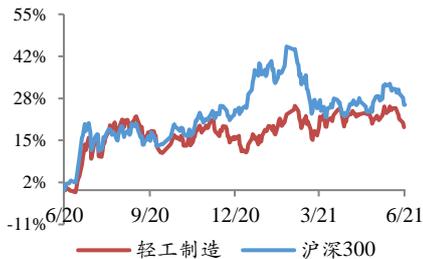


## 欧派投建华中智造基地,土巴兔招股书深度梳理

行业评级: 增持

报告日期: 2020-07-12

### 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

### 主要观点:

#### ● 本周专题: 一文读懂土巴兔招股书, 深度拆解互联网家装。

土巴兔成立于2008年,是中国领先的互联网家装平台。公司深耕家装行业12年,针对业主与装企核心痛点,打造一站式互联网家装解决方案。截至2020年底,公司收入6.15亿元,归母净利润0.87亿元,平台累计注册装企达11.4万家,累计有效匹配771.8万次,是互联网家装领军企业。

**二手房、存量房拉动行业规模,全生态链打造服务优势。**根据招股书数据,未来家装市场规模主要增速由二手房、存量房贡献,预计2025年二手房家装规模可达1.2万亿元,同期存量房可达0.5万亿元,行业规模广阔,只缺乏高质量供给。公司由“装修就上土巴兔”口号抢占消费者心智,由信息匹配,逐步走向高质量服务业主,以及多维度赋能家装服务商,成为覆盖家装全环节的赋能平台。

#### ● 本周观点。

**家居板块: 家居内外销景气度仍将持续,中报预告陆续披露,看好细分龙头业绩表现。**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,加速线下开店进度,线上电商渠道同样表现亮眼。本周随着中报预期陆续披露,家居行业细分龙头业绩表现亮眼。随着行业洗牌加速,我们看好细分领域龙头成长性。

**造纸板块: 行业淡季低点已过,看好传统旺季景气回升。**21年上半年浆价维持高位,Q2进入行业淡季浆价下跌但降幅有限,价格持续高位震荡。下半年随着海内外工厂开工率回暖,木浆产能逐渐释放,原材料压力或略有缓解。随着Q3行业旺季的到来,下游景气度回升,预计浆厂开工率有所提高。叠加前期涨价函的发布,提价落地后利润有望修复改善。下半年浆价下行空间有限,提前布局林浆纸一体化的纸企有望受益。

#### ● 投资建议

**软体家居持续推荐顾家家居,建议关注敏华控股。**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,龙头发力渠道建设、加快开店进度。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固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,中期业绩预告超出预期,新五年战略顺利起步。**

#### ● 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。

### 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

# 正文目录

<b>1 一文读懂土巴兔招股书</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司简介 .....	4
1.2 互联网家装行业概览 .....	7
1.3 公司财务分析 .....	10
1.4 公司核心竞争力分析 .....	13
1.5 募集资金用途 .....	15
<b>2 本周观点</b> .....	<b>15</b>
2.1 家居板块 .....	15
2.2 造纸板块 .....	16
2.3 必选及其他轻工板块 .....	17
<b>3.本周轻工制造板块走势</b> .....	<b>17</b>
<b>4.本周重要公告</b> .....	<b>18</b>
<b>风险提示:</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

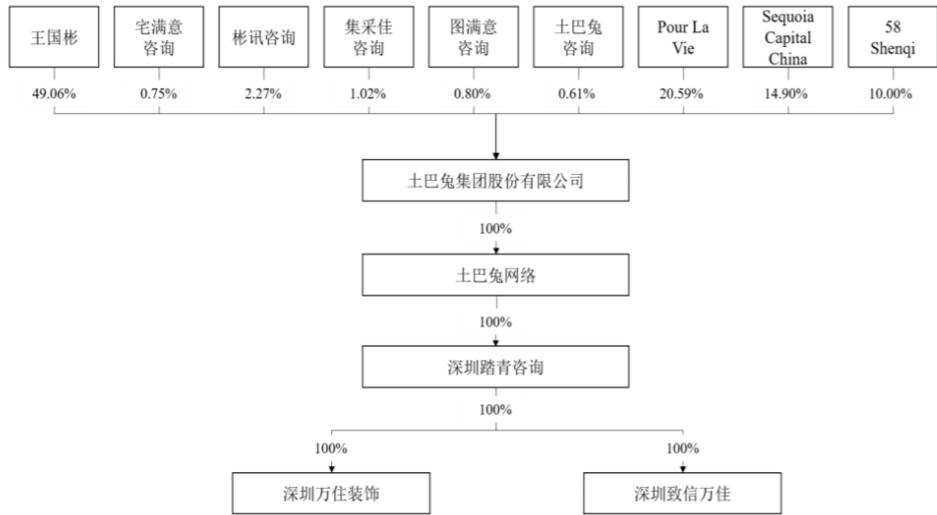
图表 1 土巴兔股权结构 .....	4
图表 2 公司商业模式 .....	4
图表 3 公司发展历史沿革 .....	5
图表 4 公司主要业务收入及增速（百万元） .....	6
图表 5 公司 2020 年各项业务收入占比 .....	6
图表 6 公司各项业务详解 .....	6
图表 7 中国家装市场规模（万亿元） .....	7
图表 8 中国建筑装饰企业数量 .....	8
图表 9 中国建筑装饰企业平均产值 .....	8
图表 10 中国互联网家装市场规模，线上交易额口径 .....	8
图表 11 二手房及存量房翻修促进家装需求提升 .....	9
图表 12 互联网家装行业格局 .....	9
图表 13 2018-2020 年土巴兔主营业务收入及增速 .....	10
图表 14 2018-2020 年土巴兔毛利率和净利率走势 .....	10
图表 15 2018-2020 年土巴兔归母净利润及增速 .....	10
图表 16 2018-2020 年土巴兔期间费用率 .....	11
图表 17 2018-2020 年土巴兔期间费用率构成 .....	11
图表 18 土巴兔主营业务产品收入（亿元） .....	11
图表 19 土巴兔各主营产品占比 .....	11
图表 20 土巴兔主要产品毛利率 .....	12
图表 21 智能订单匹配服务平均单价与增速 .....	12
图表 22 装企业主有效匹配次数及增速 .....	12
图表 23 CPC 广告平均价格 .....	13
图表 24 CPC 广告点击次数 .....	13
图表 25 土巴兔主营业务成本按性质占比 .....	13
图表 26 土巴兔主要原材料和服务采购占比 .....	13
图表 27 公司品牌推广方式 .....	14
图表 28 历年品牌推广及流量获客费用采购占比 .....	14
图表 29 公司在关键领域积累的核心技术一览 .....	14
图表 30 土巴兔募集资金用途 .....	15
图表 31 瓦楞纸价格走势（元/吨） .....	16
图表 32 白卡纸价格走势（元/吨） .....	16
图表 33 轻工制造指数周涨跌幅 .....	17
图表 34 轻工制造指数年走势 .....	17
图表 35 轻工重点公司估值 .....	18
图表 36 本周重要公告 .....	18

