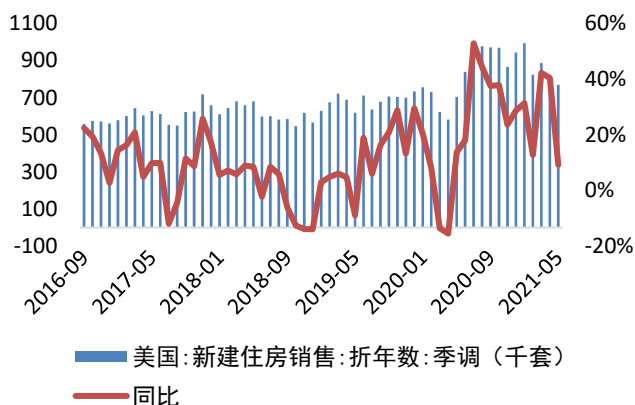
图 19：PMI 新出口订单指数



数据来源：山西证券研究所、wind

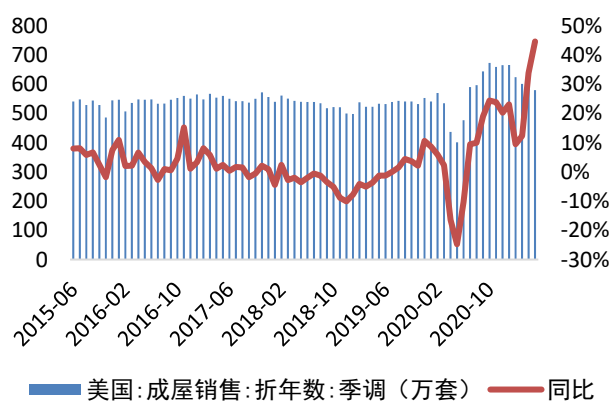
美国房地产行业持续升温拉动家具出口。受益于美国抵押贷款利率接近纪录低点、疫情居家办公刺激郊区房产需求激增，据全美住房建筑商协会(NAHB)数据，2021Q2 美国房产市场指数仍维持在 80 以上高位，需求依然旺盛。根据美国商务部数据，2021 年 1~4 月，美国新屋销售折年数均超过 800 万套，1 月最高达到 993 万套，成屋销售折年数均超过 580 万套（同比+26.62%），1 月最高达到 666 万套。5 月美国待售房屋库存同比下降 20.65%至 123 万套，以目前的销售速度，房屋库存仅能维持 2 个月左右，跌破 2014 年以来的最低值 139 万套。

图 20：美国新建住房销售折年数及同比



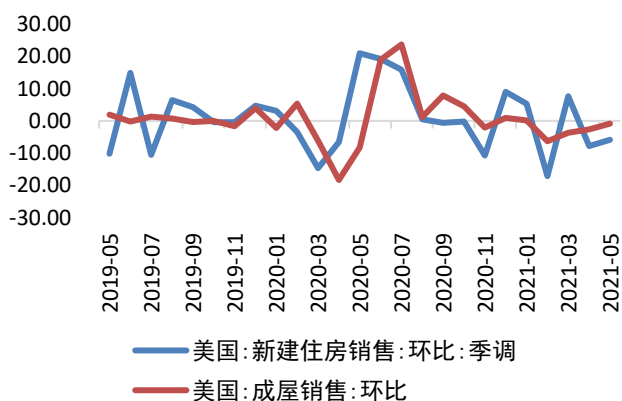
数据来源：山西证券研究所、wind

图 21：美国成屋销售折年数及同比



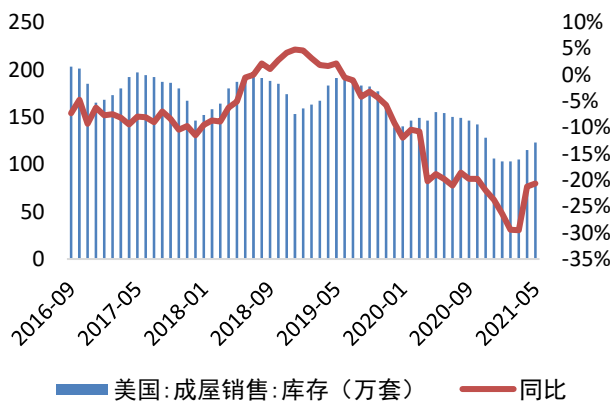
数据来源：山西证券研究所、wind

图 22：美国新建住房销售、成屋销售环比变化



数据来源：山西证券研究所、wind

图 23：美国成屋销售库存套数及同比



数据来源：山西证券研究所、wind

得益于严谨而科学的抗疫举措，我国本土疫情趋于平稳、经济社会全面恢复常态运行，而海外疫情形势依然严峻、疫苗量产和大规模接种仍无确定性，我们判断外贸增长动能有望持续 2021 全年。目前，世界各国正急于遏制这种传染性强的德尔塔病毒的快速传播。这种变异推动了该病毒的复活，该病毒已经导致近 400 万人死亡，迫使许多国家在疫情首次席卷全球一年多后重新实施限制。海外疫情形势依然复杂严峻，

产需存在较大缺口，预计我国此轮家具出口景气度仍将延续。此外，在疫情较为严重的部分国家，居家办公依然是常态，“宅经济”将推动办公家具外销实现较快增长，有利于国内具备跨境电商运营经验和成本优势的企业增加出口量。

表 5：A 股家具出口受益标的

公司名称	简介	主要销售市场	产品销售结构	境内外收入占比
乐歌股份	国内人体工学行业领先企业	北美、欧洲	人体工学工作站 67.91%、人体工学大屏支架 16.21%	境外 90.50% 中国大陆 8.74%
恒林股份	国内办公椅龙头企业之一	北美、欧洲	办公椅 51.02%、环境整体解决方案 20.44%、沙发 16.85%	境外 88.13% 中国大陆 11.54%
梦百合	国内记忆棉床垫龙头企业	美国、欧洲	记忆棉床垫 47.21%、沙发 12.92%、电动床 10.67%、记忆棉枕 9.51%	境外 85.71% 中国大陆 12.56%
永艺股份	国内领先的座椅生产企业	北美、欧洲	办公椅 75.69%、沙发 17.40%、按摩椅椅身 9.85%	境外 76% 中国大陆 24%
美克家居	中高端家具零售龙头之一	美国、欧洲、澳洲	零售商品 68.3%、批发商品 30.6%	境外 40.59% 中国大陆 58.26%
顾家家居	国内软体家具龙头	美国、欧洲、澳洲	沙发 49.67%、软床及床垫 18.57%、配套产品 17.83%、定制家具 2.77%	境外 32.86% 中国大陆 63.10%

