

证券研究报告—深度报告

轻工

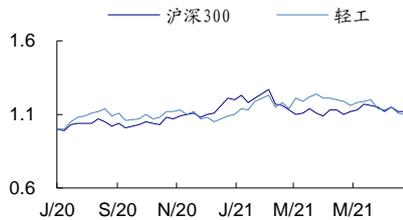
轻工行业 2021 年中报前瞻

超配

(维持评级)

2021 年 07 月 16 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《2021 年中期策略: 存量看分化, 新兴观成长》——2021-07-15
《轻工双周报: 关注特种纸和护理赛道隐形冠军》——2021-07-11
《电子烟专题研究系列之一: 技术难在哪里, 如何影响竞争格局》——2021-06-29
《造纸行业跟踪: 精准拐点难觅, 以空间换安全边际》——2021-06-25

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003
联系人: 蔡志明
电话: 010-88005330
E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

行业投资策略

低基数和景气度效应共存, 行业业绩普遍预增

● 中报前瞻: 业绩普遍预增

截至 2021 年 7 月 15 日, 轻工行业 137 家公司当中有 47 家发布了 2021 年中期业绩预告。其中 39 家实现同比增长, 仅 8 家盈利收窄, 业绩表现整体向好。业绩预增的 39 家公司当中 10 家公司经历润同比增速在 200% 以上, 22 家公司净利润同比增速达 100% 以上, 9 家公司净利润同比增速在 50%-100% 之间, 仅 8 家公司净利润同比在 0-50% 之间。

按行业来看, 已发布公告造纸企业业绩全部预增, 主要原因在于 2021Q1 造纸行业下游需求旺盛, 各纸企吨纸利润均有扩张。家具行业则受益于低基数效应与品牌、渠道建设的良好成效而普遍取得较高的同比增长。包装印刷行业分化较大, 高增长与业绩下滑的现象并存, 原因各有差异, 高增长源自低基数、订单增长、投资收益等多种原因, 业绩下滑原因则有成本上升、减值损失等。

● 赛道格局与企业壁垒仍是长期锚点

长期看, 驱动公司股价上涨的根本因素仍是 EPS 的增长。在内外需增长均有放缓, 我国劳动力成本比较优势逐步弱化背景下, 轻工行业整体增速下行、竞争烈度加强、行业存量资产回报率处于低位乃至下行或为大概率事件。但在此趋势中, 具备规模、品牌、渠道优势的头部企业在产品制造成本、效率, 成品的分发深度、广度以及品牌运营的途径、效果方面处于优势地位。通过输出更多优质平价, 或具备品牌溢价的优质优价产品, 来不断满足“人民日益增长的美好生活需求”, 这部分头部企业有望持续扩大自身的市场份额, 保持较强的增长动能与盈利水平。近年来部分细分赛道的龙头企业已经显现出优秀的综合竞争力, 我们认为这一趋势未来有望延续, 建议投资者关注结构性机遇。

预计中报在 2020H1 低基数效应和经济复苏带动行业景气度提升的大背景下, 具有长期竞争力的相关细分赛道头部公司以及企业逻辑变化带动业绩成长性取得突破的标的, 均会有较为理想的表现。

● 推荐标的: 看好存量赛道份额提升与增量赛道动态领先龙头

重点推荐有望在存量市场凭借自身竞争力不断扩大市场份额的细分赛道龙头晨光文具、公牛集团、太阳纸业、玖龙纸业、欧派家居, 以及在具备长期成长空间赛道中的头部企业中顺洁柔、思摩尔国际和仙鹤股份。

● 风险提示:

宏观环境发生变化, 影响当前定价体系; 前期热门板块出现资金负反馈对股价形成持续冲击。

部分相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
603195	公牛集团	买入	224.98	1,351.11	4.54	5.45	49.56	41.28
603899	晨光文具	买入	83.95	778.84	1.78	2.06	47.16	40.75
06969	思摩尔国际	买入	38.47	2,751.21	0.99	1.30	38.86	29.59
002078	太阳纸业	买入	12.69	333.07	1.30	1.54	9.76	8.24
002511	中顺洁柔	买入	24.03	315.26	0.85	1.14	28.27	21.08

