

2021年07月19日

看好家居龙头中长期市场份额提升；左侧布局具有竞争优势的包装龙头；东莞煤改气将进一步推动箱瓦纸行业景气度向上

——造纸轻工周报 2021/07/12-2021/07/16

看好

相关研究

《华旺科技(605377)深度报告——中高端装饰原纸领军企业，盈利能力表现突出》2021/6/21

《依依股份(001206)深度报告——宠物护理新兴赛道龙头，生产实力和成长性充足》2021/6/7

《晨光文具(603899)深度报告——精细化零售运营能力，打造文具领航品牌》2021/5/31

《轻工造纸行业 2021 年一季报业绩前瞻——持续看好零售端家居和造纸板块，高景气增长延续》2021/4/15

《山鹰国际(600567)深度报告——横向扩产能到纵延产业链，持续打造核心竞争力》2021/3/25

《造纸行业点评——箱板瓦楞纸持续提价，盈利空间向上扩张》2021/2/24

《造纸行业点评——造纸产业链上下游齐涨，景气度持续提升》2021/2/22

《家居行业跟踪点评——竣工产业链弹性有望释放，家居零售布局正当时》2021/1/25

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

柴程森 A0230520070004
chaics@swsresearch.com

周迅 A0230520070001
zhouxun@swsresearch.com

丁智艳 A0230513100001
dingzy@swsresearch.com

研究支持

黄莎 A0230121010003
huanqsha@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

近期推荐：家居中长期看好龙头市场份额提升；左侧布局竞争优势提升的包装龙头；箱瓦纸进入提价周期，东莞煤改气政策进一步推进供求关系优化

【家居】

6月竣工数据进一步改善，继续看好家居板块。

1-6月住宅竣工面积 2.63 亿平方米，同比增长 27.0%，较 2019 年同期增长 14.6%，6 月单月 6374 万平方米，同比增长 63.2%，实现大幅增长，较 2019 年同期亦大幅增长 55.7%。家居行业 Beta 层面，我们预计 2021 年竣工增速在 10%-12% 左右，后续家居零售基本面仍有望得到支撑。

当前市场对家居板块过度悲观，我们认为家居行业更多地体现成长属性。

当前家居产业仍处于整合的早期阶段，头部企业具备 Alpha 优势，渠道前端延伸能力和品类扩张能力表现突出，持续提升精细化管理能力，奠定未来市场份额扩张基础。龙头企业在传统渠道经营面积扩张速度显著快于行业，在新流量渠道的搭建与运营过程中，对企业的综合能力提出更高挑战和要求，头部企业的优势更明显。多品牌矩阵面向细分消费客群，多品类发力有效提升客单价水平。

根据彭博社报道，高瓴资本已成为床垫品牌金可儿中国的首选投标人，交易总价预计达 20-25 亿美元；若此次交易落地，将成为高瓴资本在家居建材领域投资的首个品牌商标的，充分展示资本对未来国内家居市场消费升级、品牌升级的趋势的认可及信心。

看好顾家家居，敏华控股，志邦家居，欧派家居，索菲亚。

【碳中和与林业碳汇】

7月16日全国碳交易市场上线交易，首日上线交易成交量 410 万吨，成交金额 2.1 亿元，成交均价 51.23 元/吨，较开盘价 48 元/吨涨幅 6.7%。7月14日国务院例行吹风会介绍全国碳交易市场情况，强调全国碳排放权交易市场是利用市场机制控制和减少温室气体排放，实现碳达峰、碳中和的重要政策工具；全国碳市场第一个履约周期纳入发电行业重点排放单位超过 2000 家，对应二氧化碳排放量超过 40 亿吨，后期将逐步纳入其他高排放行业；通过全国碳交易释放碳减排价格信号，推动前沿技术创新突破和高排放行业的绿色低碳发展的转型；通过构建全国碳市场抵消机制，促进增加林业碳汇，促进可再生能源的发展，助力区域协调发展和生态保护补偿，倡导绿色低碳的生产和消费方式。

【包装】

左侧布局竞争优势提升的包装龙头，如纸包装的裕同科技，金属包装的奥瑞金，中粮包装。短期原材料成本上涨，构成一定盈利冲击，中长期加速行业洗牌。

【造纸】

1) 白卡纸发布提价函，价格有望逐步企稳。本周太阳、晨鸣、博汇、APP 先后发布 7 月下旬提价函，提价 500 元/吨；多家贸易商跟随提价。本周高端品牌供应偏紧，价格企稳；中低端品牌仍有小幅下跌，整体成交价格稳于 6000 元/吨以上。需求淡季白卡纸价格回调，伴随后期旺季逐步来临，白卡纸价格有望企稳向上。

2) 东莞煤改气政策推进，关停小产能，优化行业供求，看好下半年箱瓦纸提价和龙头企业盈利提升。根据东莞市发展和改革局及生态环境局 4 月印发的《加快推进我市自备电厂煤改气工作实施方案》，2021 年 6 月底前 7 家小型纸厂（中堂上隆、双洲、中联纸业、骏业、兴隆纸业、万江新富发纸业、捷丰纸业）若未实现全部煤改气将被强制退出，其他大中型纸厂应在 2021 年 3 月底前按 30% 比例燃气，对未达标的企业按规定压减煤炭消费；2021 年 12 月底前 6 家中大型纸厂（望牛墩顺裕、泰昌纸业、万江金田纸业、麻涌德勇佳纺织、益海嘉里赛瑞淀粉、沙田丽海纺织）若未全部煤改气将被强制退出；2022 年 6 月底之前 5 家大型纸厂（玖龙、东莞理文、广东理文、金洲、建晖纸业）需实现 50% 比例煤改气，并按规定压减煤炭用量；2023 年 3 月底前需全部实现煤改气。

目录

1 . 近期观点.....	3
2 . 分行业观点.....	8
3 . 本周跟踪数据更新.....	16

1. 近期观点

1、近期推荐 家居中长期看好龙头市场份额提升 左侧布局竞争优势提升的包装龙头；箱瓦纸进入提价周期，东莞煤改气政策进一步推进供求关系优化

【家居】

6月竣工数据进一步改善，继续看好家居板块。

1-6月住宅竣工面积 2.63 亿平方米，同比增长 27.0%，较 2019 年同期增长 14.6%，6 月单月 6374 万平方米，同比增长 63.2%，实现大幅增长，较 2019 年同期亦大幅增长 55.7%。家居行业 Beta 层面，我们预计 2021 年竣工增速在 10%-12% 左右，后续家居零售基本面仍有望得到支撑。

当前市场对家居板块过度悲观，我们认为家居行业更多地体现成长属性。

当前家居产业仍处于整合的早期阶段，头部企业具备 Alpha 优势，渠道前端延伸能力和品类扩张能力表现突出，持续提升精细化管理能力，奠定未来市场份额扩张基础。龙头企业在传统渠道经营面积扩张速度显著快于行业，在新流量渠道的搭建与运营过程中，对企业的综合能力提出更高挑战和要求，头部企业的优势更明显。多品牌矩阵面向细分消费客群，多品类发力有效提升客单价水平。

根据彭博社报道，高瓴资本已成为床垫品牌金可儿中国的首选投标人，交易总价预计达 20-25 亿美元；若此次交易落地，将成为高瓴资本在家居建材领域投资的首个品牌商标的，充分展示资本对未来国内家居市场消费升级、品牌升级的趋势的认可及信心。

看好顾家家居，敏华控股，志邦家居，欧派家居，索菲亚。

1) 本月顾家家居入选申万 7 月金股，重点推荐！

渠道变革与信息化系统铺设完成后，公司内贸进入主动进攻期。

①单品类竞争力逐步培育完成，强调品类间融合，重点推进高潜品类（如定制、床垫、功能等），定制家居经过前期培育，加速开店，有望迎高增长；公司在供应链、渠道效率的改革，信息化方面领跑家居行业，渠道效率提升，开设大店与综合店，为品类融合奠定扎实渠道基础。

②供应链效率持续提升。公司多品类布局丰富，后续通过 SKU 控制，进一步提升供应链效率；外协供应商管理能力突出，拓品类更容易实现供应链外延。

近期公司公告核心高管欧总已增持 739 万元（计划 6 个月内增持 3000-6000 万元）。继总裁增持 1.9 亿、推出 10 亿员工持股计划后，高管再次大额增持，彰显员工对公司的长期信心。

近期我们跟踪公司渠道，内销逻辑得到进一步验证。

①品类融合模式下，新品类（定制、床垫及功能）高增：公司多品类融合，大店销售模式下，沙发、床垫、定制互相导流、带单提升客单价；经销商积极新开定制品类门店，定制有望高增长；

②区域零售中心、零售化系统、仓配服标准化进一步提升渠道效率。通过总部赋能，及零售渠道的持续变革，带动渠道效率进一步提升；尽管渠道加价率下降，但可通过销售额提升，带动渠道利润额进一步上行

远期公司的渠道效率+消费者运营能力会明显和竞争对手拉开差距，用周转对抗周期，实现消费品的稳健增长，公司将持续获得估值溢价。预计 2021-2022 年归母净利润 17.0 亿、21.1 亿，当前估值 26X、21X，持续推荐！

2) 近期发布志邦家居深度报告《志邦家居：衣柜+大宗双驱动，二线龙头的进击》，给予“买入”评级！

全品类扩张推进，管理团队稳定精悍。志邦家居创立于 1998 年，以厨柜业务起家，2015 年拓展定制衣柜业务，2018 年增加木门品类。公司创始人深耕家居行业，通过市场化方式引入职业经理人，塑造奋斗者文化，形成年轻化管理团队。

志邦修炼内功打造强中台，多品类、多渠道发展带动高增长。志邦总部对设计研发、生产和供应链、业务管理和营销全方位赋能。公司修炼内功，为多品类、多渠道发展奠定坚实基础，依托成熟经销体系拓展衣柜业务，新品类木门有望复刻增长；短中期依托大宗业务拓展带动高增长，长期看整装渠道拓展，布局远期增长点。

衣柜+大宗双驱动，二线龙头的进击。衣柜业务享开店红利，门店数量、单店提货额和利润率提升空间大。伴随后期门店运营成熟化和整体交付能力增强，以及公司产品和设计等软实力提升，单店收入和毛利率将向上提升。大宗业务运营经验丰富，优化客户结构，实现高质量快速增长。

短期看定制家居行业高增长延续，中长期行业消费属性强化，公司仍享受衣柜扩品类红利，大宗业务持续高质量增长，收入增速领跑行业。公司管理团队狼性，激励充足；建设数字化管理和运营能力，打造强中台，提升软实力。**预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 5.45/7.09 亿元，分别同比+38%/+30%，对应 PE 为 17X/13X，给予“买入”评级。**

【碳中和与林业碳汇】

7 月 16 日全国碳交易市场上线交易，首日上午交易成交量 410 万吨，成交金额 2.1 亿元，成交均价 51.23 元/吨，较开盘价 48 元/吨涨幅 6.7%。7 月 14 日国务院例行吹风会介绍全国碳交易市场情况，强调全国碳排放权交易市场是利用市场机制控制和减少温室气体排放，实现碳达峰、碳中和的重要政策工具；全国碳市场第一个履约周期纳入发电行业重点排放单位超过 2000 家，对应二氧化碳排放量超过 40 亿吨，后期将逐步纳入其他高

排放行业；通过全国碳交易释放碳减排价格信号，推动前沿技术创新突破和高排放行业的绿色低碳发展的转型；通过构建全国碳市场抵消机制，促进增加林业碳汇，促进可再生能源的发展，助力区域协调发展和生态保护补偿，倡导绿色低碳的生产和消费方式。

近期发布林业碳汇行业深度报告《碳交易启动在即，林业碳汇先锋军“蓄势待发”》。

林业碳汇有望成为推进“碳中和”的重要抓手：林业碳汇开发成本远低于其他碳捕捉技术，为性价比最高的负排放方案。按照国内符合林业碳汇开发标准的林地可释放减排量 8 亿万吨进行计算，假设未来林业碳汇价格为 100 元/吨，对应约 800 亿元市场规模。

岳阳林纸为国内林业碳汇交易先锋军，植树造林起步早，2020 年公司自有林地资源达 200 万亩。2017 年与壳牌开展碳汇业务，具备开发林业碳汇的成熟团队以及项目经验，首个与包钢签订总量达 5000 万吨的碳交易协议已落地。未来公司有望凭借成熟的林业碳汇运作经验，发力推进代运营业务，并有望成为林业碳汇行业龙头，充分受益碳排放交易市场发展带来的红利。

【包装】

左侧布局竞争优势提升的包装龙头，如纸包装的裕同科技，金属包装的奥瑞金，中粮包装。短期原材料成本上涨，构成一定盈利冲击，中长期加速行业洗牌。

纸包装：裕同科技除原有 3C 赛道外，加速布局烟标，酒包，环保包装等市场，打造新增长曲线。公司收入端订单持续饱满，预计 21Q2 略受原材料影响压制盈利表现，21Q3-Q4 随纸价回落，3C 进入新品发布期，公司盈利有望得到改善。

金属包装：年中提价成功落地！提价约 4+分/罐至 0.46-0.47 元/罐，提价幅度好于预期。我们预期从 21Q3 起金属包装公司盈利将迎来反转，叠加需求端旺盛、罐化率持续提升，业绩有望实现高速增长。建议关注：奥瑞金、中粮包装（0906.HK）、昇兴股份等。相对玻璃瓶，两片罐更有利于外卖、居家等消费场景，啤酒罐化率明显提升。长期，行业竞争格局优化：两片罐行业经历 5 年供过于求，伴随存量产能整合，龙头集中度提升，新产能投产更为有序，金属包装在上下游产业链的话语权将增强，行业竞争秩序重构，盈利能力将修复至正常水平。面对 2021 年上半年原材料价格的快速上涨，行业启动下半年的新一轮价格磋商，有望进一步扩大毛利空间，金属包装行业供求关系改善的判断得到印证。

【造纸】

1) 白卡纸发布提价函，价格有望逐步企稳。本周太阳、晨鸣、博汇、APP 先后发布 7 月下旬提价函，提价 500 元/吨；多家贸易商跟随提价。本周高端品牌供应偏紧，价格企稳；中低端品牌仍有小幅下跌，整体成交价格稳于 6000 元/吨以上。需求淡季白卡纸价格回调，伴随后期旺季逐步来临，白卡纸价格有望企稳向上。

2) 东莞煤改气政策推进, 关停小产能, 优化行业供求, 看好下半年箱瓦纸提价和龙头企业盈利提升。根据东莞市发展和改革局及生态环境局 4 月印发的《加快推进我市自备电厂煤改气工作实施方案》, 2021 年 6 月底前 7 家小型纸厂(中堂上隆、双洲、中联纸业、骏业、兴隆纸业、万江新富发纸业、捷丰纸业)若未实现全部煤改气将被强制退出, 其他中大型纸厂应在 2021 年 3 月底前按 30%比例燃气, 对未达标企业按规定压减煤炭消费; 2021 年 12 月底前 6 家中型纸厂(望牛墩顺裕、泰昌纸业、万江金田纸业、麻涌德勇佳纺织、益海嘉里赛瑞淀粉、沙田丽海纺织)若未全部煤改气将被强制退出; 2022 年 6 月底前 5 家大型纸厂(玖龙、东莞理文、广东理文、金洲、建晖纸业)需实现 50%比例煤改气, 并按规定压减煤炭用量; 2023 年 3 月底前需全部实现煤改气。

第一批需要进行煤改气的 7 家小型纸厂总产能 200 万吨, 部分按要求已完成煤改气工作, 个别纸厂煤改气未全部完成已于 7 月初开始停机。东莞煤改气政策推进, 关停中小厂, 供应收缩, 海外进口成品纸冲击持续弱化, 叠加 7-8 月箱瓦纸传统旺季到来, 供求关系进一步优化, 纸价有望继续提涨并超额传导成本, 玖龙 5.10-7.9 日持续发布 8 轮涨价函累计提价 450-850 元/吨; 同时导致国废需求量边际下降, 成本有望回落, 将利好非东莞区域龙头纸厂, 7 月后吨盈利有望向上提升。**推荐山鹰国际、太阳纸业。**

废纸系进入提价周期, 浆纸系淡季价格回调, 长期看好造纸行业供求和竞争格局优化。箱瓦纸进入下半年需求旺季, 海外进口成品纸冲击弱化, 玖龙 5.10-7.9 日持续发布 8 轮涨价函累计提价 450-850 元/吨; 提价拐点已现, 叠加东莞煤改气推进, 关停小产能, 行业供求格局进一步优化, 预计后期行业景气度持续向上。淡季影响下, 浆纸系经销商价格略有回调; 同时后续教辅教材订单回归常态化, 需求逐步进入旺季, 价格有望向上。未来关注集中度红利, 管理优化提升, 横向产能扩张与前端关键原料资源(林浆/废纸)的获取与延伸。**看好博汇纸业, 太阳纸业, 山鹰国际。**

2、近期公司跟踪：推荐中报盈利改善趋势明显, 低估值标的华旺科技、潮宏基

1) 华旺科技：中高端装饰原纸领军企业, 盈利能力表现突出。

短期：华旺科技主营高端装饰原纸, 伴随 2020Q4 以来原材料持续涨价, 公司装饰原纸自 2020Q4-2021Q2 启动 3 轮提价。公司具备成熟的全球木浆贸易经验, 提前储备充足的低价木浆, 充分受益纸价提涨, 2021 年利润弹性充足, 预计中报盈利改善趋势明显。

中长期：

装饰原纸行业格局向好, 高端化趋势显现。国内装饰原纸行业 CR3 为 68%, 华旺科技行业第三, 市占率 13%。2021 年原材料价格大幅提升, 加速行业洗牌, 市场进一步向头部集中。受益装饰原纸贴面渗透率提升和地产销售、竣工向好, 装饰原纸需求向好; 装饰原纸在终端产品成本占比低, 叠加下游消费升级, 高端装饰原纸需求增长远高于行业平均。

华旺科技深耕中高端装饰原纸, 使用全球最先进生产设备, 合作行业内优质供应商, 技术研发实力突出, 客户粘性强; 公司木浆贸易经验充足, 具备木浆规模化采购优势, 增强成本端竞争力, 利润率表现明显高于可比公司。

募投产能将于 2022 年全部投产，装饰原纸产能将接近 30 万吨，较 2020 年实现翻倍，助力公司海外市场扩张，内生增长动能强。股权激励计划推进，绑定核心团队，设定考核目标充分调动公司经营活力。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 4.08/5.13/6.16 亿元，分别同比+57.1%/+25.7%/+20.0%，对应 PE 为 13X/10X/9X。

2) 潮宏基：加速渠道和产品转型，业绩增长有望表现亮眼

加盟渠道快速扩张。公司过去以直营渠道为主，2019 年转变策略开始加大加盟渠道布局，截至目前公司直营门店约 400 家、加盟近 600 家（2021H1 新开店约 30 家），计划 2021 年将净增加加盟门店 150-200 家，未来维持加盟每年 200-300 家开店速度，加速空白市场覆盖、实现渠道下沉。

全面上线云店系统，推动线上、线下融合。公司 2019 年开始测试云店系统，2020 年 2-3 月实现直营和加盟门店云店系统全面上线。云店系统打通线上和线下资源整合，所有客户信息录入云店系统；并打通所有门店（包括加盟店）供应链，实现对终端库存数据管控；通过高质量的私域流量+社群营运，将所有销售人员转战到线上平台，加大线上销售力度，实现全天候全域销售的新零售模式。

优化产品设计，定位年轻化消费群体。公司时尚珠宝首饰收入占比持续提升，每年推出 3-4 组新品并召开新品潮流发布会；已推出 IP 联名系列，获哆啦 A 梦独家授权，2021 年进一步获小黄人、Hello Kitty 等授权。菲安妮女包业务更新产品设计，定位年轻群体，并积极使用抖音和直播引流，实现收入向上增长。

2021Q1 公司实现归母净利润 1.05 亿元，为近十年来最高单季度盈利，通过渠道、产品转型优化，公司增长有望表现亮眼，中报盈利有望明显改善。

2. 分行业观点

1、关注未来几个季度 C 端家居弹性；多品类多渠道流量扩张，龙头提升份额

从 Beta 角度：

从地产竣工链的传导顺序，C 端滞后 B 端建材 2-3 个季度左右。家居消费需求偏刚性，2020 年上半年受疫情影响，C 端家居订单收入确认兑现有所延后；累积的需求在 2020Q3 得到初步释放；龙头家居企业凭借渠道、品类和管理优势，市场份额持续提升，2021 年家居行业有望延续高增长。

软体家居竞争格局持续优化，渠道结构稳定，工厂占价值链比重较高，龙头企业规模效应更为明显，包括【顾家家居】【敏华控股】。

【顾家家居】

1) 公司治理结构完善，所有权与经营权分离；事业部制文化，激励考核到位。**近期推行员工持股激励，总规模不超过 10 亿，总人数不超过 25 人，激励力度较大，有效绑定核心高管。**

2) 新品类快速发力；公司区域零售中心改革，成效初显，有效赋能经销商的同时，加速推进终端多品类融合，推动公司向渠道品牌转型；重点门店由单品店向软体融合店、软体+定制大店拓展，依托于定制产品，实现全屋套餐销售提升客单价；区域零售中心、零售化系统、仓配服标准化进一步提升渠道效率。

3) 出口竞争格局优化，公司凭借越南与墨西哥工厂的有效布局，抢占市场份额。

【敏华控股】

1) 内销：预期延续高开店速度+补贴力度，门店扩店+空白区域覆盖持续提升，预计全年保持较好同店增速。近期我们走访渠道，核心结论包括下沉市场开店仍有较大空间；由于内销增速较快，工厂生产交付紧张；厂商对经销商提供包括开店、营销、培训、老客服务等多方面支持，细节欢迎联系我们进一步了解。

2) 外销：北美订单较好、高增长，但受制于美国港口资源紧张，出货为订单的一半，希望在 8 月底得到缓解。

3) 内销加速扩张期，霸盘中国，功能沙发进入渗透率加速提升窗口期；原材料压力有望传导，长期看不影响公司核心竞争力。内销随品牌形象建立，增速、占比明显提升，公司整体盈利稳定性也明显提高。

从 Beta 弹性角度，可关注：【志邦家居】【欧派家居】【索菲亚】【金牌厨柜】

【志邦家居】

- 1) 衣柜占比提升至 30%，20 年底门店 1366 家，渠道仍然有千家门店的下沉空间，单店提货额逐步提升，带动衣柜收入 40-50% 的增长；后期规模效应体现，利润率将改善。
- 2) 大宗业务受益地产精装交付提升，公司优化客户结构，从单一大客户到客户群多元化，分散经营风险；大宗业务高增背景下，现金流表现稳健。
- 3) 凭借大宗业务与零售衣柜渠道外延开店预期，双轮驱动高增长，增速有望持续领跑定制行业。**创业型文化企业，股权激励实现利益绑定；总部赋能终端，激活终端活力。**

【欧派家居】

- 1) 国内定制家居龙头企业，品类及渠道建设均较为健全。**衣柜品类依靠同店实现高增长，E0 板免费升级，加速行业无醛趋势。**
- 2) **积极探索渠道新模式，整装大家居推进领先业内。**积极推进整装大家居 IT 数字化建设，力争实现多品类一键打通；整装模式再创新，总部牵头促使零售经销商与整装公司合作，店中店模式进一步提升对整装渠道流量的获取能力。
- 3) 多品牌布局建设，大众品牌欧铂丽，高端铂尼斯，实现更广泛客户群体覆盖。
- 4) **推出新一期股权激励计划，进一步绑定高管利益。**

【索菲亚】

- 1) **公司战略梳理清晰化，产品、品牌、渠道战略梳理完成，全渠道多品牌多品类发力。**
品牌战略：采取多品牌战略，推出大众品牌米兰纳，单平米价格 600-800 元，抢占中小品牌市场，招商开店稳步推进；针对高端客户推出索菲亚高端品牌；**通过差异化定位拓宽客群覆盖。**
渠道战略：注重设计师渠道、整装渠道，强调多渠道引流；整装渠道 2020 年底完成 500 家签约，并与浙江整装龙头圣都家居合资建厂，实现深度绑定。
- 2) 近期因 2B 客户担忧，导致估值大幅下杀，2021 年第一大 2B 客户占比 5% 左右，影响幅度有限。

【金牌厨柜】

- 1) 衣柜仍享开店红利，招商部组织结构调整，多品类联合招商。
- 2) 大宗仍处高速增长期，公司凭借品牌、产品、服务优势，工程订单持续高增长。

表 1：重点公司估值表

行业	公司	股价	总市值	净利(亿元)						PE		
		2021/7/16	(亿元)	20A	20A YoY	21E	21E YoY	22E	22E YoY	20A	21E	22E
定制家居	索菲亚	21.86	199	11.92	11%	13.88	16%	16.66	20%	17	14	12
	欧派家居	136.80	833	20.63	12%	27.13	32%	32.32	19%	40	31	26
	尚品宅配	78.05	155	1.01	-81%	6.24	515%	7.44	19%	153	25	21
	好莱客	13.13	41	2.76	-24%	3.49	26%	4.01	15%	15	12	10
	志邦家居	29.95	94	3.95	20%	5.45	38%	7.09	30%	24	17	13
	金牌厨柜	40.25	62	2.93	21%	3.92	34%	5.10	30%	21	16	12
	皮阿诺	20.81	39	1.97	12%	2.45	24%	3.06	25%	20	16	13
成品家居	顾家家居	71.00	449	8.45	-27%	16.96	101%	21.12	25%	53	26	21
	美克家居	4.03	66	3.06	-34%	5.29	73%	6.78	28%	21	12	10
	大亚圣象	13.02	71	6.26	-13%	7.18	15%	8.06	12%	11	10	9
	喜临门	29.39	114	3.13	-18%	4.48	43%	5.66	26%	36	25	20
	曲美家居	8.97	52	1.04	26%	3.30	218%	5.00	52%	50	16	10
	梦百合	22.19	108	3.79	1%	6.00	58%	8.00	33%	29	18	13
卫浴	海鸥住工	5.67	34	1.52	16%	2.58	70%	3.94	53%	23	13	9
卖场	美凯龙	11.54	451	17.31	-61%	32.01	85%	35.49	11%	26	14	13

