

可选消费

2021年01月10日

看好 2021 可选消费板块--布局龙头，精选新消费

——年度投资策略 2

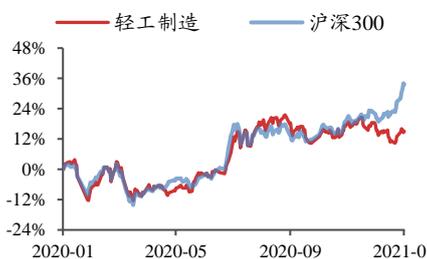
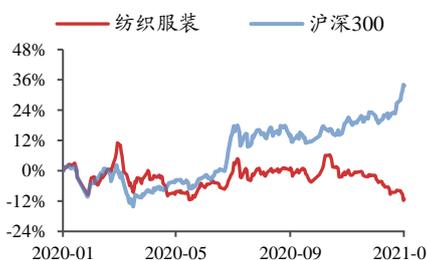
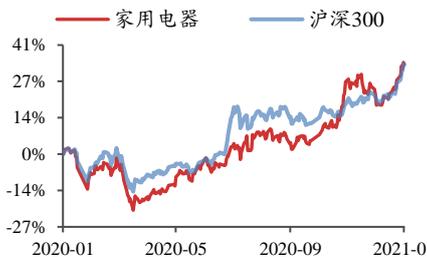
投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-Q4 小家电外销增长可期，白电出口景气度持续提升》-2020.11.22

《行业双周报-行业 Q3 业绩显著改善，看好扫地机和白电龙头》-2020.11.8

《行业周报-小家电板块 Q3 业绩优异，电商旺季有望再创佳绩》-2020.10.25

● 低基数、地产后周期、出口向好、低估值溢价共建可选消费 2021 年核心逻辑

自上而下的角度看：（1）疫情影响逐步减弱，国内社零总额累计同比增速逐步回升，分品类来看家电、纺服、家具等可选消费品类累计同比增速恢复滞后。我们认为疫情导致 2020H1 企业收入处于低基数，消费需求将会递延至 2021 年，而非消失。（2）家电（白电、厨电）、家居等板块具备较强的地产后周期属性，我们认为 2021 年竣工数据回暖有望对地产后周期板块形成有力支撑。具体表现为：地产销售展现出较强的韧性，竣工缺口回补的刚性需求已接近临界点；2019 年交房前瞻指标持续改善，疫情后恢复速度较快。（3）根据 2020 前三季度海关数据，家具、纺服、家电出口依赖度较高，当前美国地产销售景气度较高，同时库存周期重启有望带动 2021 年全球经济复苏，出口向好确定性较强。（4）从估值角度来看，家电、家居、服装龙头企业对比其他可选消费行业龙头估值溢价较低。

● 布局可选龙头：围绕核心逻辑自下而上优选白电、厨电、服装优质龙头标的

自下而上的角度：（1）**白电：**（a）美的集团：渠道变革、品类扩张行业领先，工业互联网 2.0 强化竞争优势，份额有望持续提升，龙头优势强化，估值中枢有望上移。（b）格力电器：借力直播加速渠道变革，渠道改革完成后有望释放更多利润空间，提升产品竞争力。2021 年新能效机型有望持续放量，实现量价双升；（2）**厨电：**老板电器：国内高端厨电龙头，扩产品、拓渠道、品牌年轻化拉动业绩增长；受益标的：浙江美大。（3）**家居：**（a）索菲亚：经销改善，工程放量，米兰纳和整装起步；（b）欧派家居：全渠道、全品类龙头优势显著，紧握整装新风口；（c）顾家家居：品类拓展和渠道优化红利持续释放。其他受益标的：敏华控股、志邦家居、金牌橱柜；（4）**纺服：**（a）安踏体育：迪桑特逆市高增长，多品牌逻辑不断印证；（b）李宁：品牌渠道势能持续，净利率提升有望超预期；（c）海澜之家：拓品牌、拓线上迎来业绩拐点，龙头地位稳固看好估值修复；（d）森马服饰：K 公司剥离叠加主业边际改善，童装业务享估值溢价；（e）南极电商：2020 年 12 月 GMV 已改善，预计 2021 年拼多多渠道高增长且货币化率提升；（f）开润股份：预计 2021Q1 迎业绩拐点，2B、2C 众多增量带动业绩回归。

● 精选新消费：关注工程师红利、电商流量新规则、Z 世代新消费龙头

我们认为 2021 年可选消费板块仍存在其他投资机会：（1）工程师红利带来科技创新型企业优势凸显，推荐标的：石头科技、科沃斯，受益标的：九号公司；（2）可选消费代工板块有望受益于 2021 年递延需求释放，推荐标的：申洲国际、思摩尔国际，受益标的：华利股份（3）淘系平台流量规则变化主动转向内容营销，积极顺应平台规则变化、擅长内容营销龙头企业有望充分受益，推荐标的：南极电商、新宝股份；（4）Z 世代消费群体变迁带来新消费崛起，推荐标的：泡泡玛特、晨光文具；（5）日常消费龙头企业渠道壁垒提升，推荐标的：晨光文具、中顺洁柔；（6）造纸涨价弹性有望延续，长期竞争格局改善，推荐标的：太阳纸业。

● **风险提示：**疫情影响终端销售，行业竞争加剧

目 录

1、	看多 2021 年可选消费板块投资机会	5
1.1、	疫情致可选消费龙头企业业绩低基数，递延需求有望在 2021 年释放	5
1.2、	内销：国内地产指标回暖，利好地产后周期板块	6
1.3、	出口：美国地产销售数据景气度提升，利好可选消费行业	7
1.4、	估值：家电、家居、服装龙头企业估值溢价较低	9
2、	继续看好行业龙头企业 2021 年表现	10
2.1、	白电：估值仍有溢价空间，龙头企业有望充分受益	10
2.1.1、	美的集团：变革中求发展，家电巨擘数字化转型科技集团未来可期	10
2.1.2、	格力电器：渠道改革红利释放，静待业绩反转	14
2.2、	厨电：地产竣工回暖趋势延续，厨电龙头有望受益	16
2.2.1、	老板电器：国内高端厨电龙头，行业地位稳固	16
2.2.2、	浙江美大：受益地产回暖+渗透率提升，集成灶龙头未来可期	17
2.3、	家居：重点推荐定制家居、软体家具龙头	18
2.3.1、	索菲亚：经销竞争力改善，工程放量，新品牌、新渠道起步	20
2.3.2、	欧派家居：龙头优势尽显，占据整装渠道新风口	22
2.3.3、	顾家家居：品类拓展初显成效，渠道优化红利有望释放	22
3、	纺织服装板块：低基数下后续增长可期，看好 PEG 折价及高速内生性增长标的	24
3.1、	运动服饰龙头：维持快速内生性增长，享龙头估值溢价	24
3.2、	休闲龙头：筑底完成拐点将至，看好业绩估值双击	26
4、	精选新消费：关注工程师红利、电商流量新规则、Z 世代新消费龙头	28
4.1、	工程师红利带来科技创新型龙头企业优势凸显	28
4.1.1、	石头科技：借力 LDS 红利构筑核心竞争力，看好外销高增、产品提价两大核心逻辑	29
4.1.2、	科沃斯：技术创新拉动行业需求增长，扫地机器人龙头凭借“研值”打造产品竞争力	30
4.1.3、	九号公司：智能短交通创新企业，产品技术创新拉动公司业绩增长	31
4.2、	电商标的：疫情期间流量受损，低基数下静待业绩回弹	31
4.2.1、	南极电商：拥抱电商平台流量多元化、内容化新趋势，顺势而为享新流量红利	32
4.2.2、	开润股份：预计 2021Q1 业绩迎拐点，2B、2C 众多增量预计带动业绩回弹	34
4.2.3、	新宝股份：摩飞有望受益淘宝系平台流量规则的内容化趋势并维持爆款流量	34
4.3、	Z 世代消费：消费群体变迁带来新消费崛起	35
4.3.1、	泡泡玛特：2021 年业绩有望加速释放，长期发展空间广阔	36
4.3.2、	晨光文具：精准把握市场趋势，九木杂物社多年孵化有望收获	38
5、	可选消费其他投资机会	39
5.1、	可选消费代工：有望受益于可选消费板块 2021 年递延需求释放	39
5.2、	日常消费龙头：渠道壁垒进一步提升	42
5.2.1、	晨光文具：疫情推动龙头市占率提升，线上渠道迎突破	42
5.2.2、	中顺洁柔：品类、渠道拓展红利仍将持续	42
5.3、	造纸：短期涨价弹性有望延续，长期看好行业竞争格局改善	43
6、	风险提示	46

图表目录

图 1： 疫情致 2020 年初社零消费出现较大幅度下跌	5
------------------------------------	---

图 2: 分品类来看, 家电、纺服、家具等反弹相对滞后	5
图 3: 可选消费龙头企业 2020H1 收入增速同比下滑显著	5
图 4: 家电(白电、厨电)、家居板块具备地产后周期属性	6
图 5: 商品房销售呈现较强韧性	7
图 6: 2020 年 10-11 月, 竣工回暖提速	7
图 7: 房地产开发投资建筑工程完成额快速增长	7
图 8: 电梯产量同比增速维持高位	7
图 9: 2020 年前三季度家具、纺服、家电等可选消费行业出口依赖度较高	8
图 10: 2020 年以来美元计价出口持续向好	8
图 11: 2020Q2 起美国房地产市场销售数据亮眼	9
图 12: 2020Q2 起美国房地产市场火热	9
图 13: 在可选消费增速相近的公司中, 白电、家居龙头企业估值溢价较低	10
图 14: 公司渠道精简并采取网批模式, 推动渠道扁平化	11
图 15: 公司通过多次渠道改革, 推动渠道扁平化, 提升渠道效率和把控力	11
图 16: T+3 订单模式通过全产业链优化制造流程	12
图 17: T+3 模式提升小天鹅周转效率, 抵御电商冲击	12
图 18: 美的集团“一盘货”智能物流托盘承载制造流通企业全价值链转型提升	13
图 19: 预计格力空调新能效机型在 2021 年将持续放量	15
图 20: 油烟机高端市场呈现老板、方太双寡头格局	16
图 21: 老板电器工程渠道市占率领先	16
图 22: 集成灶行业渗透率仍较低, 预计未来有较大增长空间	17
图 23: 2020 年 1-8 月, 线下集成灶 CR3 为 49.7%	18
图 24: 2020 年 1-8 月, 线上集成灶 CR3 为 31.10%	18
图 25: 软体家具龙头收入增速恢复更快	18
图 26: 软体家具龙头净利润增速恢复更快	18
图 27: 顾家家居仍处于较快开店阶段	19
图 28: 敏华控股国内开店提速	19
图 29: 2019 年顾家家居境外收入占比 41.5%	19
图 30: 敏华控股海外收入占比仍较高	19
图 31: 2018-2019 年索菲亚加大对经销商优化力度	20
图 32: 2020H1 索菲亚大家居店增至 303 家	20
图 33: 公司康纯板推广顺利	20
图 34: 索菲亚客单价逐年提升	20
图 35: 橱柜、木门在精装市场相较衣柜发展空间更大	21
图 36: 索菲亚工程渠道占比提升空间大	21
图 37: 新品牌米兰纳有望加快招商	21
图 38: 索菲亚尝试整装新模式	21
图 39: 欧派家居单季度收入增速稳健	22
图 40: 欧派家居衣柜收入快速增长	22
图 41: 欧派整装大家居与当地头部装修公司合作	22
图 42: 2020H1, 欧派整装大家居门店已达到 334 家	22
图 43: 顾家家居品类不断拓展(图为收入占比)	23
图 44: 顾家家居各品类毛利率基本稳定(图为毛利率)	23
图 45: 2018 年, 顾家家居开始着手进行零售改革, 聚焦于建设区域零售中心和门店信息化系统	23
图 46: 2020Q3 板块重点公司营收增速回升(亿元, %)	24

图 47: 2020Q3 板块重点公司净利润增速回升 (亿元, %)	24
图 48: 巴拉巴拉品牌市占率领先优势持续扩大 (%)	28
图 49: 海澜之家、森马服饰 PEG 相对较低	28
图 50: 我国自 2010 年开始人口红利逐渐减弱	29
图 51: 工程师红利逐步释放	29
图 52: 石头科技研发人员数量占比始终超过 50%	29
图 53: 科沃斯研发投入占比逐年提升	30
图 54: 科沃斯研发人员占比逐年提升	30
图 55: 2019 年公司研发费用率约 7%	31
图 56: 手机淘宝 APP 首页发生较大改版, 更加偏向于内容营销	32
图 57: 大嘴猴箱包旗舰店已于 2020 年 8 月入驻天猫, 行李箱单品月销售破万	34
图 58: 摩飞内销收入快速提升, 表现亮眼	35
图 59: 2015 年后我国潮玩市场规模预计持续快速提升	36
图 60: 泡泡玛特收入规模快速增长	36
图 61: 2015 年-2020 年 B 站、小红书快速发展	36
图 62: 泡泡玛特消费群体集中在 18 岁-34 岁之间	36
图 63: 2020Q1-Q3 九木杂物社收入同比增长 17.4%	38
图 64: 2020Q3 九木杂物社达到 334 家	38
图 65: 九木杂物社盲盒主要分为文具盲盒及玩偶盲盒	39
图 66: 晨光文具市占率仍有较大提升空间	42
图 67: 公司 2020Q3 业绩开始逐步回暖	42
图 68: 白卡纸消费量稳步提升	43
图 69: 2019 年白卡纸行业产能 CR4 接近 83%	43
图 70: 白卡纸价格持续上涨	44
图 71: 2017-2019 年新增产能较少, 2021 年或有压力	44
图 72: 书报杂志类销售额累计同比增速回升	44
图 73: 参考 2018 年, 建党 100 周年有望带来增量需求	44
图 74: 文化纸供给端压力较小	45
图 75: 太阳纸业收入结构日趋平衡	45
图 76: 太阳纸业打造老挝、山东、广西三大生产基地	45
表 1: 家电 (白电、厨电)、家居板块营收 YoY 与滞后一年商品房住宅销售面积 YoY 相关系数较高	6
表 2: 家电、家居、服装龙头企业估值溢价低于其他可选消费及部分必选消费龙头企业	9
表 3: 公司多品牌矩阵全面覆盖各消费群体的差异化需求	14
表 4: 2020 年格力进行 13 次直播, 累计销售额达 476 亿元	15
表 5: 预计未来集成灶规模将持续快速增长	17
表 6: 2020 年第三季度 FILA 及其他品牌流水表现符合预期	25
表 7: 2020Q3 公司全渠道零售流水增速转正	26
表 8: 2020Q3 公司收入和利润端同比降幅收窄, 具备边际改善趋势	27
表 9: 公司前三季度 GMV 维持高增长	33
表 10: 泡泡玛特以形象 IP 为主的自有 IP 和独家 IP 贡献主要收入来源 (收入单位: 万元)	37
表 11: 我们预计泡泡玛特 2020-2022 年收入增速为 54%/83%/59%	37

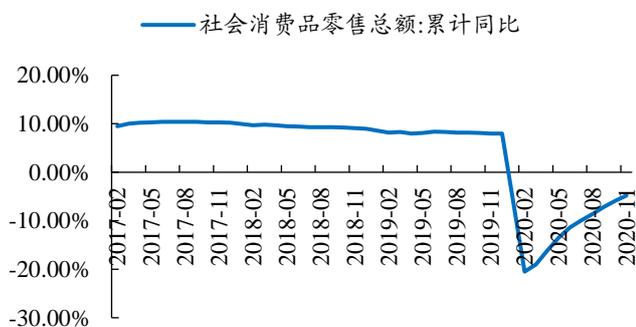
1、看多 2021 年可选消费板块投资机会

1.1、疫情致可选消费龙头企业业绩低基数，递延需求有望在 2021 年释放

国内社零总额累计同比增速逐步回升。年初国内受疫情影响，2020 年 1-2 月社零总额同比下滑 20.5%，随着国内疫情控制逐步稳定，累计同比数据开始逐步反弹。11 月单月社零总额同比增长 5%，增速环比提升 0.7pct，连续 4 个月同比正增长。扣除价格因素，11 月社零总额实际同比增长 6.1%，环比提升 1.5pct。

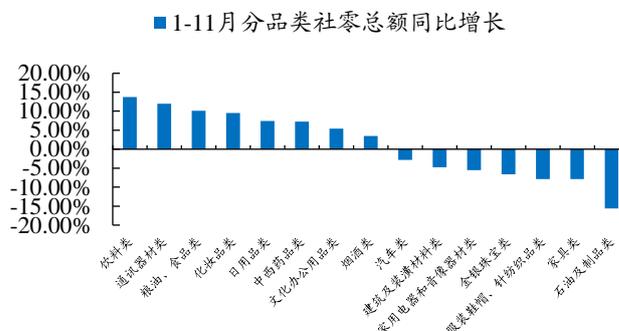
分品类来看家电、纺服、家具等可选消费品类 2020 年消费基数较低。11 月单月数据来看，消费升级品类表现较好，如通讯器材、金银珠宝、体育娱乐单月同比增速分别达 43.6%、24.8%、24%，增速环比持续提升。1-11 月累计同比数据来看，家电、纺服、家具等可选消费品类零售由于 2020H1 线下门店停滞造成产品滞销的影响，龙头企业收入端基数较低。

图1：疫情致 2020 年初社零消费出现较大幅度下跌



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

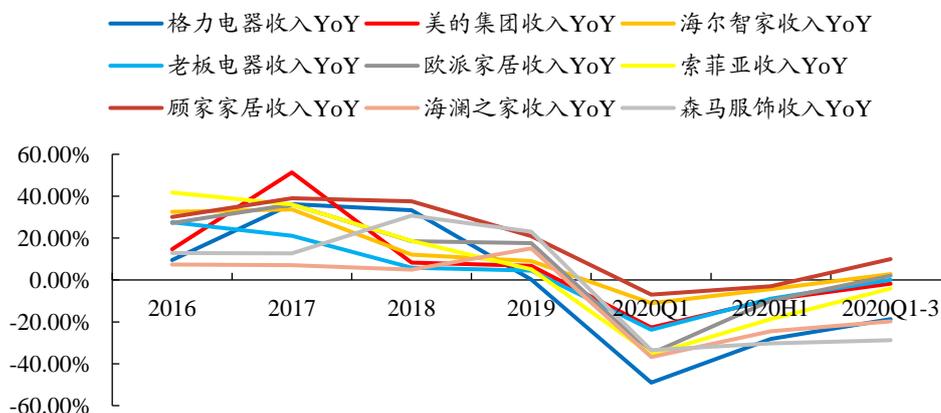
图2：分品类来看，家电、纺服、家具等反弹相对滞后



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

疫情导致 2020H1 龙头企业收入处于低基数，消费需求递延而非消失。2020H1 疫情致终端消费下滑，家电、纺服、家居等可选消费龙头企业收入同比增速下滑幅度较大，2020H1 收入处于低基数。相较于餐饮旅游等行业，家电、家居、纺服等需求并不会消失。分季度来看，龙头企业收入环比改善较为明显。考虑国内竣工缺口回补，美国地产销售数据亮点等刚性需求逐步释放，我们认为 2021H1 可选消费龙头企业有望出现较为亮眼的同比增长数据。

图3：可选消费龙头企业 2020H1 收入增速同比下滑显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、内销：国内地产指标回暖，利好地产后周期板块

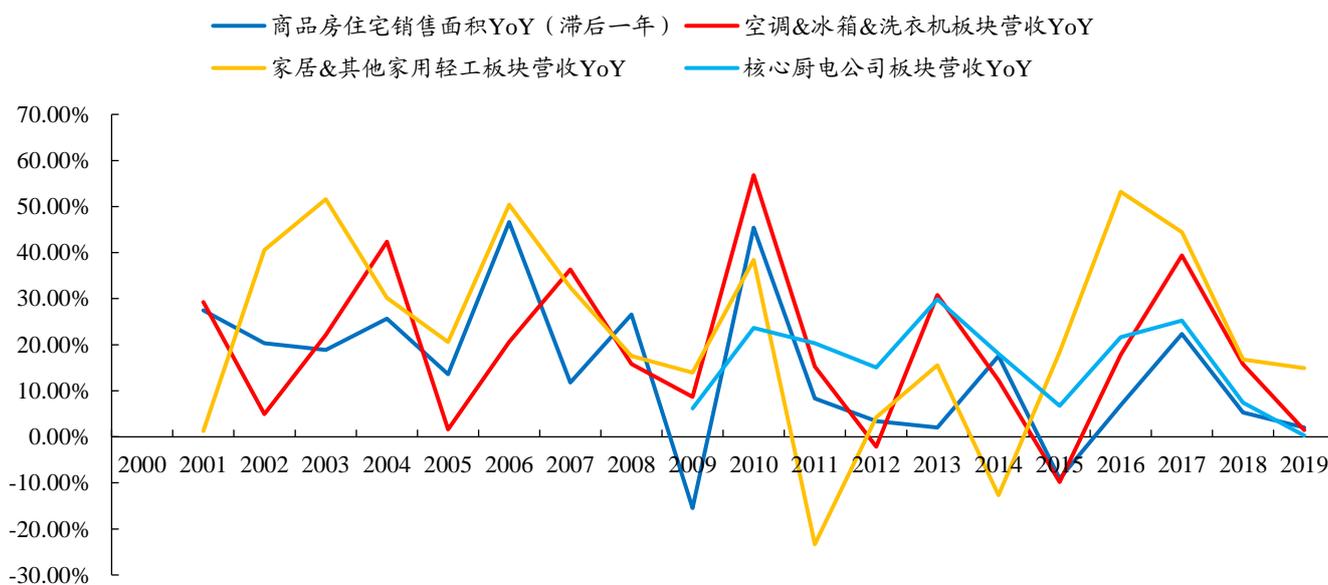
家电（白电、厨电）、家居等板块具备地产后周期属性。我们将滞后一年的商品房住宅销售面积 YoY 分别与白电（空冰洗）、厨电、家居相关板块营收 YoY 进行对比，发现较强的相关性，相关系数分别为 0.61、0.37、0.56，商品房住宅销售面积对家电、家居板块表现出较强的前瞻性。

