轻工制造

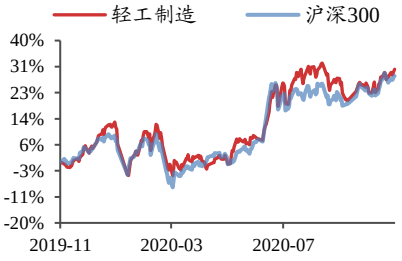
2020 年 11 月 22 日

地产、家居消费增速回升，关注优质个股回调机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-家居板块 Q3 业绩表现亮眼，继续推荐家居龙头》-2020.11.8

《行业双周报-家具零售增速显著回暖，继续推荐定制家居龙头》-2020.10.25

《行业双周报-国庆家居消费显著回暖，白卡纸展现更优涨价弹性》-2020.10.11

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

● **核心组合：索菲亚、欧派家居、志邦家居、顾家家居、晨光文具、中顺洁柔**

1、家居复苏组合：索菲亚、欧派家居、顾家家居、志邦家居、金牌厨柜

2、消费成长组合：晨光文具、中顺洁柔

3、造纸涨价组合：太阳纸业；白卡纸涨价受益组合：博汇纸业

4、新型烟草组合：思摩尔国际

（文中“本周”指 2020.11.16—11.20，“上周”指 2020.11.09—11.13。）

● **2020 年 10 月地产销售、竣工数据显著回升，家具类零售额当月同比转正**

1）在相关政策推动下，房企拿地增速回落，但正通过加快销售、新开工、竣工等环节加速周转。2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比增长 16.0%（+8.3pct），房屋住宅竣工面积当月同比增长 8.5%（+25.8pct）。**在竣工回暖及线下消费复苏的带动下，家居继续处于景气上升周期**，家具类零售额当月同比增长 1.3%（+1.9pct）。

2）必选消费品类当月同比增速维持高位，其中日用品类增速有所提升。2020 年 10 月，日用品类和文化办公用品类当月零售额均同比增长 11.7%，维持较高水平。

● **继续推荐家居板块：定制家居关注渠道变革机遇，软体家居推荐顾家家居**

1）定制家居：定制家居 2020Q4-2021Q2 环比持续回暖具有高确定性。同时，我们重点建议关注整装等新渠道兴起带来的变革机遇。**重点推荐欧派家居：**截至 2020 年 11 月初，欧派整装大家居当年接单突破 10 亿元，同比增长 99%。欧派整装商业模式在行业内率先跑通，已成为重要的业绩增量；**推荐索菲亚：**公司推出高性价比品牌米兰纳，2021 年招商目标 300 家城市以上，整装模式正加速推进。**推荐志邦家居、金牌厨柜：**工程渠道快速增长、衣柜基数低，业绩弹性较大。

2）软体家居：软体家居竞争格局相对较好，龙头市占率和行业渗透率均稳步提升，并后续有望受益于海外房地产市场销售火热。**推荐标的顾家家居，受益标的敏华控股。**敏华控股 2021 上半财年业绩表现亮眼，其中中国区收入同比增长 54.7%（线下 51.2%，线上 66.6%），中国市场门店净增 658 家至 3532 家。

● **市场风格切换带来优质个股回调机会，建议布局具有长期逻辑的成长性标的**

1）推荐文具行业龙头晨光文具：受益于线上高增速以及线下钢木货架、晨光联盟 APP 等措施持续推进，我们预计公司 2020Q4 传统核心业务增速有望继续维持在较高水平。晨光科力普 2020Q4 有望受益于国网订单放量，收入增速有望回升。

2）推荐电子烟雾化龙头思摩尔国际：PMTA 按计划推进，有望带动中小品牌退出，继续看好思摩尔在技术研发、客户积累和供应链上的壁垒，建议长期关注。

3）推荐生活用纸龙头中顺洁柔：伴随体量提升，周期性正逐渐弱化。太阳、个护品类拓展空间大，线上、母婴等渠道后劲足。估值已接近合理区间，建议关注。

4）推荐文化纸龙头太阳纸业：文化纸涨价落地幅度虽还不大，但后续仍有党建需求的催化。公司产能投放以及原材料成本端优势带来的长期成长属性不变。

● **风险提示：**行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

目 录

1、 行业信息更新：地产数据回暖，家具零售当月增速转正 4
1.1、 行业交易数据更新：轻工板块本周收盘上涨 2.12% 4
1.1.1、 行业公司涨跌幅排名 4
1.2、 行业核心公司的估值：部分行业龙头公司估值处于历史低位 5
1.3、 社零数据更新：家具等线下消费品类增速继续修复 6
2、 推荐组合及逻辑：本周继续推荐家居板块 9
2.1、 核心推荐组合：索菲亚、欧派家居、志邦家居、顾家家居、晨光文具思摩尔国际、中顺洁柔 9
2.2、 重点公司逻辑概述 9
2.2.1、 索菲亚：内部优化和行业演化超出市场预期，2020 年中报数据验证拐点 9
2.2.2、 欧派家居：定制龙头强者恒强，与公司共享长期发展红利 10
2.2.3、 思摩尔国际：绑定优质核心客户，共享赛道快速发展的红利 11
2.2.4、 中顺洁柔：向生活用纸巨头进发，近期关注成本+需求+长期空间三大预期差 12
2.2.5、 太阳纸业：纸价旺季上涨带来周期弹性，成本优势+产能释放形成成长属性 12
2.2.6、 晨光文具：传统业务壁垒深厚，办公直销+零售大店两翼齐飞 13
2.2.7、 志邦家居：橱柜基本盘稳定，衣柜+工程渠道带来充分业绩弹性 14
2.2.8、 顾家家居：处于家居行业中的优质赛道，护城河稳固，短期需求有望催化 14
3、 行业数据更新：白卡纸价格上涨，家具零售额增速转正 15
3.1、 造纸板块数据更新：木浆价格有所回升，白卡纸继续上涨 15
3.1.1、 纸浆市场数据：国内木浆价格本周小幅上涨，国内港口木浆库存仍处高位 15
3.1.2、 相关纸类价格数据：本周白卡纸继续上涨 16
3.2、 家居板块数据更新：2020 年 10 月家具零售额当月同比增速显著修复 18
3.3、 轻工相关消费数据更新：日用品及文化办公用品体现较强韧性 20
4、 年内重点限售股解禁公司时间表 21
5、 沪深股通数据更新：近 10 日北向资金增持欧派家居、顾家家居、中顺洁柔 23
6、 风险提示 23

图表目录

图 1： 轻工制造板块月度收益高于上证指数 1.7 pct 4
图 2： 轻工板块本周收盘上涨 2.12% 4
图 3： 仙鹤股份、惠达卫浴、喜临门涨幅居前三 4
图 4： 顶固集创、梦百合、晨光文具跌幅居前三 4
图 5： 2020 年 1-10 月社消零售总额累计同比下降 5.9%，降幅环比缩小 1.3pct 6
图 6： 2020 年 10 月社消零售总额当月同比上升 4.3%，增速环比提升 1.0pct 6
图 7： 2020 年 1-10 月家具类零售额累计同比下降 8.7%，降幅环比缩小 1.2pct 7
图 8： 2020 年 10 月家具类零售额当月同比增长 1.3%，增速环比提升 1.9pct 7
图 9： 2020 年 1-10 月商品房住宅销售面积累计同比上涨 0.8%，涨幅相较 9 月扩大 1.8pct 8
图 10： 2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比增长 16.0%，涨幅相较 9 月扩大 8.3pct 8
图 11： 2020 年 1-10 月房屋住宅竣工面积累计同比下降 7.9%，降幅相较 1-9 月缩小 2.6pct 8
图 12： 2020 年 10 月房屋住宅竣工面积当月同比增长 8.5%，增速环比提升 25.8pct 8
图 13： 2020 年 10 月日用品类零售额当月同比增加 11.7% 9
图 14： 2020 年 10 月文化办公用品类零售额当月同比增加 11.7% 9

图 15: 进口针叶浆及阔叶浆价格仍处于低位（美元/吨）.....16
图 16: 国内木浆价格维持低位（元/吨）.....16
图 17: 2020 年 10 月国内港口木浆库存维持高位（千吨）.....16
图 18: 2020 年 4 月全球生产商木浆库存天数回升（天）.....16
图 19: 本周双铜纸均价与上周持平.....17
图 20: 本周双胶纸均价与上周持平.....17
图 21: 本周白板纸均价与上周持平.....17
图 22: 本周白卡纸均价较上周上涨 0.62%.....17
图 23: 本周箱板纸均价与上周持平.....17
图 24: 本周瓦楞纸均价与上周持平.....17
图 25: 本周国产废黄板纸均价较上周下跌 0.1%.....18
图 26: 本周美废 8#与上周持平，美废 11#与上周持平.....18
图 27: 本周生活用纸均价较上周下降 0.19%.....18
图 28: 2020 年 10 月国内生活用纸企业库存下降.....18
图 29: 2020 年 10 月商品房住宅销售面积累计同比上涨 0.82%，涨幅相较 9 月扩大 1.82pct.....18
图 30: 2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比增长 15.98%，涨幅相较 9 月扩大 8.28pct.....18
图 31: 2020 年 10 月，30 大中城市商品房成交面积同比减少 19.47%（万平方米）.....19
图 32: 2020 年 10 月，30 大中城市中，一三线城市成交同比增速有所上升、增幅环比有所下降.....19
图 33: 2020 年 1-10 月房屋住宅竣工面积累计同比下降 7.9%，降幅相较 1-9 月扩大 2.6pct.....19
图 34: 2020 年 1-10 月房地产开发投资完成额累计同比增长 6.3%.....19
图 35: 2020 年 1-10 月家具类零售额累计同比下降 8.7%，降幅环比缩小 1.2pct.....20
图 36: 2020 年 1-9 月家具制造业营业收入累计同比下降 9.2%.....20
图 37: 2020 年 10 月社消零售总额当月同比上升 4.3%，增速环比提升 1pct.....20
图 38: 2020 年 10 月限额以上烟酒类零售额当月同比增加 15.1%.....20
图 39: 2020 年 10 月限额以上零售额日用品类当月同比增加 11.7%.....21
图 40: 2020 年 10 月限额以上文化办公用品类当月同比增加 11.7%.....21

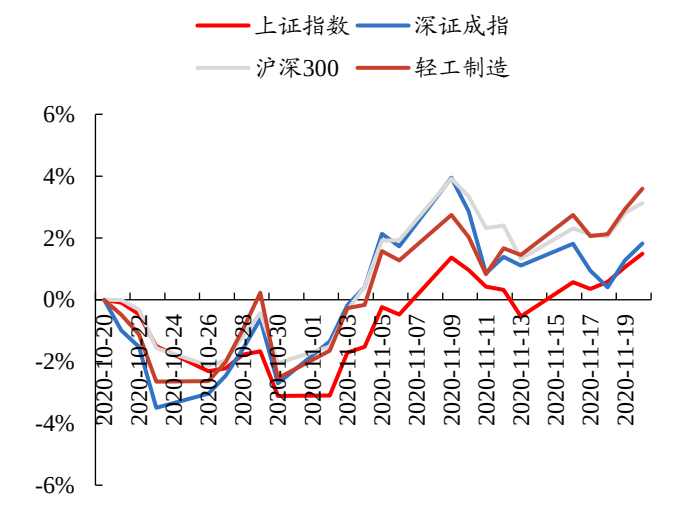
表 1: 建议关注部分家居龙头估值修复机会.....5
表 2: 2020 年 10 月社零增速当月同比涨幅环比提升，其中家具类增速转正.....6
表 3: 年内重点限售股解禁公司时间表.....21
表 4: 近 10 日北向资金增持欧派家居、顾家家居、中顺洁柔.....23