H股	公司	股价	总市值	净利(亿港元)						PE		
		2021/7/16	(亿港元)	FY21A	FY21A YoY	FY22E	FY22E YoY	FY23E	FY23E YoY	FY21A	FY22E	FY23E
成品家居	敏华控股	16.48	653	19.25	18%	25.88	34%	33.64	30%	34	25	19

资料来源：Wind，申万宏源研究

2、造纸：终端需求改善，竞争格局优化，看好浆纸系成本推动型改善和废纸系提价

1) 文化纸：本周太阳、晨鸣、APP、华泰发布铜版纸最低限价函，要求纸价不低于 5800-5900 元/吨，纸厂限产减少供应，保持供需平衡。本周双胶纸和铜版纸价格止跌企稳，关注后续旺季来临需求改善。**2) 白卡纸**：本周太阳、晨鸣、博汇、APP 先后发布 7 月下旬提价函，提价 500 元/吨；多家贸易商跟随提价。本周高端品牌供应偏紧，价格企稳；中低端品牌仍有小幅下跌，整体成交价格稳于 6000 元/吨以上。**3) 箱板瓦楞纸**：本周市场交投仍平淡，部分纸厂实际成交价格下调 50-100 元/吨。价格下跌主要系：需求仍显平淡，纸厂库存走高；国废价格走低。

【太阳纸业】

1) 浆纸系价格止跌：前期文化纸价格因需求疲软及进口纸冲击回落；进入 7 月文化纸价格止跌，纸厂限产减少供应，发布铜版纸最低限价函。中小工厂开工率回落，叠加 8 月起有望进入下半年招投标旺季，文化纸价格有望企稳回升。

2) 新纸机逐步达产：广西一期项目稳步推进，下半年 55 万吨文化纸、80 万吨化学浆、20 万吨化机浆陆续投产，贡献 2022 年业绩增量；广西三期项目进入环评公示期，100 万吨箱板瓦楞纸及配套浆线有望在 2022 年底前投产，构筑 2023 年增长动力。

3) 管理标杆，成本优势突出：管理能力和激励水平为行业标杆，推行 2021-2023 年新一轮股权激励计划，覆盖人数达 1219 人，确定未来三年稳健增长目标，分享公司成长红利；布局上游原材料，平滑造纸行业经营周期波动。**能源成本优势**：由于公司所用能源来自自备电厂，且电厂毗邻兖州煤矿，坑口电厂构建能源成本优势。**原材料优势**：公司通过加大研发投入，在保证原纸产品质量前提下提升吨纸化机浆用量；公司吨纸毛利处行业第一梯队。盈利韧性保证公司有望成为浆纸系鲜有的环比业绩仍有改善的标的。

【博汇纸业】

1) 白卡纸价格淡季回落，下半年有望恢复提价。5-6月进入白卡纸需求淡季，价格出现回落，纸厂积极限产，下半年需求恢复，有望进一步拉高纸价。

2) 金光纸业入主，关注管理改善。博汇纸业管理层换届后，金光成熟化职业经理管理团队全面赋能博汇纸业，提升纸机效率，通过采购协同增强成本端优势，加强费用管控，提升账期管理和供应链议价能力（21Q1末应收账款较20年末进一步减少1.04亿至5.16亿元，应付款项增加8.53亿至58.17亿），打造浆纸行业新龙头。实施10-20亿元大比例回购计划，用于后期员工持股或股权激励。

【山鹰国际】

1) 箱瓦纸供求进一步优化，盈利有望向上改善。东莞市执行煤改气政策，首批未完成煤改气小型纸厂被强制关停。海外箱板瓦楞纸成本持续抬升，不具备进口优势，进口量持续收缩。7-8月份行业逐步进入传统需求旺季，纸厂和下游包装厂成品纸库存有限，行业内供求关系向好，纸价有望持续向上提涨。

2) 基本面边际改善，聚焦造纸主业稳健发展。2020年公司剥离融资租赁子公司；北欧纸业分拆上市并成功出表，消除北欧纸业商誉减值风险，回流充足现金。2021年公告取消50亿元大额定增，转向依赖自有资金稳步扩张。推行2021-2025年激励考核方案，激励同时，设定未达最低目标大股东和核心管理层回购股票的补偿措施，明确未来五年每年15%稳定增长预期，实现大股东、核心管理层、中小股东三方利益一致。

3) 稳居行业第一梯队，进一步塑造成本端竞争优势。公司完成第一阶段全国化产能扩张，2020年底箱瓦纸产能达557万吨，207万吨新增产能于2022-2023年投产，将跻身行业第二。公司第二阶段扩张，向上游延伸产业链，提前在海外布局原材料，2020年泰国70万吨废纸浆投产，2021年5月泰国40万吨废纸浆进一步投产，后期欧洲32万吨废纸浆产能落地，预计2021年底将拥有142万吨废纸浆产能，增强成本端竞争优势。

【岳阳林纸】

1) 林业碳汇：全国碳交易市场7月16日正式启动上线，伴随减排行业逐步增加，碳交易需求量将逐步增长；对标成熟的欧盟碳交易市场，碳配额价格达到50欧元/吨以上，中长期碳价向上提升空间大。林业碳汇开发成本远低于其他碳捕捉技术，为性价比最高的负排放方案，有望成为推进“碳中和”的重要抓手。

2) 岳阳林纸为国内林业碳汇交易先锋军：公司植树造林起步于1987年，2020年公司自有林地资源达200万亩。2017年与壳牌开展碳汇业务，2021年6月首个与包钢签订总量达5000万吨的碳交易协议已落地。公司凭借成熟的林业碳汇开发团队以及运营经验，

发力推进林业代运营业务，打造碳汇产品“开发、运营、销售”平台，有望成为林业碳汇行业龙头，充分受益碳排放交易市场发展带来的红利。

3) 造纸主业稳步推进：公司文化纸产能 85 万吨，2020 年通过收购新增 20 万吨化机浆，原材料自给率超过 50%，有望充分受益纸价上涨。2021 年建党百年庆和 2022 年二十大召开，刺激党政材料印刷需求，公司此类订单占比高，有望实现量价齐升。

【华旺科技】

1) 装饰原纸行业格局向好，高端化趋势显现。国内装饰原纸行业 CR3 为 68%，华旺科技行业第三，市占率 13%。2021 年原材料价格大幅提升，加速行业洗牌，市场进一步向头部集中。受益装饰原纸贴面渗透率提升和地产销售、竣工向好，装饰原纸需求向好；装饰原纸在终端产品成本占比低，叠加下游消费升级，高端装饰原纸需求增长远高行业平均。

2) 华旺科技为国内中高端装饰原纸领军企业，盈利能力突出。公司深耕中高端装饰原纸领域，持续引入全球最先进的生产设备，注重技术研发，合作行业内优质供应商，保障成本和产品品质优势，利润率表现明显强于可比公司。木浆贸易经验充足，具备木浆规模化采购优势，降低成本，并提前储备充足低价木浆，充分受益纸价上涨。

3) 募投产能助力海外市场扩张，股权激励激发经营活力。募投产能将于 2022 年全部投产，装饰原纸产能将接近 30 万吨，助力公司海外市场扩张。股权激励计划推进，绑定核心团队，设定考核目标充分调动公司经营活力。

表 2：重点公司估值表

公司	股价	总市值 (亿元)	净利(亿元)						PE		
	2021/7/16		20A	20A YoY	21E	21E YoY	22E	22E YoY	20A	21E	22E
太阳纸业	12.79	336	19.53	-10%	39.08	100%	42.81	10%	17	9	8
博汇纸业	12.78	171	8.34	524%	27.54	230%	24.65	-10%	20	6	7
山鹰国际	3.49	161	13.81	1%	20.11	46%	26.02	29%	12	8	6
晨鸣纸业	8.88	265	17.12	3%	52.51	207%	41.37	-21%	15	5	6
岳阳林纸	10.72	194	4.14	32%	7.56	82%	10.22	35%	47	26	19
华旺科技	18.30	53	2.60	52%	4.08	57%	5.13	26%	20	13	10

资料来源：Wind，申万宏源研究

3、纸包装龙头持续提升集中度；金属包装下游需求恢复较好，盈利改善兑现

纸包装行业格局分散，龙头长期集中度提升潜力较大，全球包装配套需求、及具备自动化生产能力的厂商有望挤压中小公司生存空间，加速市占率提升；品类延伸打开成长空间。

【裕同科技】

3C 业务大客户新机销售情况较好，预期大客户 2021H1 仍将保持较好销售表现；中长期看 5G+ 柔性屏有望带动新一轮换机潮（至少 2-3 年 beta 层面逻辑）。公司持续进行品

类延伸和订单份额提升，并跟随客户产业链转移配套进行全球布局，凭借优秀的综合一体化服务能力提升集中度。环保包装、烟、酒、化妆品等领域高速增长中，打开成长空间。

利润端预期稳定：纸价上涨对公司压力不明显，占成本 3-4 成，公司通过调整员工结构、提高人均产效、内部管理降本增效，对冲公开招标和成本压力。2021 年智能工厂等产能投产后，通过节省人工成本起到对冲。汇率造成季度间略有波动，但内生利润增长稳定。

金属包装：短期，下游罐化率加速提升：相对玻璃瓶，两片罐更有利于外卖、居家等消费场景，啤酒罐化率明显提升。**长期，行业竞争格局优化：**两片罐行业经历 5 年供过于求，伴随存量产能整合，龙头集中度提升，新产能投产更为有序，金属包装在上下游产业链的话语权将增强，行业竞争秩序重构，盈利能力将修复至正常水平。**面对 21 年上半年原材料价格的快速上涨，行业启动下半年的新一轮价格磋商，有望进一步扩大毛利空间，金属包装行业供求关系改善的判断得到印证。**

【奥瑞金】

1) 高端客户百威销量恢复，及湖北咸宁工厂产能利用率提升，2020 年下半年起业绩反转兑现，预期改善势头将延续。

2) 长期角度，公司作为综合包装整体解决方案提供商，制罐+灌装业务一体化，为客户提供差异化的产品和服务，竞争护城河优势显著，成为很多爆款下游（如元气森林等）的主要供应链合作伙伴。

【中粮包装】

1) 两片罐行业格局优化，盈利向上改善。公司客户结构优秀，盈利能力强于竞品；单厂双线布局，提升生产效率。

2) 进军欧洲市场，两片罐罐价较高，公司已完成客户认证，2021 年有望恢复生产经营。

3) 期待戴维斯双击，估值筑底，PE、PB 估值远低于行业合理水平，我们认为随公司报表业绩改善后有望得到修复。

4、轻工消费：可选奢侈品消费受益内循环，增长势头强劲；轻工消费白马龙头护城河优势突出

【晨光文具】

1) 2C 端高频消费体现品牌属性，公司依托零售渠道终端优势，实现产品升级与品类扩张，头部门店优化创造价值，单店仍有较高提升空间。疫情期间转危为机，凭借赋能经销商，终端渠道抗风险能力明显提升，实现市场份额的有效提升。

2) 2B 科力普受益于大办公行业发展，规模效应提升盈利能力。

3) 九木新零售：精品文创业务受益消费升级，九木杂物社直营及加盟双渠道持续布局，卖场客流恢复中，九木模式跑通有望进入加速开店期，未来有望体现利润弹性。

【公牛集团】

1) 转换器与墙开恢复至正常增长，LED 受益新品推出，带动增速提升。公司疫情期间始终保持渠道库存合理，疫情恢复后实现快速反弹。

2) 新品推进：浴霸起步阶段发展良好；门锁将于近期开展新一轮试销。渠道深耕：零售继续推进售点优胜劣汰，新品陈列，积极开发 B 端渠道。

3) 公司致力于生产、研发、销售全价值链的经营质量改善，人均效率提升，厚积薄发，盈利能力依旧强劲。

【思摩尔国际】

1) 电子烟行业处快速增长期，政策管辖利于规范性龙头的份额提升。全球电子烟渗透率快速提升，我国内市场规模有望达万亿。全球政策虽有不确定性，但代工厂可向平台型供应商转型，受政策影响显著小于品牌商；我国政策落地后，有望推动行业趋于良性发展，利好龙头企业培育核心竞争力、树立壁垒。

2) 全球第一大电子烟制造商，FEELM 技术和研发实力构建壁垒。公司在陶瓷雾化芯技术方面具备领先优势，FEELM 推出近 5 年，已培育出忠诚的消费者群体。上市后加速扩张自动化产能及研究院，进一步巩固现有技术研发优势。

3) 凭借强大综合实力占据头部客户，PMTA 申请通过将强化绑定。思摩尔为品牌商提供从设计、打样、研发、制造等一体化综合雾化产品服务，为全球主要电子烟品牌商的供应商；后期有望持续吸引新兴品牌商合作，实现代工向平台型供应商转型。PMTA 申请难度大，提高供应商切换成本，公司 2020 年已提交美国 PMTA 申请，通过后与客户绑定关系将进一步增强。

【飞亚达】

1) 境外高端消费回流，国内奢侈品消费率先快速恢复，公司名表零售业务延续高增长。品牌与渠道护城河突出，有望受益国内高端腕表消费增长厚积薄发。

2) 公司加强运营管控、控制费用投放，高经营杠杆运营模式体现盈利弹性。

3) 激励机制理顺，股权激励激发经营活力。

【百亚股份】

1) 吸收性卫生巾民族品牌稀缺标的, 专注自有品牌打造, 持续推出高附加值产品, 有望借助新零售实现弯道超车, 持续带动结构升级、盈利提升。

2) 全员充分激励+赋能, 阿米巴组织架构, 公司具备长期成长潜质。

【潮宏基】

1) 国内珠宝综合品类头部品牌, 定位时尚、年轻化、设计感强, 2020 年底会员总数约 800 万 (VS 2019 年底约 400 万), 客户复购率约 50%, 老会员购买贡献占比约 56%。85、90 和 95 后为主要客群, 占比 63-65%, 40 岁以下客群占比 70-80%。

2) 门店加盟扩张加快, 下沉趋势明显。2021 年全国已有门店约 1000 家, 其中约 400 家直营店。公司后期将主要以加盟形式扩张, 2021 年计划净新增 150-200 家, 21H1 已实现 30 家; 未来计划每年新增 200-300 家门店, 重点覆盖当前相对空白的西南和华中区域, 并增强渠道下沉拓展消费能力较强的低线城市, 3-5 年实现门店总量 3000 家。

3) 估值低, 具有较强安全边际。公司 2016 年推行员工持股计划, 原计划于 2021 年 7 月到期, 现延期 3 年至 2024 年 7 月, 员工持股计划成本原为 9.95 元 (复权后为 9.13 元), 目前股价仅为 5.59 元, 预计公司 2021 年 PE 仅为 15 倍, 估值低, 安全边际高。

表 3 : 重点公司估值表

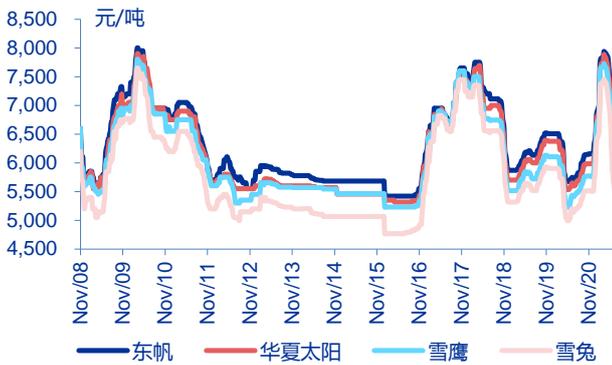
	公司	股价	总市值	净利(亿元)						PE		
		2021/7/16	(亿元)	20A	20A YoY	21E	21E YoY	22E	22E YoY	20A	21E	22E
包装	劲嘉股份	11.92	175	8.24	-6%	10.15	23%	12.20	20%	21	17	14
	合兴包装	3.63	45	2.90	9%	3.76	30%	4.57	22%	15	12	10
	裕同科技	29.99	279	11.20	7%	14.08	26%	18.02	28%	25	20	15
	奥瑞金	5.34	129	7.07	4%	9.07	28%	10.24	13%	18	14	13
	永新股份	8.67	45	3.03	13%	3.53	16%	4.05	15%	15	13	11
轻工消费	晨光文具	81.21	753	12.55	18%	16.11	28%	19.81	23%	60	47	38
	中顺洁柔	22.79	299	9.06	50%	12.11	34%	14.69	21%	33	25	20
	公牛集团	213.40	1283	23.13	0%	28.93	25%	32.92	14%	55	44	39
	百亚股份	22.32	95	1.83	42%	2.59	42%	3.63	40%	52	37	26
	依依股份	58.19	55	1.94	81%	1.62	-16%	1.98	22%	28	34	28
	九号公司-WD	64.33	453	0.73	116%	3.50	376%	5.89	68%	616	129	77
	飞亚达	14.07	61	2.94	36%	4.06	38%	4.53	12%	21	15	14
H股	公司	股价	总市值	净利(亿港元)						PE		
		2021/7/16	(亿港元)	20A	20A YoY	21E	21E YoY	22E	22E YoY	20A	21E	22E
包装	中粮包装	4.99	56	3.89	29%	4.40	13%	5.14	17%	12	11	9
轻工消费	思摩尔国际	44.55	2659	24.00	10%	53.19	122%	73.18	38%	92	42	30

资料来源: Wind, 申万宏源研究

3. 本周跟踪数据更新

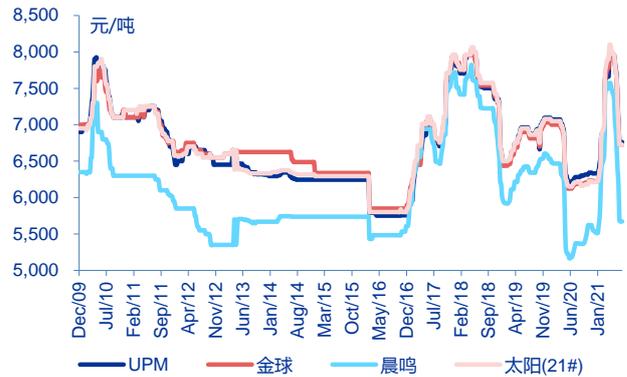
造纸价格数据更新：

图 1：本周铜版纸终端价格维稳。市场价格：东帆 6225 元/吨，持平上周；华夏太阳 6066.67 元/吨，持平上周（数据截止 21/07/16）



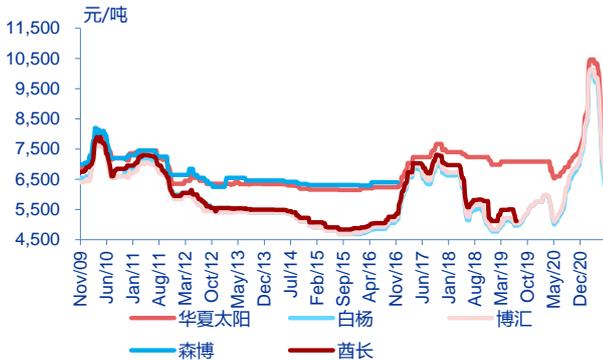
资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

图 2：本周双胶纸终端价格维稳。市场价格：UPM6760 元/吨，持平上周；金球 6725 元/吨，持平上周；金太阳（21 号）6725 元/吨，持平上周（数据截止 21/07/16）



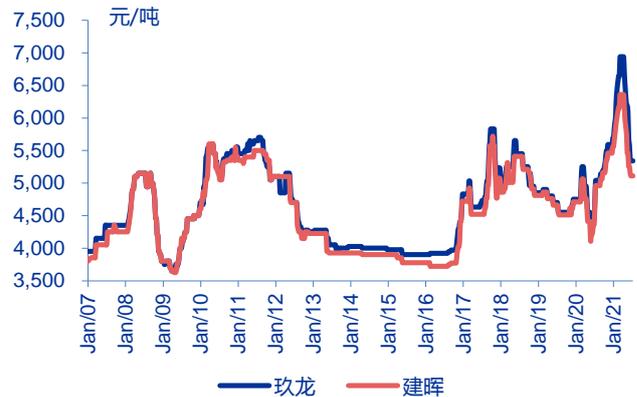
资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

图 3：本周白卡纸终端价格下跌。市场价格：新白杨 6283.33 元/吨，较上周下跌 317 元/吨；华夏太阳 7666.67 元/吨，持平上周（数据截止 21/07/16）



资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

图 4：本周灰底白板纸终端价格维稳。市场价格：玖龙 5340 元/吨，持平上周；建晖 5110 元/吨，持平上周（数据截止 21/07/16）



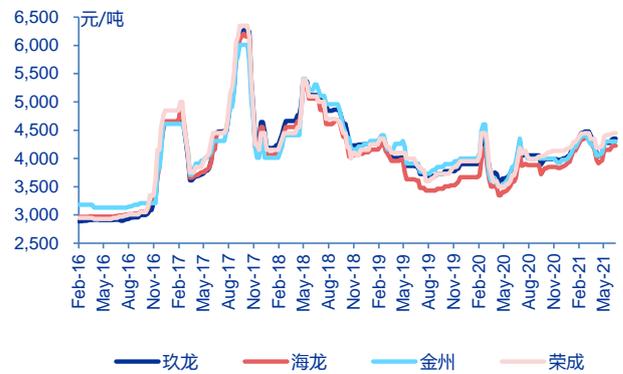
资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

图 5：本周箱板纸终端价格下跌。市场价格：玖龙 6135 元/吨，持平上周；地龙 4652.86 元/吨，持平上周；理文 N 纸 5210 元/吨，较上周下跌 17 元/吨（数据截止 21/07/16）



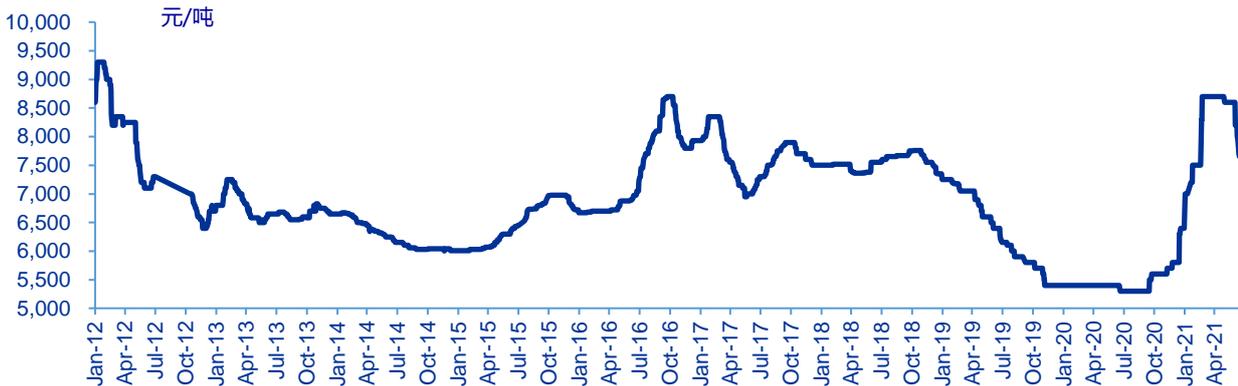
资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

图 6：本周瓦楞纸终端价格维稳。市场价格：玖龙 4363.75 元/吨，持平上周；海龙 4238.75 元/吨，持平上周；金州 4300 元/吨，持平上周（数据截止 21/07/16）



资料来源：纸业联讯，申万宏源研究

图 7：本周溶解浆价格下跌。本周溶解浆价格 7700 元/吨，周环比跌 3.8%（截止 21/07/16）



资料来源：CCFEI，申万宏源研究

表 4：纸浆期货价格

纸浆期货价格【最新现货价格 银星价格6450元/吨（山东地区）】				
期货代码	最新结算价	本周涨跌幅	最新持仓量（万手）	本周持仓量变化量（万手）
SP2108	6422	1.01%	2.02	-0.14
SP2109（主力）	6370	0.31%	18.50	-0.87
SP2110	6278	-0.35%	5.58	0.65
SP2111	6220	-0.70%	0.78	0.34
SP2112	6176	-0.71%	0.32	0.12
SP2201	6188	-0.64%	0.14	0.01

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 5：轻工行业沪港通/深港通持股比例变化

【申万宏源轻工】A股标的沪/深港通持股占全部A股比例（%）									
行业	代码	名称	7/9	7/12	7/13	7/14	7/15	7/16	本期变动方向
造纸	002078.SZ	太阳纸业	2.27	2.35	2.42	2.38	2.42	2.41	+0.14
	000488.SZ	晨鸣纸业	1.94	1.73	1.76	1.53	1.72	2.25	+0.31
	600567.SH	山鹰国际	2.24	2.22	2.35	2.31	2.28	2.34	+0.10
	002511.SZ	中顺洁柔	7.51	7.66	7.38	7.12	7.17	6.90	-0.61
	002067.SZ	景兴纸业	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	—
	603165.SH	荣晟环保	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	—
行业	代码	名称	7/9	7/12	7/13	7/14	7/15	7/16	本期变动方向
家居	002572.SZ	索菲亚	21.22	21.57	21.59	21.63	21.62	21.64	+0.42
	603833.SH	欧派家居	6.40	6.45	6.43	6.51	6.55	6.62	+0.22
	300616.SZ	尚品宅配	1.09	1.07	1.04	1.02	1.01	0.95	-0.14
	603816.SH	顾家家居	4.18	4.17	4.15	4.12	4.10	4.03	-0.15
	600337.SH	美克家居	3.85	3.73	3.74	3.74	3.75	3.79	-0.06
	000910.SZ	大亚圣象	3.13	3.14	3.26	3.21	3.30	3.27	+0.14
	601828.SH	美凯龙	0.54	0.54	0.54	0.55	0.55	0.53	—
	603898.SH	好莱客	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48	—
603008.SH	喜临门	3.57	3.69	3.70	3.65	3.65	3.80	+0.23	
行业	代码	名称	7/9	7/12	7/13	7/14	7/15	7/16	本期变动方向
包装印刷	002191.SZ	劲嘉股份	3.62	3.62	3.54	3.48	3.44	3.41	-0.21
	002701.SZ	奥瑞金	3.57	3.55	3.56	3.60	3.62	3.65	+0.08
	002228.SZ	合兴包装	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	—
	002117.SZ	东港股份	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	—
	601515.SH	东风股份	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	—
	002831.SZ	裕同科技	7.32	7.35	7.35	7.33	7.34	7.32	—
	002303.SZ	美盈森	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	—
	002752.SZ	昇兴股份	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	—
	600210.SH	紫江企业	2.67	2.69	2.94	3.07	3.10	3.24	+0.58
	002522.SZ	浙江众成	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	—
行业	代码	名称	7/9	7/12	7/13	7/14	7/15	7/16	本期变动方向
消费轻工	603899.SH	晨光文具	5.57	5.56	5.54	5.60	5.71	5.80	+0.23
	002678.SZ	珠江钢琴	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	—
	600439.SH	瑞贝卡	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	—
	002301.SZ	齐心集团	0.36	0.38	0.43	0.47	0.63	0.63	+0.26
	002489.SZ	浙江永强	1.11	1.10	1.12	1.11	1.10	1.09	-0.01
	002721.SZ	金一文化	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01
	600612.SH	老凤祥	1.16	1.16	1.16	1.14	1.04	0.99	-0.17
	603600.SH	永艺股份	0.61	0.63	0.71	0.72	0.87	0.69	+0.08
港股轻工港股通持股占全部股本比例（%）									
行业	代码	名称	7/9	7/12	7/13	7/14	7/15	7/16	本期变动方向
港股轻工	1528.HK	红星美凯龙	23.16	23.13	23.20	23.18	23.18	23.26	+0.10
	0906.HK	中粮包装	0.87	0.87	0.87	0.87	0.85	0.82	-0.05
	1812.HK	晨鸣纸业	30.80	31.32	31.28	31.73	32.30	33.16	+2.36
	1044.HK	恒安国际	1.47	1.46	1.46	1.39	1.39	1.39	-0.08
	2689.HK	玖龙纸业	2.06	2.05	2.05	2.05	2.07	2.07	+0.01
	2314.HK	理文造纸	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	—
	1999.HK	敏华控股	26.09	26.05	25.99	25.83	25.83	25.78	-0.31
	3331.HK	维达国际	1.80	1.79	1.79	1.78	1.77	1.76	-0.04
	6993.HK	蓝月亮集团	0.68	0.73	0.76	0.77	0.77	0.79	+0.11
	6969.HK	思摩尔国际	7.92	8.00	7.99	7.99	8.03	8.03	+0.11

注：红色底代表当日流入，蓝色底代表本期流入

资料来源：Wind，申万宏源研究

本周市场表现：

本周轻工制造行业涨幅前五名是珠海中富(+20.56%)、*ST赫美(+18.41%)、紫江企业(+16.18%)、大亚圣象(+11.38%)、永艺股份(+10.85%)；而跌幅前五名是九号公司-WD(-14.11%)、金牌厨柜(-12.31%)、舒华体育(-10.84%)、万顺新材(-10.74%)、实丰文化(-10.49%)。

表 6：轻工制造行业涨跌幅前五名

公司名称	上涨幅度	公司名称	下跌幅度
珠海中富	20.56%	九号公司-WD	-14.11%
*ST赫美	18.41%	金牌厨柜	-12.31%
紫江企业	16.18%	舒华体育	-10.84%
大亚圣象	11.38%	万顺新材	-10.74%
永艺股份	10.85%	实丰文化	-10.49%

资料来源：Wind，申万宏源研究

本周轻工制造行业板块跑赢市场。本周轻工制造板块整体上涨 1.37%，跑赢市场（同期沪深 300 上涨 0.50%）。

表 7：子行业涨跌幅对比

行业	上周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)
造纸	1.54%	-2.07%	9.56%
包装印刷	1.60%	2.23%	8.18%
家具	2.37%	1.57%	8.03%
其他家用轻工	-2.73%	2.83%	-4.23%
珠宝首饰	3.18%	2.00%	21.09%
文娱用品	0.37%	-3.97%	-8.60%
其他轻工制造	-3.55%	-8.28%	5.07%
轻工制造行业	1.37%	0.28%	6.14%
沪深300	0.50%	-2.47%	-2.24%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：轻工行业近期解禁明细表（截止 2021 年 9 月底）

股票简称	解禁时间	解禁数量 (万股)	解禁占 总股本比例	解禁类型	成本价	最新价 2021/07/16	股东类型
锦盛新材	2021-07-12	3989	39.9%	IPO			机构投资者
皮阿诺	2021-07-27	3120	16.7%	定增	19.23	20.81	机构投资者
建霖家居	2021-07-30	5416	12.1%	IPO			机构投资者
曼卡龙	2021-08-10	263	1.3%	IPO	4.56	19.75	机构投资者
龙利得	2021-09-10	15240	44.0%	IPO			机构投资者
丰林集团	2021-09-13	6528	5.7%	定增	3.37	3.33	索菲亚
豪悦护理	2021-09-13	1644	10.3%	IPO			机构投资者
百亚股份	2021-09-22	17269	40.4%	IPO			机构投资者
昇兴股份	2021-09-22	14374	14.7%	定增	5.19	5.42	机构投资者
天元股份	2021-09-22	4888	27.7%	IPO			机构投资者
嘉亨家化	2021-09-24	132	1.3%	IPO	16.53	44.71	机构投资者
顶固集创	2021-09-27	11416	55.6%	IPO			机构投资者
海象新材	2021-09-30	3764	36.7%	IPO			机构投资者
德艺文创	2021-09-30	5642	19.7%	定增	5.18	6.40	机构投资者

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：轻工行业股价安全边际测算

家居板块				
公司简称	类别 (标的行业/标的名称)	公司成本价 (已除权调整)	2021/7/16	空间
索菲亚	回购-用于股权激励与员工持股计划 (2021/6)	23.18	21.86	-5.7%
顾家家居	控股股东及其全资子公司增持 (2018/8-2019/2)	31.53	71.00	125.2%
	董事增持 (2019/12-2020/12)	48.31		-16.5%
	经销商增持计划 (2020/1)	40.83		73.9%
	董事增持 (2020/12-2021/6)	77.77		-8.7%
	2021年员工持股计划 (2021/6)	待定		
	董事增持 (2021/6)	73.79		-3.8%
欧派家居	限制性股票激励计划 (2017/7)	37.27	136.80	267.1%
	限制性股票激励计划 (2021/6)	146.97		-6.9%
尚品宅配	限制性股票激励计划 (2017/6)	35.42	78.05	120.3%
	第一期员工持股计划 (2020/5)	59.59		20.8%
	限制性股票激励计划 (2021/4)	38.28		103.9%
	定增 (2021/6)	64.56		20.9%

造纸板块				
公司简称	类别 (标的行业/标的名称)	公司成本价 (已除权调整)	2021/7/16	空间
晨鸣纸业	董事长增持 (2019/6)	4.80	8.88	84.9%
	2020年限制性股票激励计划 (2020/5)	2.70		228.5%
太阳纸业	董监高增持 (2018/9)	7.14	12.79	79.1%
	控股股东增持 (2018/11-2018/12)	6.07		110.7%
	2021年限制性股票激励计划 (2021/3)	8.35		53.2%
博汇纸业	定增-项目融资 (2021/1)	待定	12.78	
	回购-用于股权激励与员工持股计划 (2021/3-2022/3)	18.09		-29.4%
岳阳林纸	2020年限制性股票激励计划 (2021/1)	2.45	10.72	337.7%
山鹰国际	高管增持 (2020/2)	2.88	3.49	21.4%
	2020年员工持股计划 (2020/7)	2.63		32.5%
	责任目标考核激励管理办法 (2021-2025年)	待定		
	定增-项目融资 (2020/9)	待定		
华旺科技	限制性股票激励计划 (2021/6)	7.88	18.30	132.2%

