

个护&文娱行业月报

浅析卫生用品行业的国货替代，关注轻工一季报

核心观点：

- 月度观点：浅析卫生用品行业的国货替代。**

①**卫生巾**：经历过外资品牌掌控期及内资品牌扩张期，已完成国货替代。90年代外资品牌进入中国，带来设备升级、推动市场教育；21世纪初内资品牌凭借高性价比应运而生，此后借助差异化定位与品牌升级，形成内资外资各占半壁江山的格局。当前，格局整体相对稳定，但内外资也各有品牌通过产品或渠道迭代实现份额提升，例如内资的自由点与外资的高洁丝。

②**纸尿裤**：仍处在格局迭代中，过去外资占据头部地位，2015年前三外资品牌合计市占率50%。当前渠道迭代，CR3降至2019年的36%，而内资品牌通过渠道拓展和产品升级，实现弯道超车，带来国货替代。

其一，迭代原因主要在渠道，新兴渠道包括电商平台、母婴渠道、微商直销等，新渠道占比反超传统商超，给新品牌以弯道超车机会。**其二，品牌粘性相对不足**，因纸尿裤消费者复购效应不强，所以品牌诉求较少，内资品牌营销抢占消费者心智。**其三，产品存在迭代空间**，成为新品牌推广的基础。内资品牌的产品更加细分、迭代更快，特别是新零售品牌，这与其生产零售分离、效率提升有关。而且内资纸尿裤的原材料不断升级，透气性、表层干燥、防侧漏、吸收量较好。
- 个护行业跟踪：需求稳中有升。社会零售总额疫情后逐步恢复**，根据Wind数据，20年12月社零总额当月同比维持在5%左右。其中日用品20Q3-Q4回到当月同比增速10%左右。

①**生活纸**：行业处于景气向上和产品升级的扩张期，根据淘数据，21年1月电商销售额同比增长45.8%，主要因基数低。其中维达电商销售额同比增85.1%，份额17%，洁柔同比增94.5%，份额10.4%，心相印同比增长84.7%。

②**卫生巾**：量价齐升，21年1月电商渠道销售额同比增长59.8%。其中护舒宝电商销售额同比增长33.5%，苏菲同比增长44.5%，七度空间同比下降5.4%。

③**纸尿裤**：量稳中有增，价格有波动，Babycare电商收入持续高增，好奇作为传统品牌推出高性价比产品抢市场，也有较好表现。
- 文娱行业跟踪：景气持续向上。文化办公用品社零数据21年1-2月同比增速38%左右，疫情原因基数较低。**

①**C端**：景气向上，根据淘数据，晨光文具销售额持续多月排名第一，基本是第二名的2倍。

②**B端**：阳光集采带动行业景气持续，标的保持快速增长。
- 风险提示**：宏观经济增长不及预期，办公文具发展不及预期，个护产品竞争格局恶化。

行业评级

买入

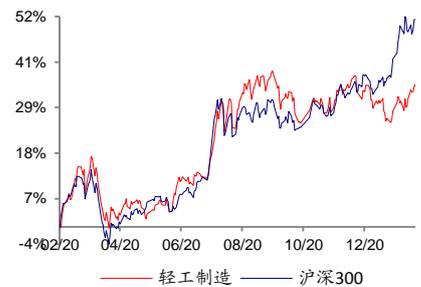
前次评级

买入

报告日期

2021-03-30

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



caoqianwen@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

轻工制造行业：前瞻关注一季报，家居预计亮眼，复盘十年消费 315 2021-03-17

轻工制造行业：聚焦两会提案，原材料对消费龙头冲击基本消化 2021-03-08

【广发轻工】个护文娱月报：原材料涨价影响分析，关注消费龙头 2021-03-02



重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
百亚股份	003006	CNY	21.51	2021/02/01	买入	18.40	0.43	0.53	50.02	40.58	37.71	31.09	15.70	16.10
中顺洁柔	002511	CNY	25.62	2021/02/28	买入	27.20	0.69	0.85	37.13	30.14	24.53	20.93	18.00	18.90
晨光文具	603899	CNY	80.15	2020/10/27	买入	81.50	1.33	1.63	60.26	49.17	48.46	38.74	23.90	23.90
齐心集团	002301	CNY	11.55	2020/10/29	买入	21.83	0.44	0.62	26.25	18.63	16.59	11.97	8.80	11.10
稳健医疗	300888	CNY	134.6	2021/01/12	增持	194.01	9.06	5.39	14.86	24.97	12.04	19.12	40.30	21.00
豪悦护理	605009	CNY	142.11	2021/03/26	买入	155.03	5.64	5.74	25.20	24.76	20.54	20.35	21.60	17.90
敏华控股	01999	HK	15.5	2021/03/17	买入	18.34	0.49	0.65	31.63	23.85	23.01	17.51	21.80	22.50
顾家家居	603816	CNY	81.55	2020/10/28	买入	71.28	2.13	2.64	38.29	30.89	27.12	21.92	20.90	21.80
梦百合	603313	CNY	34.61	2021/01/20	买入	47.52	1.36	2.16	25.45	16.02	12.79	9.34	15.40	20.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算



目录索引

一、月度观点：卫生用品行业的国货替代	6
（一）卫生巾：经历过国货替代，当前格局相对稳定	6
（二）纸尿裤：国产品牌正在替代海外品牌	7
二、个护行业：具备刚需属性，格局持续迭代	9
（一）生活用纸：处于量价提升扩张期，浆价向上	9
（二）吸收性卫生用品：需求稳中有升，供给格局变化	12
三、文娱：C端需求旺盛，B端景气向上	16
（一）ToC：文具景气向上，疫情后具备补偿性需求	16
（二）ToB：近期持续向上，科力普&齐心维持高增	17
四、风险提示	18



图表索引

图 1: 卫生巾行业格局 (%)	6
图 2: 2020 年 1 月淘数据卫生巾线上格局	6
图 3: 纸尿裤行业格局 (%)	7
图 4: 2020 年 2 月淘数据纸尿裤线上格局	7
图 5: 2019 年中国 90 后妈妈母婴商品及品牌资讯获取渠道	7
图 6: 纸尿裤直播示意图	8
图 7: 豪悦无木浆多维复合芯体结构示意图	8
图 8: 社会零售总额当月值	9
图 9: 社会零售总额日用品类当月值	9
图 10: 中国面巾纸行业规模	9
图 11: 中国厕纸行业零售额	9
图 12: 生活用纸电商销售额	10
图 13: 生活用纸电商销售量	10
图 14: 面巾纸市场份额 (%)	10
图 15: 厕纸市场份额 (%)	10
图 16: 2021 年 1 月生活用纸电商销售排名	10
图 17: 2021 年 1 月生活用纸电商销售额市占率	10
图 18: 恒安生活纸电商成交额	11
图 19: 维达电商成交额	11
图 20: 洁柔电商成交额	11
图 21: 清风电商成交额	11
图 22: CCFEI 价格指数: 溶解浆内盘	12
图 23: 国内浆价 (元/吨)	12
图 24: 港口库存	12
图 25: 卫生巾行业销售量	12
图 26: 卫生巾行业销售额	12
图 27: 卫生巾电商销售额	13
图 28: 卫生巾电商销售量与均价	13
图 29: 2021 年 1 月卫生巾电商销售额排名	13
图 30: 卫生巾市场份额 (%)	13
图 31: 苏菲电商成交金额	14
图 32: 七度空间电商成交金额	14
图 33: 纸尿裤行业销售量	14
图 34: 纸尿裤行业零售额	14
图 35: 纸尿裤电商销售额	14
图 36: 纸尿裤电商销售量与均价	14
图 37: 2021 年 2 月纸尿裤电商销售排名	15
图 38: 纸尿裤前十名市场份额 (单位: %)	15
图 39: 帮宝适和好奇电商数据成交金额	15