1、 行业信息更新：地产数据回暖，家具零售当月增速转正

1.1、 行业交易数据更新：轻工板块本周收盘上涨 2.12%

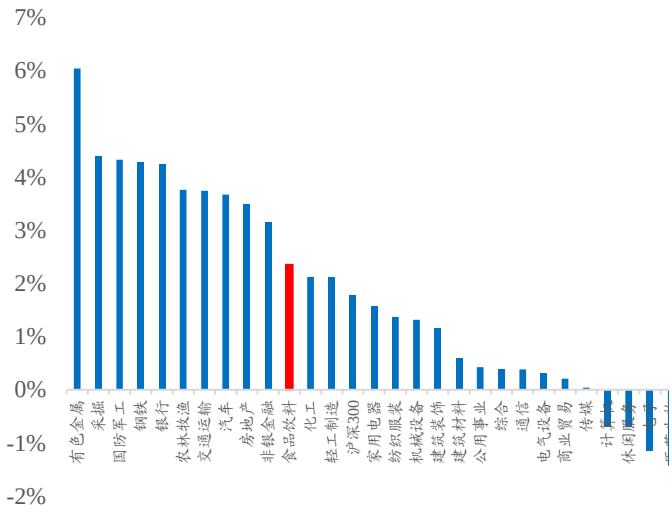
本周（2020 年 11 月 16 日至 11 月 20 日）上证指数收于 3,377.73 点，较上周（2020 年 11 月 9 日至 11 月 13 日）收盘上涨 2.04%；深证成指收于 13,852.42 点，较上周收盘上涨 0.71%；沪深 300 收于 4,943.29 点，较上周收盘上涨 1.78%；轻工制造板块收于 2,763.18 点，较上周收盘上涨 2.12%。

图1：轻工制造板块月度收益高于上证指数 1.7 pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：轻工板块本周收盘上涨 2.12%



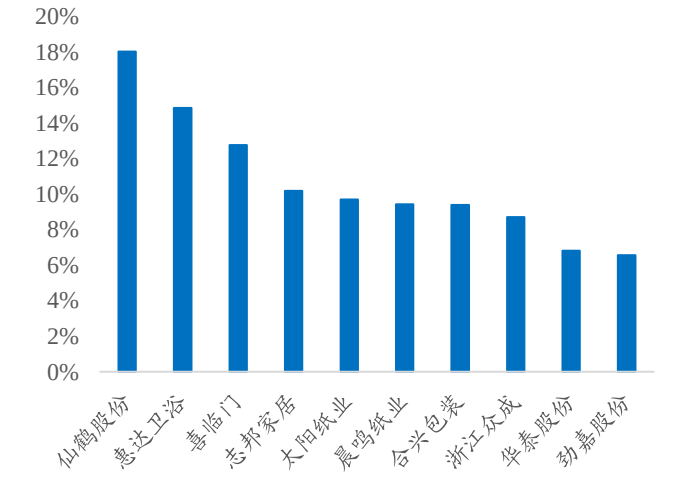
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.1、 行业公司涨跌幅排名

个股方面，仙鹤股份、惠达卫浴、喜临门涨幅居前三。

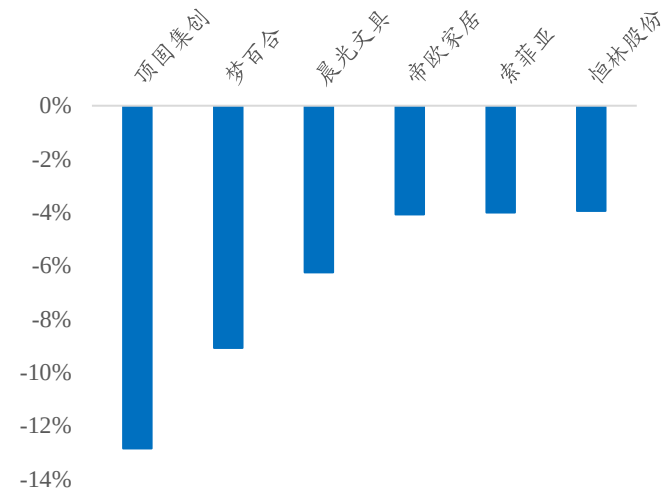
顶固集创、梦百合、晨光文具跌幅居前三

图3：仙鹤股份、惠达卫浴、喜临门涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：顶固集创、梦百合、晨光文具跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 行业核心公司的估值：部分行业龙头公司估值处于历史低位

表1：建议关注部分家居龙头估值修复机会

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021预测净利润CAGR	总市值（亿元）
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
定制家居											
欧派家居*	43.46	40.33	33.47	1,839.0	1,982.0	2,388.0	17.0%	7.8%	20.5%	14.0%	799.3
索菲亚*	24.12	21.85	19.46	1,077.4	1,189.0	1,335.0	12.3%	10.4%	12.3%	11.3%	259.8
尚品宅配	23.43	33.51	21.78	528.4	369.4	568.5	10.8%	-30.1%	53.9%	3.7%	123.8
好莱客	14.73	16.00	13.68	364.5	335.6	392.5	-4.6%	-7.9%	17.0%	3.8%	53.7
志邦家居*	28.65	27.08	22.88	329.0	348.0	412.0	20.7%	7.6%	23.9%	15.5%	94.2
金牌橱柜*	23.38	19.44	15.72	242	291	360	15.4%	20.2%	23.7%	22.0%	56.6
成品家居											
顾家家居*	44.97	39.64	33.11	1,161.2	1,317.0	1,577.0	17.4%	14.2%	20.3%	17.2%	522.1
美克家居	18.37	28.32	17.05	463.6	300.8	499.5	2.8%	-35.1%	66.1%	3.8%	85.2
大亚圣象	12.33	12.46	11.02	719.6	712.3	805.2	-0.7%	-1.0%	13.1%	5.8%	88.7
麒盛科技	14.17	13.95	11.41	394.9	401.3	490.8	34.9%	1.6%	22.3%	11.5%	56.0
喜临门	28.61	26.58	21.45	329.4	354.6	439.5	20.7%	7.6%	23.9%	15.5%	94.2
梦百合	32.36	24.13	15.89	373.7	501.2	761.1	100.8%	34.1%	51.8%	42.7%	120.9
工程渠道家具											
江山欧派	44.18	28.67	21.08	261.3	402.7	547.6	71.1%	54.1%	36.0%	44.8%	115.4
帝欧家居	15.83	13.58	10.40	566.0	659.7	861.9	48.7%	16.5%	30.7%	23.4%	89.6
惠达卫浴	15.11	13.78	11.36	329.0	360.8	437.6	37.8%	9.7%	21.3%	15.3%	49.7
造纸板块											
太阳纸业*	19.60	22.56	16.17	2,178.1	1,892.0	2,639.0	-2.7%	-13.1%	39.5%	10.1%	426.8
晨鸣纸业	11.30	10.05	8.08	1,656.6	1,861.6	2,314.9	-34.0%	12.4%	24.3%	18.2%	187.1
山鹰纸业	11.47	10.63	8.32	1,362.2	1,469.3	1,878.3	-57.5%	7.9%	27.8%	17.4%	156.3
博汇纸业	157.80	21.71	13.24	133.8	972.5	1,594.7	-47.7%	627.0%	64.0%	245.3%	211.1
仙鹤股份	36.14	23.08	19.67	439.9	688.9	808.3	50.4%	56.6%	17.3%	35.5%	159.0
岳阳林纸	25.18	16.67	13.01	313.2	473.1	606.4	-14.4%	51.0%	28.2%	39.1%	78.9
包装											
裕同科技*	25.73	21.43	17.23	1,045.0	1,255.0	1561	10.5%	20.1%	24.4%	22.2%	268.9
奥瑞金	21.59	22.49	17.79	683.2	655.8	829.2	203.1%	-4.0%	26.4%	10.2%	147.5
美盈森	12.76	19.51	16.86	535.3	350.0	405.0	33.4%	-34.6%	15.7%	-13.0%	68.3
吉宏股份	42.83	23.02	17.27	326.3	606.9	809.2	53.1%	86.0%	33.3%	57.5%	139.7
东港股份	19.99	20.91	18.45	266.7	255.0	289.0	3.9%	-4.4%	13.3%	4.1%	53.3
永新股份	20.25	17.42	15.30	269.1	312.8	356.2	19.4%	16.2%	13.9%	15.0%	54.5
轻工消费											
中顺洁柔*	44.89	29.69	25.37	604.0	913.3	1068.8	48.4%	51.2%	17.0%	33.0%	271.2
晨光文具*	68.64	61.46	49.17	1,060.10	1,184	1,480	31.4%	11.7%	25.0%	18.2%	727.7
齐心集团	48.84	36.09	26.70	230.2	311.6	421.1	20.1%	35.3%	35.2%	35.2%	112.5
共创草坪*	43.95	30.78	25.88	285	407	484	24.7%	42.8%	18.9%	30.3%	125.3
新型烟草概念											

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021 预测净利润 CAGR	总市值（亿元）
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
集友股份	70.08	57.70	36.96	201.7	244.9	382.4	74.8%	21.4%	56.1%	37.7%	141.3
劲嘉股份	17.11	16.02	13.56	876.8	936.1	1,106.0	20.9%	6.8%	18.2%	12.3%	150.0
东风股份	19.76	14.28	13.37	411.9	569.9	608.8	-44.9%	38.4%	6.8%	21.6%	81.4

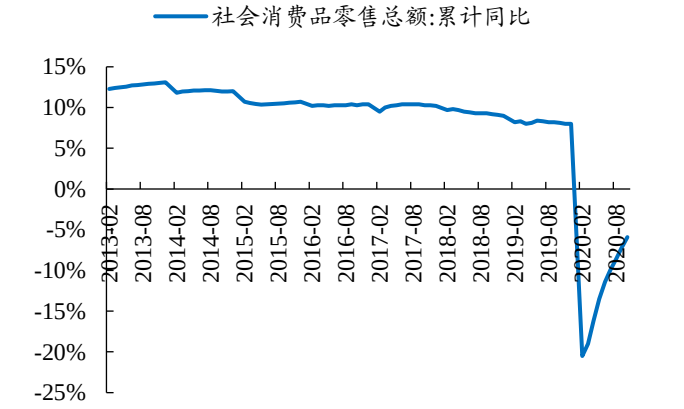
数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：1）截至时间 2020 年 11 月 20 日；2）表中标*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来源于 Wind;

1.3、 社零数据更新：家具等线下消费品类增速继续修复

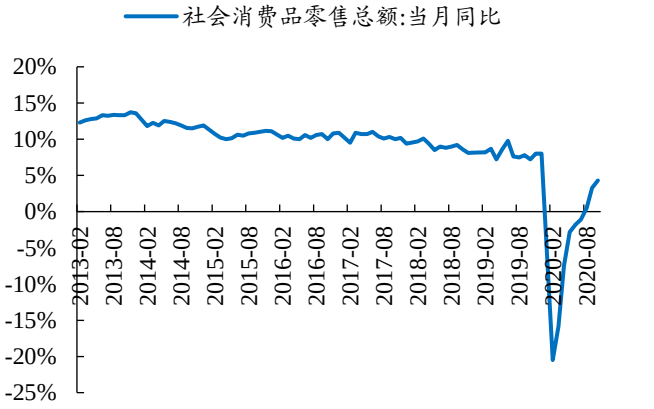
2020 年 10 月，社零数据当月同比涨幅略低于市场预期。本周社零数据公布：2020 年 1-10 月社会消费品零售总额累计同比下降 5.9%，降幅环比缩小 1.3pct。2020 年 10 月社会消费品零售总额当月同比上升 4.3%（Wind 一致预期为+5.24%），增速环比提升 1.0pct。**分品类看，家具、餐饮等线下消费增速转正，家电、通讯器材等增速回升，日用品、文化办公用品增速维持较高水平，建筑建材增速继续提升。**

图5：2020 年 1-10 月社消零售总额累计同比下降 5.9%，降幅环比缩小 1.3pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年 10 月社消零售总额当月同比上升 4.3%，增速环比提升 1.0pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2020 年 10 月社零增速当月同比涨幅环比提升，其中家具类增速转正