# 1 一文读懂土巴兔招股书

## 1.1 公司简介

土巴兔集团股份有限公司的前身深圳彬讯创立于 2008 年 7 月 18 日。公司于 2020 年 12 月 18 日整体变更为股份有限公司。目前公司实际控制人为王国彬与谢树英，二人直接和间接控制公司 50.63% 的股权，为公司的共同实际控制人，股权结构较为稳定与集中。2021 年 6 月土巴兔披露公司招股书（申报稿），拟募资 7.04 亿元。

图表 1 土巴兔股权结构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司主要利用信息技术赋能家装服务供应商，致力于为业主提供一站式互联网家装解决方案。公司主要服务包括智能订单匹配、增值服务、金融推介和广告业务等，其中智能订单匹配服务是公司核心业务。

图表 2 公司商业模式



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

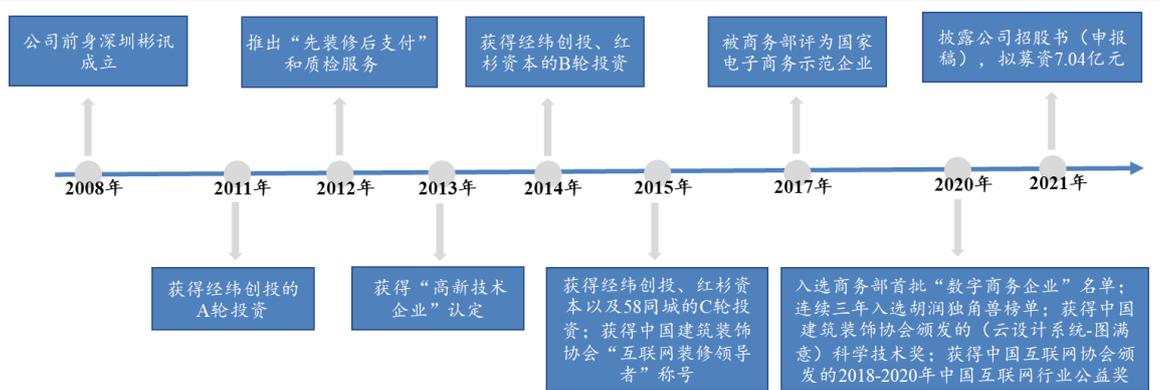
公司自 2008 年设立以来，通过用户、供应商的资源积累，逐步从信息推荐、交易保障，升级为全环节一站式互联网家装服务平台。公司业务发展主要可分为三个阶段：

**第一阶段：互联网家装信息服务平台（2008 年至 2012 年）：**主要提供家装服务信息，匹配业主与家装服务供应商。在该阶段，公司主要实现建立品牌认知，积累业主资源和用户口碑，同时吸引装企、设计师等服务供应商入驻。

**第二阶段：互联网家装信息及交易服务平台（2012 年至 2017 年）：**根据上一阶段的积累，进一步深入后续服务环节，由信息匹配，渗透至交易管理，利用平台构建家装服务交易闭环。主要开设了“装修保”，解决信任难题，以及质检服务，监控施工质量。

**第三阶段：互联网家装赋能平台（2017 年至今）：**完成信息服务及交易服务布局后，利用平台积累的技术资源及行业理解，帮助家装服务商提升经营管理能力。对装企，提供 ERP 及 CRM 系统以及数字营销系统。对设计师，根据海量户型数据，打造“图满意”等 3D 云设计工具。同时，利用数据沉淀及数据分析能力，提供材料供应链服务，根据精准的规模化采购，为装企提供稳定低价的材料供应链服务。这一阶段，公司进一步升级为覆盖家装行业全环节的赋能平台。

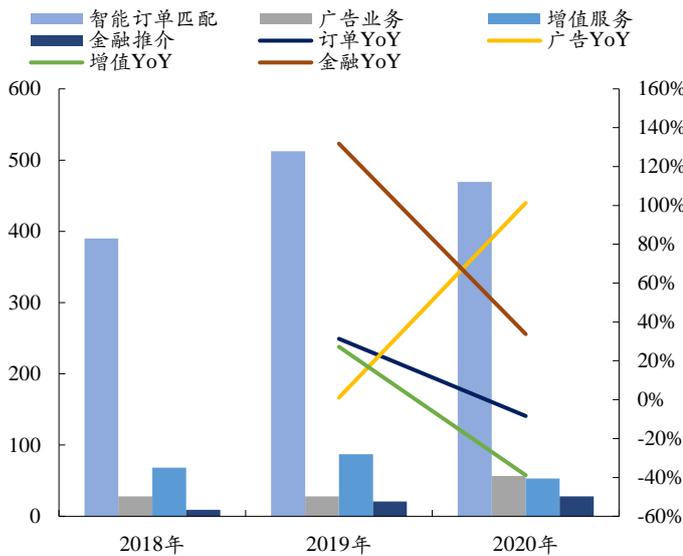
图表 3 公司发展历史沿革



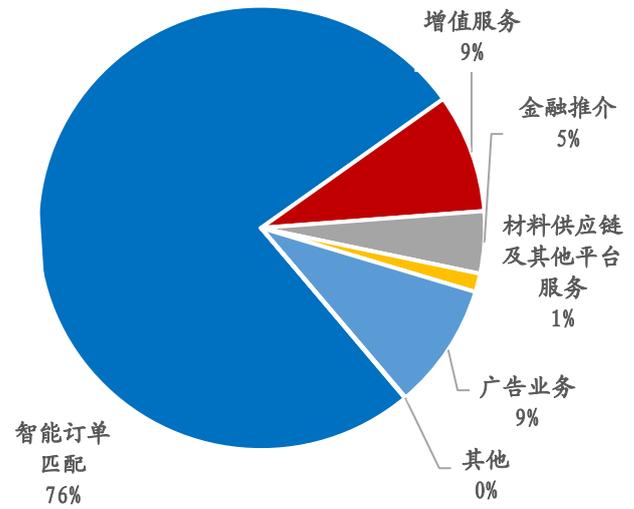
资料来源：公司官网，华安证券研究所

**公司核心业务为智能订单匹配服务，解决家装行业业主及装企核心痛点。**2020 年订单匹配业务占总收入比重约 76%，针对家装行业信息不对称、价格不透明、服务缺乏监督以及标准化和产业化水平低，公司以互联网平台方式，实现家装产业线上化：根据平台沉淀十余年大量业主和装企服务交易数据，利用不断迭代更新的算法系统，构建业主与家装企业的智能匹配体系。

图表 4 公司主要业务收入及增速 (百万元)



图表 5 公司 2020 年各项业务收入占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 6 公司各项业务详解

业务类型		业务简介	盈利模式
线上平台业务	智能订单匹配服务	通过土巴兔官网和APP匹配装企和业主	针对每笔匹配成功的订单收取匹配费用
	增值服务	提供针对装企的信息增值、质检和培训服务	对每项增值服务按年或季度固定或按次数收取服务费
	金融推介服务	联合第三方金融机构向业主推介“装修保”、分期付款、建筑工程意外险等金融服务	向银行和保险公司等金融机构收取服务佣金
	材料供应链及其他	整合上游供应链向装企、业主提供材料集中采购服务	向材料供应商按比例抽取服务佣金；加价部分计入收入
	广告业务	向装企提供线上、线下广告营销服务	按点击次数、广告时长、资源置换形式收取广告费
自营家装业务		以装企身份向业主提供施工服务，2019年底该部分业务全部终止	按每平方米收取固定金额的家装施工服务费