图 40: Babycare 和妙而舒电商成交金额	15
图 41: 社会零售总额当月值	16
图 42: 社零总额中办公文化用品零售额当月值	16
图 43: 文具电商销售额	16
图 44: 文具电商销售量与均价	16
图 45: 书写工具销售额	16
图 46: 书写工具销售量	16
图 47: 2020 年 11 月文具电商销售排名	17
图 48: 文具市场份额 (%)	17
图 49: 晨光销售额	17
图 50: 晨光销售量	17



一、月度观点：卫生用品行业的国货替代

个护行业经历格局迭代，也经历过国货替代，但由于发展时期和产品禀赋不同，卫生巾和纸尿裤的迭代趋势也不同。

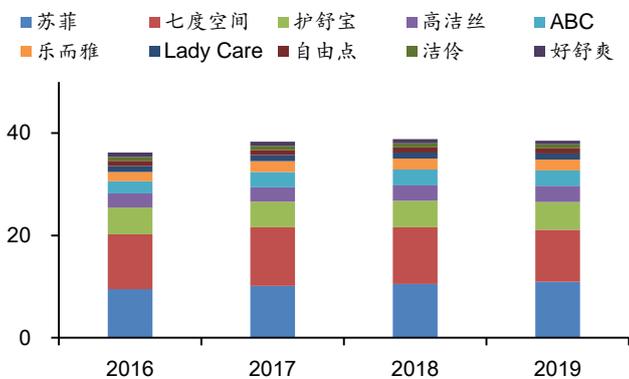
（一）卫生巾：经历过国货替代，当前格局相对稳定

卫生巾行业发展较早，经历过外资品牌掌控期及内资品牌扩张期，实现过国货替代。

80年代，最早的大品牌是恒安的“安乐”，起到对市场最早期的教育作用。90年代，随着海外市场进入平稳期，外资品牌进入中国市场，例如宝洁的“护舒宝”、花王的“乐而雅”、金佰利的“高洁丝”、尤妮佳的“苏菲”，带来设备和产品的升级，也通过广告推动市场教育，由此卫生巾渗透率过半，外资品牌与恒安同占头部地位。

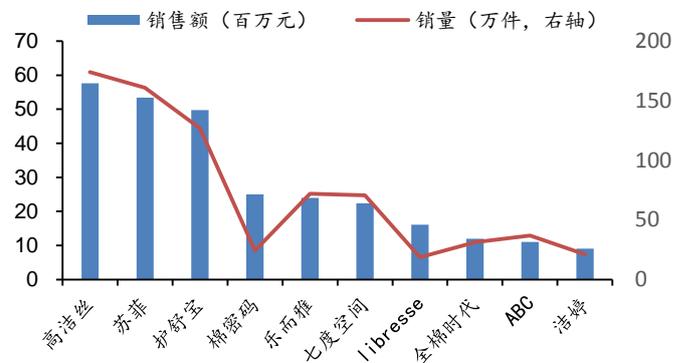
21世纪初，市场出现变化，作为直接与人接触的卫生用品，消费者对品牌有诉求，而国际品牌渠道下沉较缓，产品矩阵也有局限，因此高性价比的内资品牌应运而生，例如丝宝集团的“洁婷”、景兴的“ABC”、百亚的“自由点”。此后随着消费年龄下沉与习惯变化，以及出于规避价格战的需要，优秀的内资品牌纷纷差异化定位与品牌升级，例如恒安推出“七度空间”面对学生，“ABC”产品定位清凉等，实现功能细分，而外资品牌也逐渐实现价格和渠道的下沉。

图1：卫生巾行业格局（%）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图2：2020年1月淘数据卫生巾线上格局



数据来源：淘数据、广发证券发展研究中心

至此，内资也有品牌进入头部行列，形成内资外资各占半壁江山的格局。当前，格局整体相对稳定，但内外资也各有品牌通过产品或渠道迭代实现超越行业的增长以及份额提升，例如内资的自由点与外资的高洁丝。前者产品矩阵丰富、迭代迅速，立足西部向外扩展，线上线下结合发展。总结来看，卫生巾行业经历过国货替代，国产品牌凭借高性价比迅速扩张，又凭借差异化定位立足头部行列。



(二) 纸尿裤：国产品牌正在替代海外品牌

纸尿裤行业当前仍处在格局迭代中，过去外资品牌占据头部地位，2015年宝洁的帮宝适、花王的妙而舒、金佰利的好奇，三个品牌合计市占率50%。当前渠道迭代，集中度快速下降，行业集中度CR3从2015年的50%降至2019年的36%，CR5从61%下滑至50%，其中帮宝适从2014年的32%下滑至20%，妈咪宝贝从8%下滑至4%。而内资品牌通过渠道拓展和产品升级，实现弯道超车，带来行业国货替代，以新零售品牌为代表。例如私域流量代表凯儿得乐、电商品牌代表babycare，扩张速度快，国产替代成为格局变迁关键。

图3：纸尿裤行业格局（%）

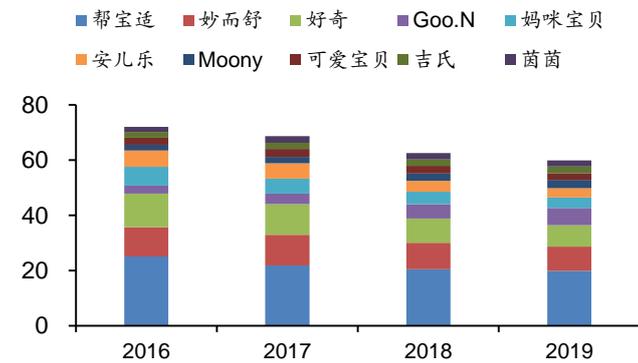
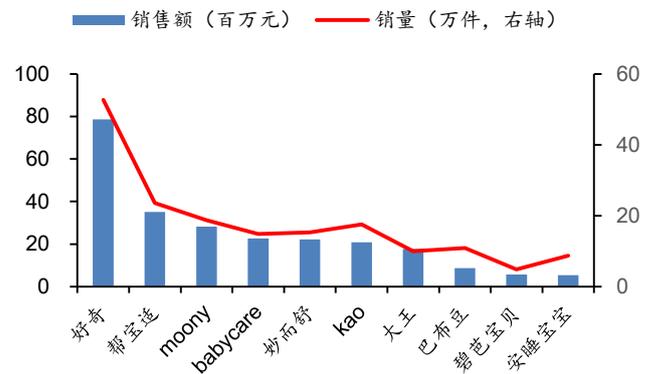


图4：2020年2月淘数据纸尿裤线上格局

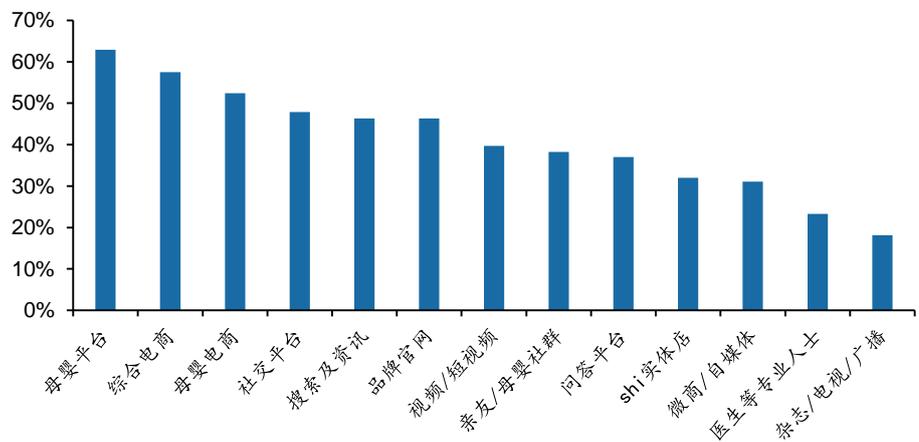


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

数据来源：淘数据、广发证券发展研究中心

(1) 格局迭代的原因主要在渠道。纸尿裤原本集中在现代渠道（大卖场+连锁超市，薄利多销），传统渠道（街边店+夫妻店，量小利润高）。经销模式下大品牌拥有优质经销商带来的先发优势，以及维系多年的终端壁垒，格局相对稳定。当前，消费习惯改变，新兴渠道包括电商平台（消费习惯改变，成为主流选择）、线下母婴渠道（高端化专业化）、线下微商直销（推新主力，传播快速）、月子中心等其他渠道，当前新渠道占比反而超过传统商超，也给新品牌特别是内资品牌以弯道超车机会。

图5：2019年中国90后妈妈母婴商品及品牌资讯获取渠道



数据来源：艾瑞咨询、广发证券研究发展中心



①平台电商：纸尿裤适合线上销售，其一，纸尿裤产品保质期一般1-3年，容易存储与运输；其二，不同婴儿的使用量范围相近，突发需求较少；其三，母婴产品是半产品半服务，纸尿裤的需求也伴生育儿知识的诉求，线上会是第一流量入口。

②私域流量：微商渠道善于通过口碑效应打造品牌，而新手妈妈获取育儿信息时诉求与社区于周边亲友，因此纸尿裤购买带有社交属性，对品牌资讯一般口耳相传，所以死于流量也适合纸尿裤推广。

(2) 品牌当前阶段粘性较低。纸尿裤属于特定阶段高频使用、其他大部分阶段低频使用的产品，消费者复购效应不强，所以相对卫生巾，纸尿裤的品牌粘性较低，才给小品牌弯道超车机会。内资品牌营销配合渠道迭代，抢占消费者心智，比如IP跨界、直播测评、KOL信任、进驻社区等。

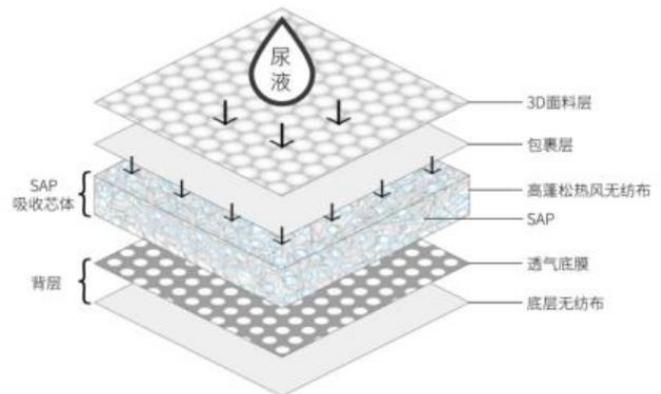
(3) 产品存在迭代空间，成为新品牌推广的基础。纸尿裤国产之所以替代外资，除渠道迭代外，产品力改进也很重要。一方面，内资品牌的产品更加细分，迭代更快，针对性别、阶段不同宝宝推出不同产品，特别是新零售品牌，这与其生产零售分离、效率提升有关。另一方面，内资纸尿裤的原材料不断升级（主要吸水层领域），可以在完成透气性、表层干燥、防侧漏、吸收量大的基础上再做到薄和柔。

图6：纸尿裤直播示意图



数据来源：搜狐新闻《直播预告|3月5日下午 15:30 爱婴室纸尿裤专场直播来啦!》、广发证券发展研究中心

图7：豪悦无木浆多维复合芯体结构示意图简图



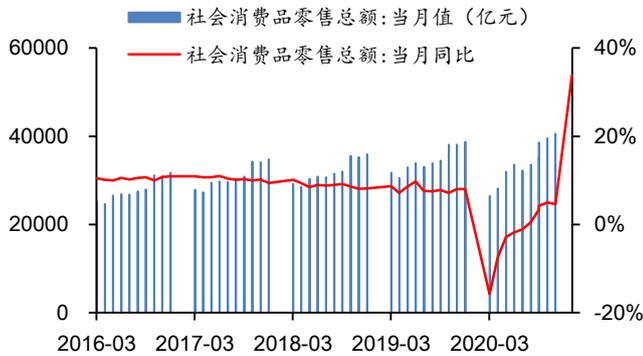
数据来源：豪悦护理招股书、广发证券发展研究中心



二、个护行业：具备刚需属性，格局持续迭代

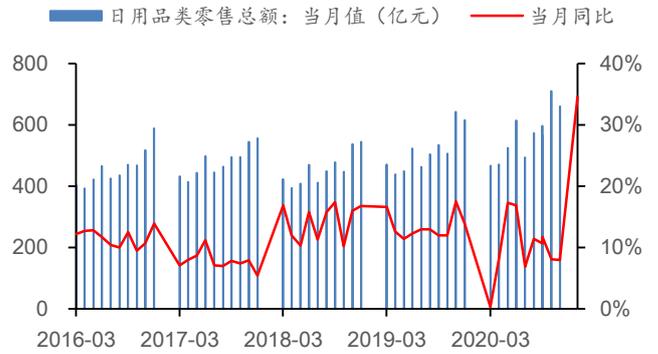
21年1-2月社零总额同比高增，增速达33.8%，其中日用品类零售总额增速高达34.6%，由于去年疫情低基数所致。

图8：社会零售总额当月值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：社会零售总额日用品类当月值



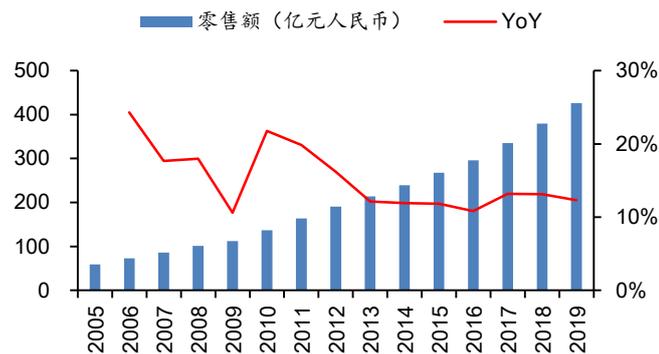
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(一) 生活用纸：处于量价提升扩张期，浆价向上

1. 需求端：行业景气向上，双十一销售靓丽

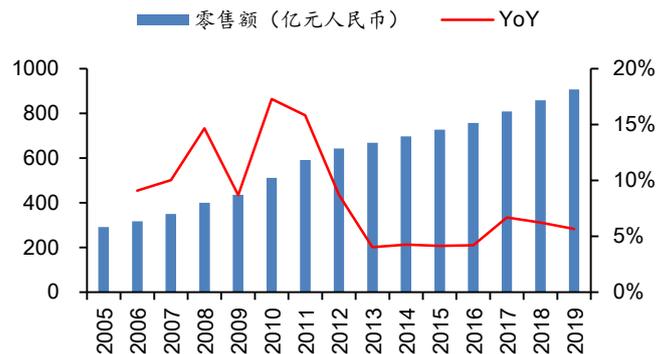
我国人均用纸量较低，生活纸行业处于景气向上的扩张期，而且有产品结构升级趋势。面巾纸近5年增速保持在10-15%，高于厕纸近5年5%左右的增速。

图10：中国面巾纸行业规模



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图11：中国厕纸行业零售额

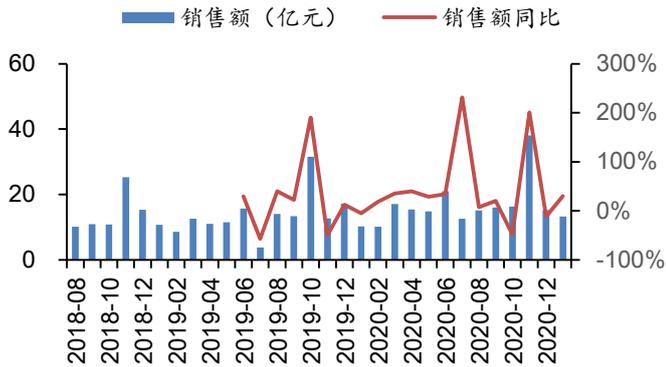


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

根据淘数据，2021年1月生活用纸电商销售额约13.21亿元，同比增长29.9%，环比减少13.2%；销售量约5288万件，同比增长45.8%，环比减少11.1%，21年1月促销活动较少，因此销量环比下降，而去年同期春节因素，因此同比基数小。

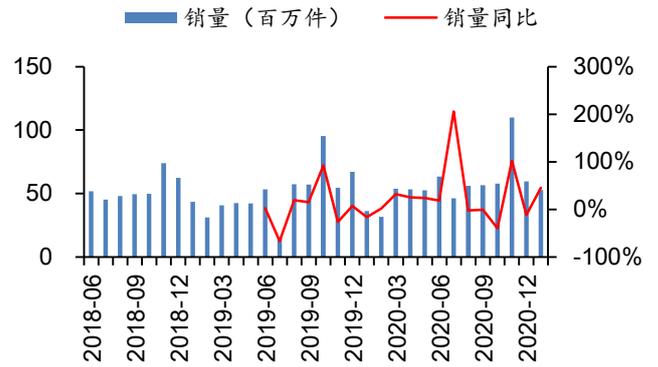


图12: 生活用纸电商销售额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图13: 生活用纸电商销售量

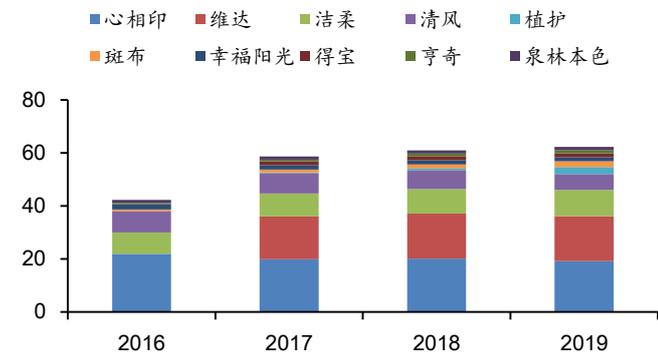


数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

2. 供给端: 龙头地位稳固, 维达与洁柔电商增速最高

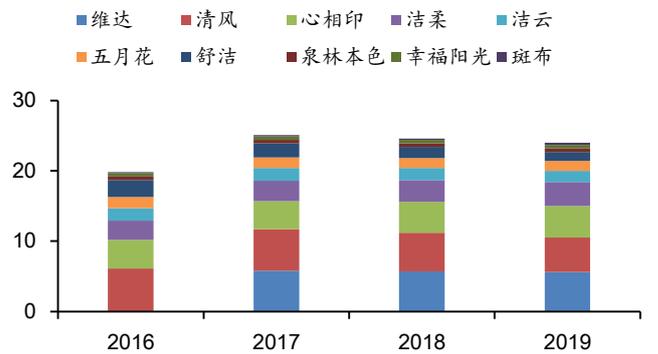
根据淘数据, 近三年维达、心相印、清风和洁柔地位稳固, 2021年1月上述品牌销售额均超1亿元, 合计占45%的电商份额, 相较20年12月上述品牌合计线上份额占比下降, 主要系20年12月促销季头部品牌宣传更足、折扣更大, 提高集中度。

图14: 面巾纸市场份额 (%)



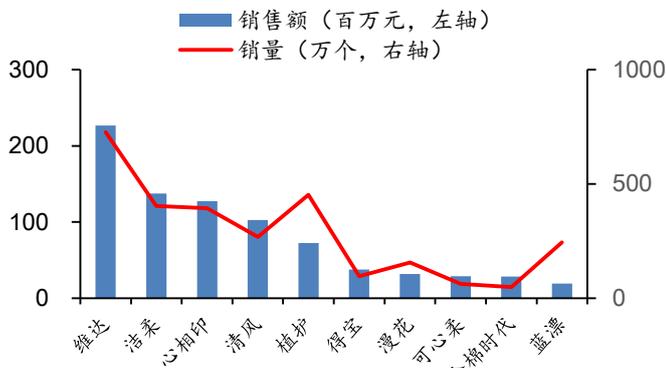
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: 厕纸市场份额 (%)



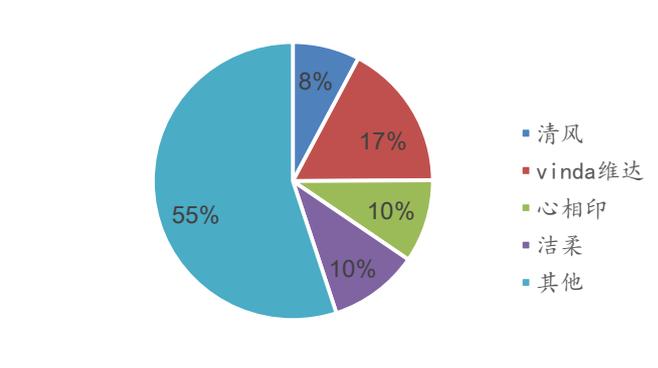
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图16: 2021年1月生活用纸电商销售排名