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

中报前瞻:	4
造纸回顾.....	5
家居回顾.....	6
包装回顾.....	6
推荐标的	7
风险提示	7
国信证券投资评级.....	8
分析师承诺	8
风险提示	8
证券投资咨询业务的说明	8

图表目录

图 1: 轻工 2020 年年初至今涨跌幅 (截至 2 月 25 日)	错误!未定义书签。
图 2: 轻工 2021 年 2 月至今涨跌幅 (截至 2 月 25 日)	错误!未定义书签。
图 3: 申万一级行业 1 月至今涨跌幅排名 (截至 2021.1.27)	错误!未定义书签。
图 4: 造纸指数 2021 年 2 月至今涨跌幅 (不含生活用纸)	错误!未定义书签。
图 5: 生活用纸指数 2021 年 2 月至今涨跌幅	错误!未定义书签。
图 6: 包装印刷指数 2021 年 2 月至今涨跌幅	错误!未定义书签。
图 7: 家居指数 2021 年 2 月至今涨跌幅	错误!未定义书签。
图 8: 文具指数 2021 年 1 月至今涨跌幅	错误!未定义书签。
图 9: 前十大重仓股中轻工行业标的市值之与环比 (亿元)	错误!未定义书签。
图 10: 轻工行业重仓股市值占公募基金重仓股市值比例	错误!未定义书签。
图 11: 电子烟市场规模 (亿美元)	错误!未定义书签。
图 12: 中国电子烟渗透率	错误!未定义书签。
图 13: PPI	错误!未定义书签。
图 14: 出口额当月同比	错误!未定义书签。
图 15: 箱板纸价格 (元/吨)	错误!未定义书签。
图 16: 瓦楞纸价格 (元/吨)	错误!未定义书签。
图 17: 双胶纸和铜版纸价格 (元/吨)	错误!未定义书签。
图 18: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨)	错误!未定义书签。
图 19: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨)	错误!未定义书签。
图 20: 漂针浆和漂阔浆价格 (美元/吨)	错误!未定义书签。
图 21: 国内纸浆期货库存 (吨)	错误!未定义书签。
图 22: 房屋开工与竣工面积增速 (%)	错误!未定义书签。
图 23: 商品房累计销售面积和同比增速 (万平方米)	错误!未定义书签。
图 24: 住宅销售面积和同比增速 (万平方米)	错误!未定义书签。
图 25: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	错误!未定义书签。
图 26: 烟酒类零售总额当月同比 (%)	错误!未定义书签。
图 27: 快递发件数和同比增速 (亿件)	错误!未定义书签。
图 28: 通讯器材零售额和同比增速 (亿元)	错误!未定义书签。
表 1: 业绩同比增长标的 (亿元, %)	4
表 2: 业绩同比下降标的 (亿元, %)	5
表 3: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.2.27)	错误!未定义书签。

中报前瞻：低基数与行业景气效应共存

截至2021年7月15日，轻工行业137家公司当中有47家发布了2021年中期业绩预告。其中39家实现同比增长，仅8家盈利收窄，业绩表现整体向好。业绩预增的39家公司当中10家公司经历润同比增速在200%以上，22家公司净利润同比增速达100%以上，9家公司净利润同比增速在50%-100%之间，仅8家公司净利润同比在0-50%之间。