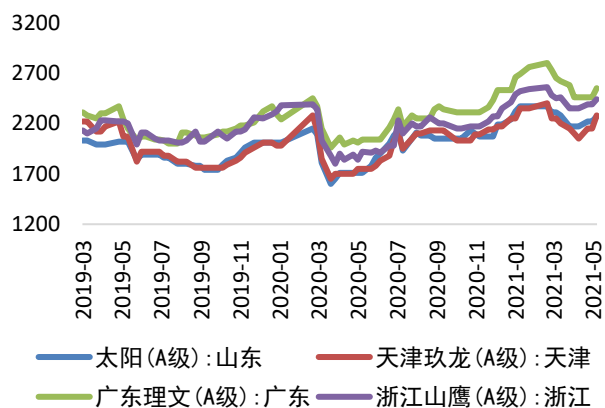
数据来源：山西证券研究所、wind

3. 造纸：原材料涨价压力加大，龙头纸厂成本优势显著

3.1 废纸系：原材料涨幅超越纸价涨幅，下半年中小纸厂毛利率仍将承压

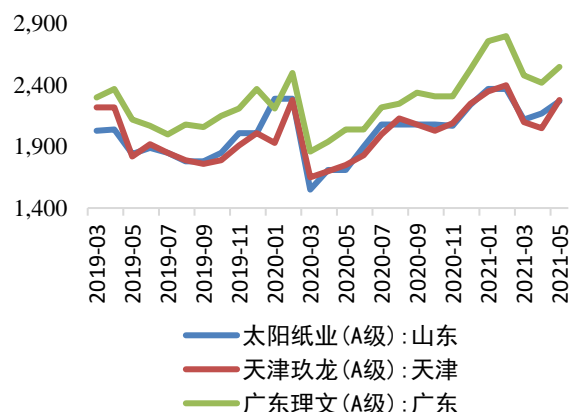
在外废零进口的政策全面实施下，废纸系原材料出现缺口，导致国废原料成本显著上涨。近期国内废纸价格环比上升，纸厂黄板纸库存下降。截至 2021 年 6 月 1 日，国内废黄板纸价格为 2263 元/吨，环比上升 5.01%，同比上升 27.81%；2021 年 5 月底厂商黄板纸库存回落至 8.13 天，环比下降 0.87 天，5 月国废黄板纸市场价格震荡上涨，主要因为纸厂成品纸销售较好，对废纸采购兴趣上升，废纸供货商投机心态有所升温。根据中纸在线监测显示，截止 2021 年 6 月 25 日，太阳纸业、天津玖龙、广东理文、浙江山鹰 A 级国废黄板纸收购价分别为 2270、2450、2720、2550 元/吨，同比 2020 年同期分别上涨 32.75%、40.00%、33.33%、32.81%，相对年初分别上涨 3.65%、12.90%、7.51%、8.51%。

图 24：主流纸厂 A 级国废黄板纸收购价（元/吨）



数据来源：山西证券研究所、wind

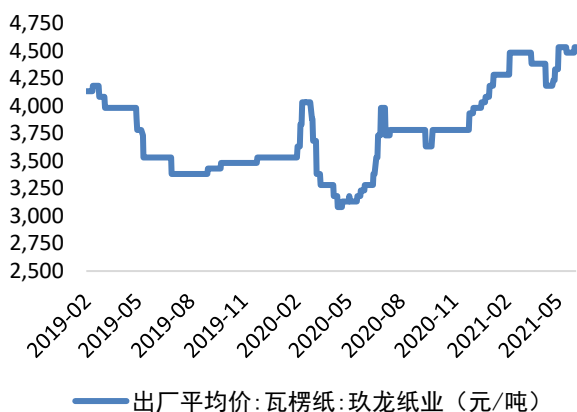
图 25：主流纸厂 A 级国废黄板纸平均价（元/吨）



数据来源：山西证券研究所、wind

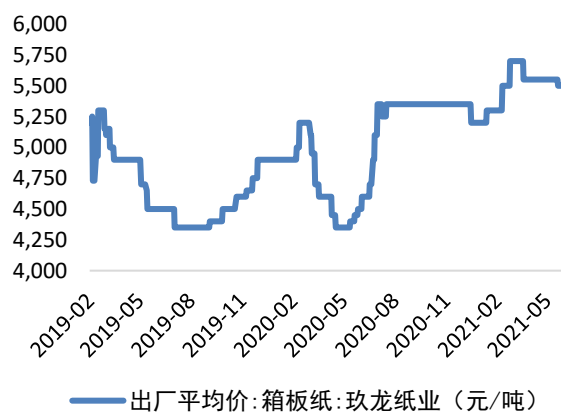
厂商库存下降而社会库存上升，废纸系价格环比上升。5月中旬以来，包装纸龙头玖龙纸业密集发布五轮涨价，纸板厂随之涨价截至。根据卓创资讯，2021年6月1日，箱板纸和瓦楞纸价格分别达到4986.67元/吨和4070.00元/吨，其中箱板纸价格环比上升4.76%，同比上升30.88%，瓦楞纸价格环比上升5.17%，同比上升28.90%。5月份规模纸企多次拉涨，下游拿货积极性尚可，纸厂出货节奏加快，库存压力有所减轻，故纸厂库存呈减少趋势，5月底箱板纸厂商和社会库存分别为95.76万和197.04万吨，环比分别下降8.89%和上升2.74%，同比分别下降2.88%和上升53.94%；瓦楞纸厂商和社会库存分别为45.16万和120.43万吨，环比分别下降17.21%和上升2.00%，同比分别下降10.22%和上升34.11%。

图 26：玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价（元/吨）



数据来源：山西证券研究所、wind

图 27：玖龙纸业箱板纸出厂平均价（元/吨）

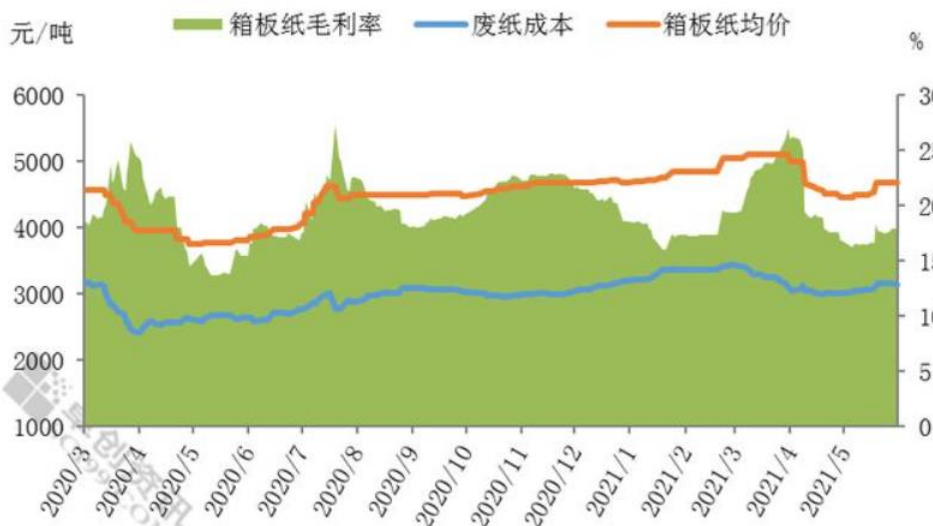


数据来源：山西证券研究所、wind

原材料涨价压力之下，包装纸毛利收窄，预计下半年废纸系整体毛利率保持较低水平。在龙头纸厂连续拉涨下，瓦楞纸市场呈上行走势，且目前纸价延续偏强走势，但多数纸厂反应利润仍在盈亏边缘。目前生产瓦楞原纸的企业主要原料为废旧黄板纸、玉米淀粉，今年以来原料市场涨势较强，助推纸价调涨，但

这也是影响纸厂利润最重要的因素，由于原料成本上涨幅度大于瓦楞箱板纸价格涨幅，因此终端纸价虽然上涨，但毛利却呈现下滑态势。根据卓创资讯数据显示，进入 5 月份，箱板纸价格环比变动不大，而原料废纸成本环比上涨 2.42%，因此 5 月份箱板纸毛利环比下滑 2.89 个百分点，纸厂盈利压力较大。与此同时，瓦楞纸价格涨幅也小于成本面涨幅，毛利呈现下滑态势。

图 28：箱板纸毛利率及均价走势图



数据来源：山西证券研究所、wind

龙头纸厂海外制浆产线快速推进中，有望逐步实现原材料自给，从而抢占中小纸厂市场份额。截至 2020 年 9 月底，山鹰国际已在东南亚建成年产 70 万吨的再生浆产能，并已实现批量生产，再生浆成本相较于国内废纸和木浆价格具有一定的成本优势。从存货角度来看，山鹰纸业 2021 一季度末存货 34.3 亿元，环比增长 43.85%，景兴纸业、荣晟环保和森林包装数据分别为 6.57 亿元（环比+31.21%）、8900 万元（环比+45.92%）、2.54 亿元（环比+50.3%）。

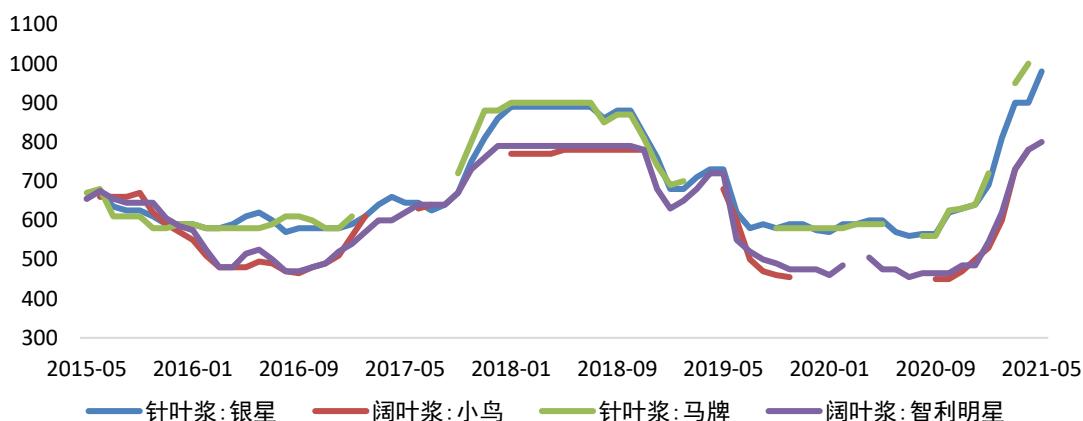
没有自给原材料产能的中小纸厂只能依赖于国废，依然面临很大生存压力，废纸市场份额有望进一步向头部集中，龙头企业议价能力得到提升，下半年提价如能继续顺利落地，龙头纸厂盈利能力将进一步释放。一方面，拥有资金及技术优势的龙头规模纸厂投资建设新的原料生产基地，布局废纸中转站和木纤维生产，2021 年开始，部分规模纸厂海外建厂装置将陆续投产。另一方面，由于优质废纸回收难度加大，中小纸厂纸厂利润或将承压，行业集中度有望提升。欧美等发达国家的造纸行业集中度非常高，CR3 达到 70%，而我国仅不到 50%，未来市场集中度提升的空间很大。

3.2 浆纸系：预计下半年浆价高位震荡，文化纸、生活用纸集中度有望提升

2020 年三季度以来，木浆价格持续走高，累计涨幅近一倍。2021 年 3 月上旬开始，进口木浆的现货价

格冲高回落，但目前依然处于高位。今年以来，北美、南美、欧洲、东南亚等国际大型纸浆厂纷纷提高木浆售价，外盘报价持续上涨，同时由于集装箱紧张、海运成本上升，国内现货价格也持续走高。根据卓创资讯监测数据显示，截至 2021 年 6 月 1 日，针叶浆外盘平均价格为 990.50 美元/吨，折合人民币 6315.33 元，同比上升 49.66%；阔叶浆外盘平均价格为 777.14 美元/吨，折合人民币 4954.99 元，同比上升 47.55%。

图 29：海外主要品牌针叶浆、阔叶浆外盘价（美元/吨）

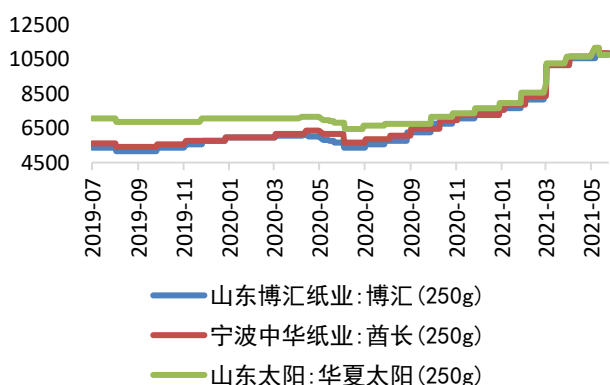


数据来源：山西证券研究所、wind

5 月以来，浆纸系迎来新一轮涨价潮。根据卓创资讯，国内主要文化纸企业和贸易商发布多张涨价函，其中文化纸普遍涨价 200 元/吨，白卡纸涨价则达到 1000 元/吨。四大生活用纸龙头企业金红叶、恒安、维达、中顺（洁柔）从 4 月 1 日起纷纷上调价格。截至目前，市场上部分生活用纸产品上调了 10%-20%，由于大厂的纸价涨幅低于小厂，利好生活用纸龙头企业下半年市场份额实现提升。