指标	8 月		9 月		10 月		1-10 月	
	绝对量（亿元）	同比增长（%）	绝对量（亿元）	同比增长（%）	绝对量（亿元）	同比增长（%）	绝对量（亿元）	同比增长（%）
社会消费品零售总额	33571	0.5	35295	3.3	38576	4.3	311901	-5.9
其中：除汽车以外的消费品零售额	30158	-0.6	31428	2.4	34868	3.6	281428	-6
其中：限额以上单位消费品零售额	12136	4.4	13376	5.3	13095	7.1	111888	-4.2
其中：实物商品网上零售额	-	-	-	-	-	-	75619	16
按经营地分								
城镇	29273	0.5	30200	3.2	33498	4.2	270341	-6
乡村	4298	0.7	5095	4	5078	5.1	41559	-5.4
按消费类型分								
餐饮收入	3619	-7	3715	-2.9	4372	0.8	29598	-21
其中：限额以上单位餐饮收入	796	-3.5	836	1.9	912	6.1	6389	-17.8

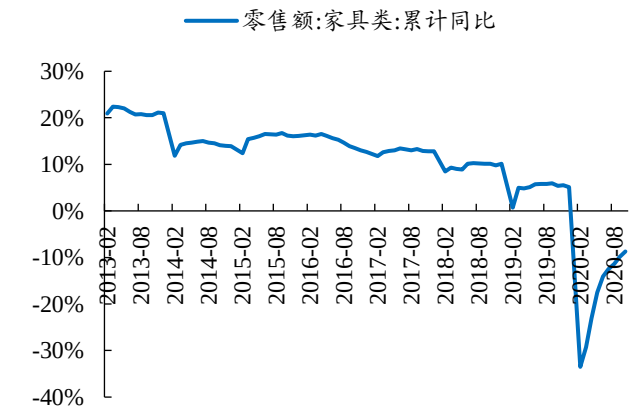
商品零售	29951	1.5	31579	4.1	34204	4.8	282303	-4
其中：限额以上单位商品零售	11340	5.1	12541	5.6	12183	7.2	105499	-3.2
粮油、食品类	1181	4.2	1389	7.8	1291	8.8	12422	10.4
饮料类	199	12.9	228	22	202	16.9	1844	12.8
烟酒类	306	3.1	421	17.6	344	15.1	3075	2.6
服装鞋帽、针纺织品类	967	4.2	1125	8.3	1274	12.2	9339	-9.7
化妆品类	284	19	296	13.7	281	18.3	2569	5.9
金银珠宝类	235	15.3	222	13.1	222	16.7	1834	-9.8
日用品类	574	11.4	597	10.7	566	11.7	5146	7.4
家用电器和音像器材类	716	4.3	706	-0.5	684	2.7	6519	-7
中西药品类	428	6.2	471	9.6	458	10.8	4285	6.7
文化办公用品类	291	9.4	323	12.2	286	11.7	2678	4.5
家具类	139	-4.2	157	-0.6	157	1.3	1244	-8.7
通讯器材类	482	25.1	411	-4.6	462	8.1	4181	7.3
石油及制品类	1481	-14.5	1560	-11.8	1541	-11	13781	-16.1
汽车类	3413	11.8	3866	11.2	3708	12	30473	-4.5
建筑及装潢材料类	152	-2.9	166	0.5	172	4.2	1329	-6.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

轻工板块相关数据中：

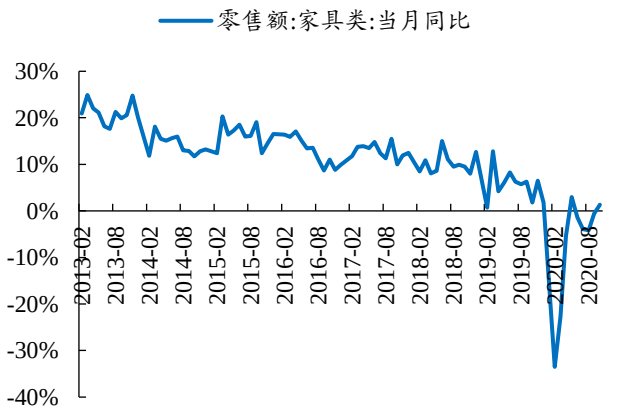
1）家具零售额当月同比增速转正。2020 年 1-10 月家具类零售额累计同比下降 8.7%，降幅环比缩小 1.2pct。其中，2020 年 10 月家具类零售额当月同比增长 1.3%，增速环比提升 1.9pct。

图7：2020 年 1-10 月家具类零售额累计同比下降 8.7%，降幅环比缩小 1.2pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 10 月家具类零售额当月同比增长 1.3%，增速环比提升 1.9pct

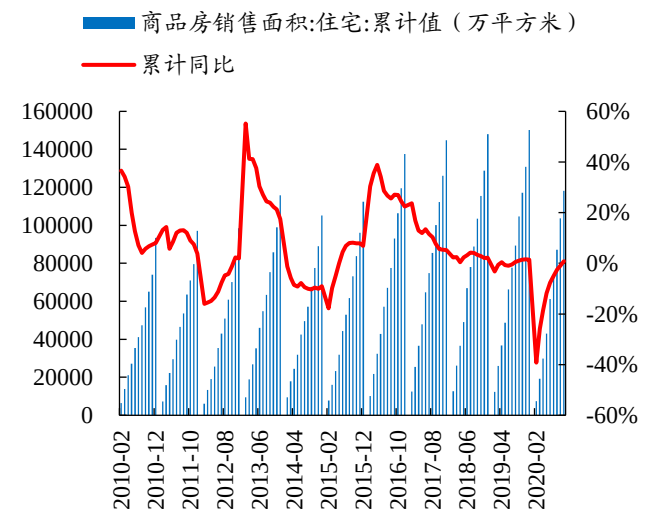


数据来源：Wind、开源证券研究所

家具上游地产数据增速亮眼，住宅销售和竣工当月增速均大幅回升。

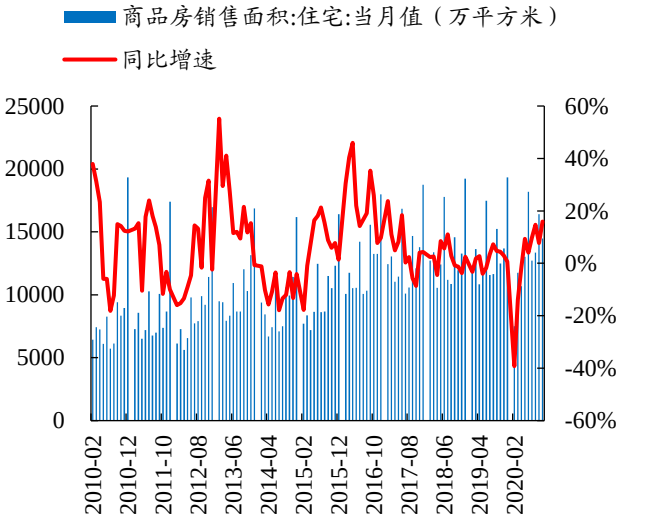
商品房住宅销售面积 2020 年累计增速转正，当月增速继续提升。2020 年 1-10 月商品房住宅销售面积累计同比上涨 0.8%，涨幅相较 9 月扩大 1.8pct。其中，2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比增长 16.0%，涨幅相较 9 月扩大 8.3pct。

图9：2020 年 1-10 月商品房住宅销售面积累计同比上涨 0.8%，涨幅相较 9 月扩大 1.8pct



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

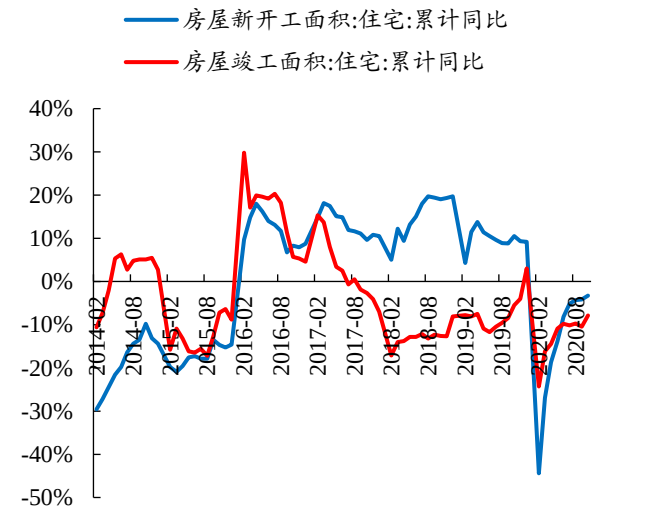
图10：2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比增长 16.0%，涨幅相较 9 月扩大 8.3pct



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

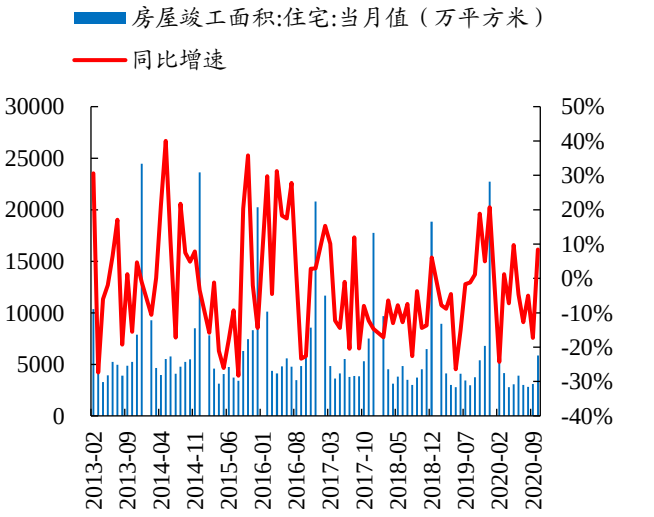
住宅竣工数据显著回暖，继续看好竣工回暖周期的大趋势。2020 年 1-10 月房屋住宅竣工面积累计同比下降 7.9%，降幅相较 1-9 月缩小 2.6pct。其中， 2020 年 9 月房屋住宅竣工面积当月同比增长 8.5%，增速环比提升 25.8pct。

图11：2020 年 1-10 月房屋住宅竣工面积累计同比下降 7.9%，降幅相较 1-9 月缩小 2.6pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

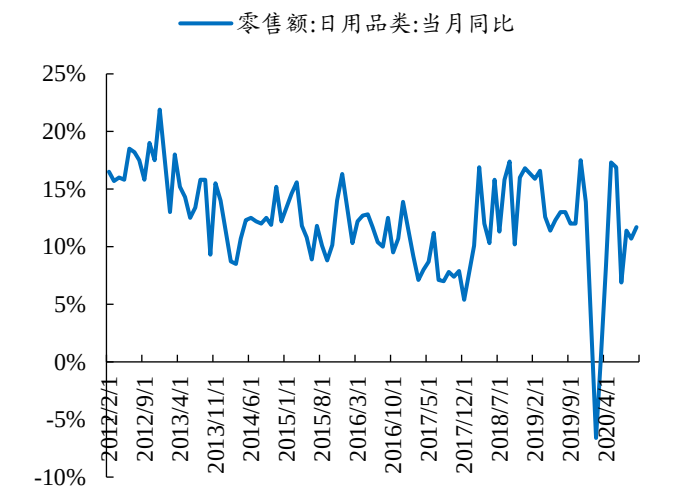
图12：2020 年 10 月房屋住宅竣工面积当月同比增长 8.5%，增速环比提升 25.8pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