表1：业绩同比增长标的（亿元，%）

证券代码	证券名称	行业	净利润下限	净利润上限	增速下限	增速上限
06969.HK	思摩尔国际	电子烟	28.26	31.24	116.10	138.80
002574.SZ	明牌珠宝	珠宝首饰	3.50	4.00	2368.28	2720.89
000026.SZ	飞亚达	珠宝首饰	2.20	2.40	183.00	208.73
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	6.00	6.20	81.52	87.57
002721.SZ	金一文化	珠宝首饰	-2.35	-1.74	4.49	29.41
600103.SH	青山纸业	造纸	1.01	1.23	808.72	966.24
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸	20.00	21.00	287.00	307.00
002235.SZ	安妮股份	造纸	0.10	0.14	200.66	240.92
002521.SZ	齐峰新材	造纸	1.42	1.65	200.00	250.00
002078.SZ	太阳纸业	造纸	21.54	22.94	130.00	145.00
600963.SH	岳阳纸业	造纸	3.08	3.22	120.00	130.00
605500.SH	森林包装	造纸	1.20	1.45	112.22	156.43
002067.SZ	景兴纸业	造纸	2.34	2.78	110.00	150.00
603733.SH	仙鹤股份	造纸	5.90	6.30	108.90	123.06
000815.SZ	美利云	造纸	0.20	0.25	106.79	165.11
600308.SH	华泰股份	造纸	5.32	5.88	90.00	110.00
003006.SZ	百亚股份	造纸	1.26	1.38	41.27	54.72
300329.SZ	海伦钢琴	文娱用品	0.24	0.26	180.00	210.00
002678.SZ	珠江钢琴	文娱用品	0.90	1.17	171.80	253.35
603899.SH	晨光文具	文娱用品	6.10	7.00	31.00	50.00
002084.SZ	海鸥住工	其他家用轻工	0.74	0.92	79.95	123.73
603195.SH	公牛集团	其他家用轻工	13.00	15.50	61.74	92.85
002790.SZ	瑞尔特	其他家用轻工	0.63	0.80	39.84	77.57
002631.SZ	德尔未来	家具	0.28	0.42	554.22	881.33
300749.SZ	顶固集创	家具	0.40	0.45	448.64	517.22
603008.SH	喜临门	家具	2.15	2.20	406.00	417.00
002853.SZ	皮阿诺	家具	0.90	1.10	80.75	120.92
000910.SZ	大亚圣象	家具	2.85	3.17	80.00	100.00
603898.SH	好莱客	家具	1.30	1.53	70.00	100.00
603848.SH	好太太	家具	1.16	1.28	45.00	60.00
002599.SZ	盛通股份	包装印刷	0.50	0.70	495.72	654.01
002969.SZ	嘉美包装	包装印刷	0.67	0.74	350.33	376.48
002752.SZ	昇兴股份	包装印刷	0.70	0.75	268.55	280.58
000659.SZ	珠海中富	包装印刷	0.18	0.25	172.52	200.73
002799.SZ	环球印务	包装印刷	0.72	0.84	75.00	102.00
601515.SH	东风股份	包装印刷	4.12	5.14	60.00	100.00
003018.SZ	金富科技	包装印刷	0.53	0.58	45.27	58.97
002243.SZ	力合科创	包装印刷	1.80	2.20	24.97	52.74
300501.SZ	海顺新材	包装印刷	0.57	0.61	20.00	30.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

思摩尔国际：2021 上半年调后净利润 28.26~31.23 亿元间，同比增长 116.1%~138.8%。公司业绩强劲的增长显示了消费者市场强劲的需求，更体现出公司在深厚技术、研发加持下的领先市场地位。我们认为，电子烟作为减害性的产品，未来其渗透率有望随着健康意识的提升而持续走高，带动产业链实现长期持续成长。在此健康化提升的进程中，技术实力领先、投入力度大、投入决心强的代工企业能够规模化为客户提供性能更为稳定优越的产品，并具备更快响应客户产品迭代需求的能力。当前市场，尤其是国内市场仍处于发展早期的阶段，品牌商需要持续快速推出新口味、功能、造型的产品来实现拉新与留存，能够快速实现稳定规模化交付的代工龙头仍是品牌商的合作首选。