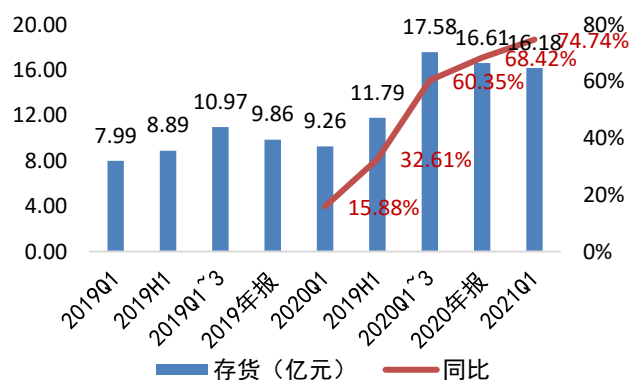
浆价高位震荡，龙头纸厂原材料成本优势显现。中顺洁柔在浆价低位时大批量采购锁定成本，2021Q1 存货达到 16.18 亿元，同比增加 74.73%。此外，龙头规模纸厂拥有资金及技术优势，纷纷投资建设新的原料生产基地，自有浆产能充足，相对中小纸厂利润空间提升，市场份额将进一步向头部集中。

图 30：主要品牌白卡纸国内平均价（元/吨）



数据来源：山西证券研究所、wind

图 31：中顺洁柔 2019Q1~2021Q1 存货及同比增长率



数据来源：山西证券研究所、wind

在全球经济复苏及流动性宽松背景下，纸浆补库预期强烈，叠加海运运力持续紧张等因素，海外浆厂提价意愿和市场看涨情绪不减，预计下半年浆价保持高位震荡。由于二季度处于造纸传统淡季，且纸浆进口保持高位，主要地区及港口纸浆库存持续增加，国内主要木浆港口贸易商库存攀升。目前针叶木浆和阔叶木浆库存仍处高位，尚未得到有力缓解。根据卓创资讯，截至 2021 年 5 月底，青岛港、保定港和常熟港木浆库存分别上升 13.7 万吨、下降 2.1 万吨、上升 4 万吨至 106.6 万吨、10.8 万吨和 67 万吨，环比分别上升 14.75%、下降 16.20%和上升 6.35%。

随着三季度传统旺季的到来，预计纸厂的开工率和利润率将有所修复，下半年建议重点关注龙头个股。当前处于浆纸系淡季，下游需求以刚需为主，叠加原材料价格高企，因此整体产量、开工率下滑明显，特别是中小型企业承压明显。根据卓创资讯，白卡纸 5 月行业开工率为 63.17%，环比下降 9.15%，同比下降 12.83%，产量 653.27 万吨，环比下降 9.75%，同比下降 12.19%。生活用纸行业开工率骤降至 60%以下，河北地区生活用纸企业在 3 月中下旬开工的仅在 3-4 成。

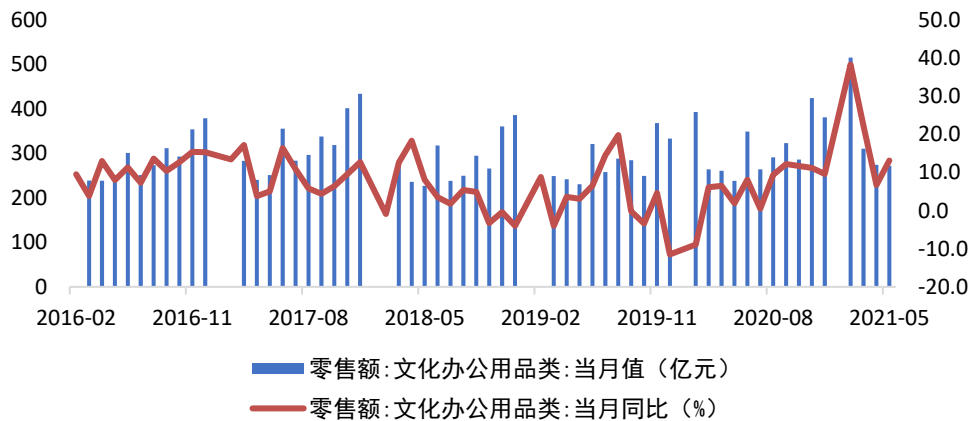
4. 文娱用品：9 月开学季关注传统文具，精品文创、办公直销保持高速增长

4.1 文化办公用品零售超出疫情前水平，关注 9 月传统文具销售旺季

文化办公用品零售表现大幅超出疫情前水平，下半年重点关注 9 月开学季传统文具销售旺季。据国家统计局数据显示，2021 年 5 月，文化办公用品类零售额为 272 亿元，同比增长 13.1%，增速环比 4 月加快 6.4 个百分点，相对去年同期提升 11.2 个百分点，单月零售额相对 2019 年 5 月增长 17.85%；2021 年 1-5 月，文化办公用品类零售额累计值为 1370 亿元，同比增长 22.0%，增速相对去年同期提升 22.3 个百分点。

开学季是传统文具的销售旺季，根据京东大数据研究院发布《“开学经济”消费趋势数据报告》，开学季中，学习用品相关商品取得较好增长，学生购买文具的销量同比增幅达 79%。回顾 2020 年 9 月，文化办公用品类零售额在疫情影响下依然逆势大幅增长，实现零售额 323 亿元，同比增长 12.2%，增速环比 8 月提升 2.8 个百分点，相对 2019 年同期大幅提升 12.4 个百分点。

图 32：文化办公用品社会零售额当月同比增速



数据来源：山西证券研究所、wind

4.2 潮玩龙头泡泡玛特市值破千亿，精品文创+IP 变现空间广阔

图 33：泡泡玛特周杰伦、哈利波特、迪士尼家族冬日系列盲盒产品



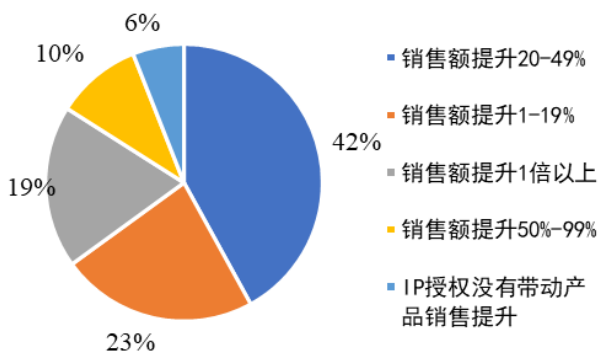
数据来源：山西证券研究所、泡泡玛特微信公众号

潮玩龙头泡泡玛特上市，精品文创+IP 的变现能力和粉丝经济引发资本市场热议。2020 年 12 月 11 日，中国潮流玩具公司泡泡玛特文化创意有限公司正式在香港联交所挂牌上市，泡泡玛特发行价为 38.5 港元，开盘价 77.1 港元，较发行价大涨 100.26%，市值突破千亿港元。泡泡玛特具备 IP 的独立孵化运营能力，2019