包装板块				
公司简称	类别 (标的行业/标的名称)	公司成本价 (已除权调整)	2021/7/16	空间
东风股份	定增-收购&项目融资 (2020/9)	待定	6.12	
	2021年第一期员工持股计划 (2021/1)	5.58		9.7%
永新股份	2020年限制性股票激励计划 (2020/8)	3.94	8.67	120.1%
	第一期员工持股计划 (2020/7)	3.94		120.1%
合兴包装	员工持股 (2015/7)	8.54	3.63	-57.5%
	回购-用于股权激励与员工持股计划 (2021/5)	3.68		-1.4%
	回购-用于股权激励与员工持股计划 (2021/6)	3.65		-0.5%

轻工消费板块				
公司简称	类别 (标的行业/标的名称)	公司成本价 (已除权调整)	2021/7/16	空间
中顺洁柔	董事长增持 (2020/11)	19.99	22.79	14.0%
	回购-用于股权激励与员工持股计划 (2021/6)	28.32		-19.5%
	高管增持 (2021/1)	32.62		-30.1%
晨光文具	2020年限制性股票激励计划 (2020/4)	23.20	81.21	250.0%
	2020年限制性股票激励计划 (2020/4) 预留部分	45.03		80.3%
公牛集团	2020年限制性股票激励计划 (2020/7)	74.13	213.40	187.9%
	2021年限制性股票激励计划 (2021/4)	88.15		142.1%
潮宏基	定增-项目融资&员工持股 (2017/7)	9.13	5.59	-38.8%
	高管增持 (2018/6)	5.63		-0.7%
	定增-大股东增持 (2020/9)	3.15		77.5%
飞亚达	2018年限制性股票激励计划 (2019/1)	3.59	14.07	291.8%
	2018年限制性股票激励计划 (第二期) (2021/1)	7.19		95.6%
齐心集团	子公司总裁增持 (2018/1)	10.95	8.89	-18.8%
	定增-项目融资 (2019/9)	10.19		-12.8%
	董秘增持 (2020/9)	15.06		-41.0%
	2020年员工持股计划 (2020/12)	7.16		24.2%
	董事长增持 (2021/4)	待定		
九号公司-UWD	2021年限制性股票激励计划 (2021/2)	10.00	64.33	543.3%
	2021年限制性股票激励计划 (2021/2) 预留部分	18.94		239.7%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：轻工行业第一大股东股权质押（截止 2021/07/16）

简称	质押总股数（万股）	质押股占总股本比例	质押股占大股东所持股比例
索菲亚	5000	5.5%	13.7%
欧派家居	860	1.4%	1.9%
奥瑞金	54459	22.5%	60.8%
博汇纸业	44265	33.1%	67.8%
晨鸣纸业	27128	9.1%	33.0%
劲嘉股份	39306	26.8%	78.2%
岳阳林纸	19500	10.8%	38.5%
美克家居	34485	21.2%	75.7%
大亚圣象	19600	35.8%	77.1%
东风股份	29400	22.0%	40.5%
合兴包装	12789	10.3%	24.3%
美盈森	32446	21.2%	41.8%
顾家家居	11615	18.4%	36.1%
尚品宅配	632	3.2%	36.5%
喜临门	4732	12.2%	37.6%
潮宏基	13622	15.0%	48.7%
瑞贝卡	27265	24.1%	71.5%
山鹰国际	103185	22.4%	69.5%
梦百合	980	2.0%	57.5%
裕同科技	21182	22.8%	37.7%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：重点公司盈利预测

行业	代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			净利润 (亿元)			增速			PE			PB
			2021/7/16	百万股	亿元	20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	
造纸	002078	太阳纸业	12.79	2625	336	0.74	1.49	1.63	19.53	39.08	42.81	-10%	100%	10%	17	9	8	2.0
	600966	博汇纸业	12.78	1337	171	0.62	2.06	1.84	8.34	27.54	24.65	524%	230%	-10%	20	6	7	2.5
	000488	晨鸣纸业	8.88	2984	265	0.57	1.76	1.39	17.12	52.51	41.37	3%	207%	-21%	15	5	6	1.3
	600567	山鹰国际	3.49	4616	161	0.30	0.44	0.56	13.81	20.11	26.02	1%	46%	29%	12	8	6	1.0
	600963	岳阳林纸	10.72	1805	194	0.23	0.42	0.57	4.14	7.46	9.54	32%	82%	35%	47	26	19	2.3
605377	华旺科技	18.30	287	53	0.91	1.42	1.79	2.60	4.08	5.13	52%	57%	26%	20	13	10	2.4	
行业	代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			净利润 (亿元)			增速			PE			PB
家居	002572	索菲亚	21.86	912	199	1.31	1.52	1.83	11.92	13.88	16.66	11%	16%	20%	17	14	12	
	603833	欧派家居	136.80	609	833	3.39	4.45	5.31	20.63	27.13	32.32	12%	32%	19%	40	31	26	7.2
	300616	尚品宅配	78.05	199	155	0.51	3.14	3.74	1.01	6.24	7.44	-81%	515%	19%	153	25	21	4.5
	603898	好莱客	13.13	311	41	0.89	1.12	1.29	2.76	3.49	4.01	-24%	26%	15%	15	12	10	1.6
	603801	志邦家居	29.95	312	94	1.27	1.74	2.27	3.95	5.45	7.09	20%	38%	30%	24	17	13	4.4
	603180	金牌厨柜	40.25	155	62	1.89	2.54	3.30	2.93	3.92	5.10	21%	34%	30%	21	16	12	3.0
	002853	皮阿诺	20.81	187	39	1.06	1.31	1.64	1.97	2.45	3.06	12%	24%	25%	20	16	13	2.0
	603816	顾家家居	71.00	632	449	1.34	2.68	3.34	8.45	16.96	21.12	-27%	101%	25%	53	26	21	6.9
	600337	美克家居	4.03	1628	66	0.19	0.32	0.42	3.06	5.29	6.78	-34%	73%	28%	21	12	10	1.5
	000910	大亚圣象	13.02	547	71	1.14	1.31	1.47	6.26	7.18	8.06	-13%	15%	12%	11	10	9	1.3
	603008	喜临门	29.39	387	114	0.81	1.16	1.46	3.13	4.48	5.66	-18%	43%	26%	36	25	20	3.9
	603818	曲美家居	8.97	580	52	0.18	0.57	0.86	1.04	3.30	5.00	26%	218%	52%	50	16	10	2.4
	603313	梦百合	22.19	487	108	0.78	1.23	1.64	3.79	6.00	8.00	1%	58%	33%	29	18	13	3.1
	卫浴	002084	海鸥住工	5.67	608	34	0.25	0.42	0.65	1.52	2.58	3.94	16%	70%	53%	23	13	9
卖场	601828	美凯龙	11.54	3905	451	0.44	0.82	0.91	17.31	32.01	35.49	-61%	85%	11%	26	14	13	0.9
行业	代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			净利润 (亿元)			增速			PE			PB
包装印刷	002191	劲嘉股份	11.92	1465	175	0.56	0.69	0.83	8.24	10.15	12.20	-6%	23%	20%	21	17	14	
	002228	合兴包装	3.63	1239	45	0.23	0.30	0.37	2.90	3.76	4.57	9%	30%	22%	15	12	10	1.3
	002831	裕同科技	29.99	931	279	1.20	1.51	1.94	11.20	14.08	18.02	7%	26%	28%	25	20	15	3.4
	002701	奥瑞金	5.34	2424	129	0.29	0.37	0.42	7.07	9.07	10.24	4%	28%	13%	18	14	13	1.9
	002014	永新股份	8.67	514	45	0.59	0.69	0.79	3.03	3.53	4.05	13%	16%	15%	15	13	11	2.9
行业	代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			净利润 (亿元)			增速			PE			PB
轻工消费	603899	晨光文具	81.21	928	753	1.35	1.74	2.14	12.55	16.11	19.81	18%	28%	23%	60	47	38	
	002511	中顺洁柔	22.79	1312	299	0.69	0.92	1.12	9.06	12.11	14.69	50%	34%	21%	33	25	20	6.0
	603195	公牛集团	213.40	601	1,282	3.85	4.81	5.48	23.13	28.93	32.92	0%	25%	14%	55	44	39	14.8
	003006	百亚股份	22.32	428	95	0.43	0.61	0.85	1.83	2.59	3.63	42%	42%	40%	52	37	26	8.9
	001206	依依股份	58.19	94	55	2.06	1.72	2.10	1.94	1.62	1.98	81%	-17%	22%	28	34	28	3.2
	689009	九号公司-WD	64.33	70	453	1.04	4.97	8.37	0.73	3.50	5.89	116%	376%	68%	616	129	77	1.2
	000026	飞亚达	14.07	435	61	0.68	0.93	1.04	2.94	4.06	4.53	36%	38%	12%	21	15	14	2.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。