按行业来看，已发布公告造纸企业业绩全部预增，主要原因在于 2021Q1 造纸行业下游需求旺盛，各纸企吨纸利润均有扩张。家具行业则受益于低基数效应与品牌、渠道建设的良好成效而普遍取得较高的同比增长。包装印刷行业分化较大，高增长与业绩下滑的现象并存，原因各有差异，高增长源自低基数、订单增长、投资收益等多种原因，业绩下滑原因则有成本上升、减值损失等。

表 2: 业绩同比下降标的 (亿元, %)

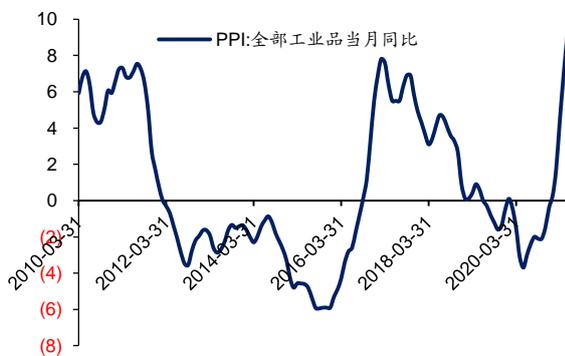
证券代码	证券名称	行业	净利润下限	净利润上限	增速下限	增速上限
002348.SZ	高乐股份	文娱用品	-0.44	-0.30	-7.15	35.56
002605.SZ	姚记科技	文娱用品	3.58	3.87	-55.34	-51.61
002301.SZ	齐心集团	文娱用品	0.70	0.91	-62.04	-50.65
002229.SZ	鸿博股份	包装印刷	0.15	0.22	-32.03	1.95
003003.SZ	天元股份	包装印刷	0.21	0.23	-35.23	-29.06
002951.SZ	金时科技	包装印刷	0.37	0.42	-50.29	-43.57
002836.SZ	新宏泽	包装印刷	0.05	0.08	-60.00	-40.00
000695.SZ	滨海能源	包装印刷	-0.21	-0.14	-73.62	-15.74

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

造纸回顾及展望

2020 年国内出口同比持续高增长，国内经济快速恢复带动了造纸行业景气度的上行。纸价与纸企吨纸盈利均出现了较大的提升。展望后市，与纸价相关的驱动因素如下：1)海外疫情：海外主要国家尤其是美国疫情已经得到了较好控制，新增病例较此前大幅减少。海外企业生产随之渐次恢复。因此我们认为中国产能对海外产能的替代作用或边际趋弱。2)内需：从经验上来看，三月到七八月份是国内包装纸产品的传统淡季，纸价维持前期涨势的动力较弱。

图 1: PPI (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2: 出口额当月同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

纸价表现方面：废纸系与木浆系纸价表现分化明显，瓦楞、箱板纸价格均相对平稳，白卡、铜板、双胶纸等纸种价格均大幅下跌，主要原因在于：传统淡季中需求端较为疲软，此前持续高企的纸价较难支撑。具体表现包括终端用户和下游经销商实际库存及其库存管理方式：中游经销商并无补库存需求，终端用户也以实际用量为限进行采购，反映出产业链对终端需求较为疲软的预期。

股价表现方面：由于木浆系产品价格均大幅下滑，下游订单也较为清淡，以木浆系为主的纸企股价近期均有较大回调。包装纸方面，随着交易中电商购物节脉冲需求的资金的退出，股价已回复至五月初的水平。