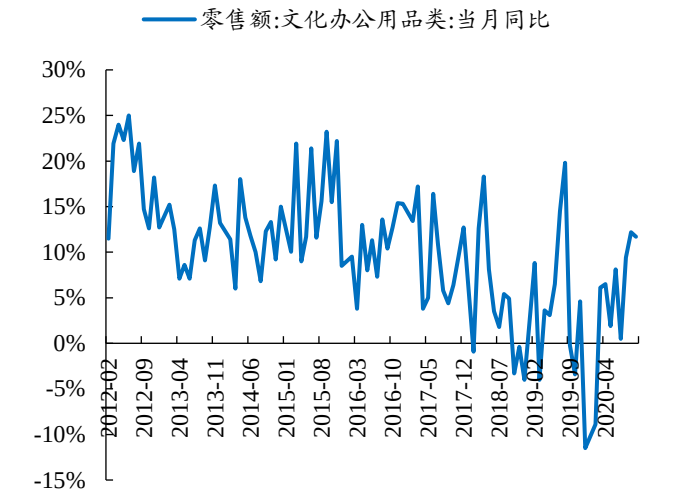
2）必选消费品类景气度维持高位。2020 年 10 月日用品类零售额当月同比增加 11.7%，增速环比回升 1.0pct。2020 年 9 月文化办公用品类零售额当月同比增加 11.7%，增速环比略回落 0.5pct。

图13：2020年10月日用品类零售额当月同比增加11.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020年10月文化办公用品类零售额当月同比增加11.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 推荐组合及逻辑：本周继续推荐家居板块

2.1、 核心推荐组合：索菲亚、欧派家居、志邦家居、顾家家居、晨光文具思摩尔国际、中顺洁柔

- **家居复苏组合：**索菲亚、欧派家居、志邦家居、顾家家居、金牌厨柜
- **消费成长组合：**晨光文具、中顺洁柔
- **造纸涨价组合：**太阳纸业；白卡纸涨价受益标的：博汇纸业
- **新型烟草组合：**思摩尔国际

2.2、 重点公司逻辑概述

2.2.1、 索菲亚：内部优化和行业演化超出市场预期，2020年中报数据验证拐点

公司是国内定制衣柜龙头企业。通过全面优化经销渠道，积极拓展工程、整装及线上渠道，巩固产品、制造及信息化优势，公司衣柜业务有望度过调整阵痛期，橱柜业务已迎来发展拐点，木门业务未来突破可期。

潜心变革近两年，竞争格局演化和内部优化超出市场预期

索菲亚发展历程可划分为三个阶段：行业红利期快速粗放式增长，红利消退初期经历阵痛，积极变革后成果初显。经过复盘后，我们发现市场对于索菲亚仍延续了调整阵痛期的低预期，公司估值相对较低。但我们认为通过2019年后近两年的积极变革，索菲亚的内部优化和外部行业演化趋势已超出市场预期。

行业红利期粗放式增长，行业增速下滑后迎来调整阵痛期

2017H1前，需求景气叠加定制渗透率提升，索菲亚迎来戴维斯双击，PE中枢一度维持在45倍左右，并且高业绩增速持续消化高估值，定制家居行业市场偏好也达到近年顶点。但在地产政策收紧等因素影响下，2017Q4起索菲亚等定制家居企业利润增速开始下滑，进而导致定制行业的市场偏好出现分歧，索菲亚估值逐渐下行。

2018H2，地产数据持续下行以及工程渠道兴起，索菲亚等定制家居零售龙头公司竞争格局进一步恶化。公司缺陷也被市场放大（经销商管控乏力、品类拓展难度大、工程渠道占比低），公司估值从而下杀至明显低于同业竞争对手。

公司内部积极变革，行业趋势再演化，2020 年中报数据验证索菲亚已到拐点

1）而 2019 年后，我们认为索菲亚所做对的三件事：①加大经销商管控力度，逐步转向精细化管理；②产品战略正确，发力康纯板、轻奢赛道；③积极拥抱渠道变革，理顺工程渠道，布局整装渠道。

2）行业也在向积极方向再演化：①竣工缺口回补需求，有望带来需求小阳春；②衣柜正逐渐取代橱柜成为零售渠道流量入口；③渠道多元化，龙头优势突出；④工程渠道缓解行业供给过剩隐忧。3）中报数据也可验证索菲亚已到拐点：①经销渠道，预收账款大幅改善，一线城市占比高使得 2020H1 接单增速显著高于订单转化增速。②工程渠道，工程渠道收入确认因疫情滞后，但出货额同比大幅改善。存货余额的大幅提升也可验证。

推出高性价品牌米兰纳，积极布局整装渠道，后续发展动力充足

2020 年公司推出高性价比品牌米兰纳，高、中、低价格带布局日趋完善（索菲亚高端定位 2000 元/平方米以上，索菲亚原品牌继续定位 900-2000 元/平方米，米兰纳定位 700 元/平方米以下的高性价比市场）。索菲亚 2021 年计划招商 300 个城市，长期招商空间或可对标索菲亚。同时，公司 2020 年整装渠道招商顺利，全年招商数量有望顺利达到 500 个的既定目标，2021 年有望体现出较大的业绩增量。

预计 2020-2022 年归母净利润为 11.89/13.35/15.40 亿元，对应 EPS 为 1.30/1.46/1.69 元，当前股价对应 PE 为 21.85/19.46/16.87 倍。维持“买入”评级。

2.2.2、 欧派家居：定制龙头强者恒强，与公司共享长期发展红利

欧派家居是国内定制家居行业龙头，管理层能力出众，盈利能力持续提升，是目前定制家居行业唯一营收规模超百亿的上市公司。公司渠道、产品和生产端优势构筑宽广护城河，整装大家居、欧铂丽有望带来持续增长动力。

竣工回暖带来短期需求提升，中长期定制家居行业龙头优势有望显现

从短期 1-2 年的时间维度看，竣工回暖具有较强确定性。欧派家居作为行业龙头，零售端将直接受益于竣工回暖带来的家居行业红利。工程端，继续看好精装需求放量。从中期视角看，一线品牌依靠渠道、产品、生产力等核心优势，有望依靠市占率提升继续维持高增长。从长期视角看，存量装修需求占比提升，将弱化家居行业地产后周期属性。行业消费属性显现带动龙头公司长期估值抬升。

公司的核心优势在于：渠道力+产品力+生产力

通过经销渠道精细化管理和多年筛选，公司培育出一支认可公司文化、竞争意识强、经营能力优秀、规模领先的经销商队伍。工程渠道，交付能力和资金周转能力优势明显，看好品牌和产能优势带来的充足后劲。欧派橱柜优势稳固，衣柜后来居上，木门、卫浴逐渐放量，多品类深度融合为大家居发展奠定坚实基础。全国化产能布局，构筑成本和交付优势。信息化建设初具成效，有望迎来红利释放。

公司的未来发展看点在于：整装大家居厚积薄发、多品牌矩阵成型

1）整装大家居：模式更加垂直化，与当地龙头装企合作，形成“1+1＞2”的聚合效应。稀缺的装企资源和多品类优势构筑较强壁垒。截至 2020 年 11 月初，欧派整装大家居全年接单已突破 10 亿元，同比增长约 99%。2）多品牌矩阵成型：欧铂丽对中端、年轻化消费需求精准覆盖，并对中小品牌进行降维打击。经营策略逐渐理顺，品牌有望迎来发展拐点。2020 年，公司进一步推出瞄准高端消费群体的高端子系列铂尼思，由此公司实现了对低、中、高端消费群体的全面覆盖。

2020Q2 业绩环比显著改善，全渠道发力龙头优势尽显

2020H1 公司收入 49.亿元（-9.88%），归母净利润 4.89 亿元（-22.70%）。其中，2020Q2 收入 35.4 亿元（+6.9%），归母净利润 5.9 亿元（+9.2%）。分品类看，橱柜零售端受工程渠道挤压，但 2020Q2 逐渐企稳；柜作为零售流量入口的趋势更为明显，快速修复；卫浴、木门稳健发展。分渠道看，2020H1，经销和工程渠道收入分别同比下降 14.5%和增长 12.3%，毛利率分别为 32.0%（-4.2pct）和 35.4%（-5.9pct）。2020Q2，经销渠道和工程渠道均显著回暖，收入单季度分别同比增长 1.4%和 57.4%。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 19.82/23.88/27.55 亿元，对应 EPS 为 3.37/4.06/4.68 元，当前股价对应 PE 为 40.33/33.47/29.12 倍，维持“买入”评级。

2.2.3、 思摩尔国际：绑定优质核心客户，共享赛道快速发展的红利

思摩尔国际是提供雾化科技解决方案的全球领导者，主要为企业客户设计制造封闭式电子雾化设备和雾化组件，为零售客户进行自有品牌开放式电子雾化设备或 APV 的研究、设计、制造及销售。**我们认为公司的核心逻辑在于：**绑定了雾化电子烟这一快速兴起赛道中发展势能最好的核心客户，共享赛道快速发展的红利。

雾化电子烟行业快速发展，思摩尔绑定了行业中发展势能最好的核心客户

根据弗若斯特沙利文预测，2019 年-2024 年烟草制品市场规模 CAGR 为 6.8%，其中卷烟/蒸汽雾化电子烟/其它 CAGR 分别为 5.2%/24.9%/9.9%，可见雾化电子烟属于具有快速发展潜力的新兴赛道。而思摩尔已绑定了行业中发展势能最好的英美烟草、Njoy、悦刻、日本烟草等核心客户，有望于客户共享赛道快速发展的红利。

竞争壁垒：领先的核心技术、供应链优势以及 PMTA 带来的高黏性

1）公司核心陶瓷雾化芯技术优势在于：导液和防漏液能力好、加热稳定焦味和炸油现象少、技术新鲜感、口感（棉芯还原度能到 90%-95%以上，普通雾化芯只有 60%，FEELM 能做到 85%以上）。并且公司基础研发能力、人才、设施行业领先。

2）由于核心客户销量快速提升，因此对于扩产能力要求较高。2020H1 公司 ToB 端所拥有的设计产能已接近 2019 年 ToB 端全年设计产能的 79%，扩产能力领先。此外，其他竞争对手想和思摩尔竞争，技术差距只是第一步，生产一致性难度也很高。

3）美国雾化电子烟上市前申请 PMTA 需要代工厂共同参与认证。而 PMTA 又具有申请成本高的特点（包括人力、物力、财力、时间等成本），因此代工厂难替换。

下游核心客户发展势头良好，公司 2020H2 业绩持续高增长可期

1）英美烟草：Vuse 前期主打的 1 美元烟杆促销活动，由于销售让利幅度过大，抑制了销售额口径市占率的短期提升。而 2020H2，在前期烟杆铺货有望带动烟弹销售并且烟弹促销的组合拳有望落地的情况下，Vuse 市占率有望恢复升势。

2）悦刻：基于两点看好，①根据悦刻官网披露的数据，全国悦刻专卖店已累计突破 3500 家。其中 2020 年 1-5 月，就有超 1000 家悦刻专卖店落地开业，新门店申请提报数量增长 3 倍。②国内雾化烟的普及程度还很低，正处于提升阶段。

3）NJOY：在 2021 年 PMTA 申请落地后，融资进度有望恢复，从而带来放量。

外延扩展空间广，大麻雾化+医疗雾化带来广阔发展空间

1）大麻雾化：雾化是吸食大麻最好的方式之一。思摩尔的 cCELL 技术由于防漏油性能好（CBD 很贵）、导液效果好的原因非常适合雾化大麻，是美国正规大麻雾化市场的领先品牌。2）医疗雾化：思摩尔正积极布局医疗雾化赛道。

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 29.76/41.93/60.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.73/1.05 元，当前股价对应 PE 为 88.54/62.84/43.91 倍。维持买入评级。

2.2.4、 中顺洁柔：向生活用纸巨头进发，近期关注成本+需求+长期空间三大预期差

中顺洁柔是国内中高端生活用纸龙头企业。公司的产品研发能力和产品品质领先行业，未来在渠道建设、产能投放和品类拓展上的红利仍有较大释放空间，业绩兼具需求韧性和长期成长性，看好公司继续向生活用纸巨头迈进。由于原材料成本有回升趋势、疫情带来需求高增持续性存疑等原因，近期公司股价有所调整，但我们认为以下预期差仍值得关注：