表1: 家电（白电、厨电）、家居板块营收 YoY 与滞后一年商品房住宅销售面积 YoY 相关系数较高

	商品房住宅销售面积 YoY (滞后一年)
空调&冰箱&洗衣机板块营收 YoY	0.61
家居&其他家用轻工板块营收 YoY	0.37
核心厨电公司板块营收 YoY	0.56

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：核心厨电公司包括万和电气、华帝股份、老板电器、浙江美大、长期集团）

图4: 家电（白电、厨电）、家居板块具备地产后周期属性

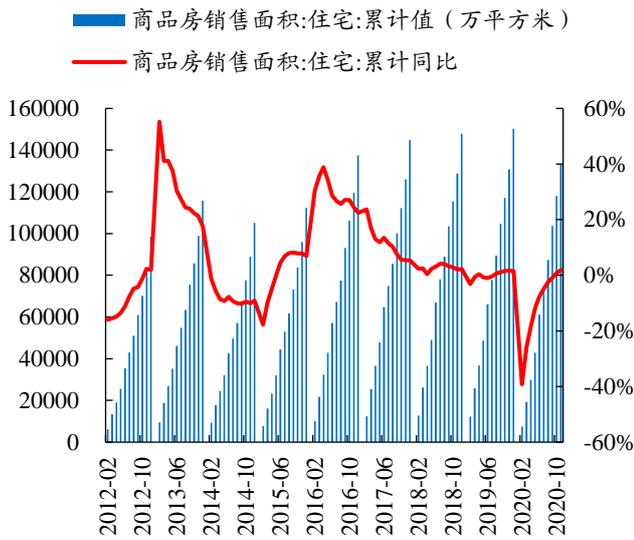


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：核心厨电公司包括万和电气、华帝股份、老板电器、浙江美大、长期集团）

我们认为 2021 年竣工数据有较强回暖预期，将对地产后周期板块形成支撑。

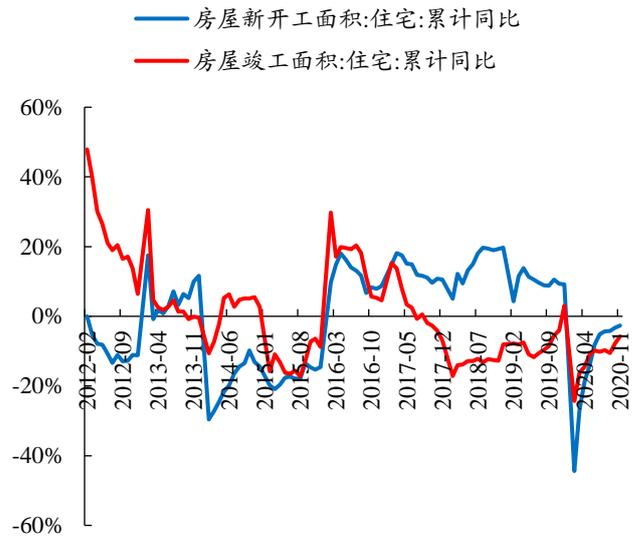
（1）地产销售展现较强韧性，竣工缺口回补的刚性需求已接近临界点。本轮地产周期开工房屋大多正常竣工交付，烂尾情况较少。通常来看，从新开工到交房的周期一般不会超过 3 年，因此 2017 年至今的竣工缺口已经接近亟待回补的临界点。所以，虽然受疫情影响，竣工回补的节点又有所推迟，但我们认为在疫情影响趋弱后，竣工数据的修复将逐步体现（2020 年 10-11 月竣工回暖的数据已经有所加快）。根据开源地产团队预计，2021 年竣工面积同比增长约 10%。

图5: 商品房销售呈现较强韧性



数据来源: Wind、开源证券研究所

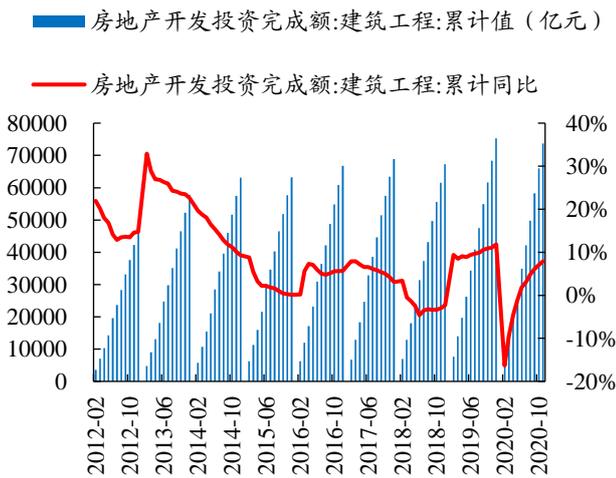
图6: 2020年10-11月, 竣工回暖提速



数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 2019年交房前瞻指标持续改善, 疫情后恢复速度也较快。2019年建筑工程投资额、电梯产量以及平板玻璃产量等竣工前瞻指标累计同比均处于近年高位, 对竣工回暖的预期提供了一定支撑。2019年1-12月, 建筑工程投资完成额、电梯产量和平板玻璃产量分别同比增长11.8%、12.8%和6.6%。最终反映到竣工数据上, 我们也可以看到2019H2竣工数据快速修复, 并且全年竣工累计同比最终转正。而2020年虽然受到疫情冲击, 但交房的前瞻指标相比直接的竣工数据也展现了更快的修复速度。2020年1-11月, 建筑工程投资完成额和电梯产量分别累计同比增长7.9%和6.1%。

图7: 房地产开发投资建筑工程完成额快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 电梯产量同比增速维持高位

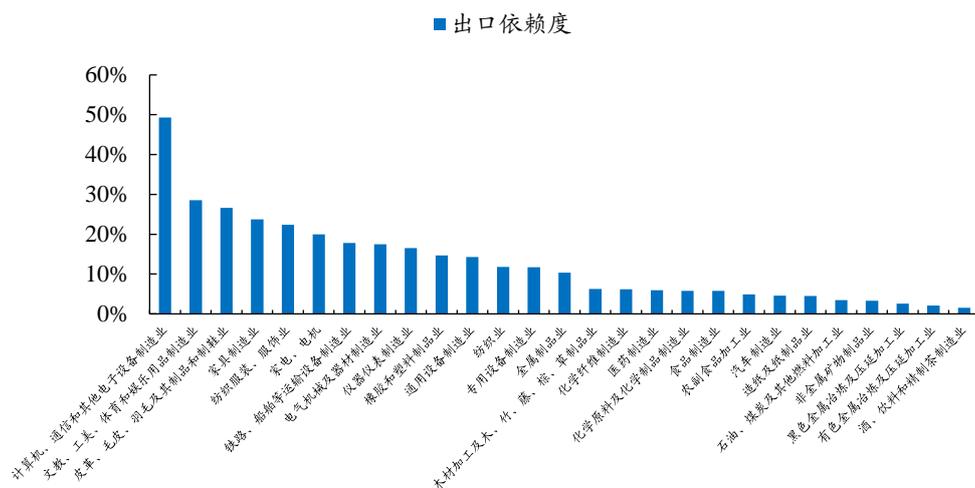


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、出口: 美国地产销售数据景气度提升, 利好可选消费行业

可选消费部分子行业对出口依赖度较高。分行业看, 2020前三季度家具、纺织服装、家电等可选消费板块出口交货值占板块营收比重位于各行业前列。

图9：2020年前三季度家具、纺服、家电等可选消费行业出口依赖度较高

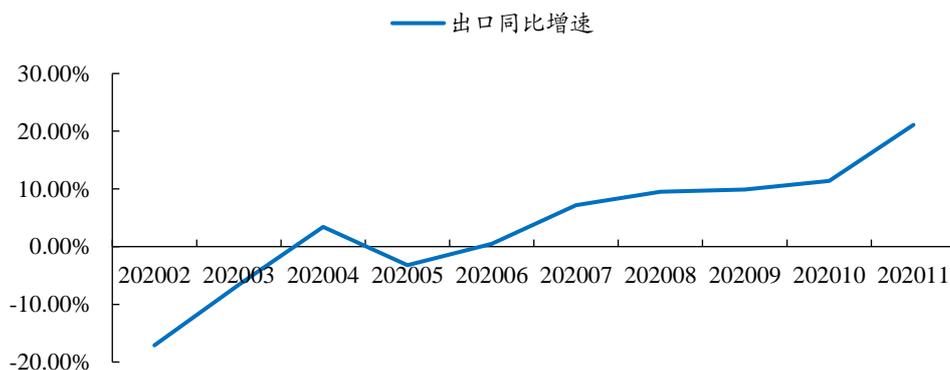


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：出口依赖度=出口交货值/营业收入）

11月国内出口继续超预期。根据海关总署数据，11月美元计价中国对外出口2680.7亿美元（+21.1%），2020年以来美元计价出口表现持续向好。

- (1) 分地区来看，美国、欧洲是拉动11月出口的核心地区。其中11月对美国地区出口同比增长达45%；
- (2) 分品类来看，家具、家电等行业景气度持续提升。其中11月家电、家具出口同比增长分别为62%、47%。

图10：2020年以来美元计价出口持续向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

美国地产销售景气度提升或是当下出口向好主因，库存周期重启有望带动2021年全球经济复苏。前期外需受益弹性更大的是疫情影响下，居家时长提升带来的家电、家居需求。受经济刺激相关政策带动，2020Q2以来美国成屋和新房销售均屡创新高，或是当前家电、家具出口向好的主要原因。另一方面，根据开源宏观团队观点，7月以来，美国库存同比增速止跌反弹，库存领先指标制造业PMI新订单指数大幅反弹至67.9%，刷新2005年以来新高，有望带动2021年全球经济复苏。

图11: 2020Q2起美国房地产市场销售数据亮眼


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020Q2起美国房地产市场火热


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、估值: 家电、家居、服装龙头企业估值溢价较低

家电、家居、服装龙头企业在可选消费板块中估值溢价较低。我们选取可选消费板块细分领域龙头企业, 通过 2021/01/08 收盘价及 2021 年预期 EPS 计算 2021 年 PE, 发现在 2021 年净利润增速相近区间内, 白电、家居、服装龙头企业估值溢价低于白酒、化妆品、汽车等其他可选消费行业龙头企业及必选消费龙头。

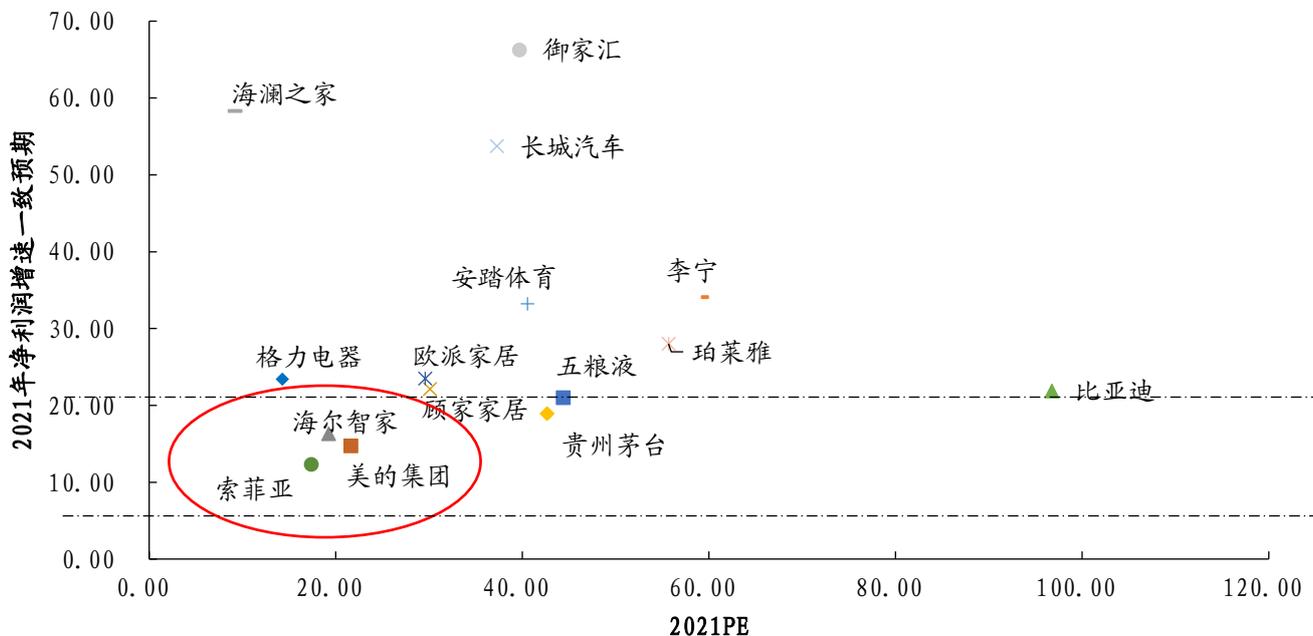
表2: 家电、家居、服装龙头企业估值溢价低于其他可选消费及部分必选消费龙头企业

	证券代码	证券简称	2021PE	2021年净利润增速一致预期 (%)	PEG
可选-家电	000651.SZ	格力电器*	15.37	23.40	0.66
	000333.SZ	美的集团*	24.82	14.70	1.69
	600690.SH	海尔智家	30.67	23.60	1.30
可选-轻工	603816.SH	顾家家居*	27.77	22.10	1.26
	603833.SH	欧派家居*	29.16	23.50	1.24
	002572.SZ	索菲亚*	18.21	12.30	1.48
	1999.HK	敏华控股*	26.60	23.76	1.12
	603801.SH	志邦家居*	15.50	34.40	0.45
可选-服装	603180.SH	金牌橱柜*	12.43	23.60	0.53
	2020.HK	安踏体育*	47.54	33.20	1.43
	2331.HK	李宁*	67.94	34.10	1.99
必选-调味品	600398.SH	海天之家*	9.06	58.30	0.16
	002563.SZ	森马服饰*	16.38	106.60	0.15
可选-白酒	603288.SH	海天味业	47.83	18.69	2.56
	300999.SZ	金龙鱼	50.04	21.16	2.37
可选-汽车	600519.SH	贵州茅台	92.46	18.28	5.06
	000858.SZ	五粮液	98.18	13.59	7.23
可选-化妆品	002594.SZ	比亚迪	117.33	23.02	5.10
	601633.SH	长城汽车	51.58	54.73	0.94
	603605.SH	珀莱雅	67.94	28.16	2.41

证券代码	证券简称	2021PE	2021年净利润增速一致预期 (%)	PEG
300740.SZ	御家汇	39.09	67.00	0.58

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/01/08, 标*为重点覆盖标的, 预期 EPS 源于报告; 未标*公司盈利预测均源于 Wind)

图13: 在可选消费增速相近的公司中, 白电、家居龙头企业估值溢价较低



数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/01/08)

2、继续看好行业龙头企业 2021 年表现

2.1、白电: 估值仍有溢价空间, 龙头企业有望充分受益

以自上而下的角度来看, 我们从低基数、地产竣工、估值性价比等角度, 重点推荐白电龙头: 美的集团、格力电器。

2.1.1、美的集团: 变革中求发展, 家电巨擘数字化转型科技集团未来可期

(1) 率先进行渠道变革, 提升渠道效率和把控力推动渠道扁平化

公司的渠道变革主要可以分为四个阶段:

a.代理多层分销阶段 (2005 年以前): 公司以“美的集团-分公司-一级代理-二级代理-零售商-消费者”的多层级模式为主要渠道策略, 公司将产品销售给一级代理, 再经由二级代理和零售商覆盖 KA、专卖店等终端网点, 实现触达消费者的目的。在此渠道结构中, 代理商发挥着至关重要的作用, 在各个区域市场中都有多个代理商, 美的的区域分公司直接向代理商供货, 再输向终端。

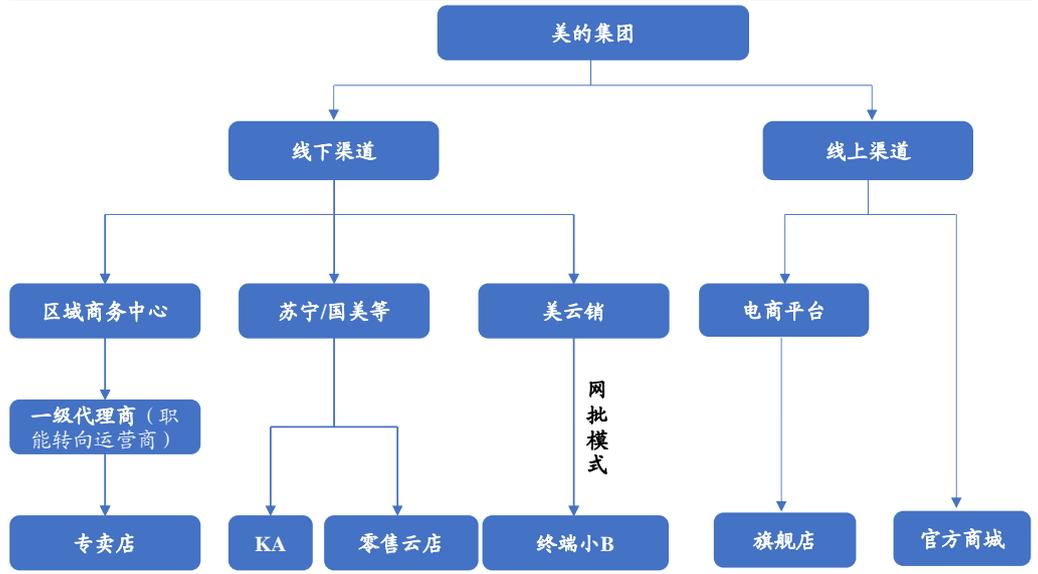
b.渠道下沉阶段 (2005-2011 年): 2005 年起, 美的集团建立地方营销公司体制, 分公司管理层同经销商合资成立销售公司, 销售模式由此变为“美的集团总部-合资

销售公司-经销商-零售商-消费者”，和代理商合资成立公司加强了渠道合作，推动美的渠道下沉至三四级市场。与此同时，渠道层级得以精简，加快对市场的反应速度，同时经营积极性也较大提升。

c.发力线上渠道阶段（2012-2017年）：2013年，公司抓住线上风口，开始布局线上渠道，建立电子商务公司，启动美的官方线上商城运营；2014年，开设天猫美的全品类官方综合旗舰店，同时公司同苏宁、国美等家电专业连锁建立战略合作关系，同时加强其自身旗舰店的建设。2016年，公司的天猫京东体系双双实现百亿规模，线上销售占公司内销占比超过20%。2017年，公司发挥“线上用户和订单+线下旗舰店+物流仓储”的全渠道布局优势，探索数字化精准营销。

d.渠道扁平化阶段（2017年至今）：由于层层分销的传统渠道加价率较高，苏宁零售开始采取的品牌直采、工厂直供的方式开始倒逼美的缩减渠道层级。2017年，公司取消二级经销商，并推动一级经销商的职能转向运营商，层级变为“美的集团-商务中心-代理商-零售商-消费者”。同时，美云销的网批模式实现了终端同厂商的直接对接，节省了中间环节的代理商加价，提升了渠道效率和把控力。

图14：公司渠道精简并采取网批模式，推动渠道扁平化



资料来源：公司公告、开源证券研究所（2017年至今）

图15：公司通过多次渠道改革，推动渠道扁平化，提升渠道效率和把控力



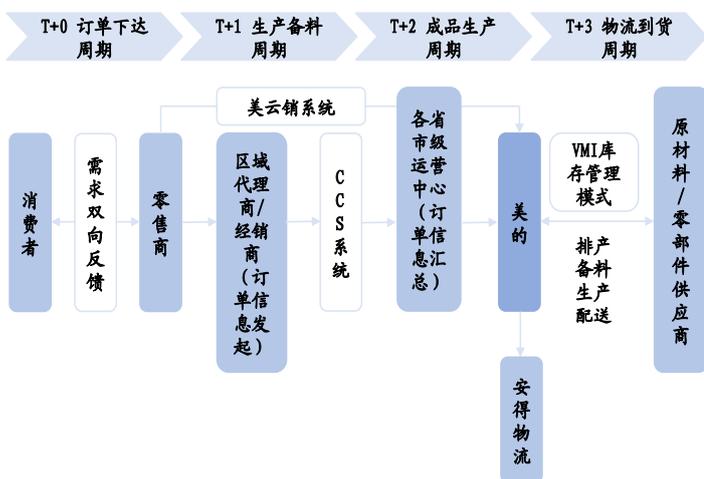
资料来源：公司公告、开源证券研究所

(2) T+3 模式以销定产，优化全产业链提高周转率

公司采取 T+3 订单模式，提高业务周转效率。公司的 T+3 模式始于 2013 年的小天鹅，该模式将大规模提前生产后进行批发转化为根据终端用户需求进行生产，即“以销定产”，将接收用户订单、原料备货、工厂生产、发货销售这四个周期通过全产业链优化制造流程，使生产、供给、销售协同化，将每个周期时间由 7 天缩减至 3 天及以下。自小天鹅 2013 年实施 T+3 模式以来，存货周转天数由 32 天减少至 25 天，较大提升了小天鹅业务的周转效率，盈利能力也有所提升，在一定程度上抵御了电商对洗衣机行业的冲击。

