

轻工制造2021年度策略

聚焦景气、格局双优化，新型烟草蓄势待发

史凡可/马莉/傅嘉成/姜文铤

2020年11月

摘要

□ 核心观点

• 持续推荐景气修复&格局优化。

(1) 家居：竣工景气周期叠加消费强势回补，21年家居景气处于温和上升阶段。20年疫情期间细分龙头通过补贴等方式夯实品牌渠道建设，疫后自上而下首选竞争格局优化的软体、并建议关注整装破局的定制以及跨境电商驱动的出口。

(2) 造纸：全球货币政策刺激疫后需求景气复苏，叠加人民币升值周期，利好21年造纸资产配置。细分纸种文化纸、白卡纸疫后格局进一步优化，龙头企业份额足够集中；箱板纸外废进口清零限制，原料壁垒加速小企业出清。

• 看多新型烟草/海外大麻产业大势。

(1) 全球：美国雾化烟赛道PMTA执行在即、产业市场份额加速集中，加热不燃烧IQOS产品MRTP过审、开辟历史进程。

(2) 国内：中国雾化烟市场蓬勃发展、悦刻为代表的品牌方加速扩张，加热不燃烧中烟产品储备日益成熟、政策存在向上预期。

□ 配置思路

- **配置思路一：关注景气、格局双优化。** (1) 家居：关注格局优化，中期看好**欧派家居**（多品类多渠道运作通顺、整装破局）、**敏华控股**（供应链优势突出、内销提速发展阶段）、**顾家家居**（区域零售中心改革赋能增长、大家居战略稳步落地）。(2) 造纸：首选成长，持续关注**太阳纸业**（细分产品均处向上周期、规模扩张）、**博汇纸业**（白卡提价叠加管理改善，盈利弹性可期）。
- **配置思路二：电子烟产业链机遇。** 中烟加热不燃烧产品加速储备、潜在具向上催化。持续推荐关注**思摩尔国际**（凭借陶瓷核心技术绑定优质客群）、**华宝国际**（薄片滤嘴等资质全面、烟弹组装技术相对成熟）、**劲嘉股份**（新型烟草领域起步较早布局领先）。
- **配置思路三：高成长、低估值优质个股。** 复盘历史规模成长及估值，重点推荐**梦百合**（海外工厂布局深化制造实力、多品类扩张及零售布局）、**裕同科技**（中高端纸包龙头、3C包装制造实力突出&多领域拓展思路清晰）、**齐心集团**（产业互联网平台渐入佳境）。
- **配置思路四：长期领跑的核心资产。** 格局为王，长期配置蚂蚁市场的绝对龙头，建议布局**晨光文具**（传统业务积累渠道护城河、九木开店加速&科力普发展良好）、**公牛集团**（深耕民用电工领域、品类延伸助力成长）。

□ 催化剂

(1) 家居行业龙头集中度提升超预期；(2) 加热不燃烧政策存在向上预期；(3) 纸价提升超预期；(4) 跨境电商出口超预期

□ 风险提示

疫情影响持续时间超出预期或于冬季反复、贸易摩擦导致制造企业订单受影响、原材料价格或汇率剧烈波动

目录

C O N T E N T S

- 01 复盘&展望：疫情期间可选龙头抗风险能力得到验证，后疫情时代业绩张力或超预期
- 02 家居：坚定看多竣工兑现，重点推荐零售家居
- 03 造纸：赛道景气趋势上行，龙头价值有望重估
- 04 新型烟草：政策或存向上催化，蓄势待发、最为看好
- 05 其他：消费升级催化机遇，大办公、两片罐景气向上

01

复盘&展望：疫情期间可选龙头抗风险能力得到验证，后疫情时代业绩张力或超预期

板块涨幅跑赢大盘，处于行业中上游水平

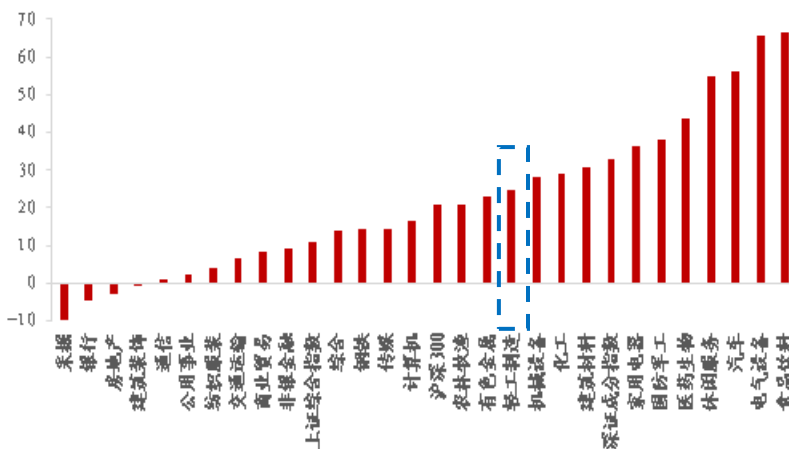
❑ **综合涨幅跑赢大盘：**截至2020年11月20日，上证综指+10.74%；深证成指+32.80%；轻工制造年内涨幅22.75%，略有跑赢沪深300。行业细分赛道涨跌幅排序依次为文娱用品（+32.76%）、家居（+32.37%）、造纸（+28.57%）、其他家用轻工（+19.27%）、包装印刷（+13.18%）。

❑ **轻工涨幅居行业中上游水平：**横向比较，轻工制造板块年内涨幅表现及估值水平均处于申万一级行业的61.5%分位。

❑ **高成长优质个股超额明显：**截至2020年11月20日，板块中涨幅居前的公司包括乐歌股份（+245.72%）、博汇纸业（+197.93%），年内具有良好成长的优质个股均经历EPS和PE双升。我们预期21年业绩为王，EPS将作为股价增长的核心驱动。

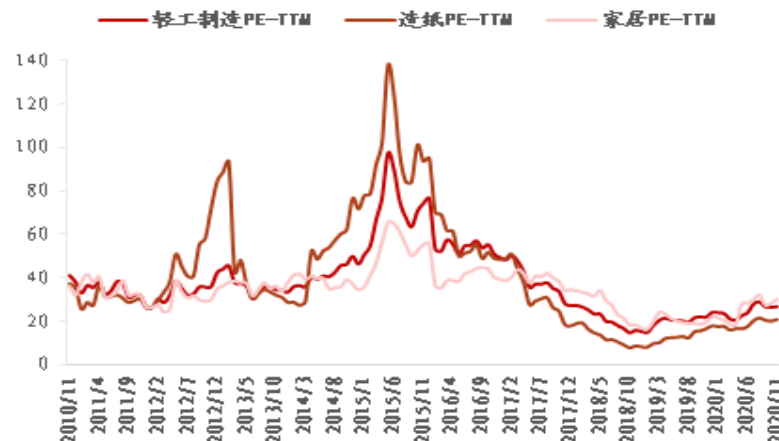
❑ **轻工估值仍处历史低位：**截至2020年11月20日，轻工制造行业估值约为27.31X，处于历史的26.95%分位。细分板块中造纸估值约为21.34X，处于历史30.27%分位；家居估值约为30.21X，处于历史26.76%分位。

图：本年度市场涨跌幅（%）



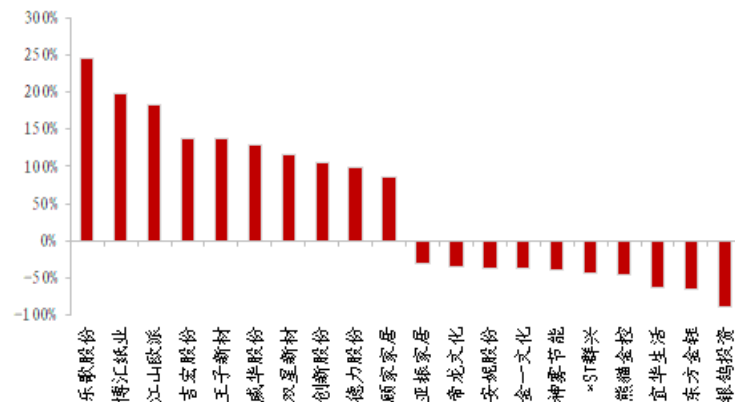
数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：轻工制造行业市盈率



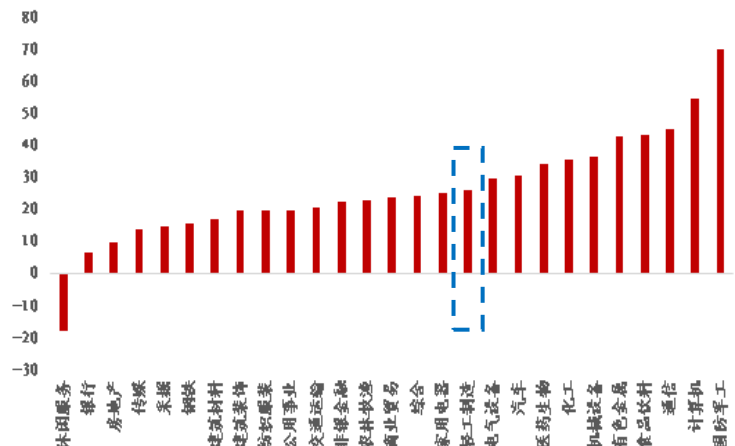
数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：板块年度涨跌幅前十股票



数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：行业市盈率比较

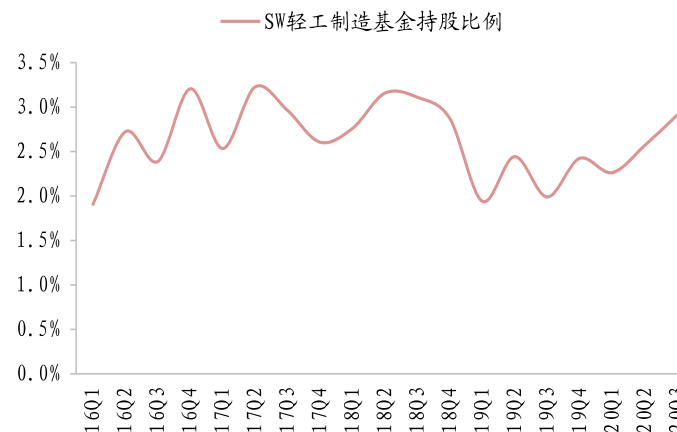


数据来源：Wind，浙商证券研究所

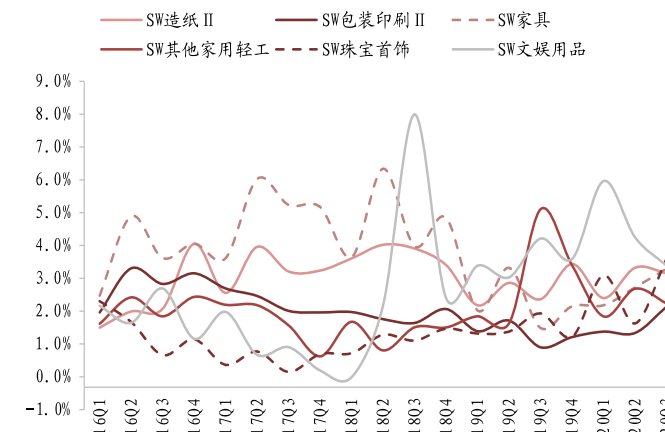
外资青睐消费白马，基金增配可选消费

- 家居、必选消费白马更受外资青睐。轻工板块外资持股市值前三分别为索菲亚、欧派家居、晨光文具，对应持股金额54亿、49亿、25亿，占总市值比例21.03%、6.23%、3.53%。
- 20Q3持仓向基本面环比修复的可选配置。20Q3轻工基金持仓比例达到2.91%，环比增加0.35pct，其中家居、包装、珠宝增配居前。个股来看，年内公牛集团、裕同科技、顾家家居基金加仓市值居前，分别达到67亿、13亿、12亿。

图：轻工板块基金公司持股情况



图：轻工板块基金公司持股情况

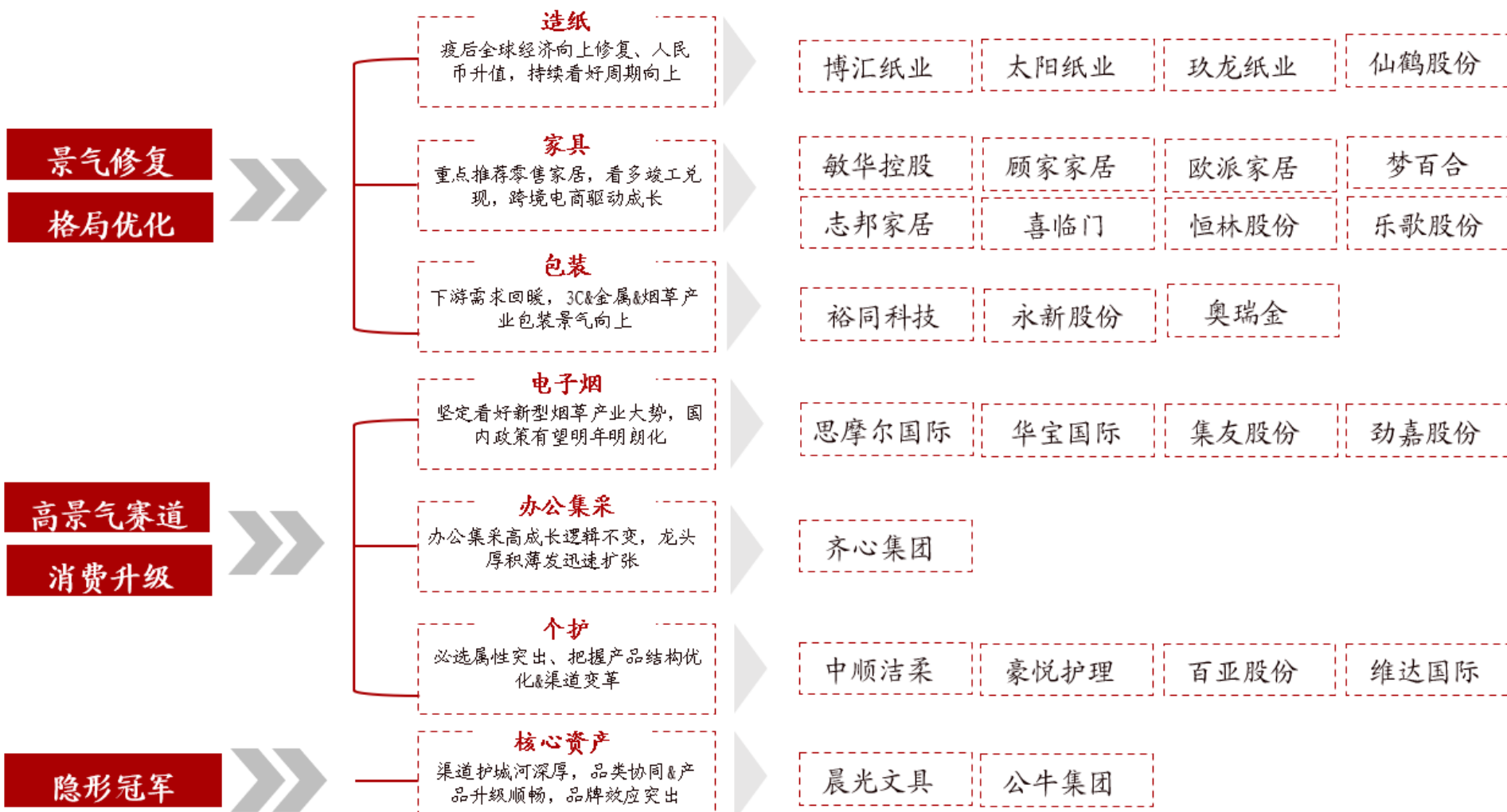


图：轻工板块公司外资持股情况

基金持股市值 (亿元)		基金持股比例	基金加仓市值 (亿元)		基金加仓比例	外资持股市值 (亿元)		外资持股比例
公牛集团	67.11	6.00%	公牛集团	67.11	6.00%	索菲亚	54.43	21.03%
顾家家居	42.36	8.60%	裕同科技	12.57	4.91%	欧派家居	48.77	6.23%
太阳纸业	40.20	10.32%	顾家家居	12.38	2.51%	晨光文具	25.15	3.53%
晨光文具	36.05	5.06%	乐歌股份	9.80	14.97%	顾家家居	18.67	3.79%
裕同科技	35.96	14.04%	博汇纸业	9.63	4.87%	中顺洁柔	12.58	4.72%
欧派家居	33.95	4.34%	吉宏股份	5.94	4.93%	裕同科技	9.45	3.69%
吉宏股份	16.83	13.97%	永艺股份	5.27	11.50%	太阳纸业	5.72	1.47%
尚品宅配	14.06	10.89%	豪悦护理	3.14	1.59%	奥瑞金	5.15	3.59%
老凤祥	10.65	5.56%	宝钢包装	2.69	4.12%	劲嘉股份	4.94	3.30%
博汇纸业	10.42	5.27%	恒林股份	2.69	4.39%	周大生	4.17	2.10%

21年展望：关注景气格局双优&电子烟产业大势

图：轻工板块核心公司逻辑梳理



21年展望：关注景气格局双优&电子烟产业大势

图：轻工板块重点公司历史收入、利润表现（单位：亿元）

单位：亿元	19年收入	15-19收入CAGR	19年净利润	15-19净利润CAGR	17净利率	18净利率	19净利率	17ROE	18ROE	19ROE	总市值	20PE	21PE	22PE
家具														
帝欧家居	55.70	94.8%	5.58	79.8%	10.2%	8.7%	10.0%	8.9%	13.3%	16.6%	82.22	12.35	9.45	7.56
江山欧派	20.27	32.5%	2.69	30.1%	13.6%	11.6%	13.3%	15.9%	14.7%	21.8%	107.00	25.57	18.79	14.63
顾家家居	110.94	31.7%	12.20	25.6%	12.5%	11.0%	11.0%	22.3%	23.0%	22.0%	489.49	36.24	30.11	25.39
喜临门	48.71	30.3%	4.12	21.4%	8.9%	-10.1%	8.5%	11.1%	-17.6%	15.4%	72.83	21.05	16.78	13.88
梦百合	38.32	29.1%	3.92	24.2%	6.6%	6.4%	10.2%	9.9%	11.4%	18.3%	114.54	22.91	15.09	12.12
金牌厨柜	21.25	28.3%	2.42	50.4%	11.6%	12.3%	11.4%	27.8%	22.7%	22.9%	54.58	19.11	15.90	13.21
乐歌股份	9.78	27.0%	0.63	5.4%	8.4%	6.1%	6.4%	16.1%	8.1%	8.2%	64.81	28.97	19.50	14.54
志邦家居	29.62	25.6%	3.29	25.6%	10.9%	11.2%	11.1%	20.0%	15.4%	17.6%	87.28	24.08	19.43	16.32
欧派家居	135.33	24.6%	18.39	39.7%	13.4%	13.7%	13.6%	25.8%	22.7%	21.7%	778.07	37.82	31.61	27.17
索菲亚	76.86	24.5%	10.95	24.8%	14.7%	13.2%	14.2%	22.0%	20.6%	21.3%	256.01	21.61	18.89	16.75
尚品宅配	72.61	23.8%	5.29	39.5%	7.1%	7.2%	7.3%	18.0%	17.1%	16.1%	135.79	37.89	24.63	21.25
永艺股份	24.50	21.2%	1.85	19.4%	5.5%	4.4%	7.6%	15.8%	10.2%	15.0%	46.74	17.05	13.59	11.06
恒林股份	29.04	17.4%	2.47	6.2%	8.9%	7.5%	8.5%	19.6%	7.7%	10.3%	60.33	15.80	11.91	9.67
敏华控股	112.69	16.3%	14.97	7.9%	15.3%	12.3%	13.7%	27.9%	22.4%	25.3%	467.24	29.36	23.80	19.48
海鸥住工	25.69	10.6%	1.35	30.4%	4.7%	1.9%	5.2%	7.2%	2.6%	8.4%	45.53	28.37	19.65	15.13
大亚圣象	72.98	-1.3%	7.37	17.2%	10.5%	10.5%	10.1%	20.6%	19.0%	15.5%	88.24	12.40	10.97	9.64
造纸														
仙鹤股份	45.67	24.4%	4.39	35.0%	13.1%	7.1%	9.6%	18.6%	9.9%	12.9%	162.73	25.08	21.37	17.89
山鹰纸业	232.41	24.1%	13.52	59.8%	11.6%	14.1%	5.8%	21.5%	27.6%	10.0%	151.65	10.29	8.05	6.59
太阳纸业	227.63	20.4%	21.98	30.6%	11.9%	10.3%	9.7%	22.7%	19.5%	16.1%	391.79	18.99	13.81	11.74
玖龙纸业	547.92	16.0%	38.60	28.6%	11.2%	14.8%	7.1%	15.7%	23.9%	10.5%	420.36	8.00	7.03	5.48
理文造纸	246.86	13.3%	28.98	10.4%	19.3%	15.0%	12.0%	26.0%	21.7%	13.8%	240.05	10.08	9.46	9.64
晨鸣纸业	303.95	10.8%	17.53	-4.5%	12.8%	8.9%	5.8%	15.8%	8.5%	5.6%	154.59	11.29	9.15	7.94
博汇纸业	97.40	8.4%	1.34	32.7%	9.8%	3.1%	1.4%	18.9%	5.1%	2.6%	199.59	20.41	12.41	10.26
包装														
裕同科技	98.45	23.1%	10.68	12.8%	13.4%	11.4%	10.8%	20.2%	17.7%	17.4%	255.15	19.37	15.66	12.91
永新股份	26.00	9.9%	2.74	10.8%	10.5%	9.9%	10.6%	12.2%	12.8%	15.2%	53.61	17.30	15.19	12.78
奥瑞金	93.69	8.9%	6.93	-9.0%	9.4%	2.7%	7.4%	13.0%	4.1%	12.2%	143.45	21.25	16.81	13.87
必选消费														
豪悦护理*	19.53	61.4%	3.15	142.9%	8.8%	12.8%	16.1%	52.9%	64.5%	65.4%	197.14	29.10	26.67	21.44
齐心集团	59.81	39.4%	2.30	84.6%	4.4%	4.6%	3.8%	6.4%	7.6%	8.4%	115.90	35.72	26.43	19.87
晨光文具	111.41	31.3%	10.76	27.5%	9.9%	9.5%	9.7%	24.5%	26.2%	28.2%	704.84	55.73	44.65	36.06
公牛集团	100.40	22.5%	23.04	23.2%	17.8%	18.5%	22.9%	59.8%	69.6%	52.4%	1,106.99	47.24	39.27	33.42
中顺洁柔	66.35	22.4%	6.04	61.8%	7.5%	7.2%	9.1%	12.3%	12.7%	16.4%	270.37	29.62	24.52	20.71
百亚股份	11.49	13.5%	1.28	17.2%	8.1%	9.3%	11.1%	11.6%	15.5%	20.0%	91.54	48.19	37.72	29.90
维达国际	144.07	15.4%	10.20	40.3%	4.6%	4.4%	7.1%	8.0%	7.4%	12.5%	221.78	14.13	12.82	11.60
恒安国际	225.66	2.4%	39.08	3.6%	19.2%	18.5%	17.4%	24.6%	23.1%	22.6%	560.15	11.60	10.70	9.96
新型烟草														
思摩尔国际	76.15	125.6%	21.74	175.0%	12.1%	21.4%	28.5%	56.4%	106.5%	255.2%	2,497.53	86.11	53.09	36.87
盈趣科技	38.54	40.8%	9.80	56.2%	30.1%	29.2%	25.4%	81.0%	24.7%	25.4%	317.60	27.91	22.03	17.71
集友股份	6.71	39.9%	2.03	44.4%	42.4%	25.6%	30.3%	21.4%	20.0%	23.5%	150.80	61.67	39.51	29.76
劲嘉股份	39.89	10.0%	9.66	5.2%	22.8%	24.2%	24.2%	11.6%	11.3%	13.1%	147.22	15.79	13.36	11.51
华宝国际	42.41	6.7%	11.12	-2.1%	32.0%	36.2%	32.4%	11.3%	12.0%	9.4%	276.84	26.21	24.05	21.87

注：豪悦护理为16-19年CAGR

数据来源：Wind，浙商证券研究所

21年展望：关注景气格局双优&电子烟产业大势

□ 持续推荐景气修复&格局优化

- **家居：**竣工景气周期叠加消费强势回补，21年家居景气处于温和上升阶段。20年疫情期间细分龙头通过补贴等方式夯实品牌渠道建设，疫后自上而下首选竞争格局优化的软体、并建议关注整装破局的定制。优选细分家居龙头**敏华控股、顾家家居、欧派家居、志邦家居、尚品宅配、索菲亚、喜临门**。
- **造纸：**全球货币政策刺激疫后需求景气复苏，叠加人民币升值周期，利好21年造纸资产配置。细分纸种文化纸、白卡纸疫后格局进一步优化，龙头企业份额足够集中；箱板纸外废进口清零限制，原料壁垒加速小企业出清。持续推荐周期成长**太阳纸业、博汇纸业**，建议关注**玖龙纸业、晨鸣纸业、山鹰纸业**。

□ 看多新型烟草/海外大麻产业大势

- **全球产业链：**美国雾化烟赛道PMTA执行在即、产业市场份额加速集中，加热不燃烧IQOS产品MRTP过审、开辟历史进程。持续推荐深度绑定全球大客户的优质供应链公司**思摩尔国际、盈趣科技**。
- **国内产业链：**中国雾化烟市场蓬勃发展、悦刻为代表的品牌方加速扩张，加热不燃烧中烟产品储备日益成熟、政策存在向上预期。重点建议关注中烟系长期合作的企业**华宝国际、集友股份、劲嘉股份**等。

□ 优选高成长低估值&核心资产

- **裕同科技：**综合中高端纸包龙头，消费类电子包装的核心制造实力突出、新品类&新客户持续拓展，估值底部重点推荐。
- **梦百合：**记忆棉床垫细分龙头，海外制造通过多地工厂布局夯实实力，电动床品类扩张、海内外零售布局进展推进良好。
- **晨光文具：**泛文具类绝对领先的优质资产，传统零售业务渠道护城河深厚，办公集采及杂物社业态不改成长，长期推荐。
- **公牛集团：**民用电工转换器等细分赛道份额独大的龙头，墙开市场开拓实力验证，多品类扩张开拓成长曲线，长期推荐。