预期差一：原材料涨价动力有限，公司体量提升有助于弱化周期波动

公司木浆均为进口，在海外疫情持续的情况下，进口木浆回升动力不大。国内木浆价格在 2020Q3 出现短暂的一轮小幅度上周后，价格也已出现回落。同时，考虑到人民币同比升值的趋势还在延续，我们预计公司采购成本还维持在低位。并且，公司营收体量已较大，已具有充足的现金流去储备低价原材料库存以抵御成本涨价风险。

预期差二：疫情后市场需求回落不必过于悲观，公司线上渠道预计维持高增

市场担心疫情后需求回落。但公司一方面持续加大线上渠道投入，通过积极营销和渠道投入，我们预计公司 2020Q3 线上渠道增速环比还有提升。另一方面，线下渠道在常态化后预计也在持续恢复。并且当前国内防疫意识仍然较强，而国外防疫需求仍较旺盛，因此我们认为对于防疫需求回落不必过于悲观。

预期差三：盈利提升+品类拓展+渠道优化，长期发展空间仍然广阔

1）盈利提升：虽然公司高端产品占比超过 70%，但其中主要仍为 face 系列。未来 lotion 系列有望带动毛利率继续提升（face 毛利率预计约 40%，lotion 预计约 50%）。

2）品类拓展：目前公司在个护和子品牌太阳上的费用投入还未发力。但个护中卫生巾等品类发展依然超出预期。而太阳我们预计在 2022 年前后有望接力洁柔继续扩大公司收入规模。

3）渠道优化：公司过去线下渠道发展存在不平衡。近年华东区域已经有明显改善，今年东北也已取得突破。线上依然维持领先。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 9.13/10.69/12.70 亿元，对应 EPS 为 0.70/0.82/0.97 元，对应 PE 为 29.69/25.37/21.35 倍，维持“买入”评级。

2.2.5、 太阳纸业：纸价旺季上涨带来周期弹性，成本优势+产能释放形成成长属性

太阳纸业是国内造纸行业龙头之一。长期看，公司传统优势业务文化纸稳步发展，四三三战略引领业务多元化，林浆纸一体化项目推动产能持续扩张并进一步稳固原材料成本优势，成长属性有望穿越周期。短期看，疫情影响逐步出清，下游需求逐渐回暖，文化纸、包装纸价格有望修复，公司盈利能力进入向上周期。

主营纸品价格企稳回升，长期竞争格局有望改善；溶解浆具备向上弹性

1）文化纸：从长期看，铜版纸格局稳定、需求下滑；公司收入占比较高的双胶纸集中度有望提升，需求稳定。从短期看，疫情影响趋弱，文化纸价格企稳向上。成本端，港口库存仍处高位，海外需求低迷，进口木浆短期预计将维持低位震荡。

2）箱板瓦楞纸：由于我国社零增速仍维持较快增长，叠加电商行业需求刺激，因此我国箱板瓦楞纸的整体需求有望保持相对平稳。短期看，受需求恢复、外废进口收紧、雨水天气导致国废回收困难等影响，箱板瓦楞纸价格逐步修复上涨。

3）溶解浆：由于溶解浆与化学浆产能可以有所切换，因此供给端弹性较大，价格与下游需求关系更加密切。因此伴随需求端企稳，溶解浆价格也具备向上弹性。

未来展望：产能释放带来业绩弹性、原材料成本显优势、多元业务平滑周期

截至 2019 年末，公司有造纸产能超 400 万吨。而截止 2020H1，公司已规划造纸产能约为 207 万吨，超过已有产能总量的 40%，新增产能投放后有望带来短期业绩弹性。此外，公司于 2008 年起就极具前瞻性得在老挝开始布局林浆纸一体化项目。2019 年，在老挝林浆纸产能逐步投放、产生效益的情况下，公司广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目正式启动。林浆纸一体化项目，在进一步扩张产能的同时，有助于扩大公司在造纸原材料和制浆木片上的成本优势。另一方面，公司四三三战略稳步推进，业务多元化布局有效展开，有望平滑业绩的周期波动。

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 18.92/26.39/31.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/1.02/1.20 元，当前股价对应 PE 为 22.56/16.17/13.70 倍，维持“买入”评级。

2.2.6、 晨光文具：传统业务壁垒深厚，办公直销+零售大店两翼齐飞

晨光文具是业绩持续增长的国内文具龙头。公司传统业务护城河宽广且持续发展动力充足，晨光科力普业绩快速释放，九木杂物社盈利模型逐步跑通。

传统业务稳定增长：护城河宽广，持续发展动力充足

国内文具市场规模长期稳健增长，在多因素驱动下预计将维持量稳价增的趋势，行业分散但逐渐向头部集中。公司依托高效的分销体系和快速的产品迭代在和真彩文具的竞争中逐步脱颖而出。进而在渠道、研发构筑宽广护城河，并在品牌端和盈利能力上体现出规模效应。未来公司将注重精品文创及儿美品类发展提速，内效提升叠加数字化升级，深挖线下渠道并拓展线上增量。2020H1 公司精品文创战略取得显著成效，书写工具和学生文具毛利率分别为 40.4%（+5.4pct）和 35.0%（+1.7pct）。

办公直销业绩释放：行业市场空间广阔，晨光科力普竞争优势清晰

在政府采购成本控制需求提升等因素的推动下，政府采购阳光化、线上化的系列政策陆续出台，推动办公集采行业快速增长。晨光科力普具有 sku 丰富、仓储物流领先、品牌资质完备、线下专业化服务能力强，系统数据对接通畅、自有产品优质等优势。2020H1 晨光科力普收入 16.0 亿元(+6.63%)，收入占比同比上升 2.6pct 至 33.6%，

其中 2020Q2 单季度收入约 10.4 亿元（+18%）。在规模效应继续显现和政府补助的推动上，2020H1 净利润达 0.40 亿元，净利率达 2.50%（+0.58pct）。

零售大店未来可期：模式逐步升级，九木杂物社渐入佳境

2020H1，晨光生活馆收入 0.39 亿元（-41.2%），九木杂物社收入 1.96 亿元（+19.1%），零售大店整体亏损 3888 万元。截止 2020H1 期末，公司拥有 404 家零售大店（相较 2019 年末增加 24 家）。其中，九木杂物社共 295 家（直营 180 家，加盟 115 家），包含 2020H1 共新增 34 家（2020Q2 新增 23 家）。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 11.84/14.80/18.51 亿元，对应 EPS 为 1.28/1.60/2.00 元，当前股价对应 PE 为 61.46/49.17/39.31 倍，维持“买入”评级。

2.2.7、 志邦家居：橱柜基本盘稳定，衣柜+工程渠道带来充分业绩弹性

志邦家居深耕定制橱柜二十余载，并依托多年在厨柜领域积累的优势，全品类协同发展，开拓定制衣柜业务作为新的业绩增长点。同时公司积极把握渠道变革，积极发展工程渠道，未来有望借助工程渠道赛道红利实现弯道超车。

公司 2020Q3 业绩超出市场预期，看好衣柜+大宗双轮驱动

2020 年前三季度收入 23.7 亿元，同比增长 21.2%，归母净利润 1.98 亿元，同比下降 15.1%，扣非净利润 1.86 亿元，同比下降 8.5%。2020Q3 收入 11.48 亿元，同比增长 41.9%，归母净利润 1.47 亿元，同比增长 19.8%，扣非净利润 1.43 亿元，同比增长 37.4%。

零售端：衣柜品类拓展红利仍在持续，疫情中探索线上渠道，积极赋能终端

1）我们预计衣柜零售仍是公司业绩超预期的主要贡献来源之一。相较橱柜，公司衣柜仍有较大的下沉空间（2019 年厨柜、衣柜一二级城市收入占比分别为 19%、30%）。因此，全年高于行业均值的净开店计划有望继续带动衣柜零售高速增长。

2）公司积极进行线上渠道探索，有效降低了疫情带来的负面影响。公司与腾讯、百度等头部流量平台以及圈层 KOL 合作，通过“U 客”平台软件实现数字化运营，实现线上客户精准导入，并独创“全民经纪人”营销模式快速抢占市场。

3）2020 年 2 月-4 月公司给予终端提货价格 10%下浮的优惠。并且疫情间通过承担线上直播费用、总部管理人员积极下基层、数字化升级等形式积极赋能终端。

工程端：前瞻性的战略调整迎来收获期，扩品类带来的弹性仍有待释放

我们预计工程渠道是公司业绩超预期另一主要贡献来源。2017-2018 年，公司前瞻性得对大宗客户结构进行优化。2020 年，公司工程渠道度过调整阵痛期，重回高速和高质量发展阶段。经过优化，公司大宗客户主要以绿地、中南、龙湖等现金流较好的头部地产商为主，回款风险较小的同时工程业务毛利率也领先行业。因此，我们认为相对于竞争对手，公司面对近期地产政策调整时所受的影响相对较小。此外，公司工程渠道采用阿米巴模式，成本管控能力具备优势；工程渠道中衣柜和木门品类的收入占比还很低，未来仍有较大的业绩弹性释放空间。

我们预测 2020-2022 年归母净利润为 3.32/4.46/5.20 亿元，对应 EPS 为 1.49/2.00/2.33 元，当前股价对应 PE 为 27.08/22.88/19.59 倍，维持“买入”评级。

2.2.8、 顾家家居：处于家居行业中的优质赛道，护城河稳固，短期需求有望催化

顾家家居以沙发起家，逐步成长为国内软体家居龙头,并在此基础上向全屋延伸，践行大家居战略。我们认为软体家具属于家居行业中的优质赛道，并且短期有望受到国内外需求催化，长期看产品、渠道、管理、供应链构筑稳固护城河。

行业：软体家具属于家居行业中的优质赛道，短期海内外均有需求催化

2017 年中国已跃居软体家具世界第一大产销国，国内沙发和床垫市场规模均呈稳步增长趋势。未来，消费升级有望带动市场规模继续稳步提升，包括单价、更新频率、功能性品类份额提升等。同时，我国软体家具行业龙头竞争格局基本稳定，但集中度提升仍有较大空间。功能性品类占比提升，龙头品类、渠道优势进一步显现都有望带动行业集中度继续提升。短期看，国内竣工缺口具有较强的回补需求，美国在降息等刺激政策的带动下地产市场火热，有望带动家居后续增长。

产品品类和定位不断延伸，拓宽受众群；渠道改革提升效率，并且继续下沉

公司近年通过品类和定位延伸的战略，为沙发业务的发展注入持续增长的活力。一方面功能沙发、布艺沙发不断发展，另一方面推出惠尚、千禧等高性价比系列。此外，公司在沙发的优势基础上向全屋延伸，发展床类产品、定制家居等。渠道方面，公司采用“1+n+x”战略，通过大店提升坪效的同时继续向低线城市下沉。同时，推进区域零售中心和信息化建设等渠道改革策略，提升渠道运营的效率。

采用职业经理人制管理效率领先；产能逐步扩张，供应链优势显著

公司采用职业经理人制度，从家电行业引入了包括李东来在内的优秀高管。公司大股东充分放权，并且激励充分，从而使公司管理效率领先。供应链方面，公司产能稳步扩张，国内嘉兴、黄冈、定制智能工厂均按计划推进中，海外越南、马来西亚、墨西哥均已有产能落地，未来有望进一步提升交付能力并带来业绩弹性。

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 13.17/15.77/18.44 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.49/2.92 元，当前股价对应 PE 分别为 39.64/33.11/28.31 倍，维持“买入”评级。