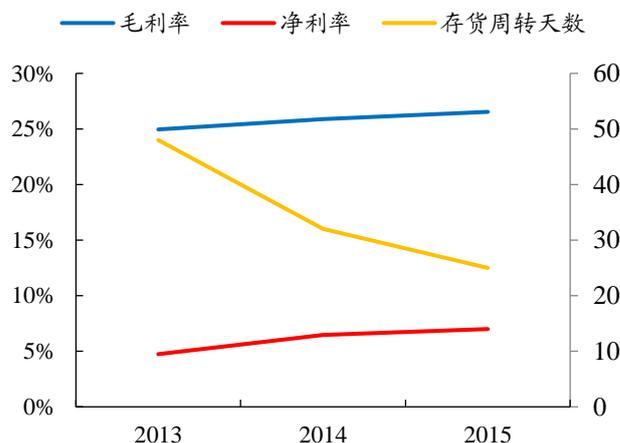
美的集团的 T+3 订单策略对公司的积极影响主要体现在两个方面：(1) 在生产策略方面：以销定产的 T+3 模式使公司生产紧跟市场需求，对生产的灵活调整使公司对市场判断更为准确，抢占先机，提升能效；(2) 在库存压力方面：通过 T+3 模式可以使公司根据需求备料生产，有效减少公司备货，进而减小库存压力，仓储成本可以得到严格把控，与此同时，在一定程度上减少了库存贬值的风险。

图16: T+3 订单模式通过全产业链优化制造流程



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图17: T+3 模式提升小天鹅周转效率，抵御电商冲击



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 美的集团工业互联网 2.0 发布，安得智联推出“一盘货”成为供应链到价值率的新引擎

美的互联升级至 2.0，安得智联推出“一盘货”。这既是一个 2B 业务智能物流咨询方案，又是一个物流运作网络基础和模型，同时也是一个物流数字化信息系统。得益于美云智数应用软件服务解决方案的推出，安得智联的“一盘货”智能物流开始承载公司全价值链，对产销计划协同、采购计划协同、制造体系协同、成品流通协同等领域的物流需求做出快速响应。

“一盘货”脱胎于美的集团的“T+3”渠道变革，围绕“效率驱动”打磨产品，力图解决销售渠道效率问题。传统销售渠道模式压货式销售，层层分销情况普遍，导致渠道库存不透明、周转慢并最终造成库存浪费、经销商占款等问题。

图18: 美的集团“一盘货”智能物流托盘承载制造流通企业全价值链转型提升



资料来源：美的集团工业互联网 2.0 发布会

“一盘货”产品构成包括渠道优化、统仓统配、线上线下一盘货三个维度。(1) 渠道优化方案。根据客户销售数据的分布，有针对性地提供基于全国仓网布局的渠道规划；(2) 统仓统配规划。根据仓库、库存的分布为客户设计配送网络；(3) 线上线下一盘货。解决过去线上线下两盘货所带来的效率下降和资源浪费。

“一盘货”拥有可行的物理支撑基础。(1) 将美的过去销售渠道中的 2,244 个经销商仓库进行统一整合，设立 138 个配送中心，对美的国内销售渠道的全部线下库存以及部分线上库存进行统一管控；(2) 在美的全国 15,000 多个售后网点中挑选出约 3,000 个送装网点用以承接 2B、2C 业务末端配送服务，并做到直达全国 3.9 万乡镇的深度无盲区覆盖。

“一盘货”的实践效果良好。(1) 将仓库数量由 2,244 个缩减为 138 个，并且实现了库存数据的互通；(2) 订单交付周期由 45 天缩短为 20 天，反应“T+3”订单制生产模式对于快速交付要求的实质；(3) 存货周转天数 51 天缩短为 35 天，减少了渠道资金的占用情况；(4) 存货占比由 17.6% 下降为 6.4pct 至 11.2%；(5) 散单平均体积由 35m³ 下降至 17.9m³。“T+3”订单制生产模式施行后订单由过去“少批次、大批量”转变为现在“小批量、多批次”，对于物流的散单履约能力提出了更高要求。

(4) 打造多元化品牌矩阵，子品牌全方位覆盖市场发展潜力较大

公司品牌全面覆盖 to B、to C 领域。(1) 面向 B 端，公司拥有库卡 (KUKA)、M.IoT、Clivet、美芝 (GMCC)、威灵 (Welling) 等多个品牌覆盖自大众至高端、自非智能到智能的各个层级，为客户提供工业机器人、互联网服务平台、工业电器等差异化服务；(2) 面向 C 端，公司借助美的 (Midea)、小天鹅 (LittleSwan)、COLMO、华凌 (WAHIN)、比佛利 (BEVERLY) 等品牌，形成覆盖不同消费群体的品牌梯队。

具体来看，公司面向消费分层推出多品牌组合，形成涵盖美的、华凌、布谷、COLMO、东芝等的品牌矩阵，明确品牌定位和目标客户，覆盖各消费群体的差异化需求。其中，主品牌美的、小天鹅定位大众消费者，均价较低；华凌、布谷主要吸引 90 后年轻消费者；COLMO、比佛利等品牌定位高端市场，瞄准精英人士；东芝等则主要针对海外市场。以东芝为例，2020Q3 东芝家电主营业务收入 47 亿元 (+4.9%)，毛利率 33.5% (+3.7pct)，净利率 7.5% (+6.1pct)，盈利能力持续向好。

表3: 公司多品牌矩阵全面覆盖各消费群体的差异化需求

品牌	品牌定位	目标客户	覆盖品类
	中端	大众消费者	全品类家电
	中高端	大众消费者	冰箱、洗衣机、空调
	高性价比	90后消费者	空调(主)、冰箱、厨热
	互联网智能	90后消费者	小家电
	高端	精英人士	AI科技全品类家电
	高端	精英人士	洗衣机
	中高端	海外消费者	全品类家电

资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所(注: 列示部分核心品牌。)

(5) 乘跨境电商之风, 积极打开外销市场, 继续提升海外收入占比

公司积极拓展海外市场, 努力提升外销收入占比。(1)从收入看, 公司积极布局海外市场, 预计2020年美国市场收入约8亿美元, 日本及东南亚市场收入约10亿美元, 整体外销收入约增长30%以上, 未来外销收入有望保持双位数增长。外销市场的良好表现主要系公司提供了解决当地市场痛点的产品。除空调外, 公司会陆续推出冰箱、洗衣机等新品, 通过产品的新功能打入当地市场。(2)从占比看, 2020H1公司外销占比约44%, 并计划于未来5年实现约50%的占比水平。公司在内部划分了梯形的收入目标矩阵, 包括10亿以上、5-10亿、2-5亿等目标。

乘跨境电商之风海外线上表现亮眼, 美的主品牌推广受益。公司海外线上收入实现了约2-3倍的增长, 一方面是由于基数较低, 另一方面是公司在内销市场的电商经验较为丰富可以应用于海外电商。在亚马逊平台, 公司部分品类已经排名前十, 并努力在2021年实现综合品类在海外主流电商平台的前十。过去, 公司海外线下主推合作及收购的子品牌业务, 线上主推美的主品牌业务, 跨境电商的兴起有利于美的主品牌的推广。

2.1.2、格力电器: 渠道改革红利释放, 静待业绩反转

借助直播渠道, 加速渠道变革。在疫情影响下, 2020Q1实体经济遭遇较大挫折, 自2020年4月董明珠在抖音开启首秀, 截止2020年12月12日珠海站, 格力电器2020年以来直播销售额达476亿元。我们认为, 直播模式有望将销售公司利润空间打穿, 使终端经销商直接从直播渠道提货, 倒逼销售公司向服务商转变, 加速了格力渠道改革进度。

表4: 2020年格力进行13次直播, 累计销售额达476亿元

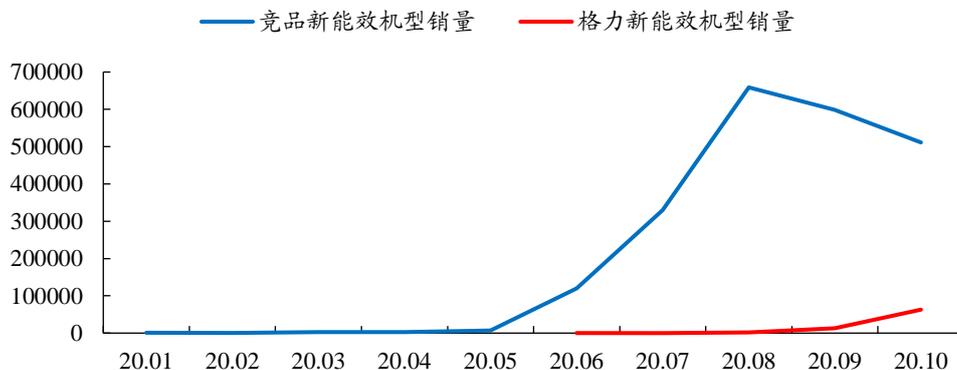
时间	事件
4月24日	董明珠在抖音开启直播首秀, 由于技术卡顿等原因, 仅销售23.25万元
5月10日	董明珠在快手直播带货, 单场销售额达3.1亿
5月15日	格力入驻京东10周年纪念日, 单场直播带货销售额达7.03亿
6月1日	董明珠在微信小程序“格力董明珠店”、抖音、快手、京东等6大平台同步直播, 单日累计销售额高达65.4亿元
6月18日	董明珠继续在微信小程序“格力董明珠店”、抖音、京东直播、天猫、国美、苏宁6大平台直播, 单日累计销售额达102.7亿元
7月10日	江西赣州-全国巡回直播第一站, 实现销售额50.8亿
8月1日	河南洛阳-全国巡回直播第二站, 实现销售额101.2亿
9月19日	广西桂林-全国巡回直播第三站, 实现销售额11.8亿
9月28日	山东德州-全国巡回直播第四站, 实现销售额22.2亿
9月30日	山东临沂-全国巡回直播第五站, 实现销售额52.8亿
10月18日	澳门-全国巡回直播第六站, 实现销售额9.09亿
10月30日	江苏南京-全国巡回直播第七站, 实现销售额25.2亿
12月12日	广州珠海-全国巡回直播第八站, 实现销售额25.1亿

资料来源: 格力官网、格力公众号、开源证券研究所

渠道改革势在必行, 预计2021年渠道改革有望落地。由于格力线下渠道层级较多, 终端零售价格相对于竞品较高。通过渠道扁平化, 有望将渠道利润收回上市公司或返还给消费终端, 提升产品在终端的竞争力。参考美的集团2017年开始渠道变革进展, 我们预计格力电器此次渠道改革有望在2021年落地。

物流、信息化系统改造或是当前渠道改革重点。渠道扁平化的实现离不开销售平台、物流、信息化系统的支撑。以美的为例, 分别通过美云智数、安得物流等打造工业互联网对业务进行全面支撑。此次直播渠道快速发展给格力提供了类“美云销”销售平台快速成型的契机, 而物流、信息系统方面或是当下改革的重点。

预计格力新能效机型空调在2021年将持续放量, 提升整体盈利能力。根据奥维云网数据, 相较于竞争对手, 格力新能效机型在2020年6月开始售卖, 10月线上、线下均价分别为5097元、4452元。随着越来越多的新能效空调开售, 2021年空调平均售价有望进一步提升。

图19: 预计格力空调新能效机型在2021年将持续放量


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

2.2、厨电：地产竣工回暖趋势延续，厨电龙头有望受益

作为典型的地产后周期性行业，厨电将有望受益其需求的释放。随着疫情冲击逐渐缓解，房地产竣工端持续恢复向好，将进一步释放地产后周期性需求，提升厨电行业景气度，利好厨电龙头企业。推荐标的：老板电器；受益标的：浙江美大。

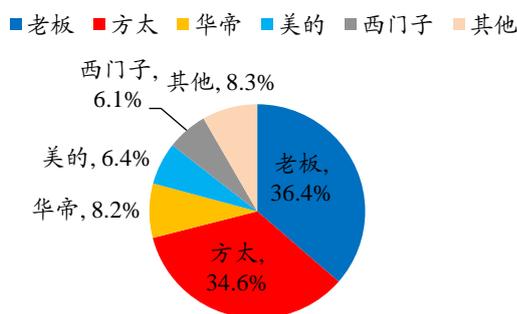
2.2.1、老板电器：国内高端厨电龙头，行业地位稳固

老板电器是国内厨电行业龙头公司之一。我们认为，传统厨电行业虽然增速放缓但仍有提升空间，新兴厨电行业受益于渗透率的提升有望继续快速增长，公司作为厨电龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有高端品牌、多元化渠道优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化，业绩有望实现进一步增长。

公司通过高端品牌定位和多元化渠道布局打造核心竞争力。（1）品牌：价格方面，老板品牌产品均价较高；产品方面，较早推出“大吸力”油烟机，锚定高端产品；营销方面，着力宣传推广“大吸力”概念，标签深入人心。（2）渠道：公司打造了多元化的渠道结构，其中以零售和电商渠道为主，工程渠道增长迅速。具体来看，在零售压力较大、电商增速放缓的背景下，工程渠道快速增长主要因精装修市场的扩张、老板的高端品牌影响力以及公司较早布局并签约多家大型地产商等。另外，公司还拓展了互联网家装、海外等新兴渠道，努力挖掘蓝海市场。

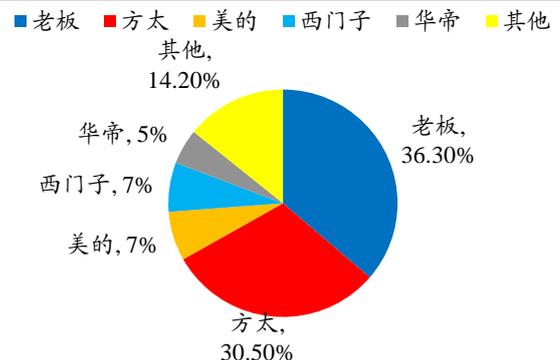
公司从扩产品、拓渠道、品牌年轻化三个维度拉动业绩进一步增长。（1）扩产品：在保持传统烟灶优势基础上，发展潜力较大的消毒柜、洗碗机等新兴品类，并持续规划和推出新产品。公司计划通过提高配套率的方式促进新品类、新产品的销售；（2）拓渠道：短期看，随着精装修市场的崛起，工程渠道将带动整体收入增长；长期看，厨电将从新增需求转向更新需求为主，公司计划解决零售渠道承压问题以打造其二次增长；（3）品牌年轻化：通过邀请新生代明星代言、直播带货、娱乐营销和IP合作等方式塑造年轻化的品牌形象，以抓住年轻代消费者群体。

图20：油烟机高端市场呈现老板、方太双寡头格局



数据来源：中怡康、开源证券研究所（以油烟机为例，统计范围为2019年产品单价>4000元的市场；2019年油烟机行业均价为3199元/台。）

图21：老板电器工程渠道市占率领先

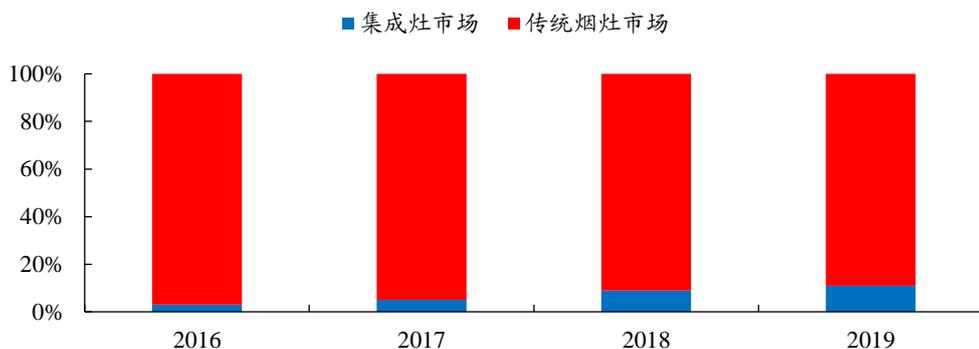


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2.2、浙江美大：受益地产回暖+渗透率提升，集成灶龙头未来可期

受益地产回暖+渗透率提升，预计未来集成灶行业空间较大。集成灶作为新兴厨电品类，一方面得益于地产回暖趋势的延续，另一方面随着渗透率的不断提升，行业红利显现。根据中怡康数据，2019年集成灶的渗透率仅为11%，行业尚处于导入期，预计未来仍有较大提升空间。

图22：集成灶行业渗透率仍较低，预计未来有较大增长空间



数据来源：中怡康、开源证券研究所

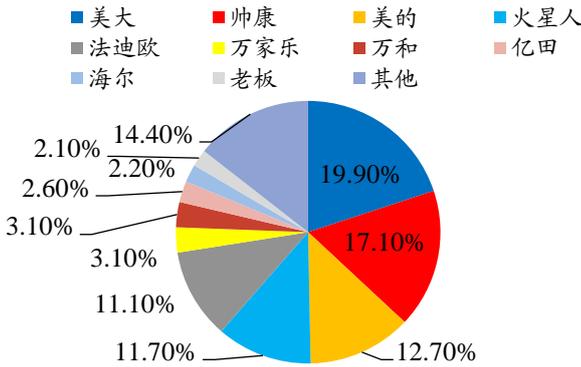
表5：预计未来集成灶规模将持续快速增长

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
油烟整体销售量（万台）	1794	1746	1799	1814	1856
集成灶渗透率	9%	11%	14%	17%	20%
集成灶销售量（万台）	169	201	243	303	364
集成灶 YoY	33%	19%	21%	25%	20%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

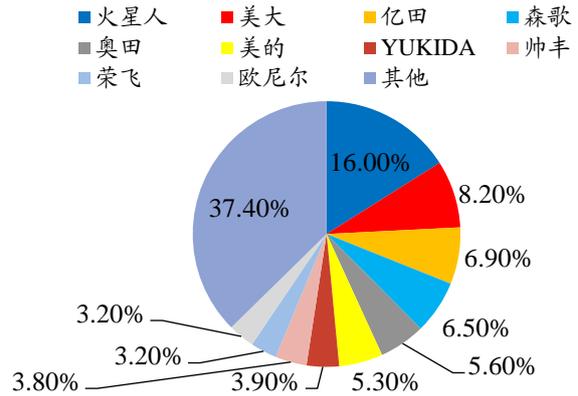
浙江美大作为集成灶行业龙头，竞争力优势显著。（1）品牌上：定位高端，积极投放营销广告，对消费者进行品牌教育，提高集成灶产品和美大品牌的市场认知度。2020年推出天牛子品牌覆盖大众市场，填补美大主品牌在中低端的空白。（2）渠道上：以经销渠道为主，并积极拓展KA门店，进军一二线市场。积极应对疫情冲击发展线上电商渠道，2020年前三季度实现线上双位数增长，表现亮眼。（3）产品上：下排设计油烟不过脸，且除烟率较高，健康环保拥有较强的产品力。另外，布局多品类厨电，推出净水器、热水器、集成水槽、蒸烤箱等产品，丰富SKU降低产品结构单一风险。2014年，公司开始进军橱柜市场，全面打造健康整体厨房。

图23: 2020年1-8月, 线下集成灶CR3为49.7%



数据来源: 2020年厨卫会议白皮书、开源证券研究所

图24: 2020年1-8月, 线上集成灶CR3为31.10%



数据来源: 2020年厨卫会议白皮书、开源证券研究所

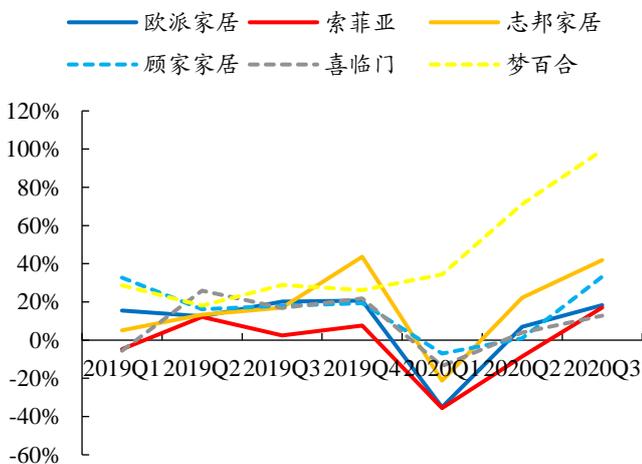
2.3、家居: 重点推荐定制家居、软体家具龙头

轻工细分板块自上而下看, 从低基数、地产竣工回暖和龙头估值性价比的角度, 我们重点推荐定制家居龙头(索菲亚、欧派家居)和软体家具龙头(顾家家居、受益标的: 敏华控股)。除龙头外, 我们也看好定制家居板块其他公司, 如仍处于品类拓展和工程业务发展成长期的志邦家居、金牌橱柜。

自下而上看, 定制家居和软体家具板块 2021 年的投资机会也存在差异:

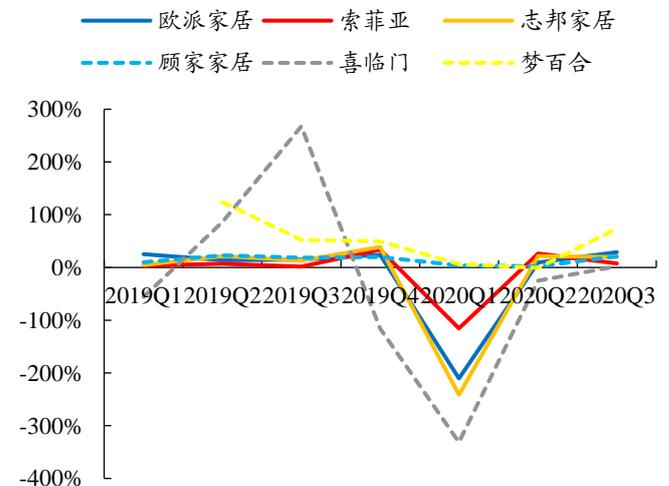
定制家居板块业绩基数更低。由于定制家居线下交付流程长, 且基本为内销(软体 2020H1 国内外疫情影响存在时滞), 因此定制家居企业 2020H1 业绩受冲击的程度要明显大于软体板块。同时, 2020Q3 零售端内销恢复的增速也没软体表现的那么快(因为定制家具直到 9 月份疫情影响才基本消除)。而且, 由于一线城市占比高的原因, 定制一线品牌受疫情冲击的影响体现的更大。因此, 考虑到积压订单释放、低基数等因素, 我们认为 2020Q3 的回暖对于定制家居(尤其是一线品牌)来说只是业绩回暖的起点, 短期业绩回暖具有更好的弹性和持续性。