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

土巴兔被中国建筑装饰协会评选为“中国建筑装饰行业互联网装修领导者”；公司荣获“中国家居电商十大诚信示范品牌”、“首批线上线下融合发展数字商务企业”、“第十七届深圳知名品牌”等多项殊荣。截至 2020 年 12 月 31 日，公司共拥有 91 项专利及 66 项软件著作权。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司业务已覆盖 347 座城市，平台累计留存装修意向的业主数达 3,035.9 万人、累计注册 11.4 万家家装企业、9,418 家家具建材供应商，成功匹配业主与装企 771.8 万次。

## 1.2 互联网家装行业概览

互联网家装行业是家装行业里崛起的新兴子行业，中国互联网家装行业规模飞速增长。互联网家装赋能设计、施工、监理的较长家装服务链条，其相较于传统家装服务更透明高效，同时兼具保障业主权益与赋能家装企业等特点。

根据公司招股书披露，2016-2020年，中国家装市场的规模由2016年的2.0万亿元增长至2020年的2.6万亿元，年均复合增长率为6.5%；2020-2025年，中国家装市场的规模由2020年的2.6万亿元增长至2025年的4.0万亿元，年均复合增长率为9.0%，高于过去五年的行业增速，实现持续增长。按房源类型看，行业未来增速主要来自二手房和存量房。

图表 7 中国家装市场规模 (万亿元)



资料来源：国家统计局，招股说明书，华安证券研究所

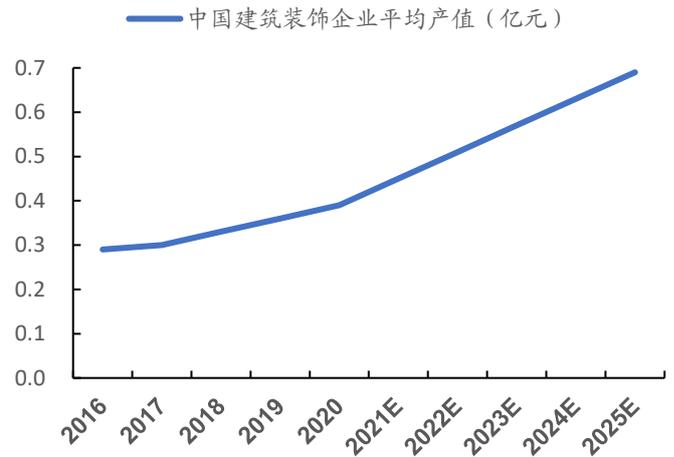
从装企数量和产值看，我国家装行业长期呈现“大行业，小企业”格局。根据招股书披露数据，2020年，我国共有10.6万家建筑装饰企业，平均产值仅为约4,000万元。需求端，行业未来主要的二手房和存量房市场分散于各个小区，业主的分散增加了装企的获客难度。供给端，行业多由中小装企构成，其花费大量精力和成本在获客，获客效率较低。行业“小企业”的特征导致业主缺乏对接符合自身需求的优质装企的渠道。

图表 8 中国建筑装饰企业数量



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

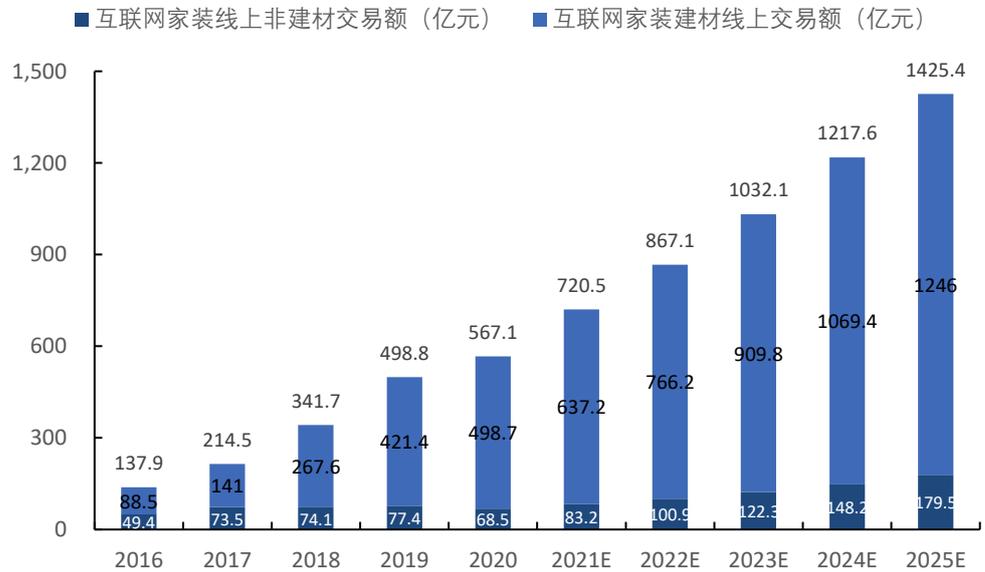
图表 9 中国建筑装饰企业平均产值



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**互联网家装服务市场规模迈向高增长，精准解决传统家装供需两端问题。**互联网家装市场分为互联网家装建材市场和互联网家装服务市场。根据招股书数据，2020-2025年，互联网家装市场规模将由567.1亿元增长至1400亿元，复合增长率约20.2%，其中，建材和服务市场的复合增长率分别为20.1%和21.2%，服务市场增长高于建材市场。业主端，互联网家装平台提供家装经验、三方质检和资金托管保障业主权益。装企端，平台提供智能匹配和信息化管理系统，低价集采原材料赋能家装公司，互联网家装平台精准解决供需两端问题，带来互联网家装服务市场可持续高增长。

图表 10 中国互联网家装市场规模，线上交易额口径

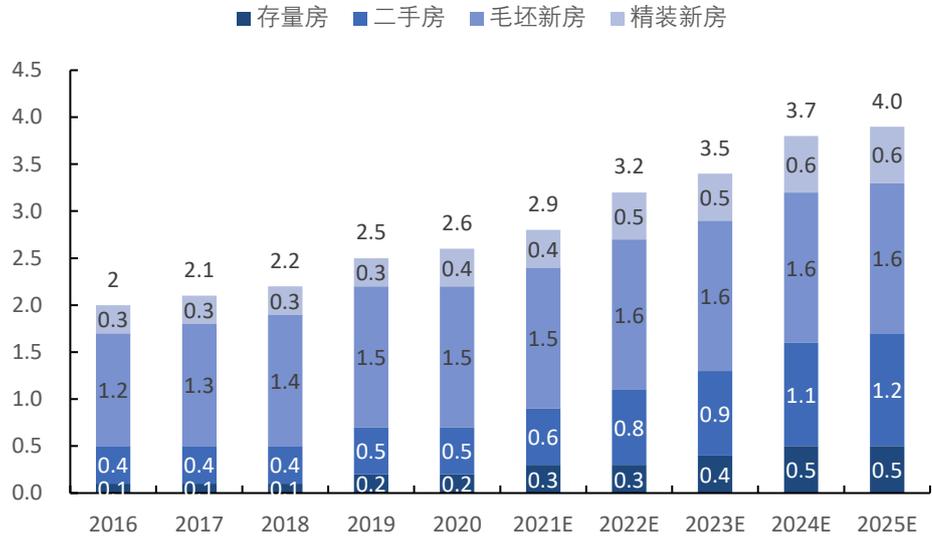


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**二手房和存量房翻新需求是未来家装市场增长主要驱动因素，利于互联网家装服务平台发挥优势。**根据招股书数据，按房源类型，2020-2025年我国二手房和存量房家装市场规模复合增长率分别为18.1%和20.4%，远高于精装新房9.4%和毛坯新房2.1%的增速。二手房和存量房家装市场最大的特点在于业主分散，单一家装公司无法集中覆盖