3、 行业数据更新：白卡纸价格上涨，家具零售额增速转正

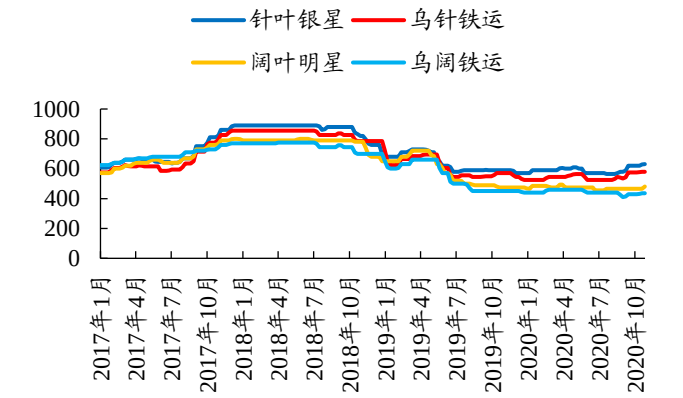
3.1、 造纸板块数据更新：木浆价格有所回升，白卡纸继续上涨

3.1.1、 纸浆市场数据：国内木浆价格本周小幅上涨，国内港口木浆库存仍处高位

本周进口木浆价格有所波动。针叶银星报 630 美元/吨，持平上周；乌针铁运报 580 美元/吨，持平上周；阔叶明星报 485 美元/吨，持平上周；乌阔铁运报 435 美元/吨，持平上周。

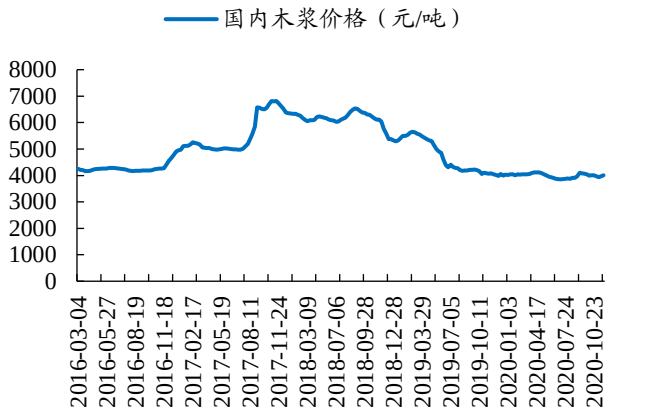
国内木浆整体价格自 2019 年 7 月起维持低位，较上周有所下跌。本周国内木浆均价为 4003 元/吨，较上周上升 0.83%。

图15：进口针叶浆及阔叶浆价格仍处于低位（美元/吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

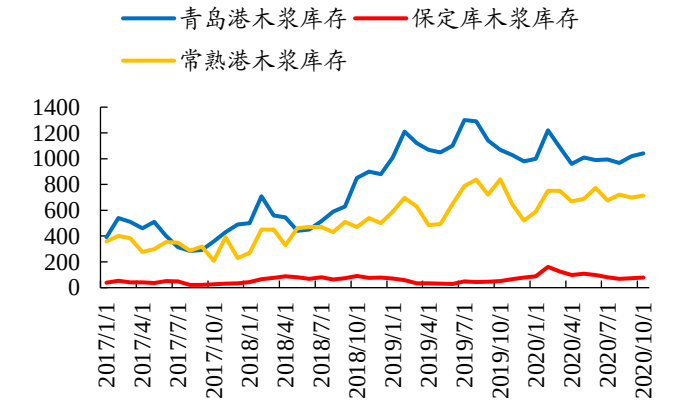
图16：国内木浆价格维持低位（元/吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

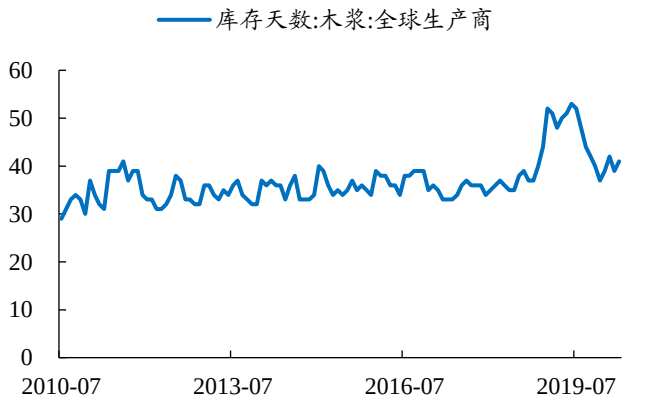
2020 年 10 月，国内港口木浆库存仍处于近 3 年高位。2020 年 10 月，青岛港/保定库/常熟港木浆库存分别为 1042/79.38/715 千吨，仍处于近 3 年高位。2020 年 4 月，全球生产商木浆库存天数为 41 天，相较 3 月有所回升。

图17：2020 年 10 月国内港口木浆库存维持高位（千吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图18：2020 年 4 月全球生产商木浆库存天数回升（天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、 相关纸类价格数据：本周白卡纸继续上涨

本周双铜纸均价 5,600 元/吨，与上周持平；本周双胶纸均价为 5,562.5 元/吨，与上周持平。

本周白板纸均价为 4,905 元/吨，与上周持平；本周白卡纸均价为 6,712.86 元/吨，较上周上涨 0.62%。

本周箱板纸均价为 4,676.67 元/吨，较上周持平；本周瓦楞纸均价为 3,770 元/吨，较上周持平。

本周国产废黄板纸均价为 2141 元/吨，较上周下跌 0.1%；本周美废 8#均价为 270 美元/吨，与上周持平，美废 11#均价为 163.5 美元/吨，与上周持平。

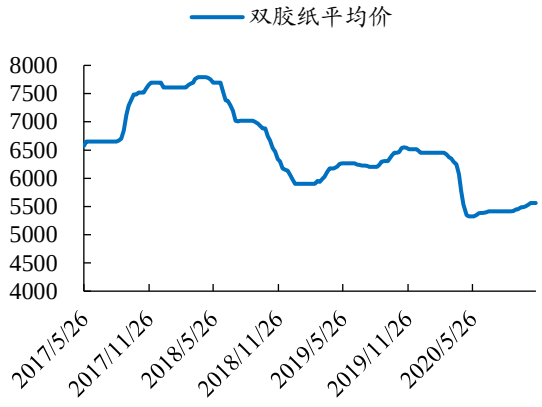
本周生活用纸均价为 5,171.25 元/吨，较上周下降 0.19%；2020 年 10 月中国生活用纸企业库存为 371.6 千吨，同比下降 12.96%，较上月下降 1.25%。

图19：本周双铜纸均价与上周持平



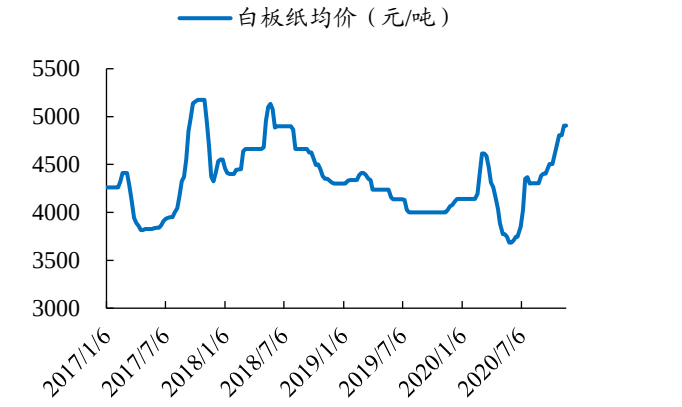
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图20：本周双胶纸均价与上周持平



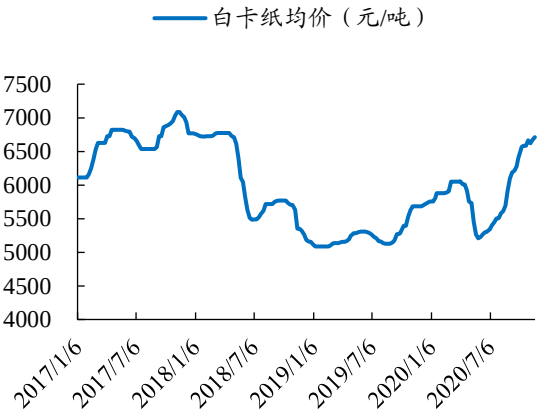
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图21：本周白板纸均价与上周持平



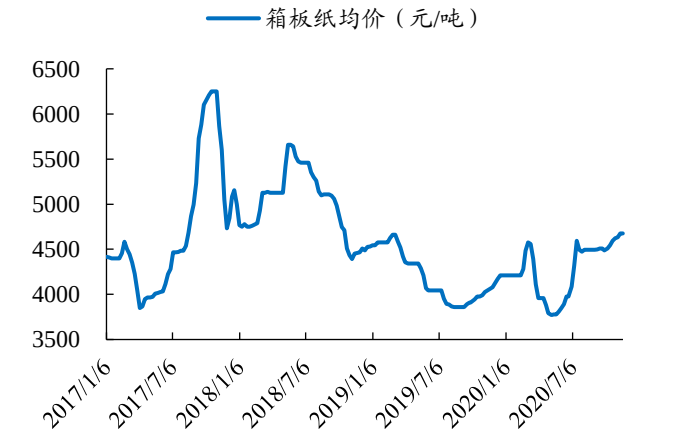
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图22：本周白卡纸均价较上周上涨 0.62%



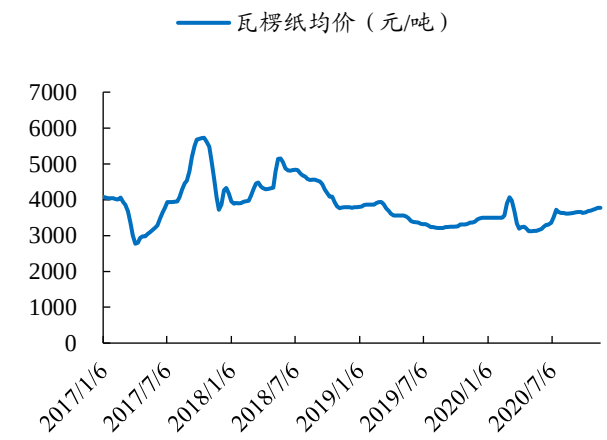
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图23：本周箱板纸均价与上周持平



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图24：本周瓦楞纸均价与上周持平



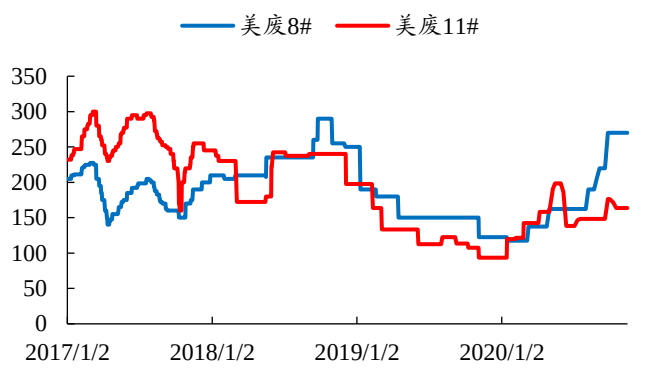
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图25：本周国产废黄板纸均价较上周下跌 0.1%



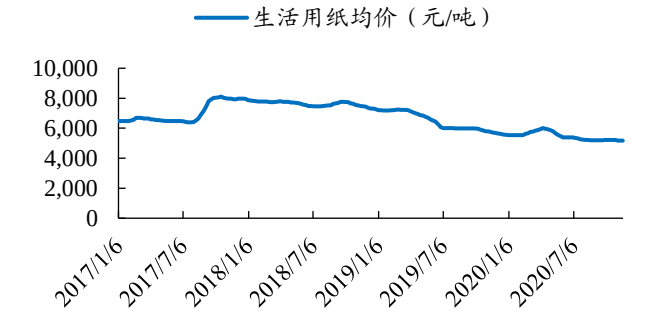
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图26：本周美废 8#与上周持平，美废 11#与上周持平



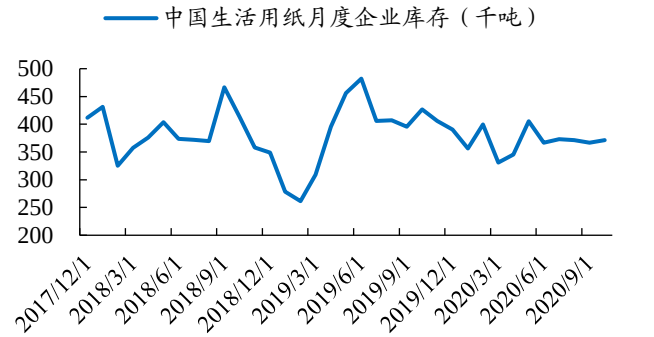
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图27：本周生活用纸均价较上周下降 0.19%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图28：2020 年 10 月国内生活用纸企业库存下降

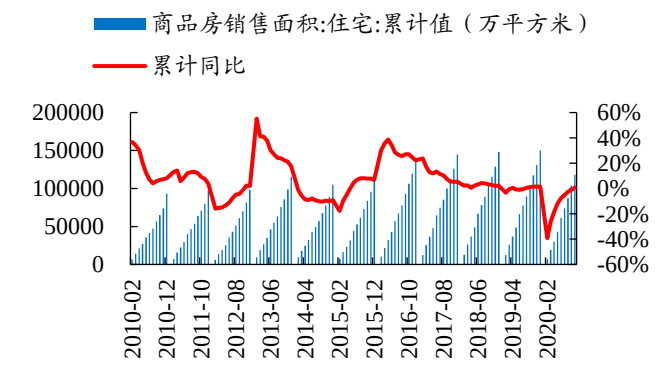


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

3.2、 家居板块数据更新：2020 年 10 月家具零售额当月同比增速显著修复

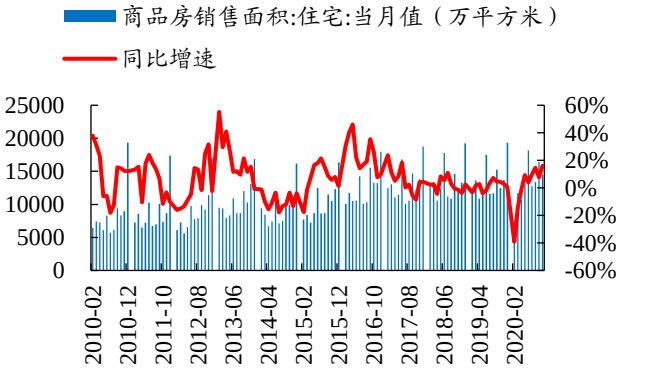
2020 年 10 月商品房住宅销售面积累计同比上涨 0.82%；2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比上涨 15.98%。

图29：2020 年 10 月商品房住宅销售面积累计同比上涨 0.82%，涨幅相较 9 月扩大 1.82pct



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

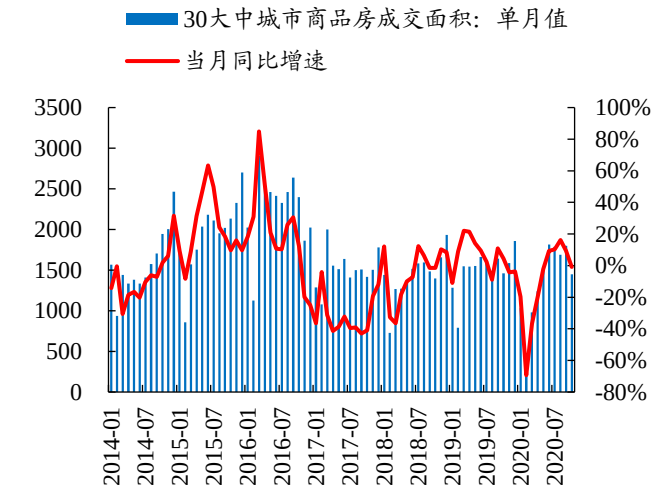
图30：2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比增长 15.98%，涨幅相较 9 月扩大 8.28pct



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

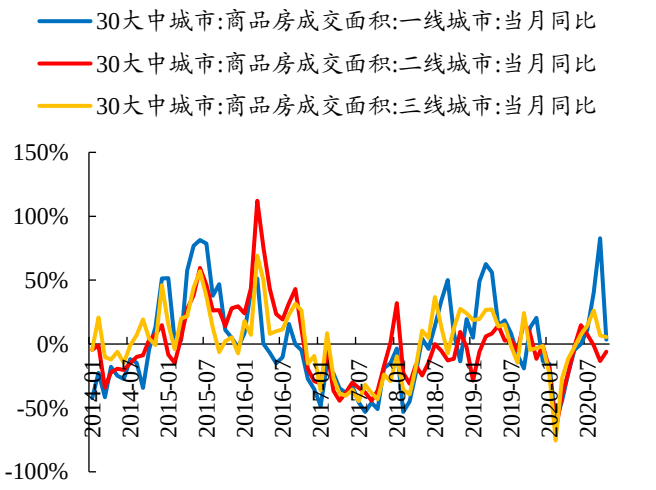
2020 年 10 月，30 大中城市商品房成交面积合计为 1,447.32 万平方米，同比减少 19.47%，增幅较上月减少 10.19pct；其中，一线/二线/三线城市商品房成交面积当月同比分别+3.47%/-6.18%/+5.51%，一线/二线/三线城市增幅较上月分别变动-79.29%/+7.03pct/-1.11pct。

图31：2020 年 10 月，30 大中城市商品房成交面积同比减少 19.47%（万平方米）



数据来源：Wind、开源证券研究所

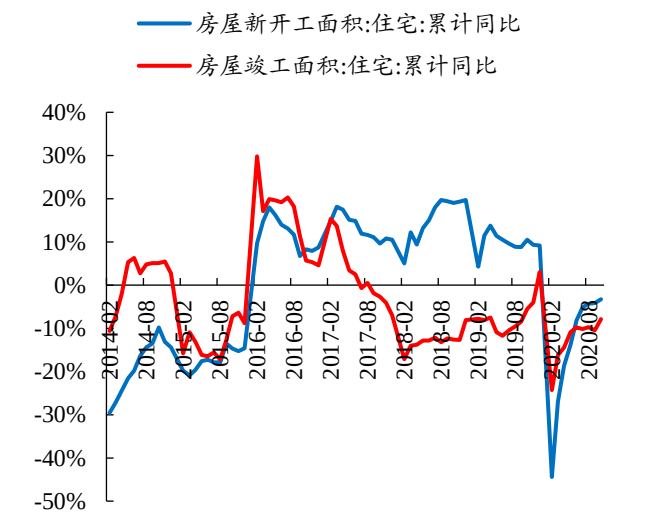
图32：2020 年 10 月，30 大中城市中，一三线城市成交同比增速有所上升、增幅环比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

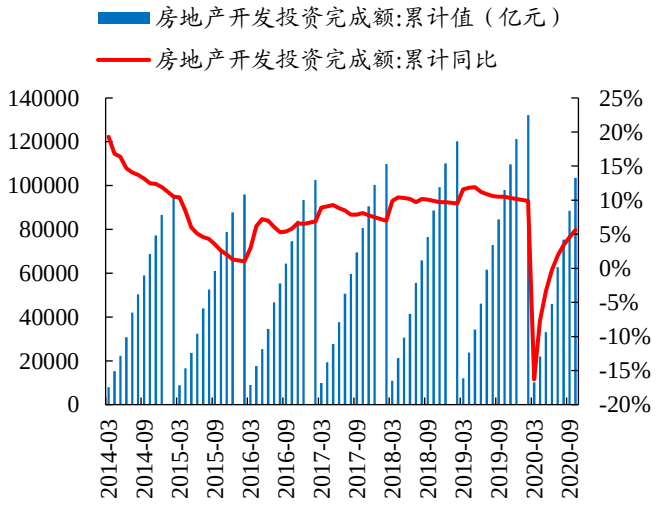
2020 年 1-10 月住宅竣工/新开工面积累计同比分别下降 7.9%/3.3%，降幅分别较 1-9 月扩大 2.6pct/0.9pct。2020 年 1-10 月房地产开发投资完成额为 116,556 亿元，累计同比增长 6.3%，增幅相较 1-9 月扩大 0.7pct。

图33：2020 年 1-10 月房屋住宅竣工面积累计同比下降 7.9%，降幅相较 1-9 月扩大 2.6pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

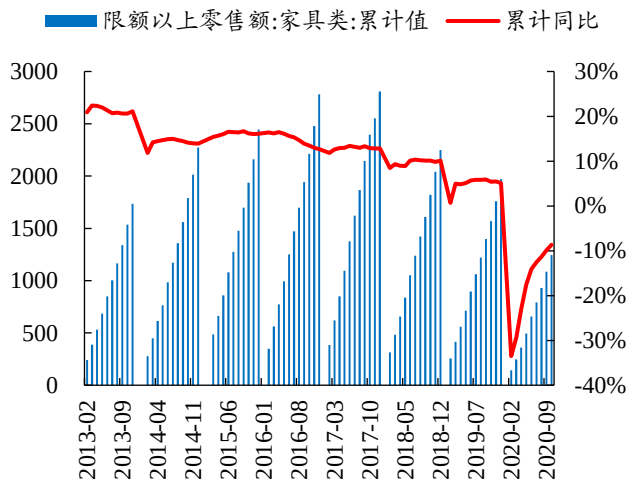
图34：2020 年 1-10 月房地产开发投资完成额累计同比增长 6.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

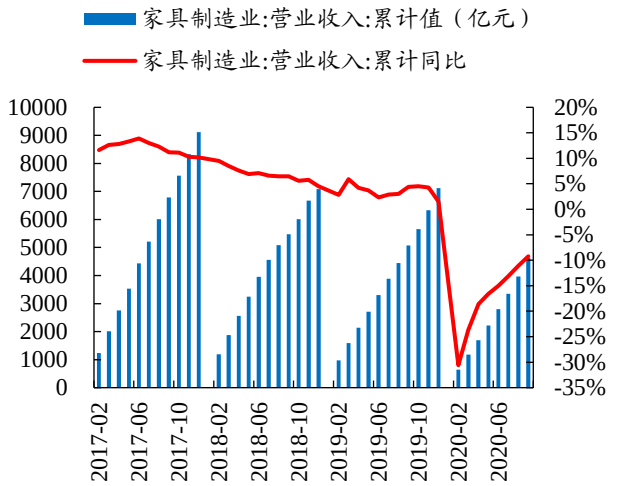
2020 年 1-10 月家具类零售额累计同比下降 8.7%，降幅环比缩小 1.2pct，其中 9 月家具类零售额同比下降 0.6%。2020 年 1-9 月家具制造业营业收入为 4,627.2 亿元，累计同比下降 9.2%。

图35：2020 年 1-10 月家具类零售额累计同比下降 8.7%，降幅环比缩小 1.2pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2020 年 1-9 月家具制造业营业收入累计同比下降 9.2%



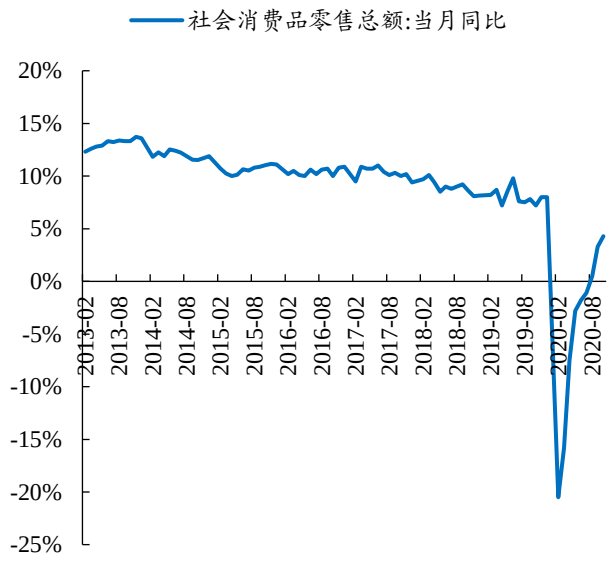
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 轻工相关消费数据更新：日用品及文化办公用品体现较强韧性

