轻工行业观点更新

证券分析师：张潇
执业证书编号：S0600521050003
联系邮箱：yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师：邹文婕
执业证书编号：S0600521060001
联系邮箱：zouwj@dwzq.com.cn
日期：2022/07/26

- **核心观点**
- **疫后复苏首选晨光股份：**轻工版块2022Q2受疫情影响最大标的，Q3需求回补+双减低基数下有望实现靓丽增长，中长期产品升级+份额提升提供充足成长动力，科力普万亿赛道空间充足；23PE仅21X，具有充足安全边际；
- **成本下行弹性标的推荐中顺洁柔：**后续来看，纸浆新产能投放后盈利拐点有望于22Q4出现；公司新管理层磨合逐渐成熟，非传统干巾品类及太阳品牌开始发力；前期市场对于管理层磨合进度存预期差，假设23年浆价中枢下行15%，净利润有望达10亿元，对应PE仅15X。
- **电子烟行业政策方向日渐清晰，份额向头部集中推荐思摩尔国际：**国内市场牌照陆续发出，民营企业充分参与，额度向头部倾斜行业集中度有望提升；考虑我国政策推进速度更快&渗透率更低，判断口味限制影响有限，恢复速度将快于美国；海外市场FDA加快PMTA审查进度，Juul被签发MDO，思摩尔大客户Vuse有望抢占其份额。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动；行业政策不确定性；行业竞争加剧；教育政策影响需求。

晨光股份：看好Q3大学汛发力，估值底部安全边际较强

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- 短期催化
- **Q2受疫情影响较大，大学汛发力Q3有望实现高增长：**Q2上海疫情影响生产及发货，我们预计传统业务下滑幅度较大；大学汛发力需求有望回补：1）学汛新品延续减量提质策略，产品结构持续提升；2）渠道建设及品牌营销力度持续增强；
- **双减影响边际减弱：**1）双减为一次性影响，2022Q3基数影响基本消除；2）双减创造益智文具等新品类机会；
- **本册等新品类开始发力：**根据文教办公用品协会数据，2021年本册印制/笔的制造行业营业收入分别为335、148亿元，本册市场规模两倍于书写工具，而晨光在本册赛道市场份额仍然较低；2022年公司全面发力本册赛道，本册有望迎来较快增长。

双减政策前学习总时长测算

K12培训		
K12校外培训市场规模（时）	5000	
每课时学费（时）	80	
总课时（亿时）	62.5	
课后作业时长（时）	62.5	假设1课时培训对应1小时课后作业
校内学习		
每个学生每年校内学习时长（时）	960	假设上学160天，每天6小时
每个学生每年家庭学习时长（时）	560	假设上学日每日在家学习1小时，假期平均2小时
双减前平均每学生学习总时长（时）	1,585.79	K12学生人数按1.9亿计算

双减后学习总时长测算

校内学习		
每个学生每年校内学习时长（时）	960	假设上学160天，每天6小时
每个学生每年家庭学习时长（时）	420	假设上学日每日在家学习0.75小时，假期平均1.5小时
双减后平均每学生学习总时长（时）	1380	
双减对学习时长影响	-13%	

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

风险提示：行业竞争加剧，教育政策影响需求等

晨光股份：看好Q3大学汛发力，估值底部安全边际较强

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **中长期空间**
- **产品升级空间充足：**截至2021年，我国人均文具消费仅为日本1/3，人均使用量提升空间较大；2013-2021年，晨光书写工具单价从0.82元提升至1.04元，单位毛利从0.27元提升至0.42元，产品结构升级提供充足成长动力；
- **市场份额仅5.6%，中长期提升空间较大：**截至2021年晨光书写工具市场份额19.1%（日本双龙头份额达到46%），其他文具市场份额仅4.4%，市占率提升空间较大；未来10年有望保持10%以上复合增速。

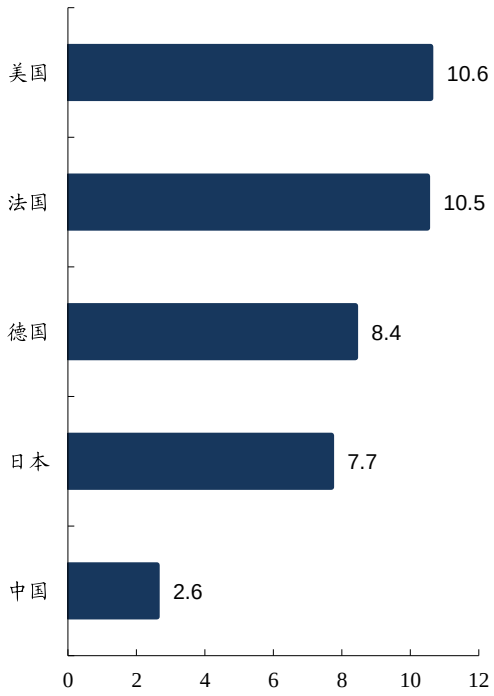
晨光传统核心业务（含零售大店）中长期成长空间测算

	2019	2020	2021	2025E	2030E
文教办公用品制造业营业收入（亿元）	1,522.4	1,563.3	1,750.1	2,209.5	2,561.4
书写工具制造业营业收入（亿元）	164.2	145.9	147.7	186.5	216.2
其他文具制造营业收入（亿元）	1,358.1	1,417.4	1,602.4	2,023.0	2,345.2
晨光传统核心业务收入（亿元）	74.8	81.4	98.4	168.0	299.4
书写工具收入（亿元）	21.9	22.8	28.2	46.6	64.9
其他文具收入（亿元）	53.0	58.6	70.2	121.4	234.5
晨光整体市占率	4.9%	5.2%	5.6%	7.6%	11.7%
晨光书写工具市占率	13.3%	15.6%	19.1%	25.0%	30%
剔除书写工具后其他文具市占率	3.9%	4.1%	4.4%	6.0%	10.0%
整体增速/复合增速	26%	9%	21%	14.3%	12.2%
书写工具增速/复合增速	12%	4%	24%	13%	7%
其他文具增速/复合增速	32%	11%	20%	15%	14%

主要国家书写工具人均消费额对比

单位：美元/年	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国	1.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.5	2.5	2.4	2.6
日本	8.1	7.7	7	7.9	7.8	7.9	7.9	7.1	7.7
德国	9.8	10	8.4	8.3	8.6	9.1	8.7	7.7	8.4
法国	11.6	11.6	9.7	9.7	9.9	10.4	9.9	10.1	10.5
美国	10.3	10.4	11	11.6	11.6	11.5	11.3	10.2	10.6

2021各国书写工具人均消费



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

风险提示：行业竞争加剧，教育政策影响需求等

中顺洁柔：盈利拐点临近，卫品+太阳发力提供增长驱动力

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

➢ **看好22H2浆价回落盈利拐点出现：**前期浆价高位主要为供给紧张影响，包括UPM罢工、Arauco新产能持续递延等因素，若Arauco新产能于22Q3顺利投放，浆价下跌斜率有望加大；假设23年浆价中枢下行15%，叠加22年提价作用，预计公司净利润可达10亿，对应PE仅15X。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动，行业竞争加剧等。

【东吴轻工】中顺洁柔23年业绩弹性敏感性分析(利润，亿)

		商品全年同比提价情况						
		0.00%	-1.88%	-3.88%	-5.88%	-6.88%	-7.88%	-10.00%
全年木浆价格综合环比变动	0%	0.63	-1.36	-3.48	-5.60	-6.66	-7.72	-9.96
	-5%	6.29	4.30	2.18	0.06	-1.00	-2.06	-4.31
	-10%	11.26	9.26	7.15	5.03	3.97	2.91	0.66
	-15%	16.72	14.73	12.61	10.15	9.43	8.37	6.13
	-20%	21.99	20.00	17.88	15.76	14.70	13.64	11.39
	-25%	26.59	24.60	22.48	20.36	19.30	18.24	16.00
	-30%	31.84	29.85	27.73	25.61	24.55	23.49	21.25

【东吴轻工】中顺洁柔23年业绩弹性敏感性分析(净利润增速)

		商品全年同比提价情况						
		0.00%	-1.88%	-3.88%	-5.88%	-6.88%	-7.88%	-10.00%
全年木浆价格综合环比变动	0%	-91%	-119%	-149%	-179%	-194%	-209%	-241%
	-5%	-11%	-39%	-69%	-99%	-114%	-129%	-161%
	-10%	60%	31%	1%	-29%	-44%	-59%	-91%
	-15%	137%	109%	79%	44%	34%	19%	-13%
	-20%	212%	184%	154%	124%	109%	94%	62%
	-25%	277%	249%	219%	189%	174%	159%	127%
	-30%	352%	324%	293%	263%	248%	233%	201%

备注1：预计21~22年预计累计提价14pp，23年若疫情缓解，供应链改善，浆价下行，产品价格有下探可能性

备注2：汇率带来的业绩弹性主要来自木浆进口，受益于人民币升值，按照木浆低位区间占COGS比例50%估算

备注3：所得税率16%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中顺洁柔：盈利拐点临近，卫品+太阳发力提供增长驱动力

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- **管理层磨合进入正轨，预期差存纠偏机会：**管理层调整磨合期已过，新任管理层对产品体系及公司战略进行梳理优化并进入落地阶段，非传统干巾品类及太阳品牌进入发力期。
- **洁柔+太阳双品牌战略进一步优化：**洁柔及太阳品牌产品梯度进一步拉大，洁柔品牌持续中高端化，油画系列对标Tempo有望进一步提升在高端市场份额；太阳品牌瞄准性价比市场，有望抢占中小品牌份额。
- **非传统干巾品类进入高增阶段，收入增长贡献度有望明显提升：**经历前期培育期后，非传统干巾品类（棉柔巾、卫生巾等）产品体系逐步成熟并进入线下渠道铺货阶段，同时营销及渠道费用投放力度增强品牌力有望进一步提升；我们预计2022年非传统干巾品类有望实现翻倍增长，收入占比有望达到10%，后续将为公司提供更强增长驱动。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动，行业竞争加剧等。

思摩尔国际：政策头部倾斜，集中度有望提升

- **国内市场**
- **监管方向已经较为明晰，政策风险逐渐消除，看好头部企业集中度提升：**1）民营企业可充分参与电子烟产业链各环节，包括前期市场预期或由中烟把控的尼古丁提取环节；2）头部企业首次获批额度较高，政策向头部企业倾斜明显，行业集中度有望在监管执行后加速提升；3）VIE架构企业（雾芯科技）可获得牌照，消除市场此前疑虑。
- **口味禁令恢复速度有望快于美国：**复盘美国电子烟口味禁令发展情况，美国口味禁令后需求恢复周期大致为2年；但我国有望快于美国，因为：1）监管层面来看，我国电子烟监管政策推进速度更快。2）我国电子烟渗透率（1%）低于美国（30%）。我国需求增长的动能远超美国，有望平滑短期口味限制带来的影响。参考美国雾化电子烟发展历程，我国雾化电子烟行业目前处于快速放量阶段，未来消费趋势主要呈现：1）雾化电子烟消费的主力人群为18-24岁的潜在吸烟人群，2）减害属性下，雾化电子烟覆盖人群的范围更加广泛。

- **海外市场：**
- **FDA向Juul发布营销拒绝令，思摩尔大客户Vuse有望抢占其份额：**2022/6/23FDA宣布拒绝Juul所有产品的上市申请，截至2022M5，Juul在美国市场份额为33.1%，Vuse份额为35.1%。此前，Vuse已有Vuse Vibe 、Vuse Ciro和Vuse Solo产品通过PMTA，Alto系列通过概率较大。虽然目前该MDO暂缓执行，但对于Juul消费者信赖度将产生一定影响，我们认为监管形势对其市场份额将有较大影响；
- **加强一次性产品监管力度，头部品牌一次性产品份额有望快速提升：**随着FDA加强对合成尼古丁及一次性产品监管，换弹式产品占比有望提升。同时，头部品牌此前在一次性赛道并未发力，监管趋严后头部品牌一次性产品份额有望快速提升。由公司代工的一次性产品Vuse go已于2022Q2在非美市场上市，我们预计一次性产品将为公司2022H2外销收入增速修复带来更强驱动力。

风险提示：行业政策不确定性，行业竞争加剧等。

风险提示：

汇率及原材料价格大幅波动：生活用纸原材料以进口木浆为主，其价格随供需、汇率等因素波动。原材料价格大幅波动会对生活用纸企业毛利率产生一定影响。

行业政策不确定性：电子烟政策逐步完善，进入合法化。

行业竞争加剧。

教育政策影响需求。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上;

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%;

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn

东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

东吴证券财富家园