图25: 软体家具龙头收入增速恢复更快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图26: 软体家具龙头净利润增速恢复更快



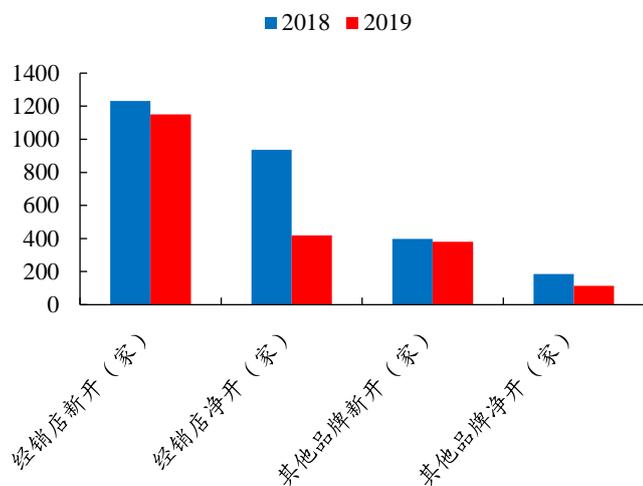
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

软体家具线下开店红利继续释放，海外市场需求有望回暖。

软体家居由于处于装修流程的末端，因此受渠道分流的影响较小。当前主流的精装、整装等模式将软装全部包含在内的比例仍较小，因此软体家居的主流竞争赛场还是在传统的家居卖场中。因此，可以看到包括顾家家居、敏华控股等在内的龙头软体家具公司仍处于较快线下开店的阶段，仍有较大的开店空间。以敏华控股为例，虽然国内总门店数量已超过 3500 家，但 2021 上半财年（即 2020 年 3 月至 9 月）国内市场净开店数量仍达 658 家，线下开店还在进一步提速。

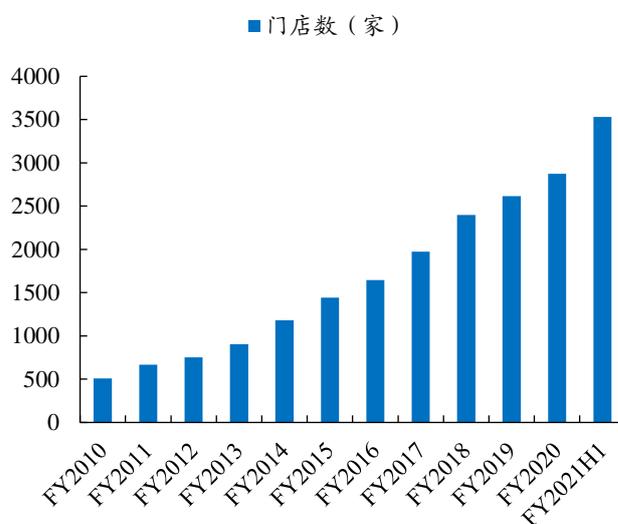
同时，相较于基本均为内销的定制家居行业，顾家家居、敏华控股等软体家具龙头均有较高的海外收入占比，因此更受益于潜在的海外家居需求回暖。

图27: 顾家家居仍处于较快开店阶段



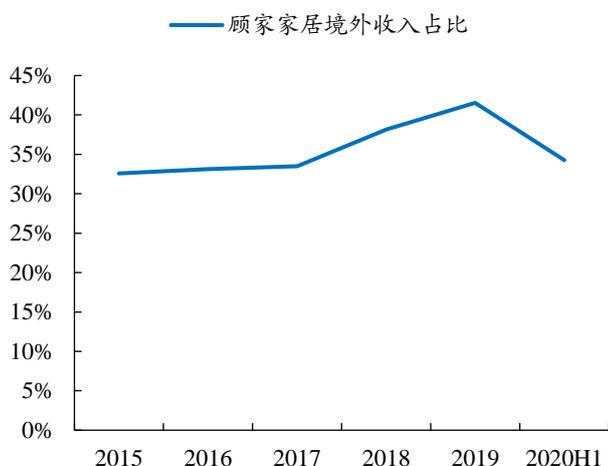
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图28: 敏华控股国内开店提速



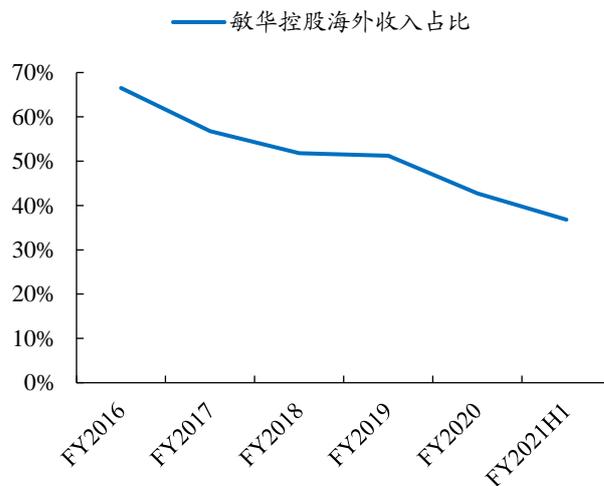
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图29: 2019 年顾家家居境外收入占比 41.5%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 敏华控股海外收入占比仍较高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.3.1、索菲亚：经销竞争力改善，工程放量，新品牌、新渠道起步

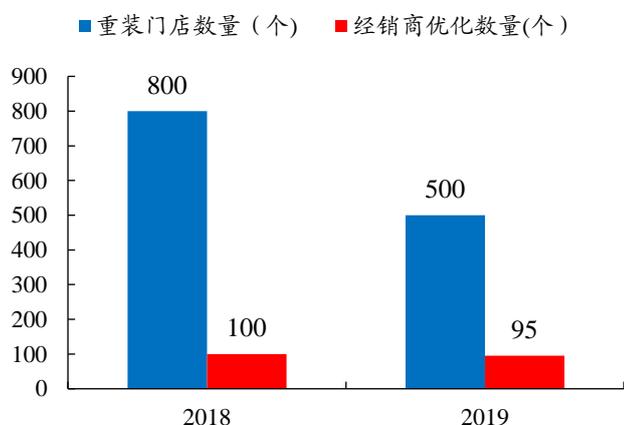
经销渠道：终端竞争力改善(加强管理/门店提质)*客单价提升(新品推广顺利)

一、淘汰尾部经销商、改善门店质量双管齐下提升经销渠道质量。

(1) 索菲亚加强了经销商的淘汰力度，2018-2019 年共淘汰约 200 位经销商，未来有望继续保持较高的年淘汰率。

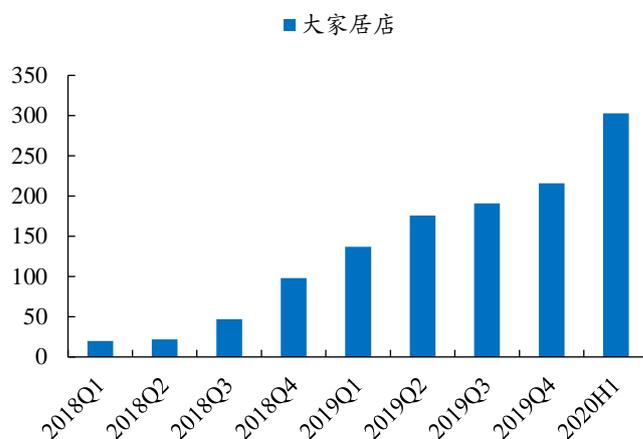
(2) 通过门店重装及布局新型门店业态的方式提升终端门店质量。2018-2020H1 公司共重装门店超 2000 家，并积极布局美好生活馆、天猫新零售店、大家居融合店等新型门店。2020H1，索菲亚大家居店数量达到 303 家。

图31：2018-2019 年索菲亚加大对经销商优化力度



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：2020H1 索菲亚大家居店增至 303 家



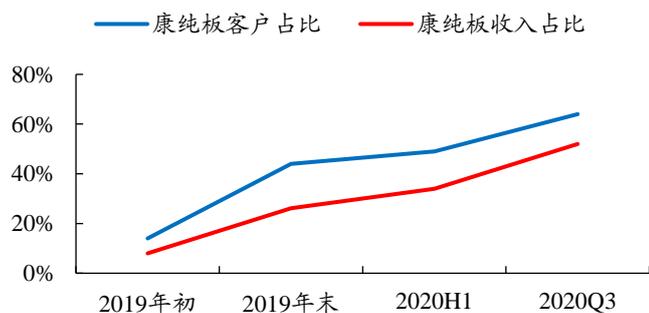
数据来源：公司公告、开源证券研究所

二、康纯板、轻奢系列新品推广顺利，进一步巩固产品优势。

2019 年起，索菲亚康纯板、轻奢系列等中高端新品推广顺利，2020Q3 期末公司康纯板客户占比提升至 64% (2020H1 期末为 49%)，订单占比提升至 52% (2020H1 期末为 34%)。

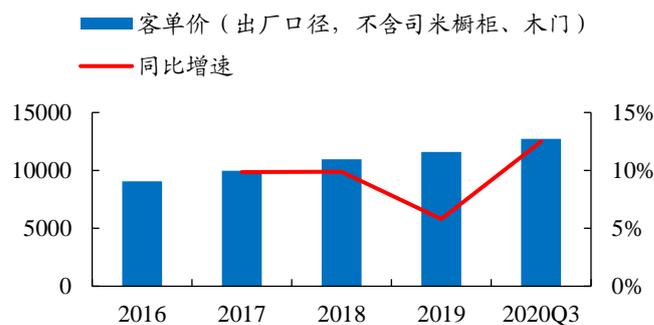
中高端新品带动公司客单价逐年提升。2020Q3，公司客单价同比增长 12.59% 至 12713 元/单，相比 2020H1 期末增长 3.16%。在客单价同比预计仍将保持较快增长，疫情趋弱下门店客流有望较快恢复，衣柜业务持续改善可期。

图33：公司康纯板推广顺利



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：索菲亚客单价逐年提升



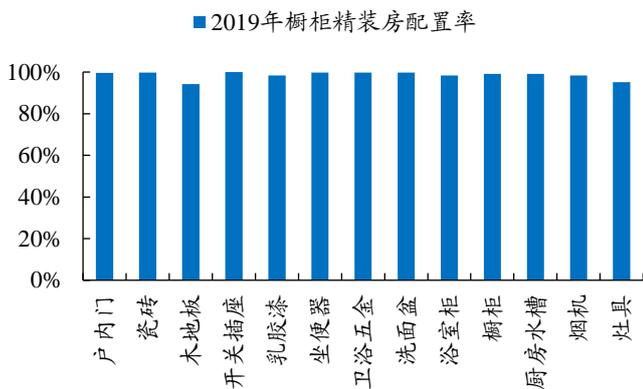
数据来源：公司公告、开源证券研究所

工程渠道：衣柜体量领先，带动橱柜、木门逐渐发力，空间广阔

索菲亚工程渠道占比较低，但衣柜工程体量行业领先。2020Q1-Q3，公司工程渠道占比约 14%，在行业中相对较低。但工程衣柜绝对体量来说，索菲亚行业领先。2020 年，公司和法方司米在工程渠道的合作战略已经理顺，木门也在快速扩张。工程衣柜的先行带动作用预计将逐步体现。

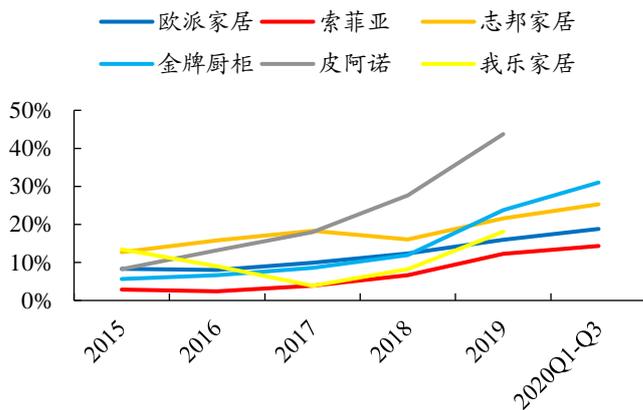
而橱柜、木门在工程渠道的空间广阔。2019 年，精装房户内门、橱柜的精装配套率都接近 100%，衣柜则不到 50%。我们预计 2021 年索菲亚在工程木门和工程橱柜上的弹性有望继续较快释放。

图35：橱柜、木门在精装市场相较衣柜发展空间更大



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图36：索菲亚工程渠道占比提升空间大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

新品牌、新渠道：米兰纳、整装渠道 2021 年有望放量

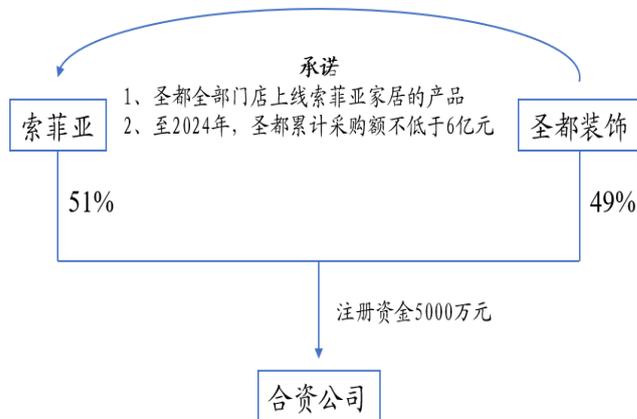
2020 年，索菲亚推出主打性价比的全屋定制新品牌米兰纳，定位下沉市场。2021 年，米兰纳有望加速招商，带来业绩增量。此外，2020 年索菲亚对于整装这一新兴渠道的探索也已成熟，并且在业内率先尝试与业内龙头整装公司合资建厂的合作新模式。2021 年，整装模式也有望放量。

图37：新品牌米兰纳有望加快招商



资料来源：定峰汇公众号

图38：索菲亚尝试整装新模式

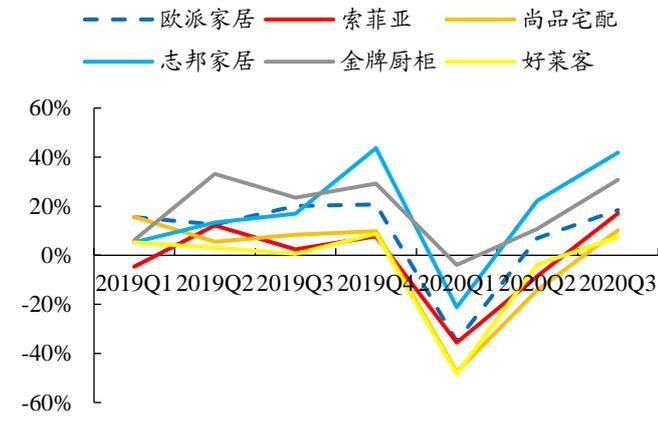


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.2、欧派家居：龙头优势尽显，占据整装渠道新风口

2020Q3 可以看到欧派家居的龙头优势已经较为显著。2020Q3 欧派家居收入同比增长 18.4%(其中经销增长 18.7%,大宗增长 27.5%),扣非净利润增长 28.9%。在较高基数和工程增速相对较低的情况下(2019Q3 行业压力较大,欧派提升了渠道扶持力度,与竞争对手相比基数相对较高),公司业绩增速依然亮眼。

图39：欧派家居单季度收入增速稳健



数据来源：公司公告、开源证券研究所

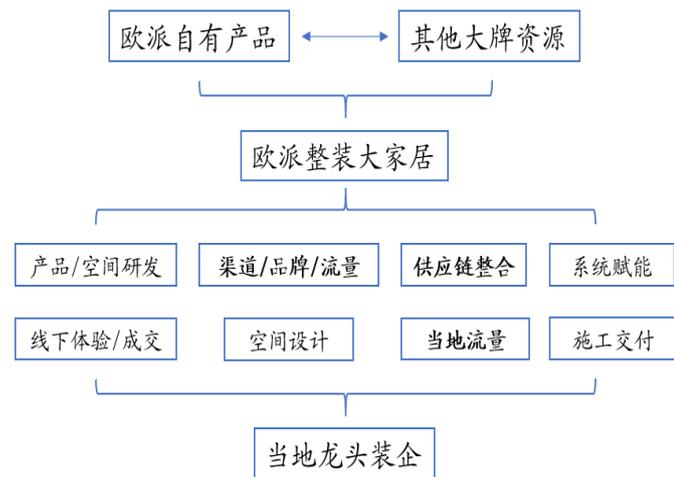
图40：欧派家居衣柜收入快速增长

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
橱柜	9.95	15.24	17.14	15.31	10.23	15.82	18.92	16.97	6.42	15.45	19.43
橱柜增速	11.9%	17.9%	-5.0%	12.0%	2.8%	3.8%	10.3%	10.8%	-37.2%	-2.3%	2.7%
毛利率	32.0%	45.2%	38.7%	40.8%	33.1%	42.8%	37.6%	31.9%	23.9%	37.6%	39.1%
衣柜	6.66	9.96	12.29	12.58	8.41	11.64	15.00	16.62	4.95	13.75	19.42
衣柜增速	56.7%	23.7%	35.6%	8.4%	26.4%	16.9%	22.0%	32.1%	-41.2%	18.1%	29.5%
毛利率	32.8%	41.5%	43.0%	46.2%	39.0%	41.8%	41.4%	37.7%	30.9%	42.1%	42.6%
卫浴	0.70	1.13	1.24	1.46	1.08	1.54	1.78	1.84	0.84	1.70	2.48
增速	113.3%	28.6%	341.2%	-5.2%	54.0%	35.8%	44.1%	26.1%	-22.6%	10.7%	39.3%
毛利率	17.8%	27.5%	29.9%	26.9%	18.4%	29.0%	28.1%	26.7%	9.0%	28.0%	30.1%
木门	0.65	0.92	1.43	1.74	0.81	1.41	1.91	1.84	0.64	1.70	2.51
增速	125.0%	30.0%	70.2%	27.0%	24.1%	52.9%	33.4%	5.9%	-20.4%	20.9%	30.9%
毛利率	14.9%	24.2%	17.0%	4.6%	10.8%	21.3%	19.0%	-0.6%	6.4%	16.0%	22.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

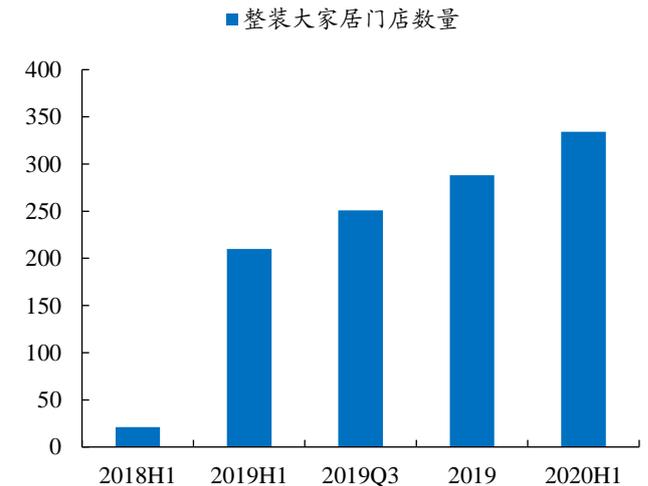
把握整装新风口，龙头优势有望进一步强化。欧派整装大家居于 2018 年开始试点，2020H1，欧派整装大家居门店已达到 334 家。至 2020 年 11 月初，欧派整装大家居当年接单业绩突破 10 亿元，同比增长 99%，商业模式已基本跑通。展望 2021 年，定制家居行业在线下流量进一步分散的情况下，整装渠道的重要性有望进一步提升，而欧派家居凭借整装渠道的领先布局，龙头优势有望进一步提升。

图41：欧派整装大家居与当地头部装修公司合作



资料来源：开源证券研究所

图42：2020H1，欧派整装大家居门店已达到 334 家



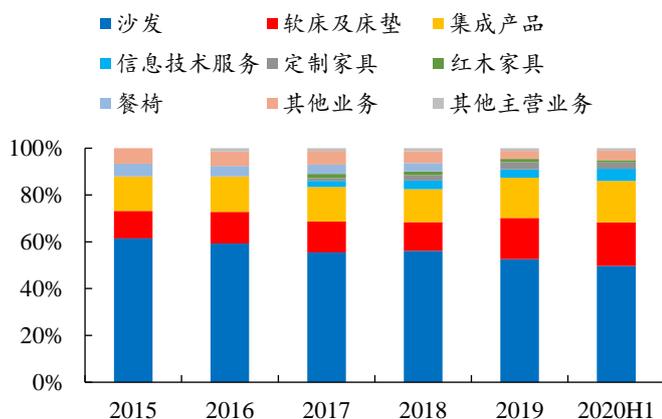
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.3、顾家家居：品类拓展初显成效，渠道优化红利有望释放

公司品类扩张初显成效，床类产品及配套产品占比逐渐提升。沙发业务为顾家家居的主要收入来源。但伴随品类拓展，沙发收入占比从 2015 年的 61.4% 下降至 2020H1 的 49.7%，而软床及床垫/集成产品的收入占比则分别从 2015 年的 11.8%/14.7%

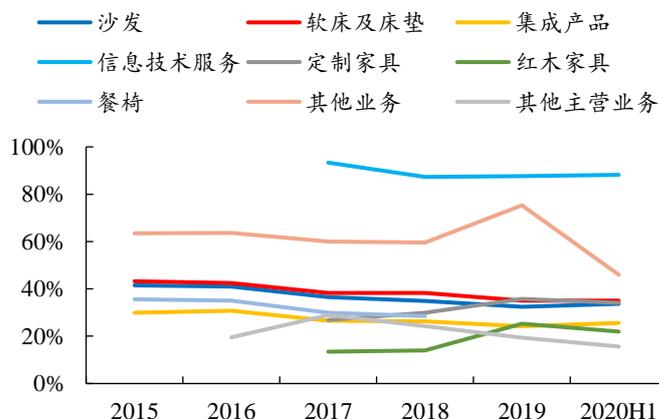
上升至 2020H1 的 18.6%/17.8%。公司多品类拓展战略稳步前行。

图43: 顾家家居品类不断拓展 (图为收入占比)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

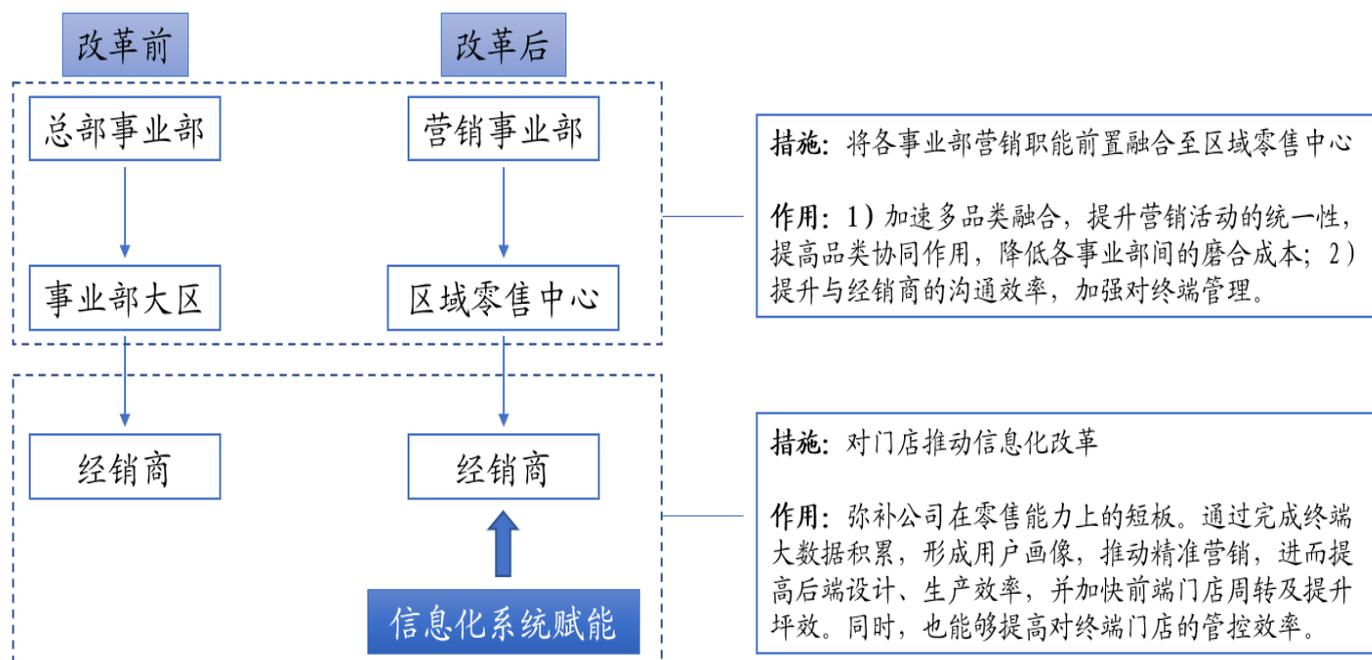
图44: 顾家家居各品类毛利率基本稳定 (图为毛利率)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

而在渠道优化上,除了继续较快展店外,渠道信息化也将提升顾家家居的传统渠道壁垒。伴随渠道和品类拓展,软体家具龙头在品类整合和渠道管理上的压力也逐渐出现。在依靠外延粗放式发展后,内部精细化提效率有望带来下一阶段的渠道红利。顾家家居在 2018 年开始着手进行零售改革,聚焦于建设区域零售中心和门店信息化系统。从改革落实进度上看,区域零售中心已对经销商重合程度较高的沙发、床类实行整合,并将逐步纳入功能沙发、定制产品等品类。而截至 2019 年底,信息化系统已经覆盖 65% 以上的终端门店,到 2020 年底预计能够对 95% 的终端门店实行覆盖。因此,我们预计 2021 年顾家家居渠道优化带来的效率提升红利将逐步释放。

图45: 2018 年,顾家家居开始着手进行零售改革,聚焦于建设区域零售中心和门店信息化系统



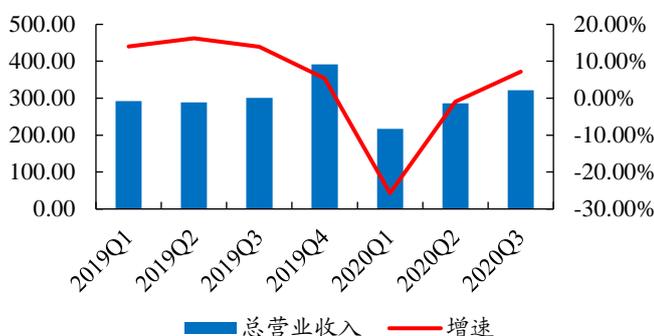
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3、纺织服装板块：低基数下后续增长可期，看好 PEG 折价及高速内生性增长标的

疫情影响下门店关闭营销销售，业绩基数较低。2020 年前三季度纺织服装板块面临多种外部环境压力，包括疫情影响下市场需求收缩、门店关闭，洪涝天气影响线下渠道销售等等，纺织服装板块整体业绩承压。

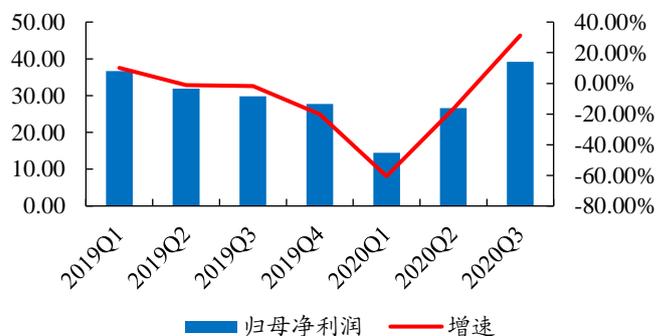
龙头业绩及流水逐季复苏，低基数下后续增长可期。然而，各细分赛道龙头企业由于具备较强的盈利能力及抗风险能力，在疫情冲击下加速内在转型变革，积极调整品牌、渠道、产品策略，业绩逐季复苏，短期波动不改长期竞争优势。预计随着疫情负面影响减弱，消费市场恢复，叠加冬季销售旺季、晚春对纺服需求的刺激，行业整体有望持续复苏，各细分领域龙头竞争优势将进一步加强。

图46：2020Q3 板块重点公司营收增速回升（亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2020Q3 板块重点公司净利润增速回升（亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

在当前市场环境下，纵向比较来看，国内纺织服装企业受疫情影响 2020 年业绩基数较低，2021 年有望实现显著增长；横向比较来看，国内市场销售情况显著优于海外，但估值并无明显相对优势，提升潜力较大。

因此，我们继续看好 2021 年国内纺织服装龙头业绩复苏+估值回升的投资机会。通过对板块当前情况的分析与对个股的梳理，我们持续重点看好：

- (1) 疫情期间业绩受损的低基数标的；
- (2) 相对低估值的 PEG 折价标的；
- (3) 维持较快内生性增长，有望享受估值溢价的龙头标的。

3.1、运动服饰龙头：维持快速内生性增长，享龙头估值溢价

● 安踏体育：迪桑特逆市高增长，多品牌逻辑不断强化。

2020 年前三季度公司流水、同店逐季改善，各品牌的边际向上趋势明显，在行业内较早呈现复苏态势，且在双十一黄金周期间表现亮眼，公司四季度、2021 年业绩有望进一步提升。

(1) 主品牌安踏：流水增速于 2020H1 转正，渠道转型进展顺利。2020Q3 流水同比低单位数增长，其中安踏大货实现正增长，安踏儿童实现低双位数增长。渠道方面，安踏线上渠道增长近 50%，相较上半年增速提升明显。线下方面，2020 年下半年安踏品牌线下部分门店开展由经销向 DTC 转型，预计涉及门店约 3,500 家，截

至 2020Q3 已将约 800 家门店收归直营，进展顺利，到 2025 年公司整体 DTC 业务占比有望达到 70%。长期来看此举将帮助公司更好地满足快速变化的消费者需求，提升盈利能力与业绩规模。

(2) FILA 品牌：大中华区、线上的强劲增长持续带动销售提升。2020Q3 整体流水实现 20-25% 增长，环比一、二季度改善明显，线上实现接近 90% 增长，延续高速增长，线下正增长。其中 FILA Fusion 表现靓丽，实现双位数增长，线下约 50% 左右增长；FILA Kids 线下约 30% 以上增长。

渠道方面，2020 年 FILA 受疫情影响减少开店，预计截至 2020 年底门店数 2100-2200 家左右，FILA Kids、FILA Fusion 仍有开店空间。尽管 FILA 品牌在香港、新加坡等地区表现不佳，我们预计，随着海外疫情的改善，FILA 所受负面影响因素减少，有望加速提升业绩。

表6：2020 年第三季度 FILA 及其他品牌流水表现符合预期

	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3
安踏品牌	10%-20%低段	10%-20%中段	10%-20%中段	10-20%高段	20-25%负增长	低单位数	低单位数
大货	高单位数	10%-20%低段	10%-20%低段	高单位数	20%+负增长	负低单位数	正增长
儿童	20%+	约 30%	约 25%	25%	25%+负增长	单位数增长	低双位数
电商	10%-20%中段	20-30%中段	30-35%中段	40%	中单位数增长	40%以上增长	近 50%
FILA	约 70%	约 60%	50-55%	50-55%	中单位数负增长	10-20%	20-25%
classic			40%	40%	20%+负增长	中单位数	
fusion			200%	100%	正增长	70%以上增长	双位数增长
kids			70%	70%	低单位数负增长	30%以上增长	
其他品牌	30-40%中段	30-40%高段	30-35%	25-30%	高单位数负增长	25-30%	50-55%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 其他品牌：持续边际改善，AMER 全年有望盈利。2020Q3 其他品牌整体流水实现 50-55% 增长，其中迪桑特品牌流水同比增长近 90%，相较 2020H1 增速显著提升。AMER 三季度表现好于预期，全球整体销售流水降幅收窄至-15%以内，电商与直营渠道增长超 10%，预计全年可盈利。受海外疫情影响，AMER 大中华区表现显著优于全球整体。我们预计，随着海外疫情的改善，AMER 所受负面影响因素减少，业绩有望持续改善。同时，由于冷冬即将来临，AMER 冬季产品占比较高，预计将受益，利好因素叠加之下 AMER 全球下半年 EBIT 有望转正。

整体展望：从业绩端来看，公司上市以来业绩保持高增长，2013-2019 年营收 CAGR 达 29.18%，净利润 CAGR 达 26.33%。2020 年前三年季度，受疫情影响公司业绩增速有所放缓，但对比海外龙头仍表现出较强韧性。**从估值端来看，**受益于（1）长期聚焦运动鞋服高景气赛道，龙头地位稳固，且该赛道具备天然的规模性壁垒；（2）差异化定位的多品牌运营；（3）高效、强把控的全渠道覆盖，公司估值与 EPS 同步提升，享受合理估值溢价。尽管 2020 年受疫情影响 EPS 增速有所放缓，估值水平仍不断提升，带动公司总市值提升，反映了市场对公司龙头地位、深厚壁垒的充分认可与信心。

● **李宁：品牌渠道势能持续，净利率提升幅度有望超市场预期**

李宁作为中国国产运动品牌龙头，2017 年推出“中国李宁”后，其独特的品牌 DNA 得到年轻一代消费群体的认同，2018、2019 年业绩维持高速增长。2020 年受疫

情影响增速有所放缓,但截至 Q3 李宁品牌全渠道流水增速转正(不含李宁 YOUNG),实现中单位数增长,体现出良好的疫后复苏能力。

表7: 2020Q3 公司全渠道零售流水增速转正

	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3
全渠道零售流水	20%-30%低段	30%-40%低段	30%-40%高段	10-20%高段下滑	中单位数下滑	中单位数增长
线下	20%-30%低段	20-30%高段	30%-40%中段	20-30%低段下滑	10%-20%高段下滑	低单位数下降
-零售	高单位数	10%-20%中段	10%-20%高段	30-40%中段下滑	10%-20%低段下滑	持平
-批发	20%-30%中段	30%-40%中段	40%-50%低段	10-20%高段下滑	高单位数下滑	低单位数下降
电商	20-30%高段	50-60%低段	40%-50%低段	10-20%低段增长	20%-30%中段	40%-50%低段增长

数据来源: Wind、开源证券研究所

基于(1)利润率增长的主要动力从“控费”到“经营杠杆提升”,(2)批发渠道收入占比自 2012 年以来首次提升,经销商信心提升,(3)新任命具有丰富零售经验的高坂武史先生为联席 CEO,我们认为公司已经从业绩修复的故事进入到“新增长阶段”,业绩增长将更加聚焦于提升发展质量、运营效率。

盈利能力改善,加价倍率仍有提升空间。随着疫情的稳定,公司折扣率逐步回收,2020H1 线下折扣率同比增加约 6pct,下半年整体折扣率有望环比收窄 3-4pct。加价倍率方面,2020H1 产品吊牌价受品牌力提升、产品结构改善驱动,同比实现约 10%-20%低段增长。预计未来供应链优化、发布高科技功能性产品将为公司带来更大提价动力。

内部经营改善,推行长期举措构筑业务竞争力。前任优衣库高管钱总加入公司后,将自营与批发渠道分开管理,并推行了多方面长期举措,例如转变店长职能,加强培训,建立高效单店运营模式;精准投放产品,减少低效、无效 SKU;以及打造爆款、常青款产品等等。

长期来看,公司围绕商品/渠道/供应链全方位的零售转型有利于构筑长期的业务竞争力,进一步提升收入及盈利能力。**短期来看,**随着疫情持续缓解,我们预计 2020 年下半年公司流水将实现双位数增长,加价倍率仍有提升空间,毛利率有望维持平稳,控费仍将持续,预计全年净利润率提升至 10.5%左右。

未来,随着国内疫情的稳定,零售环境逐渐恢复,公司折扣率逐步回收,产品吊牌价有望持续增长。预计供应链优化、发布高科技功能性产品将为公司带来更大提价动力。海外疫情方面,李宁公司来自海外市场的收入占比仅为 1.9%,风险敞口较小,估值恢复较快。且公司净利润率仍有提升空间,业绩弹性较大,市场估值在合理水平内高于同行。

3.2、休闲龙头:筑底完成拐点将至,看好业绩估值双击

- **海澜之家:拓品牌、拓线上迎来业绩拐点,龙头地位稳固看好估值修复。**

产品、渠道、营销、品牌共振,夯实长期增长动力。(1)**品牌定位与产品:**推进产品转型,做宽客群以突破品牌定位,加大功能和休闲型产品占比;同时加强信息化建设,顺应客户需求针对性推新,做好转型过渡。供应链匹配方面则成立产品设计组负责原材料开发与年轻化设计,筛选引进优秀功能型服饰供应商。(2)**渠道:**继续提升线上占比,线下线上分层,线下主销高附加值新品,线上根据平台定位选择性适配商品,天猫京东仍主卖正价商品并试水专供款,唯品会等主销奥莱款;线下专注购物中心占比与店效提升。(3)**营销:**未来 1-2 年通过营销刷新品牌认知,打破“商务休

闲”既有形象，贴上“创新型、功能型”新标签。**(4) 多品牌：**公司拓新品牌与品类成效已显，新品牌前三季度营收 9.91 亿元 (+57.33%)，其中海澜优选、OVV 等表现亮眼，有望继续增长。

从业绩及经营数据来看，公司整体加速恢复，零售流水于 2020Q3 增速转正，拐点确立。2020 年前三季度公司新品牌实现约 57% 增长，Q3 单季度电商增长 111.27%，表现亮眼，后续增长可期。**从估值端来看，**公司作为国内男装龙头，市占率保持领先优势，但 PEG 显著低于 Gap、迅销集团（优衣库）等国际服装龙头，仍有上升空间。

运营能力方面，公司存货减少、库龄结构优化，报表质量显著改善。截至 2020Q3 公司存货共计 86.38 亿元，同比减少 8.58%，有所改善。羽绒服等品类降低了买断采购比例，预计四季度存货水平有望进一步优化。且公司三季度开展了线上奥莱清尾货等去库存举措，存货库龄结构预计持续优化。且由于 2020H1 公司计提了约 2.17 亿元存货跌价准备，后续存货减值风险大幅降低。

● **森马服饰：Kidiliz 剥离+主业边际改善，童装优势明显有望享受估值溢价。**

剥离 Kidiliz 业务，公司成功减负。2020 年国内外疫情导致 Kidiliz 业务亏损扩大，Q1 亏损约 1 亿元，Q2 亏损约 2.6 亿元，Q3 预计亏损约 1.5 亿元，拖累公司整体业绩。2020 年 9 月公司成功将 Kidiliz 子公司股权转让给森马集团，不良资产的成功剥离为公司减负，叠加公司 2020 年库存明显下降，公司整体经营风险大幅降低，利于未来轻装上阵。

主业边际改善趋势明显，复苏加快。2020Q3 公司主业中巴拉巴拉与森马营收降幅均有所收窄。根据魔镜数据，2020 年 10 月 1 日-8 日：巴拉巴拉品牌线下同比增长 30%，线上同比增长约 120%；森马品牌线下同比持平，线上同比增长约 30%。同时在双十一预售中，巴拉巴拉预售额排名靠前。公司主业边际改善趋势明显，叠加疫情稳控下经销商信心逐渐恢复，未来业绩有望加速复苏、实现增长。

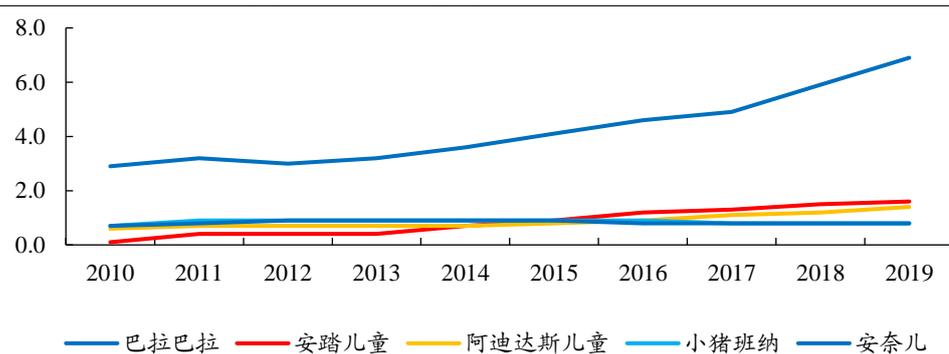
我们预计公司 2020 年利润同比下降约 40%-60%，2021 年收入端有望恢复至 2019 年同期 90% 水平，利润恢复至 2019 年 80%-90% 水平。

表8：2020Q3 公司收入和利润端同比降幅收窄，具备边际改善趋势

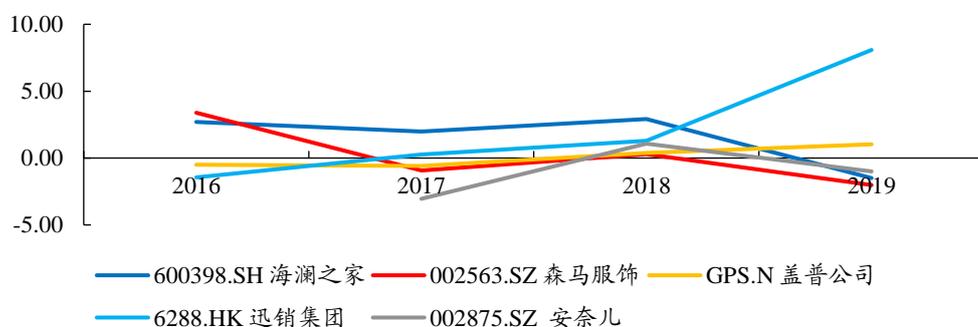
	2020Q1	2020Q2	2020Q3
收入（亿元）	27.38	29.96	37.16
同比	-33.51%	-26.95%	-26.30%
归母净利润（亿元）	0.17	0.04	1.94
同比	-94.96%	-98.90%	-66.79%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司童装品牌巴拉巴拉市场龙头地位稳固，估值有望提升。巴拉巴拉品牌创立于 2002 年，主要面向大众儿童市场，截至 2019 年底，巴拉巴拉品牌市占率达 6.9%，较 2018 年同期上升 1.0pct，相较第二名安踏童装领先 5.3pct，竞争优势进一步扩大，龙头地位稳固。我们认为，作为国内童装龙头，公司目前估值相对较低，仍有上升空间。

图48: 巴拉巴拉品牌市占率领先优势持续扩大(%)


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图49: 海澜之家、森马服饰 PEG 相对较低


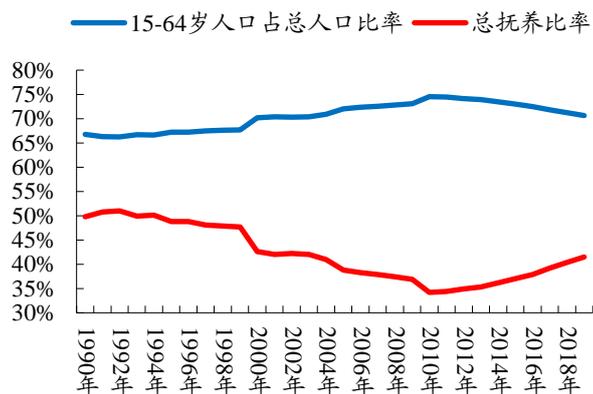
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、精选新消费：关注工程师红利、电商流量新规则、Z世代新消费龙头