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图17: 2021年1月生活用纸电商销售额市占率

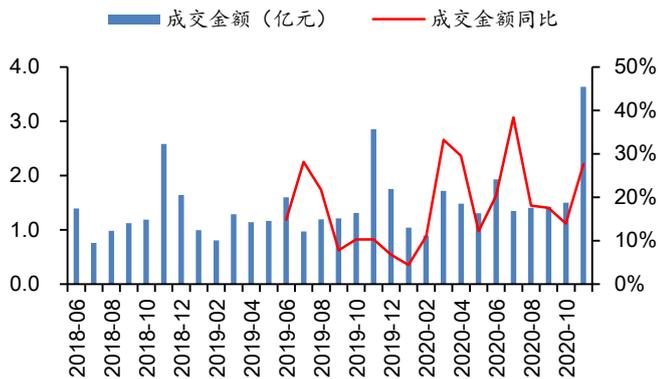


数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心



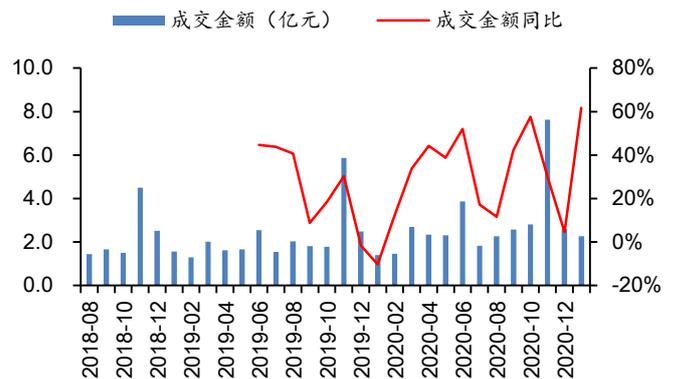
根据淘数据，2021年1月维达销售额2.27亿元，同比增长61.7%，电商市占率17%。洁柔销售额1.37亿元，同比增长59.8%，电商市占率10.4%。心相印销售额1.27亿元，同比增长22.4%，电商市占率9.6%。清风销售额1.02亿元，同比减少18.2%，电商市占率7.8%。

图18: 恒安生活纸电商成交额



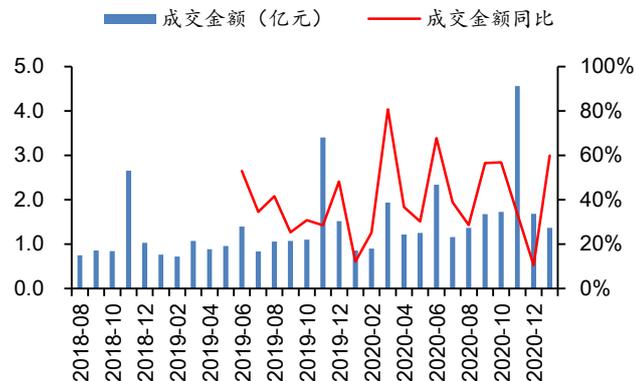
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图19: 维达电商成交额



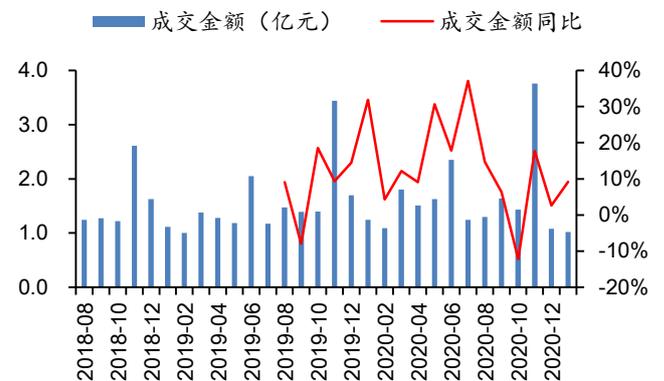
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图20: 洁柔电商成交额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图21: 清风电商成交额



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

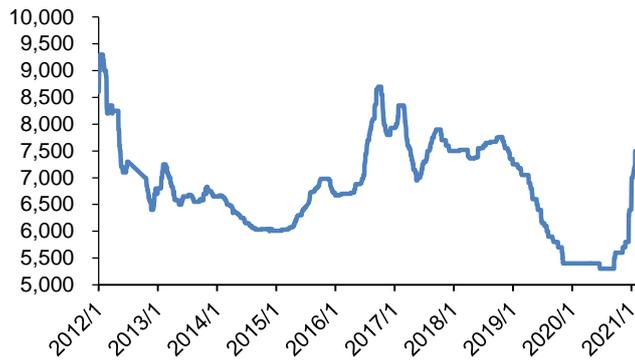
3. 成本端：浆价持续上行

浆价上行驱动由供给切换至需求，叠加库存周期，浆价上行可持续。本轮浆价上涨初期为海外疫情反复，国际货运短缺导致纸浆供给出现阶段性短缺，纸浆期货快速上行。我们认为，在当前时点，纸浆上涨驱动由短期供给切换至需求，浆价上行持续性强，后续纸浆或出现阶段性回调，但全年纸浆价格或将维持高位。

需求方面，在全球疫苗接种持续增加，全球单日新冠确诊人数趋势性下降的基础上，国际需求修复。我国纸品直接出口量较小，但是有大量包装纸品以产品形式出口，海外需求回暖将对国内包装纸（主要为白卡纸、箱板纸、瓦楞纸）企业产生二阶影响。国内方面，受益于建党百周年，文化纸需求或超预期。

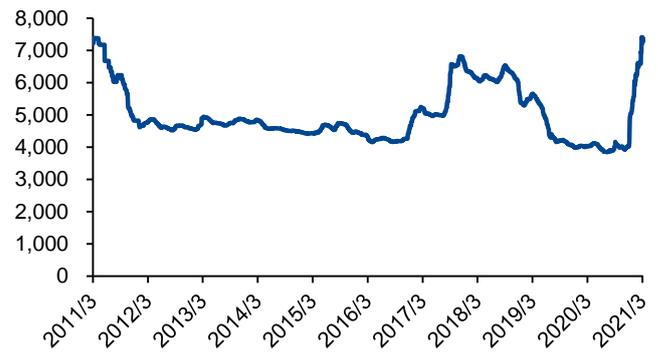


图22: CCFEI价格指数: 溶解浆内盘



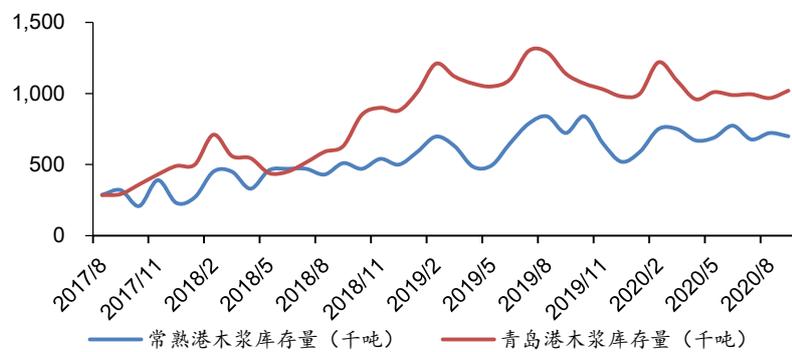
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 国内浆价(元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图24: 港口库存



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

(二) 吸收性卫生用品: 需求稳中有升, 供给格局变化

1. 卫生巾: 销售额平稳增长, 高洁丝快速增长

需求端: 近两年卫生巾增速整体下降趋势, 销售量基本平稳, 均价有所提升。

图25: 卫生巾行业销售量



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图26: 卫生巾行业销售额

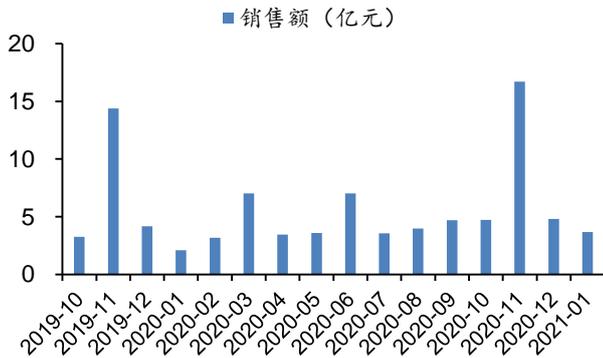


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心



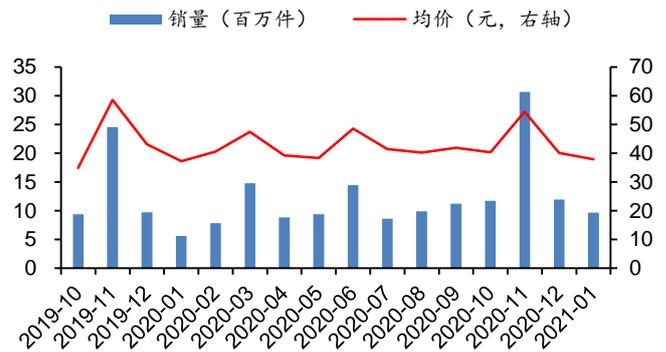
根据淘数据，2021年1月卫生巾电商渠道销售量968万件，同比增长72.5%，环比减少19.1%，电商销售额3.67亿元，同比增长75.5%，环比减少23.5%。电商平台卫生巾平均销售单价为38元。同比高增主要系20年1月正值春节+疫情，基数低，而环比下降主要因20年12月促销季结束，21年1月相对淡季。

图27: 卫生巾电商销售额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

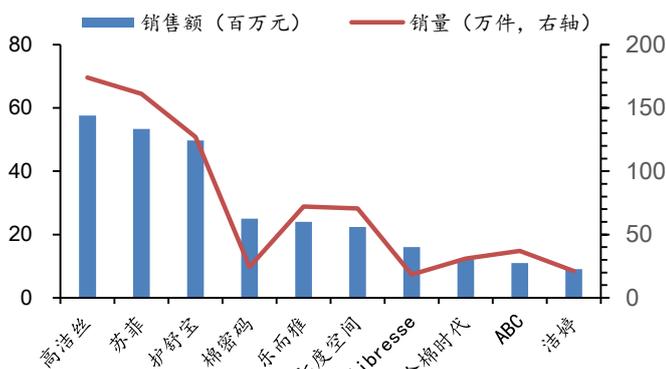
图28: 卫生巾电商销售量与均价



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

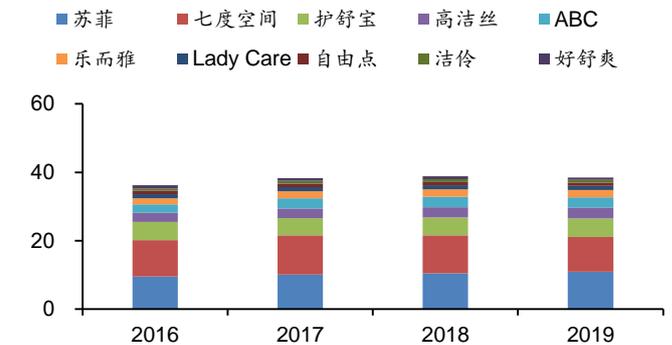
卫生巾行业龙头壁垒深、但龙头间有此消彼长。总体来看，苏菲市占率逐年上升，2019年达10.9%，位于行业第一。七度空间2019年达到10.2%，仅次于苏菲。护舒宝市占率先降后升，上升主要源于液体卫生巾产品。

图29: 2021年1月卫生巾电商销售额排名



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图30: 卫生巾市场份额 (%)

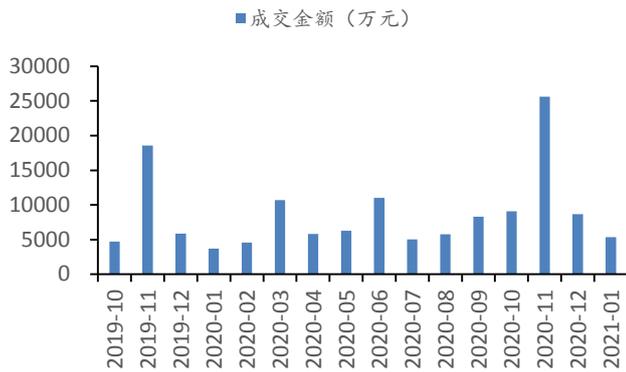


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

根据淘数据，电商渠道来看，2021年1月高洁丝销售额为5760万元，排名第一，同比增长193.83%。苏菲销售额为53.4万元，排名第二，同比增长44.52%，延续稳健发展。七度空间销售额为22.4万元，排名第六，同比下降5.36%，电商布局较其他龙头稍显落后。洁婷销售额为9.09万元，排名第九，同比下降2.69%。自由点没有排在前十，主要因公司提价后当月无法做活动，后面将蓄力妇女节等活动。

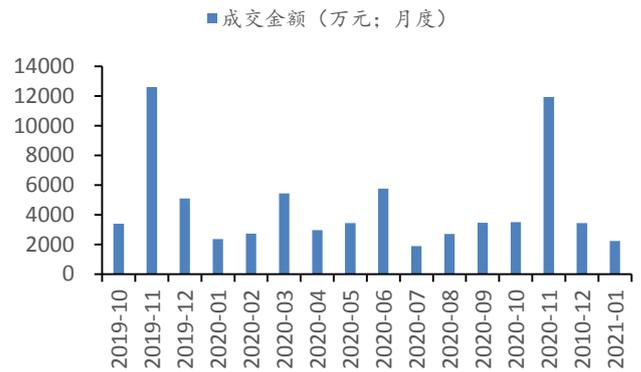


图31: 苏菲电商成交金额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图32: 七度空间电商成交金额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

2. 纸尿裤: 格局快速迭代, 好奇电商表现最好

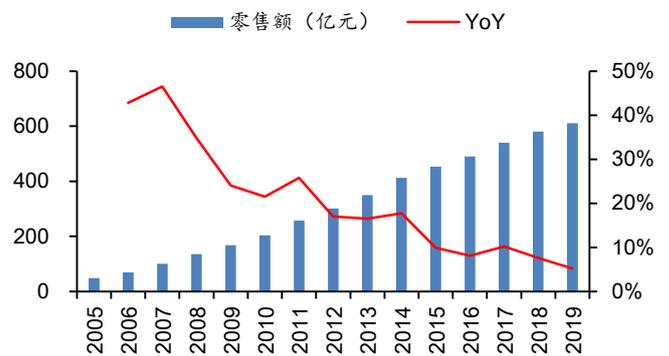
需求端: 纸尿裤的销售量和零售额持续增长, 但增速呈下行趋势。根据淘数据, 2020年纸尿裤电商各月同比增速相对平淡。主要系出生率下滑而渗透率提升相对缓慢, 因此纸尿裤出货表现低于前期预期。

图33: 纸尿裤行业销售量



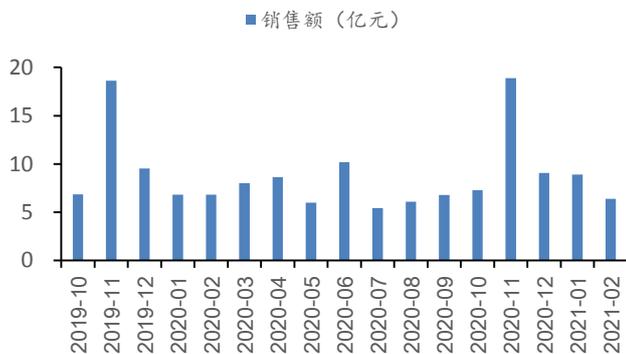
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图34: 纸尿裤行业零售额



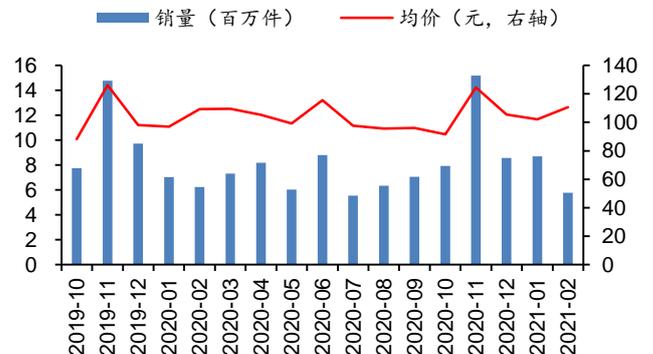
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图35: 纸尿裤电商销售额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图36: 纸尿裤电商销售量与均价

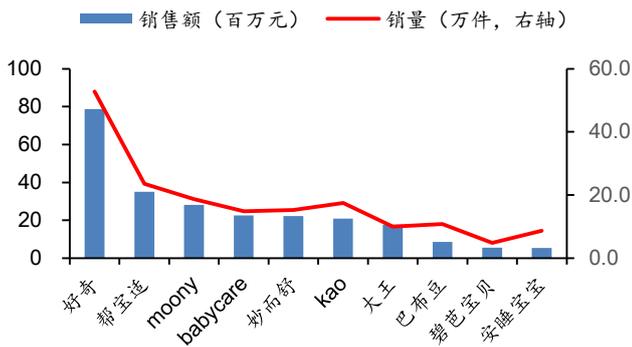


数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心



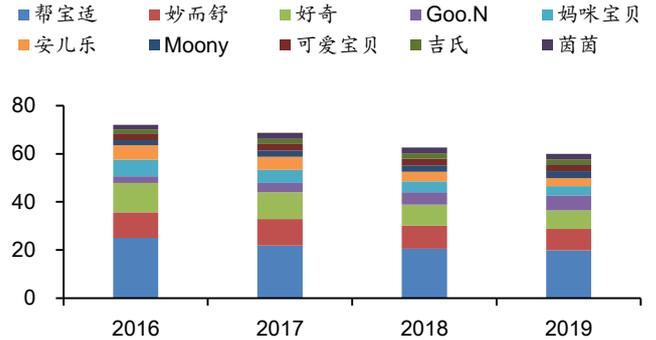
供给端：帮宝适先前具备垄断地位，近6年份额下降但仍超过20%。花王妙而舒市占率2019年增至8.8%，仅次于帮宝适。而新零售品牌和内资品牌大幅扩张，例如电商品牌babycare、微商品牌凯儿得乐等。当前来看，babycare电商增长镜头依然强势，跻身前列，而好奇和帮宝适等传统品牌也因适应互联网打法+产品性价比提升，呈现回暖趋势。

图37: 2021年2月纸尿裤电商销售排名



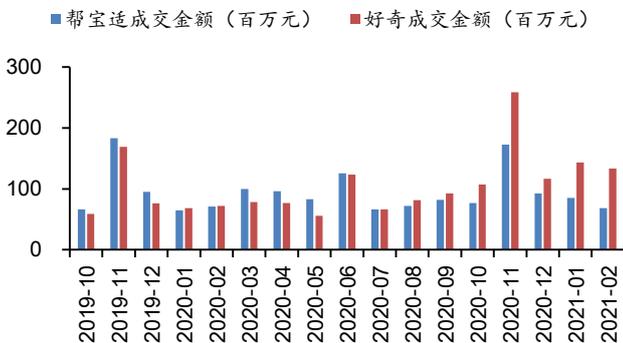
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图38: 纸尿裤前十名市场份额 (单位: %)



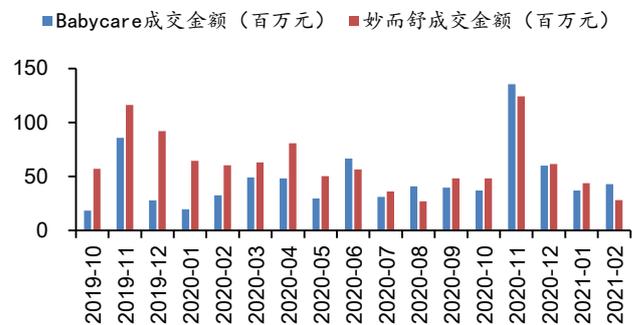
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图39: 帮宝适和好奇电商数据成交金额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图40: Babycare和妙而舒电商成交金额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

3. 成本端: 上游价格有所上涨

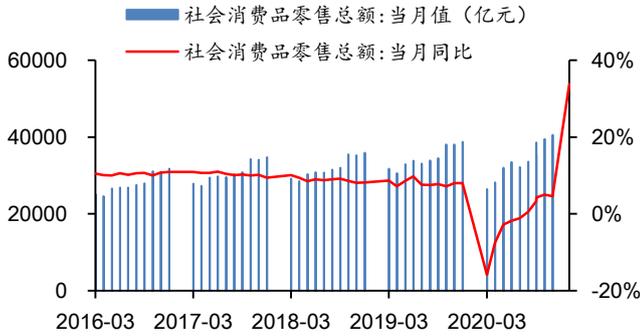
卫生巾何纸尿裤上游原材料分散, 由于非大宗商品, 价格基本维持稳定。但目前大宗产品价格上行周期, 无纺布上游粘胶短纤与涤纶短纤也有上行趋势, 但目前来看价格涨幅相对较小, 卫生巾与纸尿裤利润影响相对可控。此外, 公司每年产品均有结构化的间接提价, 抵御盈利冲击。



三、文娱：C端需求旺盛，B端景气向上

21年1-2月文化办公用品社零数据同比快速增长，增速达38.3%，主要系疫情期间基数较低，当前景气度高。

图41：社会零售总额当月值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：社零总额中办公文化用品零售额当月值

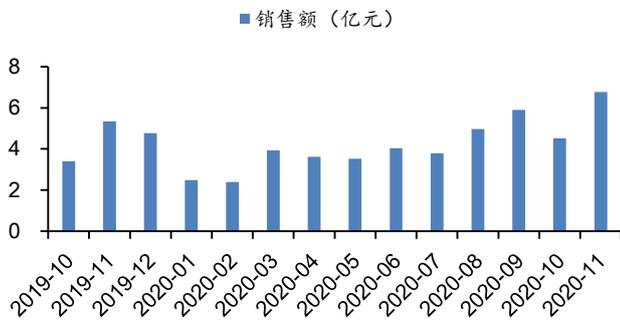


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）ToC：文具景气向上，疫情后具备补偿性需求

根据淘数据，书写工具销售呈现量价齐升。2020年下半年呈稳健增长。

图43：文具电商销售额



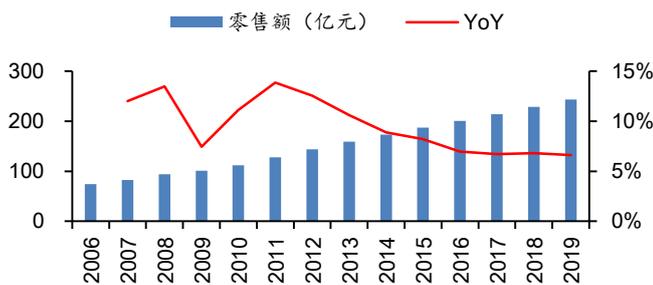
数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图44：文具电商销售量与均价



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图45：书写工具销售额



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图46：书写工具销售量

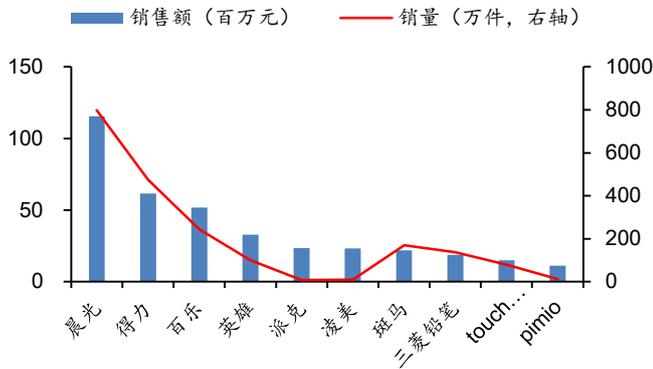


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心



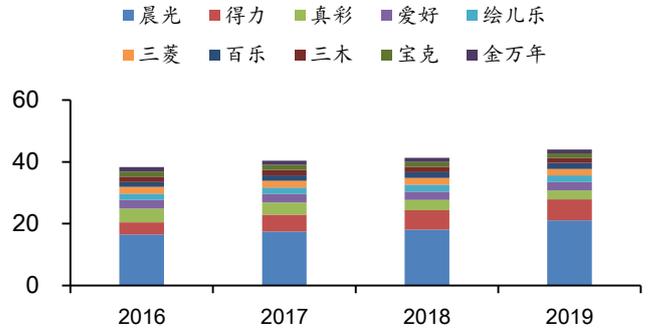
格局来看，晨光文具表现最为突出，长期占据书写工具市占率第一，销售额接近第二名得力的两倍，2019年市场份额上涨至21.1%。电商渠道来看，根据淘数据，2020年晨光文具每月均为销售量排名第一，线上市占率由20年初10%左右升至20年11月的17%左右。

图 47: 2020年11月文具电商销售排名



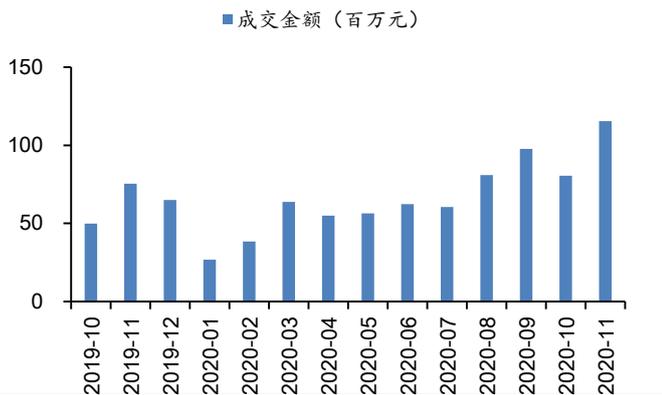
数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图 48: 文具市场份额 (%)



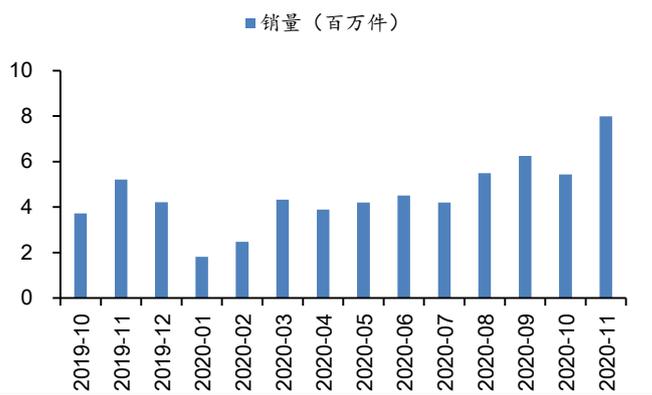
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 49: 晨光销售额



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

图 50: 晨光销售量



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

(二) ToB: 近期持续向上, 科力普&齐心维持高增

阳光集采推动办公B端快速成长, 集成供应商持续构建差异化壁垒, 龙头企业在采购、技术、供应链等各方面综合实力表现更强。

齐心集团: 公司搭建“硬件+软件+服务”的企业办公服务平台。办公物资领域已体现规模优势, 企业级SaaS服务增强客户粘性。

晨光文具: “一体两翼”发展战略。传统业务得到品牌力、渠道力和生产力的稳定支撑; 直销业务拥有团队优势、仓储物流布局完善、对接能力强和客户结构完整四大支柱提供核心保障; 精品文创促进品牌升级。



四、风险提示

（一）宏观经济增长不及预期

宏观经济影响居民消费力，对于个护产品与文具产品虽然是需求刚性，但平均价格可能受消费水平影响。

（二）办公文具发展不及预期

办公文具快速增长，但采购受政策影响会有波动。

（三）个护产品竞争格局恶化

当前需求趋于稳定，但个护产品供给端仍较拥挤，特别是纸尿裤在二胎政策之后产能大幅增长，带来供需压力，从而影响售价和龙头地位。



广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
 陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
 张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
 曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经



营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