02

家居板块：

坚定看多竣工兑现，重点推荐零售家居

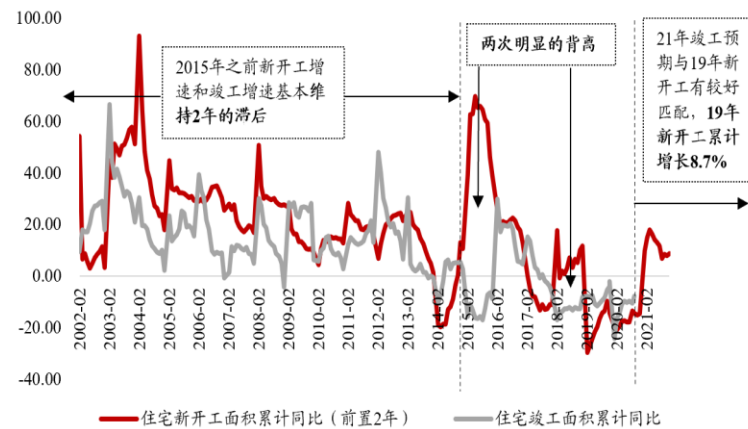
□ 地产竣工：20年疫情拖累竣工逻辑兑现延后，坚定看多20Q4至21年全年竣工景气

- 竣工滞后于新开工约2年：15年以来地产商因资金压力等因素主观推迟竣工，导致15和18年曾有2次较为明显的背离，但19年开始重新拟合。展望21年我们认为竣工在19年新开工+8.7%的保障下将有较好表现。
- 庞大的在施工面积亟待竣工：新开工楼盘推迟竣工导致在施工面积迅速增加，16-19年竣工面积/施工面积（2年前）的比例从17.2%下降至12.9%，且20年我们估计进一步下降至11.8%。保守估计21年该比例修复至12%，测算21年竣工面积有望达到7.5亿平（+11-12%）。

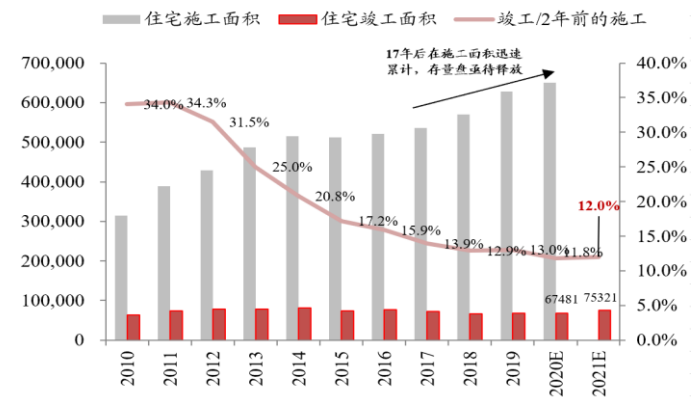
□ 家居业绩&估值：竣工景气将拉动业绩表现。

- 地产vsEPS：由于期房销售占比的提升（20年1-10月约占86%），预售后2年时间才可交房，因此竣工面积增速与家具企业业绩增速密切相关，看好21年竣工景气催化。
- 地产vsPE：新开工面积与家具板块的月均PE（TTM）密切相关。展望21年，我们认为经历了20年地产商去杠杆（更多体现在刺激销售而非大幅缩减拿地），21年新开工意愿有望复苏。

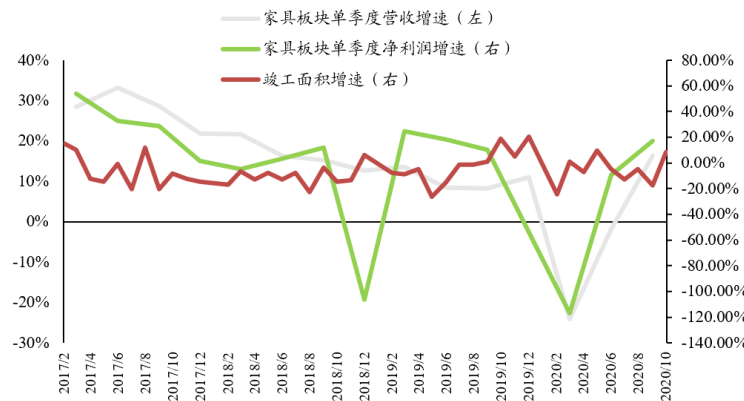
图：新开工面积（前置2年）vs竣工面积增速



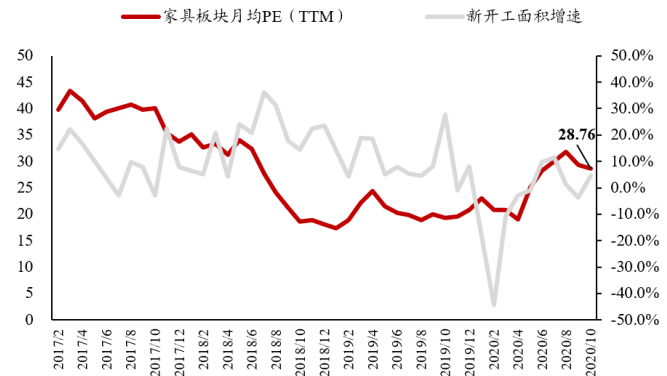
图：家具单季度收入增速VS销售面积增速（15年起）



图：竣工面积增速vs家具单季度收入/利润增速



图：家居板块估值和住宅新开工面积拟合度较高



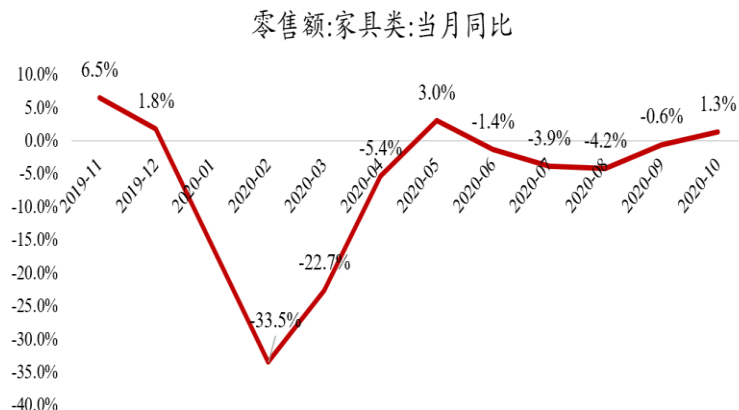
□ 精装房开盘数据表现承压、景气波动：

- 2020年1-9月，我国住宅精装新开盘项目累计数量2228个，同比-16.6%；开盘房间累计数量190.2万套，同比下降20.7%。单月表现来看，6、7月分别增长28%、12%，但8月“三条红线”出台后压力显著加大，8、9月分别下滑8%、36%。
- 我们认为主要系：（1）消费者：疫情下资金紧张、倾向于购买低价的毛坯房；（2）地产商：“三条红线”资管新规加剧了地产商的资金压力；（3）政策面：19年提前完成精装修30%渗透率目标（达到32%），短期政策推力有所减弱。

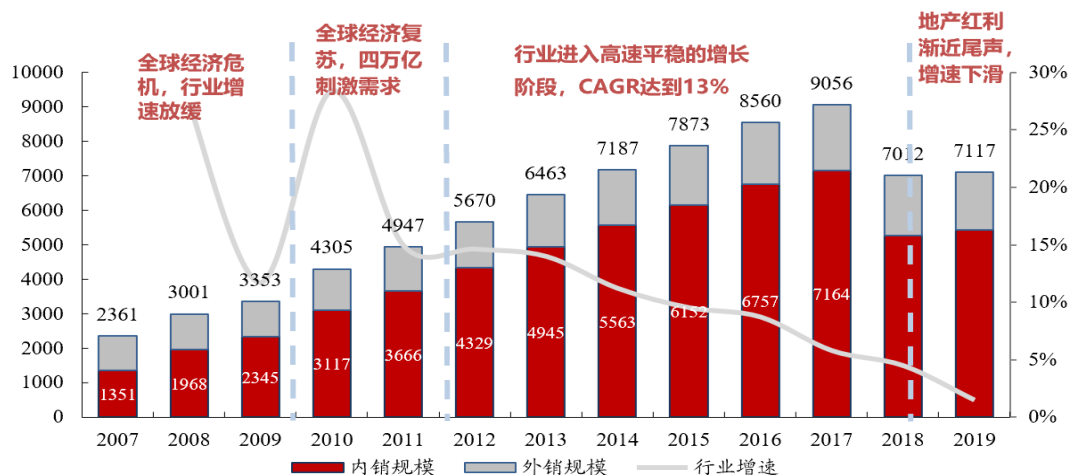
□ 家具内销零售市场长期作为发展主力：

- 展望21年，我们认为此前受精装冲击较大的家具零售业务，尤其是厨柜、木门等精装配置率达到100%的部分细分赛道，零售端受到精装修的挤压或有缓解。

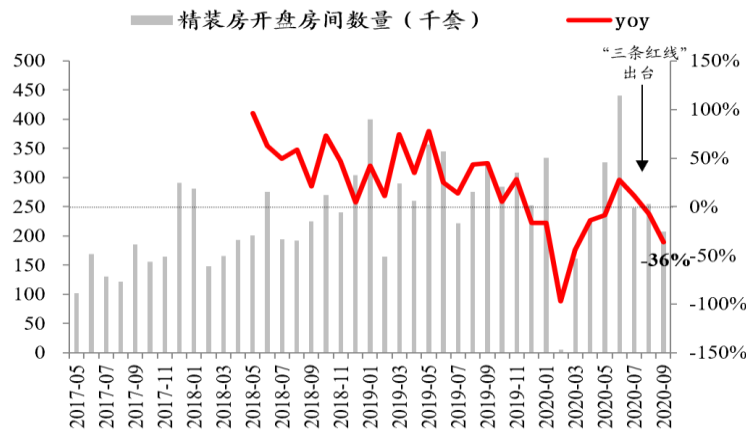
图：月度家具零售额同比增速波动向上



图：历年家具行业收入增长（亿元，18年因统计口径调整绝对值变化）



图：精装房开盘数据20年整体承压

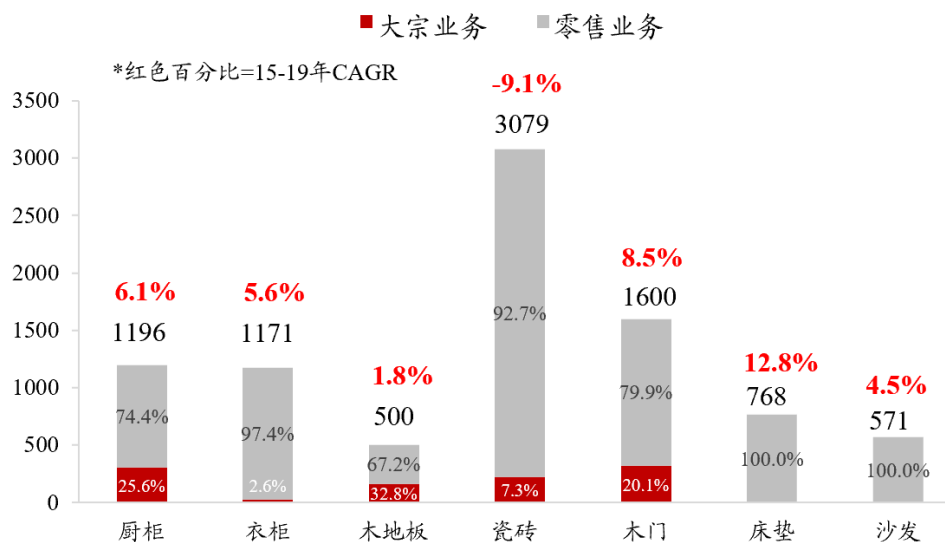


数据来源：Wind，奥维云网，浙商证券研究所

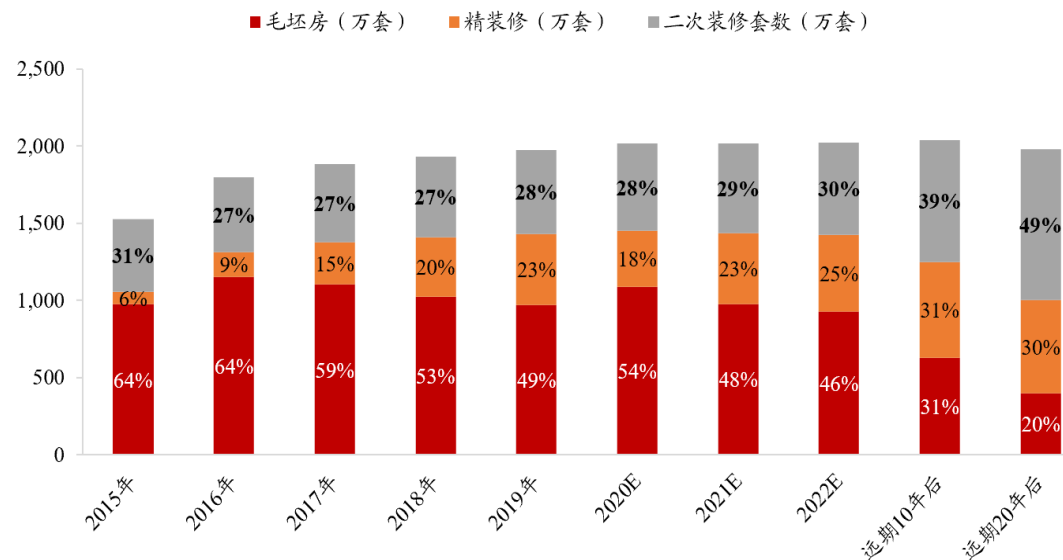
□ 中长期维度，零售需求仍将占据主导、翻新需求预计会快速增长，继续推荐配置具备零售思维的龙头：

- 根据产业信息，按单套100平米假定，19年我国存量房约2.73亿套（持续累加），新房销售约1400+万套。
- 精装房需求**（19年约占23%）：假设精装修渗透率维持提升趋势，但伴随我国房地产市场红利消退，中长期新房销售套数会呈下降态势，预计精装修市场占比会稳定在约30%。
- 零售需求**（19年约占77%，毛坯49%+、翻新28%）：尽管新房中毛坯房占比预期将持续下降，但由于存量房规模累加带来可观的翻新需求，我们测算中长期零售需求仍将占据约70%的绝对主导地位，其中翻新需求将扮演更重要的角色（约占50%）。

图：19年主要品类B端、C端业务拆分测算（单位：亿元）



图：家具市场毛坯房、精装房、翻新需求结构测算及预测



零售家居Q3业绩兑现改善，20Q4及21H1预期更佳：

- 需求强势回补，份额加速集中，龙头表现更优：（1）20年疫情背景下家居行业中小品牌生存压力加大（资金周转困难、供应链不畅），市场加速出清；龙头品牌抗风险能力更强，表现优于行业。（2）进入Q3后伴随前期滞后的需求得到释放，20Q3单季度家居龙头无论是收入、利润增速还是毛利率均环比20H1大幅向上。
- Q4淡季不淡，看好景气至少延续至21上半年：（1）20Q4虽为家具销售传统淡季，但从我们的订单跟踪来看，前期积压的需求在Q4持续释放，零售订单增速普遍表现较好；（2）21上半年，在20Q1-Q2的低基数表现下，增速预期向好。
- 龙头产能建设力度不减，有望收割市场份额：从在建工程/固定资产比例来看，欧派家居/金牌厨柜/尚品宅配/索菲亚分别达到47%/44.12%/29.5%/21.27%，伴随产能释放有望对后续份额提升带来的增长提供支撑。

图：10家主要零售家居龙头核心业绩指标一览

公司名称	15-19收入CAGR	15-19利润CAGR	2020H1收入yoy	2020Q3收入yoy	2020H1利润yoy	2020Q3利润yoy	2020H1毛利率	2020Q3毛利率	最新在建工程/固定资产
欧派家居	24.64%	39.30%	-9.88%	18.40%	-22.70%	28.93%	32.91%	38.75%	47.00%
索菲亚	24.53%	23.78%	-18.70%	17.07%	-12.35%	7.74%	36.94%	38.65%	21.27%
尚品宅配	23.83%	39.50%	-27.77%	10.17%	-175.08%	5.09%	34.55%	39.10%	29.50%
志邦家居	25.65%	25.60%	6.57%	41.87%	-53.99%	19.76%	36.52%	38.79%	9.99%
金牌厨柜	28.34%	50.44%	5.51%	30.75%	-11.93%	40.11%	32.93%	32.06%	44.12%
好莱客	19.75%	22.39%	-21.01%	7.53%	-48.44%	-8.24%	36.95%	38.42%	17.60%
皮阿诺	30.20%	26.45%	-7.35%	9.55%	-16.16%	14.10%	37.54%	40.35%	4.89%
敏华控股	13.69%	5.40%	18.67%	-	6.18%	-	34.99%	-	-
顾家家居	31.72%	23.55%	-2.97%	33.23%	3.06%	21.08%	35.09%	34.37%	14.66%
喜临门	30.35%	18.85%	-3.23%	12.78%	-72.25%	2.47%	29.37%	38.17%	1.78%

数据来源：公司年报，浙商证券研究所

□ 疫情期间积极帮扶经销商，激发销售端活力：

- 以敏华控股为代表的零售龙头在疫情爆发后迅速反应和调整营销体系，给予经销商不同程度的支持共渡难关，例如出厂价折扣让利、房租补贴、支付经销商店员工资、承担物流运费/线上引流费用等，疫情期间强化终端销售，逆势扩张。

□ 门店数量不减反增，细分龙头逆势扩张份额：

- 疫情下部分品牌出清后腾出优质店面资源，龙头抓住机会整合，逆势开店铺垫21年份额提升。如敏华控股上半财年新增658家门店、索菲亚20年1-9月新增加480家、顾家家居20年1-9月预计新增约200家、欧派家居20年1-9月新增加110家门店、喜临门20年1-9月新增加331家。

图：主要零售家居龙头疫情期间营销端对经销商的帮扶措施

龙头企业	措施
金牌厨柜	承担全国零售经销商一万多名员工一个月工资，预计一次次性补贴几千万，助力经销商度过可能出现的经营艰难。同时倡议经销商积极配合当地，加强管理，严控疫情发展，对员工进行心理疏导，2020年拒绝裁员。
欧派家居	2月5日，欧派家居集团宣布启动2020年经销商“护航计划”，10亿元补贴经销商。
索菲亚	启动“重疫情区域优质经销商专项援助计划”，为身处疫情严重区域的优质经销商提供3亿元信用支持
志邦家居	启动“减”和“免”两大举措，与加盟商同心克难。举措一：“减”，出厂价直减10%（三个月）；举措二：“免”，全年线上引流派单费全免，及公司承担全年约20场线上直播费用。
顾家家居	自2020年2月10日起，顾家总部将承担全国经销商从工厂至经销商仓库的全年干线物流运费，涉及顾家集团旗下所有国内销售品类。
喜临门	2020年2月2日，喜临门家具股份有限公司决定，承担全国所有加盟商导购员一个月底薪。
敏华控股	一、补贴1.5亿元帮扶经销商和商场全国开店抢占市场； 二、补贴1.5亿元支持经销商和商场1000多场明星推广活动； 三、补贴1.5亿元投入爆款引流产品支持经销商和商场促销推广活动； 四、投入1.5亿元帮助线下门店和商场做好广告宣传，增加进店流量； 五、投入1亿元奖励经销商和商场，激励单店提货增长。

图：主要零售家居龙头目前的渠道数量对比

公司	类别	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
索菲亚	定制衣柜	1200	1450	1600	1900	2200	2600	2501	2592
	整体橱柜	-	70	261	600	720	822	845	1055
	定制木门					255	288	377	387
尚品宅配	直营店	45	68	79	76	85	101	177	181
	加盟店	785	901	994	1081	1557	2100	2347	2247
欧派家居	橱柜（含欧铂丽）		1377	1426	2735	2989	3211	3322	3327
	衣柜		313	365	1394	1872	2113	2144	2154
	木门	-	254	339	578	634	825	985	1059
	卫浴	-	303	356	353	443	559	611	638
志邦家居	厨柜	924	981	1007	1112	1335	1487	1535	1597
	衣柜		-	101	153	395	726	1078	1237
好莱客	衣柜		860	1174	1300	1500	1766	1795	1779
金牌橱柜	橱柜					1130	1413	1559	1565
	衣柜					120	337	520	572
	木门							63	101
顾家家居	自主品牌门店	2380	2564	3078	3000	3500	4222	4850	5000
喜临门	喜临门（含喜眠）			988	1030	1517	2020	2548	2711
	M&D					251	319	399	415
敏华控股	夏图					39	48	53	56
	总门店	1182	1441	1645	1966	2399	2614	2874	3532
梦百合	总门店	175	137	121	119	191	239	646	-
	直营店	77	59	18	21	83	104	121	-
	加盟店	98	78	103	98	108	135	525	-

□ 同店表现和坪效情况对比：单品类坪效普遍边际下滑，融合大店有望驱动坪效提升

- **单品类坪效较难提升：**18年以来地产链景气下行、流量分散化，进店客流减少导致了单品类单店收入&坪效增长承压。
- **开店策略：**由于厨柜、木门、卫浴等零售市场受到精装积压的品类独立店存活能力下降，多品类融合店成为发展趋势、有望驱动客单值和坪效的提升，如顾家家居推进融合店在低线城市的扩张、尚品宅配提出“招大商、开大店”策略等。
- **渠道下沉：**在低线城市，大量低端品牌蚕食市场，因此龙头在攻打低线城市时均推出了高性价比的品牌/系列便于渠道快速下沉。如索菲亚的米兰纳定制、顾家家居的天禧系列、喜临门的喜眠分销店等。

图：主要家居龙头单店和坪效的拆分（定制家居的厨柜、衣柜收入均已剔除大宗业务、但未剔除电商）

		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年			2015年	2016年	2017年	2018年	2019年		
欧派家居	橱柜	期末门店数量(个)	2010	2088	2150	2276	2334	尚品宅配	加盟店	期末门店数量(个)	994	1081	1557	2100	2327
		有效门店数量(个)	1972	2049	2119	2213	2305			有效门店数量(个)	948	1038	1319	1829	2214
		收入(百万元)	3381	3799	4517	4837	4739			收入(百万元)	1574	1968	2700	3432	3809
		单店收入(万元)	171	185	213	219	206			单店收入(万元)	166	190	205	188	172
		坪效(万元/㎡)	0.86	0.93	1.07	1.09	1.03			坪效(万元/㎡)	0.55	0.63	0.68	0.63	0.57
	衣柜	期末门店数量(个)	1054	1394	1842	2113	2144		直营店	期末门店数量(个)	79	76	85	101	94
		有效门店数量(个)	993	1224	1618	1978	2129			有效门店数量(个)	74	78	81	93	98
		收入(百万元)	1337	2022	3214	3890	4815			收入(百万元)	1391	1902	2300	2698	2658
		单店收入(万元)	135	165	199	197	226			单店收入(万元)	1,893	2,454	2,857	2,902	2,726
		坪效(万元/㎡)	0.67	0.83	0.99	0.98	1.13			坪效(万元/㎡)	2.59	3.36	3.91	3.97	3.73
索菲亚	橱柜	期末门店数量(个)	261	600	720	822	845	志邦家居	橱柜	期末门店数量(个)	841	933	1335	1487	1535
		有效门店数量(个)	166	431	660	771	834			有效门店数量(个)	827	887	1134	1411	1511
		收入(百万元)	261	600	720	822	845			收入(百万元)	969	1171	1481	1537	1478
		单店收入(万元)	158	139	109	107	101			单店收入(万元)	117	132	131	109	98
		坪效(万元/㎡)	0.79	0.70	0.55	0.53	0.51			坪效(万元/㎡)	0.78	0.88	0.87	0.73	0.65
	衣柜	期末门店数量(个)	1600	1900	2220	2510	2501		衣柜	期末门店数量(个)	103	153	395	726	1078
		有效门店数量(个)	1525	1750	2060	2365	2506			有效门店数量(个)	52	128	274	561	902
		收入(百万元)	2,982	3,971	5,194	5,883	5,850			收入(百万元)	22	91	225	430	734
		单店收入(万元)	196	227	252	249	233			单店收入(万元)	44	71	82	77	81
		坪效(万元/㎡)	0.98	1.13	1.26	1.24	1.17			坪效(万元/㎡)	0.29	0.47	0.55	0.51	0.54
顾家家居	总门店数	期末门店数量(个)	3078	3500	4,935	6,076	6,486	敏华控股 (换算为RMB)	总门店数	期末门店数量(个)	1645	1966	2399	2614	2874
		有效门店数量(个)	2821	3289	4218	5506	6281			有效门店数量(个)	1543	1806	2183	2507	2744
		收入(百万元)	2,240	2,912	4,036	5,210	6,097			收入(百万元)	-	2,304	3,058	3,207	3,571
		单店收入(万元)	79	89	96	95	97			单店收入(万元)	-	128	140	128	130
		坪效(万元/㎡)	0.40	0.44	0.48	0.47	0.49			坪效(万元/㎡)	-	0.64	0.70	0.64	0.65
喜临门	喜临门自主品牌	期末门店数量(个)	988	1030	1,517	2,020	2,548	梦百合	总门店数(含直营)	期末门店数量(个)	121	119	191	239	646
		有效门店数量(个)	-	1009	1274	1769	2284			有效门店数量(个)	121	120	155	215	443
		收入(百万元)	-	-	954	1,186	1,434			收入(百万元)	34	-	45	101	373
		单店收入(万元)	-	-	75	67	63			单店收入(万元)	28	-	29	47	84
		坪效(万元/㎡)	-	-	0.54	0.48	0.45			坪效(万元/㎡)	0.20	-	0.21	0.34	0.60

注：敏华控股线下收入=总内销收入-内销铁架-电商收入-房地产收入-大宗收入。喜临门计算范围为喜临门品牌线下收入。

注：敏华控股线下收入=总内销收入-内销铁架-电商收入-房地产收入-大宗收入。喜临门计算范围为喜临门品牌线下收入。

□ 内销作为软体家居企业的主要成长动力：

- 内销占比提升：13年到20H1的内销占比来看，敏华控股从29.34%到65.71%，喜临门从63.90%到77.91%，梦百合从8.38%到18.58%，顾家家居20H1约在66%。
- 内销贡献增速：20H1财年敏华控股内销增长37%、20Q3单季度顾家家居内销增长44%，20Q3单季度喜临门自主品牌零售增长28%，贡献成长增速。

图：软体家居内销、外销的毛利率表现和综合毛利率表现

公司	指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	公司	指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
顾家家居	内销收入	17.12	20.62	22.40	29.12	40.36	52.10	60.97	30.67	梦百合	内销收入	0.80	0.97	1.74	2.71	4.20	5.15	7.04	3.03
	YOY		20.40%	8.66%	30.00%	38.60%	29.07%	17.03%	10.02%		YOY		21.60%	79.50%	55.45%	55.16%	22.60%	36.82%	21.24%
	收入占比	66.91%	67.31%	65.11%	63.51%	64.38%	59.82%	56.96%	65.75%		收入占比	8.38%	8.37%	12.66%	15.74%	18.01%	16.98%	18.58%	12.78%
	毛利率				41.44%	42.36%	42.86%	39.87%	40.70%		毛利率	38.30%	37.29%	38.91%	44.08%	42.94%	42.77%	43.70%	44.12%
	外销收入	8.47	10.01	12.00	15.89	22.33	35.00	46.08	15.98		外销收入	8.72	10.61	12.01	14.49	19.12	25.17	30.87	20.71
	YOY		18.22%	19.91%	32.37%	40.54%	56.71%	31.66%	-19.70%		YOY		21.76%	13.19%	20.60%	31.95%	31.67%	22.63%	57.25%
	收入占比	33.09%	32.69%	34.89%	36.49%	35.62%	40.18%	43.04%	34.25%		收入占比	91.62%	91.63%	87.34%	84.26%	81.99%	83.02%	81.42%	87.22%
	毛利率				34.33%	24.01%	23.64%	24.82%	24.13%		毛利率	30.11%	29.31%	34.28%	31.68%	26.47%	29.77%	38.59%	38.71%
敏华控股	内销收入	17.58	20.66	24.54	33.62	48.31	54.89	69.55	38.32	喜临门	内销收入	6.49	8.38	11.37	15.90	24.79	31.30	37.79	
	YOY	26.33%	17.57%	18.76%	37.02%	43.68%	13.61%	26.71%	37.17%		YOY	14.18%	29.08%	35.73%	39.84%	55.93%	26.26%	20.77%	
	收入占比	29.34%	31.53%	33.49%	43.22%	48.18%	48.75%	57.27%	65.71%		收入占比	63.90%	65.37%	67.69%	71.85%	78.43%	74.32%	77.91%	
	毛利率					43.90%	38.20%	39.80%			毛利率	42.03%		46.10%	42.89%	39.33%	34.41%	39.63%	
	外销收入	42.33	44.89	48.74	44.17	51.95	57.69	51.89	20.00		外销收入	3.67	4.44	5.43	6.23	6.82	10.64	10.71	
	YOY		6.03%	18.76%	-9.38%	17.65%	11.04%	-10.05%	-8.85%		YOY	12.05%	21.01%	22.30%	14.81%	9.42%	56.10%	0.69%	
	收入占比	70.66%	68.48%	66.51%	56.78%	51.82%	51.25%	42.73%	34.29%		收入占比	36.10%	34.63%	32.31%	28.15%	21.57%	25.27%	22.09%	
	毛利率					31.22%	30.21%	31.79%			毛利率	28.24%		25.88%	21.73%	18.73%	12.57%	18.08%	

□ 软体家居龙头产品力、渠道力、品牌力提升逻辑通顺，看好21年行业集中度持续提升。

- **品牌端：**疫情期间加大营销推广。20年疫情期间细分赛道龙头如敏华、顾家、喜临门线上、线下同时开展营销推广活动，并增加品牌宣传的推广费用投入（例如芝华士机场广告等），品牌形象持续深化。
- **产品端：**凭借规模生产优势降维打击。过去顾家沙发、芝华仕功能沙发终端定位中高端，近年来通过性价比产品增加客群覆盖，敏华/顾家沙发15-19年单价CAGR分别为-1.1%/-1.6%。基于规模优势释放并让利终端和渠道，对中小品牌形成降维打击。
- **渠道端：**保证经销商的盈利和周转。软体展示效率低、中小品牌渠道存活艰难，从坪效判断以敏华为代表的龙头渠道质量较高。

图：软体家居龙头产品单位售价、成本对比（敏华、顾家为沙发，喜临门为床垫）

沙发							床类						
		FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020			2015	2016	2017	2018	2019
敏华控股	套数（万套）	93.70	96.00	109.70	122.60	126.70	喜临门	床垫销量（万张）	183.98	216.14	275.28	339.02	351.57
	收入（亿元）	57.53	61.98	64.71	73.90	74.51		收入（亿元）	12.04	15.48	20.57	28.24	30.71
	单套价格（元）	6139.81	6456.25	5898.81	6027.73	5880.82		单套价格（元）	654.20	716.11	747.24	832.91	873.37
	成本（亿元）	34.60	35.32	38.76	46.41	45.67		成本（亿元）	7.11	9.56	13.01	18.41	19.42
	单套成本（元）	3692.81	3678.68	3533.39	3785.42	3604.94		单套成本（元）	386.40	442.22	472.72	543.04	552.44
		2015	2016	2017	2018	2019			2015	2016	2017	2018	2019
顾家家居	套数（万套）	56.94	73.53	100.07	138.96	156.57	顾家家居	床&床垫销量（万套）	15.85065	24.2515	34.7332	43.6135	78.4539
	收入（亿元）	22.63	28.40	36.92	51.44	58.31		收入（亿元）	4.35	6.50	8.86	11.32	19.53
	单套价格（元）	3974.11	3862.19	3689.34	3701.78	3724.02		单套价格（元）	2746.71	2679.65	2550.30	2595.60	2489.16
	单套价格（折算后）	5961.16	5793.29	5534.02	5552.68	5586.03		成本（亿元）	2.47	3.74	5.47	6.99	12.68
	成本（亿元）	13.31	16.76	23.46	33.55	39.40		单套成本（元）	1559.34	1543.27	1575.55	1603.35	1616.69
	单套成本（元）	2337.01	2279.46	2344.21	2414.30	2516.32							
	单套成本（折算后）	3505.51	3419.20	3516.31	3621.46	3774.48							

数据来源：Wind，浙商证券研究所

□ 20Q3定制龙头零售贡献率提升、对大宗依赖显著减弱，整装破局！

- 20Q3定制零售增长情况较好：拆分大宗零售贡献率来看，20Q3 欧派/志邦/金牌/索菲亚分别为77%/61%/42%/35%，而2019年分别为63%/53%/29%/28%，增长对大宗的依赖减弱，零售作为主要驱动。
- 整装破局，定制企业能否做大规模的关键：20Q1-Q3欧派家居整装大家居营收增长86.8%，目前门店数已接近400家；尚品宅配整装云拥有3000+家会员，今年成立MRK0Q柜类定制品牌、专供整装云会员，MRK0Q Q3贡献较大增量；索菲亚Q3全年预计签约500家整装公司，且合作圣都装饰解决交付服务难题，明年有望贡献增量。

图：定制龙头收入增量贡献拆分

公司名称	年份	收入增量	大宗YOY	大宗增长量	大宗贡献率	零售贡献率
欧派家居	2017A	25.76	68.53%	3.92	15%	85%
	2018A	17.99	47.04%	4.54	25%	75%
	2019A	20.24	52.51%	7.44	37%	63%
	2020H1	(5.44)	12.34%	1.15	-	-
	2020Q3	7.41	27.50%	1.70	23%	77%
索菲亚	2017A	16.31	117.13%	1.28	8%	92%
	2018A	11.50	105.00%	2.48	22%	78%
	2019A	3.75	55.91%	2.71	72%	28%
	2020H1	(5.88)	7.00%	0.20	-	-
	2020Q3	3.70	131.00%	2.40	65%	35%
志邦家居	2017A	5.87	59.65%	1.52	26%	74%
	2018A	2.76	-3.69%	(0.15)	-5%	105%
	2019A	5.29	63.54%	2.48	47%	53%
	2020H1	0.75	59.27%	1.25	166%	-66%
	2020Q3	3.39	77.00%	1.32	39%	61%
金牌厨柜	2017A	3.43	70.46%	0.51	15%	85%
	2018A	2.60	63.68%	0.79	30%	70%
	2019A	4.24	148.72%	3.02	71%	29%
	2020H1	0.43	39.46%	0.68	158%	-58%
	2020Q3	1.85	70.00%	1.07	58%	42%

图：定制家居企业整装业务拓展情况

单位：亿元 2019年营业收入整装收入 占比				整装业务进展
欧派家居	135.33	5.00	3.69%	2018年下半年开始推行整装大家居，与当地头部家装公司合作，赋能头部家装公司做大做强。2019年整装大家居开店效果显著，截至2020H1，拥有店面334家（+41家），实现营收2.58亿（+120%）。
尚品宅配	72.61	4.3	5.92%	2017年下半年开始推行整装云平台，并在成都等三地设立新居整装开展自营整装业务；目前全国已有3000户装企加入HOMK00整装云平台。
索菲亚	76.86	-	-	公司2018年开始布局整装业务，截至20H1已签约300家整装企业，全年计划签约500家整装企业，规划提货额1亿。
志邦家居	29.62	-	-	公司2018年大力布局整装渠道，整装业务采取双品牌运营；渠道合作方式为大型全国性整装公司由公司合作，小型地方性整装公司由公司赋能加盟商合作，公司19年启用IK新品牌。
金牌厨柜	21.25	-	-	2018年底，公司推出“桔家云整装”，进军整装市场。目前在厦门已开设2家整装门店。

数据来源：公司年报，浙商证券研究所

□ 21年展望：零售家居景气持续向上确定性强，龙头疫情背景下逆势提升竞争力、零售属性逐渐凸显，坚定看好。

- 建议首选竞争格局较优、具有较强零售属性（受到精装修冲击较小）的**软体家居**。定制家居20Q3起部分龙头已经走出较强的零售属性（大宗对增长的贡献减弱），同时**龙头在整装方面的布局将成为21年角逐的重中之重**，推荐关注。
- 软体家居**：持续重点推荐软体龙头**顾家家居**（21年预计收入、利润同比增速20-25%，对应PE 30X；零售运营中心推进有望收获成效），以及功能沙发赛道龙头**敏华控股**（21年预计收入、利润同比增长30-35%，对应PE 21.45X；开店加速、电商发力），并建议关注床垫赛道龙头**喜临门**（21年预计收入增长15%、利润增长25%，对应PE 16.78X；自主品牌发力）。
- 定制家居**：推荐综合优势龙头**欧派家居**（21年预计收入、利润增长19%，对应PE 31X）、成长性较强的**志邦家居**（21年预计收入+26%、利润+31%，对应PE 19.04X），并建议关注推出低端品牌加速渠道下沉的**索菲亚**（21预计收入、利润增长17%，对应PE 18.29X）以及零售基因突出的**尚品宅配**（对应21年PE 25.2X）。

图：零售家居龙头估值一览

		总市值	20E营收	YOY	20E净利润	YOY	21E营收	YOY	21E净利润	YOY	PE-TTM	PE-TTM历史分位
定制家居	欧派家居	778.13	147.81	9.93%	20.54	11.66%	175.29	18.59%	24.54	19.47%	40.71	62.64%
	索菲亚	257.20	80.81	6.13%	11.67	8.31%	94.67	17.15%	13.62	16.71%	24.39	22.15%
	尚品宅配	138.97	70.30	-2.42%	3.11	-41.14%	82.67	17.60%	5.55	78.46%	55.38	52.08%
	志邦家居	84.15	37.52	27.91%	3.42	3.81%	47.13	25.61%	4.48	30.99%	28.60	41.13%
	金牌厨柜	55.38	25.64	21.47%	2.81	15.88%	31.71	23.67%	3.45	22.78%	21.37	21.78%
	皮阿诺	37.30	16.91	15.87%	2.07	17.87%	21.19	25.34%	2.67	29.29%	21.35	19.35%
软体家居	顾家家居	484.74	128.13	16.33%	13.28	14.00%	157.23	23.00%	16.03	21.00%	38.66	69.29%
	敏华控股	454.79	150.44	24.00%	18.77	15.00%	199.03	32.00%	25.32	35.00%	31.80	91.33%
	喜临门	74.69	51.81	7.20%	3.46	-8.95%	59.47	14.79%	4.34	25.42%	27.35	23.34%
成品家居	美克家居	85.16	49.65	-10.13%	3.01	-35.13%	61.09	23.04%	5.00	66.08%	63.31	22.23%
	曲美家居	56.90	43.87	2.95%	1.30	57.63%	51.63	17.69%	2.87	121.62%	171.29	90.61%

注：敏华控股为港币；未标红数据为Wind一致预测

数据来源：Wind，浙商证券研究所

□ 精装开盘渗透率中期有提升空间：

- **总量预期：**根据奥维云网预测，中期来看精装房年开盘规模仍有望达到500万套以上（19年为326万套）。
- **结构变化：**TOP10强开发商精装开盘市场的份额从去年1-9月的39.6%下降至36.4%（万科+0.1%，恒大、碧桂园均下滑），而TOP 11-30强开发商增幅较大，如旭辉、招商蛇口、时代地产、美的置业分别增长87.6%、62.2%、27.9%、13.5%。

- **关注竞争格局好、业绩确定性强的优质资产：**江山欧派（工程木门绝对龙头，新客户旭辉、阳光城、新城、美的进入放量阶段，与保碧合作的入户门有望释放增量，21年PE约19X）、帝欧家居（大B短期受碧桂园拖累有望修复，新增客户和小B业务良好增长，21年PE约10X）、大亚圣象（木地板绝对龙头且存在管理理顺预期，21年PE约11X）、惠达卫浴（整装卫浴前瞻布局叠加工程客户持续开拓，21年PE约11X）。

图：建材家居龙头的一图看

品类	品牌	B端业务主要客户及占比	19年B端业务营收及同比增速（亿元）	19年B端业务占比	20年B端业务预期增速	21年B端业务预期增速	20年预测PE	21年预测PE
木门	江山欧派	前五大客户占比70%，分别是恒大（约30%）、万科（约20%）、保利、中海、旭辉。	16.84亿(+78.17%)	83%	+50~60%	+40~50%	26.43	19.42
建筑陶瓷	帝欧家居	碧桂园占比50%左右，万科占比13%左右，其余客户为富力、荣盛等	38亿(+35.7%)	占瓷砖业务75%，占总体68%	+10~20%	+30%	12.46	9.54
	蒙娜丽莎	前十大客户占比达到70%-80%。主要客户包括碧桂园、保利、万科等。	16亿(+25~30%)	42%	+50%	+30%	19.61	15.01
卫浴	惠达卫浴（大宗+整装卫浴）	碧桂园占90%以上	7.33亿(+36%)	23%	+60%	+50%	12.87	10.61
	海鸥住工（整装卫浴）	前三大客户占60%左右，其中海伦堡占25%，万科占24%，龙湖占12%	1.83亿(+170%)	7.12%	+60%	+100%	29.19	20.21
地板	大亚圣象	万科、保利、碧桂园，万科大概占收入30%+，前几位大客户占收入50%+。	约19亿(+40%)	占地板业务35%，占总体26%	+40%	+30%	12.39	10.96
定制橱柜	金牌厨柜	前三大客户占比14%，其中绿城占比约6%，中海占比约4%，新城占比约4%。	5.05亿(+149.31%)	24%	+50~60%	+50%	19.23	16.00
	欧派家居	恒大、保利及部分腰部客户	21.62亿(+52.53%)	16.18%	+30%	+30%	38.68	32.33
	皮阿诺	前两大客户占比50~60%，主要是恒大+美地置业，其中恒大19年3亿。新开发正荣、龙湖、鲁能、阳光100等。	6.43亿(+110.04%)	44%	+30%	+30%	18.66	14.43
	志邦家居	前五大客户占比在60%左右。目前主要合作客户包括恒大、中南、绿地、新城等，新开拓保利等众多客户。	6.39亿(+64%)	22.2%	60~70%	+50%	24.61	19.86
定制衣柜	索菲亚	主要客户包括恒大、保利、融创、绿城、越秀城建等	7.55亿(+约56%)	12.23%	+50%	+50%	22.21	19.42

数据来源：奥维云网，Wind，浙商证券研究所

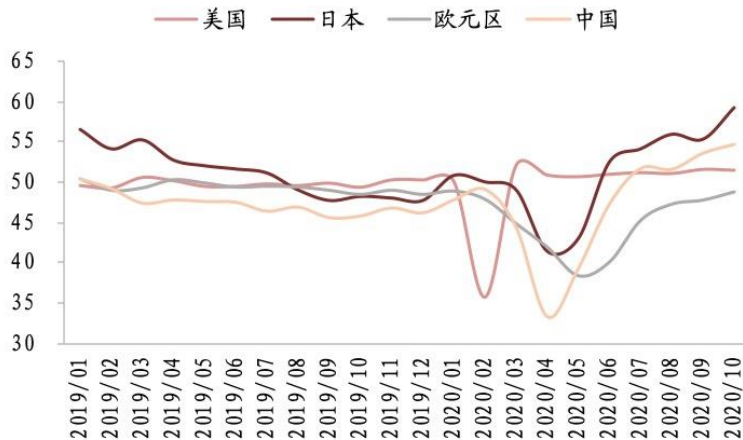
出口数据超预期，预期高成长能延续至20H1

- 海外供应短缺，出口数据靓丽：（1）6月起我国对主要经济体的新出口订单PMI显著好转，10月升至51.0%，较6月上升8.4pct；（2）海关数据出口总值6月起增长提速，10月（美元计）同比增达11.4%，其中出口美国增速22.5%。（3）美国房地产尤其是二手房成交市场表现亮眼，10月成屋销售折年数685万套（同比+26.62%创近15年新高、库存历史新低），9月新屋销售折年数为95.9万套（同比+32.09%，8月为99.4万套创近13年新高），预计21年美国成屋销售维持10%增长。

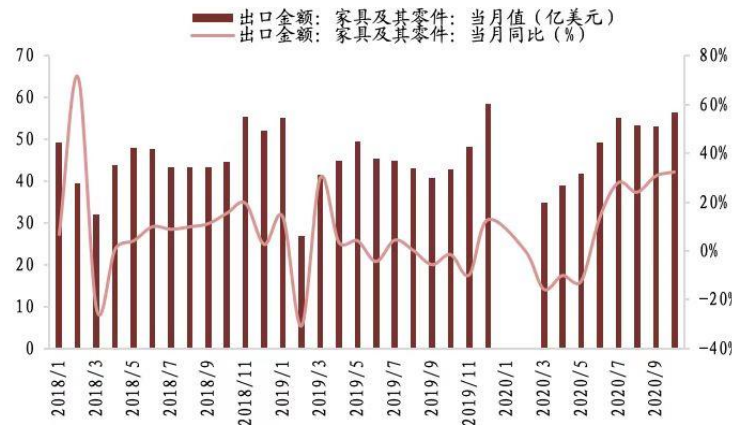
需求旺盛供给不足，家居龙头出口订单持续高增

- 家居出口数据6月起单月同比增速转正且持续向上修复，对应办公家具、床垫沙发等龙头公司订单靓丽，业绩兑现预期持续至21Q2。
- 办公椅龙头永艺股份、恒林股份越南产能建设推进节奏较快；记忆棉床垫龙头梦百合Q4美国新一轮反倾销终裁落地后海外产能区位优势凸显；功能沙发龙头敏华控股、休闲沙发龙头顾家家居越南产能能够覆盖对美出口。全球供应链夯实是出口家居龙头增长的核心。

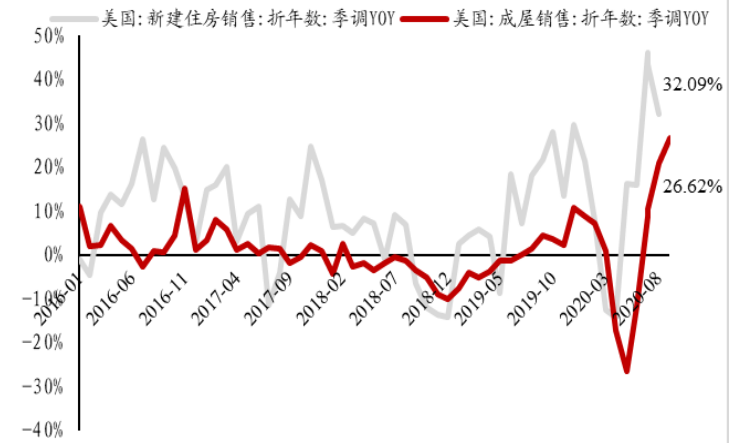
图：中国出口订单PMI数据



图：家具及其零件出口金额同比增长情况



图：美国房地产销售情况



□ 跨境电商空间广阔高速增长，制造龙头供应链布局强化实力

- 疫后维持看多海外电商趋势：**亚马逊全球站点中国卖家2018年/2019年/2020年前三季度2C模式销售同比增速均超50%，疫情期间电商渗透率快速提升；20Q2美国、韩国、欧洲电商渗透率较19Q4提升4.8、4.6、4.2pct，分别达16.1%、33.2%、16.2%。海外线上购买习惯逐渐形成、且消费设施的配套日益完善（仓储、物流、支付等），预期疫后海外电商的渗透率不改上行趋势。
- 制造龙头凭借供应链优势，由B2B向M2C转化：**制造公司相较传统电商玩家供应链优势突出（规模优势、迭代能力、供货效率等），且部分上市公司有能力完善海外仓布局等提升服务实力，乘跨境电商东风快速成长。我们认为，制造公司以M2C模式出海较于电商玩家的B2B模式产业链短、效率提升，预期部分优质中国制造有望通过M2C模式赚取生产端+运营端双重利润。

图：出口龙头渠道及客户结构一览

公司	渠道结构（2019年）	客户结构（2019年）	2020E		2021E		PB	
			营业收入（亿元）	归母净利（亿元）	营业收入（亿元）	归母净利（亿元）	2020E	2021E
永艺股份	经销：收入0.04亿元 占比0.2% 线上销售：收入0.57亿元 占比2.3% 大宗业务：收入23.44亿元 占比96.2% 其他渠道：收入0.32亿元 占比1.3%	CR5 59.8%，销售额14.66亿元 重要客户：IKEA、HON、Staples、Office Depot、大东傲胜	34.04	2.75	41.70	3.59	16.36	12.53
恒林股份	线上销售：收入0.10亿元 占比0.4% 大宗业务：收入28.75亿元 占比99.6%	CR5 42.2%，销售额12.25亿元 重要客户：IKEA、NITORI、Office Depot、Staples、SourceByNet	47.98	4.10	62.53	4.60	14.39	12.83
乐歌股份	19年：外销84%中线下比例高于线上；内销线上60%，线下40%。 20年上半年：外销线上高于线下，自主品牌跨境电商占比超50%，内销线上仍然较高。	CR5 13.7%，销售额1.34亿元 境外：品牌商、大型连锁零售商、批发商 境内：IT集成商、办公系统集成商、国内知名家电/电脑厂商、安防监控集成商和其他行业客户	19.00	2.65	27.50	4.10	24.53	15.85
顾家家居	主要以经销商、直营专卖店销售模式和线上销售模式为主 内生内销：53.99亿元，占比48.7% 内生外销：26.56亿元，占比23.9% 外延：26.5亿元，占比23.9%	CR5 11.3%，销售额12.54亿元	128.13	13.28	157.23	16.03	36.14	29.94
敏华控股	内销：61.63亿港元，占比50.7%（其中电商15.1亿港元，占比12.4%） 外销：40.41亿港元，占比33.3% Home Group：7.44亿港元，占比6.1% 其他业务：7.92亿港元，占比6.5%	外销重要客户：IKEA、Sam's、macy's、Costco（覆盖美国前100零售商中一半）	150.08	18.17	196.47	25.09	29.17	21.12
梦百合	内销：7.45亿元，占比19.44%（其中直营渠道2.09亿元；加盟1.64亿元，线上1.84亿元，其他渠道1.47亿元）； 外销：30.86亿元，占比80.6%（其中美国19.21亿元，欧洲8.48亿元，其他区域3.18亿元）	CR5 40.52%，销售额15.52亿元 ODM主要客户：Walmart、Macey's等	66.10	5.01	90.50	8.04	23.35	14.55

□ 展望21年海外疫情有复发可能，国内精装修关注现金流表现：

- 出口家居在全球供应链尚未恢复以及跨境电商催化下，21年仍具有较强的成长性；建材家居20年开盘数据表现的承压将短期压制行业β机会，建议择机布局细分赛道竞争格局相对确定且自身成长性较好的低估值标的。
- 出口家居：重点推荐受益于反倾销ODM格局集中的**梦百合**（21年预计收入+37%、利润+60%，对应PE 14.3X），建议关注办公椅出口龙头**恒林股份**（21年预计收入+25%、利润+33%，对应PE 11.9X）、**永艺股份**（21年预计收入+23%、利润+33%，对应PE 12.6X）。
- 建材家居：**帝欧家居**20年受大客户碧桂园订单波动影响、股价深度回调，当前估值已至历史底部（21年预计收入+31%、利润+33%，对应PE 10.37X），重点推荐。同时建议重点关注龙头地位确定、业绩持续兑现高增长的**江山欧派**（21年预计收入+38%、利润+36%，对应PE 18.8X），工程木地板高增、优质低估的**大亚圣象**（21年预计收入+12%、利润+13%，对应PE 11X），整装卫浴前瞻布局但估值便宜的**惠达卫浴**（21年预计收入利润增长20%，对应PE 10.5X）。

图：出口&建材家居龙头估值一览

		总市值	20E营收	YOY	20E净利润	YOY	21E营收	YOY	21E净利润	YOY	PE-TTM	PE-TTM历史分位
出口家居	梦百合	117.02	66.10	73.49%	5.01	34.17%	90.50	36.91%	8.04	60.27%	25.51	15.04%
	恒林股份	58.96	43.33	49.98%	3.73	53.33%	54.26	25.22%	4.95	32.66%	18.02	17.59%
	永艺股份	46.34	34.04	39.69%	2.69	48.24%	41.70	22.50%	3.59	33.37%	18.90	1.85%
	乐歌股份	64.74	16.83	73.26%	2.18	246.36%	23.53	39.81%	3.24	48.57%	34.81	10.54%
	麒盛科技	57.63	25.51	1.21%	3.96	0.23%	32.06	25.68%	4.93	24.57%	18.39	27.23%
建材家居	江山欧派	108.77	29.71	47.64%	4.05	54.93%	40.89	37.64%	5.51	36.14%	27.61	34.97%
	大亚圣象	90.32	72.54	0.82%	7.12	-1.02%	81.37	12.17%	8.05	13.05%	13.29	13.15%
	帝欧家居	85.10	57.81	4.64%	5.92	4.51%	76.02	31.48%	7.86	32.88%	15.61	1.29%
	蒙娜丽莎	118.36	47.77	26.22%	5.68	31.31%	60.98	27.64%	7.42	30.65%	23.31	34.23%
	惠达卫浴	46.62	34.81	10.16%	3.61	9.65%	41.65	19.63%	4.38	21.29%	14.02	14.13%
	海鸥住工	44.87	31.74	24.58%	1.56	19.20%	39.06	23.06%	2.25	44.38%	37.57	9.08%

注：未标红数据为Wind一致预测

03

造纸板块：
赛道景气趋势上行，龙头价值有望重估

需求、供给均处于基本面较好阶段

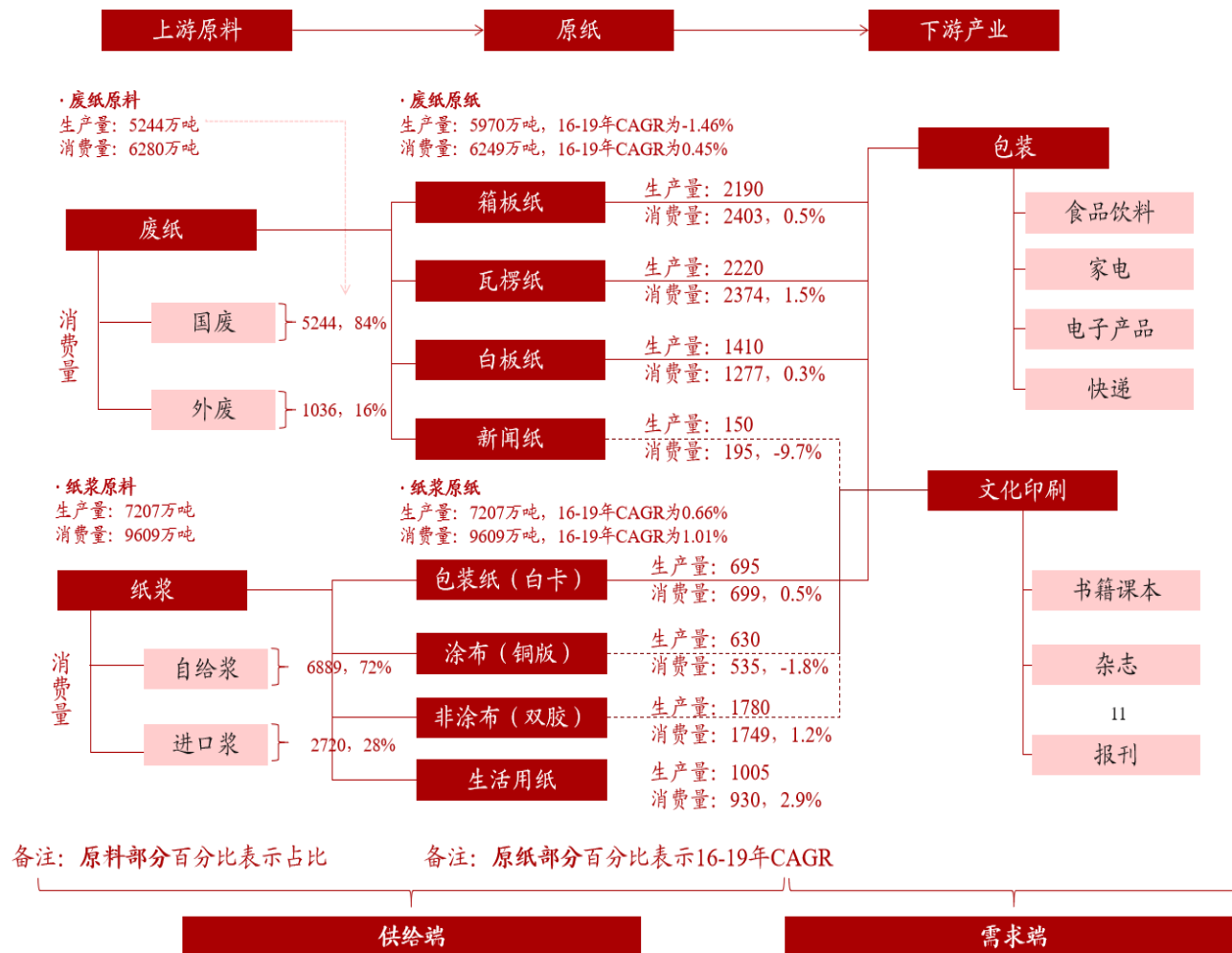
□ 细分纸种需求稳定，包装纸略提升

- 根据原料划分，19年废纸系纸种（箱板+瓦楞+白板+新闻）总消费量6249万吨，同增3.91%；纸浆系纸种（白卡+铜板+双胶+生活用纸）总消费量3986万吨，同减0.53%。
- 根据下游划分，包装纸（箱板+瓦楞+白板+白卡）19年总消费量6753万吨，同增4.25%；文化纸（新闻纸+双胶纸+铜版纸）19年总消费量为2479万吨，同减3.50%；生活用纸总消费量1005万吨，同增2.9%。

□ 需求端顺经济周期，供给侧集中度提升

- 需求：**伴随疫中全球财政和货币政策加码，疫后全球经济进入复苏周期，预期21年趋势维持向上。
- 供给：**18年以来宏观需求疲软，拖累细分纸种的原纸价格及赛道盈利，期间产业集中度提升（19年双胶纸CR4升至33%、白卡纸CR4升至83%、白板纸CR4升至47%）。20年内疫情推动供给侧格局实现进一步优化。

图：造纸一图看

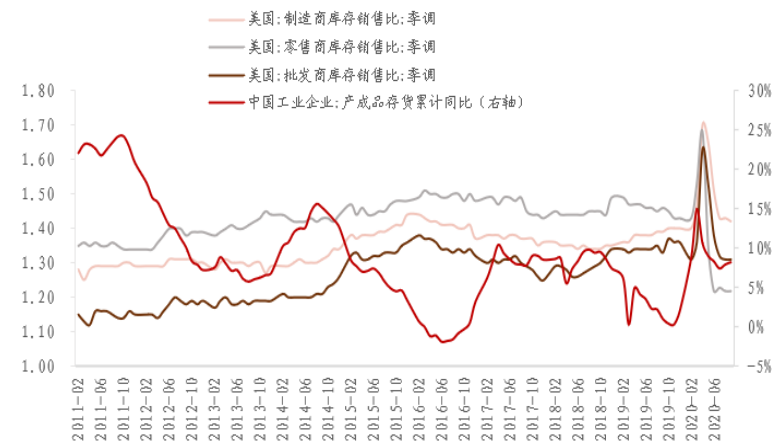


数据来源：Wind，浙商证券研究所

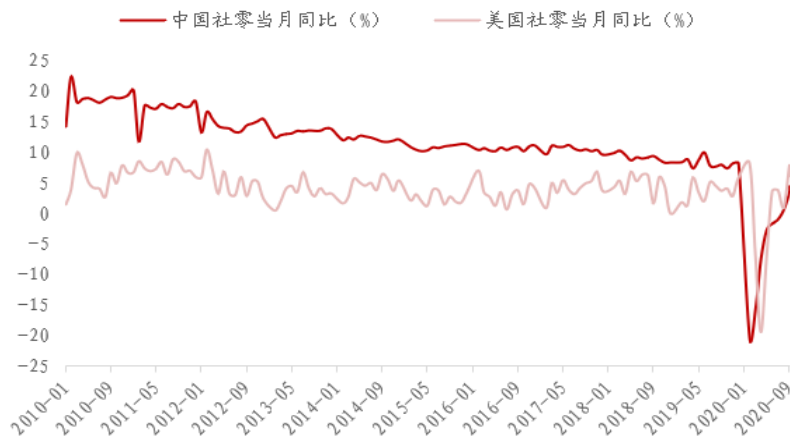
□ 疫后全球经济开始复苏，工业品库存处在低位

- 大类周期资产的前瞻指标PMI - 美国10月制造业新订单PMI升至67.90的疫前水平，欧洲、日本、中国等经济体也陆续回升
- 造纸需求高度相关的社零增速 - 中国、美国经济体的增速分别于8月、6月实现转正
- 美国&中国的库存均处于底部 - 美国9月份零售商的库存处在历史低位，制造商、批发商的库存处在历史约40%分位；中国工业企业产成品的存货处在历史50%分位（较3月高点回落）
- 造纸全球关联度较高 - 铜版纸、白板纸、双胶纸、白卡纸分别有26.4%、15.6%、10.3%、7.0%直接出口需求，包装纸考虑间接出口需求海外关联度达到40%以上

图：中国、美国的工业品库存位置



图：中国、美国社零增速



图：全球各大经济体PMI增速



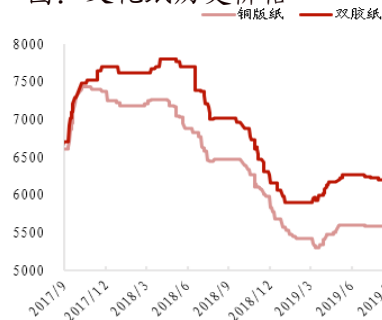
图：全球各大经济体PPI增速



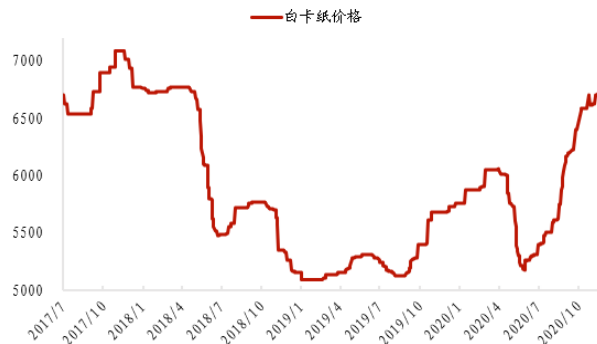
纸价：21年白卡、文化温和看涨，纸浆预期小幅上涨

- 白卡纸：**目前白卡纸价格6861元/吨，处于历史89%分位。21年预期供给产量增长4%、需求增长5%-10%，考虑供需格局&竞争格局优化，叠加人民币升值推动纸浆价格上行，预期21年纸价中枢为7000+元/吨。
- 文化纸：**目前铜版纸、双胶纸价格分别5600、5550元/吨，处于历史21%、10%分位。其中（1）双胶纸：21年预期供给产量增长8%、需求考虑党建预期增长10%+，判断21年纸价中枢为约6000元/吨；（2）铜版纸：供给没有增量、需求稳定，预期21年价格中枢和双胶匹配。
- 针叶浆、阔叶浆：**目前针叶浆、阔叶浆价格分别639、471美元/吨，处于历史20%、5%分位。其中（1）针叶浆：21-22年预期供给量稳定、需求回暖但全球库存高位，价格受益于人民币升值小幅上涨，价格中枢为660-670美元/吨；（2）阔叶浆：21-22年产量+10%，预期价格跟涨但上涨弹性弱于针叶浆，中枢为480-490美元/吨。

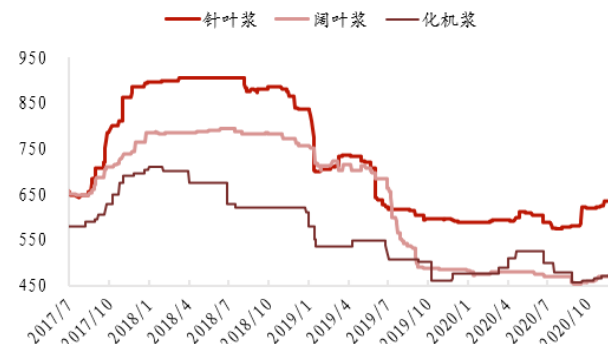
图：文化纸历史价格



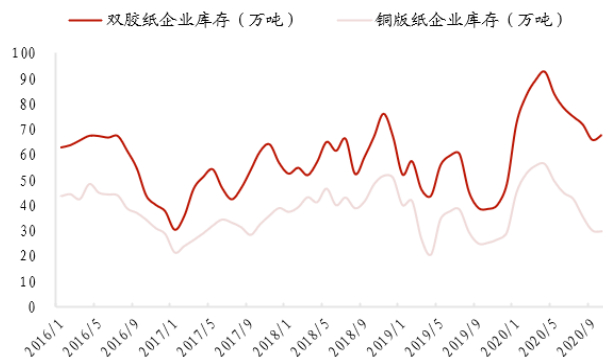
图：白卡纸历史价格



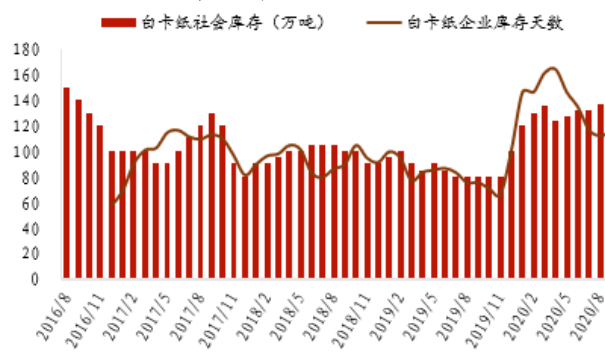
图：纸浆历史价格



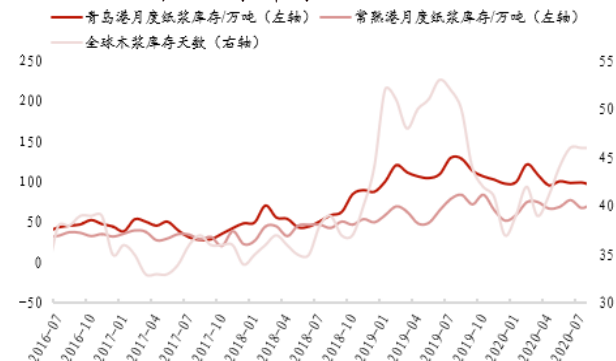
图：文化纸库存情况



图：白卡纸库存



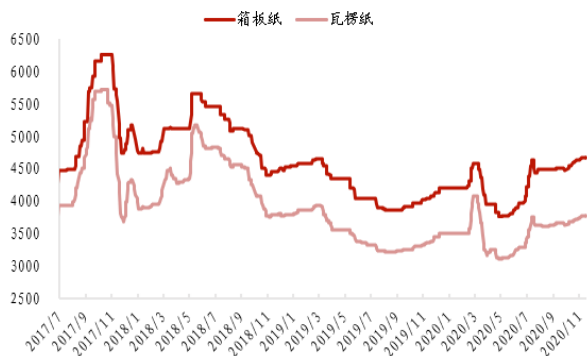
图：纸浆库存



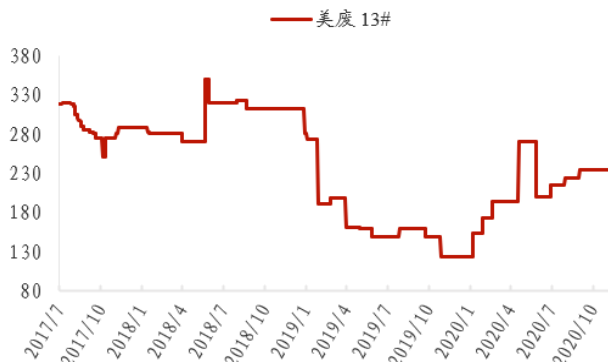
纸价：21年外废清退执行，箱板看平、国废看涨、美废看跌

- 箱板纸：**目前箱板纸、瓦楞纸价格分别为4677、3770元/吨，处于历史37%、34%分位。21-22年箱板纸预期供给+5%-10%、需求+0%-5%，行业小幅供过于求且海外进口纸陆续流入，综合考虑外废取消原料价格坚挺对纸价有支撑，预期21年纸价有上涨空间，价格中枢为4600-4700元/吨、瓦楞纸价格中枢为3700-3800元/吨。
- 国废、美废：**目前国废/美废/欧废/日废价格分别为2140元/吨（较6月低位+356元/吨）、234美元/吨（较低位+111美元/吨）、178美元/吨（较低位+93美元/吨）、230美元/吨（较低位+113美元/吨）。由于海外供应链限制外废持续上涨，21年考虑外废禁止进口执行，国废供给偏紧价格看涨、外废需求不足价格难有表现。

图：箱板纸瓦楞纸历史价格



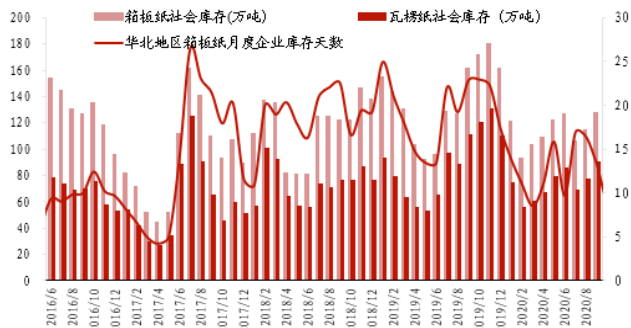
图：美废历史价格



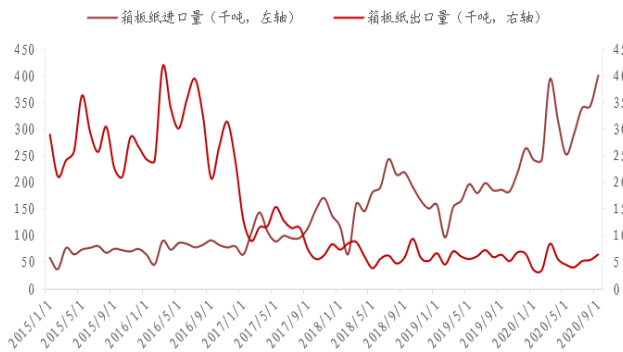
图：国废历史价格



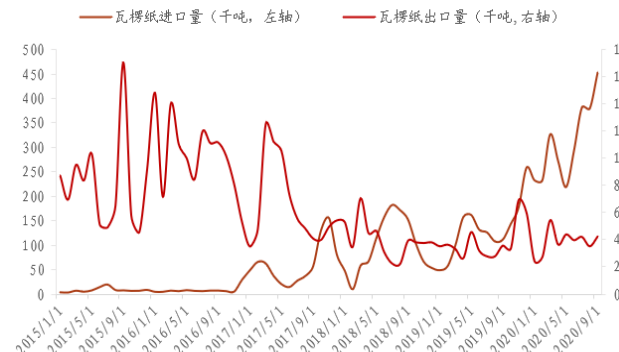
图：箱板纸瓦楞纸库存情况



图：箱板纸进出口



图：瓦楞纸进出口



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

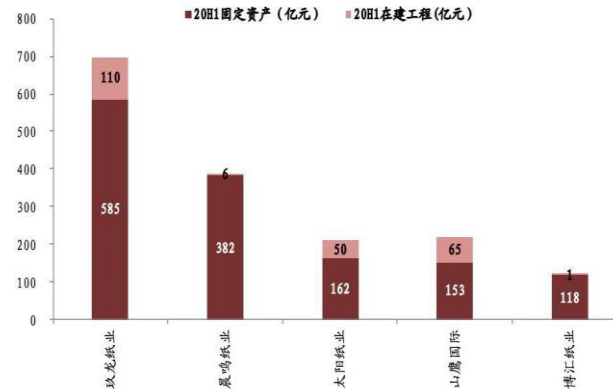
□ 行业固定资产投资完成额回升，龙头主要贡献

- 造纸行业供给指标 - 固定资产投资完成额自2017年初见顶后持续走低，反映中小企业盈利压缩阶段投产动力不足。目前该数据底部回升，主要系龙头加速投产（20年太阳、山鹰、玖龙新增投产分别达137、150、115万吨），集中度向龙头集中。

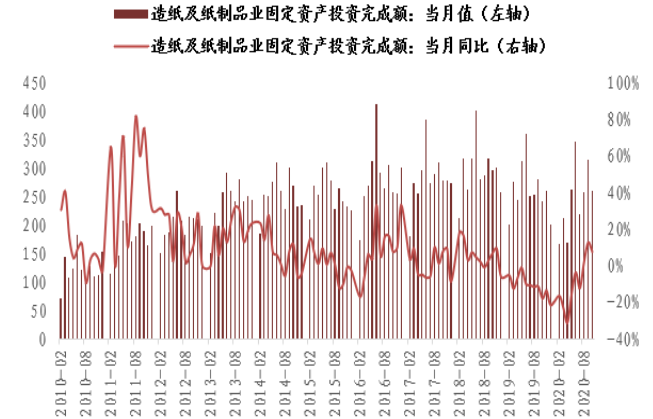
□ 白卡、铜板竞争格局较优，箱板集中度加速提升

- 白卡纸CR3约85%，金光纸业收购博汇纸业后细分纸种格局最优；箱板纸CR4约46%，外废清退后以美废为代表的长纤维获取难度增加，中高端箱板结构集中。

图：龙头公司在建工程vs固定资产



图：造纸固定资产投资小幅回升



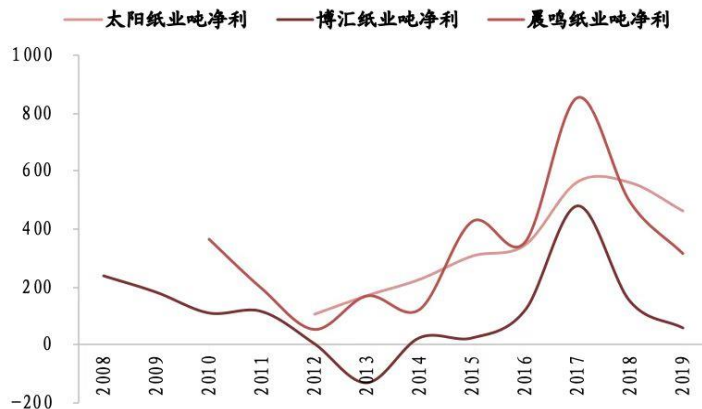
图：细分纸种集中度一看图

公司/产品	纸浆		包装用纸		白板纸	白卡纸	文化用纸			其他纸	机械纸总产能	纸浆总产能
	化学/化机浆	溶解浆	箱板纸	瓦楞纸			书写纸	双胶纸	铜版纸			
太阳纸业	140	80	160			140		130	90	40	572	260
博汇纸业	129.5		65	50		215	25			15	370	129.5
晨鸣纸业	420				30	200		400		30	670	420
玖龙纸业	85		908	340	260			112		27	1647	85
理文造纸	58		618								707.5	58
山鹰纸业	30		459							10	469	30
金光纸业	210					312		67	300	48	864	210
2019年行业总产能	1408	130	7123		1133	1092		1866		277	12927	1538
上述公司产能占比	76.17%	61.54%	36.50%		25.60%	79.40%		60.24%		65.00%	41.00%	77.54%

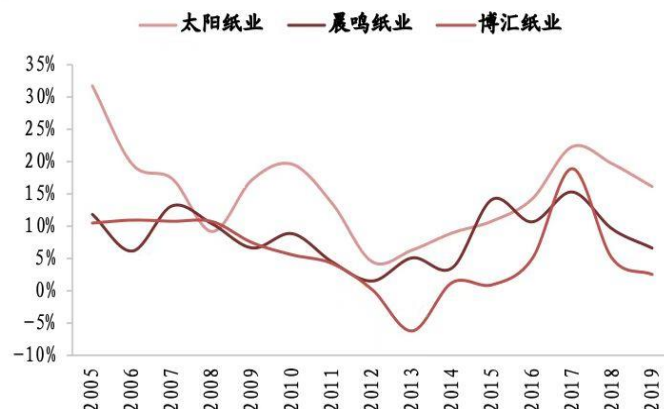
数据来源：Wind，浙商证券研究所

- 纸浆系龙头：**以太阳纸业为例，公司上一轮周期底部2012年单吨净利润是105元/吨，ROE是4.5%；本轮周期底部2019年单吨净利润是462元/吨、ROE是16.0%；主要系通过提高原材料自给率、优化运营效率、规模效应显现积累的向上动力。
- 废纸系龙头：**以玖龙纸业为例，公司上一轮周期底部2012年单吨净利润是159.6元/吨，ROE是6.7%；本轮周期底部2019年单吨净利润是256.9元/吨、ROE是10.5%；主要系布局废纸浆保障原材料成本优势、融资成本下降、规模效应显现积累的向上动力。
- 总结来看，2012-2019年纸浆系龙头底部利润抬升的幅度略高于废纸系龙头表现，预期系纸浆系原料投产壁垒较高、自给率持续提升所致，后续建议关注产业废纸浆建设的比较优势。

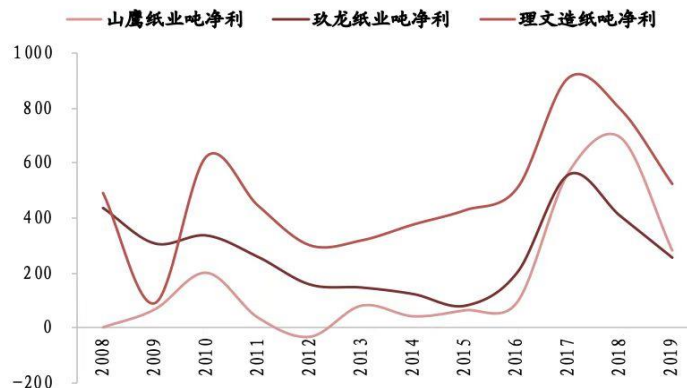
图：纸浆系龙头年度单位净利润



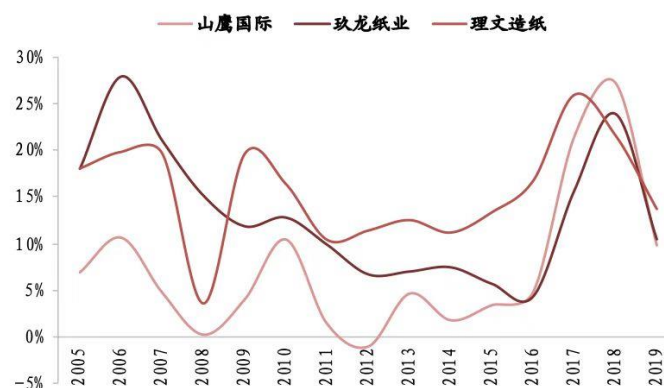
图：纸浆系龙头ROE



图：废纸系龙头年度单位净利润



图：废纸系龙头ROE



数据来源：Wind，浙商证券研究所

□ 年底外废配额清零，21年预期废纸供需存在缺口，对应国废看涨

- 外废缺口测算：16-19年外废进口量持续缩减，至20年降到约700万吨（前13批配额合计667.58万吨、较去年同期-37.91%）。21年外废进口完全清零，龙头纸企通过推进废纸浆建设弥补外废缺口。目前我们统计21年废纸浆供给能够达到约500万吨（玖龙69.8万吨、太阳40万吨、理文108万吨、景兴118万吨、山鹰120万吨）、废纸浆进口约100-150万吨，预期尚存一定缺口。

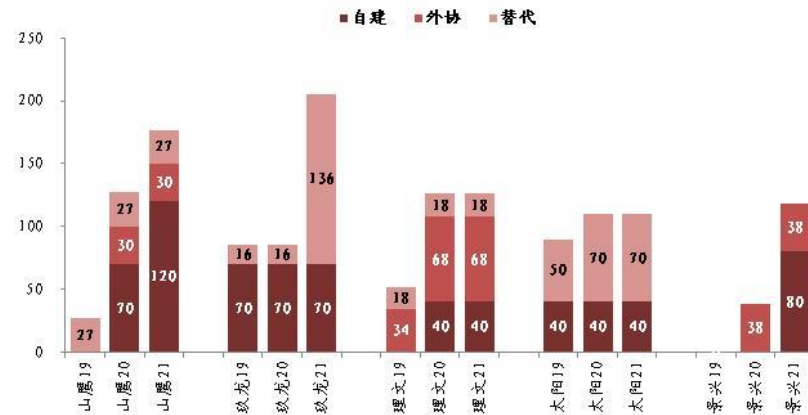
□ 产业成本优势或由外废额度转向废纸浆自建

- 废纸浆成本优势测算：判断废纸浆相较于外废成本高400-500元/吨（加工成本高300-400元/吨，运输费用高100-200元/吨），相较于国废成本低200-300元/吨且纤维质量高于国废；假设1吨废纸浆对应1吨箱板纸，21年太阳纸业箱板纸产能240万吨（自给率16.7%），对应成本优势约30-50元/吨；山鹰纸业箱板纸产能约600万吨（自给率约25%），对应成本优势约50-75元/吨。
- 纸浆成本优势测算：以太阳纸业为例，纸浆系自给率约35%，2013-2019年自制木浆成本较外购木浆成本平均低约1000-1500元/吨，2020年木浆价格低位、自制木浆成本优势不明显，21年木浆看涨背景下预期自制木浆成本可以节约100-200元/吨。

图：近年外废进口的额度梳理

单位（万吨）	2020		2019		2018		2017		2016	
企业	前13批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
玖龙纸业	206.86	30.99%	337.47	31.39%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
理文造纸	99.28	14.87%	147.07	13.68%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
广州造纸	55.00	8.24%	73.00	6.79%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
山鹰纸业（含福建联盛）	85.21	12.76%	143.29	13.33%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
联盛（龙海）	20.49	3.07%	34.29	3.19%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
华泰纸业	57.00	8.54%	84.00	7.81%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
东莞建晖	26.03	3.90%	41.31	3.84%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
山东世纪阳光	11.43	1.71%	22.27	2.07%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
景兴纸业	10.23	1.53%	18.93	1.76%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
宁波亚洲	9.21	1.38%	19.90	1.85%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
东莞金洲	15.92	2.38%	18.53	1.72%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
荣成环保	12.01	1.80%	22.24	2.07%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
其他	64.03	9.59%	112.88	10.50%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额	667.58		1075.19		1828.07		3117		4080	
配额同比	-37.91%		-41.18%		-41.35%		-23.60%		-	

图：废纸浆建设进度



□ 龙头企业19-22年进入产能密集投放期，行业集中度提升。

- 太阳纸业：2019年纸产能432万吨，对应20年/21年产能为569/592万吨（+31.7%/+28.4%）；产量约427/566万吨（+4%/+33%）。
- 玖龙纸业：2019年产能1647万吨，对应2020/2021产能1757/1757万吨（+6.7%/+0%）；产量约1650/1757万吨（+0%/6%）
- 山鹰纸业：2019年现有产能469万吨，对应20/21年产能619/731万吨（+32.0%/+18.1%）；产量约539/649万吨（+15%/+20%）。

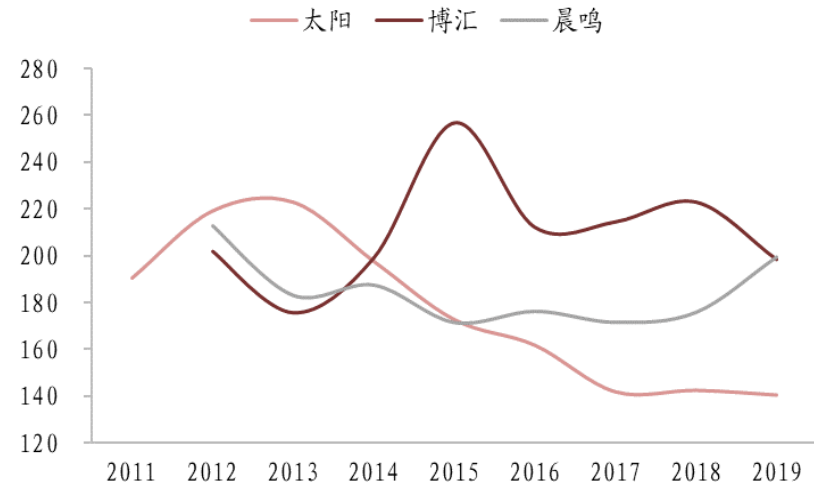
□ 龙头的吨纸折旧额下降。纵观龙头纸企，12-19年太阳纸业单吨折旧从高点223元/吨下降至140元/吨，博汇纸业单吨折旧从高点257元/吨下降至198元/吨，晨鸣纸业单吨折旧从213元/吨下降至199元/吨。规模优势凸显带来单位盈利的边际释放。

图：龙头纸企产能投放

		太阳			玖龙			山鹰		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
浆	化学浆/化机浆	130	130	270						
	溶解浆	80	80	80						
	再生浆	40	40	40	69.8	69.8	69.8	30	140	152
	机械浆									
	本色浆	-	20	20						
	木浆	10	10	10	15.5	15.5	135.5			
林浆纤纱一体化合计		260	280	420	85.3	85.3	205.3	30	140	152
纸	文化纸	220	265	320	112	112	112			
	生活用纸	12	17	32						
	箱板瓦楞纸	160	240	240	340	340	340	459	609	729
	白卡	-	-	90	908	1018	1018			
	白板纸				260	260	260			
	特种纸		7	7	27	27	27	10	10	10
	信息用纸									
	其他	40	40	40						
合计		432	569	729	1647	1757	1757	469	619	739

注：玖龙会计年度截止日期6月30日，22Q2前投产马来西亚55万吨包装纸，2022年底湖北投产120万吨包装纸

图：龙头纸企吨纸折旧

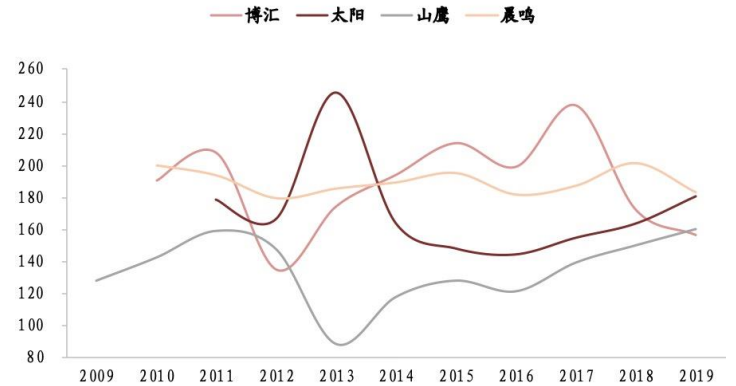


数据来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

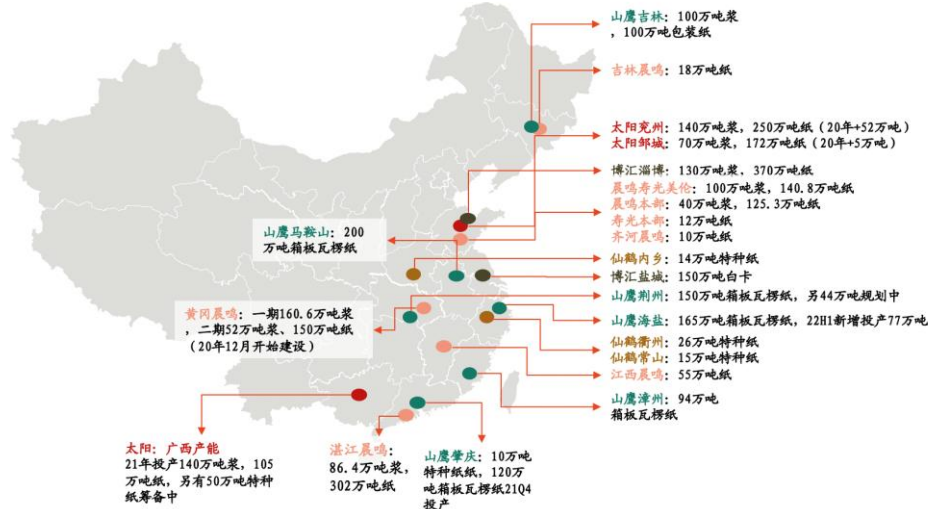
格局优化逻辑三：区位优势布局，海外尤为关键

- **区位优势：**靠近原材料及港口的生产基地运输便利，区位优势对于规模纸企较为关键。其中太阳主要布局山东、广西，博汇报局山东、江苏、并入金光后基地布局趋于完善，山鹰、玖龙、晨鸣全国布局相对完善。
- **海外布局：**国内林地资源短缺，龙头纸企前瞻布局海外浆纸基地。（1）山鹰收购发达国家成熟浆厂及纸厂（山鹰收购瑞典北欧纸业、芬兰北方生化、荷兰WPT、美国凤凰，分别获产能50万吨特种纸、针叶浆40万吨、36万吨牛卡及30万吨再生浆）；（2）太阳、理文、玖龙于东南亚自建基地（太阳于2018.5建设老挝基地，目前已有40万吨化学浆，21Q1计划投产再生浆40万吨、包装纸80万吨；理文于2017.3建设越南基地，拥有产能55万吨包装纸，并于2018.10建设马来西亚基地，目前拥有产能70万吨包装纸、纸浆55万吨、再生浆40万吨；玖龙于2017.8自建越南基地，拥有卡纸79.28万吨）。

图：龙头纸企单吨运输费用



图：龙头纸企国内区位优势布局



图：龙头纸企海外浆线布局

公司	地点	产能	投入资金	自建/收购	收购完成时间/投产时间
玖龙纸业	越南	卡纸79.28万吨	2.06亿美元	自建	2017.8
	美国	Runford和Biron: 纸89万吨, 浆52万吨	1.75亿美元	收购	2018.6
	美国	Firmont纸浆厂: 再生纸浆22-25万吨	0.62亿美元	收购	2018.8
	美国	新建两条废纸浆产线合计日产能0.31万吨, 技改提升涂布文化纸产能6万吨	3亿美元	追加投资	2018.10
	美国	本色硫酸盐针叶浆27.5万吨	-	收购	2018.10
理文造纸	马来西亚	48万吨再生浆, 预期2022年新增55万吨箱板纸产能	-	收购	2019.9
	越南	包装纸55万吨, 20年底新增50万吨箱板瓦楞纸产能	16亿港元	自建	2017.3
	马来西亚	包装纸70万吨, 纸浆55万吨, 20年3月投产40万吨再生浆	51亿港元	自建	2018.10
太阳纸业	缅甸	关联企业Best Eternity Recycle Plup and Paper Co., Ltd于19年已投产34万吨再生浆	-	-	2019
	老挝	化学浆30万吨项目(产能40万吨)	4.33亿美元	自建	2018.5
	老挝	再生纤维浆板40万吨, 高档包装纸80万吨(计划21Q1投产)	6.37亿美元	自建	2021Q1
山鹰纸业	瑞典	特种纸50万吨(北欧纸业)	19.52亿元	收购	2017.7
	芬兰	针叶浆40万吨	9.5亿欧元	收购	2018.4
	荷兰	废纸回收企业WPT, 年销废纸100万吨	-	收购	2018.6
	美国	36万吨牛卡, 30万吨再生浆, 预计21年3月新增12万吨废纸浆(凤凰纸业)	-	收购	2018.8
	泰国	110万吨再生浆, 20年Q2起陆续投产, 三季度已投产70万吨	-	自建	2020Q2

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

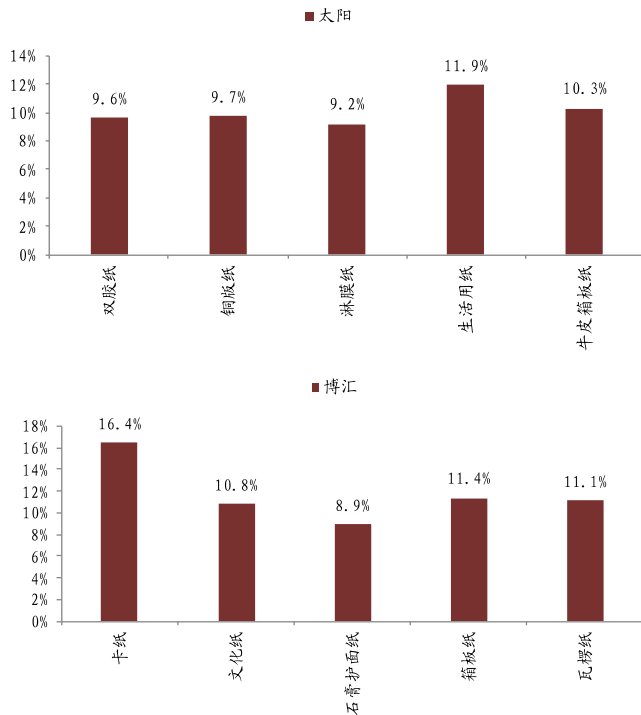
□ 自备电厂能源动力成本优势明显，环保趋严政策下稀缺性上升。

- **自备电厂能源动力成本可节约50%。**平均各纸企成本结构来看，能源动力成本占比约10%，仅次于木浆占比。龙头纸企通过布局自备电厂，发电成本约0.25-0.30元/千瓦时，相较于外购节约0.25-0.3元/千瓦时，单吨平均节约200元/吨。
- **自备电厂政策趋严，获批难度加大。**2018年国家发布政策控制电厂总量，关停整改不合格电厂，指出京津冀、长三角、珠三角等区域禁止新建和扩建燃煤自备电厂，拥有自备电厂的纸企有比较优势。

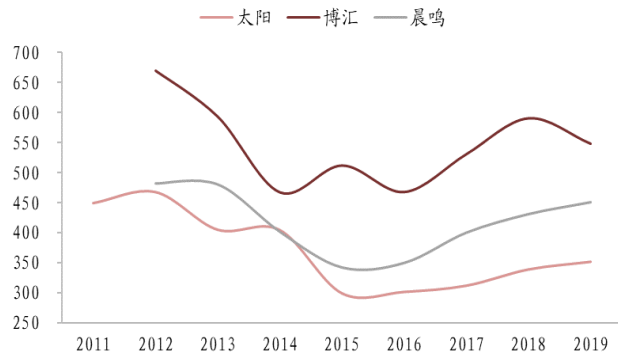
□ 龙头纸企自备电厂、能源环保成本优势测算：

- **山鹰纸业：**马鞍山基地、海盐基地以及联盛纸业均有自备电厂，目前已在华中地区启动建设热电联产项目，全部建成后公司国内造纸基地自供电比例（不含广东山鹰）将由74%提升至97%。以荆州热电联产项目为例测算，湖北外购电成本是0.555元/度，荆州热电联产项目自备电厂成本为0.341元/千瓦时，年供电量1034GWh，每年可节省电力成本2.26亿元（单吨能源成本节约100元/吨）。
- **太阳纸业：**自备热电厂总装机容量50万千瓦/月，电及蒸汽除满足自用外还可销售至关联公司。单吨能源动力成本来看，太阳2019年单吨成本352元/吨、晨鸣451元/吨。

图：能源动力成本占各纸种成本比例



图：龙投企业能源动力吨成本比对



数据来源：Wind，浙商证券研究所

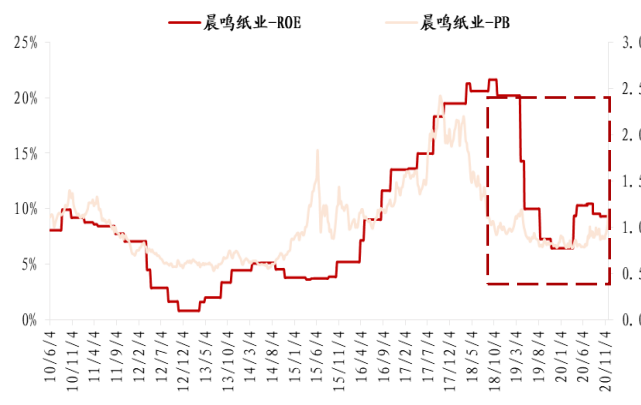
□ 21年龙头ROE预期上行：

- **供需：**文化、白卡供需格局最优，预期价格向上弹性最大；箱板原料存在向上支撑，预期纸价温和上行。
- **利润：**21年利润预期，木浆价格维持低位、浆系纸种吨利仍将上行；废纸成本看涨、箱板净利维持平稳；中长期利润趋势，外废清退背景下上游布局废纸浆的箱板龙头、原料自给率提升的浆系龙头利润空间持续夯实。
- **结论：**太阳纸业管理优异、抗风险能力高于同行，中长期量利均有向上空间，ROE预期具有持续上行潜力，估值体系或存在上移；博汇纸业、晨鸣纸业21年预计白卡及文化单吨盈利优异，重点关注EPS超预期兑现。

□ 成长周期估值长期修复：

- 目前造纸行业ROE处于历史58%分位、PB处于历史35%分位，预期21年供需优化且龙头公司ROE上行、估值具备修复空间。
- 把握造纸核心资产太阳纸业，推荐ROE预期高增的博汇纸业、晨鸣纸业；并建议关注废纸系纸种龙头玖龙纸业、山鹰纸业集中度演绎。

图：造纸行业优质个股ROE/PB



数据来源：Wind，浙商证券研究所

04

**新型烟草&海外大麻：
政策或存向上催化，蓄势待发、最为看好**

新型烟草两大赛道保持高速增长

□ 新型烟草市场高速增长:

- 雾化电子烟和加热不燃烧烟草制品（HNB）是新型烟草的两大主流产品。

□ 雾化电子烟:

全球规模由2011年的13亿美元增至2019年的195亿美元，2019增速25%，11-19年CAGR达40%。我们按Frost&sullivan对全球电子雾化设备出厂端规模的增速测算，2020年全球雾化电子烟规模预期达211亿美元（+8%），2023年规模将达472亿美元（20-23年CAGR达31%）。

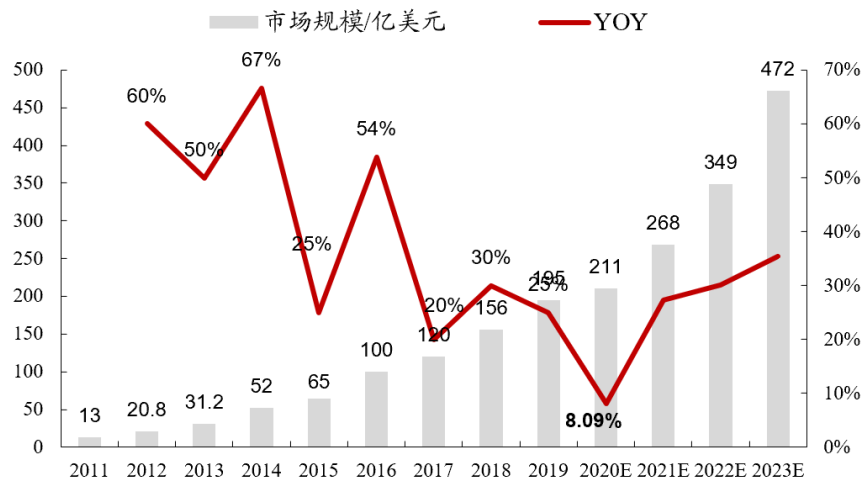
国内规模2019年我国烟油式电子烟市场规模达到110亿元（+120%，约16亿美元），通过品牌方数据跟踪预期2020年实现50%+增速。

□ 加热不燃烧:

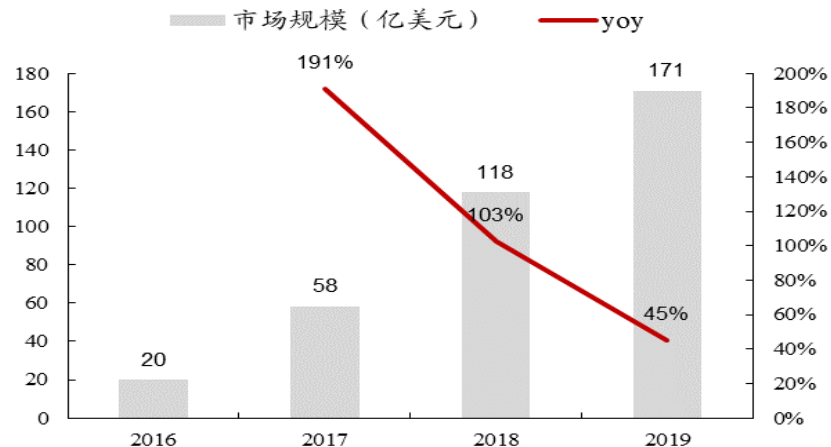
全球规模由2016年的20亿美元增至2019年的171亿美元，16年在明星产品IQOS的驱动下进入高增长阶段，16-19年CAGR达104%。根据蓝洞新消费，全球加热不燃烧烟草市场到2025年前均将保持15%左右的CAGR。

国内规模存在政策向上催化的可能，市场潜力大。

图表：全球雾化电子烟规模



图表：全球加热不燃烧制品规模



数据来源：世界烟草报告、蓝洞新消费，浙商证券研究所

国际主要玩家：菲莫国际、英美烟草持续走在前列

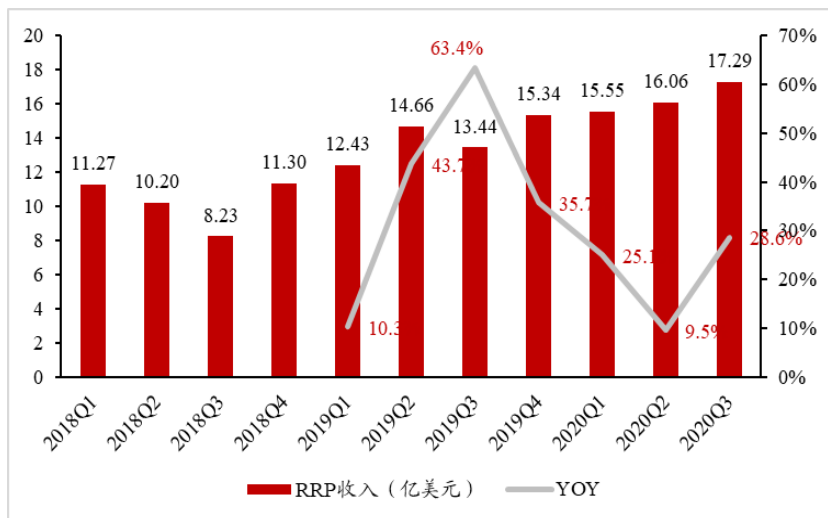
□ 菲莫国际：HNB核心产品IQOS疫情期间保持良好增势，雾化烟产品值得关注

- 体量：2020Q1-Q3新型烟草业务收入48.9亿美元（+21%），总销量544亿支（+28%），总使用人数1640万人（较20Q2+100万人）。
- 份额：20Q3在日本的份额达到20.5%（同比+3.4pct），欧盟3.9%（同比+1.4pct），俄罗斯6%（同比+1.8pct），对应核心供应商盈趣科技。
- 提价：8月PMI向日本财政部申请提价，并于11月2日的新产品落实提价，单盒售价从520日元提升到550日元（+6%）。
- 雾化新品：旗下雾化产品IQOS mesh 8月已经登陆新西兰市场，并计划在20Q4和21年推向更多市场，期待思摩尔国际进入供应链。

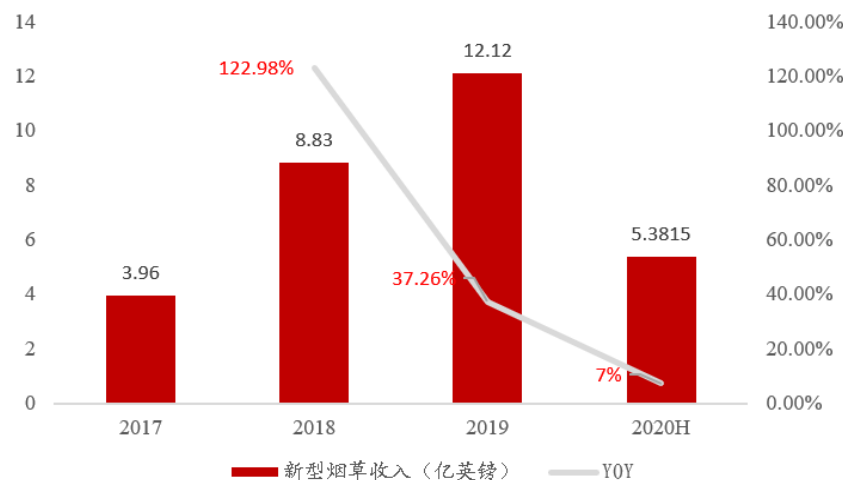
□ 英美烟草：雾化烟Vuse产品美国市场表现亮眼，HNB产品glo表现欠佳

- 体量：2020H1新型烟草业务收入5.38亿英镑（+7%），其中雾化产品2.65亿英镑、增长39%（美国市场产品Vuse增长70%），HNB产品2.73亿英镑、下滑12%（受日本消费税协调以及glo Sens表现不佳影响），总使用人数达610万（较年初+210万）。
- 份额：雾化设备销售在美国、加拿大、英国、法国、德国销售占比均为第一。其中在美国的份额提升至25-30%（去年为15%）。
- 促销手段-0.99美元烟具：烟杆基数变大后，烟弹的复购才是最终的盈利之道。从2019年7月开始，Vuse将建议价格从29.99美元和24.99美元下调至99美分，叠加Vuse Alto搭载了思摩尔新一代Feelm加热技术，在美国市场的份额得以大幅攀升。

图表：菲莫国际IQOS业务收入&YOY（亿美元）



图表：英美烟草新型烟草业务收入&YOY（亿英镑，包含雾化烟和HNB）



国际主要玩家：日本烟草、帝国品牌、韩国烟草紧随其后

日本烟草：20年烟弹增势较好、但烟具销售承压，新品顺利迭代有望拉动烟具销售，进军英国市场拓宽销路

- 体量：**20Q1、Q2、Q3 RRP业务销量分别9、18、12亿支，其中Q2、Q3销量分别增长29%、20%；但RPP收入有所下滑，主要系设备销售下滑。
- 新品迭代：**20年6月1号推出 Ploom S 2.0（支持薄荷醇口味），11月推出机型更加紧凑的Ploom TECH+ with。
- 积极开拓日本以外市场：**11月3日日本烟草国际公司（JTI）在英国推出其加热不燃烧产品Ploom S，预计到2025年将在英国拥有近100万Ploom用户。

帝国烟草：20年新型烟草业务下滑较多，或考虑更换供应商

- 体量：**2020年上半财年NGP业务（新型烟草，且主要为雾化烟品牌blu）净收入8300万英镑（-44%），主要系公司的工厂因疫情原因停产，产能受限。
- 产品迭代：**blu电子烟目前仍为棉芯产品，后续或考虑重新设计陶瓷加热芯产品以增强市场竞争力。

韩国烟草（KT&G）：借力PMI渠道推广旗下HNB产品Li1，有望拉动销售

- 体量：**2019年NGP收入25.23亿韩元，增长6%。
- 新品迭代：**2020年2月发布li1 hybrid2.0，是第一个去掉所有按钮的加热不燃烧产品
- 市场开拓：**2020年1月PMI开始进行合作，即采用渠道分成模式在PMI的全球销售渠道中铺Li1的货。2月在中东地区展开合作，10月开始在日本和乌克兰市场推出。

图表：日本烟草新型烟草业务收入&YOY

日本烟草（亿日元）	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业收入	21854	22160	21756	5196	5106	5619
YOY	1.96%	1.40%	-1.82%	2.80%	-7.70%	-2.30%
其中：RRP（减害烟草）	-	646	609	130	259	167
YOY	-	-	-5.7%	5%	-15%	-6.2%
销量（亿支）	-	28	33	9	18	12
YOY	-	-	17.9%	-	29%	20%
占比	-	2.9%	2.8%	2.5%	5.1%	3.0%

图表：帝国烟草新型烟草业务收入&YOY

单位：百万英镑	2019H	2019	2020H
营业收入	14390	31594	14672
yoy			2%
NGP净收入	148	108	83
yoy			-43.90%

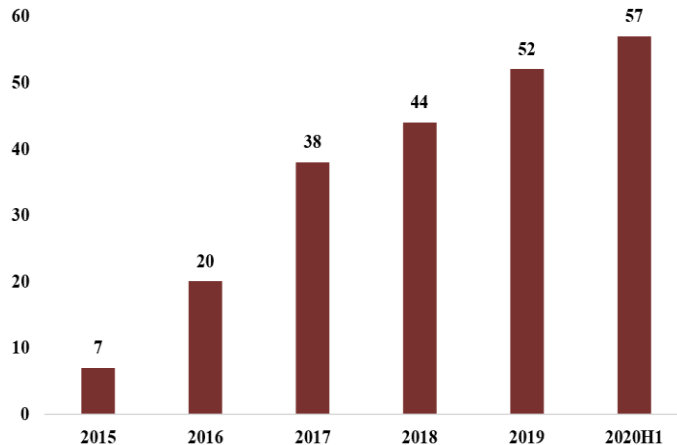
图表：韩国烟草Li1 产品示意图



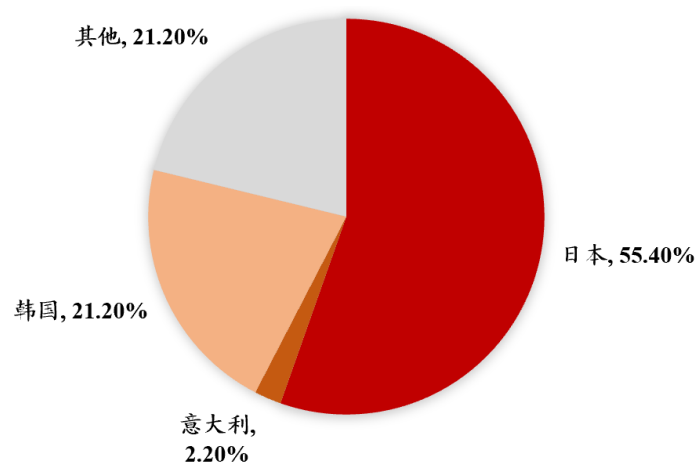
日本市场保持增长、新兴市场迅速起量，IQOS份额保持领先

- **销售区域扩张：**以明星产品IQOS为代表，15年至20H1 IQOS的销售国家从7个提高到了57个，预计伴随IQOS获得MRTP审批背书，新市场的开拓速度将加快。
- **市场国家分布：**全球最大加热不燃烧市场是日本，2018年占全球加热不燃烧烟草产品总市场规模的55.4%，韩国占比21.2%，其他国家占比23.4%。值得注意的是，日本市场虽然保持较快增长，但是由于欧洲、拉美等新兴市场增长迅猛（如英国HNB市场销量在过去12个月增长了270%），日本在全球HNB市场中的占比持续下行（16年时占90%以上）。
- **市场品牌分布：**日本市场来看，2019年第四季度IQOS份额最大占比64%，其次glo占比20%，再次Ploomtech占9%。尽管glo和Ploomtech均有推出差异化的打法，但仍难以撼动IQOS的领军地位。

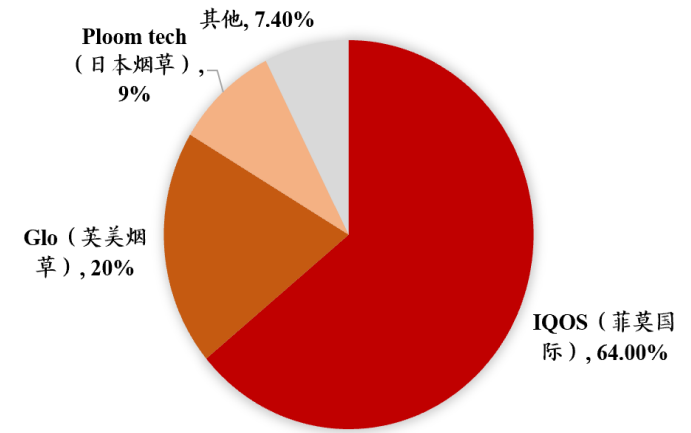
图表：2018年全球HNB市场国家分布



图表：2018年全球HNB市场国家分布



图表：2019Q4日本市场主要产品竞争格局



数据来源：FDA官网，Winston Salem Journal，浙商证券研究

□ IQOS通过MRTP审核，HNB发展里程碑，美国市场有望正式发力

- 20年7月7日，菲莫国际宣布旗下HNB产品IQOS 2.4代产品通过FDA的MRTP审核（17年5月提交申请），标志着FDA已经通过科学研究认定IQOS作为一款减害产品可以在美国上市，IQOS成为行业最早且唯一过审MRTP的电子尼古丁产品。
- 20年考虑疫情拖累及奥驰亚推广计划，IQOS虽然进军美国市场节奏较慢，但我们判断21年后有望逐渐打入美国市场，增量十分可观。
- 空间测算：**美国是最大雾化电子烟消费国，HNB市场潜力巨大。美国市场卷烟消费量2300+亿支，假定20-22年IQOS的渗透率分别达到1%、5%、10%，则换算烟具需求套数可达91、455、909万套。
- 标的推荐：**作为IQOS烟具精密塑胶件的核心供应商之一，**盈趣科技**21-22年有望迎来订单弹性，推荐关注。

图表：IQOS通过MRTP审核，一款烟具+3款万宝路烟弹

公司	产品	日期	订单状态
菲莫国际	S.A.Marlboro Heatsticks	07/07/2020	会议批准
	IQOS System Holder and Charger	07/07/2020	会议批准
	S.A.Marlboro Smooth Menthol Heatsticks	07/07/2020	会议批准
	S.A.Marlboro Fresh Menthol Heatsticks	07/07/2020	会议批准
瑞典火柴 美国公司	General Loose	10/22/2019	会议批准
	General Dry Mint Portion Original Mini	10/22/2019	会议批准
	General Portion Original Large	10/22/2019	会议批准
	General Classic Blend Portion White Large	10/22/2019	会议批准
	General Mint Portion White Large	10/22/2019	会议批准
	General Nordic Mint Portion White Large	10/22/2019	会议批准
	General Portion White Large	10/22/2019	会议批准
	General Wintergreen Portion White Large	10/22/2019	会议批准

图表：美国市场增量测算

	2020E	2021E	2022E
美国卷烟销售总量（亿支）	2300	2300	2300
模拟市占率（%）	1.0%	5.0%	10.0%
美国IQOS烟弹出货量（亿支）	23	115	230
出货量比例（烟弹：烟具）		2530	
美国IQOS烟具出货量（万套）	91	455	909
盈趣科技份额	80%	40%	30%
盈趣科技销售量（万套）	73	182	273
盈趣科技价格（元/只）	100	100	100
盈趣科技收入（百万元）	73	182	273

数据来源：FDA官网，Winston Salem Journal，浙商证券研究

全球雾化：美国执行调味烟禁令，市场短期承压

- 主要消费国美国19年颁布调味电子烟禁令。**美国是全球最大烟油电子烟消费国。19年美国中学生电子烟使用人数激增至530万（+39.5%），其中高中生电子烟使用率达到27.5%（2017年为11.7%），20年2月美国全面禁止美国市场上非烟草和薄荷味的电子烟出售。随后多个州执行时力度超预期，如加州、纽约州等都将薄荷醇口味也纳入禁售范畴。
- 短期来看青少年客群减少、需求小幅承压。**根据尼尔森数据统计，20年Q1、Q2美国市场电子烟销售额分别同比下滑6%、16%，7-9月分别下滑16%、15%、3%，至9月跌幅有收窄迹象。11月20日FDA和CDC发布了2020年全国青年烟草调查的结果，与去年相比，目前使用电子烟的美国青年人数减少了180万，我们判断成年人的消费仍然在增加。
- 拜登团队对口味烟态度可能会较为严苛。**新政府曾表示如果医学证明电子烟会对人体产生额外损伤，将会采取强硬手段管制电子烟。
- 虽然面临政策干扰压力，美国政府禁售调味烟和线上销售的初衷都是为了遏制青少年吸烟，本身并未否认电子烟的减害属性，不改行业长期成长逻辑。**

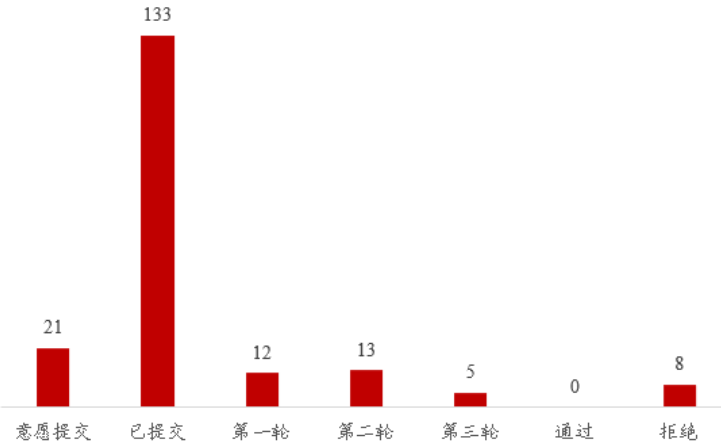
图表：2019-2020年美国电子烟禁令动态

日期	事件
6月25日	旧金山市监督委员会全票通过全面禁售电子烟的法令
9月15日	纽约州表示将禁售口味电子烟，但保留薄荷味
9月18日	密歇根州宣布禁售调香型尼古丁电子烟，禁令立即生效
9月24日	马赛诸塞州暂停销售所有与电子烟有关的雾化产品4个月
10月4日	纽约州收到美国蒸汽技术协会（VTA）诉讼，暂停了原本应在10月4日生效的口味电子烟禁令
10月9日	蒙大拿州宣布调味电子烟禁令
9月11日	美国政府宣布即将出台政策，全面禁止美国市场上非烟草味的电子烟（如薄荷味等调味电子烟）出售
9月20日	沃尔玛宣布将在卖完存货后，停售电子烟
9月24日	美国就电子烟问题举行国会听证会，肺脏协会将敦促FDA和国会尽快禁售所有口味型烟草产品，包括口味型雪茄和薄荷醇卷烟
10月8日	美国超市连锁店Kroger和药店连锁店Walgreens宣布将停止在其全国门店销售电子烟
11月1日	特朗普政府计划敲定针对几乎所有调味电子烟产品的禁令，只有烟草和薄荷味两种口味的电子烟被排除在外，预计下周公布
12月20日	通过TOBACCO 21（烟草21）法案，将购买烟草年纪提升至21岁
1月2日	FDA宣布，将暂时禁售部分口味的电子烟烟弹，但烟草味和薄荷醇味的产品不受影响
2月5日	电子烟禁令正式生效
1月底	新泽西禁售调味烟（为保证税收尚未禁止薄荷醇）
4月1日	罗德岛禁售调味烟（禁止薄荷醇）
5月18日	纽约州禁售调味烟（禁止薄荷醇）
7月2日	参议院通过了S1253号法案，禁止邮政运输电子烟液体，即“防止向儿童在线销售电子烟法案”。如果这项法案落地，电子烟将只能通过私人运营商如DHL等配送，在线购买的成本可能会增加20美元
8月28日	加州通过调味禁令法案，只保留烟草口味电子烟（禁止薄荷醇）
10月8日	密歇根州再次提议永久禁止加香型电子烟

数据来源：Winston Salem Journal，蓝洞新消费，浙商证券研究所

- **存量产品的PMTA申请已于20年9月截止，小品牌将陆续出清。**根据VAPEPMTA数据库，已有197家电子烟品牌提交PMTA申请（尚未有通过的，已拒绝8家）。英美烟草的Vuse和帝国烟草的blu、日本烟草的logic、NJOY、JUUL均提交了PMTA申请，龙头品牌有望提升市场份额。此外悦刻也在积极投入到PMTA资料审核的准备中。考虑到：1）PMTA审查周期长，通常在1年以上；2）审查费用高昂，可达几十万甚至上百万美元；3）审查存在被驳回的可能性；我们认为不具备实力的中小品牌（根据产业沟通约占美国市场合计30%份额）将淘汰出清，大品牌市场占有率将进一步提升，加速行业格局集中。
- **20年12月PMTA将有定论，看好21年格局集中：**根据美国国际电子烟标准协会（GVSA），美国FDA已经开始联络申请PMTA并且进入实质性审查阶段的各家公司。在核实信息后，FDA将在12月中旬左右公布PMTA白名单，该白名单将有利于海关、进口商、批发商、零售店和其它相关执法机构识别哪些是正式申请PMTA的产品。

图表：PMTA已提交申请品牌数量统计（截止9月9日）



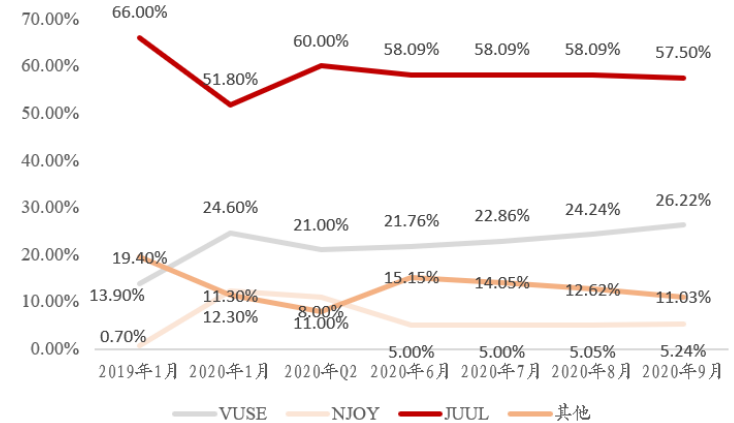
图表：目前已通过或正在申请PMTA的品牌

公司	提交申请日期	所在阶段	申请通过日期	产品	产品类型
22世纪集团	2018年12月4日	已通过	2019年12月17日	Moonlight	可燃过滤香烟
菲莫国际	2017年5月15日	已通过	2019年4月30日	IQOS 2.4	加热不燃烧烟
瑞典火柴公司	-	已通过	2015年11月10日	General Loose等	无烟气烟草制品
雷诺烟草（英美）	2019年10月1日	-	-	Vuse Solo	雾化电子烟
雷诺烟草（英美）	2019年12月3日	已提交	-	Vuse	雾化电子烟
日本烟草	2020年1月1日	已提交	-	logic	雾化电子烟
菲莫国际	2020年3月30日	-	-	IQOS 3	加热不燃烧烟
NJOY	2020年3月1日	已提交	-	NJOY	雾化电子烟
雷诺烟草（英美）	2020年4月16日	已提交	-	Vuse Alto 12个口味	雾化电子烟
帝国烟草	2020年4月29日	已提交	-	myblu	雾化电子烟
Fontem US LLC	2020年4月29日	已提交	-	myblu	雾化电子烟
E-Alternative Solutions	2020年7月11日	第二轮审核	2020年7月8日	Leap、Leap Go	雾化电子烟
奥驰亚旗下 Juul Labs	2020年5月16日	已提交	-	Helix on!	尼古丁袋产品组合
艾维普思	2020年7月	第二轮通过	2020年9月23	smok	雾化电子烟
奥驰亚旗下 Juul Labs	2020年7月31日	第三轮审核	-	Juul	雾化电子烟
你我集团	2020年8月17日	已提交	-	suorin	开放式小烟
思摩尔旗下 VAPORESSO	2020年8月17日	第一轮通过	2020年8月20	VAPORESSO	电子烟和电子雾化设备

美国市场竞争格局变化：

- JUUL份额下滑，Vuse、NJOY逆势上升。基于JUUL水果味占比高，且营销宣传上使用青少年做模特，持续面临监管高压和大量来自青少年家长和保护组织的诉讼；而搭载陶瓷雾化技术的Vuse、NJOY新品产品竞争力突出，份额持续提升。建议重点关注陶瓷雾化龙头**思摩尔国际**的业绩成长。
- JUUL：市占率下滑到57.5%，19年11月宣布第一轮裁员人数从3000降至2200人，20年9月第二轮裁员计划裁去1200人；并考虑暂停在欧洲大陆和亚洲市场的销售，这将意味着该公司退出11个国家，并将专注于核心市场美国、加拿大和英国。

图表：美国市场电子烟品牌竞争格局



图表：JUUL负面事件梳理

时间	事件概述
2020-11	在威斯康星州接到关于引导青少年使用电子烟的诉讼
2020-9	第二轮裁员1200人（仅保留1000人），并退出欧洲和亚太市场
2020-10	上半年亏损4.23亿美元，奥驰亚对JUUL估值两年累计下跌88%
2020-7	一季度市场份额下降10%
2020-5	研究人员发现JUUL电子烟烟草和薄荷醇烟弹中含有细菌污染物
2020-5	停止包括法国西班牙在内的五个欧洲国家销售产品，计划削减海外业务近三分之一的员工。
2020-5	推特、脸书数据显示，JUUL社交数据大幅下降
2020-4	美国联邦，贸易委员会FTC已经提起诉讼，要求撤销烟草巨头奥驰亚在2018年对电子烟公司Juul作出的128亿美元投资事项。
2020-3	Juul联合创始人蒙西斯将离职，卸任董事会成员与顾问职务。
2020-2	因担心无法阻止零售商向年轻人出售高尼古丁含量电子烟，JUUL无限期停止在印尼的销售
2020-2	马萨诸塞州因向未成年人销售电子烟起诉JUUL
2020-1	计划退出韩国市场，推迟进军新西兰
2020-1	亚利桑那州总检察长宣布起诉Juul
2019-11	第一轮裁员800人
2019-11	因向未成年人推广电子烟，纽约、华盛顿特区起诉Juul
2019-11	Juul停止在美国销售薄荷烟味烟弹，仅保留烟草和薄荷醇产品
2019-11	前高管在爆料，Juul曾在今年年初向市场运送了100万颗受污染的电子烟烟弹，其后美国众议院小组委员会要求Juul Labs移交有关该电子烟公司可能已出售的潜在受污染烟弹的文件。
2018-4	美国食品药品监督管理局发起了一次突击行动，以打击Juul向未成年人出售电子烟的行为。

图表：2020年美国市场电子烟销售情况

	2020年Q2	2020年6月	2020年7月	2020年8月	2020年9月
美国市场					
销售金额（亿美元）	9.400	2.978	2.948	2.918	2.860
同比	-16.00%	/	-16.00%	-15.00%	-3.00%
VUSE					
销售金额（亿美元）	1.974	0.648	0.674	0.708	0.750
同比	32.00%	/	71.00%	63.00%	78.00%
NJOY					
销售金额（亿美元）	1.034	0.149	0.147	0.147	0.150
同比	94.00%	/	-32.00%	-41.00%	-40.00%
JUUL					
销售金额（亿美元）	5.640	1.730	1.712	1.695	1.645
同比	/	/	-33.00%	-30.00%	-17.00%
其他					
销售金额（亿美元）	0.752	0.451	0.414	0.368	0.317

数据来源：蓝洞新消费、尼尔森数据，浙商证券研究所

国内HNB政策：未来两年国内有望实现从0到1的突破

- 目前国内对海外加热不燃烧产品采取禁售措施，17年以来中烟公司划拨专项研发经费、积极与优秀民营企业合作，推出了较多新品试水。20年6月18日四川中烟国内首家HNB“功夫”线下体验店在成都开业，是我国中烟自主产品成熟的积极信号。
- HNB产品烟弹仍然使用烟草、不会伤害烟农利益，中烟支持推进。20年因疫情原因以及国内相关设备及产能尚未准备充分，未有明确政策推出。考虑到美国PMTA申请已经正式执行，FDA也将对各种新型烟草制品制定较为精细的监管措施，我们预计将对国内政策制定带来一定指引，有望加速政策推进节奏，看好未来两年靴子落地、撬开国内需求市场。

图表：中烟政策推进情况梳理

时间	政策/态度
2014年1月	全国烟草工作会议：高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发
2017年1月	2017年全国烟草工作会议：深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性产品
2018年7月	烟草行业新型烟草制品发展座谈会：准确把握新型烟草制品战略定位，紧密结合市场实际，积极稳妥地推进新型烟草制品与传统卷烟协调发展。
2018年7月	国家烟草专卖局印发《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》：推进新型烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展；推进新型烟草制品产品国际拓展。
2019年11月	国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局联合发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》：敦促电商平台关闭电子烟店铺；敦促企业和个人撤回互联网发布的广告
2020年7月	国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局制定了《电子烟市场专项检查行动方案》：全面清理互联网电子烟售卖；强化对互联网平台的监管；保护未成年人身心健康。

图表：各中烟HNB产品研发和上市情况

所属中烟公司	品牌名称	上市时间	上市地点	合作研发单位	出口合作企业
四川中烟	宽窄·功夫 宽窄·子弹头	2017.12	韩国	云南巴菰生物科技有限公司	韩国YM国际科技有限公司
	宽窄二代 宽窄·成	2018.11	-	-	-
	宽窄功夫2.0	2020.5	-	-	-
云南中烟	MC	2018.4	韩国	自主研发	韩国IF烟草株式会社
	Ashima Lu Lu	2018.11	-	自主研发	-
	Webacco	2019.6	-	自主研发	-
广东中烟	MU+ ING	2018.7	老挝	华南理工大学等	柬埔寨威尼顿公司
湖北中烟	烟具MOK 烟弹COO	2018.10	韩国	自主研发	-
安徽中烟	巔 (Toop)	2018.10	-	自主研发	-
湖南中烟	Usonicig	2017.12	-	深圳湘元科技有限公司	-
黑龙江烟草	LOPATO	2019.4	-	前海国健华烟科技	-
河南中烟	ELIO	2019.4	-	御烟实业有限公司	-

数据来源：各中烟公司官网，浙商证券研究所

□ 烟草预期由中烟专卖，民营企业或通过参股方式参与烟具、烟草薄片、香精加工等产业链环节：

- **烟具**：10% HNB渗透率假定下将有62亿市场规模（50%渗透率下270亿），相关上市公司为劲嘉股份、思摩尔国际。由于国内雾化电子设备制造经验丰富，该市场竞争可能较为激烈。
- **烟草薄片**：10% HNB渗透率假定下将有93亿市场规模（50%渗透率下463亿），相关上市公司为华宝国际、集友股份。国内目前拥有烟草薄片生产资质的企业不超过15家，重点关注已经拥有全牌照的**华宝国际**。
- **烟用香精**：10% HNB渗透率假定下将有56亿市场规模（50%渗透率下120亿），相关上市公司为华宝股份、中国波顿。

图表：国内HNB烟弹耗材市场规模测算

单位：亿元	短期 10%渗透率	中期 20%渗透率	长期 50%渗透率
传统烟草产量（万箱）	4750	4750	4750
渗透率	10%	20%	50%
HNB烟弹产量（万箱）	475	950	2375
薄片			
薄片单位使用量（吨/万箱）	130	130	130
薄片总需求（吨）	61750	123500	308750
单价（万元/吨）	15	15	15
国内HNB薄片市场空间（亿）	92.63	185.25	463.13
香精			
目前国内香精使用量（万吨）	2	2	2
每万箱卷烟使用香精量（吨）	4.21	4.21	4.21
每万箱HNB使用香精量（吨）	42.11	42.11	42.11
HNB香精+传统香精总量（万吨）	3.8	5.6	11
单价（万元/吨）	20	20	20
国内HNB香精市场空间（亿）	76	112	220

图表：国内HNB烟具耗材市场规模测算

单位：亿元	短期 10%渗透率	中期 20%渗透率	长期 50%渗透率
总人口（亿）	14.11	14.50	15.00
吸烟率	22.0%	20.0%	18.00%
吸烟人数（亿）	3.10	2.90	2.70
HNB渗透率	10.00%	20.00%	50.00%
烟具价格（元）	200	200	200
烟具更换频率（次/年）	1	1	1
市场规模测算	62.09	116.00	270.00

数据来源：浙商证券研究所测算

- ❑ **国内线上渠道关闭，电子烟品牌转向布局线下渠道。**2019年11月，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局发布通告关闭电子烟线上销售渠道，客观加速电子烟行业洗牌，依靠流量以及互联网营销的小型电子烟品牌在成本压力下逐渐退出市场，具有一定资金实力的电子烟品牌积极通过多种渠道布局线下，抢占消费市场，例如悦刻、魔笛、柚子、雪加线下扩张良好。悦刻目前已开设6000+专卖店（年底预计达到9000家）、铺设10万个渠道网点。
- ❑ **悦刻遥遥领先：**从市场份额来看，悦刻从19年的不足50%一路攀升至接近今年10月接近80%，供应商深度绑定思摩尔国际。

图表：国内电子烟产业资本市场投资动向

品牌	日期	融资
魔笛MOTI	2019年9月18日	正式完成了A轮 5000 万美元融资，出资方和玉资本、SIG海纳亚洲或天使轮融资 10170 万元，youme集团放部分资金投入研发和品牌营销
idols爱豆	2019年9月23日	
LINX灵犀	2019年9月24日	第五轮融资，投资方为天风证券直投子公司天风天睿
AUV	2019年10月26日	获投 1 亿人民币A轮
Wel鲸鱼轻烟	2019年11月5日	完成A轮融资，出资方浙大有创、tap4fun
VPO微珀	2020年4月8日	战略投资融资，资方未透露
JVE非我	2020年6月19日	1 亿元融资
来烟	2020年7月15日	极豆资本数百万天使轮融资
沙芬旗下电子烟业务	2020年7月30日	火器收购世界三大烟斗品牌之一的沙芬（savinelli）旗下电子烟业务
MYX	2020年8月17日	MYX觅成立于2019年，完成一轮融资，拥有自有和授权专利200多项
福雾FUWOO	2020年11月5日	成立于2020年3月的新锐电子烟品牌，完成了首轮融资

图表：国内主要电子烟品牌线下布局

品牌	日期	计划/行动
RELX悦刻	2020年1月11日	宣布启动新零售“361计划”，将在未来3年累计投入 6 亿助力国内线下 1 万家RELX STORE开店
	2020年2月11日	设立 2000 万元“零售门店帮扶基金”
	2020年4月22日	宣布与国美电器展开全面合作，进驻国美 500 家门店及国美旗下其他品牌门店
魔笛MOTI	2020年4月29日	RELX悦刻进驻尚美生活集团全国 500 家门店
	2020年2月25日	3月份起，将陆续投入 10000 台迷你售卖机设备、 1000 台自动贩卖机设备、 600 家门店专柜陈列物料，全面助力代理加盟合作伙伴线下生意拓展
铂德	2019年底	启动“千城万店计划”，准备投入 3 亿元补贴，在全国 1000 座城市开设 10000 家加盟店
VAZO	2019年下半年	大量资金投入在线下店铺运营支持方面，包括设计支持、装修支持、人员培训、货品支持及
	2020年4月	正式入驻重庆永辉超市
唯它vitapv	2020年4月30日	宣布已经全面入驻国内手机连锁企业迪信通旗下 500 家门店，包括 100 家UP+门店
柚子YOOZ	2020年7月	首发最新开店政策：最高补贴三个月房租现金，当月获得 200 家签约新店。其后大力推进，在 187 个空白市场城市给予额外两万元现金补贴
	2020年10月16日	全国开店超过 1000 家，YOOZ的「千店计划」日前完成
雪加SNOWPLUS	2019年成立至今	已覆盖全国 20 个省分， 102 个城市，超过 300 家加盟店，每月近百家新店扩张。

数据来源：蓝洞新消费，浙商证券研究所

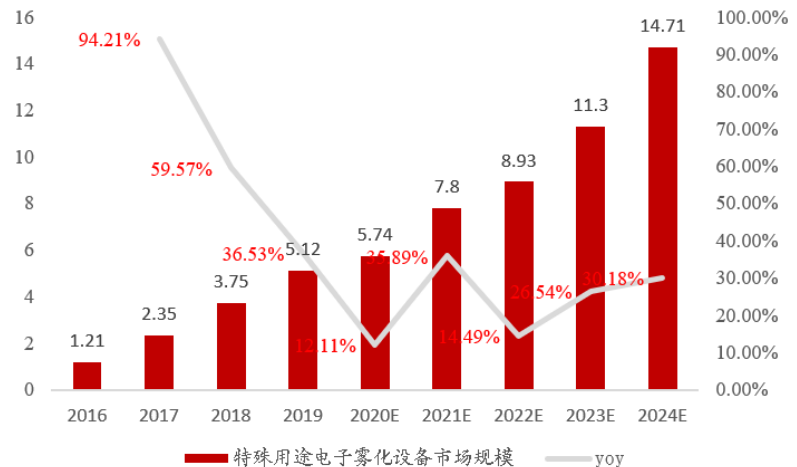
海外娱乐大麻部分欧美国家合法化，催生大量的THC雾化设备需求

- 工业大麻vs娱乐大麻：大麻中含有四氢大麻酚(THC)和大麻二酚(CBD)两种大麻素，THC具有致幻性、在多数国家被列为毒品严格禁止，并称之为娱乐大麻。但若将THC的含量剔除至0.3%以下，则其功效将主要体现为CBD，可用于医疗领域，称之为工业大麻。
- 18年以来娱乐大麻在北美市场合法化节奏较快，THC雾化设备需求兴起：THC和CBD两种大麻素均可按电子烟的原理进行雾化吸食。13年乌拉圭成为世界第一个娱乐大麻合法化国家，随后15年开始加拿大、美国部分州陆续颁布法案合法化娱乐大麻消费，对应特殊用途电子雾化设备（主要为THC、CBD雾化）市场规模16-19年从1.21亿美元迅速增长至19年的5.12亿美元，弗若斯特沙利文预计至2024年有望增长至14.71亿美元（19-23年CAGR达30%）。
- 思摩尔国际在该细分赛道占有先机：思摩尔国际的cCell技术在THC雾化设备领域保持领先，我们估计占全球特殊设备用途电子雾化设备市场份额已经超过30%，十分领先。

图表：国际大麻合法化历程

年份	政策发展
2001年	加拿大成为了第一个准许癌症等重症末期病患自行种植、吸食自种大麻的国家。
2004年	乌拉圭通过大麻合法化法案，成为全球首个合法产销工业大麻的国家。
2010年	云南省成为我国首个以法规形式允许并监管工业大麻种植加工的省份。
2013年	乌拉圭成为世界第一个娱乐大麻合法化国家
2015年	加拿大成为首个娱乐大麻合法化G7国家。
2016年	美国加利福尼亚州和马萨诸塞州通过了大麻合法化的法案，随后多个州也开始合法化

图表：特殊用途电子雾化设备市场规模&预测（亿美元）

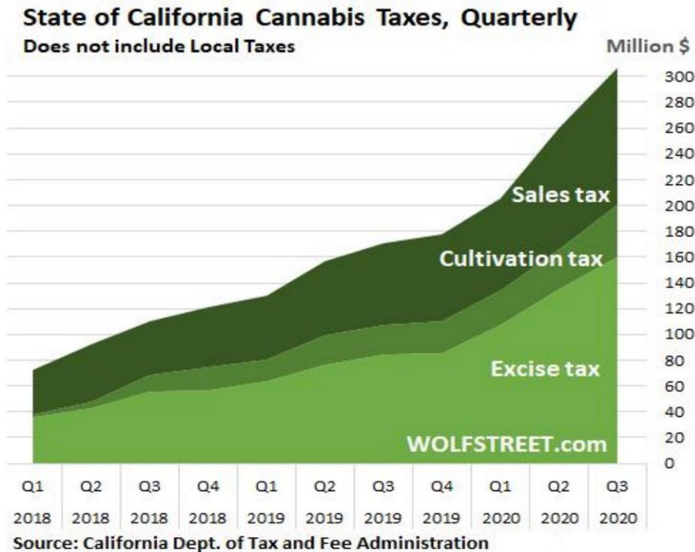


数据来源：沙利文、蓝洞新消费等，浙商证券研究所

□ 拜登新政府上台或将支持娱乐大麻在全球范围内合法化，关注思摩尔国际相关业务21年的业绩弹性

- 19年8月美国报道了数起与使用THC雾化设备相关的不明肺病案例，对THC雾化市场产生较大的负面影响，此前市场对思摩尔国际THC雾化设备业务的预测相对保守。
- 仅剩15州未合法化：2020美国大选中，拜登政府明确表态认为大麻对人体健康有益、将支持其发展，目前很多保守党派也已经慢慢接受并公开他们对全面合法化的支持。叠加疫情影响下，大麻可带来的税收十分可观，多州踊跃进行合法化。2020年美国亚利桑那州、蒙大拿州、南达科他州、新泽西州和密西西比州已经先后宣布大麻合法化，仅剩15个州坚持大麻违法。
- 从加州看大麻对税收的拉动：大麻销售税率在7.25%，2020年前三季度加州达到3.07亿美元（+80%），由此可见大麻销售十分火热、预计同比增长80%或更高。自2018年1月加州大麻合法化以来，每季度大麻税收收入基本都能同比增长6000万美元左右。

图表：加州大麻合法化后大麻贡献税收暴增



图表：美国娱乐大麻合法化进度（不完全统计）

时间	美国娱乐大麻合法化进程
2012年	华盛顿州、科罗拉多州
2015年	阿拉斯加州、俄勒冈州、华盛顿特区
2016年	加利福尼亚州、缅因州
2017年	内华达州
2018年	马瑟诸塞州
2019年	密歇根州、佛蒙特州
2020年	伊利诺伊州、亚利桑那州、蒙大拿州、南达科他州、新泽西州和密西西比州

数据来源：加州税务与费用管理局、蓝洞新消费等，浙商证券研究所

□ 新型烟草享受成长溢价，期待产业进入爆发阶段。

- 新型烟草的优质资产由于高成长属性估值有相对溢价。目前思摩尔国际的PE-TTM估值180X（历史95%分位）、盈趣科技30X（历史42%分位）、华宝国际47X（历史100%分位），反而劲嘉股份18X（历史15%分位）、仙鹤股份25X（历史29分位）。展望2021年，我们坚定看多新型烟草的产业趋势，股价表现或有阶段性的向上催化，建议根据未来成长性和参与的产业链环节筛选标的，重点关注思摩尔国际、华宝国际、盈趣科技、劲嘉股份。

图：公司估值情况一览

	总市值	20E营收	YOY	20E净利润	YOY	21E营收	YOY	21E净利润	YOY	PE-TTM	PE-TTM历史分位
思摩尔国际	2429.23	104.50	37.23%	28.73	32.15%	148.13	41.76%	46.59	62.18%	182.72	95.51%
盈趣科技	300.73	48.88	27.83%	10.95	12.48%	61.56	25.94%	13.87	26.74%	29.74	42.21%
集友股份	150.88	11.66	75.21%	2.45	21.44%	17.45	49.70%	3.82	56.11%	111.51	80.16%
新型烟草 劲嘉股份	151.91	43.08	9.29%	9.36	6.76%	50.26	16.67%	11.06	18.15%	17.55	14.56%
华宝国际	276.94	38.17	-86.22%	10.56	-5.00%	45.80	20.00%	12.15	15.00%	47.24	100.00%
东风股份	81.13	32.22	-60.28%	5.70	38.35%	33.80	4.89%	6.09	6.82%	29.29	53.78%
仙鹤股份	170.21	50.38	-70.40%	6.89	56.59%	63.12	25.28%	8.08	17.33%	25.54	28.57%

05

其他板块：

消费升级催化机遇，大办公、两片罐景气向上

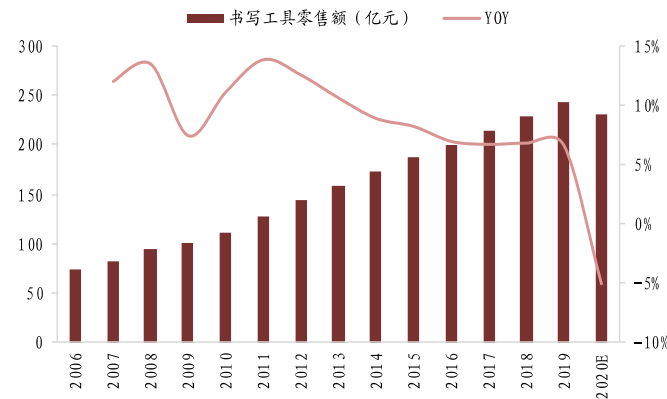
□ 文具行业：稳健成长、格局清晰

- **书写工具**: 14-19年市场规模由173.1亿升至243.5亿，CAGR为5.38%，成长较为稳健。期间晨光市占率从10.9%升至21.1%、得力市占率从2.7%上升至6.8%、真彩市占率从6.0%下降至2.9%，格局清晰。
- **办公文具**: 14-19年文教办公用品市场规模由869亿元上升至1522亿元，CAGR为11.86%，成长性相对突出。
- **学生文具**: 14-19年市场稳定规模约270亿。19年晨光预计市占率18%，份额领先。

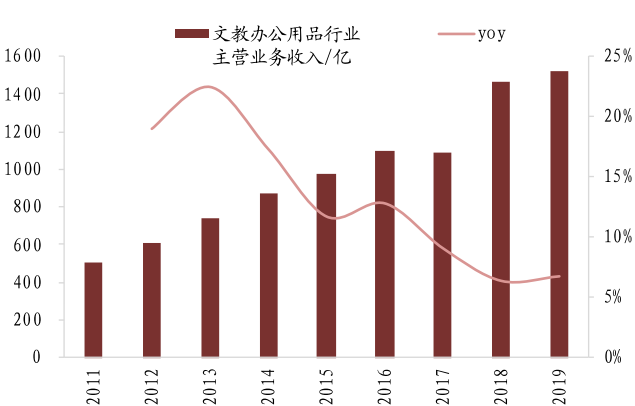
□ 晨光文具：渠道护航、量价齐升

- 赛道龙头**晨光文具**依赖于全面的优质网点布局，形成较强的渠道壁垒。产品品类向泛文具类拓展、并依赖精品文创提升产品附加值，因此近年传统业务量价齐升。
- 加强全渠道布局，书写文具电商占比14-19年由9.2%升至17.3%，公司线上通过晨光科技进行精品展示（20Q3收入增速约70%），另外授权电商商铺超2000家，并配套专供产品开发。

图：书写工具零售额



图：文教办公用品零售额



图：晨光文具收入拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业收入/亿	30.43	37.49	46.62	63.57	85.35	111.41	47.61
书写工具/亿	13.47	15.03	16.47	17.88	19.46	21.87	9.92
yoy	27.45%	11.60%	9.59%	8.56%	8.82%	12.26%	-12.43%
毛利率	31.69%	31.71%	32.36%	33.16%	34.83%	36.75%	40.38%
销量/亿支	16.36	17.99	19.40	20.28	21.02	22.71	10.08
yoy	27.16%	9.96%	7.85%	4.56%	3.64%	8.30%	-13.93%
单价/元	0.82	0.84	0.85	0.88	0.93	0.96	0.98
yoy	0.22%	1.49%	1.61%	3.83%	4.99%	4.04%	1.74%
学生文具/亿	9.11	11.53	13.74	16.33	18.58	26.45	10.21
yoy	24.39%	26.55%	19.13%	18.87%	13.77%	42.35%	-4.99%
毛利率	25.79%	28.66%	29.58%	30.54%	33.50%	32.66%	34.96%
销量/亿支	24.00	28.68	33.55	36.98	39.17	53.05	19.23
yoy	21.65%	19.50%	16.99%	10.22%	5.92%	35.44%	-5.43%
单价/元	0.38	0.40	0.41	0.44	0.47	0.50	0.53
yoy	2.25%	5.90%	1.83%	7.85%	7.42%	5.10%	3.78%
办公文具/亿	6.98	10.00	15.52	28.33	46.13	60.05	26.40
yoy	39.12%	43.28%	55.28%	82.55%	62.81%	30.16%	4.56%
毛利率	13.94%	16.40%	17.72%	18.20%	18.97%	18.32%	18.13%
销量/亿支	4.64	5.89	7.99	12.14	15.57	17.02	7.41
yoy	38.76%	27.11%	35.54%	52.04%	28.24%	9.33%	-2.77%
单价/元	1.51	1.70	1.94	2.33	2.96	3.53	3.56
yoy	0.25%	12.71%	14.56%	20.06%	26.96%	19.07%	4.17%

数据来源：公司公告，Wind，Euromonitor，浙商证券研究所

文创：消费升级催化机遇, 供应链及选品营销不可或缺

- **消费升级催化机遇、文创市场大有可为。**根据弗罗斯特沙利文统计，2015-2019年中国零售市场增速CAGR为8.3%；伴随消费升级，消费者逐步由“物质消费”转向“情感消费”，特色化、差异化产品需求激发，2015-2019年中国品牌零售市场增速更高（2015-2019年CAGR达18.9%，市场规模达1005亿元）。近期文创行业名创优品、泡泡玛特等陆续上市，加速行业发展，持续看好中国优质供应链品牌化。
- **供应链+选品能力+营销能力构筑优质文创零售公司。**文创优质零售公司专注产品研发（选品），结合极致效率的供应链体系，流量分散化背景下多元化布局，能够深度把握流量。以名创优品为例，公司建遵循“711原则”，每7天从1万种产品方案中选择100个新SKU；与超600家优质供应商建立长效合作、拥有共有8000个核心SKU；同时自建仓储、外包物流，数字化管理提升运营效率，打造科技型零售。晨光九木杂物社共享晨光文具成熟供应链，年推新品2000+，品类持续丰富（盲盒类产品销售占比达20%+），新增门店39家至344家（直营211家、加盟123家），重点关注。

图：名创优品店面



图：泡泡玛特店面



数据来源：百度，浙商证券研究所

政策红利加持、行业持续扩容：

- 办公集采产业趋势匹配阳光化、透明化的政府采购需求，以国务院、财政部、发改委为首的行政单位陆续推文引导办公集采健康发展，17年执行电子化交易、19年要求深化资源品覆盖。政策催化是驱动行业发展的核心因素。
- 据咨询机构统计，办公集采的理论市场规模可达万亿、且18年我国企业电商化采购的总市场规模仅3600亿元（同比+80%），行业成长空间十分广阔，且伴随多家央企政府等加入集采行业的成长速度十分迅速。

竞争格局分散，份额向龙头集中：

- 目前参与办公集采行业的核心玩家包括传统电商平台（京东苏宁等）vs供应链垂直电商平台（齐心科力普得力等）。其中齐心集团、科力普等投入多年深耕企业级服务，产品品类、仓储物流、信息化建设等较同行更为领先，服务优势保障较强的客户粘性。年内齐心集团、晨光科力普下游招标均顺利推进且陆续切入MRO等新品类，20Q3单季度齐心集团的集采业务收入同比+44%、科力普业务同比+28%，预期21年维持超越行业的表现。

图：办公集采政策梳理

时间	政策	发布部门	内容及意义
2002年6月	《中华人民共和国政府采购法》	全国人大常务	规定政府采购采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购、询价等方式
2007年1月	《中央单位政府集中采购管理实施办法》	财政部	加强中央单位政府采购管理，建立和规范中央单位政府采购运行机制
2015年1月	《中华人民共和国政府采购实施条例》	国务院	提出国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动
2015年5月	《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	国务院	提出要充分认识到政府向社会力量购买服务的重要性，到2020年，在全国建立比较完善的政府向社会力量购买制度
2015年9月	《关于贯彻落实整合建立统一的公共资源交易平台工作方案有关问题的通知》	财政部	要求2017年6月前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化
2016年12月	《中央预算单位2017-2018年政府集中采购目录及标准》	国务院	政府采购货物或服务，单项采购金额达到200万元以上的，必须采用公开招标方式
2017年4月	《关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》	财政部	加强中国政府采购网地方网站建设，完整全面发布政府采购信息，切实提高政府采购透明度
2017年12月	全国政府采购工作会议	财政部	提出制定《“互联网+政府”采购行动方案》，促进政府采购与互联网深度融合，推进政府采购管理交易系统建设，探索推行远程在线评审、采购全流程无纸化
2018年1月	《政务信息系统政府采购管理暂行办法》	财政部	对采购需求、采购评审、采购验收、政府采购信息系统构建标准等做出了详细的规定
2018年11月	《深化政府采购制度改革方案》	中央深改委	建立集中采购机构竞争机制，加快形成现代政府采购制度
2019年5月	《关于深化公共资源交易平台整合共享指导意见的通知》	发改委	到2020年，适合以市场化配置的公共资源基本纳入统一的公共资源交易平台体系；各级公共资源交易平台实现电子化交易，信息资源共享。

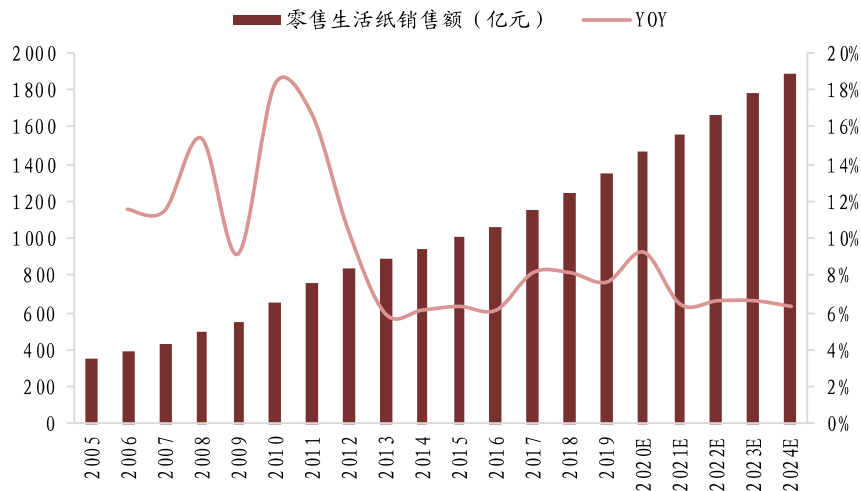
图：行业的相关公司比较

	客户结构	产品品类	仓储物流	信息化能力	直销规模
齐心集团	5W+企业，70%央企&政府、近30%金融&军工客户	19个大类，SKU数20万+	7个地区仓+19个省会仓，30个仓储物流中心（合计10万平）	通过API、LINK接口开发对接客户，电商平台的前端办公服务、中端系统管理、后端智能仓储物流打通	19年45亿，20Q1-Q3达51亿
晨光科力普	2W+企业，70%的央企&政府、30%的500强&中间市场	15个大类，SKU数3万+	6大核心中心仓，7个区域分拨仓，11个区域落地仓	自建IT团队，1周至数周可与用户实现对接	19年36.58亿，20Q1-Q3为28.62亿元
得力文具	大客户依赖较高（国家电网、中国联通）	14个大类，SKU数1万+	7个核心分仓，56个配送中心	17年启动WMS物流信息系统建设，提升物流管理核心竞争力	18年近40亿（含史泰博）
京东企业购	中小微客户为主，3亿+，2016年底企业客户约600万	SKU数530万+	7大物流中心，覆盖2646各区县，6789个配送站	六大通用技术标准（CLOUD云计算、API接口、AI人工智能、IOT互联网、BI大数据、BlockChain区块链），结合8大智能化支撑平台，对采购中心的7大环节实现智能化改造	

数据来源：Wind，浙商证券研究所

- **产品结构优化、渠道重视电商。**09-18年我国生活用纸的市场规模从453.7亿增至1168.0亿，CAGR为11.0%（其中量CAGR为5.9%、价CAGR为4.8%）。受益于消费习惯变化，生活用纸结构升级（厕用卷纸销量占比从11年的64.9%降至18年的54.28%），电商渠道销售占比提升（从14年的5.7%升至13.6%）。期间重视产品优化、积极拥抱电商的中顺洁柔、维达国际市占率有较为明显的提升（2015-2019年维达国际市占率由8.2%提至9.4%；中顺洁柔由3.5%提至5.5%）。

图：生活纸市场规模



图：生活纸品牌CR10

	品牌	公司	2015	2016	2017	2018	2019
1	心相印	恒安国际	9.66%	9.43%	8.94%	9.54%	9.55%
2	维达	维达	8.21%	8.88%	8.91%	9.28%	9.39%
3	洁柔	中顺洁柔	3.49%	4.15%	4.54%	4.99%	5.46%
4	清风	APP	6.79%	6.62%	6.38%	5.98%	5.25%
5	洁云	悦心健康	1.68%	1.62%	1.56%	1.45%	1.36%
6	五月花	永丰纸业	1.54%	1.67%	1.57%	1.39%	1.29%
7	舒洁	金佰利	2.42%	2.11%	1.73%	1.37%	1.13%
8	斑布	四川环龙新材料	0.07%	0.26%	0.49%	0.66%	0.87%
9	植护	福建朵朵云	-	-	0.09%	0.20%	0.82%
10	幸福阳光	山东太阳	0.78%	0.87%	0.83%	0.82%	0.79%

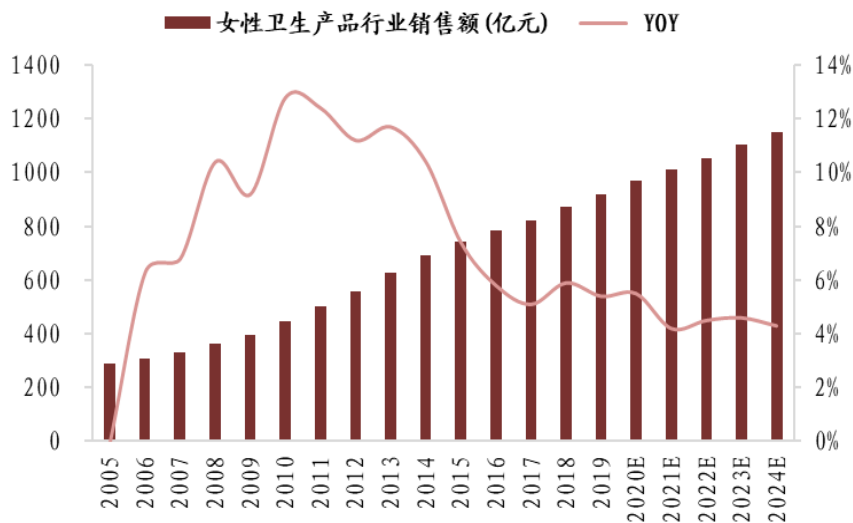
图：生活纸渠道变化

零售生活纸渠道	2019	2014
线下门店渠道	86.4%	94.3%
杂货零售渠道	57.9%	92.1%
现代杂货零售渠道	45.4%	73.3%
便利店	1.9%	2.8%
折扣店	0.2%	0.4%
特大型超市	12.0%	18.0%
超市	31.3%	52.1%
传统杂货零售商	12.5%	18.8%
非杂货零售渠道	28.5%	2.2%
美妆、个护专营店	0.9%	2.2%
其他健康卫生用品渠道	27.6%	-
其他	13.6%	5.7%
线上电商渠道	13.5%	5.7%
自动售货机	0.1%	0.1%

数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

□ **产品结构升级驱动，关注优质次新百亚股份。** 05-19 年我国女性卫生用品市场规模由290亿增至918亿，CAGR为8.6%；其中卫生巾占比91.2%，行业增长以产品结构升级为主要驱动（2018年薄型卫生巾的增长率9.8%、而普通型卫生巾增长率仅0.6%）。女性卫生用品的竞争格局相对稳定，2019年我国女性卫生用品企业CR10为40%，相对于2015年的37.6%小幅集中。其中**百亚股份**依赖于电商渠道发力（电商规模CAGR约66.6%、占比升至9.62%）、产品优化创新、线下渠道梳理，规模扩张持续发力。

图：女性卫生用品市场规模



图：女性卫生用品品牌CR10

	品牌	所属公司	2015	2016	2017	2018	2019
1	苏菲	尤妮佳	8.6%	9.5%	10.1%	10.5%	10.9%
2	七度空间	恒安国际	10.4%	10.7%	11.5%	11.1%	10.2%
3	护舒宝	宝洁	6.0%	5.3%	5.0%	5.2%	5.4%
4	高洁丝	金佰利	2.6%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%
5	ABC	广东景兴	3.0%	2.4%	3.0%	3.1%	3.0%
6	乐而雅	花王	1.7%	1.8%	2.1%	2.1%	2.2%
7	洁婷	拜尔斯道夫	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
8	自由点	重庆百亚	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
9	洁伶	桂林洁伶	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
10	好舒爽	福建恒利	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%

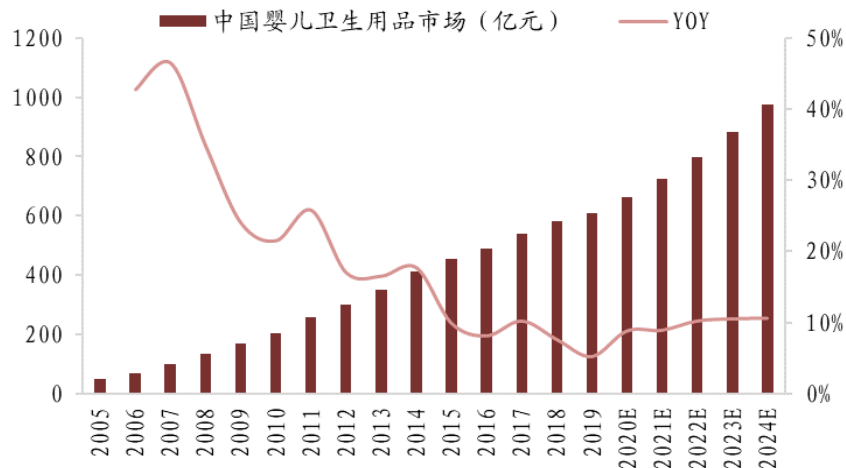
图：女性卫生用品渠道

卫生巾渠道	2019	2014
线下门店渠道	79.1%	91.5%
杂货零售渠道	75.9%	88.2%
现代杂货零售渠道	61.5%	69.3%
便利店	3.3%	3.0%
折扣店	0.1%	0.1%
加油站零售商	0.1%	0.1%
特大型超市	13.8%	15.1%
超市	44.2%	51.0%
传统杂货零售商	14.4%	18.9%
非杂货零售渠道	3.2%	3.3%
美妆、个护专营店	3.2%	3.3%
线上渠道	20.9%	8.5%

数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

■ **国产制造替代升级，重点关注豪悦护理。**15-19年我国婴儿卫生用品市场规模由48亿增至611亿，CAGR达19.9%（其中量CAGR为16.4%、价CAGR为1.9%），对应我国2018年婴儿卫生用品渗透率约63.9%，行业成长性突出。过去我国婴儿纸尿裤市场份额被外资品牌商占据，近年由于国产渠道扁平、品牌方格局分散化，以凯儿得乐、BEABA、BabyCare为代表的一批新兴品牌快速崛起。因此以**豪悦护理**为代表的一批具有核心制造能力的中游制造商进入发展蜜月期。

图：婴儿卫生用品市场规模



图：婴儿纸尿裤品牌CR10

	品牌	所属公司	2015	2016	2017	2018	2019
1	帮宝适	宝洁	28.6%	25.1%	21.9%	20.5%	19.9%
2	妙而舒	花王	9.0%	10.6%	11.0%	9.6%	8.8%
3	好奇	金佰利	12.5%	12.2%	11.1%	8.8%	7.7%
4	G00.N	大王	1.8%	2.8%	3.9%	5.1%	6.3%
5	妈咪宝贝	尤妮佳	7.8%	6.9%	5.4%	4.5%	3.8%
6	安儿乐	恒安国际	7.3%	5.9%	5.5%	4.0%	3.3%
7	Moony	尤妮佳	1.6%	2.1%	2.4%	2.7%	3.0%
8	可爱宝贝	中天集团	2.5%	2.5%	2.8%	2.7%	2.5%
9	吉氏	广东昱升	1.7%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
10	茵茵	广东茵茵	1.8%	1.8%	2.5%	2.4%	2.2%

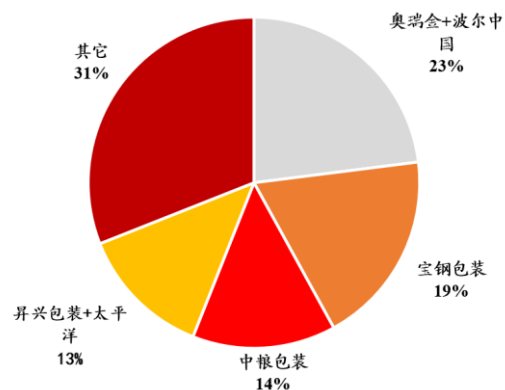
图：婴儿纸尿裤渠道占比

婴儿纸尿裤渠道	2019	2014
线下渠道	56.0%	79.6%
零售渠道	28.3%	60.2%
现代零售渠道	27.3%	56.9%
便利店	0.1%	0.3%
折扣店	0.1%	0.2%
特大型超市	8.1%	14.1%
超市	19.0%	42.3%
传统零售商	1.0%	3.3%
非零售渠道	27.7%	19.5%
美妆、个护专营店	0.5%	1.7%
母婴店	27.2%	17.8%
电商渠道	44.0%	20.4%

数据来源：Euromonitor，浙商证券研究所

- **需求端：啤酒罐化率提升催化需求。**啤酒罐占二片罐需求接近65%，19年中国的啤酒罐化率仅在21%左右（15年为15%），对比海外（日本90%、英国64%、美国67%）提升空间大，我们测算20-21年每年将新增4.04亿罐（考虑疫情影响）、17.81亿罐二片罐需求。
- **供给端：集中度实质优化。**16年以来二片罐行业整合进程加速，目前行业总产能约在580亿罐左右（产能利用率70-80%），奥瑞金+波尔（约占23%）、宝钢包装（19%）、中粮包装（14%）、昇兴股份+太平洋制罐（13%）四大主体合计占有率达到69%。未来2-3年内新增产能（40-50亿罐）相对有限、且能与匹配需求增长。
- **龙头盈利能力修复：**以宝钢包装为例，2020H1毛利率提高至16%（17H1低点8.8%）、2019年单价提升至0.42元/罐（16年低点0.37元）。持续关注奥瑞金（自身+波尔二片罐产能达135亿罐、行业第一）、宝钢包装（110亿罐）行业格局优化下的盈利向上弹性。

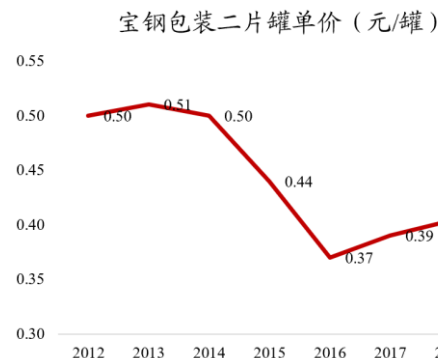
图：二片罐行业竞争格局



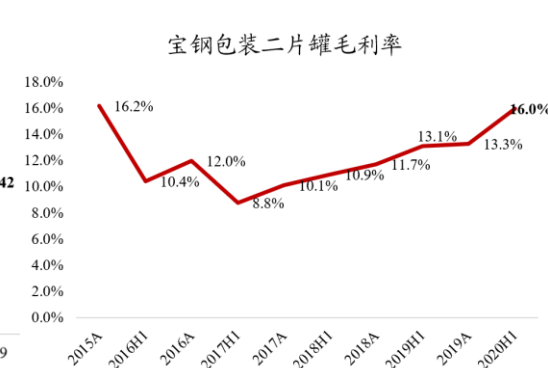
图：二片罐行业后续新增产能情况

公司	地址	建设项目	年产能（罐）	投资额（亿）	预计投产时间及产能
宝钢包装	甘肃兰州	铝质易拉罐项目	10亿	4.03	
嘉美包装	安徽滁州	新建两片罐产能基地	10亿	2.59	2021年可达6亿罐
	河南临颍	新建两片罐产能基地	10亿	2.59	2022-2035年可达8亿罐
昇兴股份	福建泉州	两片罐制罐生产线技改增线项目		4.80	2022年
	云南曲靖	新增1条两片罐生产线			2022年

图：宝钢包装二片罐单价上升



图：宝钢包装二片罐毛利率提升



图：啤酒罐化率提升对需求拉动测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E（受疫情影响）			2021E		
						悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
啤酒产量（万千升）	4715.7	4506.4	4401.5	4423.51	4472.17	4159.11	4248.56	4338.00	4117.52	4291.04	4468.14
YOY	-5.10%	-4.4%	-2.3%	0.5%	1.1%	-7.0%	-5.0%	-3.0%	-1.0%	1.0%	3.0%
啤酒罐化率假定	15.0%	16.5%	18.0%	19.5%	21.0%	22.0%	22.5%	23.0%	23.0%	24.0%	25.0%
罐化啤酒数量（亿罐）	170.45	179.17	190.91	207.85	226.30	220.48	230.34	240.42	228.20	248.16	269.17
YOY	-	5.1%	6.6%	8.9%	8.9%	-2.6%	1.8%	6.2%	3.5%	7.7%	12.0%

数据来源：Wind，浙商证券研究所

包装：5G换机潮催化需求，关注大包装龙头裕同科技

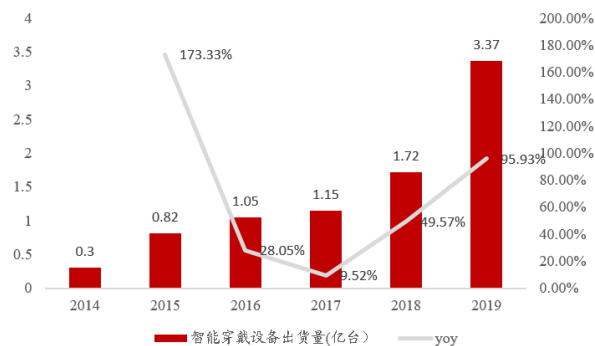
□ 疫情短期影响3C产业链表现，5G催化下未来2-3年仍有望获得较好的成长，关注裕同科技3C包装主业发展。

- 全球智能手机20Q1-Q3出货量9.08亿台（同比-9.43%），Q4在苹果等多个品牌新一代产品发布下有望获得较好增长，而5G催化带来的换机潮也将持续催化需求增长，2022年预计可达16.79台（19-22年复合增速达6.72%）。
- 其他3C产品：19年智能穿戴设备出货量3.37亿台（同比+95.93%），主要系TWS耳机、智能手表等产品迅速放量，是未来3C领域重要的增量点。19年PC电脑出货量2.61亿台（自11年持续下滑）；平板电脑出货量1.44亿台（同比-1.39%）普及阶段。

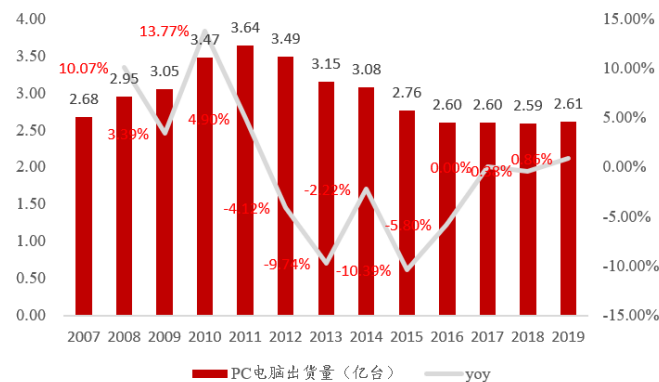
图：智能手机出货



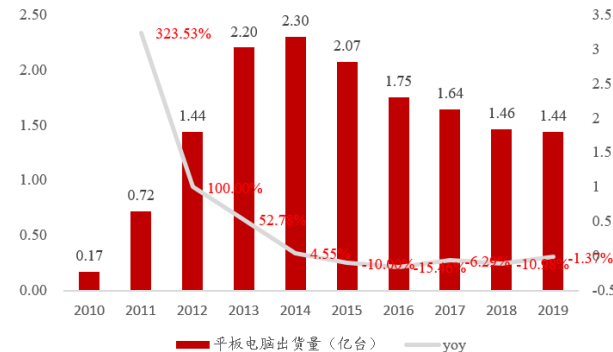
图：智能穿戴出货



图：PC出货



图：平板电脑出货



估值：必选消费合理估值，包装板块有望修复

□ 必选消费享受确定性溢价，估值处于历史较高水平。

- 必选资产由于成长确定性估值中枢上移。目前中顺洁柔的PE-TTM估值33X（历史70%分位）、晨光文具59X（历史85%分位）、公牛集团52X（历史82%分位）、齐心集团39X（历史55%分位）；个护次新上市后估值冲高，近期消化估值，目前豪悦护理32X（历史67%）、百亚股份51X（历史87%）。展望2021年，我们判断晨光文具、齐心集团、中顺洁柔这类资产的股价表现更多取决于业绩释放。

□ 包装板块：估值处于历史底部，伴随下游需求好转有望修复。

- 20年包装公司下游对接的消费类电子、啤酒等消费表现承压压制估值。目前裕同科技的PE-TTM估值22X（历史26%分位）、劲嘉股份17X（历史14%分位）、奥瑞金29X（历史37%分位）、永新股份18X（历史14%分位）。展望2021年，伴随下游需求复苏，驱动细分龙头订单恢复，我们看好板块估值中枢上移。

图：公司估值情况一览

		总市值	20E营收	YOY	20E净利润	YOY	21E营收	YOY	21E净利润	YOY	PE-TTM	PE-TTM历史分位
必选消费	中顺洁柔	273.26	77.95	18.25%	9.11	50.80%	91.78	17.73%	11.00	20.81%	32.62	70.92%
	恒安国际	540.16	237.12	5.08%	46.57	19.18%	254.66	7.40%	50.49	8.41%	12.59	27.89%
	维达国际	225.42	143.95	-0.08%	18.79	84.30%	159.40	10.73%	20.72	10.24%	16.49	27.44%
	豪悦护理	193.68	27.97	43.95%	6.53	107.09%	33.96	21.40%	7.14	9.37%	32.15	67.61%
	百亚股份	88.12	13.11	15.26%	1.85	44.04%	16.05	22.43%	2.36	27.74%	51.26	87.67%
	公牛集团	1124.53	104.40	4.77%	23.77	3.20%	122.63	17.46%	28.60	20.29%	52.30	82.39%
	晨光文具	693.34	128.09	15.40%	12.11	14.22%	161.96	26.45%	15.11	24.80%	59.20	85.81%
	齐心集团	111.86	83.94	41.18%	3.12	35.33%	114.66	36.60%	4.21	35.15%	39.05	54.99%
包装	裕同科技	242.43	115.33	18.00%	11.89	13.82%	140.01	21.40%	14.72	23.72%	22.18	26.14%
	劲嘉股份	151.91	43.08	9.29%	9.36	6.76%	50.26	16.67%	11.06	18.15%	17.55	14.56%
	奥瑞金	140.10	105.72	13.66%	6.56	-4.02%	119.04	12.60%	8.29	26.43%	29.26	36.97%
	永新股份	54.74	28.31	9.59%	3.13	16.23%	32.64	15.32%	3.56	13.88%	18.21	13.60%

06

重点个股推荐

□ 配置思路一：关注景气、格局双优化

欧派家居（21年PE 31.01X）：多品类多渠道运作最为顺利，整装有望助力规模突破。（1）公司在巩固定制厨柜霸主地位的同时，在衣柜领域于20Q3做到行业第一，此外木门、卫浴、配套品等大家居业务均保持快速增长，助力客单值提升。（2）整装大家居业务作为公司渠道模式创新最大看点，20年在产品开发、信息化系统搭建和渠道利益协调等方面进行了全面梳理，月度接单保持翻倍增长态势，21年将继续助力公司规模实现突破，持续看好综合实力强劲的欧派家居率先在定制行业破局！

顾家家居（21年PE 29.98X）：区域零售运营中心改革赋能内销增长，多品类扩张大家居战略稳步落地。（1）公司内销营销手段+产品组合丰富且有效，20Q3单季度取得了40+%的高增长；20年在区域零售运营中心改革+门店信息化系统建设方面推进顺利，承担更重的零售服务环节，助力公司内销业务向零售思维转变。（2）渠道数量保持高速扩张，并推进融合大店攻打低线市场，电商渠道具向上趋势，看好长期增长动力！

敏华控股（21年PE 21.45X）：卡位好赛道，供应链优势凸显竞争力，内销进入提速发展阶段。（1）功能沙发赛道受益于消费升级和宅文化催化需求增长快于沙发整体，而公司在内销功能沙发市场份额约50%、龙头地位牢固；（2）在铁架工艺改进后公司推出多款贴合时尚风格的性价比产品，客群覆盖进一步拓宽，20年线下渠道加速开店（上半财年门店数量+658家）、同时线上渠道维持高增长（上半财年电商+65%），看好内销持续保持快速增、份额提升。（3）外销方面越南工厂基本满足对美出口需求，考虑海外需求向好，预期21年外销将持续保持快速增长。

太阳纸业（21年PE 13.27X）：细分产品均处向上周期，产能扩张保障高成长。（1）前瞻布局多元化产品矩阵（铜板、文化、溶解浆、箱板纸的综合龙头），各细分纸种均处于向上周期，看好盈利能力逐季向好；（2）原料端自建化学浆/化机浆产线，自给率持续提高，并通过海外老挝林浆纸一体化项目建设巩固自身生产成本优势；（3）伴随兖州45万吨文化纸+7万吨特种纸、老挝80万吨箱板纸、广西160万吨浆纸一体化三大项目进入投产期，2021年公司浆纸总产能将突破1000万吨，保障三年高速增长！

博汇纸业（21年PE 10.45X）：价格提涨&管理改善共振，盈利弹性有望释放。（1）白卡纸后续供需格局预期较好，富阳白板纸去产能叠加限塑令持续加码催化需求，而供给端无大幅产能增加预期，纸价提涨动力有望延续至21年；（2）与APP强强联手巩固行业霸主地位，二者合计市占率将超过50%，目前APP四名重要高管已经入驻博汇，有望在物流运输、原材料采购、融资成本、管理等多个方面对博汇纸业进行赋能，看好盈利提升、估值中枢上移！

□ 配置思路二：电子烟产业链机遇

思摩尔国际（21年PE 48.72X）：受益于烟草产业变革，凭借核心技术绑定优质客群，业绩保持高速增长。（1）绑定一流电子烟龙头品牌，20年核心客户Vuse、悦刻放量情况超预期，贡献较大增长，21年看好NJOY、悦刻、Vuse以及潜在客户继续放量。（2）背后是核心技术feelm的支撑，而公司与同行技术上的差距还在继续拉大。（3）伴随规模生产效应和自动化生产覆盖率提升（人工成本压缩），有望进一步驱动利润率提升。（4）雾化电子烟作为成瘾消费品且持续替代传统卷烟、处于快速成长阶段；公司在ODM设备领域龙一地位牢固。（5）大麻雾化设备需求在拜登政府上台后预期迎来较大增长，有望成为21年业绩超预期的重要因素。

华宝国际（21年PE 24.05X）：烟草薄片&烟用香精龙头，21年有望受益于国内HNB政策推进。国内HNB配套产业链来看，烟草薄片和烟用香精有望成为2个率先受益的细分产业。（1）烟草薄片：国内采用定点许可生产制度，拥有生产资质的企业不足15家，而华宝国际子公司广东金叶是其中之一，且在HNB烟草薄片领域研发水平领先、拥有多项专利，与国内十余家中烟公司合作关系良好，有望率先受益；（2）烟用香精：通过旗下华宝股份开展HNB低温香精的研发，与全国19家中烟公司均有良好合作关系。伴随21年国内HNB政策预期迎来推进，我们看好华宝国际在产业链中的前瞻布局带来的增长机遇！

劲嘉股份（21年PE 14.25X）：新型烟草领域布局深厚，彩盒成长性较强，优质低估。（1）加热不燃烧烟方面公司自14年起持续为多家省中烟提供烟具研发、打样服务，且18年联手云南中烟成为旗下新型烟草烟具供应商，伴随我国HNB试点方案稳步推进，劲嘉服务中烟多年、产业链服务链条成熟、率先受益！（2）雾化电子烟方面与小米联合推出自主品牌foogo，并与兰博基尼合作开发的换弹类产品于海外上市，20年海外销售情况较好。（3）主业烟标保持领先，彩盒业务高速增长、且伴随产能爬坡毛利率增长情况较好，为公司估值提供了较高的安全边际。

□ 配置思路三：高成长、低估值的优质个股

梦百合（21年PE 14.63X）：反倾销加速ODM格局优化、短期订单有望高增，中长期看好自主品牌零售业务发展。（1）海外ODM业务：第二轮反倾销已于20年10月初裁、将于21年5月执行，公司20年对西班牙和美国工厂进行扩产，新增产能爬坡后将满足对美出口需求，供应链区位优势突出、有望获得高额订单。（2）自主品牌零售：国内千店计划稳步执行、预计21年下半年可达到1000+家加盟店，作为国内记忆棉床垫第一大品牌有望获得消费者认可；海外零售业务整合MOR顺利，MOR的盈利情况逐步向好。

裕同科技（21年PE 16X）：中高端纸包装龙头白马，多领域布局渐入佳境、看好成长。凭借在3C领域积累的一体化服务能力和制造优势，公司近年来顺利开拓烟包、酒包、环保包装、云创等新业务，成长性突出。（1）3C主业（全球市占率15%，占总收入约75%）绑定一流优质客户群苹果、小米、华为等，受益于5G换机潮催化将保持15-20%的成长。（2）新业务：烟标受益于中烟招标流程透明化，裕同市场竞争力强、新增中标较多；酒包方面公司是茅台、泸州老窖、古井贡酒、洋河等中高端白酒的核心供应商；环保包装受益于国内“禁塑令”推进，产能释放、看好收入放量；云创C2B商业模式创新，多元客户+多云业务驱动快速增长。（3）伴随新业务进入放量期（前期费用、资本开支较大），以及公司智能工厂投产，看好利润率会和ROE的回归。

齐心集团（21年PE 26.35X）：B2B办公集采+SaaS云视频业受双轮驱动业绩快速增长。（1）办公集采业务得益于行业政策红利、新客户开拓、MRO/员工福利新品类延伸持续高增，同时伴随规模化优势释放利润率有望进入上升通道。（2）好视通业务在云视频会议领域市占率第一，“云+端+行业解决方案”同步推进、并新引进业内经验丰富的高管，增长有望提速。

□ 配置思路四：长期领跑的核心资产

晨光文具（21年PE 45X）：泛文具领域优质资产，一体两翼夯实成长。（1）传统文具业务品牌护城河深厚，渠道、研发、制造实力强劲，精品文创占比提升带动毛利率和附加值向上，有望保持15%左右的稳健增长。（2）九木杂物社零售业态，疫情期间开店节奏加快，模式跑通后将反哺公司品牌力。（3）科力普办公集采业务顺政策红利，规模高增长的同时ROE和净利率逐渐上行。（4）落地股权激励计划深度激发内部活力（以2019年为基础，2020-2022年收入增速分别为15%、45%、75%，归母净利润增速分别为10%、34%、66%）。

公牛集团（21年PE 39X）：深耕民用电工领域，品类延伸、渠道精细化运作助力成长。（1）多品类延伸：公司在转换器赛道市占率超过50%为绝对龙头，品牌、产品、渠道护城河深，定价权极强；墙壁开关、LED照明及数码配件业务充分发挥公司原有的线下渠道优势及产品差异化路线，未来具备看点。（2）渠道端采用扁平化经销体系，覆盖百万终端网点，独创配送访销实现地毯式铺货，同时重视电商渠道的发展。

风险提示

- 1、疫情影响持续时间超出预期或于冬季反复
- 2、贸易摩擦导致制造企业订单受影响
- 3、原材料价格或汇率剧烈波动，影响盈利能力