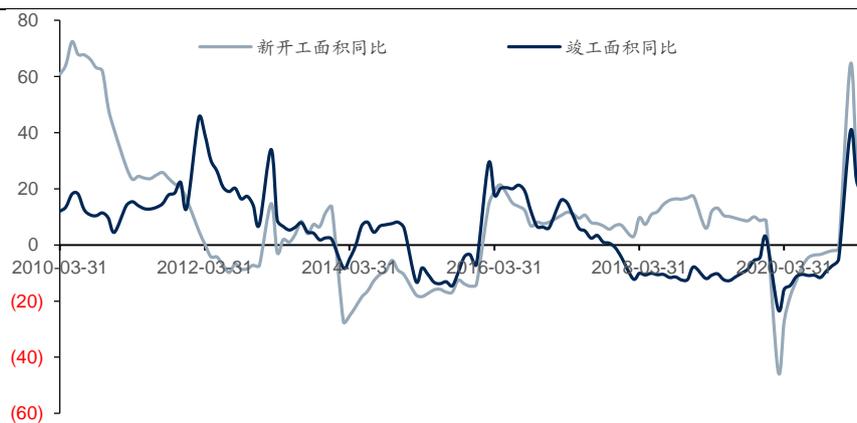
后市展望：随着下游需求逐步走弱，在原材料、能源价格变动相对滞后的情况下后续盈利空间或随纸价下跌持续收窄。

家居回顾及展望

从开工、竣工端来看，2020年累计新开工面积和竣工面积已恢复至接近上年同期水平。2020年商品房累计销售面积为176086万平方米，同比增长2.60%；住宅商品房累计销售面积为154878万平方米，同比增长3.20%。2021年年初地产行业开工销售竣工等数据较为正常，在2020年低基数效应的情况下，年初地产增速较高，家居行业也因此迎来脉冲式增长。

后市展望：在下游各项数据边际下行的趋势下，我们认为家居行业来自新房的增量需求或有所下滑，但考虑到存量二手房交易的逐渐活跃，以及龙头品牌在开店、整装等维度的布局，各头部企业有望维持增长。

图3：房屋开工与竣工面积增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

包装回顾及展望

2020年社零总额为4.06万亿元，全年实现正增长，同比增长4.6%。烟酒、快递、通讯器材等重要品类需求均创出新高。烟酒2020年零售总额为3954亿元，同比增长1.04%，四季度同比实现大幅增长。2020年全年快递发件数和通讯器材零售额分别为833亿件和5567亿元，同比增长18.44%和15.05%。

后市展望：年初因低基数和经济复苏带来的同比增速高点已过，包装印刷和其下游行业纷纷回归疫情前常态化经营，全行业在下半年也面临下游需求下滑的风险。但部分企业由于获取到较为客观的新订单业务依然能够维持增长。

图 4: 社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 烟酒类零售总额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

推荐标的

重点推荐有望在存量市场凭借自身竞争力不断扩大市场份额的细分赛道龙头晨光文具、公牛集团、太阳纸业、玖龙纸业、欧派家居, 以及在具备长期成长空间赛道中的头部企业中顺洁柔、思摩尔国际和仙鹤股份。

表 3: 重点公司相对估值表 (截至 2021.7.13)

证券代码	证券简称	投资评级	市值(亿元)	股价(元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002511.SZ	中顺洁柔	买入	315.26	24.03	*0.85	*1.14	*1.26	*28.27	*21.08	*19.07
002078.SZ	太阳纸业	买入	333.07	12.69	*1.30	*1.54	*1.27	*9.76	*8.24	*9.99
2689.HK	玖龙纸业	买入	510.51	9.08	*1.66	*2.12	*2.58	*4.56	*3.57	*2.94
603833.SH	欧派家居	买入	823.88	135.25	*3.92	*4.85	*5.89	*34.50	*27.89	*22.96
603899.SH	晨光文具	买入	778.84	83.95	*1.78	*2.06	*2.42	*47.16	*40.75	*34.69
603195.SH	公牛集团	买入	1,351.11	224.98	*4.54	*5.45	*6.22	*49.56	*41.28	*36.17
6969.HK	思摩尔国际	买入	2,751.21	38.47	*0.99	*1.30	*1.75	*38.86	*29.59	*21.98
603733.SH	仙鹤股份	买入	298.41	42.27	*1.45	*1.85	*2.15	*29.21	*22.83	*19.68

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注: 带*EPS 和 PE 数据为国信证券经济研究所整理和预测, 其余为 Wind 一致预期

风险提示

宏观环境发生变化, 影响当前定价体系;
前期热门板块出现资金负反馈对股价形成持续冲击。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032