年自有 IP 产品收益共 6.27 亿元，头部 IP 收入贡献突出，自有 IP 和独家 IP 是支撑其业绩增长的重要推动力。

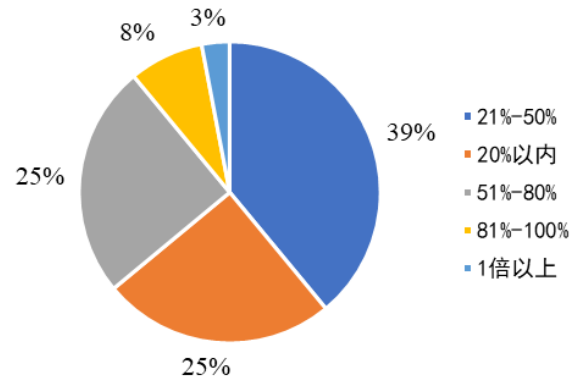
IP 产品市场规模宏大，精品文创与 IP 跨界合作能够在很大程度上赋能品牌、赋能销售，为 IP 买单成为一种潮流。IP 跨界合作也能够在很大程度上刺激消费者，提升品类活性和客户感知，品牌结合时下流行元素，也让传统文具品类焕发了新的生机。《中国品牌授权行业年度报告 2018》显示，有 94% 的被授权商表示，有 IP 授权产品的销售额要高于其他同类产品，其中销售额超过同类产品一倍以上的接近 20%。对待同类产品，在有无 IP 授权形象上，消费者心理普遍能接受有 IP 的授权产品要比同类产品价格高。根据天猫发布的《Z 世代圈层消费大报告》：盲盒的兴起基于一系列高颜值、治愈向的萌系 IP。而 IP 知名度越高，其盲盒产品的销售占比越高。

图 34：IP 授权带动产品销售额提升的幅度



数据来源：山西证券研究所、《2018 中国品牌授权行业发展报告》

图 35：消费者接受的 IP 授权产品溢价范围



数据来源：山西证券研究所、《2018 中国品牌授权行业发展报告》

图 36：故宫博物院文创产品之小雀幸笔记本



数据来源：山西证券研究所、天猫故宫文创旗舰店

图 37：四川熊猫文创产品



数据来源：山西证券研究所、乐山日报

泡泡玛特上市成功破千亿市值，充分表明了精品文创+大 IP 的变现空间非常广阔。随着 Z 世代消费能力加快崛起，传统文具企业 IP 运营思路、打造爆款产品的经验逐步成熟，以及疫情防控转向常态化，我们预计精品文创在 2021 下半年实现较快增长。

晨光文具以头部刚需产品升级为主要抓手，把握盲盒、季节限定、IP 等流行趋势，同时扩大精品文创产品在传统渠道占比。2020 年 4 月，Rolife 若来牵手晨光文具，联名推出 Nanci 因茜首款国风治愈系文具盲盒。2021Q1，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 24,311.40 万元，同比增长 153.58%，其中九木杂物社实现营业收入 22,123.21 万元，同比增长 174.29%。截止报告期末，公司在全国拥有 442 家零售大店，其中晨光生活馆 68 家，九木杂物社 374 家（直营 249 家，加盟 125 家）。

图 38：晨光文具 Nanci 因茜国风治愈系文具盲盒



数据来源：山西证券研究所、晨光文具官网

4.3 办公直销龙头市占率有待提升，福利品、MRO 需求开始放量

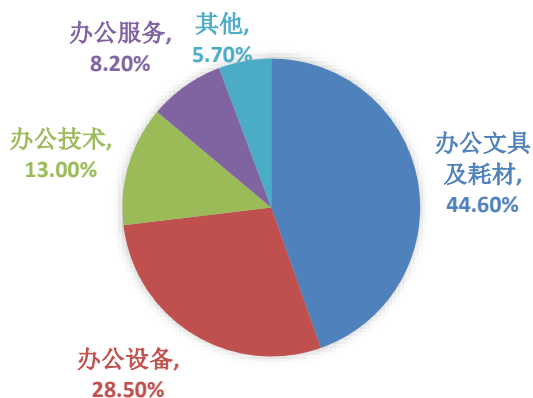
2020 年，晨光科力普、齐心集团新中标多个大客户，B2B 订单充足无虞，充足的订单量有望带来较好的业绩增长。龙头市占率仅个位数，招投标方式下竞争压力较小。目前国内年销售额在 10 亿元以上的办公直销企业仅有得力文具、齐心集团、晨光文具、京东苏宁等少数几家，大多数企业的规模化、专业化水平较低，供应链整合能力和综合服务能力较弱。在招投标方式下，入围大 B 客户供应商名单的一般都是龙头几家直销平台，在订单份额的分配上也没有明显的倾向。对标美国史泰博、欧迪办公（本土市占率合计超过 80%），龙头品牌有望凭借自身实力持续提升市场份额。

表 6：A 股办公直销平台中标客户情况

直销平台	中标客户情况
晨光科力普	<p>政府客户成功入围：山西省政府电商项目、吉林省政府电商项目、重庆市政府电商项目等；</p> <p>央企客户成功入围：中国邮政集团公司各省电商项目；</p> <p>大型企业客户成功入围：默沙东（中国）投资有限公司、TCL 集团股份有限公司、上海盒马网络科技有限公司、德勤华永会计师事务所、西门子（中国）医疗系统集团、壳牌华北石油集团有限公司、中国移动等。</p>
齐心集团	<p>央企客户：国家电网、南方电网、中石化、中海油、中国移动、中国联通、中国能建、中国电建等；</p> <p>金融机构客户：中国银联、中国银行、工商银行、建设银行、招商银行、中国邮储银行、太平洋保险等；</p> <p>政府客户：中直机关、国家税务总局、北京市政府、上海市政府、湖北省政府、山东省政府、四川省政府、云南省政府、深圳市政府、中央国家机关政府采购双项目、玉溪市政府等。</p>

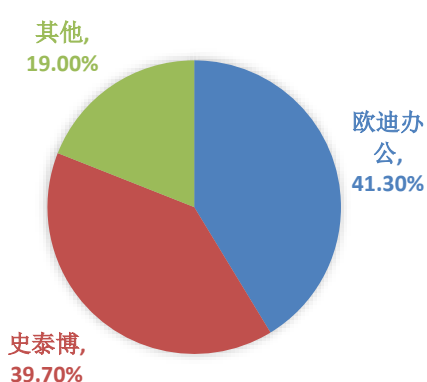
资料来源：山西证券研究所、齐心集团公司公告、公开信息

图 39：办公用品直销市场销售结构



数据来源：山西证券研究所、中国产业信息网

图 40：北美办公用品市场 CR2 为 81%



数据来源：山西证券研究所、观研天下

2021 下半年，办公直销业务除了客户数和订单总量的拓展之外，还存在两个方面发展空间：

(1) **提升客单值：延拓产品线、满足一站式。** 客户的办公物资采购需求和模式从单一的产品采购向综合办公解决方案升级，一站式的办公行政后勤服务是客户的最终需求，特别是头部客户和中大型客户对于一站式采购的需求更高。丰富产品线不仅有助于做大存量客户客单值，在原有基础上扩大新订单规模、提高中标份额，而且可以凭借全品类、一站式的服务能力更加深层地绑定核心客户、增强客户粘性。目前，得力集团、齐心集团、京东企业购等均已将产品线延拓至员工福利、工业品（MRO）等领域。

(2) **布局新型高毛利商品，提升新型高毛利产品的销售占比，** 包括员工福利（主要是央企和政府）、MRO 工业品（细分、专业性强、品类特别多）、办公设备租赁等高毛利率产品和服务。福利品业务开始逐渐展现出能力，齐心集团专门成立福利品子公司推动该项业务，端午节福利项目已为公司带来了较大的业务订单。根据前期调研，齐心集团 4 月新中标广发银行礼品项目，此前已服务中国工商银行、中国邮政储蓄银行、华夏银行等多家大型企业营销及福利礼品采购项目。疫情影响下，企业防护用品的用量和需求显著增加，后续 MRO 产品的供应可能会进一步加大，特别是常规的个人防护、公共卫生安全等产品。MRO

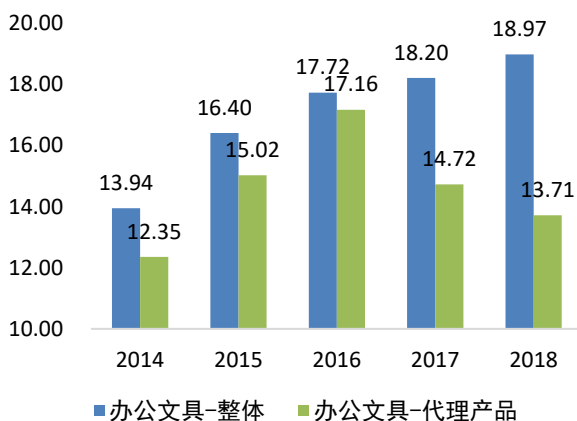
作为非生产原料性质的工业用品，毛利率在 15%到 25%之间，部分类别产品毛利率比传统办公物资要高，运营的产品单件价值由于单件产品体积小、价值大，盈利能力较传统办公物资有一定优势。2020 年，齐心集团中标中国海油、中国石化、中航工业、中国华能、中国电建等 MRO 物资项目。

图 41：办公用品一站式采购商品分类

商品大类	福利定制细分	工业品细分	办公设备租赁细分
<ul style="list-style-type: none"> 办公耗材 办公家电 办公家具 办公设备 办公文具 办公用纸 电脑及配件 汽车用品 个人防护 生活用品 运动文娱 食品饮料 数码设备 / 通讯设备 福利定制 租赁 / 售后和安装 工器具 / 劳保安防 	<p>办公礼品</p> <p>奖牌/奖杯 证书/奖状/签到簿 旗帜/徽章</p> <p>节庆礼品</p> <p>包装纸 请柬/贺卡/红包 台历/挂历</p> <p>定制礼品</p> <p>定制数码礼品 定制文具礼品 定制生活礼品</p> <p>食物礼券</p> <p>消费卡/礼品卡 现金券/面包券/甜品券</p> <p>印刷品</p> <p>定制印刷DM宣传单 定制印刷信封/信纸 定</p> <p>珠宝首饰</p> <p>珠宝首饰</p>	<ul style="list-style-type: none"> 工具及工具耗材 五金机械加工 仪器仪表 化工辅料 劳保安防 照明电器 搬运存储包装 配电网控自动化 制冷暖通 实验室用品 气动液压管阀泵 动力传动 紧固件 密封件 其他工业品 	<ul style="list-style-type: none"> 办公电脑 笔记本 台式机 一体机 平板设备 显示器 办公文印 复合机 打印机 条码打印机 3D打印机 绘图仪 碎纸机 办公生活 咖啡机 净水机 空气净化器 办公服务 网络部署 服务器 工作站 正版 Office 增值服务 驻场服务 无忧服务 易回收

数据来源：山西证券研究所，得力集团官网、齐心商城官网

图 42：晨光办公文具非代理产品毛利率较高



数据来源：山西证券研究所、wind

图 43：MRO 工业品样例



数据来源：山西证券研究所、齐心商城官网

5. 行业评级、投资建议和重点标的：聚焦高成长赛道，优选业绩增长确定、核心竞争力突出个股

5.1 行业评级及投资建议

得益于严谨而科学的抗疫举措，我国本土疫情趋于平稳、经济社会全面恢复常态运行，2021 年下半年，轻工消费回补行情有望延续，我们看好竣工小高峰+精装修利好、需求滞后兑现的家具板块，精品文创+IP 崭露光芒、办公集采持续放量的文娱用品板块，以及原材料大幅涨价背景下，集中度提升、龙头成本优势显现的造纸板块。

(1) 家具：2021 年下半年地产竣工有望迎来小高峰，重点关注“金九银十”置业装修传统旺季，建材家居市场活力有望进一步提升。新开工和竣工背离收窄，2020 年四季度开始，住宅销售和竣工面积开启强势增长，边际改善显著，叠加期房交付期限临近、调控政策和信贷政策的边际放松，2021 年全国住宅有望迎来竣工小高峰，利好家具采购需求总量增长。基于装修房屋套数测算模型，我们估算 2021 年全年住宅装修套数同比增长 5.87%，净增加 57.10 万套，下半年潜在订单充足，叠加“金九银十”置业装修传统旺季，建材家居市场活力有望进一步提升。此外，考虑到海外疫情形势依然严峻、疫苗量产和大规模接种仍无确定性，我们判断家具出口高景气度有望持续 2021 全年。

(2) 造纸：原材料涨价压力加大，龙头纸厂成本优势显著。废纸系：原材料涨价压力之下，包装纸毛利收窄，预计下半年废纸系整体毛利率保持较低水平。在龙头纸厂连续拉涨下，瓦楞纸市场呈上行走势，且目前纸价延续偏强走势，但多数纸厂反应利润仍在盈亏边缘。部分规模纸厂海外建厂装置将陆续投产，由于优质废纸回收难度加大，中小纸厂纸厂利润或将承压，行业集中度有望提升。浆纸系：在全球经济复苏及流动性宽松背景下，纸浆补库预期强烈，叠加海运运力持续紧张等因素，海外浆厂提价意愿和市场看涨情绪不减，预计下半年浆价保持高位震荡。随着三季度传统旺季的到来，预计纸厂的开工率和利润率将有所修复，下半年建议重点关注龙头个股。

(3) 文娱用品：9 月开学季关注传统文具，精品文创、办公直销保持高增长。泡泡玛特上市成功破千亿美元，充分表明了精品文创+大 IP 的变现空间非常广阔。随着 Z 世代消费能力加快崛起，传统文具企业 IP 运营思路、打造爆款产品的经验逐步成熟，以及疫情防控转向常态化，我们判断精品文创在 2021 年下半年实现较快增长。办公直销龙头市占率有待提升，福利品、MRO 需求开始放量。晨光科力普、齐心集团持续中标大客户，B2B 订单充足无虞。新型高毛利商品福利品、MRO 订单激增，盈利能力有望得到提升。传统

文具方面，9月开学季将迎来新一轮学汛期，看好下半年文具零售。同时，文娱用品单价较低，属于收入弹性较小的消费品，受到经济周期波动、宏观经济政策变化的影响较小，防御属性较强，整体风险点较小。

综上，我们对轻工制造行业维持“看好”评级。

5.2 重点标的

5.2.1 欧派家居：2020“新巅峰”之战顺利收官，净利率创下近十年新高。

受益于大家居战略的持续发力，公司非橱柜业务收入实现较快增长，品牌品类加速多维布局。分产品品类来看，2020年，公司橱柜业务实现收入60.61亿元，同比-2.13%。非橱柜类产品的业绩贡献不断提高，衣柜业绩再上新台阶，其中，衣柜实现收入57.72亿元，同比+11.71%；整体卫浴实现收入7.39亿元，同比+18.48%；木门实现收入7.71亿元，同比+29.04%。

工程、直营店、整装等渠道贡献突出。2020年公司大宗业务收入达到26.82亿元，同比增长24.05%；直营店实现收入3.99亿元，同比增长14.68%；经销店实现收入111.84亿元，同比增长5.95%。工程渠道及时优化成本结构，聚焦优质地产公司，进一步加大抢占百强地产份额。一是在战略客户拓展及管理方面取得丰硕成果；二是在夯实橱柜战略的基础上开拓新业务，多品类战略拓展全面开花，有力地推动了工程大客户业务的迅速发展；三是扩大履约服务半径的同时，通过提升对服务商履约把控力度和前期的技术导入等方式，将服务优势发挥到最大化，开创工程服务口碑新高度；四是工程信息化的打通使工程订单转化速度加快，产品交付数量和交付速度实现质的飞跃。

盈利预测与估值分析：预计公司2021-2023年实现归母公司净利润为24.37、29.98、34.91亿元，同比增长18.14%、23.04%、16.43%，对应的EPS为4.05、4.98、5.80元，PE为39.80、32.34、27.78倍。

5.2.2 索菲亚：2021Q1扭亏为盈，大宗收入同比增长226%

2021年第一季度实现扭亏为盈，已恢复至疫情前正常经营状态，营收、扣非净利润同比2019Q1大幅增长，一季度末合同负债超6亿元，在手订单充足。随着国家防疫取得阶段性的成果，公司线上线下经营自2020年三季度走出疫情，2021Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对2019同期增长32.67%、9.32%和21.78%。截至2021年3月底，公司合同负债金额达到6.07亿元，同比2020Q1末预收账款增长44.87%，显示出公司在手订单充足，二季度将逐步转化为收入。尤其是索菲亚无醛添加康纯板的销售占比持续提升。截至2021年3月底，索菲亚康纯板的客户占比已上升到79%，订单占比已上升至76%。

积极打造全渠道营销体系，加强对经销商渠道的精细化管理，索菲亚工厂端实现客单价同比增长 5.66%。分渠道来看，2021Q1，公司经销商零售渠道收入占比 74.54%，直营渠道收入占比 4.29%，大宗业务渠道收入占比 20.68%。截至 2021 年 3 月底，索菲亚”柜类定制产品拥有经销商 1,670 家，专卖店达 2,779 家，其中省会城市门店数占比 14%（贡献收入占比 34%），地级城市门店数占比 22%（贡献收入占比 25%），四五线城市门店数占比 64%（贡献收入占比 41%）；索菲亚工厂端实现客单价 13268 元/单（不含司米橱柜、木门），同比增长 5.66%；司米拥有橱柜专卖店 1,118 家，经销商 959 位；“索菲亚”木门共有经销商 819 家，独立店达 408 家，融入店逾 661 家；“华鹤”木门共有 277 家专卖店（含在装修店铺），经销商 262 家；索菲亚旗下互联网轻时尚品牌米兰纳定制家居共有门店 60 家（含在已营业门店 4 家），已发展加盟商 59 家。

大宗业务步入收获期，收入同比上年增长 226.16%；整装企业签约计划拓展顺利，整装、家装渠道将成为公司新增长点。公司大宗工程业务全国范围内承接地产住宅、酒店、长租公寓、学校、医院、办公楼等各类工程项目定制业务。2021Q1，在公司强大的柔性化制造与全屋收纳设计能力支撑下持续高速发展，尤其橱柜、木门业务在 Q1 实现高速增长，大宗业务渠道收入（含衣柜、橱柜、木门及其他）达 3.62 亿元，同比上年增长 226.16%。同时，公司继续与全国范围与实力较强的装企开展合作，2021Q1 整装企业签约计划拓展顺利，实现销售额 3,990.71 万元。

盈利预测与估值分析：预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 14.54、17.57、20.45 亿元，同比增长 21.91%、20.87%、16.41%，对应 EPS 为 1.59/1.93/2.24 元，PE 为 19.02/15.73/13.52 倍。

5.2.3 喜临门：21Q1 业绩超预期，净利率亮眼、家居业务收入翻倍增长

2021 一季度，公司营业收入、归母净利润分别较 2019 年同期增长 48.99%、265.22%。剔除已经剥离的影视公司的出表影响，家居业务收入实际增速达到 104%。2021 年原子公司晟喜华视不再合并财务报表，剔除其 2020 年一季度营业收入 1.13 亿元后，2021Q1 公司家居业务收入实际增速达到 104.42%。根据一季报披露内容，按照公司一季度营业收入实际达成和截止报告日二季度订单承接情况，预计 2021 年上半年净利润较 2020 年上半年仍将保持快速增长。

公司软床、沙发和内销业务表现亮眼。2020 年，公司床垫销售收入为 285,494.17 万元，占总营业收入 50.77%，同比上年增长 4.50%，软床及配套产品实现收入 142,328.90 万元，同比上年增长 37.34%；沙发收入 71,754.49 万元，同比上年增长 15.88%。2020 年内销主营占总营业收入的 84.90%，较上年增长 26.32%；受疫情影响，外销主营占总营业收入的 14.15%，较上年下降 25.74%。

深入推进线上线下渠道融合，稳居各大电商平台床垫类目销售榜第一。在自主品牌线下零售端，公司开展大商培育和霸主计划，2020 年净增加门店 643 家（含分销专卖店）；在全国重点城市投入额外资源，“一

城一策”培育扶持，辅助重点客户成为当地软体品牌霸主；同时在全国 88 个城市成功引入当地家居建材头部品牌的实力大商，与公司携手发展。市场营销方面，全年开展大促活动 11 场，实现零售大幅提升，并积极探索互联网新营销模式，全年开展直播 1783 场，实现订单 4 万余单。根据公司双 11 战报显示，2020 年双 11 期间，公司在天猫、京东、苏宁全平台销售额突破 7.12 亿，连续 4 年蝉联天猫床垫类目销售额第一、连续 8 年位居京东床垫类目销售额第一。

盈利预测与估值分析：预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 4.93、6.22、8.32 亿元，同比增长 57.34%、26.23%、33.65%，对应 EPS 为 1.25/1.58/2.11 元，PE 为 20.74/16.43/12.29 倍。

5.2.4 中顺洁柔：毛利率、净利率再创历史新高，21Q1 归母净利润增速亮眼

2021Q1 业绩大幅超出疫情前水平，归母净利润同比 2019Q1 增长 120%。2021Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对 2019 同期增长 36.40%、120.33%和 118.85%。

受益于销售结构优化、原材料成本低位，公司毛利率、净利率大幅提升，屡次突破历史新高。2020 年，公司毛利率、净利率分别为 41.32% (+1.69pct)、11.58% (+2.48pct)，再度刷新历史最高纪录，主要得益于公司持续提升高毛利品类产品占比，产品结构进一步优化调整，同时主要原材料纸浆的价格总体维持在较低水平，得益于生产成本降低和公司规模效应，公司产品毛利率有效提高，盈利能力进一步提升。

盈利预测与估值分析：预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润 12.25、14.84、17.56 亿元，同比增长 35.28%、21.08%、18.37%，对应 EPS 为 0.93/1.13/1.34 元，PE 为 31.60/26.10/22.05 倍。

5.2.5 山鹰国际：产业链一体化优势显现，云印互联网包装板块表现亮眼

积极应对原料政策之变，落地可控的境外再生浆资源。随着我国 2021 年 1 月 1 日始固体废物进口基本实现零进口的政策实施，公司采用了以来源地欧美地区和临近地东南亚地区两种轻资产投入策略，进一步落地可控的境外再生浆资源供应。报告期内，公司在泰国启动了 70 万吨干法制浆项目和 40 万吨湿法制浆项目，在英国和荷兰布局了 32 万吨干法制浆项目，这些已投产及在 2021 年上半年陆续投产的项目，将为公司的低成本外废长纤原料的供应提供不低于 150 万吨的切实保障。

有序推进造纸产能建设，实现国内造纸基地优势布局，造纸产能扩张带动销量稳步增长。公司近年来稳步推进产能扩张，目前产能已达 650 万吨，未来三年预计有近 300 万吨产能陆续投放，带动公司销量增长，推动规模稳步扩张。华中山鹰基地 PM21、PM22、PM23 三条纸机 150 万吨产能有序投产与转固，华中基地热电厂与固废焚烧发电厂相继投产；广东山鹰 100 万吨造纸项目、浙江山鹰 77 万吨造纸项目、吉林

山鹰一期 30 万吨瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目均顺利完成审批并高效开工建设；浙江爱拓固废焚烧发电项目顺利投产；马鞍山固废焚烧发电项目亦按进度有序建设中。这些将在明后年开始陆续释放的产能，最终将推动公司完成近千万吨的低成本战略产能布局。

盈利预测与估值分析：预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 15.33、18.20、22.92 亿元，同比增长 11.01%、18.74%、25.91%，对应 EPS 为 0.33、0.39、0.50 元，PE 为 10.42、8.77、6.97 倍。

5.2.6 晨光文具：21Q1 销售超出疫情前表现，科力普收入同比增长 161%

随着疫情好转，公司销售恢复至疫情前正常状态，2021 年一季度营业收入同比 2019Q1 增长 62%。2021Q1，公司营业收入、归母净利润、扣非净利润分别相对 2019 同期增长 61.80%、26.64%和 26.61%。分业务板块来看，公司传统业务营收同比增长 48%，新业务营收同比增长 160%。按产品线来看，报告期内，公司书写工具实现营收 6.69 亿元、学生文具 7.70 亿元、办公文具 7.87 亿元、其他产品 1.16 亿元、办公直销 14.66 亿元。晨光科技加快发展线上分销渠道，线上销售增速亮眼。2021Q1，晨光科技实现营业收入 10,760.52 万元，同比增长 15.39%。

晨光科力普大客户和订单储备丰富，在办公直销市场品牌影响力进一步提升。2021Q1，科力普实现营业收入 14.66 亿元，同比增长 161.06%。过去一年，公司在政府客户方面，入围山东省政府、湖南省政府、重庆市政府电商等项目；央企客户方面，入围华润集团、中国铁路、中国铝业、中国商飞等集团采购项目；金融客户方面，入围建设银行、光大银行、浦发银行等分行项目；其他企业客户方面，中标世茂集团、顺丰、临港集团等采购项目。晨光科力普在全国已投入 6 个中心仓，覆盖华北、华南、华东、华西、华中、东北六大区域，新增东北中心仓，提升了订单响应时效。同时，华东新仓投入使用，启动密集存储系统等多项智能处理系统，迈入仓储物流智能化的领先行列。

零售大店稳步发展，精品文创持续推进。2021Q1，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 24,311.40 万元，同比增长 153.58%，其中九木杂物社实现营业收入 22,123.21 万元，同比增长 174.29%。截止报告期末，公司在全国拥有 442 家零售大店，其中晨光生活馆 68 家，九木杂物社 374 家（直营 249 家，加盟 125 家）。精品文创方面，公司完善重点品类开发与呈现方案，形成强功能精品文创产品阵营；以头部刚需产品升级为主要抓手，把握盲盒、季节限定、IP 等流行趋势，同时扩大精品文创产品在传统渠道占比。

盈利预测与估值分析：预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 15.03、18.10、21.90 亿元，同比增长 19.70%、20.43%、20.99%，对应 EPS 为 1.62/1.95/2.36 元，PE 为 56.78/47.15/38.97 倍。



6. 风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策趋严风险；新冠肺炎疫情加剧风险；原材料价格波动风险；国际贸易政策变化风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