4.1、工程师红利带来科技创新型龙头企业优势凸显

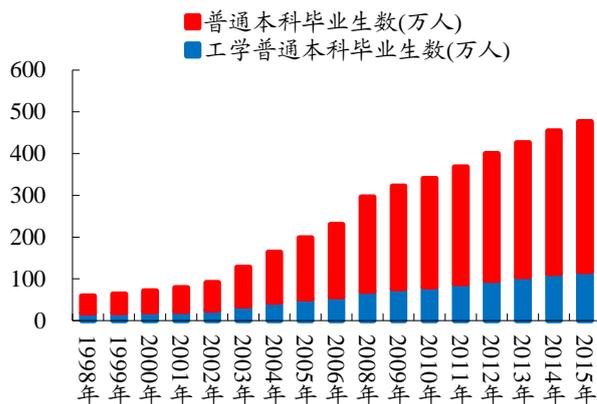
人口红利逐渐减弱，工程师红利逐步释放。根据国家统计局数据，我国 15 至 64 岁劳动力人口占总人口比率从 1990 年开始逐渐上升，至 2010 年达到峰值 74.53% 后开始逐渐下降，总抚养比率则从 2010 年的 34.2% 开始逐渐上升，人口红利逐渐减弱。随着 1999 年大学本科扩招，我国工学类本科毕业生人数逐年增加，至 2015 年已达到 118 万人，按照 2015 年工学类本科毕业生占本科毕业生比重 33% 测算，2019 年工学类本科毕业生人数将达到 130 万人，高等院校培养了大量的工程师储备人才，工程师红利将逐步释放。

图50: 我国自 2010 年开始人口红利逐渐减弱



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图51: 工程师红利逐步释放



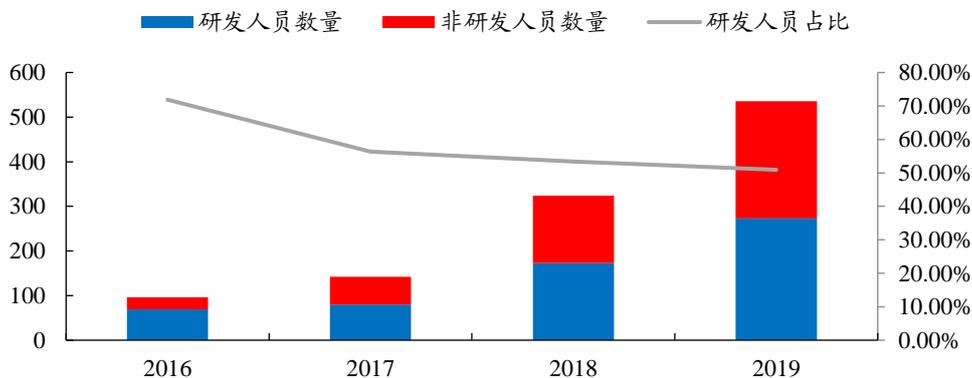
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

工程师红利驱动科技创新型龙头企业产品力提升，竞争优势显现。每年高校工学类本科毕业生为科技创新型企业提供大量工程师资源储备，驱动科技创新型企业产品力持续提升，产品力“黑科技”构筑品牌护城河，以产品力为核心竞争力的科技创新型企业的长期盈利能力或将持续增强。推荐标的: 石头科技、科沃斯; 受益标的: 九号公司。

4.1.1、石头科技: 借力 LDS 红利构筑核心竞争力，看好外销高增、产品提价两大核心逻辑

产品创新型的企业文化推动公司在技术上持续领先。作为产品型公司，石头科技重视产品的研发，核心团队工程师文化氛围浓厚。创立初期至 2019 年年报，研发人员数量占比始终超过 50%。公司更希望通过优质产品打开市场，推动单价和口碑上升。在行业上一轮技术变迁中，公司通过自制 LDS 模组，推动国内扫地机器人行业从视觉导航向激光雷达导航转变。

图52: 石头科技研发人员数量占比始终超过 50%



数据来源: Wind、开源证券研究所

目前公司技术储备丰富，未来有望持续引领行业。根据 2020 年中报披露，目前三维感知扫拖机器人、电控水箱扫拖机器人、商用扫地机器人、石头 IoT 系统、激光导航扫地机迭代升级、第二代手持吸尘器、自动回收垃圾扫拖机器人等多个在研项目进展顺利，有望持续引领行业技术进步。

当前时点继续看好外销渠道高增长、产品单价提升两大核心逻辑

(1) 继续看好境外自建渠道高增长。2020Q1-3 海外经销商及美国亚马逊渠道收入约 10 亿元，同比增长 240%+。根据 Jungle Scout 数据，10、11 月石头科技在美亚渠道销售均突破 1 亿元，结合 12 月海外圣诞节购物旺季，Q4 海外自建渠道收入增速有望进一步提升。

(2) 我们认为 2021 年公司产品仍有 30% 提价空间。云鲸、iRobot 通过显性痛点改进，将产品价格提升至 4000 元、1000 美金，对比公司旗舰产品 T7 Pro 的售价 3000 元（海外版 S6 MAX V 为 750 美金），仍有 30% 以上的空间。预计 2021 年公司新品将会新增显性痛点功能，单价有望进一步提升。

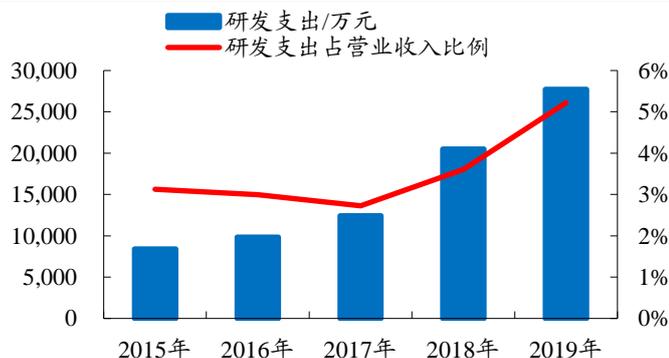
4.1.2、科沃斯：技术创新拉动行业需求增长，扫地机器人龙头凭借“研值”打造产品竞争力

技术进步促进产品力提升，产品力构建科沃斯品牌核心竞争力。科沃斯是国内扫地机器人行业的先驱者和领军者。随着我国工程师红利进一步释放，公司更多工程师人才深耕产品技术研发领域，驱动产品技术进一步升级，激发和创造更多需求。随着扫地机器人行业渗透率水平的提升，技术进步与需求增长形成良性互动，支撑公司未来盈利能力持续向好。

重视研发投入和人才储备，奠定公司长远发展基础。(1) 研发投入：2015-2019 年，公司研发支出由 0.84 亿元提升至 2.77 亿元，研发支出占营业收入比例从 3.12% 提升至 5.22%，研发支出力度逐年加大；(2) 研发队伍：研发人员从 2015 年的 476 人提升至 886 人，研发人员占比也由 9.42% 提升至 14.27%，公司积累了较大规模的研发工程师资源。长期来看，较大规模的研发投入和人才储备奠定了公司业绩长远发展的基础。

公司在 2020 年成功推出爆款添可洗地机，添可品牌成长迅速成绩靓丽。2020Q3，添可自有品牌收入同比增长 297.4%。2020Q4，添可国内外双线快速增长，国内双 11 添可 GMV 达 4.1 亿元，增长约 40 倍；双 12 期间 GMV 达 1.7 亿元，海外黑五成交额达 2.2 亿元，增长约 250%。添可成功打造爆款洗地机，主要系：(1) 产品上进行差异化竞争；(2) 营销上顺应趋势把握新渠道，积极打造爆款；(3) 品牌上定位于全球化的中高端专业小家电品牌。添可品牌除现有的洗地机、吸尘器、吹风机产品外，在 2020 年 12 月推出智能料理机食万新品，并计划 2021 年推出美妆类新品，未来添可品牌增长潜力较大。

图53：科沃斯研发投入占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：科沃斯研发人员占比逐年提升



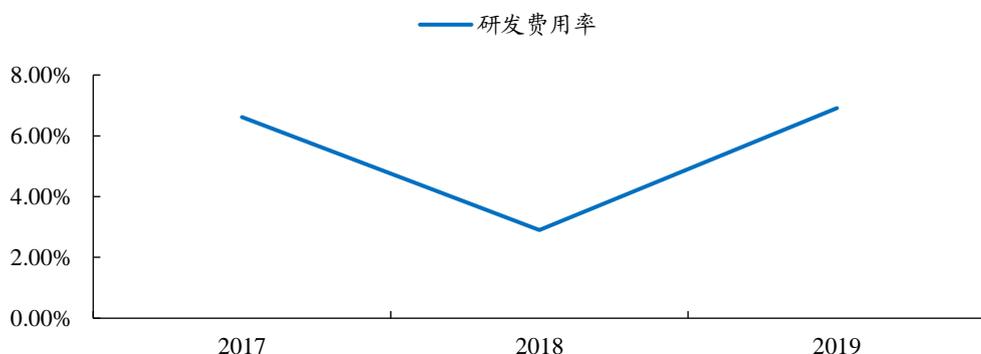
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、九号公司：智能短交通创新企业，产品技术创新拉动公司业绩增长

秉承“简化人与物的移动，让生活更便捷”愿景，长期专注于智能短交通和服务类机器人领域。公司主营业务为各类智能短程移动设备的设计、研发、生产、销售及服务。经过多年的发展，公司产品已形成包括智能电动平衡车、智能电动滑板车、智能服务机器人等品类丰富的产品线。

核心技术储备丰富，专利数量。公司对研发投入较高，2019年研发费用率约7%。核心技术包括自平衡控制技术、双余度热备份电机控制技术、高可靠双重保护电池管理技术、超宽带无线定位技术、高精度低成本永磁同步电机驱动技术、视觉为主的多传感器室内定位技术、高动态室内环境机器人运动控制技术、基于视觉的人体跟随系统、三轴机器人头部增稳技术、基于视觉的自动充电技术、并联式混合动力平台及串联式混合动力平台等，同时具备较为完善的技术研发及专利管理体系等。

图55：2019年公司研发费用率约7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司将先进技术运用到多个新增业务，未来业绩有望出现提升。

(1) 电动自行车/摩托车业务：2020年5月，九号公司推出两轮电动车。受益于2019年“新国标”推出，电动自行车/摩托车出现换机潮，目前行业前五企业销量占比超过40%，公司凭借优异的智能性，有望充分受益此次换机潮。此外，人均收入较低的东南亚地区及重视环保的北欧地区，电动自行车市场广阔，增长潜力较大。

(2) 全地形车业务：全地形车应用范围广阔，可应用于旅游观光、农庄牧场、抢险救援、地质勘探、巡逻反恐等。预计到2022年全球市场空间将达到1000亿。2019年米兰车展上发布了全球首款混动系列的全地形车，2020年10月开始陆续出货。

(3) 配送机器人业务：包括外卖、快递等多个领域的自动化配送业务，有望成为公司未来5-10年的增长引擎。

(4) 出行服务业务：为景区、共享运营商提供对应解决方案。

4.2、电商标的：疫情期间流量受损，低基数下静待业绩回弹

淘宝系平台流量规则发生变化，主动转向内容营销。2020年9月，手机淘宝页面进行了较大改版，主要涉及：(1)原先首页顶部横向钻展位移动至下方竖行呈左右位的“猜你喜欢”首位；(2)首页首屏删除了一些腰部流量，比如原来的“天天特卖”，保留了淘宝直播、聚划算、百亿补贴的入口，“猜你喜欢”位置上移并且扩大。整体

来看，手机淘宝首页从原先的货品货架转向信息流化，更偏向于内容营销，有助于精准推荐目标客群，提高转化率。

淘宝系平台流量分配机制变化的背后是战略意图的改变。(1) 为了迎合新生代消费者偏好。随着 95 后、00 后消费群体逐渐成为主流消费群体，平台在人货匹配方面从货的逻辑转为人的逻辑，从商品和营销端迎合新消费主力的偏好。(2) 应对抖音、快手等电商化趋势。为了应对抖音、快手等视频内容 APP 电商化的趋势，平台内容从原来的图文短视频更新为个性化视频内容。

图56：手机淘宝 APP 首页发生较大改版，更加偏向于内容营销



资料来源：手机淘宝 APP、开源证券研究所

4.2.1、南极电商：拥抱电商平台流量多元化、内容化新趋势，顺势而为享新流量红利

疫情期间电商流量受损，低基数下后续增长可期。

由于南极电商产品加价倍率低，并不会过度打折参加促销+较少产品参加预售，所以双十一预售开始后流量有所受损。我们预计 2020 全年 GMV 超 400 亿元，同比增长 30%+，并据此估计十二月增速已恢复高增长常态，即使在双十一影响下，公司 GMV 增速仍高于大盘。

拥抱电商平台流量多元化、内容化新趋势，顺势而为享新流量红利。

天猫等电商平台流量逐渐趋向多元化、内容化，对品牌商、供应商提出了更高的要求：供应链方面，由于流量更加碎片化，所以需要柔性供应链加以匹配；营销方面，传统的品牌商和供应商需要提供高效率的内容（图文，短视频，直播等形式）。

我们认为，(1) 从品牌端来看，南极电商坚持“好货不贵”+多样性的品牌逻辑使其能够顺应流量的多元化与内容化，让用户标签和画像更加契合；(2) 从供应链端来看，公司具备高周转、低库存的快反供应链及大量优质供应商、经销商资源，能够更好地匹配碎片化的流量。预计公司未来将继续提升一件代发模式占比，进一步提升周转效率；(3) 运营方面，预计 2021 年南极电商将继续数字化更新，将所有的下属厂商纳入到其商业数字平台，让所有的工厂看到所有店铺的销售评价、评分，同时

公司将在商业数字平台上将提供各种工具，包括 CMO 工具、WMS、直通车、钻展及短视频工具等，将平台打造成所有厂商的数字化终端，提高运营效率，有利于打造更多爆款产品。

因此，我们认为，南极电商在自身优势基础上，通过积极拥抱电商变革趋势，有望继续享有新一轮电商红利，强化领先地位，带动 GMV 提升。

未来展望：扩品类、扩渠道逻辑持续，GMV 持续高增长+货币化率改善带动业绩提升。

(1) 扩品类：成熟品类不断强化竞争优势，食品、化妆品等新品类值得期待。

成熟型品类拓展三级细分类目，竞争优势持续加强。南极人品牌成熟品类规模优势明显，竞争地位继续保持领先，并于 2020 年通过拓展三级类目、进一步控价、规则细化、加强营销与服务等方式提升品牌势能，主要类目增速均超出行业平均水平。

新品类增长可期。新增食品、化妆品、住宅家居、医疗器械、办公文教、宠物等类目蓄势待发，且化妆品品类数据持续优化，预计 2020 年各个新品类将有所突破，增添新的业绩增长点，改善收入结构。

家电、食品店铺密集开出，店群效应即将显现。2020 年公司家电、食品等新品类持续新开店铺，我们预计随着店铺爆款产品上量，店铺流量不断累积，店铺将丰富产品，将与供应商产生更大的协同作用。

(2) 扩渠道：拼多多增速领跑，货币化率有望提升，抖音、快手增长可期

依托于高增长平台，大店爆款策略带动 GMV 规模大幅提升。公司在拼多多平台采用的“多店多爆款、品类取胜”的策略成效显著，大店爆款流量持续提升，2020 年全年预计拼多多渠道 GMV 同比增长 120%+，持续保持高速增长。且目前拼多多平台 GMV 与 MAU（月活跃用户）都呈持续高增长态势，鉴于社群电商行业仍处于早期起步阶段，其后期增长潜力可观，有利于公司拼多多渠道持续高增长。

拼多多渠道货币化率有望提升。公司此前在拼多多平台收费标准相对较低，但由于目前已将拼多多打造成百亿增长点，或将取消部分早期的优惠补贴，带动拼多多渠道货币化率提升。我们预计 2021 年拼多多增速将持续领跑，收入、利润的以较大幅度持续提升。

抖音、快手等新渠道增长值得期待。南极电商通过成立子公司、开展与直播平台 MCN 机构的合作等等积极布局抖音、快手渠道。并且在多品牌矩阵下，除主品牌南极人外，公司旗下卡帝乐鳄鱼等品牌由于价格带与抖音快手较为契合，并且有很好的品牌形象和品牌定位，也有望成为直播渠道的重点培育方向。

表9：公司前三季度 GMV 维持高增长

	Q3			2020Q1-3		
	GMV (亿元)	同比	占比	GMV (亿元)	同比	占比
阿里	48.02	27.24%	56.66%	136.21	22.40%	59.65%
拼多多	19.44	145.15%	22.94%	45.82	112.70%	20.05%
京东	11.68	30.21%	13.78%	32.15	21%	14.07%
唯品会	4.59	48.54%	5.42%	11.62	55.65%	5.08%

	Q3			2020Q1-3		
其他	0.93	-	-	2.64	131.94%	1.16%
合计	84.75	45.42%	100.00%	228.53	35.96%	100.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.2、开润股份：预计 2021Q1 业绩迎拐点，2B、2C 众多增量预计带动业绩回弹

受疫情影响，公司前三季度收入和利润明显下滑。我们认为，随着 2B 下游客户业绩复苏，订单企稳，以及 2C 端出行市场恢复，销售增速转正，公司预计在 Q4 迎来业绩拐点，预计 2021 年原有 2B、2C 业务收入恢复至 2019 年水平，公司整体收入同比增长约 30%-40%，利润增长约 20%左右。

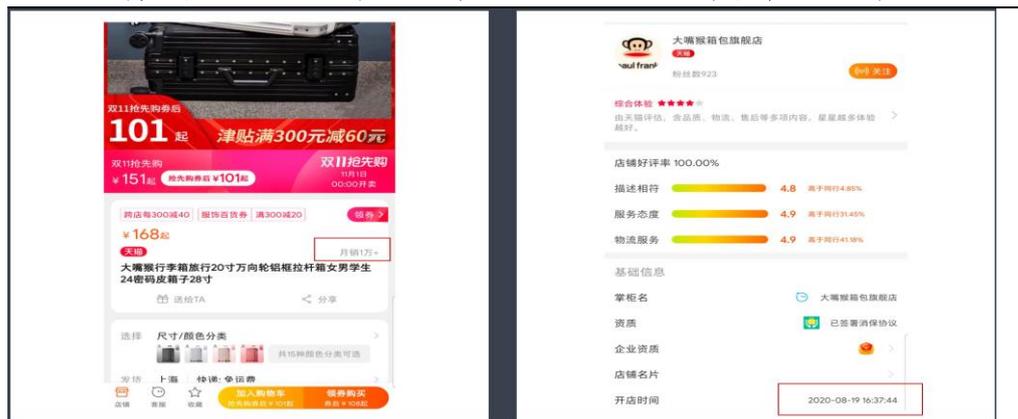
2B 端增量：收购优衣库核心供应商切入新赛道、新增 VF 客户提升订单预期。

(1) **新赛道**：公司于 2020 年 9 月参股优衣库核心纺服供应商上海嘉乐股份，成为第一大股东，切入服装代工赛道，协同双方优质供应链资源与客户资源，推进业绩提升。(2) **新客户**：2020 年公司新增重磅客户 VF，有望给公司 2021 年带来 7000 万元以上新增订单。(3) **新产能**：公司增发顺利完成，印尼基地与女包工厂均获得产能扩充，2021 年新增产能部分释放有望促进公司业绩增长。

2C 端增量：品牌升级、品类拓展夯实增长边际。(1) 90 分：90 分成为天猫品类

舰长能获得大量 C 端数据，利于公司通过数字化精准用户画像，洞察客户需求，及时进行产品迭代升级；2020 年疫情导致公司推新延迟，但双十一 90 分品牌排名保持上升趋势，由第五名前进至第三名，预计 2021 年春季有望迎来新品增长，且预计产品价格带上移，毛利率提升。(2) **大嘴猴**：该品牌目前已入驻天猫平台，表现亮眼，行李箱单品成为爆款，上架当月销量突破 4 万，品类热度居前五名，未来有望进入更多电商平台，挖掘品牌潜力。(3) **健身器材**：公司切入运动健康赛道，已成功试水走步机，目前积极深化与小米合作，协同开发软硬件一体化产品，后续有望延伸产品线，带来新的增长点。

图 57：大嘴猴箱包旗舰店已于 2020 年 8 月入驻天猫，行李箱单品月销售破万



资料来源：天猫大嘴猴箱包旗舰店

4.2.3、新宝股份：摩飞有望受益淘宝系平台流量规则的内容化趋势并维持爆款流量

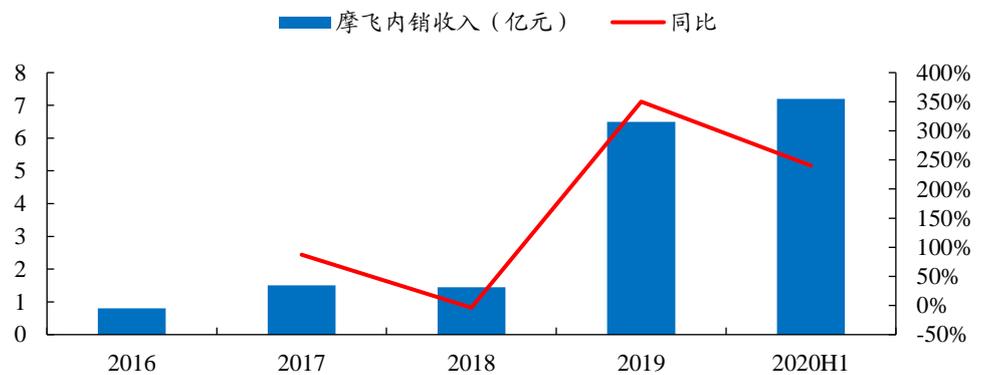
摩飞积极进行内容营销，精准布局各类社区平台。公司在美食类 APP 以“菜谱”的形式来宣传自身厨房电器产品，精准定位潜在消费群体。此外，一些家居生活产品，则在小红书、什么值得买等生活类社区 APP 实现口碑传播。以小红书为例，早在 2016 年便有用户在小红书上开始种草摩飞品牌产品，伴随小红书的飞速发展，

2018年10月摩飞官方也入驻小红书平台,实现 PUGC 的内容生产模式,既拥有 UGC 模式的产品覆盖广度,又拥有 PGC 模式生产内容的专业度,进一步提升了品牌知名度。

摩飞爆款本质是针对性的解决用户痛点,且在淘宝系平台流量规则变化后有望维持爆款流量。摩飞爆品本质都是针对特定用户群体,在主流产品上进行“微创新”,解决用户痛点,使消费者获得良好的用户体验。如多功能锅,其本质是实现传统锅的“一锅多用”,便于小户型、学生宿舍、租房群体进行炊具储藏、清洗。在淘宝系平台内容重要性提升的趋势下,产品力强的爆款在算法上会得到流量倾斜,品牌将图文转化为视频内容后爆款可以维持流量,以摩飞为代表的品牌有望维持爆款流量。

摩飞品牌的“内容营销+爆款产品”打法获得良好成果。公司在长期积累的产品制造能力基础上,采取“内容营销+爆款产品”的打法,建立“产品经理+内容经理”双轮驱动机制,取得了良好成果。2019年,摩飞收入6.5亿元,同比增长约350%;2020H1,摩飞收入7.2亿元,同比增长240%,表现持续亮眼。

图58: 摩飞内销收入快速提升,表现亮眼



数据来源:公司公告、公司投资者关系官网、开源证券研究所(2019、2020H1年为公布值,2018年为计算值,2016-2017年为投资者关系官网披露值。)

擅长“内容营销+爆款策略”的摩飞有望受益淘宝系平台流量规则的内容化趋势并维持爆款流量。随着淘宝系平台流量规则转为内容营销,擅长内容营销打法的摩飞符合此次流量规则变化的趋势,更加适合摩飞的品牌推广。同时,淘宝系平台流量规则变化后有利于抓住95后“种草”一代,摩飞重视品牌文化建设和消费者的情感满足,并打造了较高的品牌调性,符合“种草”一代消费群体注重体验、为“情怀”买单的特性。

4.3、Z世代消费:消费群体变迁带来新消费崛起

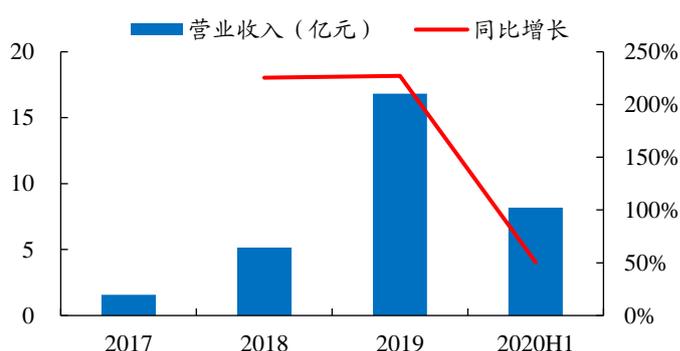
主流年轻消费群体的变迁正带来新消费的崛起。伴随年龄增长,85-00后群体的消费能力不断提升。而这一群体其消费并不仅满足于物质本身功能,而会更加注重精神情感层面,对悦己、社交、情感属性的新消费具有更高的接受度。根据艾瑞咨询,我国年轻群体精神需求包括共感需求、归属需求、收集需求等。此外,根据Kanter,社交、人设、悦己需求已经成为年轻群体消费主要驱动力。所以,我们可以看到2019年手办、潮鞋、电竞等具有社交、悦己属性的新消费在95后消费人群中快速兴起。B站、小红书成长曲线与泡泡玛特有较高的重合度也正是这一消费群体崛起的例证。

图59: 2015年后我国潮玩市场规模预计持续快速提升



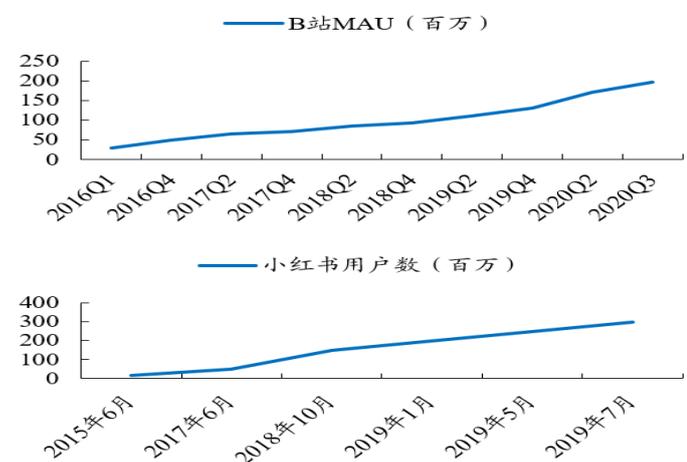
数据来源: 泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所

图60: 泡泡玛特收入规模快速增长



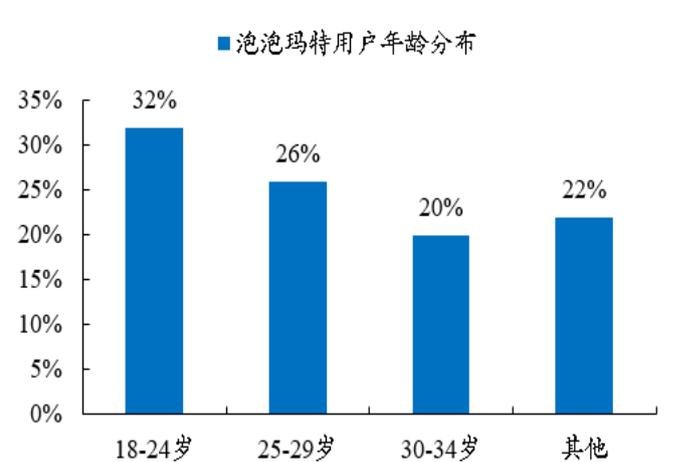
数据来源: 泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所

图61: 2015年-2020年B站、小红书快速发展



数据来源: 公司公告、小红书官网、开源证券研究所

图62: 泡泡玛特消费群体集中在18岁-34岁之间



数据来源: 谷雨数据、开源证券研究所

4.3.1、泡泡玛特: 2021年业绩有望加速释放, 长期发展空间广阔

泡泡玛特兴起于轻量化IP, 符合Z世代消费偏好和时代发展趋势。泡泡玛特兴起的重要因素在于其主要依靠轻量化的形象IP。而形象IP盲盒相较于之前主流的内容IP衍生品最核心的突破在于依靠更符合女性审美的IP、更强的社交属性和更精致的造型打开了年轻女性消费市场, 并且更符合当前信息获取短频快的趋势。此外, 泡泡玛特盲盒精准定位的价格带和互联网社交的兴起对形象IP推广的成功也形成助力。

2020年, 泡泡玛特IP由一家独大向多点开花发展。2018年之前, 泡泡玛特主要依靠Molly这一爆款IP, 其收入占比超过60%。而2019年之后, Dimmo、The Monsters等IP均快速发展。至2020H1, 泡泡玛特IP矩阵已呈现多点开花的态势, 其中自有IP中Dimmo收入占比达到17.1%超过Molly, 独家IP中The Monsters收入占比提升至10.2%, 收入占比最高的Pucky也仅为17.3%。

表10: 泡泡玛特以形象 IP 为主的自有 IP 和独家 IP 贡献主要收入来源 (收入单位: 万元)

	2017 年		2018 年		2019 年		2020H1		
	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	
自有 IP	Molly	4102	89.4	21389	62.9	45602	32.9	11206	16.3
	Dimoo					10009	7.2	11747	17.1
	BOBO&COCO					2545	1.8	3294	4.8
	Yuki			75	0.2	2308	1.7	1517	2.2
	其他	0	0	107	0.3	2239	1.6	315	0.5
	小计	4102	89.4	21571	63.4	62703	45.3	28079	40.9
独家 IP	PUCKY			7508	22.1	31532	22.8	11913	17.3
	The Monsters					10785	7.8	7005	10.2
	SATYR RORY			689	2	6309	4.6	1592	2.3
	其他	484	10.6	2425	7.1	11111	8	6777	9.9
	小计	484	10.6	10622	31.2	59736	43.2	27288	39.7
非独家 IP			1821	5.4	15982	11.5	13325	19.4	
产品合计	4586	100	34015	100	138421	100	68692	100	

数据来源: 泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所

展望 2021 年, 继续看好行业增长和开店空间带来的确定性。

(1) 自上而下看, 弗若斯特沙利文预测的国内潮玩行业市场规模和我们预测的国内盲盒市场规模在未来 2-3 年内仍有望维持在 30% 左右的年化增速。

(2) 从泡泡玛特看, 招股说明书中公司预计的新开零售店和机器人店平均投资回报期分别仅为 3-6 个月和 4-5 个月, 并且两种业态 2019 年的经营溢利率均在 40% 以上。因此我们预计公司在 2021 年内完成既定的高速开店目标具有较高的确定性。同时, 海外市场作为待开发的蓝海具有较大的发展潜力。

表11: 我们预计泡泡玛特 2020-2022 年收入增速为 54%/83%/59%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内						
零售店收入 (亿元)	1.0	2.5	7.4	12.6	26.2	44.4
YOY		146%	198%	71%	107%	70%
期末零售店数量 (个)	32	63	114	204	284	379
当期净开店	16	31	51	90	80	95
单店年化平均收益	420.9	522.6	835.8	794.0	1071.9	1339.9
YOY		24%	60%	-5%	35%	25%
线上收入	0.1	1.0	5.4	8.7	11.9	15.8
YOY		593%	424%	61%	37%	33%
天猫旗舰店	0.1	0.7	2.5	3.8	4.9	6.4
YOY		741%	248%	50%	30%	30%
跑跑抽盒机	0.0	0.2	2.7	4.2	5.7	7.4
YOY			1082%	55%	35%	30%
葩趣	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
YOY		19%	105%	30%	30%	30%

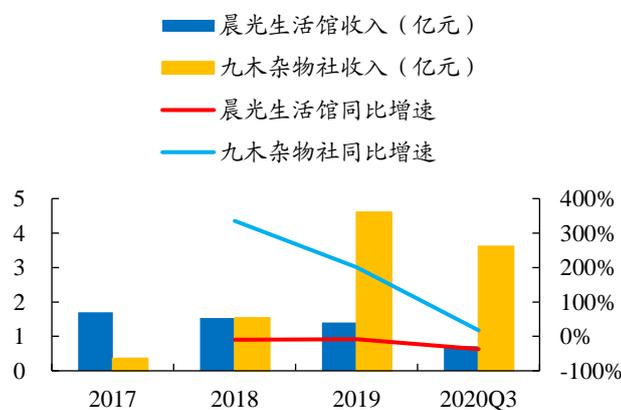
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
其他线上渠道	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.7
YOY		794%	724%	4000%	100%	70%
机器人商店	0.1	0.9	2.5	2.6	5.4	7.8
YOY		1452%	188%	4%	108%	46%
期末零售店数量(个)	43	260	825	1425	2175	3075
当期净开店	43	217	565	600	750	900
单店年化平均收益	25.9	57.1	45.8	22.9	29.8	29.8
YOY		120%	-20%	-50%	30%	0%
经销渠道收入	0.3	0.4	0.7	0.9	1.1	1.4
YOY		59%	65%	20%	30%	20%
批量采购收入	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
YOY		199%	165%	20%	30%	20%
展会收入	0.1	0.3	0.5	0.5	0.8	0.9
YOY		279%	78%	10%	50%	20%
海外						
收入(亿元)	0.0	0.0	0.2	0.5	2.0	5.0
YOY			2685%	141%	300%	150%
合计						
收入(亿元)	1.6	5.1	16.8	26.0	47.5	75.6
YOY		225%	227%	54%	83%	59%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所（2017-2019年海外收入数据近似采用海外经销渠道收入数据）

4.3.2、晨光文具：精准把握市场趋势，九木杂物社多年孵化有望收获

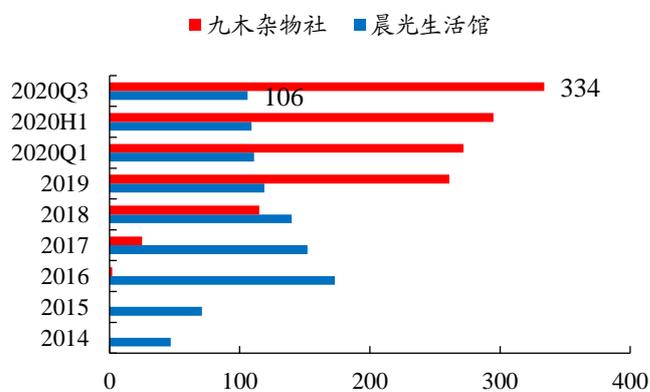
精准把握市场趋势提前布局，2020Q3 九木杂物社门店已达到 334 家。针对新消费趋势，晨光文具 2013 年成立晨光生活馆，对原有渠道进行升级，开始逐步探索零售大店模式。2016 年，晨光文具在生活馆的基础上，推出九木杂物社。九木门店设计与生活馆 2.0 相近，选址聚焦于购物中心，并将目标消费群体定位于 35 岁以下的年轻女性，产品由文具向精品文创方向拓展。2020Q1-Q3 九木杂物社收入达 3.6 亿元，同比增长 17.4%，期末九木杂物社门店数量达到 334 家。

图63：2020Q1-Q3 九木杂物社收入同比增长 17.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

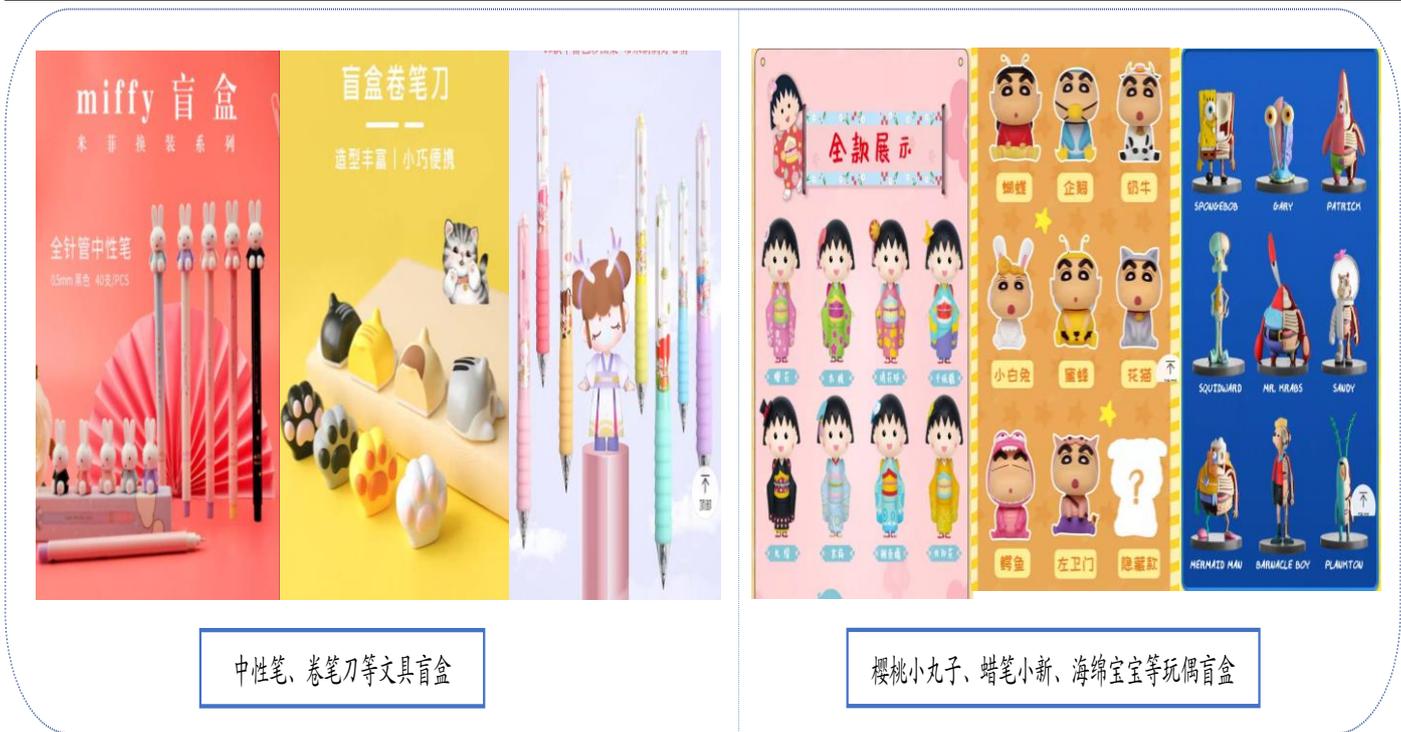
图64：2020Q3 九木杂物社达到 334 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

九木杂物社将潮玩元素与核心品类相融合并逐步向高附加值环节延伸。九木杂物社将盲盒等潮玩元素引入文具这一优势领域，联合 miffy 等知名 IP 开发中性笔、卷笔刀等文具类盲盒。同时，伴随分销规模提升后，九木杂物社也在逐渐向上游更高附加值的环节延伸，例如和 IP 盲盒开发方合作开发独家款、联名款和限量款盲盒。因此整体看，展望 2021 年，在新消费趋势进一步升温的情况下，九木杂物社依靠多年的深入积累有望逐步进入收获期。

图65：九木杂物社盲盒主要分为文具盲盒及玩偶盲盒



资料来源：九木杂物社天猫旗舰店、开源证券研究所

5、可选消费其他投资机会

5.1、可选消费代工：有望受益于可选消费板块 2021 年递延需求释放

受益于下游可选消费整体的高景气度，2021 年预计释放的递延需求，我们预计上游代工企业订单将显著增长，带来业绩提升。

- 思摩尔国际&申洲国际

申洲国际股价十年百倍，代工行业也能出“千亿巨头”。申洲国际以纺织到成衣的 OEM/ODM 为主营业务，为传统意义上附加值较低的代工行业。但在 2009 年起的约 10 年时间内，申洲国际股价涨幅超过百倍，市值接近 1500 亿港元。

回溯申洲国际的股价上涨，可以发现这是业绩和估值双击的结果。申洲国际的 EPS 在此期间稳步提升超 3.5 倍。而持续稳定的业绩增长，也让市场对申洲国际的认知逐步跳脱出传统的代工企业，并更多认识到其背后深厚的竞争壁垒。进而在港股这个偏低估值的市场中，申洲国际的 PE (TTM) 也由 2009 年的 10 倍左右，逐渐上升至 2018-2019 年的 30 倍左右。

我们认为思摩尔国际与申洲国际有众多相似之处，具有较高的对比研究价值：

一、均深度绑定核心优质客户，拥有高客户黏性和议价权。

(1) 两个公司的客户均覆盖了下游有良好发展动能的核心优质品牌。申洲国际包括耐克、阿迪达斯等。思摩尔国际则覆盖了 Vuse、NJOY 等核心雾化小烟品牌。

(2) 两家公司都依靠技术和供应链优势构建竞争壁垒，提升客户黏性。但思摩尔国际具有更高的技术壁垒，FEELM 陶瓷雾化芯技术领先优势明显且是下游客户产品的核心竞争力。并且雾化电子烟有服装行业所不存在的 PMTA 等政策壁垒。

(3) 思摩尔国际拥有更高的议价权，具体表现为其在下游客户中的订单占比很高，在 FEELM 陶瓷雾化芯推出后毛利率快速提升，打造产品标识“FEELM inside”。

二、同处优质赛道，但雾化电子烟增速更快，雾化赛道拓展空间更大。

对比两个行业，可以发现：(1) 服装和烟草行业均为全球市场规模超万亿美元的大行业，均有孕育快速增长细分赛道的广阔空间。(2) 虽然蒸汽雾化电子烟的市场规模不及运动服饰，但雾化电子烟的平均增速有明显优势，并且在整个大行业中的渗透率中有更大的上升空间（2019 年运动服饰占整体服饰规模的 24.3%，电子烟占整体规模的 4.2%）。(3) 从拓展空间看，申洲未来预计将继续深耕服装代工赛道。而思摩尔国际未来则有望从雾化小烟进一步向医疗雾化等领域拓展。

展望 2021 年，我们认为思摩尔国际和申洲国际依然具有较好的投资机会：

思摩尔国际：客户发展势头良好，盈利能力有望维持高位

思摩尔核心客户 Vuse 和悦刻是 2020 年发展势头最好的两个雾化电子烟品牌。Vuse 在美国的主要竞争对手频繁遭受政策和社会舆论打压，而 Vuse 前期推出的烟杆促销活动则取得显著效果。因此，2020 年 Vuse 市占率持续提升的趋势我们预计在 2021 年仍有望持续。而悦刻在 2020 年门店快速扩张，全国范围内专卖店数量或已超过 4000 家，全国范围内市占率也显著领先。

而对于市场对于公司未来盈利能力有下滑风险的担忧，我们认为不必过于悲观。2020H1，公司毛利率同比提升 7.5pct 至 49.0%，显示了公司对于客户仍有高议价权。而展望 2021 年，一方面，公司下游客户仍处于依靠 FEELM 技术抢夺市场的阶段，公司只要技术优势不被颠覆，高议价权就将持续。另一方面，以下因素均可对冲潜在的竞争风险：

(1) **成本下降**：公司快速增长的同时也带动了其原材料供应商规模增长。而供应商自动化效率以及生产端的规模效应体现带来的利润率提升有望与公司分享。

(2) **产品结构优化**：封闭式小烟销售给新客户时主要以烟杆加烟弹的套装销售，而客户复购时则以毛利率较高的烟弹为主。因此伴随下游市场不断的渗透和培育，复购客户的占比将会不断提升，从而使得公司收入结构中的烟弹占比提升。

(3) **自动化产线投放**：公司自动化生产线正在不断调试中，我们预计 2021 年有望逐步投入到现有工厂中，而募投项目中的江门一期也有望于 2022 年投产。

申洲国际：全球 OEM 龙头的抗压性凸显，产能与市场份额有望进一步提升

2020 年受疫情影响下游品牌对 OEM 企业订单调整频繁，但申洲国际在疫情环境下仍表现出优秀的快速反应、稳定交付能力，后疫情期间有望获得更高市场份额。

展望未来，随着（1）全球疫情防控常态化，下游品牌客户经营状况逐渐恢复；（2）口罩业务快速增长；（3）公司在客户供应商的占比持续提升，产能利用率有望恢复；（4）宁波、安徽、越南德利等工厂招工进展顺利，产能进一步扩张，我们预计公司业绩仍将持续稳健增长。

收入端方面，2020年公司海外产能逐步释放（主要来自于越南德利制衣工厂），我们预计（1）2020年下半年产能约单位数增长，（2）ASP约低双位数增长，（3）疫情可能导致小部分订单缩减，综合以上考量，我们对2020年整体收入增速预测为8.0%；2021年柬埔寨的新工厂越群制衣逐步投产，带来新一轮产能释放，伴随着疫情影响得到缓解，我们预计其产能增速约10%-15%。

盈利能力方面，我们预计2020年、2021年毛利率基本可以回到正常水平，且随着海外低成本产能占比提升，毛利率会有小幅提升，预计2020、2021年的毛利率分别为31.6%、31.8%。

受益标的—华利股份：构筑研发、交付、成本三大核心优势，合作全球知名运动品牌客户

精细化生产研发，深度绑定核心优质客户，共享运动鞋履行业成长红利。

华利股份作为运动鞋履代工行业龙头，具备行业领先的研发能力、向上游垂直整合设计、针织鞋面、等鞋履开发相关业务的能力，且具备较高的自动化、信息化水平，增强客户黏性的同时有效提升公司的盈利能力。凭借自身优秀的开发能力、强大的交付能力以及成本优势，公司逐渐积累起优质品牌客户群体，自建立以来先后同全球运动品牌市占率前十名中的五位达成合作（Nike、VF、Under Armour、PUMA、Columbia），有望与下游客户共同实现业绩稳健增长。

公司未来主要看点：（1）客户端，公司将不断深耕现有客户、扩张订单份额，同时继续开发潜在优质客户，充分受益于行业快速增长、向头部集中的趋势；（2）生产端，公司将借助IPO资本加持进一步扩充产能、建立研发基地，在打破产能瓶颈的同时持续提升研发交付能力，积极应对行业的潮流化趋势。在与行业优质客户深度绑定的情况下共享运动鞋履行业成长红利。

构筑研发交付、生产成本核心护城河，深度绑定核心优质客户

研发交付方面，（1）公司通过垂直一体化整合鞋底模具以及针织鞋面的业务，在鞋履潮流化趋势下构筑起研发壁垒；（2）凭借自身完善的供应链体系、突出的开发设计能力、成熟的生产流程以及熟练的生产人员建立起快速交付能力优势，充分满足客户对于供应链灵活性的需求。**生产成本方面**，（1）公司前瞻性布局越南产能，充分享受当地低劳动力成本和税收优惠，同时受益于越南比中国更为稳定的国际贸易环境；（2）公司致力于提升自动化、信息化水平、垂直一体化，不断提高人效，降低成本。

对标服装代工龙头申洲国际，探索鞋服代工业务的潜在价值

客户黏性方面，二者均通过行业领先的研发交付能力以及成本优势实现对下游客户的深度绑定，既能够充分享受行业的成长红利，又能够凭借较强的议价能力获得不错的利润空间。赛道方面，（1）通过观察二者主要客户营收结构，可以发现运动鞋履市场天花板要高于运动服装市场；（2）从制造流程工艺来看，鞋履的制造比服装更为复杂，技术含量更高，因此更容易向具备研发优势的头部企业集中。

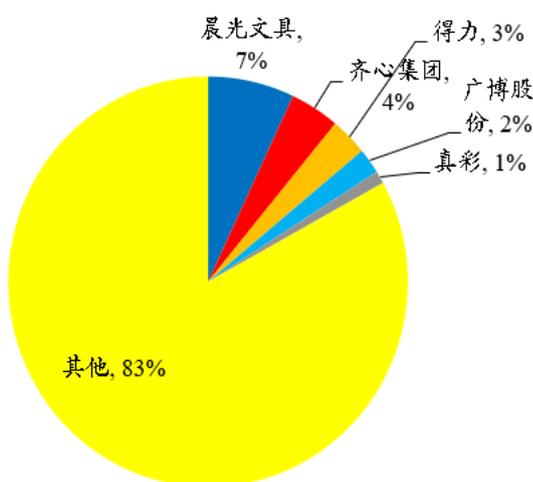
5.2、日常消费龙头：渠道壁垒进一步提升

5.2.1、晨光文具：疫情推动龙头市占率提升，线上渠道迎突破

疫情期间文具行业整合，小品牌面临淘汰，晨光文具市场份额进一步提高、龙头公司优势更加显著。2020年疫情期间由于复工复产难、市场需求量下降，大量小品牌线下门店关店，文具行业经历重新洗牌。晨光文具在疫情期间增加线上销售，加快线上渠道布局，市场份额进一步提升，未来看好晨光文具龙头公司优势更加明显。

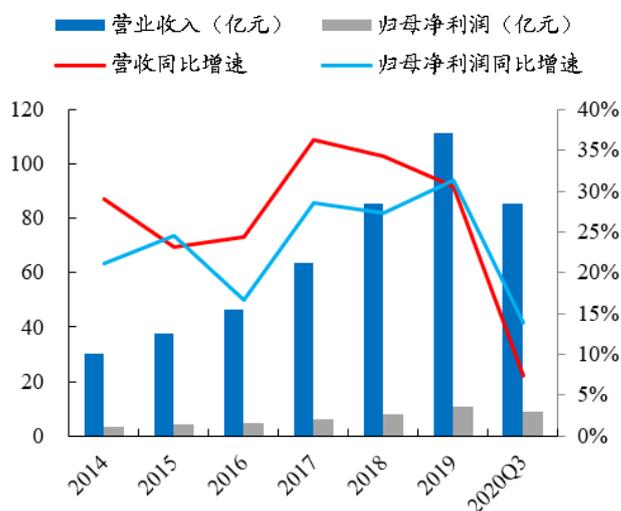
零售端传统线下渠道方面，公司大力进行渠道改进，持续投放钢木结构货架、推广晨光联盟 app，线下渠道经营效率得到提升。在线上渠道方面，晨光文具深化线上渠道布局，推动经销商积极拥抱线上渠道，同时增强线上产品开发能力，增加线上授权店铺，同时通过外部直播合作和品牌自播体系搭建相结合，提高品类推广效率和品牌露出机会，未来线上渠道盈利能力有望进一步提升。

图66：晨光文具市占率仍有较大提升空间



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图67：公司 2020Q3 业绩开始逐步回暖



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2.2、中顺洁柔：品类、渠道拓展红利仍将持续

生活用纸属于日常必需品，中顺洁柔作为行业龙头公司长期来看内生增长动力强。生活用纸需求刚性，受经济周期影响小。2020年疫情期间中顺洁柔作为生活用品行业的龙头公司，业绩表现亮眼。公司与恒安、维达国际、金红叶其他三大品牌构成行业第一梯队，中国生活用纸行业集中度 CR4 约为 45%，对比美国 75%的 CR4 水平较低，市场集中度仍有很大提升空间。同时在第一梯队当中中顺洁柔定位中高端，伴随未来消费升级公司有望继续保持较快增长。

中顺洁柔持续完善渠道网络，拓展新兴渠道，扩大品牌影响力。公司经销商 (GT)、商超 (KA)、电商 (EC) 和商消 (AFH) 四大渠道建设基本成型，同时，公司顺应消费趋势变化和品类拓展需求，逐渐对母婴和新零售渠道进行布局。线上渠道渠道优化整合，全面覆盖主流电商平台，线下渠道逐步下沉到县及乡镇，未来继续看好公司线上线下共同放量。

公司产品结构逐步优化，高毛利产品占比增高，盈利能力进一步提升。近年来公司积极调整产品结构，公司不断加大对洁柔 Face、洁柔 Lotion 等高毛利产品的销售推广力度。非卷纸类产品的收入占比加速上升，由 2015 年占比 52% 上升至 2019

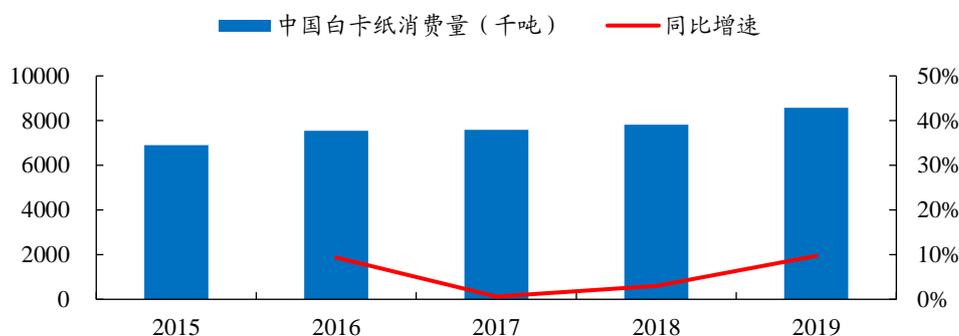
年接近 70%。2019 年公司生活用纸毛利率为 40%，2020H1 毛利率达到 46.2%。随着高端产品推广力度加大，同时布局高毛利的新零售业务，公司盈利能力有望得到进一步提升。

5.3、造纸：短期涨价弹性有望延续，长期看好行业竞争格局改善

白卡纸：需求稳步提升，竞争格局优化，短期看好价格弹性

受益于限塑令替代需求、禁废令带来的白板替代需求以及经济复苏带来的下游需求回暖，白卡纸消费需求稳步提升。国家发改委、生态环境部于 2020 年 1 月发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》（限塑令）指出减少一次性塑料制品消费，要求到 2022 年一次性塑料制品消费量明显降低。白卡纸作为一次性塑料包装制品的替代品，有望直接受益于限塑令。同时，外废管控升级使白板纸价格上升，白卡纸相对白板纸的替代需求不断增长。

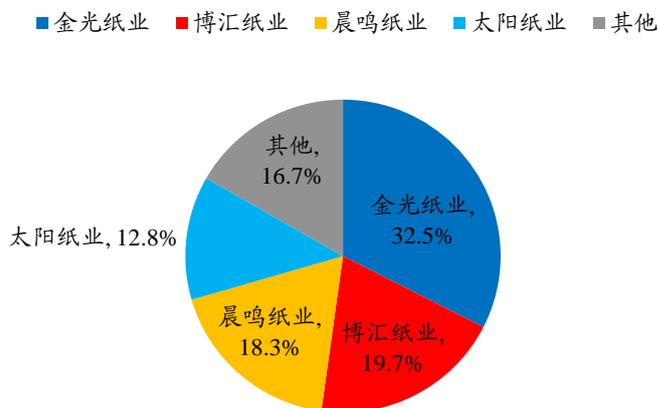
图68：白卡纸消费量稳步提升



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

APP 收购博汇，行业竞争格局进一步优化。白卡纸行业产能集中度近年持续提升，CR4 从 2011 年的 71% 提升到 2019 年的 83%。在金光纸业收购博汇纸业完成后，二者合计产能约占白卡纸产能总量的 42%，竞争格局进一步优化。

图69：2019 年白卡纸行业产能 CR4 接近 83%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

考虑到需求回暖以及供给端的高集中度，白卡纸短期的涨价趋势有望持续。但与此同时，我们建议适当关注 2021 年潜在的产能投放。自 2016 年的产能投放后，

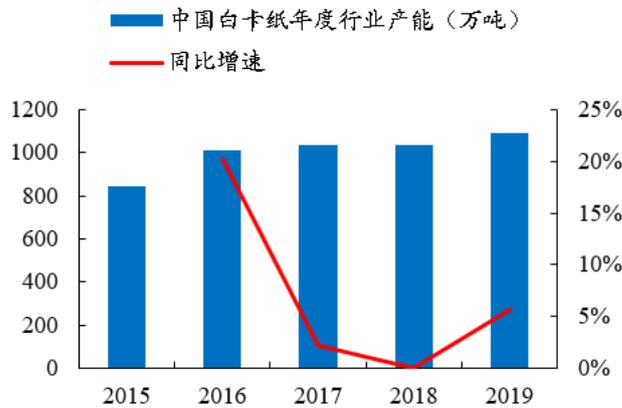
2017-2020年白卡纸新增产能均较少。而根据卓创资讯，相较2019年1092万吨的总产能，2021年白卡纸拟投放的新产能较多，可能会对供需格局带来一定冲击。

图70: 白卡纸价格持续上涨



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

图71: 2017-2019年新增产能较少, 2021年或有压力



数据来源: 卓创资讯、开源证券研究所

文化纸: 文化纸需求偏刚性, 产能投放节奏稳健

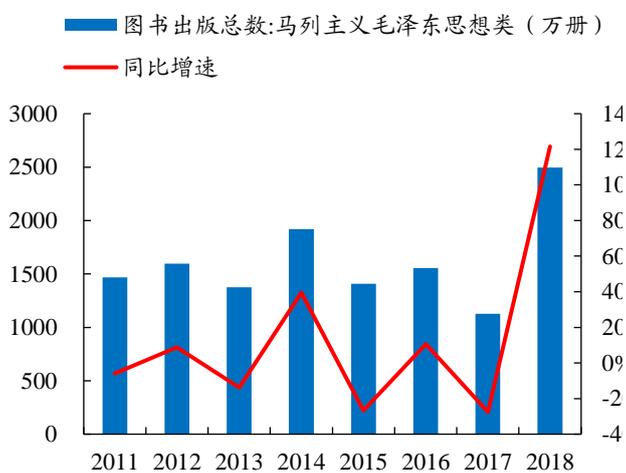
需求端: 文化纸需求回升, 2021年建党100周年有望贡献增量需求。由于我国学生人数基本稳定, 且教辅等书籍属于刚性需求, 因此文化纸基础需求稳固。社会需求也伴随经济回暖在逐渐修复。而参考2019年建国70周年, 我们预计2021年建党100周年有望带来相关宣传刊物印刷发行的增量需求。

图72: 书报杂志类销售额累计同比增速回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

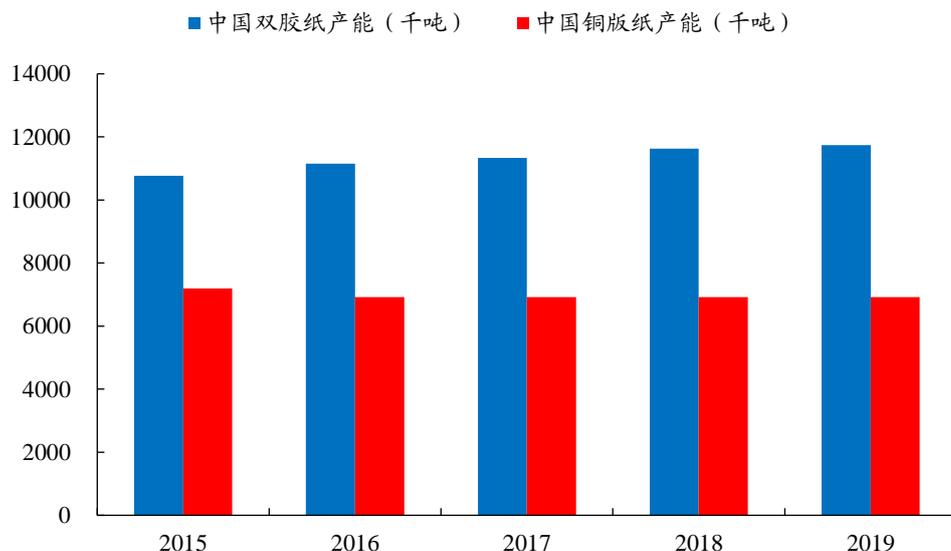
图73: 参考2018年, 建党100周年有望带来增量需求



数据来源: Wind、开源证券研究所

供给端: 文化纸产能投放节奏稳健, 2020年供给端持续稳定, 2021年新增产能压力有限。2013-2019年, 双胶纸产能呈现稳健增长, 并未出现供给端的加速扩张。而铜版纸的产能则有所收缩。2020年, 行业的新增产能有限, 主要仅为太阳纸业兖州本部的45万吨文化纸和7万吨特种文化纸。而根据卓创资讯, 2021年双胶纸拟新增产能约110万吨, 铜版纸也没有大型新增产能, 因此新增产能压力依然较小。

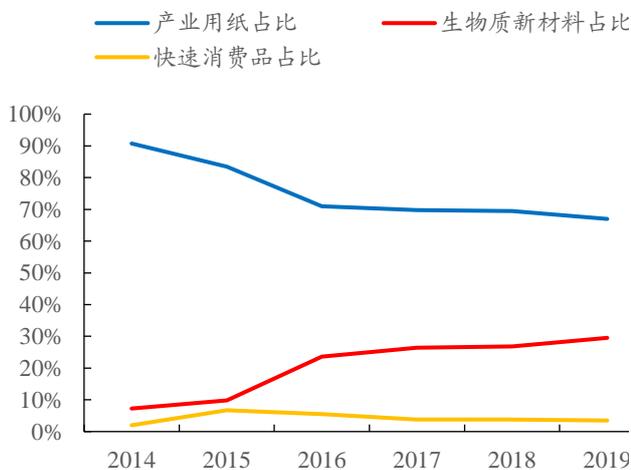
图74: 文化纸供给端压力较小



数据来源: 卓创资讯, 开源证券研究所

长期来看, 看好龙头公司持续增长带动行业集中度提升。以太阳纸业为例, 长期看, 公司传统优势业务文化纸稳步发展, 四三三战略引领业务多元化, 林浆纸一体化项目推动产能持续扩张并进一步稳固原材料成本优势, 成长属性有望穿越周期。

图75: 太阳纸业收入结构日趋平衡



数据来源: Wind、开源证券研究所

图76: 太阳纸业打造老挝、山东、广西三大生产基地



资料来源: 公司公告

6、推荐逻辑&盈利预测

“低基数、地产后周期、出口向好、低估值溢价” 共建可选消费 2021 年核心逻辑, 围绕核心逻辑自下而上优选白电、厨电、服装优质龙头标的。

推荐标的: 美的集团、格力电器、老板电器、索菲亚、欧派家居、顾家家居、安踏体育、李宁、海澜之家、森马服饰、南极电商、开润股份、敏华控股、志邦家居、金牌橱柜;

受益标的：浙江美大、华利股份；

精选新消费：关注工程师红利、电商流量新规则、Z世代新消费龙头。

推荐标的：石头科技、科沃斯、申洲国际、思摩尔国际、南极电商、新宝股份、泡泡玛特、晨光文具、中顺洁柔、太阳纸业；

受益标的：九号公司；

表12：核心推荐公司盈利预测

证券简称	PE			净利润 (亿元)			净利润增长率			2019-2021 预测净利润 CAGR	总市值 (亿元)
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
美的集团	21.8	20.7	18.1	242.1	254.5	291.8	19.7%	5.1%	14.7%	9.8%	5274
格力电器	14.2	17.1	13.9	247.0	205.3	253.3	-5.8%	-16.9%	23.4%	1.3%	3508
老板电器	19.6	18.1	15.9	15.9	17.3	19.6	7.9%	8.5%	13.6%	11.0%	312
索菲亚	22.6	20.4	18.2	10.8	11.9	13.4	12.3%	10.4%	12.3%	11.3%	243
欧派家居	41.9	36.8	29.8	18.4	20.9	25.8	17.0%	13.6%	23.5%	18.5%	770
顾家家居	38.6	33.9	27.8	11.6	13.2	16.1	17.4%	13.8%	22.1%	17.9%	448
安踏体育	32.3	31.2	23.2	53.4	55.3	74.3	30.3%	3.5%	34.4%	17.9%	1728
李宁	33.5	32.9	24.5	15.0	15.3	20.5	109.6%	1.8%	34.1%	16.8%	502
海澜之家	9.0	15.2	9.6	32.1	19.1	30.2	-7.1%	-40.5%	58.3%	-3.0%	290
森马服饰	16.7	35.6	17.2	15.5	7.3	15.0	-8.5%	-53.0%	106.6%	-1.5%	259
南极电商	34.2	26.6	20.8	12.1	15.5	19.9	36.0%	28.5%	28.2%	28.4%	412
开润股份	29.7	60.3	22.2	2.3	1.1	3.0	30.1%	-50.7%	171.5%	15.7%	67
敏华控股	37.5	33.3	26.9	16.4	18.5	22.9	13.5%	12.8%	23.7%	18.2%	615
志邦家居	21.0	20.8	15.5	3.3	3.3	4.5	20.7%	0.7%	34.4%	16.4%	69
金牌橱柜	19.3	16.1	13.0	2.4	2.9	3.6	15.4%	20.1%	23.6%	22.0%	47
石头科技	51.1	29.6	22.9	7.8	13.5	17.5	154.5%	72.4%	29.6%	49.5%	400
科沃斯	233.8	57.8	40.1	1.2	4.9	7.0	-75.1%	304.2%	44.1%	141.3%	282
申洲国际	29.5	27.2	24.0	51.0	55.2	62.7	12.2%	8.4%	13.6%	10.9%	1504
思摩尔国际	136.8	79.0	55.7	21.7	37.6	53.4	196.2%	73.1%	42.0%	56.8%	3566
新宝股份	52.6	30.4	23.6	6.9	11.9	15.4	36.7%	73.3%	28.9%	49.4%	362
晨光文具	83.4	71.3	59.0	10.6	12.4	15.0	31.4%	17.0%	20.9%	18.9%	884
中顺洁柔	53.7	35.5	30.3	6.0	9.1	10.7	48.4%	51.3%	17.0%	33.0%	324
太阳纸业	20.2	23.3	16.7	21.8	18.9	26.4	-2.7%	-13.1%	39.5%	10.1%	441
泡泡玛特	205.6	154.8	72.6	4.5	6.0	12.8	354.2%	32.7%	113.6%	68.3%	1113

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘截止日为 2021/01/08；敏华控股对应报告期 FY2020-FY2022；港股市值单位为港元；净利润中敏华控股单位为港元，港币/人民币汇率=0.833）

7、风险提示

疫情影响终端销售，行业竞争加剧

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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