业主需求，而互联网家装平台可将区域内的业主需求和装企进行集中高效匹配，发挥资源整合优势，最大化提升订单获得能力。

图表 11 二手房及存量房翻修促进家装需求提升



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

互联网家装产业，可拆分为综合互联网家装平台、自营家装企业、流量导购平台和家装软件服务企业。家装软件服务企业提供 SaaS 软件服务等行业基础设施，流量导购平台只负责信息展示，不派单，特点是具有业主和装企覆盖广度，自营家装企业通过网络营销增加自有装修团队的获单能力，特点是具有服务覆盖深度。综合互联网家装平台的覆盖面既有广度也有深度，是产业链整合和质检、托管验收等多层次综合能力的比拼。

图表 12 互联网家装行业格局

类型	定义	公司
综合互联网家装平台	通过订单匹配链接有装修需求的业主，和需要客源的装企	齐屹科技 (1739.HK)
自营家装企业	通过网络营销导流，自有装修团队直接提供装修服务	一起装修网 (870343.OC)、被窝家装
流量导购平台	业主根据自身喜好选择装企，平台不派单	天猫家装、京东家装、好好住
家装软件服务企业	为设计师和装企提供设计工具和管理软件	酷家乐

资料来源：招股说明书，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，家装消费群体的年轻化促使整体消费习惯线上化。在此背景下，国内透明化、规范化、创新化、诚信化的互联网家装服务平台将拥有持续增长的市场空间。依靠自身在家装服务全流程把控、信息化工具研发创新、客户端良性互动的优势，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。

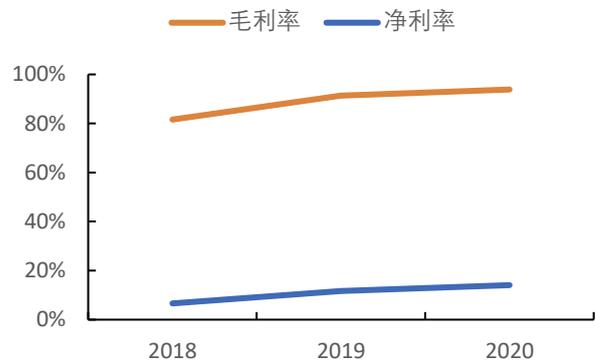
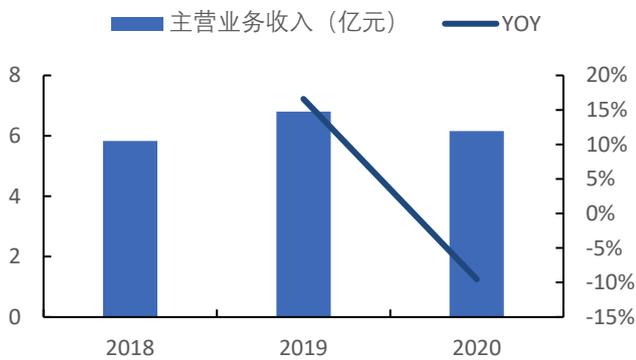
### 1.3 公司财务分析

2018-2020年，公司主营业务收入分别为5.83/6.80/6.15亿元，2019和2020年的增速分别为16.60%/-9.54%。20年增长放缓系疫情影响，且公司免除了部分装企的平台使用管理费，因此增值服务业务收入下降38.9%。净利润方面，公司2018-2020年归母净利润分别为0.39、0.80、0.87亿元，2019年与2020年，归母净利润分别同比增长105.42%和8.53%，远高于营业收入增速，主要受益于2019年行业蓬勃发展，土巴兔平台凭借优异的智能订单匹配能力成为绝大多数装企稳定、精准的获客来源，当期合作装企数量大规模增长，用户数量增加叠加高毛利业务放大收入增长为利润增长。

2018-2020年，公司毛利率分别为81.59%、91.37%、93.85%。2019年毛利率提升较大主要由于当期合作装企数量大规模增长，装企端管理软件收入增加且规模效应摊薄成本。2018-2020年，公司净利率分别为6.62%、11.71%、14.07%。

图表 13 2018-2020 年土巴兔主营业务收入及增速

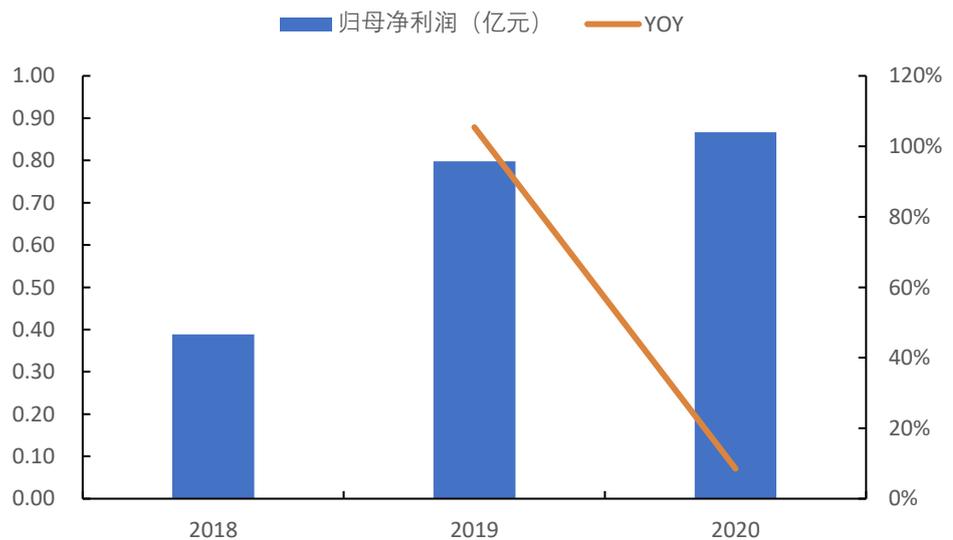
图表 14 2018-2020 年土巴兔毛利率和净利率走势



资料来源：土巴兔招股说明书，华安证券研究所

资料来源：土巴兔招股说明书，华安证券研究所

图表 15 2018-2020 年土巴兔归母净利润及增速

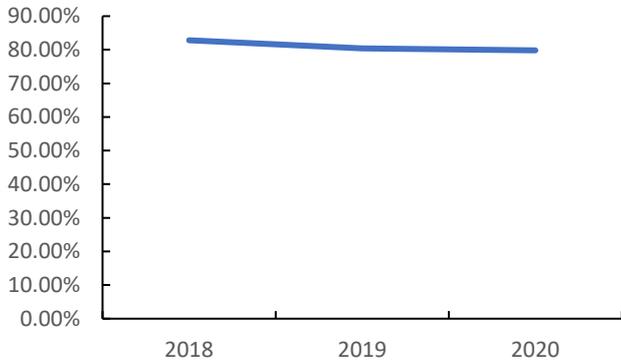


资料来源：土巴兔招股说明书，华安证券研究所

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82.83%、80.45%和79.83%，其中销售费用与管理费用占比较大。2018-2020年，公

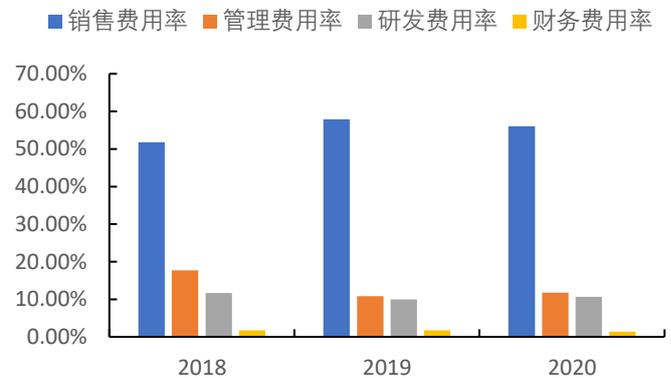
司销售费用率分别为 51.75%、57.90%和 56.05%，高于同行业可比上市公司 5%-11% 左右，主要系公司重视线上流量获取和广告宣传，加大了在相关领域的投入。其中，单单一项流量获客费近两年占比均超过 50%。管理费用方面，公司管理费用率与同行业可比上市公司不存在较大差异。

图表 16 2018-2020 年土巴兔期间费用率



资料来源：土巴兔招股说明书，华安证券研究所

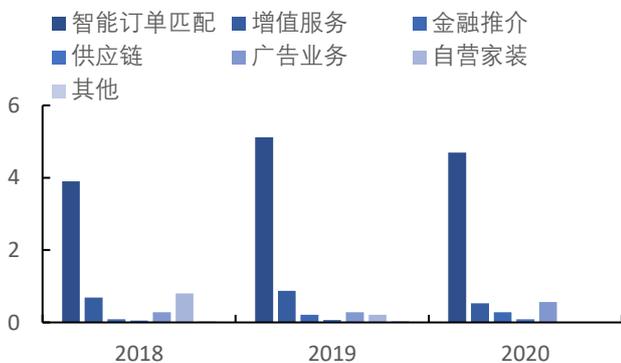
图表 17 2018-2020 年土巴兔期间费用率构成



资料来源：土巴兔招股说明书，华安证券研究所

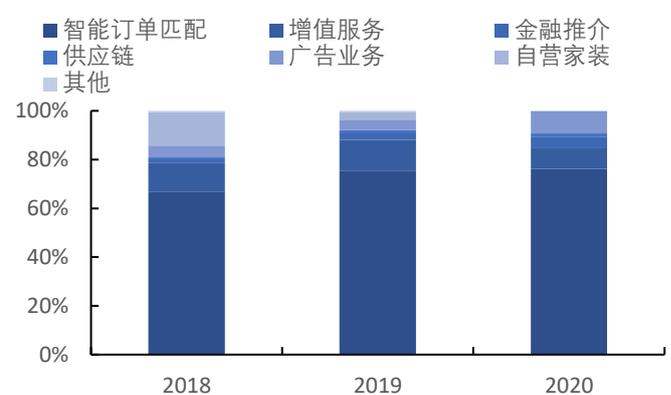
公司主营业务收入为智能订单匹配、增值服务、广告业务和金融推介服务的销售收入，其中智能订单匹配最大。2018-2020 年，智能订单匹配收入分别为 3.90、5.12 和 4.69 亿元，收入占主营业务收入 76.25%、75.29%和 66.84%。

图表 18 土巴兔主营业务产品收入 (亿元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

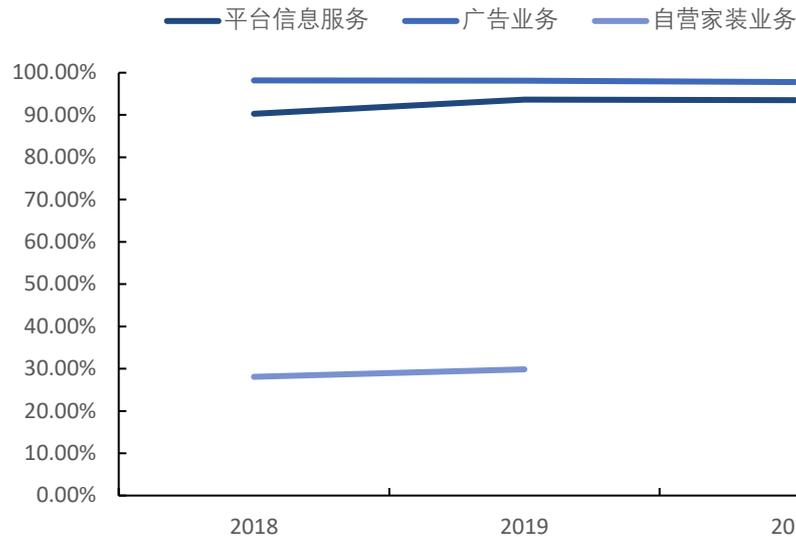
图表 19 土巴兔各主营产品占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2018-2020 年，公司各主营业务毛利率较为稳定。其中平台信息服务毛利率分别为 90.29%、93.64%和 93.51%；广告业务毛利率分别为 98.18%、98.15%和 97.79%。平台信息服务和广告业务均为公司主要产品，平台信息服务和广告业务人效比高，故毛利率均维持较高水平。

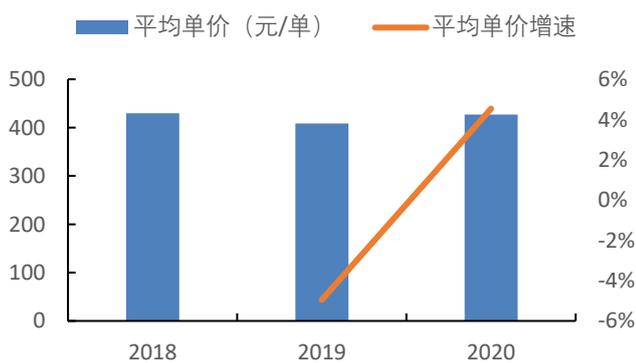
图表 20 土巴兔主要产品毛利率



资料来源：土巴兔招股说明书，华安证券研究所

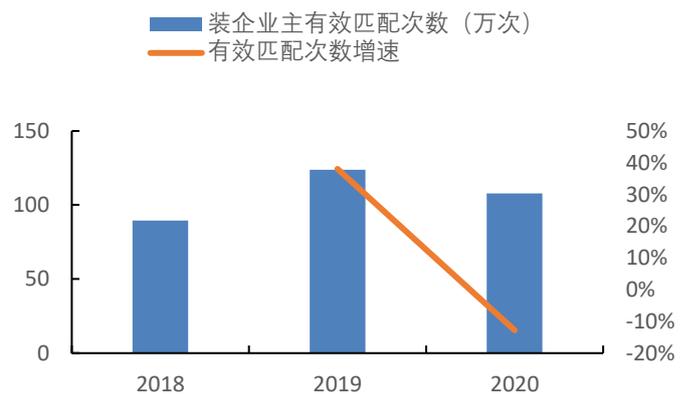
2018-2020 年智能订单服务有效匹配次数分别为 89.63、123.73 和 107.91 万次，平均单价分别为 429.83、408.56、427.11 元/单；广告业务分为按点击次数收费（CPC 广告）和展示天数收费（CPT 广告），按点击次数收费更符合投放装企的需求，2019-2020 年 CPC 广告点击次数分别为 27.03 和 66.57 万次，平均单价分别 6.17 和 6.58 元/次。订单匹配次数稳定和广告点击次数飞速增长，主要由于公司品牌效应不断扩大，用户规模持续扩大。2020 年，智能订单服务与 CPC 广告平均单价较上年分别上升 4.54% 和 6.65%，主要系疫情期间用户规模出现下降，公司对部分装企免除平台使用管理费或赠送 CPT 广告位，同时提升单价以减少损失，故智能订单服务与 CPC 广告平均单价有所上升。

图表 21 智能订单匹配服务平均单价与增速



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 22 装企业主有效匹配次数及增速



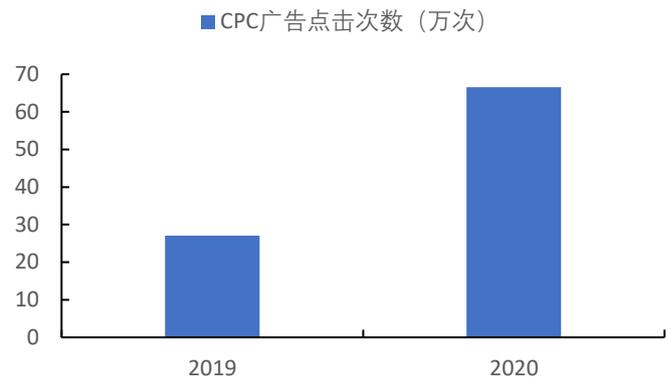
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 23CPC 广告平均价格



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

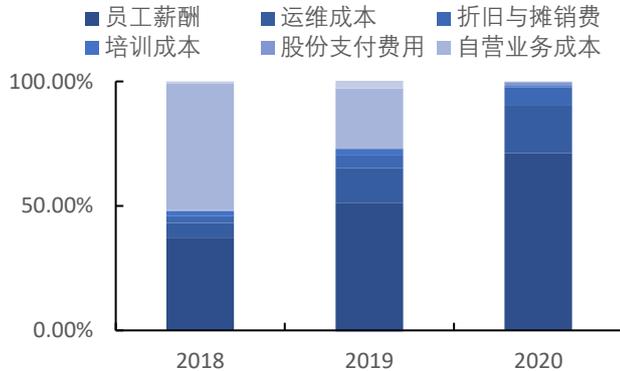
图表 24 CPC 广告点击次数



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

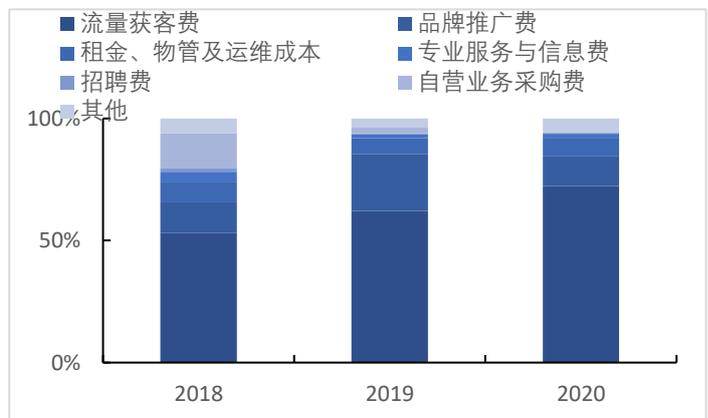
2018-2020 年，公司员工薪酬成本占主营业务成本比例分别为 37.33%、51.30%和 71.10%，是最核心的成本类型，员工薪酬主要为承担客服、质检等职能的员工工资、社保、福利费等。从采购内容来看，2018-2020 年流量获客费、品牌推广费、租金、物管及运维占原材料和服务采购比例 74.18%、91.51%和 91.75%，其中占比较大的流量获客费、品牌推广费在报告期内增加明显，2019 年分别增加了 44.67%和 132.74%，为近两年用户规模高位稳定奠定了基础。

图表 25 土巴兔主营业务成本按性质占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 26 土巴兔主要原材料和服务采购占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

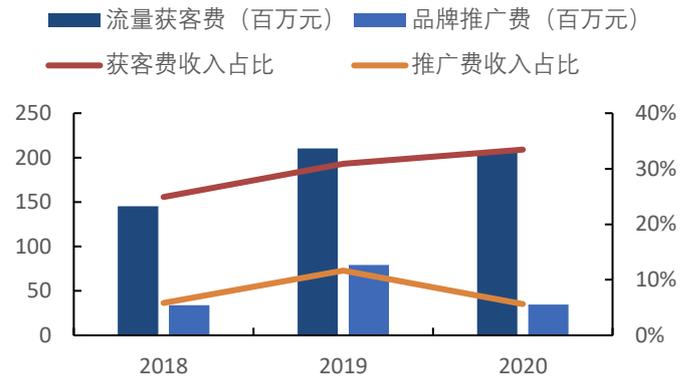
## 1.4 公司核心竞争力分析

“装修就上土巴兔”确立品牌心智。家装行业由于涉及健康、客单价高，业主重视家装质量和体验，往往会在装修前查找、装修后分享家装内容，同时形成口碑效应传播。公司十余年行业深耕让营销口号“装修就上土巴兔”得到消费者的广泛认可。截至 2020 年底，平台上累计拥有业主装修日记 84.1 万篇、装修攻略及经验 13.2 万篇、装修问答 746.2 万条、家装企业案例 189.0 万个、效果图 1,219.2 万张。满意度的提升调动了业主在平台上沉淀了丰富的内容，公司在保证服务的同时加大品牌推广，好口碑+广宣传良性循环，使得土巴兔的品牌形象深入人心。

图表 27 公司品牌推广方式



图表 28 历年品牌推广及流量获客费用采购占比



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**沉淀海量数据库，持续迭代算法提高交易成功率。**截至 2020 年底，公司业务已覆盖 347 座城市，成功匹配业主与装企 771.8 万次，积累了海量业主和装企数据，应用算法模型对历史数据进行特征提取、模型构建，并不断用新数据进行模型训练、迭代，进而提升交易成功率。例如，土巴兔管家系统已可实现 3 周两次迭代。更高的交易成功率可以正确积累更多的行业数据，增强对行业的深度理解，以持续贴合客户需求，提升平台运营效率和用户体验。

图表 29 公司在关键领域积累的核心技术一览

产品	核心技术	技术概要	在主营业务中的应用及贡献	指标
信息流推荐及智能派单	1.精准推荐技术 2.数据分析与决策 3.算法模型应用	1.对商家和用户历史数据进行分析与建模，提升分派签约率； 2.智能调控装企接单情况，降低浪费率。	土巴兔APP信息流 家装企业派单管理	1.匹配准确率提升； 2.浪费率降低。
土巴兔自研呼叫中心	1.智能语音呼叫技术	1.提供多人实时、全自动呼叫； 2.实时计算呼叫接通率，最大化呼叫效率； 3.灵活可配置化互动式语音呼入和呼出系统； 4.支持全网运营商线路接入。	土巴兔客服系统	1.接通率提升
社交化客户关系管理系统	1.数据分析与决策 2.智能推荐技术 3.用户标签体系 4.用户分群技术	1.用户特征分析、渠道分析等； 2.通过短信、邮件、电话等精准营销； 3.用户个性化推荐与高价值服务； 4.对营销方案、触达人群进行高效AB测试；	土巴兔管家系统	1.快速验证闭环，实现3周2次迭代； 2.具备2分钟准实时和离线计算能力； 3.管家人效1:1000。
家装企业后台管理系统	1.业务、财务全流程在线化	1、装企签约、收款、验收等流程在线化流转，提升流转效率； 2、签约流程线上化，降低签约成本。	土巴兔商家系统	1、全流程在线化； 2、电子签，签约时间缩减到2分钟内。

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**跑通家装产业各参与者闭环，持续向各环节优化。**互联网装修产业链的参与方有业主、装企、设计师及金融机构等第三方服务商，平台作为家装产业整合者，针对各方痛点提供包括信息匹配、交易管理、设计工具和金融服务等，打造自身价值的同时帮助产业链上各参与方互相引流转，网络协同效应赋能参与者，打造互联网家装产业的参与者闭环。平台上每个参与者之间的互动和交易提高闭环粘性，通过设计、量房、施工、材料采购、金融推介等环节实现流量和数据的沉淀，加深公司对行业的理解并持续向各环节优化。

## 1.5 募集资金用途

公司本次拟公开发行新股不超过 6000 万股，募集资金合计 7.04 亿元，募集资金投向包括技术研发及数据平台升级项目、运营信息平台建设项目、运营服务中心建设及全渠道营销建设项目、补充流动资金。

其中技术研发及数据平台升级项目预计总投资 2.18 亿元，建设周期 3 年，项目完成后将提升公司技术水平及创新能力，为业主和装企提供更为丰富、高效、优质的产品与服务。

运营信息平台建设项目预计总投资 0.48 亿元，建设周期 3 年，项目实施后将提高公司全国各部门、各分支机构的信息共享程度和处理能力，全面提升公司对主营业务分析和决策能力，降低运营成本，强化公司核心竞争力，大幅提升运作效率，为公司的长期、快速发展提供有力支撑。

运营服务中心建设及全渠道营销建设项目预计总投资 3.57 亿元，建设周期 3 年，运营服务中心建设有助于公司吸引更多装企入驻平台，扩大公司业务在已落地城市的覆盖范围，全渠道营销建设将促进品牌和客户之间的双向互动，进而提升公司的品牌价值。

补充流动资金将在一定程度上缓解公司业务开展所需流动资金的压力，增加流动资金中自有资本投入的比例，进而提高公司抗风险能力和盈利能力。

图表 30 土巴兔募集资金用途

募集资金投向	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	实施周期
技术研发及数据平台升级项目	21,838.43	21,838.43	3年
运营信息平台建设项目	4,845.15	4,845.15	3年
运营服务中心建设及全渠道营销建设项目	35,717.26	35,717.26	3年
补充流动资金	8,000.00	8,000.00	-
合计	70,400.84	70,400.84	-

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

## 2 本周观点

### 2.1 家居板块

**家居内外销景气度仍将持续。**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%。

**中报预告陆续披露，看好细分龙头业绩表现。**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。本周随着中报预期陆续披露，家居行业细分龙头业绩表现亮眼。随着行业洗牌加速，我们看好细分领域龙头成长性。

**欧派拟投 50 亿元建设华中生产基地。**本周欧派家居发布公告，拟投资 50 亿元建立华中智造基地，打造数字化 AI 工厂，建设智能家居研发中心，基地生产产品涵盖橱柜、衣柜、卫浴、木门、金属门窗等，建成后预计年销售收入约 36 亿元人民币。根据去年年报数据，欧派家居在华中区域业绩相较整体水平略低，华中区域产能建设空白。此次华中中投建项目能有效填补华中产能空缺，增强华中区域竞争力，改善业绩表现。随着后续项目投产，公司产能压力有望得到缓解，业绩增长得到强劲支撑。

**投资建议：软体家居持续推荐顾家家居，建议关注敏华控股。**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，看好具有技术、资金、渠道优势的顾家家居，公司市占率有望得到进一步提升。

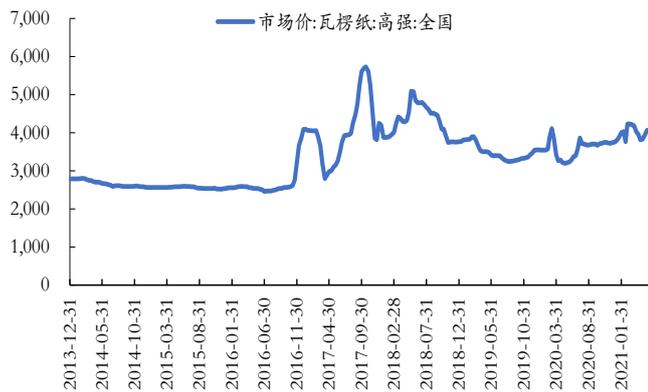
**定制家居板块建议关注龙头欧派家居、尚品宅配、金牌厨柜、志邦家居。**上半年大宗+整装业务驱动，龙头发力渠道建设、加快开店进度，并通过品类扩张和客单价提升改善业绩表现。我们预期龙头 21H1 业绩对比 20H1 有较大改善空间。

## 2.2 造纸板块

**行业淡季低点已过，看好传统旺季景气回升。**21 年上半年浆价维持高位，Q2 进入行业淡季浆价下跌但降幅有限，价格持续高位震荡。下半年随着海内外工厂开工率回暖，木浆产能逐渐释放，原材料压力或略有缓解。随着 Q3 行业旺季的到来，下游景气度回升，预计浆厂开工率有所提高。叠加前期涨价函的发布，提价落地后利润有望修复改善。

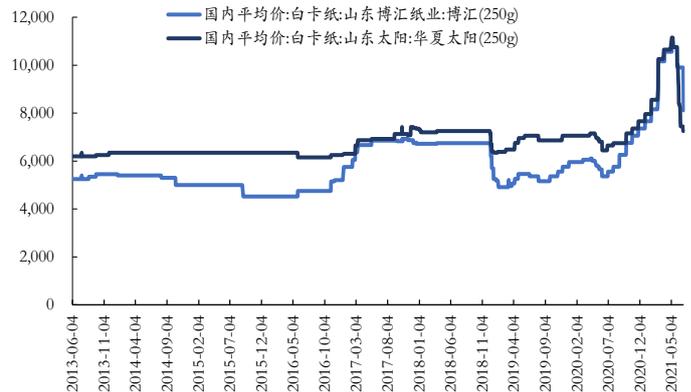
**下半年浆价下行空间有限，提前布局林浆纸一体化的纸企有望受益。**建议关注拥有海外产线布局和国废渠道建设的箱板纸龙头山鹰国际。木浆系建议关注全品类造纸龙头太阳纸业，林浆纸一体化平滑经营周期波动。另外本周晨鸣纸业发布中期业绩预告，2021 年 H1 实现归母净利润 20-21 亿元，同比增长 287%-307%。业绩变动主要原因系报告期内造纸行业景气度提升，公司主要纸种价格同比上涨，提价效益明显。随着木浆价格上涨，公司浆纸一体化战略所带来的成本优势突出，进一步提升了公司的盈利能力。

图表 31 瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 32 白卡纸价格走势（元/吨）



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 必选及其他轻工板块

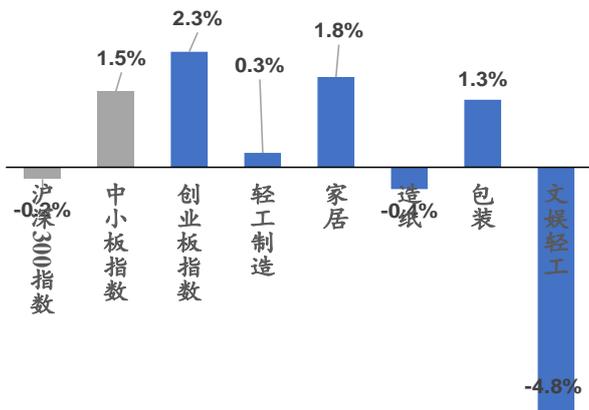
文娱轻工消费属性较强，伴随着后疫情时期生产经营恢复正常，景气度也随之提升。根据国家统计局数据显示，日用品和文化办公用品板块社零景气度仍然较高。5月文化办公用品零售额为272亿元，同比增长13.1%；1-5月累计零售额为1370亿元，累计同比增长22%。

本周思摩尔国际发布半年业绩预增公告，公司期内溢利及全面收益总额为27.04-29.88亿；经调整纯利为28.26-31.24亿，同比增长116.1-138.8%，调整项主要为股份支付费用1.29亿。公司Q2加大线下开店力度，获取客群并开拓下沉市场，中期业绩表现符合预期。

## 3. 本周轻工制造板块走势

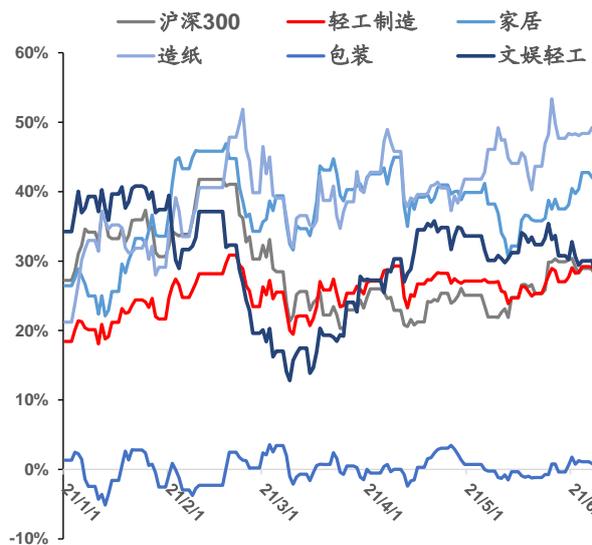
本周沪深300指数下跌-0.23%，中小板指数上涨1.5%，创业板指数上涨2.3%，轻工制造板块小幅跑赢大盘，上涨0.3%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为1.8%、-0.4%、1.3%、-4.8%。

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	803	-4.8%	-6.7%	3.5	4.2	5.0	5.9	43.6	31.5	26.4	22.5	20.0	6.6
	索菲亚	201	-5.9%	-2.9%	1.3	1.5	1.8	2.1	23.2	19.7	16.8	14.4	6.9	3.2
	尚品宅配	162	-4.9%	2.3%	0.5	2.8	3.3	3.8	159.4	29.5	24.8	21.4	17.7	4.6
	金牌厨柜	71	1.8%	30.4%	3.1	2.4	3.1	3.8	23.3	16.9	12.3	9.2	12.3	3.7
	志邦家居	100	0.7%	32.1%	1.8	1.7	2.1	2.5	18.1	19.1	15.3	12.6	7.4	4.3
	顾家家居	468	1.5%	6.2%	1.4	2.6	3.1	3.8	59.2	30.9	25.0	20.1	11.1	6.7
	喜临门	110	-10.7%	47.9%	0.8	1.2	1.6	2.0	35.4	22.8	18.2	14.5	7.8	3.6
	梦百合	106	-6.9%	-2.9%	1.1	1.6	2.2	2.9	25.4	17.3	12.6	9.6	9.6	2.9
	江山欧派	98	0.5%	-0.9%	4.1	5.7	7.5	9.5	23.1	16.4	12.5	9.9	16.0	5.9
	公牛集团	1,357	5.9%	11.2%	3.9	4.8	5.6	6.4	58.1	47.1	40.2	35.1	16.3	13.8
造纸	中顺洁柔	303	-10.9%	11.1%	0.7	0.9	1.1	1.4	33.0	24.6	20.2	16.7	3.9	5.9
	太阳纸业	326	-7.1%	-3.3%	0.8	1.5	1.6	1.8	16.5	8.3	7.6	6.9	6.5	1.9
文娱	晨光文具	738	-8.0%	9.7%	1.4	1.7	2.0	2.5	68.0	54.5	43.4	35.0	6.0	13.3
电子烟	思摩尔国际	2,477	-1.4%	-30.3%	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、金牌厨柜、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
2021-07-07	好莱客	<b>2021 年半年度业绩预增公告：</b> 预计公司 2021 年半年度实现营业收入与上年同期相比增加 7.41 亿元到 8.87 亿元，同比增加 100%到 120%；归母净利润同比预计增加 5369 万元到 7671 万元，同比增加 70%到 100%；扣非归母净利润同比预计增加 6756 万元到 8446 万元，同比增加 120%到 150%。
2021-07-07	喜临门	<b>2021 年半年度业绩预增公告。</b> 2021 年 H1，公司实现营业收入 30.5 亿元至 31.1 亿元，同比增长 54.36%到 57.40%。实现归母净利润 2.15 亿元至 2.2 亿元，同比增长 406% - 417%。实现扣非归母净利润 1.75 至 1.8 亿元，同比增长 414.4%-429.1%。
2021-07-08	欧派家居	<b>关于投资设立华中智造基地暨签署项目投资协议书的公告：</b> 公司拟投资建立华中智造基地，打造数字化 AI 工厂，建设智能家居研发中心。总投资 50 亿元人民币，其中固定资产 38 亿元，流动资金 12 亿元，资金来源为公司自筹，基地生产产品涵盖橱柜、衣柜、卫浴、木门、金属门窗等，建成后预计年销售收入约 36 亿元人民币。
2021-07-08	思摩尔国际	<b>思摩尔发布 21H1 业绩预告：</b> 期内溢利及全面收益总额为 27.04-29.88 亿；经调整纯利为 28.26-31.24 亿，同比增长 116.1-138.8%，调整项主要为股份支付费用 1.29 亿。
2021-07-09	晨鸣纸业	<b>2021 年半年度业绩预告：</b> 公司 2021 年 H1 实现归母净利润 20-21 亿元，同比增长 287%-307%。业绩变动主要原因系报告期内造纸行业景气度提升，公司主要纸种价格同比上涨，提价效益明显。随着木浆价格上涨，公司浆纸一体化战略所带来的成本优势突出，进一步提升了公司的盈利能力。

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。