2020 年 1-10 月社会消费品零售总额累计同比下降 5.9%，降幅环比缩小 1.3pct。2020 年 10 月社会消费品零售总额当月同比上升 4.3%（Wind 一致预期为+5.24%），增速环比提升 1pct。

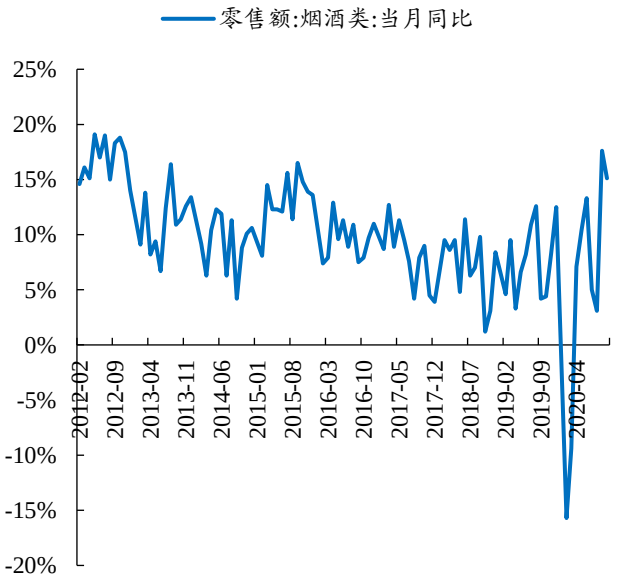
2020 年 10 月限额以上零售企业零售额中，烟酒类零售额当月同比增加 15.1%；日用品类零售额当月同比增加 11.7%，文化办公用品类当月同比增加 11.7%。

图37：2020 年 10 月社消零售总额当月同比上升 4.3%，增速环比提升 1pct



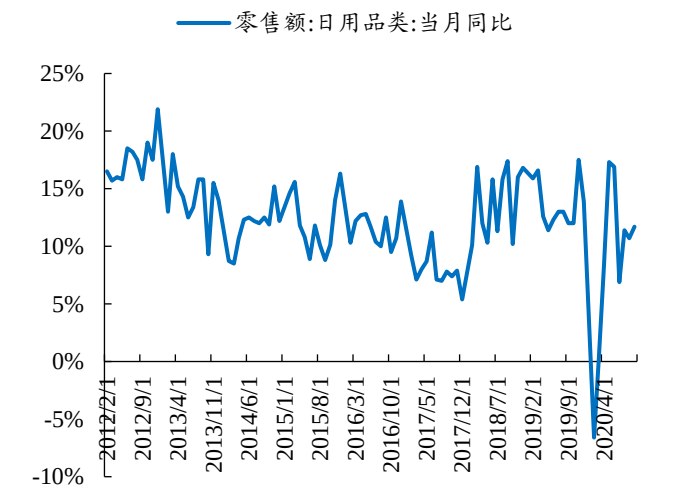
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2020 年 10 月限额以上烟酒类零售额当月同比增加 15.1%



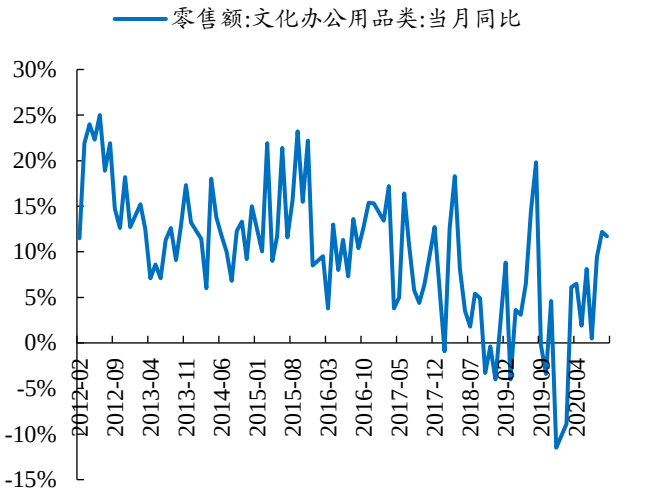
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2020 年 10 月限额以上零售额日用品类当月同比增加 11.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2020 年 10 月限额以上文化办公用品类当月同比增加 11.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、年内重点限售股解禁公司时间表

表3：年内重点限售股解禁公司时间表

					变动前(万股)			变动后(万股)			
代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益率(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	解禁股份类型
603429.SH	集友股份	2020-02-03	12,066.60		26,611.93	12,685.40	47.67	26,611.93	24,752.00	93.01	首发原股东限售股份
603208.SH	江山欧派	2020-02-10	5,000.00		8,081.61	3,081.61	38.13	8,081.61	8,081.61	100.00	首发原股东限售股份
300616.SZ	尚品宅配	2020-03-09	5,977.86		19,867.86	6,911.04	34.79	19,867.86	12,888.90	64.87	首发原股东限售股份
002853.SZ	皮阿诺	2020-03-11	3,719.36		15,534.15	5,803.07	37.36	15,534.15	5,803.07	37.36	首发原股东限售股份
600567.SH	山鹰纸业	2020-03-17	1,075.60		459,549.29	458,473.69	99.77	459,549.29	459,549.29	100.00	股权激励一般股份
603221.SH	爱丽家居	2020-03-23	6,000.00	44.03	24,000.00	0.00	0.00	24,000.00	6,000.00	25.00	首发一般股份,首发机构配售股份
603833.SH	欧派家居	2020-03-30	32,558.38		42,017.14	9,458.76	22.51	42,017.14	42,017.14	100.00	首发原股东限售股份
603385.SH	惠达卫浴	2020-04-07	10,566.95		36,939.64	26,372.69	71.39	36,939.64	36,939.64	100.00	首发原股东限售股份
002585.SZ	双星新材	2020-04-20	1,668.39	-37.63	115,627.81	86,311.14	74.65	115,627.81	87979.53	76.09	定向增发机构配售股份
002951.SZ	金时科技	2020-04-27	2,666.67		40,500.00	4,500.00	11.11	40,500.00	7166.67	17.70	首发原股东

					变动前(万股)			变动后(万股)			
											限售股份
600793.SH	宜宾纸业	2020-05-11	2,106.00	-24.82	12,636.00	10,530.00	83.33	12,636.00	12636.00	100.00	定向增发机构配售股份
603180.SH	金牌厨柜	2020-05-12	4,858.35		6,721.59	1,841.65	27.40	6,721.59	6700.00	99.68	首发原股东限售股份
002803.SZ	吉宏股份	2020-05-18	2,539.37		22,259.37	11,800.66	53.01	22,259.37	14340.03	64.42	定向增发机构配售股份
600963.SH	岳阳林纸	2020-05-18	35,457.40	-20.50	139,773.31	104,315.91	74.63	139,773.31	139773.31	100.00	定向增发机构配售股份
603326.SH	我乐家居	2020-06-16	15,963.36		22,623.00	6,436.64	28.45	22,623.00	22400.00	99.01	首发原股东限售股份
603863.SH	松炀资源	2020-06-22	5,717.00		20,589.40	5,147.40	25.00	20,589.40	10864.40	52.77	首发原股东限售股份
603801.SH	志邦家居	2020-06-30	10,748.46		22,333.34	10,980.97	49.17	22,333.34	21729.43	97.30	首发原股东限售股份
600337.SH	美克家居	2020-07-13	414.00		177,091.27	172,831.12	97.59	177,091.27	173245.12	97.83	股权激励限售股份
603687.SH	大胜达	2020-07-27	9,178.80		41,083.07	5,000.00	12.17	41,083.07	14178.80	34.51	首发原股东限售股份
603429.SH	集友股份	2020-07-27	1,859.93	65.68	27,159.93	24,752.00	91.13	27,159.93	26611.93	97.98	定向增发机构配售股份
603992.SH	松霖科技	2020-08-26	380.00		40,100.99	4,100.00	10.22	40,100.99	4480.00	11.17	首发原股东限售股份
603326.SH	我乐家居	2020-09-10	194.00		22,623.00	6,436.64	28.45	22,623.00	6630.64	29.31	股权激励限售股份
600337.SH	美克家居	2020-09-14	3,846.15	-14.77	177,091.27	172,831.12	97.59	177,091.27	176677.27	99.77	定向增发机构配售股份
002301.SZ	齐心集团	2020-10-22	9,221.90	59.46	73,402.01	64,047.85	87.26	73,402.01	73269.75	99.82	定向增发机构配售股份
603610.SH	麒盛科技	2020-10-29	5,041.20		15,033.27	3,758.32	25.00	15,033.27	8799.52	58.53	首发原股东限售股份
002191.SZ	劲嘉股份	2020-11-03	18,878.72	14.48	146,487.05	127,228.21	86.85	146,487.05	146106.93	99.74	定向增发机构配售股份
002084.SZ	海鸥住工	2020-11-10	682.78	-38.92	50,639.26	49,061.09	96.88	50,639.26	49743.87	98.23	定向增发机构配售股份
002240.SZ	威华股份	2020-11-16	4,463.95	-45.76	74,393.41	49,060.93	65.95	74,393.41	53524.88	71.95	定向增发机构配售股份
603661.SH	恒林股份	2020-11-23	7,125.00		10,000.00	2,875.00	28.75	10,000.00	10000.00	100.00	首发原股东限售股份
300729.SZ	乐歌股份	2020-12-01	6,042.00		8,723.08	2,515.59	28.84	8,723.08	8557.59	98.10	首发原股东限售股份

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 沪深股通数据更新：近 10 日北向资金增持欧派家居、顾家家居、中顺洁柔

表4：近 10 日北向资金增持欧派家居、顾家家居、中顺洁柔

证券代码	证券简称	沪深股通持股市值（亿元）	沪深股通持股占总股本比例	持股比例近 10 日变动	持股比例近 30 日变动	持股比例近 60 日变动
603833.SH	欧派家居	51.32	6.42%	0.17%	0.29%	0.35%
002572.SZ	索菲亚	43.54	16.76%	-2.88%	-4.39%	-4.32%
603899.SH	晨光文具	26.27	3.61%	0.03%	0.25%	0.13%
603816.SH	顾家家居	19.94	3.82%	0.17%	0.15%	0.23%
002511.SZ	中顺洁柔	12.99	4.79%	0.59%	0.13%	-0.16%
002831.SZ	裕同科技	9.46	3.52%	-0.23%	-0.16%	0.41%
002867.SZ	周大生	7.79	3.84%	0.48%	1.69%	1.67%
002078.SZ	太阳纸业	7.17	1.68%	-0.47%	0.13%	0.31%
002701.SZ	奥瑞金	5.05	3.42%	-0.01%	-0.52%	-0.05%
000910.SZ	大亚圣象	3.67	4.13%	-0.38%	0.24%	0.54%
600567.SH	山鹰国际	2.65	1.69%	0.55%	0.63%	0.52%
603733.SH	仙鹤股份	2.19	1.38%	1.11%	1.22%	1.16%
002191.SZ	劲嘉股份	2.10	1.40%	0.06%	-0.57%	-1.79%
600612.SH	老凤祥	1.76	1.13%	-0.14%	-0.39%	-0.51%
600210.SH	紫江企业	1.75	2.52%	0.24%	0.33%	0.30%
603801.SH	志邦家居	1.68	1.78%	0.04%	0.28%	-0.99%
000488.SZ	晨鸣纸业	1.54	1.40%	0.71%	0.83%	0.48%
300616.SZ	尚品宅配	1.49	1.20%	-0.22%	0.08%	0.10%
002803.SZ	吉宏股份	1.24	0.89%	-0.21%	-0.25%	-0.04%
002489.SZ	浙江永强	0.87	0.93%	-0.07%	-0.10%	-0.21%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：持股市值及持股变动比例计算基数以 2020 年 11 月 20 日收盘数据为准。

6、 风险提示

若新冠疫情缓解不及预期或将导致行业需求恢复继续滞后、全球经济陷入衰退导致部分家具出口型企业经营压力增大、行业价格战加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn