

行业需求有所回暖，低估值龙头市场表现可期

轻工制造行业

推荐 (维持评级)

核心观点：

- **造纸：竞争格局分化，供需结构改变带来投资机会。**白卡纸：供求偏弱，叠加行业集中度提升对价格起稳定作用，预计白卡纸低位运行为主。**箱板瓦楞纸**：作为原材料的废纸供应缺口将持续存在，成本增加对箱板瓦楞纸价格将起到较强支撑作用，仍存上升空间。**文化纸**：库存高企，持续向高位延伸，短期受政策等因素影响，需求恢复有限，文化纸价格将呈窄幅震荡盘整走势。**生活用纸**：人口增速回归，叠加人均消费量提高，将驱动市场快速成长，同时，我国生活用纸市场集中度稳步提高，对标美日提升空间巨大，有望孕育行业巨头。
- **家具：精装房+存量房趋势创造结构性机会。****短期**：地产竣工带来短期家具需求爆发，需求层面，政策监管使行业整体改善需求急迫，驱动开发商加快竣工进程，供给层面，开发商囤积大量未完工项目，终将传导至竣工环节，目前房地产竣工数据已开始反弹。**中期**：精装修政策不断加码，市场规模快速成长，对标美日欧渗透率，我国精装修市场还存在较大发展空间。**长期**：存量房将成主要市场，二手房交易方面，对标美国，我国二手房交易还存在较大空间，对应整装渠道；旧房翻新主要以局部装修方式，对应传统经销渠道。
- **包装：下游需求改善带动包装行业景气度回升。****纸包装**：白酒方面，短期来看中秋、国庆临近，进入传统消费旺季将带来增长，长期来看高端、次高端白酒板块稳定增长，有望持续带动上游景气度回升；烟标方面，我国拥有全球最大的烟民群体，烟标市场仍有较大发展空间；3C方面，智能手机出货量高增，为3C包装企业带来新增长。**金属包装**：饮料罐占比金属包装较高，能量饮料规模扩大、啤酒罐化率提升，将带动金属包装行业需求复苏。
- **新消费：政策利好文具发展，电子烟、潮玩市场增长空间大。****文具产品**：消费升级持续利好C端业务成长，采购政策驱动下，B端办公直销业务市场前景广阔。**电子烟**：减害替代属性始终是不可逆挡的发展趋势，电子烟市场成长迅速，而HNB方面随着政策逐渐清晰，待销售放开时有望贡献新增量。**潮流玩具**：潮玩市场增长迅猛，盲盒类产品则最受青睐，未来市场下沉已成必然，而打造优质IP的能力将成为核心关注要点。
- **投资建议**：建议关注造纸版块细分行业龙头太阳纸业（002078.SZ）、博汇纸业（600966.SH）和中顺洁柔（002511.SZ），家具行业欧派家居（603833.SH）、志邦家居（603801.SH）、顾家家居（603816.SH）和敏华控股（1999.HK），包装行业龙头奥瑞金（002701.SZ）、劲嘉股份（002191.SZ）及裕同科技（002831.SZ），文具巨头晨光文具（603899.SH），电子烟核心技术引领者思摩尔国际（6969.HK）、潮玩盲盒市场龙头泡泡玛特（9992.HK）等。
- **风险提示**：房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨。

分析师

陈柏儒

☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

行业数据

2020-09-17



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河轻工陈柏儒团队】轻工行业_周观点_半年报接近尾声，建议持续关注低估值龙头标的的投资机会_20210829

【银河轻工】行业周观点_龙头表现亮眼加速内部分化，建议重点关注软体龙头标的的投资机会_20210821

【银河轻工陈柏儒团队】轻工行业_周观点_关注家居板块业绩修复及成品纸涨价带来的投资机会_20210815

目 录

一、造纸：竞争格局分化，供需结构改变带来投资机会	2
(一) 木浆将获有力支撑，废纸供应缺口驱动国废价格上涨	2
(二) 包装纸：白卡纸止跌企稳，原材料缺口促箱板瓦楞纸上行.....	4
(三) 文化纸：价格止跌企稳，未来将呈震荡盘整走势	6
(四) 生活用纸：市场持续扩容，行业集中龙头企业核心受益	7
二、家具：精装房+存量房趋势创造结构性机会	9
(一) 地产竣工回暖，家具需求将迎爆发	9
(二) 精装修渗透率快速提升，大宗渠道强势崛起	10
(三) 存量房将成主要市场，局部装修、整装需求并存	12
三、包装：下游需求改善带动包装行业景气度回升	14
(一) 纸包装：消费升级提升彩盒市场需求，5G 换机需求带动行业增长.....	14
(二) 金属包装：能量饮料规模扩大、啤酒罐化率提升，带动金属包装行业需求复苏.....	15
四、新消费：政策利好文具发展，电子烟、潮玩市场前景向好	17
(一) 文化办公类用品：国家持续教育投入，政策利好 B 端办公文具市场	17
(二) 电子烟：电子烟市场快速增长，HNB 有望迎来新机遇	19
(三) 潮流玩具：市场规模持续扩大，IP 成为企业核心竞争力	20
五、风险提示	23

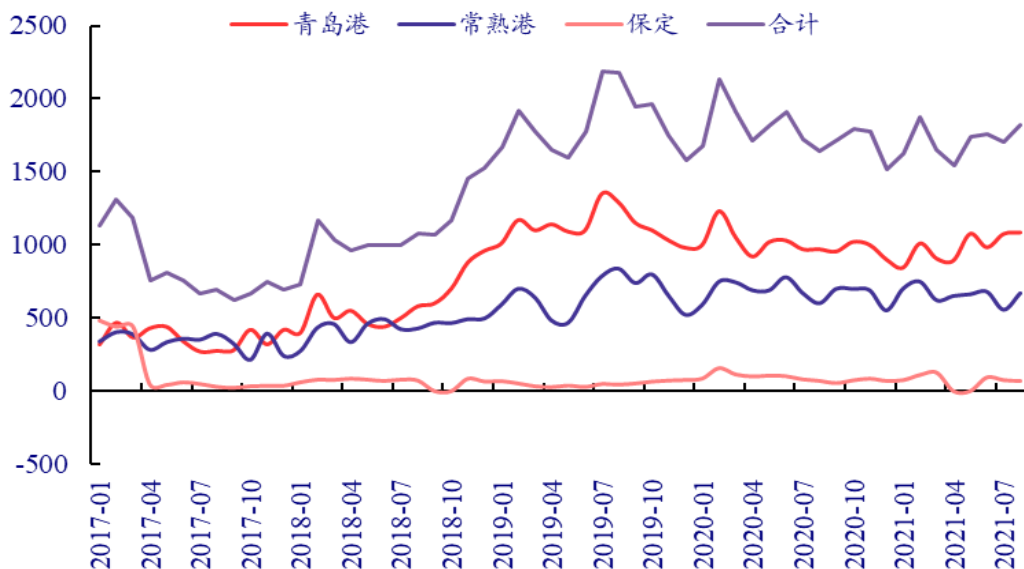
一、造纸：竞争格局分化，供需结构改变带来投资机会

（一）木浆将获有力支撑，废纸供应缺口驱动国废价格上涨

1. 木浆：库存量高位震荡，预计“旺季”到来将为浆价提供有力支撑

国内木浆库存处于较高水平，呈现高位震荡走势。长期来看，国内主要港口青岛港、常熟港及保定纸浆库存自 2018 年起上涨，自 2019 年 7 月合计到达顶点 218.6 万吨，随后在 160-210 万吨左右震荡，整体处于稳定状态；短期来看，国内主要港口纸浆库存 2021 年 4 月触及区间底部，随后开启局部上涨，截至 2021 年 8 月，国内主要港口纸浆库存为 182.4 万吨，同比上涨 11.22%，环比上涨 6.98%。

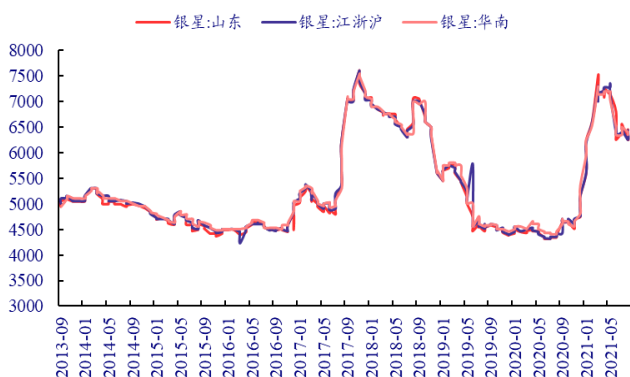
图 1. 国内纸浆库存处于高位震荡态势（千吨）



资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

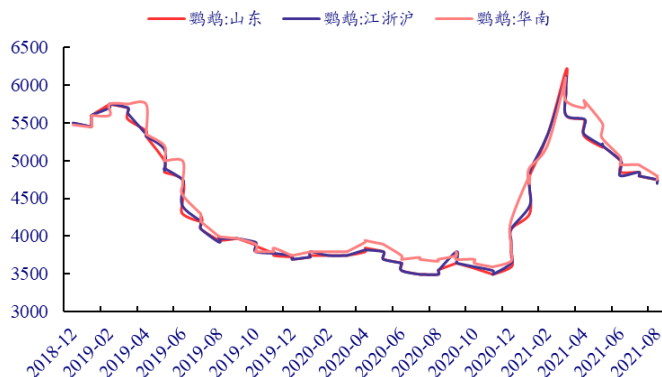
三季度以来，国内木浆价格在下跌中呈现企稳态势，“旺季”来临将提供有力支撑。国内针叶浆价格自 2020 年 11 月开始快速上扬，自 4,557 元/吨涨至 2021 年 5 月的 7,250 元/吨，随即开始下跌，截至 2021 年 8 月 20 日，国内针叶浆价格为 6,383 元/吨。截至 8 月 20 日，国内阔叶浆价格为 4,750 元/吨，较最高点跌去 22.55%。总体来看，目前国内港口木浆处于高位震荡趋势，供应整体稳定，而“旺季”来临将带动下游需求提升，预计后续供需结构将持续改善，木浆价格将得到有力支撑。

图 2. 国内针叶浆现货价格企稳 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3. 国内阔叶浆现货价格缓慢下滑 (元/吨)

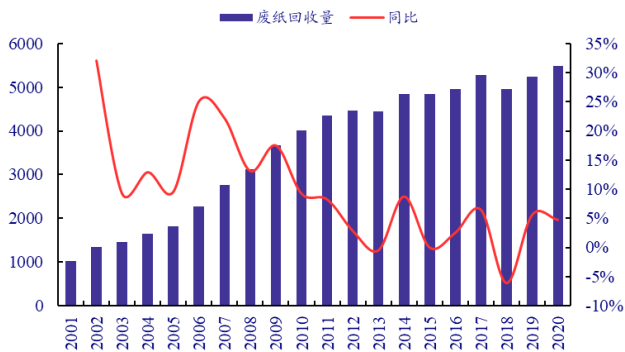


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 废纸: 国废供应整体紧缺, 国废价格仍存上涨空间

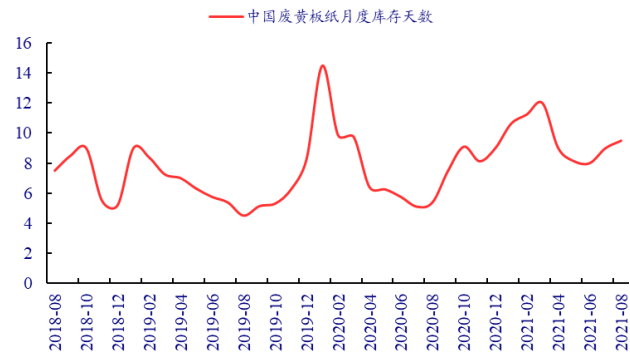
国废回收量增长缓慢, 库存天数触底回升。自 2001-2020 年以来, 国内废纸回收量同比增速快速下滑, 由双位数增长变为单位数增长。2020 年, 国内废纸回收量为 5,493 万吨, 同比增长 4.75%。从库存天数来看, 国内黄板纸月度库存天数自 2021 年 3 月触顶达到 12 天, 随后开始下滑, 于 6 月到达最低点 8 天, 并开始回升, 截至 2021 年 8 月, 国内黄板纸月度库存天数为 9.5 天, 环比上升 0.5 天。

图 4. 国内废纸回收量增速趋缓 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5. 国内黄板纸月度库存天数触底回升 (天)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

外废禁止造成原料供应紧缺, 下游需求回暖带动国废价格上行。今年年初外废进口全面禁止, 造成废纸整体供应紧缺, 同时伴随降雨影响交通等偶然因素的影响, 国内废黄板纸价格持续上行。截至 2021 年 8 月, 国内废黄板纸均价为 2,449 元/吨, 环比 7 月增长 3.56%, 同比增长 17.34%。未来, 随着下游废纸系成品纸需求逐渐回暖, 叠加原料废纸供应紧缺, 预期废纸价格将进一步提高。

图 6. 国内废纸价格将持续上行



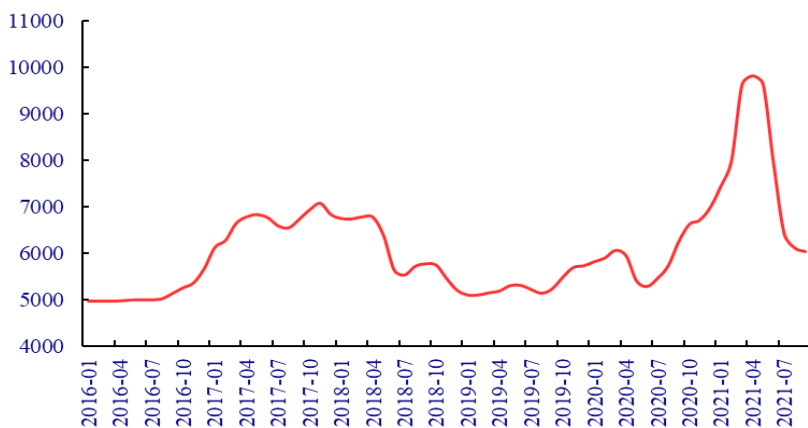
资料来源:卓创资讯, 中国银河证券研究院

(二) 包装纸: 白卡纸止跌企稳, 原材料缺口促箱板瓦楞纸上行

1. 白卡纸止跌企稳, 价格大概率低位运行

白卡纸价格前期波动较大, 8月以来价格企稳。2020年6月, 伴随市场需求回暖, 产能集中度提高, 白卡纸市场进入行业景气周期。250-400g平张白卡纸月均价自2020年6月的5,275元/吨涨至2021年4月的9,807元/吨, 涨幅高达85.91%。而2021年6月, 行业库存偏高, 供应高企的同时, 海外疫情及海运成本影响下需求锐减, 导致白卡纸价格大幅下跌, 6月末价格为6,821元/吨, 较月初的9,311元/吨下降26.74%。

图 7. 白卡纸价格企稳 (元/吨)



资料来源:卓创资讯, 中国银河证券研究院

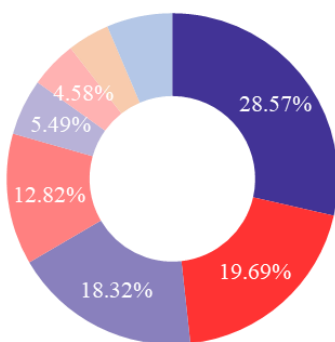
预计未来白卡纸市场以低位运行为主。从需求端来看, 市场上行缺乏有力支撑: 伴随金九银十旺季的到来, 市场需求有望得到改善, 但受制于疫情反复所导致的海内外需求波动, 及海运成本的大幅提高, 预计难以支持价格有力上涨。而从供给端来看, 山东德州泰鼎将于10-11月投放约40万吨产能, 四季度广西地区可能推迟投放累计180万吨产能, 未来一定时间内供

给将得到缓解。因而，供需角度来分析，预计未来价格将以低位运行为主。

行业集中度提升将对纸价起稳定性作用。目前白卡纸行业 CR4 为 76.8%，处于较高水平，其中前四位分别为金光纸业、博汇纸业、晨鸣纸业和太阳纸业，对应白卡纸产能分别为 355 万吨、215 万吨、204 万吨和 140 万吨，行业市占率分别为 29.8%、18.1%、17.1%、11.8%。金光纸业正完成对博汇纸业收购后，两家企业合计市占率将将近 50%，白卡纸行业竞争格局进一步改善，将有利于稳定纸价，降低季节性波动。

图 8. 白卡纸行业竞争格局

■金光 ■博汇 ■晨鸣 ■万国太阳 ■红塔仁恒 ■森博 ■斯道拉思索 ■其他

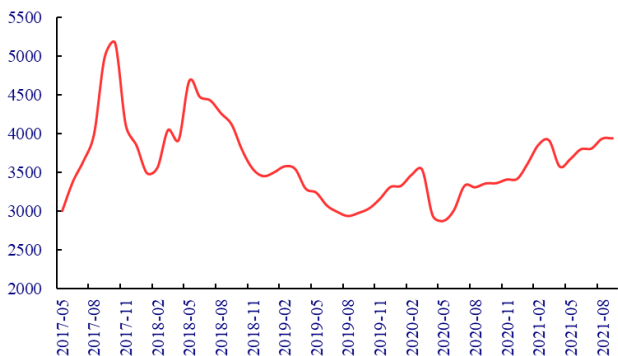


资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

2. 箱板瓦楞纸持续上涨，原材料缺口将成有力支撑

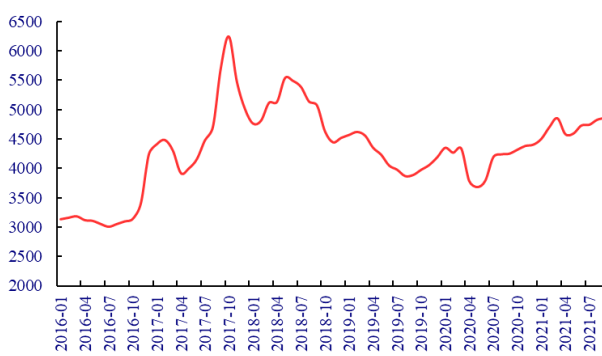
据卓创资讯数据显示，截至 2021 年 8 月，瓦楞纸均价为 3,932 元/吨，较上月价格上涨 127 元/吨，环比上涨 3.33%，同比上涨 18.99%；箱板纸均价为 4,824 元/吨，较上月价格上涨 86 元/吨，环比上涨 1.81%，同比上涨 13.95%。箱板瓦楞纸价格持续上扬主要以下几点原因：1、近期在暴雨、停机、疫情反复等因素影响下，对供给端造成一定压力；2、原材料废纸、煤炭等成本提升，纸厂对下游传导顺畅，对成品纸提价有明显支撑作用；3、传统旺季即将来临，下游补货意愿强烈。

图 9. 瓦楞纸平均价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 10. 箱板纸平均价格 (元/吨)



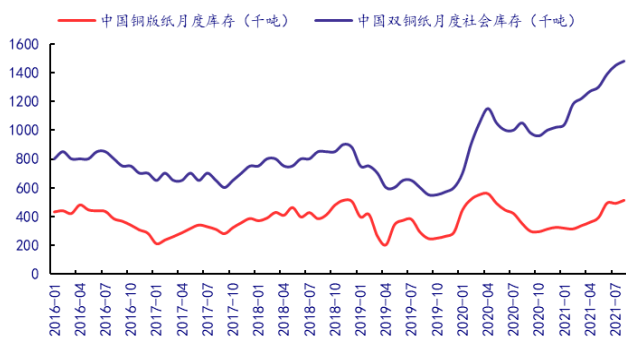
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

从成本端来看，作为原材料的废纸供应缺口将持续存在，成本增加对箱板瓦楞纸价格将起到较强支撑作用。从供给端来看，箱板纸方面，今年年底预计将有 185 万吨产能投产，2022 年 3-6 月将有 195 万吨投产；瓦楞纸方面，今年年底有 90 万吨、明年 12 月有 80 万吨投产，将对市场价格起到一定压制作用。从需求端来看，传统消费旺季来临，将推动商家补库存，提供一定需求。因此，我们认为箱板瓦楞纸价格未来将呈波动式上行走势。

（三）文化纸：价格止跌企稳，未来将呈震荡盘整走势

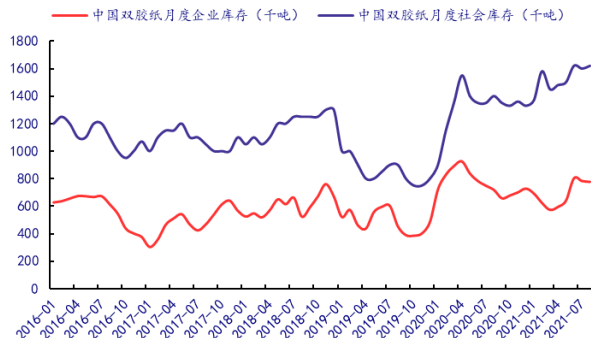
文化纸库存高企，持续向高位延伸。2021 年 8 月，铜版纸企业库存和社会库存分别为 51.52 和 148 万吨，分别同比增长 4.29%、2.07%，双胶纸企业库存和社会库存分别为 77.66 和 162 万吨，分布同比变动-0.73%、1.25%。从整体来看，文化纸板块月度社会库存不断创新高，企业库存皆处于历史高位。

图 11. 铜版纸月度企业库存及社会库存



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

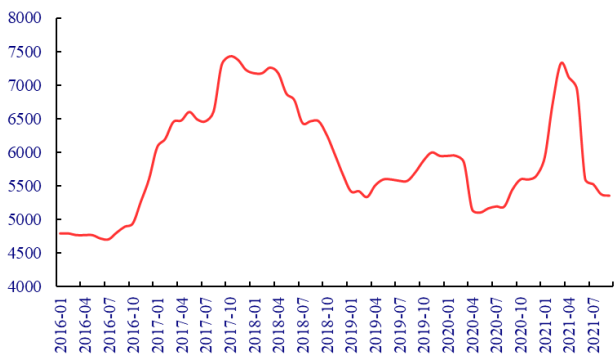
图 12. 双胶纸月度企业库存及社会库存



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

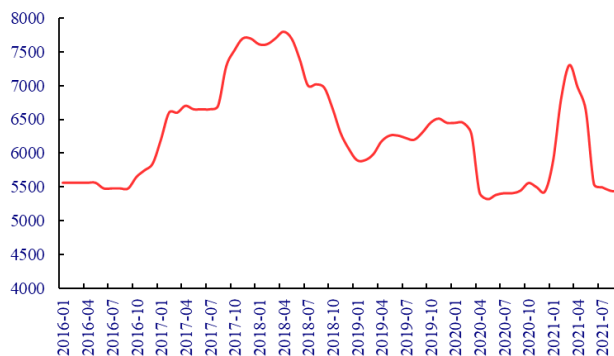
在行业库存偏高，供给压力较大背景下，伴随上游纸浆价格震荡下行，成本面支撑力度较弱，文化纸价格转入下降趋势。卓创资讯数据显示，2021 年 6 月，文化纸价格出现明显下跌，其中铜版纸降至 5,610 元/吨，环比下降 19.05%，双胶纸降至 5,550 元/吨，环比下降 16.38%。7、8 月文化纸价格开始企稳，8 月末铜版纸 (157g) 月末价格为 5,380 元/吨，环比下跌 2.71%，同比上涨 3.46%；双胶纸 (70g) 月末价格为 5,450 元/吨，环比下跌 0.91%，同比上涨 0.69%。

图 13. 铜版纸月末价格 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 14. 双胶纸月末价格 (元/吨)



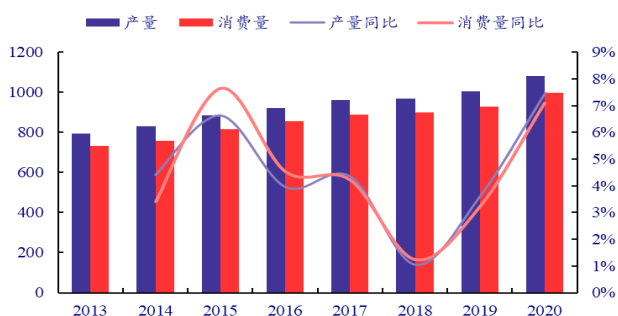
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

目前，从供应端来看，铜版纸暂无新增产能计划，而双胶纸 9 月广西太阳新产能计划投放，将对供应面造成一定压力。从需求端来看，开学季及传统旺季来临将释放部分订单需求，但由于政策等因素影响，需求恢复空间有限。从成本端来看，在传统旺季带动下，上游浆价有望得到有力支撑。因此，我们认为未来文化纸供需博弈将持续进行，文化纸价格将呈现窄幅震荡盘整走势。

(四) 生活用纸：市场持续扩容，行业集中龙头企业核心受益

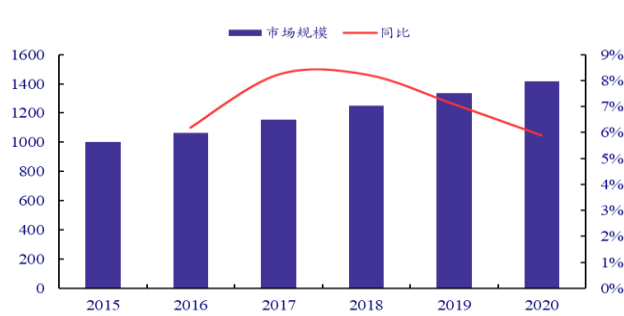
消费升级趋势下，产量、消费量稳步增长驱动生活用纸市场扩容。2020 年，我国生活用纸产量及消费量分别为 1,080 万吨和 996 万吨，分别同比增长 7.46%、7.1%，近五年来 CAGR 分别为 4.06%、4.04%。自 2018 年来，产量及消费量增长率不断攀升，市场规模不断成长。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国生活用纸市场规模已达 1,415.96 亿元，同比增长 5.9%，近 5 年 CAGR 为 7.12%。

图 15. 生活用纸行业产量、消费量稳步增长 (万吨)



资料来源：中国造纸协会，中国银河证券研究院

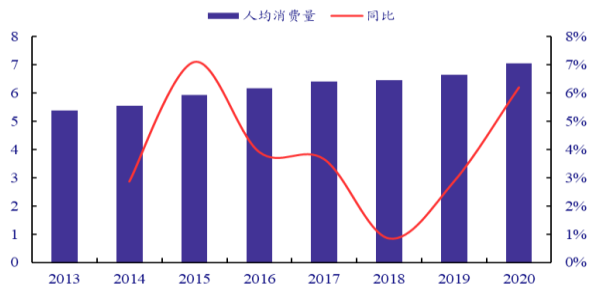
图 16. 生活用纸市场不断扩容 (亿元)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

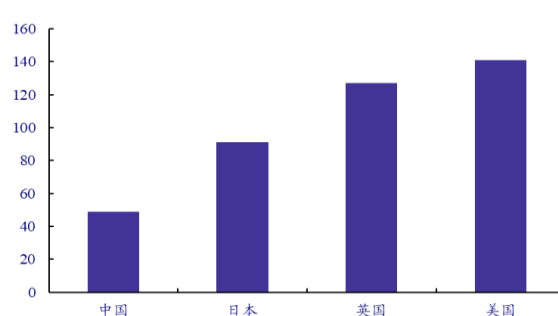
人均消费量持续提升，对标发达国家还具提升空间。2020 年，我国生活用纸人均消费量达到 7.05 千克，同比增长 6.21%。而相比于欧美等发达国家，如北美（25 千克）、日本（15 千克）、西欧（12.5 千克），我国人均生活用纸消费量还有较大增长空间。据自然资源保护委员会发布的全球人均卫生纸用量报告显示，美国人均每年使用卫生纸 141 卷，英国为 127 卷，日本为 91 卷，而中国仅为 49 卷。

图 17. 我国生活用纸人均消费量 (千克)



资料来源：中国造纸协会，Wind，中国银河证券研究院

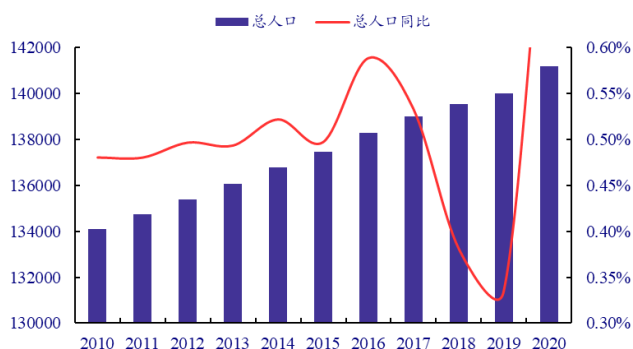
图 18. 各国人均卫生纸使用量 (卷)



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

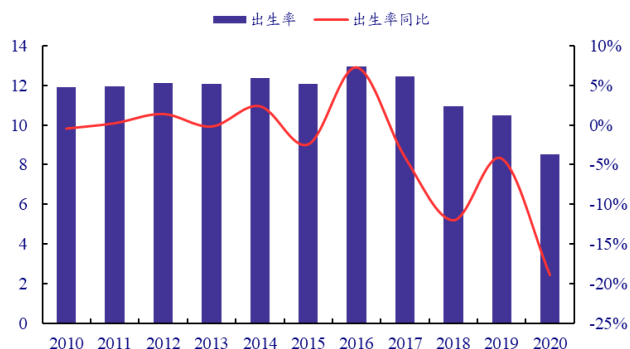
三胎政策将为人口增长提供强劲动力，带动生活用纸消费量提升。自2016年起，我国总人口同比增速不断下滑，2019年总人口同比增速降至0.34%，而2020年人口增速回到高位，总人口数量达到14.12亿人，同比增长0.84%。而我国人口出生率仍处于下滑趋势，2020年人口出生率为8.5%，同比下降18.89%。预计在二胎政策驱动下，我国人口出生率将重回增长态势，驱动总人口稳步增长，从而带动生活用纸消费量的提升。

图 19. 我国总人口规模恢复增长动力 (万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

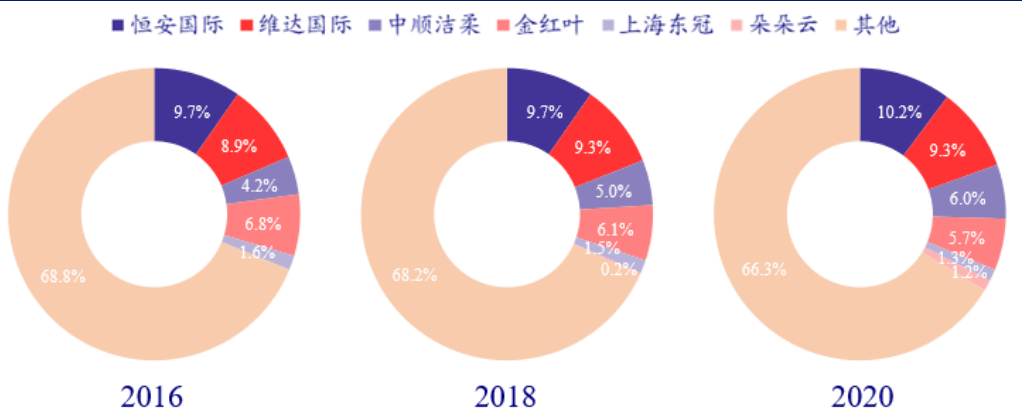
图 20. 我国人口出生率大幅下降 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我国生活用纸市场集中度稳步提高，中顺洁柔表现亮眼。从国内生活用纸市场份额来看，2020年CR4为31.2%，相比2019年的30.4%提升0.8个百分点，并保持连续3年的稳定增长。其中，恒安国际保持领先地位，连续5年位列第一名，2020年市占率为10.2%。受益于渠道拓展及品类丰富，中顺洁柔市占率获得快速成长，2020年达到6%，相比2016年提升1.8%，为行业内市占率提升最为显著的龙头企业。

图 21. 我国生活用纸市场份额

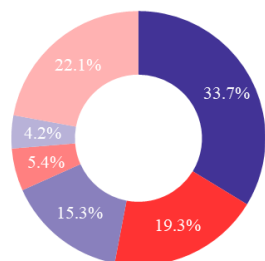


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

对标美日，我国生活用纸集中度提升空间巨大，有望孕育出行业巨头。2020年，生活用纸行业内，美国 CR4 为 73.7%，排名第一的宝洁市占率为 33.7%，第二第三分别为 19.3%、15.3%；日本 CR4 为 62.4%，排名第一的大王制纸市占率为 24.7%，第二第三分别为 20.3%、14.6%。而我国生活用纸行业 CR4 为 31.2%，排名第一的恒安国际市占率仅为 10.2%，第二第三分别为 9.3%、6%，具备较大提升空间。

图 22. 美国生活用纸市场集中度

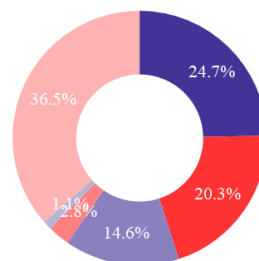
■宝洁 ■金佰利 ■佐治亚太平洋 ■沃尔玛 ■克罗格 ■其他



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 23. 日本生活用纸市场集中度

■大王制纸 ■日本制纸 ■王子妮飘 ■Universal Paper ■狮王株式会社 ■其他



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

目前, 国内各纸种行业竞争格局分化, 各子行业龙头投资价值凸显。建议关注: 林浆纸一体化布局, 成本控制推动盈利能力优化的**太阳纸业 (002078.SZ)**; 行业竞争格局改善的白卡纸龙头**博汇纸业 (600966.SH)**、以及产品结构、品类持续优化、渠道布局逐步完善、产能扩张优势积累的生活用纸龙头**中顺洁柔 (002511.SZ)**。

二、家具：精装房+存量房趋势创造结构性机会

(一) 地产竣工回暖，家具需求将迎爆发

伴随房地产行业监管趋严, 尤其是“三条红线”的实施, 将驱动房地产商加快竣工进程以满足其中剔除预收款后的资产负债率标准; 同时前期新开工和竣工数据背离, 代表开发商手中累积大量未完工项目, 未来将逐步释放, 为后期竣工带来增量。而家具行业作为房地产后期行业, 亦将伴随房地产竣工的短期回暖迎来一波需求爆发。

2021 年 1 月 1 日, 房地产行业正式开始实行“三条红线”监管政策以限制开发商融资端风险累积, 其包括: 1. 剔除预收款后的资产负债率不大于 70%; 2. 净负债率不超过 100%; 3. 现金短债比大于 100%。

开发商倾向于通过加快竣工来实现剔除预收款后资产负债率指标改善。房地产施工流程包括拿地-开工-预售-施工-竣工。对于拿地来说, 开发商无论是通过举债还是自有资金支付款项都将使净负债率和现金短债比恶化, 而剔除预收款后的资产负债率会恶化或保持不变; 对开工来说, 开发商将举债支付费用, 三项指标都将恶化; 对预售来说, 开发商获得现金流, 但计入预收款, 净负债率和现金短债比改善, 剔除预收款后的资产负债率保持不变; 对施工来说, 同开工类似, 都将导致三项指标恶化; 而对竣工来说, 此时预收款转为收入, 剔除预收款后的资产负债率才最终得到改善。

表 1. 房地产施工流程对“三条红线”影响

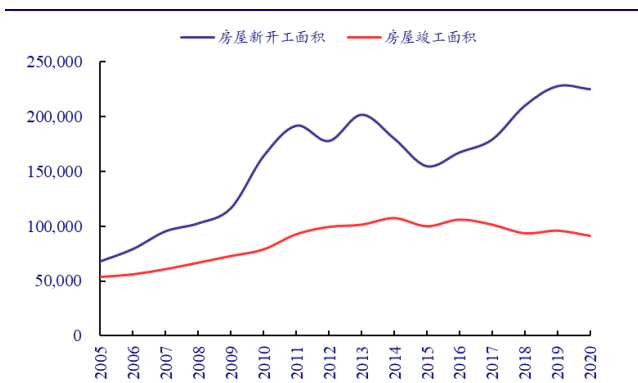
施工流程	资金来源	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
拿地	自有资金	不变	恶化	恶化
	举债	恶化	恶化	恶化
开工	举债	恶化	恶化	恶化
预售		不变	改善	改善
施工	举债	恶化	恶化	恶化
竣工		改善	改善	改善

资料来源：中国银河证券研究院整理

需求层面，行业整体改善需求急迫，成为房地产竣工短期驱动因素。在我国房地产行业快速发展过程中，开发商为快速扩张、抢占市场、获取利润，叠加行业资金密集型特点，多采取举债方式竞争土地资源、扩大生产规模，因而造成如今普遍高资产负债率局面。出于风险管控考虑，政府加大对房地产行业管控，出台“三条红线”政策标准。对申万房地产行业资产规模前 35 名的上市公司统计来看，2020 年 69% 的开发商剔除预收款后的资产负债率不达标，具备较大改善需求。

供给层面，开发商囤积大量未完工项目，房地产竣工数据开始反弹。房地产新开工面积和竣工面积自 2017 年发生背离，2017-2019 年房地产新开工保持稳定正增长，而房地产竣工在不断下降，意味着开发商囤积大量未完工项目。2021 年月度数据已显示竣工数据正在回暖，2021 年 8 月房地产竣工面积相比疫情前 2019 年增长 12.33%，打破连续 3 年的下跌趋势，有望重回上升通道。

图 24. 2005-2020 年房屋新开工、竣工面积（万平方米）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 25. 2005-2021 房屋新开工、竣工面积累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）精装修渗透率快速提升，大宗渠道强势崛起

多方受益，精装修大势所趋。精装修模式将创造价值增量，政府、开发商、购房者及头部家具企业受益良多。

从政府角度来看，精装修便于开发商统一规划装修，将减少建筑垃圾污染，降低社会资源的浪费。

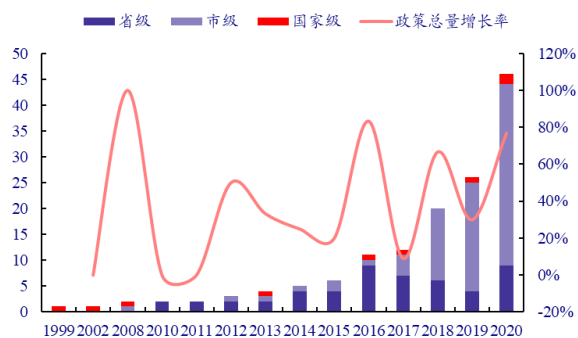
从开发商角度来看，实行精装修可拓展利润来源，对冲“限价令”带来的利润压制：一方面，开发商对上游具备较强议价能力，可降低采购成本；另一方面，下游购房者对家具品牌具备较强认可度，品牌溢价支付意愿强，而部分品牌溢价将转移至开发商手中。同时，精装修过程中开发商处于优势地位，支付货款账期3-6个月，而更早收到精装带来的房屋售价提升部分，变相提高了开发商资金利用率。

从购房者角度来看，一方面，精装修可降低购房者装修成本：由于户型相同，购房者可享受统一定制设计，降低单体设计成本，性价比高；同时，开发商对上游的议价能力所获取的成本优惠，可部分转移至购房者手中，实现整体成本降低。另一方面，精装修可节省购房者时间及精力，前端环节由开发商统一统筹安排并实现质量监督，购房者只需进行大体决策即可。

从头部家具企业角度来看，精装修的渗透将带来更大的市场空间及市占率：一方面，开发商资格认证环节将无法品质、服务要求的中小品牌排除在外，市场参与者大幅减少，市场将由一二线企业瓜分；另一方面，购房者选择范围较小，企业品牌知名度及研发设计能力将成为核心考虑要素。从利润层面来说，虽然开发商有较强议价能力，但由于其产品需求标准化，具备规模化效应，同时不依赖于线下渠道的建立及营销推广，成本有一定下降空间，将抵消销售单价的下降影响。

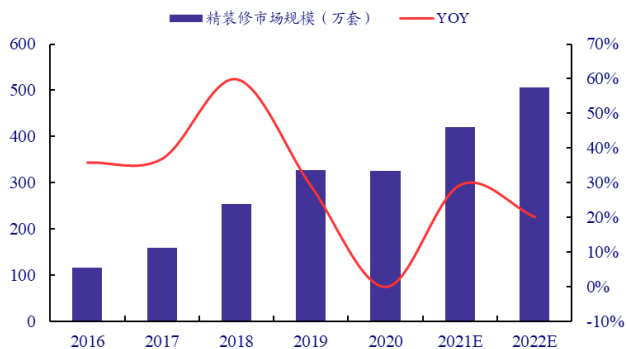
精装修政策不断加码，市场规模快速成长。自1999年国务院第一次发布精装修政策起，每年各级政府发布相关政策量不断增加，2020年共发布46项政策，同比增加76.92%，21年来共发布9项国家级政策、51项省级政策和81项市级政策。据奥维云网统计及预测，2016-2019年，我国精装修市场规模迅猛发展，自115.6万套上升至326.2万套，CAGR达41.33%；2020年由于疫情影响因素，市场规模下降0.21%，降至325.5万套，而伴随疫情管控好转，精装修市场将强劲反弹延续上涨趋势，预计2021、2022年分别上涨29.34%、20.00%，达到421.0、505.2万套。

图 26. 1999-2020 年我国精装修政策发布量



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

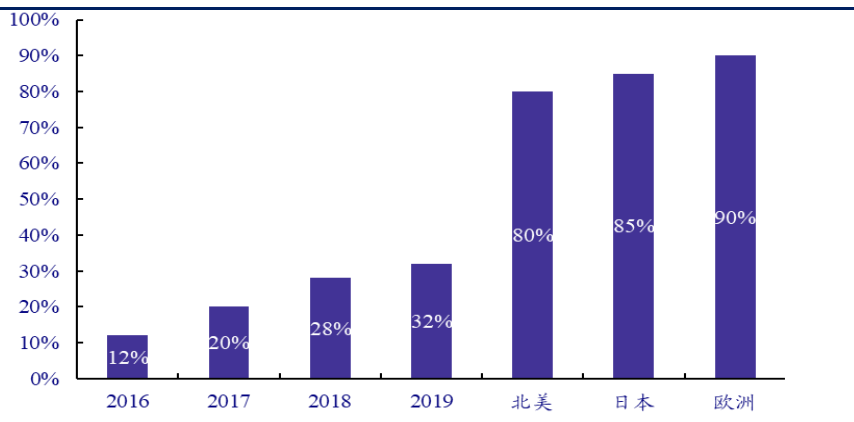
图 27. 我国精装修市场规模（万套）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

对标美日欧渗透率，我国精装修市场还存在较大发展空间。2019年，我国精装修渗透率达到32%，提前完成“十三五规划”对新建住宅全装修30%的要求，2020年伴随疫情虽有波动，但基本保持不变。而对比美日欧超80%的精装修渗透率，我国还具备至少一倍的发展空间，预计伴随疫情恢复，精装修市场规模快速成长，渗透率将逐步向美日欧靠拢。

图 28. 我国及美日欧地区精装修渗透率



资料来源:智研咨询, 奥维云网, 中国银河证券研究院

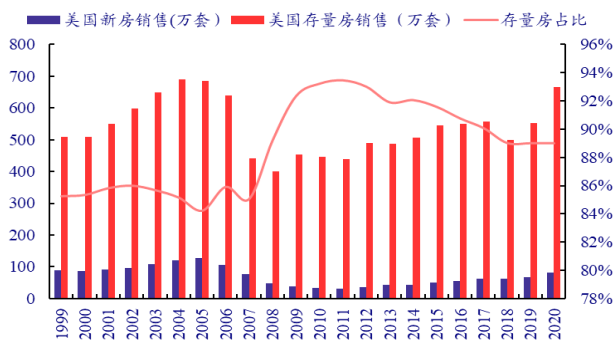
(三) 存量房将成主要市场, 局部装修、整装需求并存

从需求结构来看, 家具存量房需求可被划分为二手房交易需求及旧房翻新需求。

二手房交易需求方面, 我们从房屋情况进行分析: 当卖方曾经出于投资目的持有房源时, 二手房可能并未装修或装修投入较低, 买方需要进行较大规模重新装修; 而当卖方曾经出于居住目的持有房源时, 房屋已装修, 但由于长时间使用, 以及买方的居住观念的影响, 买方同样需要大规模重新装修。同时, 对已装修过的二手房重新装修来说, 其装修难度将比毛坯房大幅增加, 此时仅通过局部装修由房主自行统筹的方式装修难度及精力耗费程度成指数级增加。而通过整装, 一方面, 房主可享受全屋定制设计服务, 获取更好的居住体验, 同时, 其将装修统筹任务交给专业团队, 将节省较大的时间及精力。因此, 我们判断家具二手房交易需求方面, 将产生较大装修需求, 整体装修将成为主流, 对应家具企业的整装渠道。

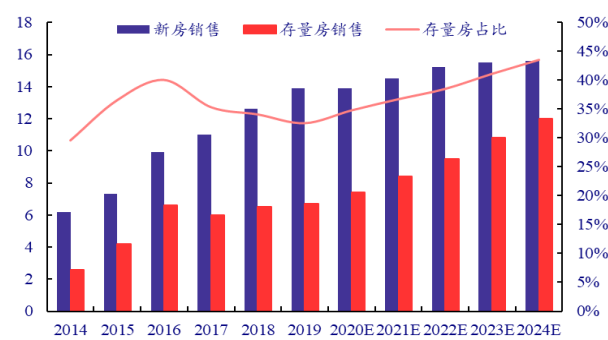
对标美国, 未来我国二手房市场还有较大成长空间。美国自 2000 年以来, 存量房销售占所有房屋销售比例保持在 80% 以上。而根据 CIC 统计及预测, 2019 年我国存量房销售 6.7 万亿元, 占比所有房屋销售 32.52%, 预计未来将以 12.36% 的 CAGR 增长, 并于 2024 年达到 12 万亿元, 同时占比也将提升 10.95 个百分点, 达到 43.48%。

图 29. 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30. 中国房地产市场销售规模(万亿元)

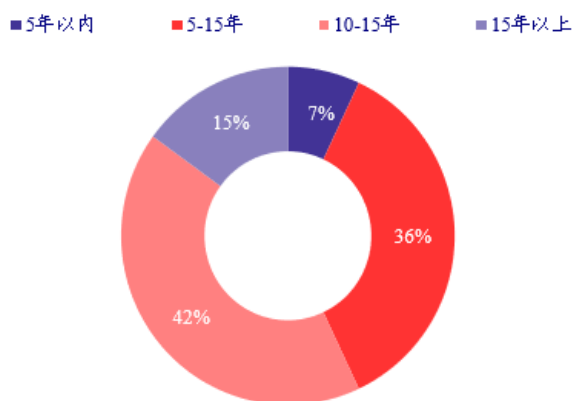


资料来源: CIC, 中国银河证券研究院

旧房翻新需求方面：首先，各家具使用年限与更换时间各不相同，过早进行统一更换则不经济，而等到最后进行统一更换将对居住体验造成较大影响；其次，若对旧房进行整装翻新，一方面，整装施工及空置散味至少需要3个月到半年时间，此时居住安排将成为一个问题，另一方面，家庭各类物件纷繁复杂，若进行整装，原有物品此段时间的收纳也将成为难题。因此，我们认为，在旧房翻新需求方面，局部装修将成为主流，对应家具企业的经销渠道。

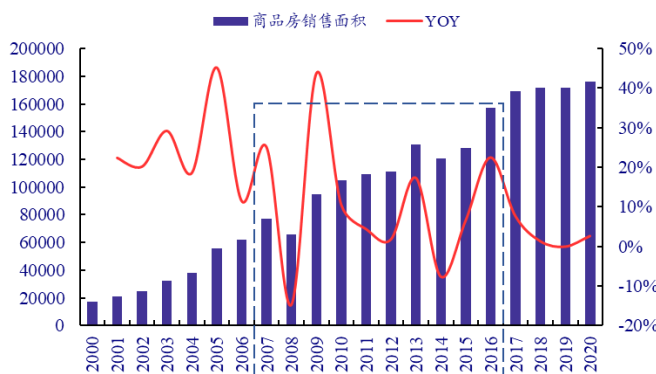
家具行业终将步入存量房时代，未来旧房翻新需求将稳健增长。据中国产业信息网统计显示，有78%的人群期望二次装修年限在5-15年之间。其中，36%的人群二次装修的期望年限为5-15年，42%的人群二次装修的期望年限为10-15年。而自2007年起，我国商品房销售面积快速增长，预计随着时间的推移，未来旧房翻新需求将跟随商品房销售历史趋势同步增长。

图 31. 重新装修期望年限



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

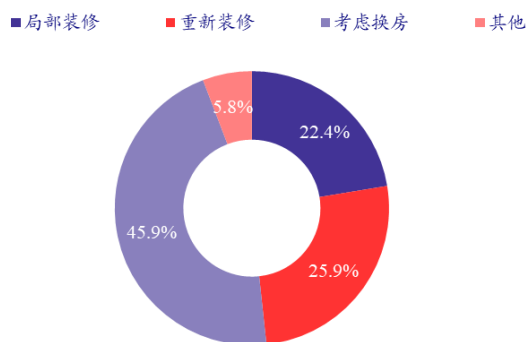
图 32. 历年来我国商品房销售面积（万平方米）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

局部装修将成重要方向，传统经销渠道依然重要性显著。根据贝壳研究院数据显示，在改变当前居住现状方式的调查中，有22.4%的受访者表示将通过局部装修来改善居住质量。而这部分消费者进行家具选择及更换时对应传统经销渠道，因而在经销渠道布局更优的家具企业将更多获取这一部分需求。

图 33. 改善居住质量的方式



资料来源：贝壳研究院，中国银河证券研究院

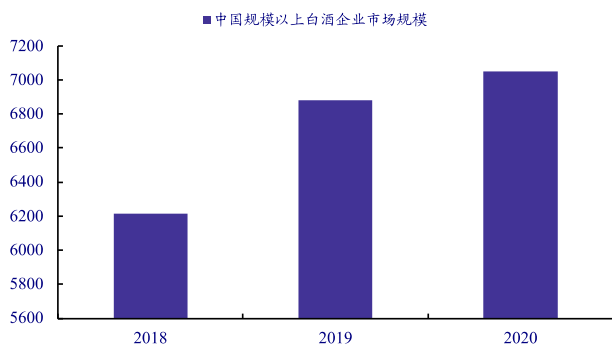
建议关注：大举推进大家居战略，产品、品牌、渠道优势持续赋能的**欧派家居(603833.SH)**；衣柜和大宗业务协同发力的**志邦家居(603801.SH)**；多渠道、多品类拓展，打造大家居融合店模式的**顾家家居(603816.SH)**；渠道、品类持续发力，充分受益于国内功能沙发市场发展的**敏华控股(1999.HK)**。

三、包装：下游需求改善带动包装行业景气度回升

(一) 纸包装：消费升级提升彩盒市场需求，5G 换机需求带动行业增长

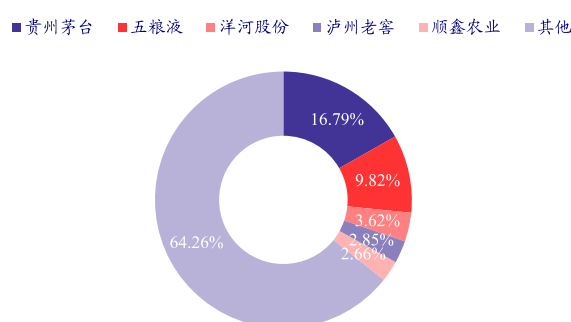
白酒行业持续发展，包装需求稳定增长。2020 年，我国规模以上白酒企业市场规模为 7,048 亿元，同比增长 2.46%。从产品结构来看，高端白酒仍占高位，2020 年贵州茅台与五粮液在市场中分别占比 16.79%以及 9.82%，次高端白酒也在不断扩大市场份额，洋河、泸州老窖占比分别为 3.62%以及 2.85%。高端白酒包装价格相对较高，为包装企业带来较高利润空间。短期来看中秋、国庆临近，进入传统消费旺季将带来白酒需求增长。长期来看高端、次高端白酒板块稳定增长，有望持续带动上游景气度回升。

图 34. 中国规模以上白酒企业市场规模 (亿元)



资料来源：中研普华，中国银河证券研究院

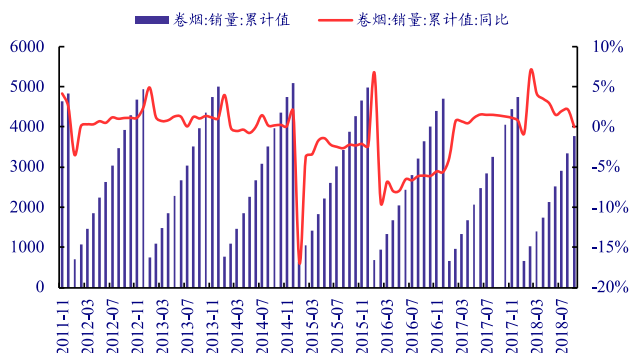
图 35. 中国各品牌白酒占比



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

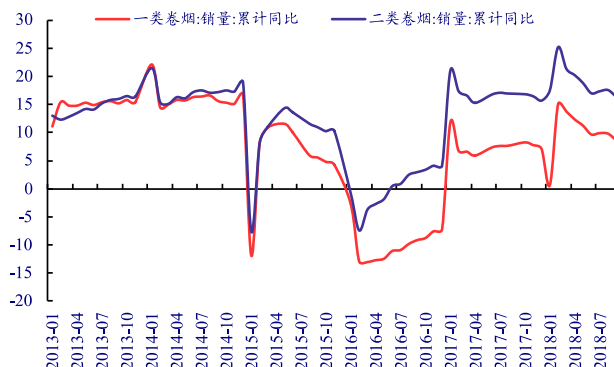
卷烟需求结构高档化，烟标产品盈利能力提升。我国拥有全球最大的烟民群体，市场空间巨大。据 CIC 统计数据 displays，2019 年全球前十大烟民国家中，中国位列第一，拥有 2.87 亿烟民，是第二名印度尼西亚的 4 倍多。伴随着结构性调整持续深化，全国一、二类卷烟销量不断增长，其在 2018 年 9 月累计同比增速分别为 8.65%、16.37%，远超整体卷烟销量同比增速的 2.17%。面对巨大的市场，对于中高档烟标产品的需求量也在持续上升，这类技术密集型产业对设计和质量的要求偏高，提升了包装企业的盈利空间。

图 36. 中国卷烟销量（万箱）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

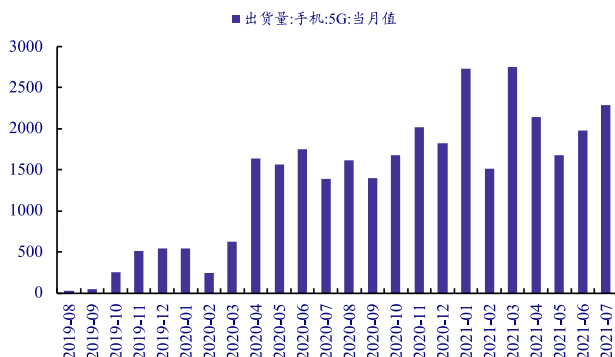
图 37. 中国一、二类卷烟销量累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

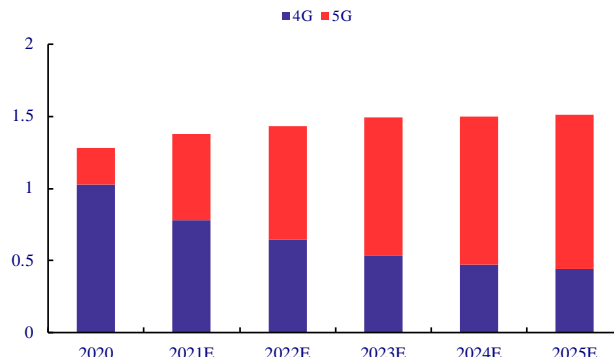
智能手机出货量高增，3C 包装企业迎来新增长。随着 5G 的普及引发了一波换机热潮，智能手机出货量加速，特别是在今年的 1 月和 3 月达到峰值，5G 手机单月出货量超过 2,700 万部。根据 IDC 预测，2021 年全球智能手机出货量将达到 13.8 亿部，同比增长 7.7%，并且这一增长将持续到 2022 年，预计将达到 14.3 亿部，同比增长 3.8%。需求高增以及出货量加速为上游 3C 包装行业带来了新的增长，利好纸包装企业。

图 38. 5G 手机出货量当月值（万部）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 39. 全球智能手机出货量及预测（十亿部）

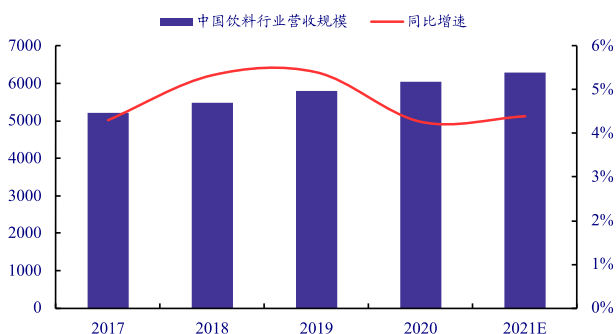


资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

（二）金属包装：能量饮料规模扩大、啤酒罐化率提升，带动金属包装行业需求复苏

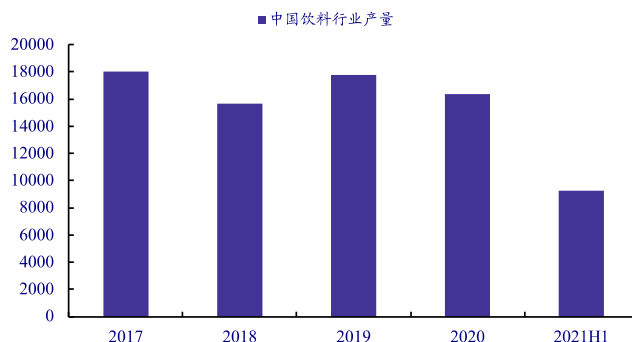
饮料行业产销量稳定增长，能量饮料需求增加利好金属包装行业。我国饮料市场规模在逐步扩大，2020 年实现 6,031.7 亿元的销售总额，预计 2021 年将达到 6,296 亿元的营收规模，同比增长 4.38%，且自 2017 年以来一直保持 4% 以上的稳定增速。在 2021 年上半年，饮料市场产量达 9,254.5 万吨，较去年同期增长 16.5%。传统包装饮用水仍占据最大市场份额，约 37.64%。能量饮料排在第五位，占比 7.81%，且在 2015-2020 年间的市场复合增长率中排名第二，为 6.66%，未来仍有较大增长空间。

图 40. 中国饮料行业营收规模 (亿元)



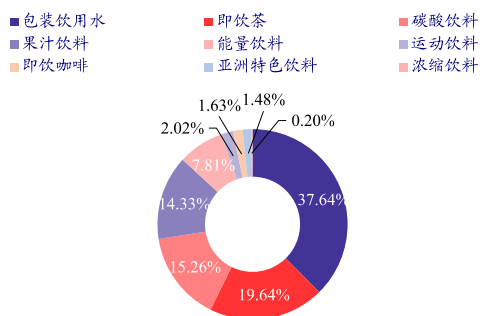
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图 41. 中国饮料行业产量 (万吨)



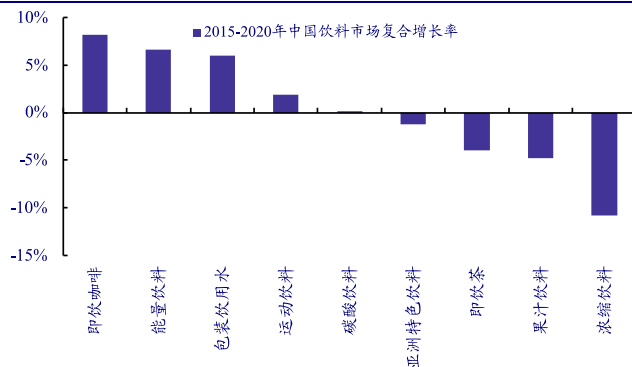
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图 42. 中国饮料行业细分市场结构



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

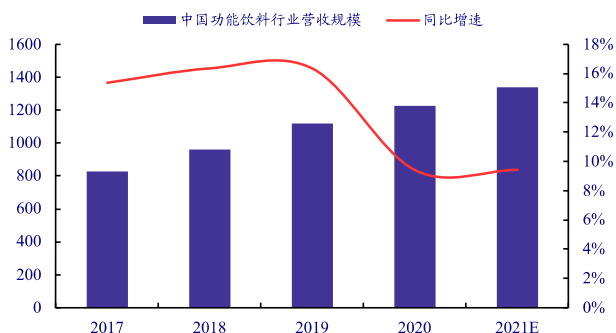
图 43. 2015-2020 年中国饮料市场复合增长率



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

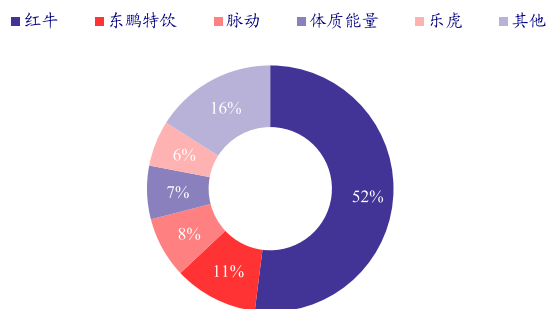
功能饮料为能量饮料核心品类, 市场稳步增长带动金属包装需求扩张。2020 年, 功能饮料行业实现营业收入 1,224 亿元, 较去年同期增长 9.38%。预计 2021 年将达到 1,339 亿元。品牌方面, 红牛仍维持行业龙头地位, 占整个市场的 52%, 另外, 东鹏特饮、脉动、体质能量、乐虎也占据了相对较大的市场份额。市面上常见的红牛、东鹏特饮、体质能量以及乐虎均为金属罐装产品, 下游功能饮料需求量的增加利好金属包装行业的发展。

图 44. 中国功能饮料行业营收规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

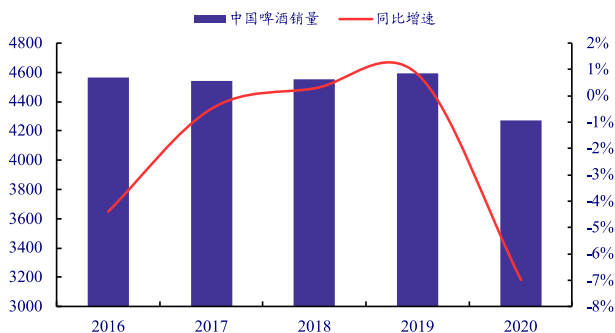
图 45. 中国功能饮料行业市场占比



资料来源: 观研天下, 中国银河证券研究院

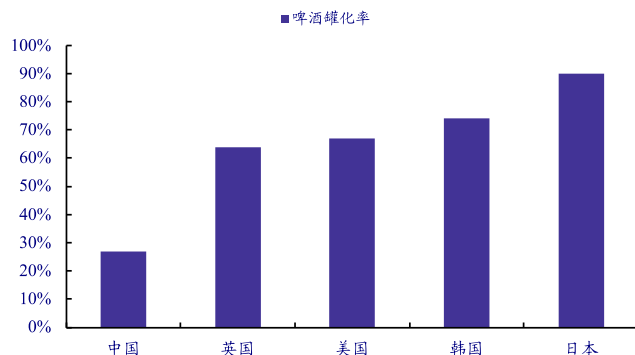
啤酒罐化率升级有望带动二片罐需求上升。啤酒在 2016-2019 年之间销量稳定在 4,550 万千升左右且保持小幅度上升趋势，2020 年受疫情影响销量下滑至 4,269.4 万千升，同比下降 7%。中国啤酒罐化率与其他发达国家相比处于低位，仅有 27%，远低于日本的 90%，未来市场前景广阔。2021 年消费需求回暖叠加啤酒罐化率提升空间较大将带动二片罐需求量增加。

图 46. 中国啤酒销量（万千升）



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 47. 啤酒罐化率对比



资料来源：资产信息网，千际投行，中国银河证券研究院

建议关注：以三片罐、二片罐为主营业务的金属包装龙头企业**奥瑞金 (002701.SZ)**；发展烟标业务与精品酒盒业务的**劲嘉股份 (002191.SZ)**；受益于下游 3C、白酒板块增长，环保包装发展向好的**裕同科技 (002831.SZ)**。

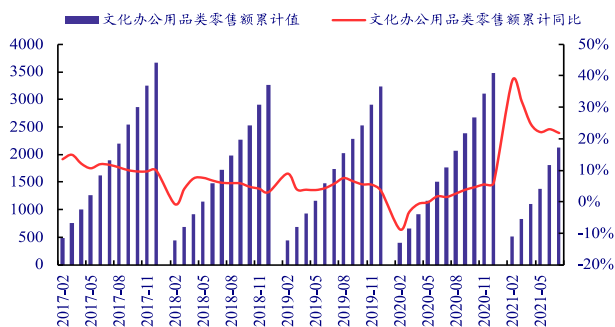
四、新消费：政策利好文具发展，电子烟、潮玩市场前景向好

（一）文化办公类用品：国家持续教育投入，政策利好 B 端办公文具市场

教育投入持续增长，叠加消费升级趋势，To C 端文具业务前景广阔。文化办公类用品截止 2021 年 7 月累计营收达 2,132.2 亿元，累计同比增速为 21.7%，自 2021 年以来增速均超过 20%。ToC 端文具业务，一方面受益于国家对教育的持续投入，根据财政部数据，2020 年国家一般公共预算中教育支出为 36,337 亿元，同比增长 4.08%；另一方面，我国居民消费升级趋势下，品牌重要性凸显，将促进行业集中度提升，2020 年全国居民人均可支配收入为 32,189 元，比上年实际增长 2.1%，同时，城镇居民恩格尔系数在 2019 年达到历史最低点 27.6。

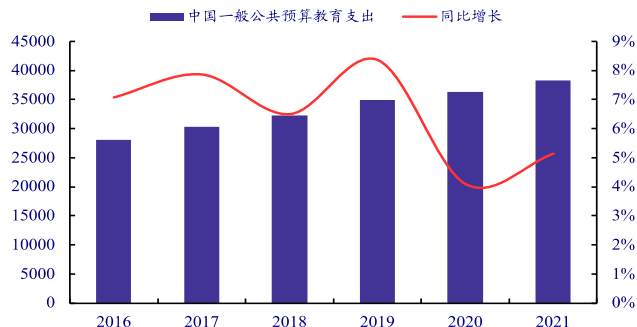
疫情后行业景气度快速回暖，长期来看 To C 端文具市场持续向好。文化用品相关企业注册量增速回升，2020 年上半年，受疫情影响，注册量增速大幅下滑，2020 年全年增速自 2019 年的 94.22% 下降至 51.07%，而 2021 年上半年则回升至 64%，同时九月开学季到来将提振文具使用需求。长期来看，国家对教育事业的重视，居民可支配收入的增加以及三胎政策均利好 To C 端文化用品发展，中国人均文具消费额与全球人均相比仍处于低位，2019 年人均消费仅有 16.86 美元，同比增长 6.71%，未来仍存较大上升空间。

图 48.文化办公用品类累计零售额（亿元）



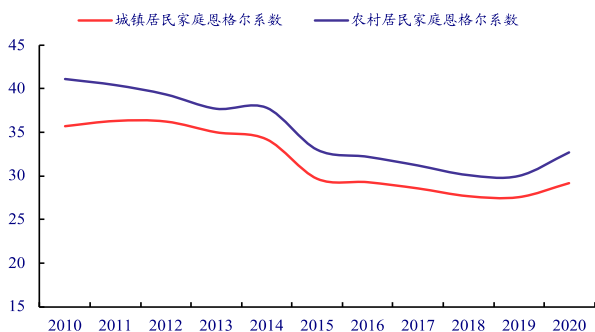
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 49. 中国一般公共预算教育支出（亿元）



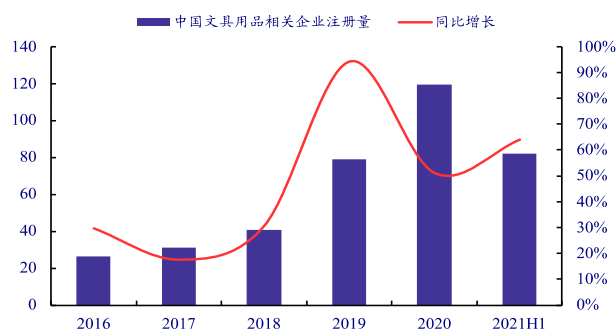
资料来源：教育部、中商产业研究院，中国银河证券研究院

图 50. 城镇与农村居民家庭恩格尔系数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

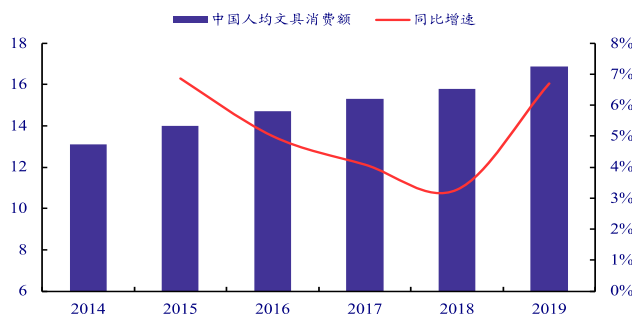
图 51. 中国文具用品相关企业注册量（万家）



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

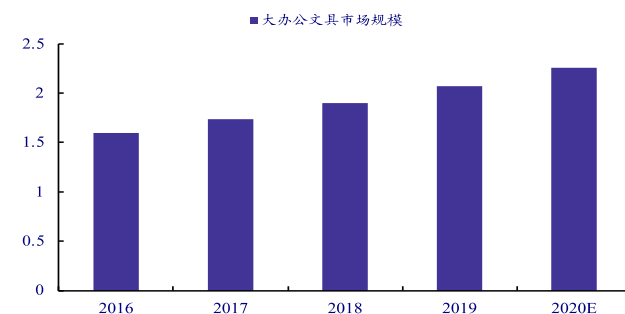
同时，受益于国家阳光化、集中化、电商化的采购政策，To B 端办公文具市场不断发展。2019 年大办公文具市场规模超过 2 万亿元。主要为政府部门及各企业提供办公采购一站式服务，业务较为稳定，同时推动了市场向头部企业集中。未来发展空间较大，市场前景广阔。

图 52. 中国人均文具消费额（美元）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 53. 大办公文具市场规模（万亿元）

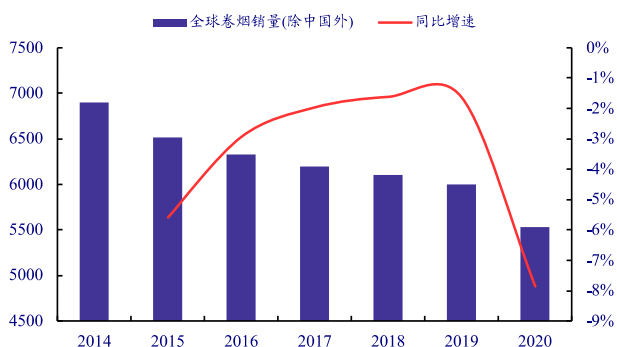


资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

(二) 电子烟：电子烟市场快速增长，HNB 有望迎来新机遇

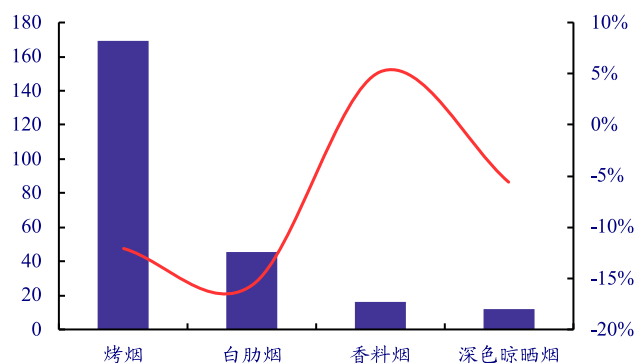
卷烟销量不断下滑，需求下降将导致未来卷烟销量持续承压。除中国市场外，全球卷烟销量在 2020 年下滑至 5,528 万箱，同比下跌 7.87%。新冠疫情的出现，急剧扭转了 2020 年初世界经济恢复性增长的预期。供给方面，2020 年全球烟叶产量同比下降 11.5%，其中白肋烟下降最明显，同比下跌 15.7%；烤烟产量最高，为 169.1 万吨，较去年同期下跌 12.1%。需求方面，吸烟率的下降以及电子烟替代性的增强导致卷烟销量持续下滑。

图 54. 全球卷烟销量（除中国外）（万箱）



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

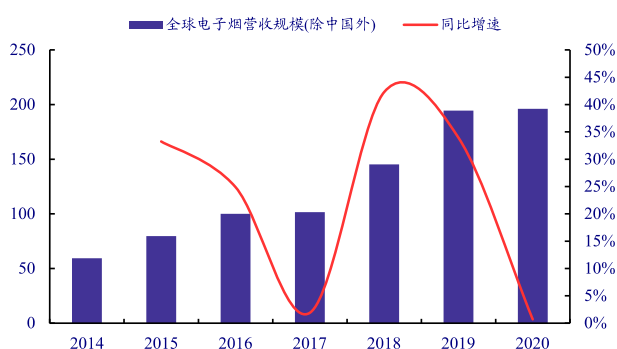
图 55. 2020 年全球不同类型烟叶产量及涨跌幅（万吨）



资料来源：环球烟叶，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

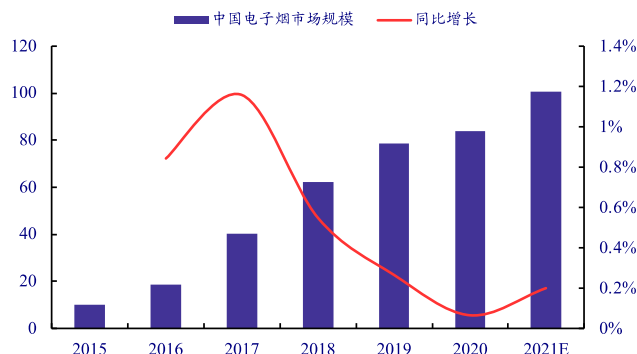
电子烟市场稳步上行，对标英美我国市场仍存较大增长空间。2020 年，除中国市场外全球电子烟营收规模为 196.2 亿美元，同比增长 0.82%，2018 年以及 2019 年均实现快速增长，增幅分别为 42.35% 以及 34.02%，增速下滑主要是因为受疫情冲击影响。中国电子烟市场规模仍在持续扩大，2017 年实现翻倍增长。2020 年市场规模为 83.8 亿元，增幅为 6.62%。预期 2021 年将延续增长，实现 100.6 亿元的营收。我国电子烟渗透率从 2018 年开始增速加快，截至 2019 年达到 1.2%，但相较于英美两国仍处于低位，未来电子烟市场规模仍有较大增长空间。

图 56. 全球电子烟营收规模（除中国外）（亿美元）



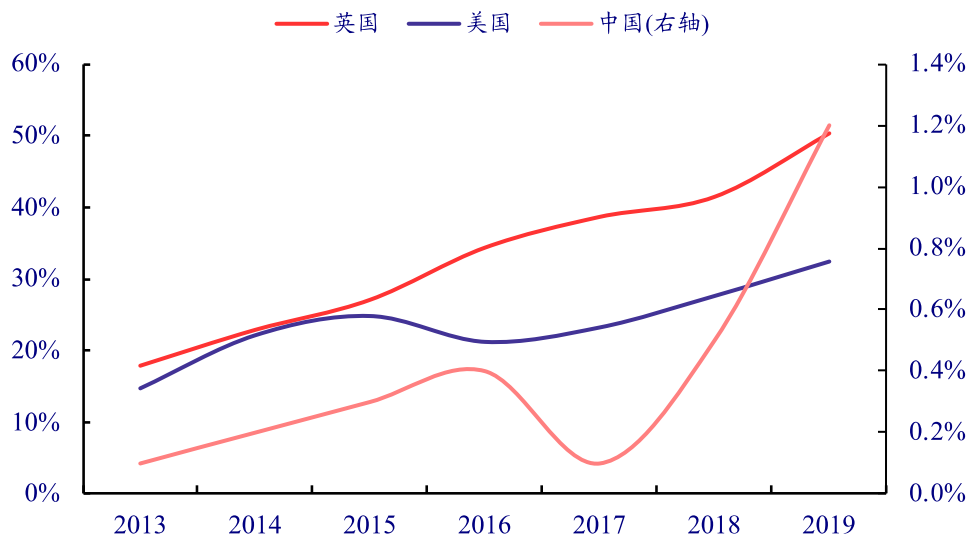
资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

图 57. 中国电子烟营收规模（亿元）



资料来源：艾媒数据中心，中国银河证券研究院

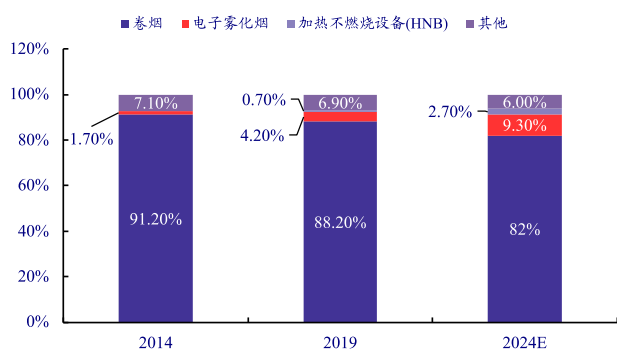
图 58. 中英美电子烟产品渗透率



资料来源：悦刻招股书，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

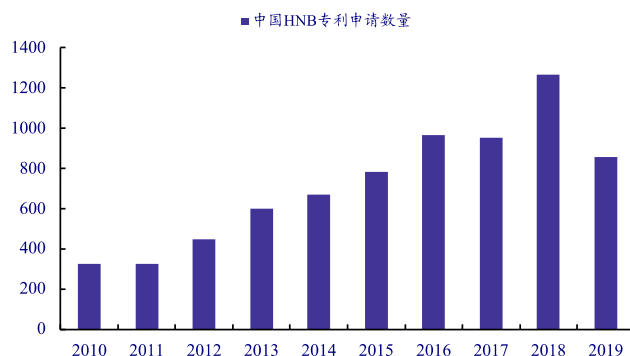
HNB 占比稳步提升，看好未来政策放开后销售放量。 电子烟又分为电子雾化烟与加热不燃烧制品(HNB)，其中 2019 年电子雾化烟在全球市场中占比约为 4.2%，HNB 占比 0.7%，预计在 2024 年有望进一步扩大市场份额至 2.7%。我国虽还未上市 HNB 产品，但是专利的申请却从未停止，并在 2018 年达到顶峰，仅一年就有 1,285 项 HNB 专利申请。由于 HNB 仍属于烟草类制品，统一由中烟公司生产管理，各地区中烟公司相继在海外市场推出产品，例如四川中烟的功夫 KUNGFU，云南中烟推出 Webacco，广东中烟 MU+在老挝上市。目前我国还是以线下体验店的模式进行，期待未来政策放开后的销售放量。

图 59. 全球烟草产品市场占比



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

图 60. 中国 HNB 专利申请数量 (个)



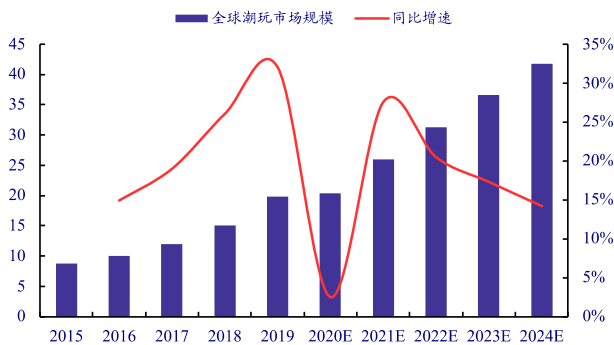
资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

(三) 潮流玩具：市场规模持续扩大，IP 成为企业核心竞争力

全球潮玩市场快速增长，中国市场发展强劲。 潮流玩具在全球市场受到越来越多消费者的青睐，且不同于传统玩具，它的目标受众更为广泛，年龄范围覆盖了 15-40 岁，依靠创意设计

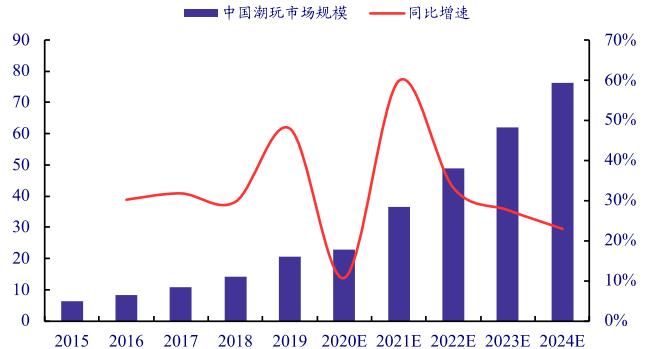
以及优质 IP 吸引了无数消费者。市场保持快速增长，2015-2019 年全球复合增长率为 22.8%，预计在 2024 年将达到 418 亿美元的市场规模。相较于美国与日本市场，中国潮玩市场起步较晚，自 2018 年起涨势明显，且 2015-2019 年复合增长率高达 34.6%，预计未来将延续这一高速增长，在 2024 年达到 763 亿元的市场规模。

图 61. 全球潮玩市场规模（亿美元）



资料来源：泡泡玛特招股书，中国银河证券研究院

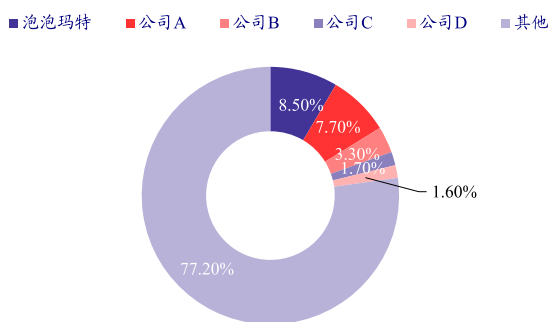
图 62. 中国潮玩市场规模（亿元）



资料来源：泡泡玛特招股书，中国银河证券研究院

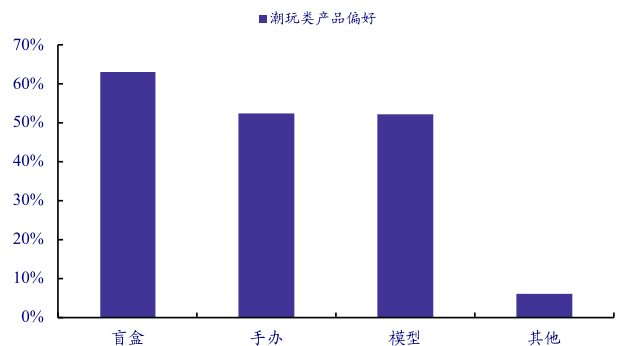
我国潮玩市场集中度低，未来具备进一步提升空间。2019 年，我国潮玩市场 CR5 为 22.8%，其中泡泡玛特市场份额为 8.5%，占据第一名。从消费者偏好来看，据艾媒咨询数据显示，我国潮玩类产品偏好中，盲盒类产品最受欢迎，偏好程度为 62.95%，其次为手办与模型，分别为 52.33%、52.07%。而泡泡玛特作为中国潮玩龙头，亦将深耕盲盒、手办领域，未来市场份额有望进一步提升。

图 63. 中国潮玩市场份额



资料来源：泡泡玛特招股书，中国银河证券研究院

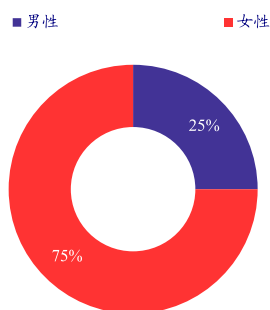
图 64. 中国潮玩类产品市场偏好



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

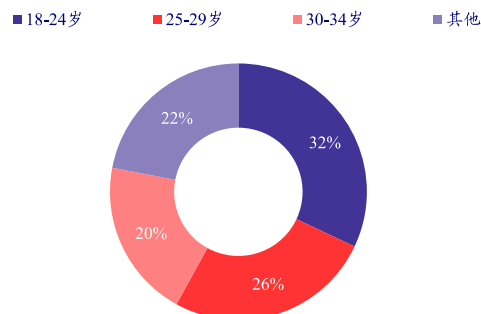
我国盲盒市场以女性为主，而年龄方面集中于 18-34 岁。据谷雨数据统计显示，从性别来看，我国盲盒市场 75% 的消费者为女性，而男性仅占 25%；从年龄分布来看，18-34 岁的消费者占比超过 78%，而 18-34 岁之间，消费者呈年轻态势，18-24 岁、25-29 岁、30-34 岁消费者分别占比 32%、26%、20%。因而，盲盒市场产品样式及 IP 打造主要以年轻化女性喜好为主。

图 65. 中国盲盒产品主要消费人群（按性别分）



资料来源：谷雨数据，中国银河证券研究院

图 66. 中国盲盒产品主要消费人群（按年龄分）

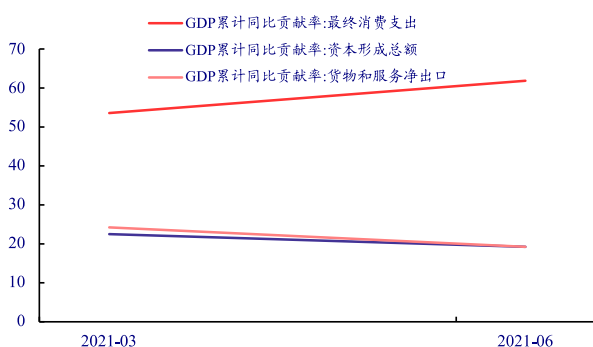


资料来源：谷雨数据，中国银河证券研究院

市场下沉成必然趋势，打造优质 IP 成为竞争优势。潮玩市场近年来规模不断扩大，且仍保持稳定增速。未来的市场发展趋势主要有以下两方面：

一、逐渐面向下沉市场。中国经济增速位居世界前列，且近年来中国经济主要依靠消费的贡献，据统计，2021 年 6 月消费支出对 GDP 的累计同比贡献率为 61.7%，远高于资本和净出口，并仍维持上升趋势。潮玩市场规模在 2015-19 年五年内复合增长率为 34.6%，预期未来仍有很大的增长空间，到 2024 年实现 29.8% 的复合增长率，届时有希望超过 700 亿元人民币。同时，一二线人口总量并不能满足市场未来的预期，因此想要达到很高的市场规模必须选择下沉市场。行业内各公司需要加紧布局三四线城市的线下门店，争取市场份额。

图 67. GDP 累计同比贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 68. 泡泡玛特与橘朵联名款



资料来源：泡泡玛特官网，中国银河证券研究院

二. IP 成为行业壁垒以及公司发展的核心竞争力。进入潮玩市场首先需要打造自己独特的 IP，像泡泡玛特自有 IP 较多，人气最高的 MOLLY 系列以及其他自有 IP 系列约占总销售额的 39%，另外还有许多优质的独家 IP 约占总销售额的 28%。公司依靠这些 IP 吸引到了众多忠实粉丝，逐渐发展成头部企业，由此可见 IP 对品牌来说是保证其在行业立足的根本。成功的 IP 还可通过跨界合作与其他品牌共同推出一些联名产品，挖掘其更深层次的商业价值。

表 2. 泡泡玛特 IP 类型

自有 IP	MOLLY	DIMOO	BOBO&COCO	YUKI
独家 IP	PUCKY	The Monsters	SATYR RORY	YOKI
非独家 IP	迪士尼	Despicable Me	Hello Kitty	

资料来源：泡泡玛特招股书，中国银河证券研究院整理

建议关注：深入高端化品牌，积极开展办公直销业务的文创领军企业**晨光文具（603899.SH）**；受益于新型烟草的大范围增长空间，凭借先进的雾化技术一骑绝尘的雾化龙头企业**思摩尔国际（6969.HK）**；潮玩盲盒市场龙头，IP 种类丰富且具有较高商业价值的**泡泡玛特（9992.HK）**。

五、风险提示

房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨。

插图目录

图 1. 国内纸浆库存处于高位震荡态势 (千吨)	2
图 2. 国内针叶浆现货价格企稳 (元/吨)	3
图 3. 国内阔叶浆现货价格缓慢下滑 (元/吨)	3
图 4. 国内废纸回收量增速趋缓 (万吨)	3
图 5. 国内黄板纸月度库存天数触底回升 (天)	3
图 6. 国内废纸价格将持续上行	4
图 7. 白卡纸价格企稳 (元/吨)	4
图 8. 白卡纸行业竞争格局	5
图 9. 瓦楞纸平均价格 (元/吨)	5
图 10. 箱板纸平均价格 (元/吨)	5
图 11. 铜版纸月度企业库存及社会库存	6
图 12. 双胶纸月度企业库存及社会库存	6
图 13. 铜版纸月末价格 (元/吨)	6
图 14. 双胶纸月末价格 (元/吨)	6
图 15. 生活用纸行业产量、消费量稳步增长 (万吨)	7
图 16. 生活用纸市场不断扩容 (亿元)	7
图 17. 我国生活用纸人均消费量 (千克)	7
图 18. 各国人均卫生纸使用量 (卷)	7
图 19. 我国总人口规模恢复增长动力 (万人)	8
图 20. 我国人口出生率大幅下降 (%)	8
图 21. 我国生活用纸市场份额	8
图 22. 美国生活用纸市场集中度	9
图 23. 日本生活用纸市场集中度	9
图 24. 2005-2020 年房屋新开工、竣工面积 (万平方米)	10
图 25. 2005-2021 房屋新开工、竣工面积累计同比	10
图 26. 1999-2020 年我国精装修政策发布量	11
图 27. 我国精装修市场规模 (万套)	11
图 28. 我国及美日欧地区精装修渗透率	12
图 29. 美国存量住房销售占住房销售市场的主导地位	12
图 30. 中国房地产市场销售规模 (万亿元)	12
图 31. 重新装修期望年限	13
图 32. 历年来我国商品房销售面积 (万平方米)	13
图 33. 改善居住质量的方式	13
图 34. 中国规模以上白酒企业市场规模 (亿元)	14
图 35. 中国各品牌白酒占比	14
图 38. 5G 手机出货量当月值 (万部)	15
图 39. 全球智能手机出货量及预测 (十亿部)	15
图 40. 中国饮料行业营收规模 (亿元)	16
图 41. 中国饮料行业产量 (万吨)	16
图 42. 中国饮料行业细分市场结构	16

图 43. 2015-2020 年中国饮料市场复合增长率.....	16
图 44. 中国功能饮料行业营收规模（亿元）.....	16
图 45. 中国功能饮料行业市场占比.....	16
图 46. 中国啤酒销量（万千升）.....	17
图 47. 啤酒罐化率对比.....	17
图 48. 文化办公用品类累计零售额（亿元）.....	18
图 49. 中国一般公共预算教育支出（亿元）.....	18
图 52. 中国人均文具消费额（美元）.....	18
图 54. 全球卷烟销量（除中国外）（万箱）.....	19
图 55. 2020 年全球不同类型烟叶产量及涨跌幅（万吨）.....	19
图 56. 全球电子烟营收规模（除中国外）（亿美元）.....	19
图 57. 中国电子烟营收规模（亿元）.....	19
图 58. 中英美电子烟产品渗透率.....	20
图 59. 全球烟草产品市场占比.....	20
图 60. 中国 HNB 专利申请数量（个）.....	20
图 61. 全球潮玩市场规模（亿美元）.....	21
图 62. 中国潮玩市场规模（亿元）.....	21
图 63. 中国潮玩市场份额.....	21
图 64. 中国潮玩类市场偏好.....	21
图 65. 中国盲盒产品主要消费人群（按性别分）.....	22
图 66. 中国盲盒产品主要消费人群（按年龄分）.....	22
图 67. GDP 累计同比贡献率（%）.....	22
图 68. 泡泡玛特与橘朵联名款.....	22

表格目录

表 1. 房地产施工流程对“三条红线”影响.....	10
表 2. 泡泡玛特 IP 类型.....	23

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，13年行业分析师经验、9年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn