

行业研究

回归长期主义，挖掘成长确定性

——造纸轻工行业 2022 年投资策略

要点

家居需求侧：地产的下行周期拉低行业景气，家居产业复苏静待拐点。回顾前两轮地产周期，家居企业或多或少会伴随业绩不达预期而受冲击，但基本盘稳健的公司往往能超越同侪。第三轮地产调控升级在即，我们认为，当前地产行业仍有 1 年左右的红利窗口，这将是龙头抓紧时机锻炼内功的重要时段。

家居供给侧：参考日韩，重点关注公司能力提升。汉森与 nitori 均经历过地产下行周期并实现穿越，发展出低价策略及多品类业务，汉森通过剔除经销商、模块化制造、信息化赋能优化价值链，nitori 通过自建工厂、海外采购、打磨物流的 SPA 赋能，获得长期增长力。2022 年，行业仍有望受益于剩余的地产红利，在大家居浪潮下，可参考海外龙头通过优化价值链与组织架构改革，有望跑赢行业。

跨境电商：电商化率跃升筑稳需求基础，运力缓解促需求满足。疫情推动 2020 年全球电商渗透率大幅跃升至 18%，资本借机涌入物流等基础设施，改善网购环境，为我国跨境电商出口培育大规模稳定的消费群体。美国籍以庞大的市场容量成跨境电商首选出海地，新兴市场力量不容忽视。根据我国出口产品分布与欧美消费品类对中国依赖度，我们认为消费者更加专注基础生活，加之中美经贸关系缓和信号频现，看好服装、家居、家电景气度延续，消费电子强势地位依旧。

潮玩：预计 2022 年全网潮玩盲盒销售额持续修复，市场景气度良好。线上潮玩持续修复，产业量价提升，产业客户粘性与消费意愿向好，盲盒消费逐步高端化。在此前提下，IP 充足、产业链布局完善的头部企业，叠加国内低渗透率，仍有望持续享受红利。

电子烟：当前市场进入瓶颈期，2022 年有望改善，美国 PMTA 持续推进，关注全产业链投资机会。由于前期开店过多及担忧政策，行业进入阶段性瓶颈期。美国方面，FDA 已审核申请超过 96%，头部品牌如 JUUL、vuse 等仍在审核进程中，我们预期其通过概率较大。国内随着中烟向 HNB 及雾化烟的逐步布局，电子烟存在合法化可能，当前中国偏低的渗透率使得雾化小烟及 HNB 均有较大拓展空间，产业链各环节均存在投资机会。

造纸：木浆系下游需求低迷，禁废令下包装纸稳健增长。木浆系需求仍未改善，文化纸需求同比下滑明显，纸价持续低迷；包装纸在禁废令下，2021 年 4 月以来需求稳健增长，进口占比减少支撑国产纸需求，但产业链囤货意愿不强，难有较大行情。2022 年待库存消化、需求修复，或有望迎来新的造纸行情。

投资建议：家居：地产周期下行，看好供给侧能力提升的企业，推荐顾家家居、欧派家居；**跨境电商：**看好后疫情供应链转移及中美关系缓和机遇，建议关注安克创新。**潮玩：**看好潮玩市场修复，推荐泡泡玛特；**电子烟：**行业进入瓶颈期，推荐产业链核心环节龙头思摩尔国际。**造纸：**静待行情开启，推荐经营稳健、管理优质的太阳纸业。

风险分析：地产销售加速下行，跨境电商运力恢复不及预期，电子烟实行专卖制。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
603816.SH	顾家家居	64.88	1.34	2.66	3.34	49	24	19	买入
603833.SH	欧派家居	122.22	3.43	4.67	5.50	36	26	22	买入
9992.HK	泡泡玛特	56.90 (港元)	0.37	0.72	1.13	126	66	42	增持
6969.HK	思摩尔国际	34.35 (港元)	0.44	0.90	1.06	65	32	27	买入
002078.SZ	太阳纸业	11.95	0.74	1.37	1.56	16	9	8	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-5；汇率按 1HKD=0.82764CNY 换算

造纸印刷轻工
增持（维持）

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

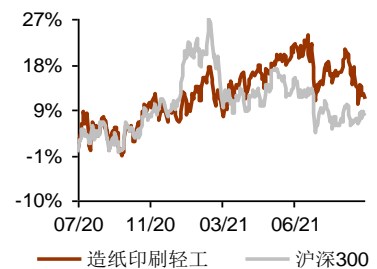
021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangze@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

地产周期下行，消费品需求仍承载压力，但行业低迷与机遇共存，我们坚定回归长期主义，把握龙头核心能力圈，用更长的视角关注行业机遇。

我们区别于市场的观点

家居：我们从日韩两国经验分别总结汉森与 nitori 长期穿越周期的秘诀，为分析国内家居龙头提供启示。即便是在地产的下行周期，龙头通过优化渠道、深耕制造、物流端，最终实现“低价+多样化产品”，便有望打破家居高价低频的模式，从而减少地产周期的扰动，跨越周期开启飞轮效应。国内以顾家家居为例，总部逐步完善制造与物流布局，并优化终端店面设置，提升参与度，减少经销商负担，多品类布局日渐完善。

电子烟&潮玩：电子烟行业当前受困于政策不确定性，潮玩行业则存在需求不确定性。但我们认为作为成长股，当前两大类产品在国内的渗透率均较低，长期来看拓展空间广阔，而其中各自的龙头思摩尔国际与泡泡玛特护城河稳固，仍未有可能被颠覆的迹象，将有望持续受益于行业红利。电子烟和潮玩盲盒作为高成长性的可选消费品，都具备一定成瘾性，客户黏性高于通常意义上的消费品，或有机会穿越本轮消费下行周期。

股价上涨的催化因素

地产销售数据回暖，海外运力恢复超预期，电子烟政策落地且非专卖制。

投资建议

家居：行业地产红利尚存，龙头抓紧机遇实现组织架构调整、产业链赋能，完善大家居进军，有望超越地产周期，实现飞轮效应，推荐顾家家居、欧派家居；

跨境电商：疫情推动全球电商化率提升带来稳定需求，运力恢复与中美经贸关系缓和双面利好，品牌高举出海时代将加速谱写，跨境电商出口成长性确定。

潮玩：下游需求恢复较好，龙头全产业链优势明显，逐步实现平台化发展，推荐泡泡玛特；

电子烟：国内外需求较此前有所放缓，当前最主要的动向在于政策，FDA 或有望加快海外政策推进，并对国内政策制定有所启发，产业链各环节均有投资机会，重点推荐雾化芯核心龙头思摩尔国际；

造纸：板块行情能否修复有待进一步观察，待 2022 年库存消耗、需求修复，若纸价处于相对低位，有望开启板块上涨行情，推荐文化纸龙头太阳纸业；

目 录

1、家居：回归长期主义，穿越地产周期	7
1.1、需求侧：房产的下行周期拉低行业景气，家居产业复苏静待拐点	7
1.2、供给侧：如何看待本轮房地产政策冲击？	9
1.3、回归长期，重点关注供给侧方面公司能力的提升	11
1.3.1、参考汉森：渠道改革、信息化及服务化转型打开中低端市场，跨越周期	11
1.3.2、参考 nitori：SPA 全流程打磨、低价+多元化构筑业绩长青	13
1.3.3、SPA 或成国内家居龙头后市主要发展路径	15
2、跨境电商：电商渗透率跃升释放需求，成长性确定	16
2.1、电商化率跃升筑稳需求基础，运力缓解促需求满足	16
2.2、跨境电商部分产业链景气度仍将延续	18
2.3、中美经贸关系缓和有望降低贸易关税，利好美国市场	21
3、潮玩：市场持续修复，泡泡玛特持续推进多元布局	22
4、电子烟：市场持续低迷，静待政策落地	25
4.1、门店销售较为低迷，电子烟终端市场静待拐点	25
4.2、PMTA 审核持续推进，关注电子烟全产业链投资机会	26
5、造纸：需求量较低，拉低行情境况	28
5.1、木浆系造纸：行情维持低迷，需求有待提升	28
5.2、废纸系造纸：禁废令下价格回暖，进口成品纸是关键	30
6、投资建议：	31
6.1、顾家家居：业绩持续增长，成长逻辑逐步兑现	32
6.2、欧派家居：零售大宗齐发力，大家居渐入佳境	33
6.3、泡泡玛特：IP 孵化能力逐步验证，多渠道扩展齐头并进	34
6.4、思摩尔国际：海内外业务快速增长，龙头地位稳固	35
6.5、太阳纸业：量价提升支撑业绩，关注包装纸景气行情	36
7、风险提示：	37

图目录

图 1: 索菲亚业绩受房地产调控周期影响明显.....	7
图 2: 索菲亚第一轮调控周期期间涨跌幅变动.....	7
图 3: 索菲亚业绩在 2014Q1 出现降速.....	8
图 4: 第二轮地产调控期间索菲亚与欧派家居涨跌幅对比	8
图 5: 若以地产周期为锚, 家居行业增速的最高点或在 2022 年末到达 (图为各指标近 12 个月数据同比增速)	9
图 6: 各家居公司 2020 年以来营业收入 yoy 对比	9
图 7: 各家居公司 2020 年以来归母净利润 yoy 对比.....	9
图 8: 我国居民部门杠杆率不断攀升	10
图 9: 商品房单季度累计成交量 (万套)	10
图 10: 欧派家居与索菲亚 2016-2020 年营业收入对比.....	10
图 11: 欧派家居与索菲亚 2016-2020 年归母净利润对比	10
图 12: 欧派家居收入拆分 (亿元) 及增速	11
图 13: 顾家家居收入拆分 (亿元) 及增速	11
图 14: 次贷危机后汉森收入持续复苏.....	11
图 15: 汉森应收账款天数与存货周转天数	12
图 16: nitori 收入增长长期超越地产及行业增长	13
图 17: nitori 毛利率持续改善, 优于对手大塚家具.....	14
图 18: nitori 净利率稳定高于对手	14
图 19: nitori 存货周转天数远优于对手	14
图 20: 顾家家居存货周转天数	16
图 21: 顾家家居人力成本占比	16
图 22: 中国整体出口增速维持高位平稳 (进出口总额单位: 亿元)	17
图 23: 中国跨境出口规模高速增长 (单位: 亿元)	17
图 24: 2020 年全球电商零售额及渗透率均大幅提升.....	17
图 25: 疫情后品类线下复购率预计保持较高水平	17
图 26: 2020 年电商市场规模	18
图 27: 2020 年电商渗透率.....	18
图 28: 中国新订单与新出口订单的 PMI 21Q2 以来明显下滑	18
图 29: 21Q2 以来纺织类产品均价上涨明显.....	18
图 30: 中国出口跨境电商卖家品类分布	19
图 31: 中国部分产品出口金额 (亿美元)	19
图 32: 中国部分产品出口金额同比增速	19
图 33: 美国部分品类对中国的依赖度.....	20
图 34: 欧盟部分品类对中国的依赖度.....	20
图 35: 美国部分品类对中国进口量的同比增速	20
图 36: 欧盟部分品类对中国进口量的同比增速	20
图 37: 安克创新在跨境电商卖家中收入规模领先	21
图 38: Shein 营收及增速在疫情催化下大幅提升	21

图 39: 美国对中国加征关税的部分品类及其加征税率	21
图 40: 全网潮玩盲盒行业销量及销售额	22
图 41: 全网潮玩盲盒销售均价	22
图 42: 泡泡玛特销量及销售额 (旗舰店以及天猫超市)	23
图 43: 泡泡玛特销售均价 (旗舰店以及天猫超市)	23
图 44: 2021 年 4-7 月不同价格带产品销售额 (万元)	23
图 45: 2021 年 4-7 月销量前十的产品价格 (元)	23
图 46: 2021 年 9 月电子烟店主调查收入情况	25
图 47: 2021 年 9 月电子烟店主收入区间	25
图 48: 2021 年 4 月电子烟门店业绩下滑原因	25
图 49: 2021 年 5-6 月电子烟门店业绩下滑原因	25
图 50: 中国电子烟市场规模	26
图 51: 中国电子烟市场情况	28
图 52: 文化纸、白卡纸与针叶浆价格 (元/吨)	28
图 53: 文化纸、白卡纸与针叶浆吨毛利 (元/吨)	28
图 54: 木浆系造纸终端需求 (万吨)	29
图 55: 中国纸浆港口总库存 (万吨)	29
图 56: 废纸系价格 (元/吨)	30
图 57: 废纸吨毛利 (元/吨)	30
图 58: 包装纸终端需求 (万吨)	30
图 59: 进口包装纸需求占比	31

表目录

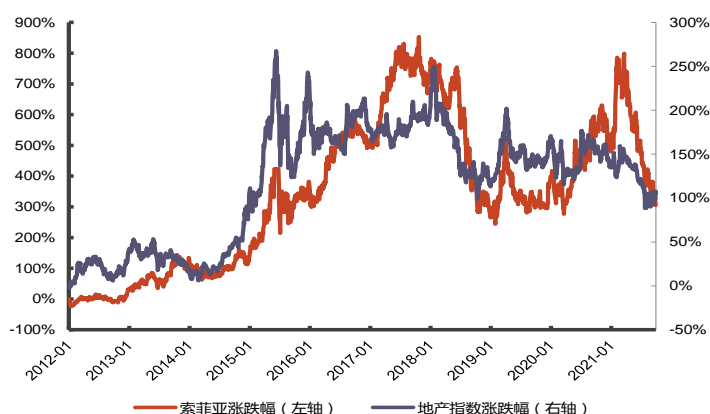
表 1：2021H1 各城市的调控政策.....	8
表 2：汉森早期推出的家居品牌及性质.....	12
表 3：2021 年 9 月以来中美重要会谈事件	22
表 4：泡泡玛特出海情况.....	23
表 5：泡泡玛特对外投资.....	24
表 6：潮玩展会情况.....	24
表 7：美国电子烟政策梳理	27
表 8：顾家家居盈利预测与估值简表	32
表 9：欧派家居盈利预测与估值简表	33
表 10：泡泡玛特盈利预测与估值简表.....	34
表 11：思摩尔国际盈利预测与估值简表	35
表 12：太阳纸业盈利预测与估值简表.....	36
表 13：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	37

1、家居：回归长期主义，穿越地产周期

1.1、需求侧：房产的下行周期拉低行业景气，家居产业复苏静待拐点

房地产调控周期对家居行业影响明显。房地产行业景气度是家居行业需求端的重要变量，同时房地产也存在多次由政策引导的周期，自 2013 年以来房地产行业已经历了三轮主要的政策调控，每一轮调控往往伴随着新一轮家居公司股价的回撤，这一点在 2017 年及之后的调控中尤为明显。以 A 股上市较早的龙头公司索菲亚为例，受房地产紧缩政策影响，公司股价在 2017 年年中和 2021 年上半年均出现下滑。

图 1：索菲亚业绩受房地产调控周期影响明显

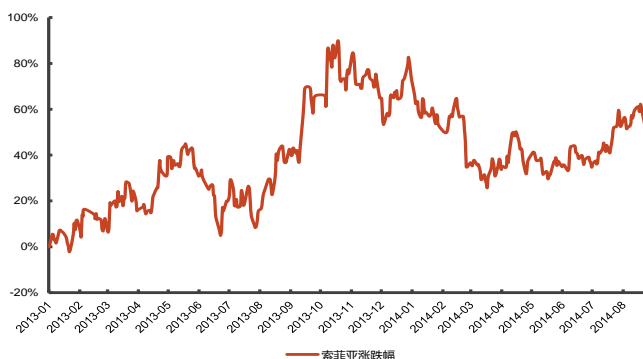


资料来源：WIND，光大证券研究所

注：统计区间为 2012 年 1 月 1 日-2021 年 9 月 30 日

第一轮房地产调控周期期间，索菲亚逆势成长穿越周期。2013 年初，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，对新建商品房房价控制目标、限购措施等内容提出了要求。但索菲亚股价并未立即对政策做出反应，当 2013 年末房地产需求出现下行预期时，索菲亚 14Q1 业绩降速，股价开始下跌，直至 2014 年年中。

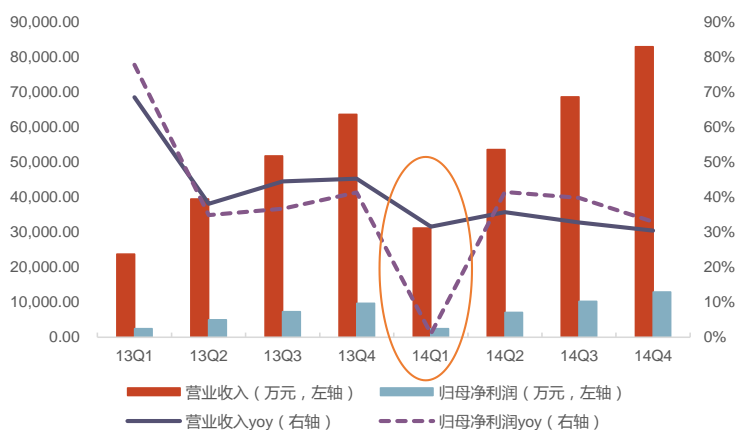
图 2：索菲亚第一轮调控周期期间涨跌幅变动



资料来源：WIND，光大证券研究所

注：统计区间为 2013 年 1 月 1 日-2014 年 9 月 1 日

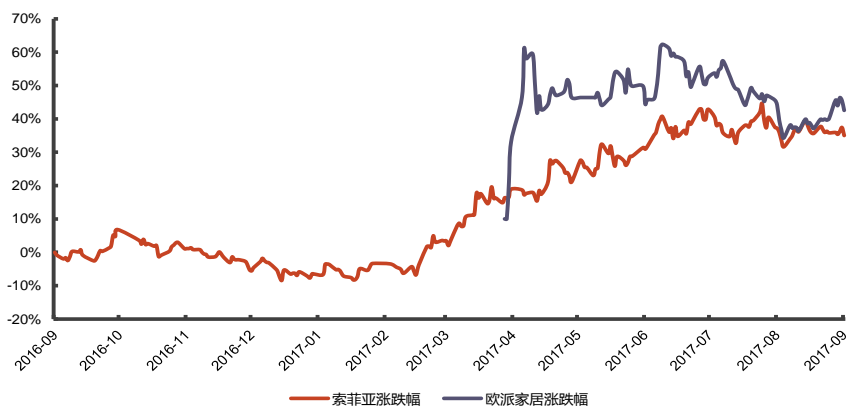
图 3：索菲亚业绩在 2014Q1 出现降速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

第二轮房地产调控周期期间，龙头欧派家居登陆 A 股市场，索菲亚未能穿越周期。2016 年“十一”前后，在北京发布“京八条”后，天津、南京等 21 个城市相继发布房地产调控政策，同时中央定调“房住不炒”，市场预期楼市将迎来新一波降温。但索菲亚仍未对该轮调控做出充足反应，直到 2017 年年中房地产销售出现压力时，索菲亚股价开始出现下跌趋势。而欧派家居于 2017 年 3 月 28 日上市，同期涨跌幅超过索菲亚。

图 4：第二轮地产调控期间索菲亚与欧派家居涨跌幅对比



资料来源：WIND，光大证券研究所

注：统计区间为 2016 年 9 月 1 日-2017 年 9 月 1 日

第三轮房地产调控周期已经开启，后市走向引发市场担忧。2021H1 房地产市场“稳房价、稳低价、稳预期”的政策基调不变，部分城市地产热度的回升引发了新一轮的政策收紧。相较于 2020 年，21H1 政策调控的变化主要体现在：1) 二手房指导价成为调控新利器；2) 学区房问题受到政策关注；3) 租赁房市场得到政策倾斜和鼓励。

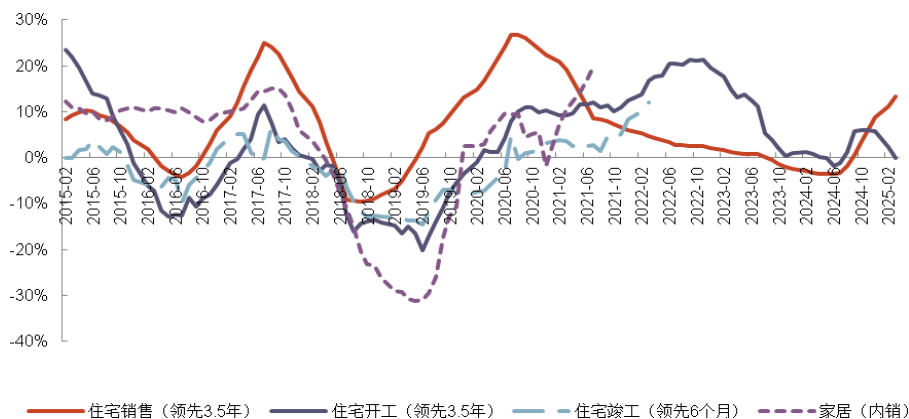
表 1：2021H1 各城市的调控政策

调控政策	城市
公积金收紧	大连、佛山、贵阳、厦门、台州、郑州、中山
公证摇号	合肥、湖州、嘉兴、上海、绍兴、成都
限售加码	广州、合肥、湖州、嘉兴、江山、宁波、上海、绍兴、西安、义乌
限购加码	成都、东莞、广州、杭州、合肥、嘉兴、南京、宁波、上海、绍兴、深圳、西安
限价	东莞、广州、合肥、南平、南通、绍兴、深圳

资料来源：亿翰智库，光大证券研究所

我们认为当前家居行业仍有望受益于地产周期剩余红利，时间窗口或剩为 1 年左右。2019 年下半年以来，房地产销售数据开始修复，以销售数据领先竣工 3 年，竣工领先家具销售 6 个月算，我们认为地产周期带来的红利将使家居行业维持可观增速至 2022 年底，但第三轮地产调控周期已然开启，因此家居企业谋求转型迫在眉睫，时间窗口为 1 年左右。

图 5：若以地产周期为锚，家居行业增速的最高点或在 2022 年末到达（图为各指标近 12 个月数据同比增速）



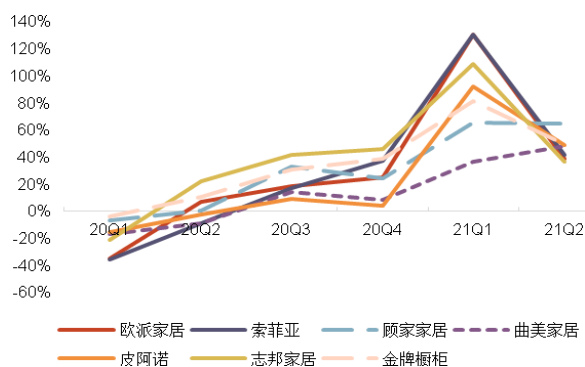
资料来源：WIND，光大证券研究所

注：实际数据统计区间为：住宅销售（2011 年 7 月-2021 年 9 月），住宅开工（2011 年 7 月-2021 年 9 月），住宅竣工（2014 年 7 月-2021 年 9 月），家居内销（2015 年 2 月-2021 年 9 月）；除家居（内销）数据外，其余数据根据领先家居行业的时间进行平移

1.2、 供给侧：如何看待本轮房地产政策冲击？

2020 年受益于行业修复，龙头公司重回上升周期，小品牌影响有限。回顾 2020 年全年，我们可以发现索菲亚、欧派家居等龙头公司受益于行业景气度恢复，股价有所回升；但一些小品牌公司并未充分受益红利，只有部分公司表现为订单修复：曲美家居因 Ekornes 受益于内部改革成效及全球市场景气度提升，营业收入和订单额快速增长；皮阿诺受装修需求恢复和公司渠道、品类拓展影响，业绩大幅增长。相比之下，志邦家居、金牌橱柜等二线品牌公司 21Q2 利润不保，远超智慧等品牌仍处于下行周期，而头部品牌基本于 2Q20 开始修复至正轨，马太效应分化明显。

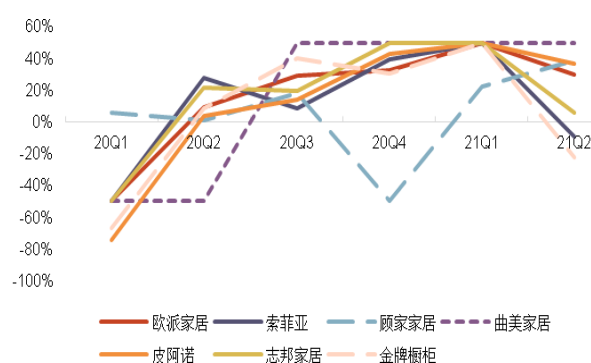
图 6：各家居公司 2020 年以来营业收入 yoy 对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注：图中数据为单季度数据

图 7：各家居公司 2020 年以来归母净利润 yoy 对比

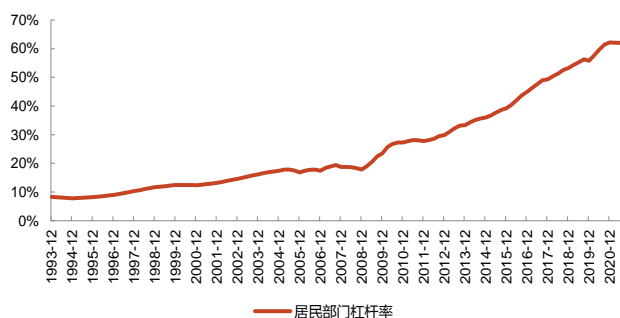


资料来源：各公司公告，光大证券研究所

注：图中数据为单季度数据；为了便于图片观看，我们将增速绝对值大于等于 100% 的数据（曲美家居 20Q1、20Q2、20Q3、20Q4、21Q1、21Q2；皮阿诺 21Q1；志邦家居 20Q1、20Q4、21Q1；金牌橱柜 21Q1）取值为 ±50%

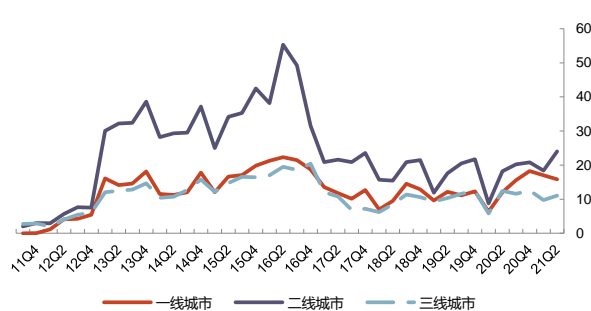
本轮房地产行情基本符合我们的预期，后市或仍有周期性波动。以居民贷款和GDP 比值衡量居民部门杠杆率，21Q2 杠杆率为 62%，相较于历史水平处于高位。房地产景气度方面，截至 2021 年 6 月末，除一线城市单季度最高成交量勉强回到 2016 年前高水平外，二线、三线城市复苏乏力，仍未回到前高水平，预估房地产后市将继续伴有周期性波动。

图 8：我国居民部门杠杆率不断攀升



资料来源：国家资产负债表研究中心，光大证券研究所
注：统计区间为 1993 年 12 月 31 日-2021 年 6 月 30 日

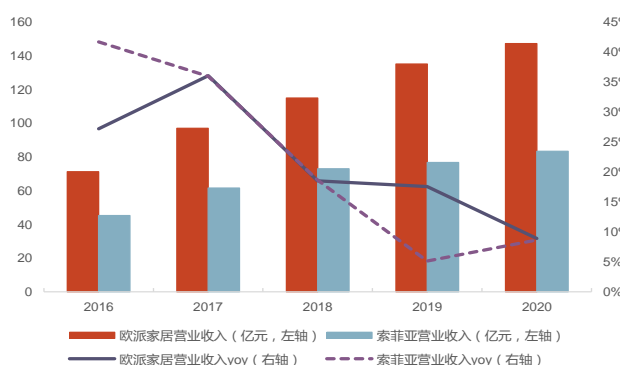
图 9：商品房单季度累计成交量（万套）



资料来源：WIND，光大证券研究所
注：统计区间为 2011 年 9 月 30 日-2021 年 6 月 30 日

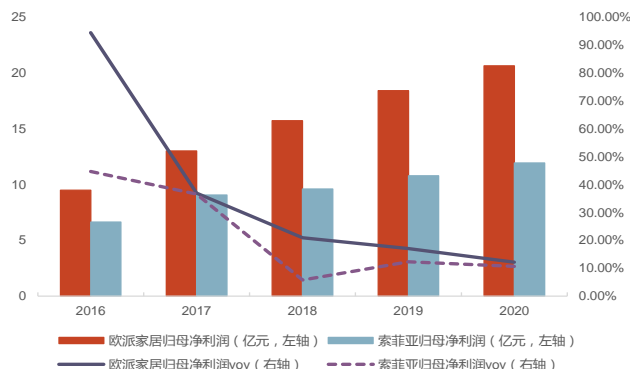
家居公司业绩增长的重要原因在于企业价值链优化，产品的品类和渠道多样化不断完善。通过比较索菲亚和欧派家居，我们可以发现，家居公司的复合增长能力会在每一轮周期中拉开差距，凭借复利和持续成长，市场会陆续为公司业绩买单。我们认为，公司业绩增长的核心在于企业组织结构变革带来的价值链优化，产品多品类和多渠道的重要性不断凸显。

图 10：欧派家居与索菲亚 2016-2020 年营业收入对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

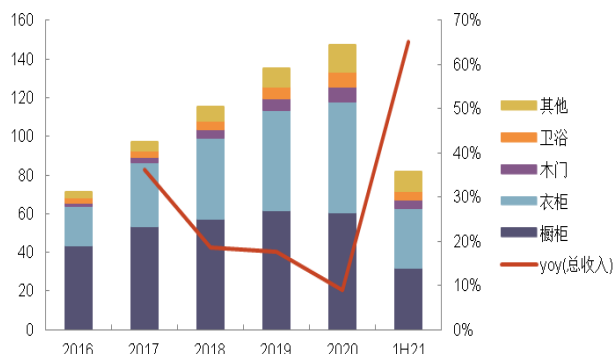
图 11：欧派家居与索菲亚 2016-2020 年归母净利润对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

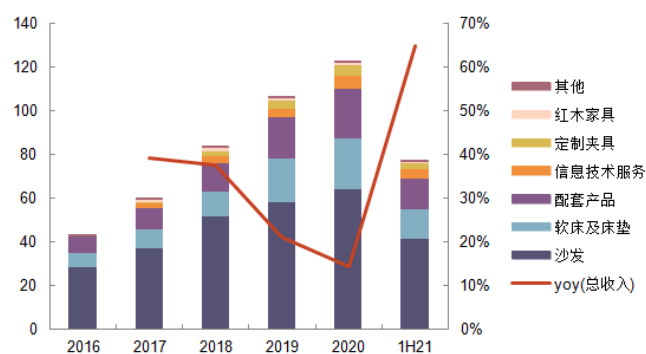
欧派家居和顾家家居多品类战略不断得到深化。除整体橱柜外，欧派家居积极布局定制衣柜、木门和整体卫浴等赛道，各品类产品营收逐年递增，其中家居配套品的高增速表明公司多品类战略正在不断发力。我们预计，2021 年欧派家居定制衣柜收入增速有望首次超过整体橱柜收入增速。顾家家居在 2016 年时主要覆盖沙发、软床及床垫、配套产品三大板块，但自 2017 年开始，公司多品类战略扩张步伐加快，将业务延伸到了信息技术服务、定制家具和红木家具，出现了新的利润增长点。

图 12：欧派家居收入拆分（亿元）及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 13：顾家家居收入拆分（亿元）及增速



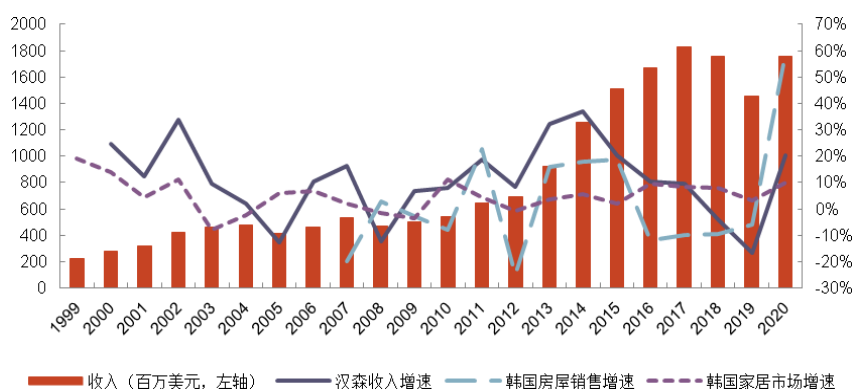
资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、回归长期，重点关注供给侧方面公司能力的提升

1.3.1、参考汉森：渠道改革、信息化及服务化转型打开中低端市场，跨越周期

对标韩国，重点把握地产下行时期汉森实现的价值链革命。以韩国的汉森家居为例，汉森回报率最高的阶段并非家具消费高景气时期，虽然公司业绩与房地产行业景气度之间仍然具有相关性，但公司自身产品经营的成长在一定程度上对冲了来自房地产行业的压力，次贷危机后逐步修复增长，部分年份穿越地产周期。这主要得益于汉森通过渠道改革、信息化、服务化推出中低品牌 IK，通过越过代销、批发等渠道直接面对终端交付平台或服务群体，并凭借信息化水平的提升来建立数据库以提高效率，持续提升制造能力、全渠道布局覆盖所有场景以及多品类布局维持住了自身的市场规模。

图 14：次贷危机后汉森收入持续复苏



资料来源：wind, Bloomberg, 光大证券研究所

具体来讲，IK的成功得益于公司的以下操作：

组织架构调整：汉森直接对接终端运营店/装修团队，降低流通成本。期初，汉森通过 Milan 低价橱柜产品看到中低端产品的市场潜力，并进一步推进室内品牌英特尔，但中间环节的代销店/经销商增加了流通及沟通成本，使得终端产品成本较小企业产品仍高出 30%-40%。IK 打破了这一组织结构，汉森直接对接终端施工店面，将价格差距压缩至 10%，截至 2010 年 7 月，汉森已对接 2500 家终端店面，占韩国总市场的 10%。

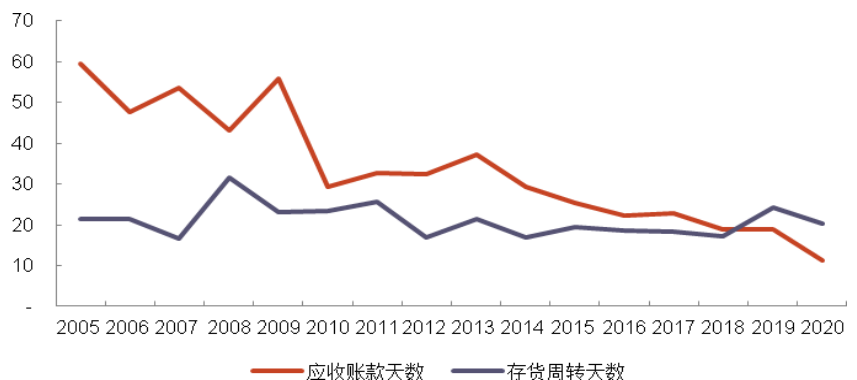
表 2：汉森早期推出的家居品牌及性质

品牌	Milan	英特尔	NEO	IK	INNO
推出时间	2001 年	2004 年	2006 年	2008 年	2010 年
渠道结构	汉森-代销店-消费者	汉森-代销店-装修团队-消费者		汉森-装修团队-消费者	
客户覆盖定位	10%（品牌市场）		30%（品牌市场）	40%（非品牌市场）	50%（非品牌市场）
特征	历代最佳厨房产品	室内装修产品	中低价产品	渠道改进产品	流程创新品牌
缺点	成本较高	流通复杂，客户满意度差		整体业务流程创新不足，成本压力仍存	
消费者画像	家居更换需求			房屋翻新需求	

资料来源：Dong-A Business Reviews，光大证券研究所

在信息化的基础上实现产品模块化，提升生产效率。公司进一步将产品模块化生产，基于数据库，公司对产品进行模块化改造，同时配合新工艺进行产品创新，如减少把手，饰面材料等的复杂度及使用量，厨卫团队人数从 60 人减少为 20 人，生产时间和成本降低 20%，以此将 INNO 厨房品牌成本缩减至同类竞品的 5%，加强产品价格竞争力及周转能力，数据上看，2010 年之后，公司周转能力整体呈现提升趋势。此外，不断迭代的信息化能力使得汉森的安装成功率高达 98%，远优于当前国内龙头定制家居企业。

图 15：汉森应收账款天数与存货周转天数



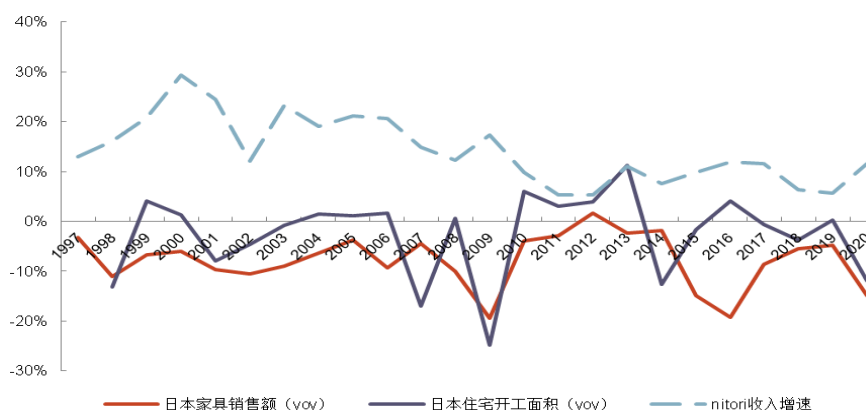
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

确定“常客理念”及 NPS 考核体系，由上至下服务化转型。在 21 世纪初，汉森对工程业务的依赖相对较大，对零售的重视有待提高。在 2007 年，公司详细分析数据得出了“常客理念”：家居并非完全的耐用消耗品，购买 90 天后自己或其他客户推荐的复购率可达 50%-60%，全年复购率 70%-80%，次年为 20%，由此汉森制定了常客销售额达到 50% 的业务目标并延续至今，同时采用了常见于消费领域的 NPS（净推荐值）考核体系，由上至下贯彻服务化转型。在该理念指导下，熟客占比由 2008 年的 10% 提升至 2010 年 7 月的 30%。

1.3.2、参考 nitori：SPA 全流程打磨、低价+多元化构筑业绩长青

打破常规实现 SPA 改革，实现业绩长青。SPA (Specialty retailer of Private label Apparel) 意为“自有品牌专业零售商经营模式”，是一种从商品策划、制造到零售都整合起来的垂直整合型销售形式。自 90 年代泡沫危机以来，日本经济及房地产基本处于低迷态势，住宅开工面积及家居市场常年负增长，早期依靠差异化打法（如大塚家具主打高端品牌），仍然可以实现快速增长，可 2000 年之后，随着日本装配式住宅占比不断提升，房地产市场逐步成熟，大塚家具逐渐落伍，而 nitori 则依靠简单的低价+多品类的打法，在日本第三、四消费时代浪潮中脱颖而出。我们认为，nitori 跑赢周期的逻辑在于实现包括物流优化在内的 SPA 流程，已脱离了传统家具高价低频的商业模式，而走向低价高频的消费品模式。

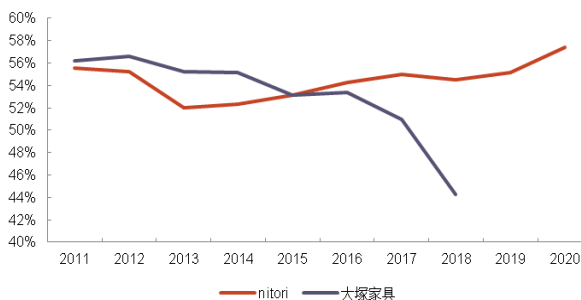
图 16：nitori 收入增长长期超越地产及行业增长



资料来源：wind, Bloomberg, 光大证券研究所

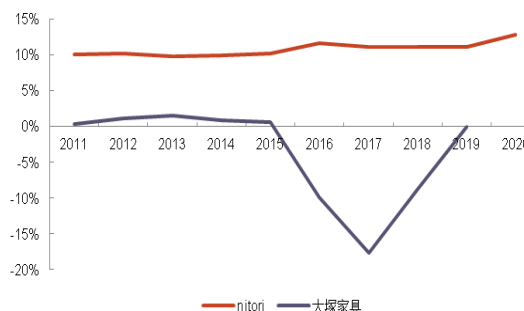
SPA 流程及公司长期以来的降本提效，使得公司保持远超对手及行业的盈利能力，只有在保证盈利的基础上，才能不断实现扩张。不难看出，公司对制造、物流、采购的把控，并不断扩大开店带来的规模效应，即便 nitori 主打低价产品，依旧能够维持 50%+ 的毛利率及 10%+ 的净利率，大幅优于对手及行业，使得公司能够在泡沫危机、次贷危机逆势扩张，在行业不景气时期拿到低价店面，并通过降价挤压对手空间，实现业绩正循环。

图 17: nitori 毛利率持续改善, 优于对手大塚家具



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 18: nitori 净利率稳定高于对手



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

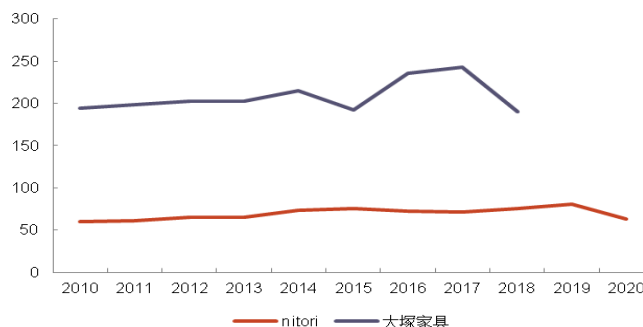
冰冻三尺非一日之寒, 不难看出, 对于 nitori 来讲, 低价是数十年来得以制胜的不二法宝, 具体来讲主要得益于创始人似鸟昭雄领先日本行业的产业布局:

1、自建工厂: 打破日本零售业的守旧模式, 绕开批发商直接与工厂对接, 减少渠道成本, 90 年代后在印尼及越南建立工厂, 使得产品成本持续走低。

2、海外采购及强化品控: 80 年代勇于采用海外商品进口, 这在以出口为主的日本企业中十分罕见, 进口低价产品必然使得质量难以保证, 因此最开始该举措对公司效益有限, 但似鸟昭雄坚定布局, 广场协议后日元升值, 采购商品的质量得以提升, 该模式的优势逐步显现。同时公司建立起较为完善的海关报备及物流系统, 并利用 SPA 模式强化对采购端的管控, 很多产品只是采购核心技术, 配件依然交由自己工厂生产。公司对产品采用汽车级品控, 保证产品质量, nitori 也是迄今为止日本家居公司中唯一一家为海外供应商提供全面质量改进工作的公司。

3、自建物流: 公司早在 1980 年便设立了札幌物流中心, 成为日本流通行业首家导入自动立体仓库系统的公司, 至今在日本建立了 10 个物流中心, nitori 的商品可直接从物流中心运到店铺进行销售。物流上的成功是 nitori 能够在日本战胜宜家的重要原因, 一方面, 从价格上看, 宜家相对 nitori 并无优势, 同时 nitori 可以为顾客提供物流及安装服务, 成本上优势明显。此外, 信息化的助力也不可忽视, 2016 年 nitori 在神奈川县川崎市设立了自动仓库型拣选系统 AutoStore, 出货效率提高 3.75 倍, 同年 12 月份推出新的库存系统, 打通线上线下库存联动, 并以此实现了商场内产品扫码下单, 提升顾客购买体验。

图 19: nitori 存货周转天数远优于对手



资料来源: wind, bloomberg, 光大证券研究所

总结来讲，nitori 对采购、制造、物流、产品质量的掌控，保证了其低价+多品类商业模式的长期运行，从结果上看，该模式逻辑通顺，且已被市场验证。从过程上看，每一个环节的搭建也需要公司有充足的前瞻性与执行力，并扎实地稳步地推进，比如：

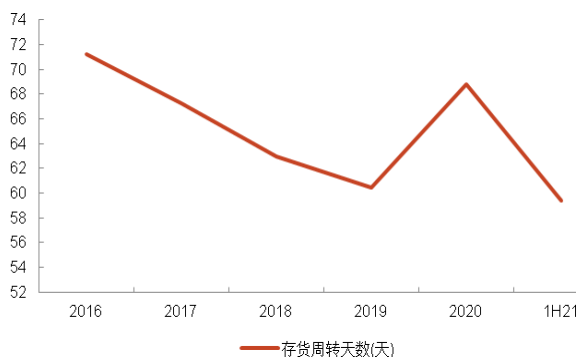
在海外采购上，公司早期要能承受产品质量低带来的高投诉率及对品牌可能的影响；在海外建立工厂也需要应对东南亚国家法制不健全、早期员工效率低等问题，但长期的减持与打磨在后期也将形成同行难以逾越的护城河；在品类拓展上，早期 nitori 在客户心中也有柜类家居的标签，对于沙发、床垫等品类，即便产品已经打磨的较好，但要充分收到市场认知，仍需 3-5 年的时间，因此用户心智的占领也是一个需要时间的过程，管理层对客户需求的判断及数年如一日的坚持便显得格外重要。

1.3.3、SPA 或成国内家居龙头后市主要发展路径

存量与增量市场共驱，龙头有机会通过存量竞争保证增长。疫情之后，顾家、欧派等龙头的业绩反弹反映了龙头产业链的韧性，下行周期中小企业较龙头的经营环境更恶劣，头部企业具备存量竞争的机会。以传统软体家居龙头顾家家居为例，顾家的多元化战略发展较为成功。一方面，我们认为地产红利还有一年左右，企业短期业绩仍有望享受地产红利；另一方面，公司传统沙发及床垫业务增长稳健，借助公司场景化运营及多渠道布局，定制家具的增量业务及电商带来的新渠道红利有望持续推进，完善大家居布局。**参考日韩龙头，我们认为 SPA 或将成为顾家家居未来主要发展路径，以实现高性价比、多品类产品布局。**汉森及 nitori 的 IK 业务均实现了剔除经销商的直营模式，同时依靠多品类及低价产品布局实现穿越周期。聚焦中国，虽然基于更大的市场纵深，经销商模式暂时难以取代，但可以不断为经销商赋能，标准化经销环节的工作，以实现全产业链价值优化。顾家在此方面的努力可体现为：

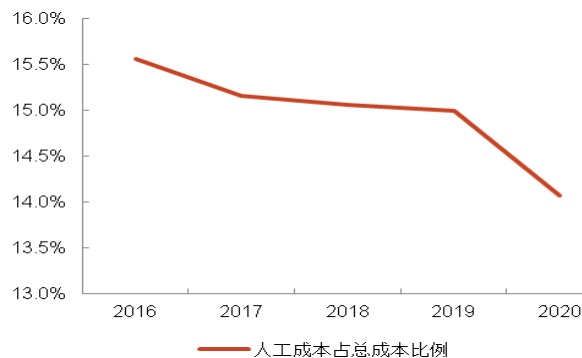
- 1、渠道端：**顾家通过组织架构改革，推出区域零售中心统筹多品类销售，同时施行“1+N+X”的渠道模式，逐步掌控门店装修、陈列、销售等，总部对终端零售的参与逐步加强，减少与经销商的博弈；
- 2、工厂端：**通过智能设备减少人工干预，逐步实现数据运营及数据预测，减少人工在决策中的干预，提升生产效率；
- 3、物流端：**2019 年公司开启仓配改革，2020 年承担经销商干线物流，进一步降低经销商资金压力及对经销商的依赖；
- 4、信息化：**信息化赋能全产业链，及时反应终端需求，提升工厂及仓储响应能力，进而减少库存压力。

图 20: 顾家家居存货周转天数



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 21: 顾家家居人力成本占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

依靠制造、物流、产业链革命及信息化改造, 顾家家居将进一步完善渠道端专业化分工, 减弱对经销商的依赖, 实现价值链效率提升, 包括推进门店统一施工, 门店开业周期缩短, 单位人员费用下降, 人均开店效率提升。随着消费者数据库的完善, 公司有望提升数据化能力, 在部分环节落实 C2B。

我们认为, 市场不应过度悲观, 家居行业虽受地产下行影响, 但龙头占比低, 同时竞争优势也较为明显, 顾家早已完成更为贴近终端的组织架构转型, 全产业链的赋能也在持续推进, 价值链优化与多品类场景化打造在日韩已被充分验证, 后期可对顾家大店数据及产品落地细节进行跟踪, 静待飞轮效应。

2、跨境电商: 电商渗透率跃升释放需求, 成长性确定

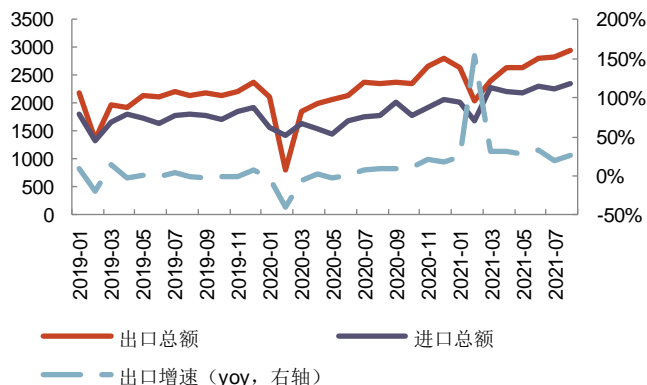
2.1、电商化率跃升筑稳需求基础, 运力缓解促需求满足

疫情引致全球各国经济恢复不平衡, 海外对中国产品需求旺盛。在新冠疫情的影响下, 海外供应链停摆, 而我国由于出色的疫情管控, 供应链优势凸显, 出口业务实现快速发展。

跨境出口电商交易表现更为出色。根据海关统计口径数据, 2020 年中国跨境电商出口规模 1.12 万亿元, 同比增长 40%, 占跨境电商交易比重 66%, 2021 年上半年跨境电商出口规模延续了上一年的增长旺势, 同比增长 44%, 占跨境电商交易比重提升至 68%。

全球疫情虽有缓解预期, 但是此轮疫情对中国出口供应链的改造、海外需求对中国供应链的依赖以及海外消费者线上购物习惯的培养方面都有提升; 我们认为即使 2022 年海外出现供需双扩, 跨境电商已经成为比较确定性的发展方向。

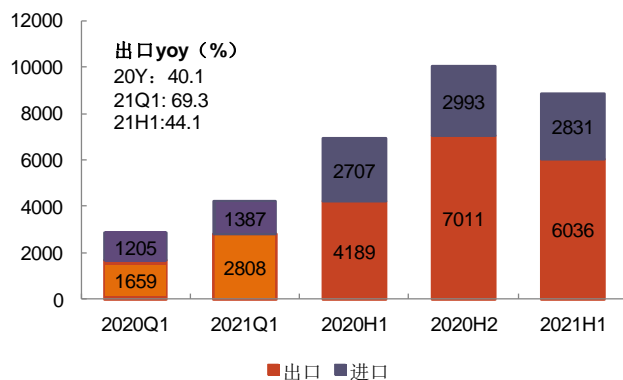
图 22: 中国整体出口增速维持高位平稳 (进出口总额单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 统计区间为 2019 年 1 月 31 日-2021 年 8 月 31 日

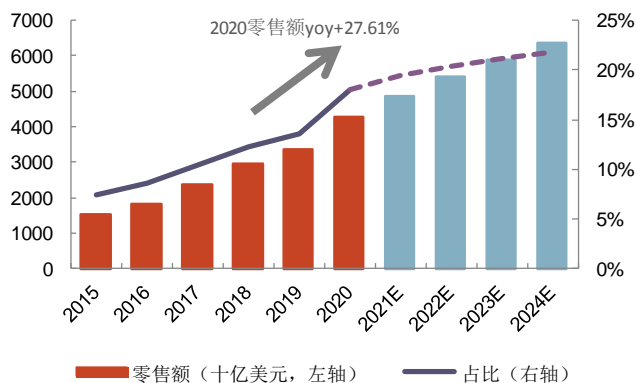
图 23: 中国跨境出口规模高速增长 (单位: 亿元)



资料来源: 海关总署, 光大证券研究所

电商渗透率稳步提升, 消费者线上购物需求增加, 利好跨境电商板块。全球电商渗透率自 2006 年以来基本维持每年 1.5pct 的速度增长, 新冠疫情催化全球零售业电商化率进一步提升, 2020 年全球电商化率同比增加 2.8pct 至 18%。我们认为, 电商化率的跃升与基础设施的完善将共同培育消费者稳定的网购习惯。

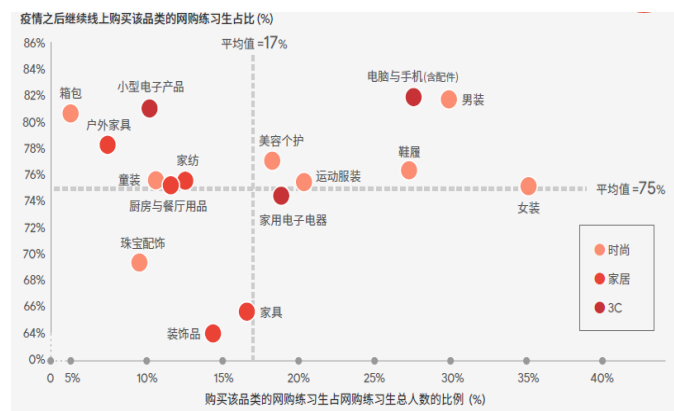
图 24: 2020 年全球电商零售额及渗透率均大幅提升



资料来源: eMarketer, 光大证券研究所整理

注: 预测数据来源为 eMarketer

图 25: 疫情后品类线下复购率预计保持较高水平



资料来源: 谷歌&德勤, 《2021 中国跨境电商发展报告》, 光大证券研究所

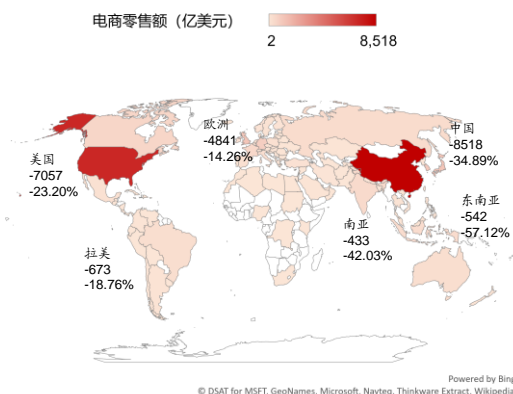
注: 网购练习生为过去一年首次在线上购物的人

电商化率提升背景下的区域性结构机会。

1) 美国籍以庞大的市场容量成跨境电商首选出海地。美国社会消费能力强, 零售总额位居全球榜首, 电商市场潜力巨大, 仅 2020 年增加的 1915 亿美元电商零售额便超过了东南亚+南亚+拉美的当年电商零售总额, 2019 年美国电商渗透率仅 15.63%, 同期中国为 22.46%, 受疫情推动, 2020 年美国电商渗透率提升至 20.76%, 参考中国电商渗透率, 仍有显著发展空间。

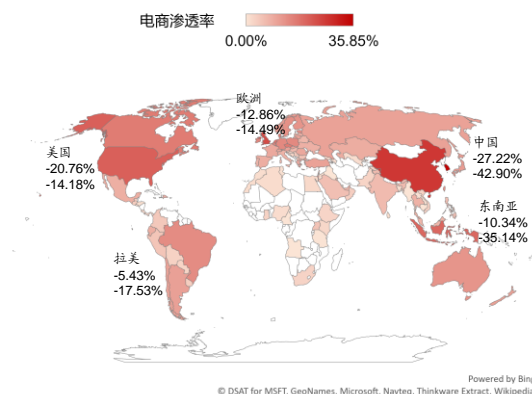
2) 新兴市场力量不容忽视。电商渗透率变动反映了社会消费模式变革, 具有低电商渗透率, 高增长速度的区域, 将会是电商竞相涌入蓝海, 符合该特征的区域, 目前有东南亚、南亚与拉美地区, 存在潜在的成长性。

图 26：2020 年电商市场规模



资料来源：euromonitor，光大证券研究所整理 注：第二行为 2014-2019CAGR

图 27：2020 年电商渗透率



资料来源：euromonitor，光大证券研究所整理 注：第二行为 2010-2020CAGR

海运运力有所缓解，预计 22Q1 恢复正常，消费者需求将得到满足。出口量价效应分析应警惕供给端短期供应能力不足对真实需求的掩盖。在我国新造箱产能释放、跨境零售巨头包船包舱策略的采用、能耗双控降低部分出口商品产能的多因素影响下，我们预计跨境电商物流环境将有所改善，未来，随着运力恢复，将带来新一轮的出口繁荣。

图 28：中国新订单与新出口订单的 PMI 21Q2 以来明显下滑

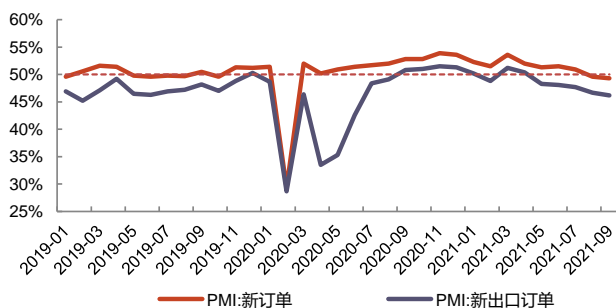
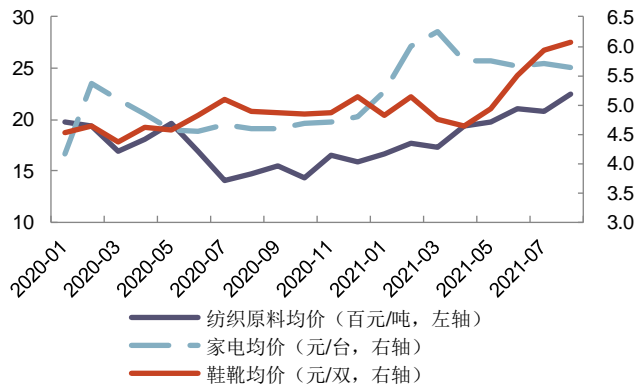
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计区间为 2019 年 1 月 31 日-2021 年 9 月 30 日

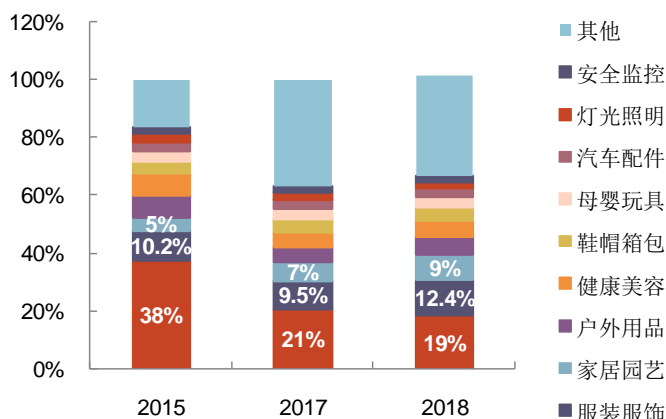
图 29：21Q2 以来纺织类产品均价上涨明显

资料来源：Wind，光大证券研究所
注：统计区间为 2020 年 1 月 31 日-2021 年 8 月 31 日

2.2、跨境电商部分产业链景气度仍将延续

跨境电商出口品类矩阵日益均衡，轻工类仍占一席之地。跨境电商出口产品主要为终端消费品，根据电子商务研究中心公布的数据，中国出口跨境电商卖家的品类主要分布在灯光照明、服装服饰、家居园艺方面，2015 年至 2018 年，海外消费者的品类需求日益呈现多元化，为跨境电商扩品提供空间。

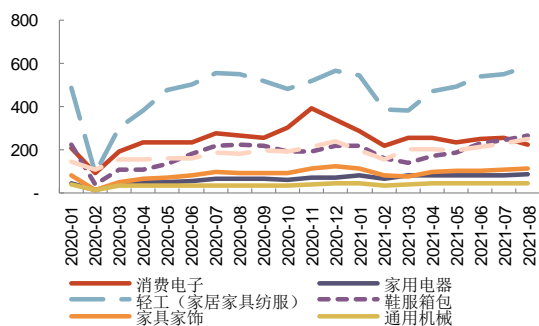
图 30：中国出口跨境电商卖家品类分布



资料来源：电子商务研究中心，光大证券研究所

就细分品类来看，我们认为服装、家居、家电景气度有望延续，消费电子强势地位依旧不可撼动。2021 年以来，服装、家居、家电三个品类出口金额同比增速在 2021 年 7 月份触底后于 8 月份强势回弹，欧美国家 2021Q2 以来对中国依赖度也有所增强，2021 年 8 月出口金额同比增速分别为 17%、21%、33%。

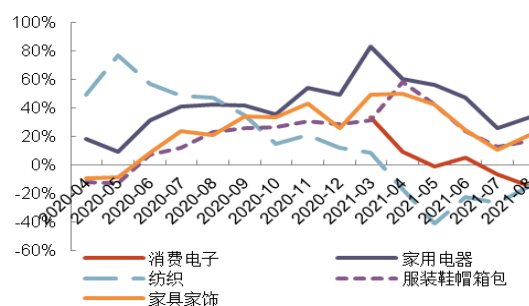
图 31：中国部分产品出口金额（亿美元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：统计区间为 2020 年 1 月 31 日-2021 年 8 月 31 日

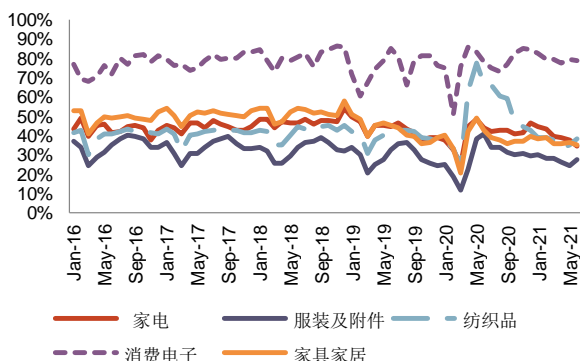
图 32：中国部分产品出口金额同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：统计区间为 2020 年 4 月 30 日-2021 年 8 月 31 日；因疫情导致基数较低，故剔除 2021-01 与 2021-02 数据

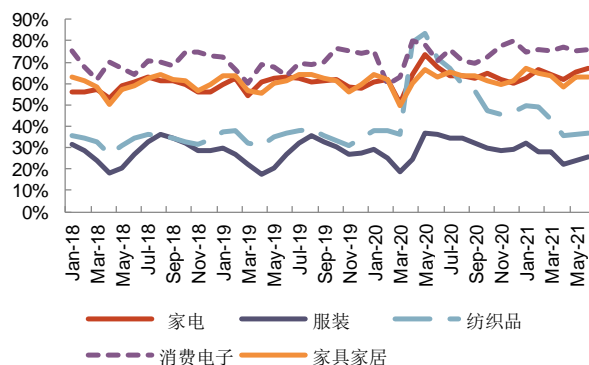
图 33：美国部分品类对中国的依赖度



资料来源：USITC，光大证券研究所整理

注：统计区间为 2016 年 1 月 31 日-2021 年 5 月 31 日

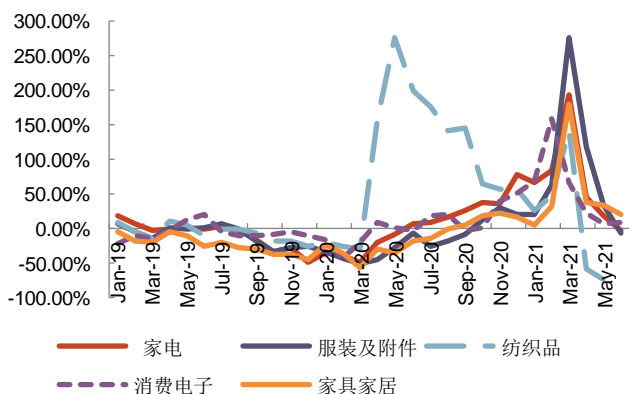
图 34：欧盟部分品类对中国的依赖度



资料来源：eurostat，光大证券研究所整理

注：统计区间为 2018 年 1 月 31 日-2021 年 5 月 31 日

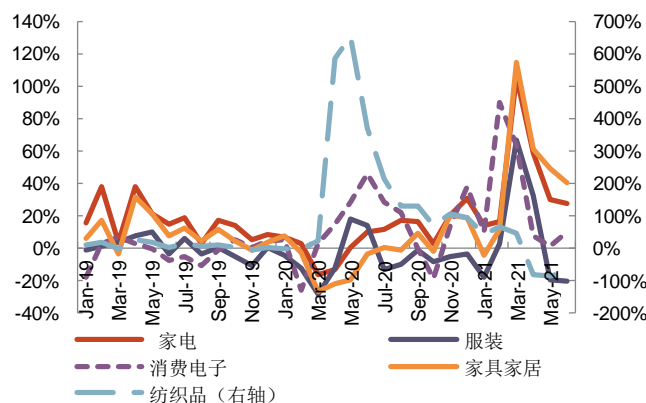
图 35：美国部分品类对中国进口量的同比增速



资料来源：USITC，光大证券研究所整理

注：统计区间为 2019 年 1 月 31 日-2021 年 5 月 31 日

图 36：欧盟部分品类对中国进口量的同比增速



资料来源：eurostat，光大证券研究所整理

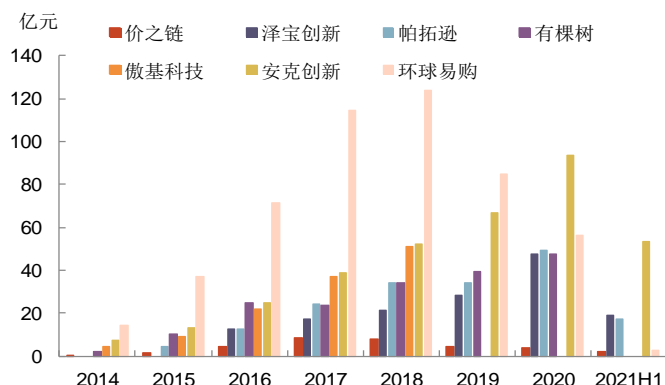
注：统计区间为 2019 年 1 月 31 日-2021 年 5 月 31 日

大型外贸代工厂，国内知名品牌，新锐品牌在 2021 年高举进攻跨境电商市场。随着这些具备产品研发能力和供应链优势的主力军进场，跨境电商进入真正的品牌出海阶段。未来，产品力、品牌力、产业链力将成为跨境电商的核心护城河，细分赛道的龙头品牌值得关注：

1) 安克创新在大浪淘沙中，盈利能力稳定，疫情助燃第二波成长。2020 年营业收入 93.53 亿元，同比增长 40.54%，2021 年上半年，安克创新持续发力，实现营业总收入 53.71 亿元，同比增长 52.24%。安克创新增长的核心在于拥有优秀的产品经理能力与团队，持续对品牌与产品推陈出新，并建立全渠道零售体系增强销售渠道稳定性。

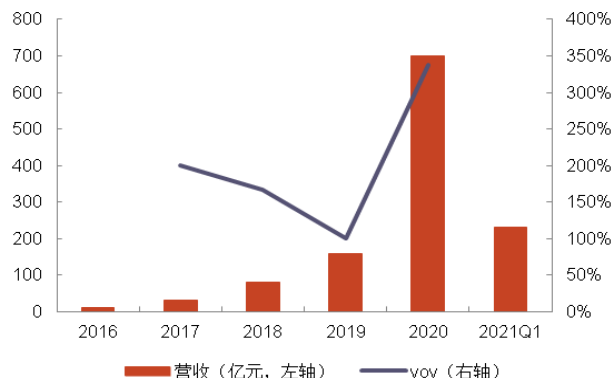
2) SHEIN 的 GMV 连续八年超 100% 增长，2020 年营收近 100 亿美元，2021 年 Q1 营收 36 亿美元。2021 年仅用半年的时间，在美快时尚领域市场份额翻番至 28%，领先原霸主 H&M 8 个 Pct。SHEIN 迅速攻克欧美快时尚市场，疫情是推手，背后的大逻辑是中国供应链的输出趋势所向，落到公司本质上则是前端精准营销与后端“小单快反”柔性供应链之间产生了飞轮效应。

图 37：安克创新在跨境电商卖家中收入规模领先



资料来源：各公司公告，光大证券研究

图 38：Shein 营收及增速在疫情催化下大幅提升

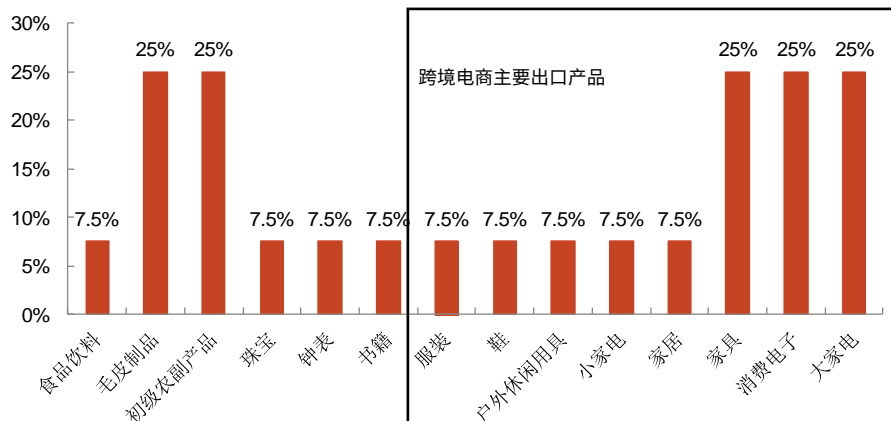


资料来源：公司官网，SHEIN 云工厂公众号，光大证券研究所

2.3、中美经贸关系缓和有望降低贸易关税，利好美国市场

受中美贸易摩擦影响，我国消费电子、大家电、家具等热门的跨境电商对美出口品类被加征 7.5%-25%不等的关税，成本分别转嫁至生产企业、跨境电商或消费者，类零和博弈下，造成中国跨境电商企业盈利水平下降，和消费者支付负担的加重，一定程度上束缚了跨境电商市场规模的扩大。

图 39：美国对中国加征关税的部分品类及其加征税率



资料来源：USTR，光大证券研究所整理

受益于中国及拜登政府对中美双方健康稳定关系的积极寻求，自 2021 年 10 月以来，中美经贸关系缓和信号频现。我们认为取消加征关税的谈判或有进展，这将大幅缓解我国出口的成本压力，其中，跨境电商最为受益的为加征关税最高的消费电子、大家电与家具行业。未来，需持续关注美国中期选举与中美会谈情况。

表 3：2021 年 9 月以来中美重要会谈事件

时间	中美外交事件
2021.09.10	美国总统拜登采取主动，致电中国国家主席习近平，打破了中美外交僵局。
2021.10.04	美国贸易代表戴琪 (Katherine Tai) 在华盛顿智库战略与国际研究中心发表对华贸易政策谈话，指出中美贸易关系不该寻求脱钩而是“再挂钩”和“持久共存”，并且强调当前的目标是避免与中国的贸易关系出现进一步恶化。
2021.10.06	美国总统国家安全事务助理沙利文与中共中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪于瑞士苏黎世会谈，落实 9 月 10 日两国元首通话精神，加强战略沟通，妥善管控分歧，避免冲突对抗，寻求互利共赢，共同努力推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道，双方同意中美两国元首在年底前举行线上峰会。
2021.10.09	中共中央政治局委员刘鹤与美贸易代表戴琪举行视频通话，中方就取消加征关税和制裁进行了交涉，就中国经济发展模式、产业政策等问题阐明了立场。双方同意本着平等和相互尊重的态度继续沟通，为两国经贸关系健康发展和世界经济复苏创造良好条件。

资料来源：央视网，光大证券研究所整理

3、潮玩：市场持续修复，泡泡玛特持续推进多元布局

潮玩盲盒销售额稳定修复，818 增长亮眼。2021 年 8 月，受淘宝 818 购物节影响，全网潮玩盲盒销售额达到 3.75 亿元的新高，环比上月增长 217%，超过 2020 年双 11 购物节所在月份的 2.80 亿元。与此同时，全网潮玩盲盒销售均价达到了 13.93 元，高于 2020 年 11 月份的 8.41 元。相较于上半年，6 月份以来，盲盒销量稳定维持在 2000 万件以上的高水平区间，并未因为均价的激增而下滑。我们认为这表明整个盲盒产业客户粘性与消费意愿提升，盲盒消费逐步高端化。

图 40：全网潮玩盲盒行业销量及销售额

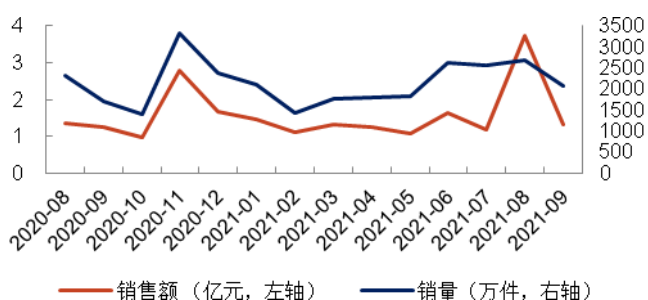
资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所
注：统计区间为 2020 年 8 月 1 日-2021 年 9 月 30 日

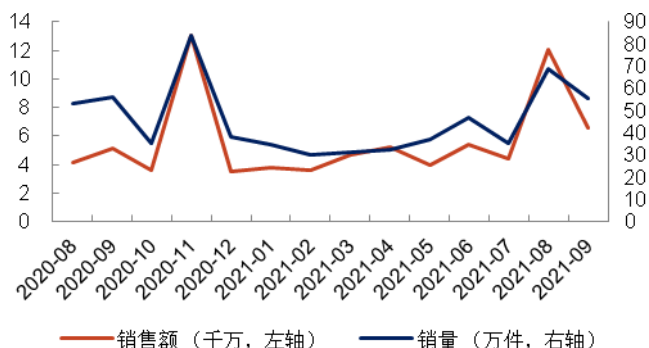
图 41：全网潮玩盲盒销售均价

资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所
注：统计区间为 2020 年 8 月 1 日-2021 年 9 月 30 日

泡泡玛特量价齐升，超高价产品大受欢迎。2021 年 7 到 9 月，泡泡玛特销售额和销量总体都呈上升态势。8 月份，泡泡玛特在淘宝旗舰店以及天猫超市的销售额达到了 1.2 亿，销售均价更是创下历史记录达到了 175 元。从不同价格带产品销售额来看，100 到 200、300 元以上商品对销售额增长贡献显著。在 7 月份，300 元以上的高价产品销售额达到了近 7000 万元。从热销产品来看，泡泡玛特推出的一些超高价产品受到了消费者们的追捧，例如 7 月份销量排名第九、售价 899 元的 SPACE MOLLY 回归系列手办，销量排名第三、售价 448 元的 DIMOO

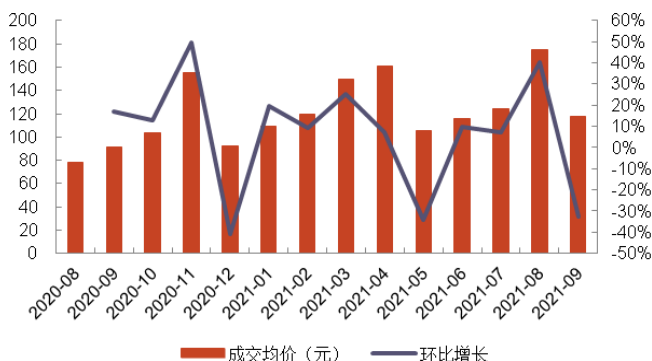
宠物度假潮流手办。我们认为，这些超高价产品是继泡泡玛特把普通盲盒均价从59元提升到79元后的进一步高端化进程。

图 42：泡泡玛特销量及销售额（旗舰店以及天猫超市）



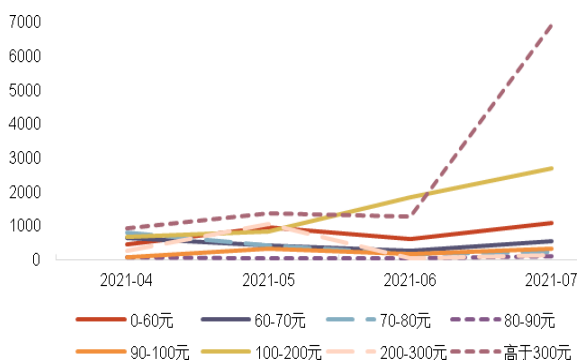
资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所
注：统计区间为2020年8月1日-2021年9月30日

图 43：泡泡玛特销售均价（旗舰店以及天猫超市）



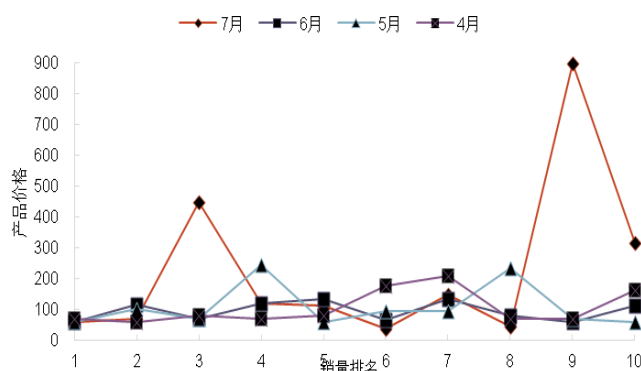
资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所
注：统计区间为2020年8月1日-2021年9月30日

图 44：2021年4-7月不同价格带产品销售额（万元）



资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所

图 45：2021年4-7月销量前十的产品价格（元）



资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所

多元化布局、国际化发展。在国内潮玩盲盒行业进行扩张之余，泡泡玛特也在积极进行国际化、多元化部署。自2018年起，泡泡玛特开始进行盲盒出海，在海外铺设线上店铺以及经销网络。目前，泡泡玛特已建立了一个海外直营店和覆盖21个海外地区的经销网络。同时，泡泡玛特还成立了“玩心回归”投资公司，投资了包括艺术馆、动画电影、潮流买手店、三坑（汉服、JK、Lolita）、二次元在内的一系列新消费与文娱产业，并计划建立主题乐园，构建IP矩阵。这些都为泡泡玛特未来的发展带来了更多的想象空间。

表 4：泡泡玛特出海情况

时间	事件
2018年10月	进驻新加坡，并在东南亚扩张
2019年8月	在韩国成立分公司，并推出机器人商店
2019年底	建立了覆盖21个海外国家和地区的广泛经销网络
2020年8月	泡泡玛特首家日本直营快闪店 POP UP SHOP 与东京涉谷正式开业
2020年9月	泡泡玛特首家海外直营店于韩国首尔开业

资料来源：36氪，虎嗅，光大证券研究所整理

表 5：泡泡玛特对外投资

投资企业	核心业务	投资时间	投资轮次	投资金额	投资方
黑蚁基金	创新消费企业（海伦司 Helens、喜茶、元气森林等）	2021.09	-	5000 万人民币	泡泡玛特
两点十分	动画制作	2021.09	B+ 轮	数亿元人民币	泡泡玛特领投，中文在线、鹰角科技等公司参投
猫星系	Lolita、JK 等泛二次元制服	2021.05	Pre-B 轮	数千万人民币	泡泡玛特
Solestage	北美规模最大的限量款球鞋寄售	2021.04	战略投资	数千万人民币	泡泡玛特
木木美术馆	艺术产品展示	2020.08	战略投资	未披露	泡泡玛特
十三余汉服	汉服/汉元素服饰	2020.03	A 轮	过亿人民币	正心谷资本、哔哩哔哩、泡泡玛特

资料来源：36 氪，虎嗅，光大证券研究所整理

盲盒的核心是够得着的艺术、轻奢与刺激感。泡泡玛特的盲盒，最便宜也要 49 元一个，新出的盲盒早已提价到 79 元一个，一些特别款售价则动辄 100+ 元。能够提高定价核心在于，泡泡玛特更像是一种普通人够得着的轻度奢侈和艺术。参考已具备艺术属性的 KAWS、积木熊等 IP，其生命周期长，IP 逐步高端化，而泡泡玛特的核心 IP 同样具备这样的发展潜力。

飞轮效应与产业闭环成就了泡泡玛特。盲盒概念火爆以后，国内各类潮玩盲盒品牌如雨后春笋一般层出不穷。但泡泡玛特较早打造了从供应端到需求端的产业闭环（IP/设计师-打模制造-渠道推广-市场运营）。最优秀的设计师为泡泡玛特设计出优质产品使其得以扩大品牌影响力，吸引更多粉丝。而品牌地位以及其代表的更高分红的可能性又让泡泡玛特能吸引到更多的优秀设计师。同样的飞轮效应也存在于客户运营中。泡泡玛特通过线下与线上店铺全渠道触达目标客户，通过包括会员计划、社区、潮玩展在内的社群运营打造用户生态，收集客户信息、了解分析客户喜好。其大体量带来的数据优势，让其能够比竞争对手更深刻地了解市场，从而吸引更多客户。

泡泡玛特在业内一枝独秀，但也面临被赶超的风险。随着潮玩出圈，喜欢盲盒、手办、模型等一系列玩具的群体壮大，国内各个品牌纷纷举办各类潮玩展会。其中开始时间最早，规模最为庞大的是泡泡玛特从 2017 年开始举办的 BTS（北京国际潮流玩具展）和 STS（上海国际潮流玩具展）。今年泡泡玛特举办的升级版 PTS（Pop Toy Show）虽因为疫情原因转为线上，但其一开始的“欧气玩家”门票也是一票难求。从参展的品牌与设计人数上来看，泡泡玛特的业内号召力也居于前列。不过，值得注意的是，拿下今年最大笔潮玩市场融资的 52TOYS 似乎有赶上的趋势。

表 6：潮玩展会情况

展会	时间	城市	主办方	展会规模
STS 上海国际潮流玩具展	2020.4.3-4.5	上海	泡泡玛特	250+ 品牌 500+ 设计师
顽聚希集《致敬经典》潮玩展	2021.4.17-4.18	广州	Heyjoy 希及顽客	180+ 品牌
QQ 潮玩展	2021.5.1-5.3	深圳	顽鹅出厂	200+ 品牌
CTS*ADTS 北京国际艺术设计玩具展会	2021.5.28-5.30	北京	潮玩族	300+ 品牌
顽聚希集《致敬经典》潮玩展	2021.5.29-5.30	成都	Heyioy 希及顽客	150+ 品牌
Wonder Festival 上海	2021.5.13-5.14	上海	株式会社海洋堂	116 品牌；228 设计师
MCTS“睡衣派对”线下潮玩展	2021.5.12-5.14	北京	美拆	200+ 品牌
DREAMFAIR 国际原创艺术与设计师收藏玩具展	2021.7.9-7.11	北京	52TOYS	400+ 品牌
ChinaJoy Toy Show 潮流艺术玩具展	2021.7.30-8.1	上海	Chinaioy	-
PTS 国际潮流玩具展	2021.10.3-10.5	上海	POPMART	-

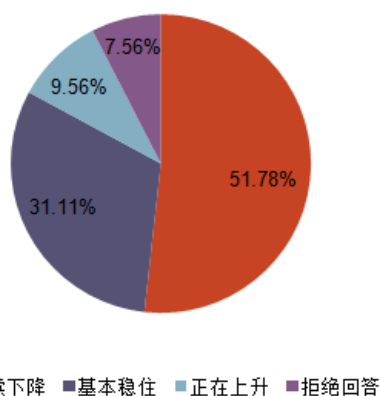
资料来源：36 氪，虎嗅，光大证券研究所整理

4、电子烟：市场持续低迷，静待政策落地

4.1、门店销售较为低迷，电子烟终端市场静待拐点

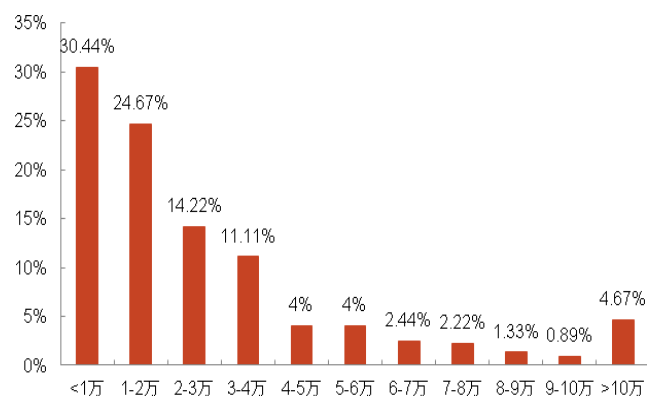
2021年7-9月份，电子烟市场已有降温迹象，或进入阶段性瓶颈期。根据蓝洞新消费对店主的调研数据，自6月以来，电子烟市场景气度持续下行，9月份收入下滑的店主占样本量的52%，过半店主收入在2万元以下，较初期2-3万以上的单店流水有明显的下滑，行业进入瓶颈期。

图 46：2021 年 9 月电子烟店主调查收入情况



资料来源：蓝洞新消费，光大证券研究所

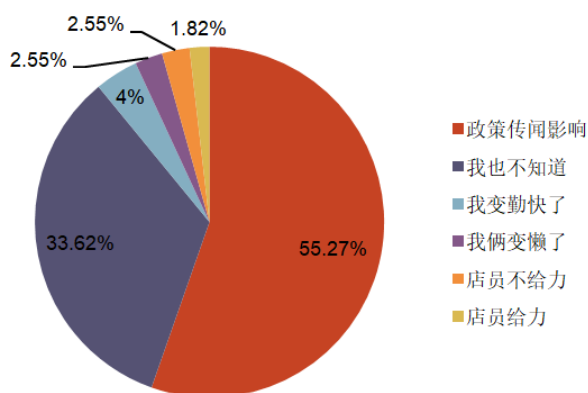
图 47：2021 年 9 月电子烟店主收入区间



资料来源：蓝洞新消费，光大证券研究所

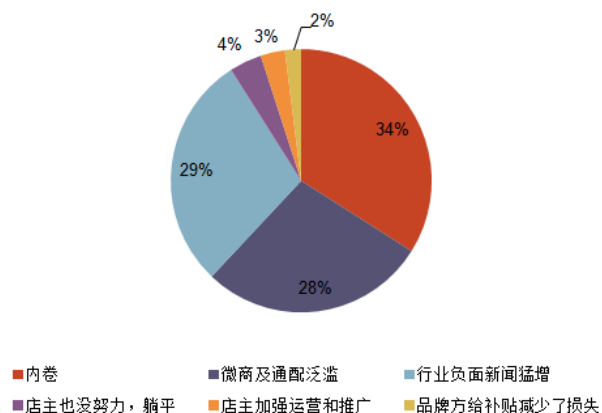
我们认为，品牌开店过快渗透低线城市，政策影响是当前制约行业增长的最主要原因。根据蓝洞对4-6月份店主的调研数据，电子烟业绩下滑最主要的原因在于开店过多、微商泛滥、政策负面影响等因素，2020年自疫情得控以来，为抓紧政策空窗期迅速布局，行业开店速度明显加快，但消费者的市场教育及需求并未更上节奏，而2021年3月22日《征求意见稿》及6月18日针对青少年的专项整治行动进一步加剧了用户的担忧，当前电子烟行情或已开始降温。

图 48：2021 年 4 月电子烟门店业绩下滑原因



资料来源：蓝洞新消费，光大证券研究所

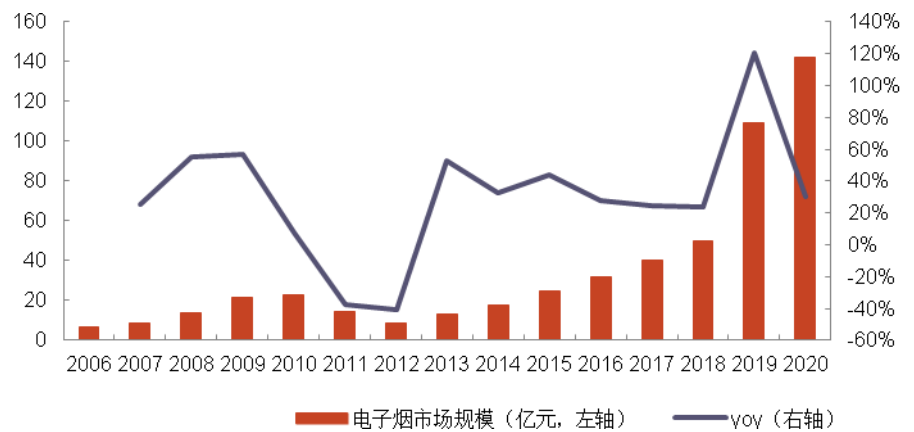
图 49：2021 年 5-6 月电子烟门店业绩下滑原因



资料来源：蓝洞新消费，光大证券研究所

但平心而论，中国渗透率尚低，电子烟仍然是朝阳行业，静待瓶颈消化。自2018年雾化小烟在国内推广，中国电子烟行业开始快速增长，后续随着雪加、柚子、小野、魔笛等品牌陆续进入，雾化烟在国内开始蓬勃发展。我们推测2020年中国电子烟渗透率不超过3%，远低于英美的45%/32%，对比之下，我们认为国内电子烟仍有充足成长空间，待政策尘埃落定，市场经过充分洗牌，电子烟仍有望继续增长。（详细测算过程可见我们于2021年6月7日发布的报告《思摩尔国际（6969.HK）：专注雾化技术，助力电子烟产业蓬勃发展》）

图 50：中国电子烟市场规模



资料来源：欧睿国际，光大证券研究所

4.2、PMTA 审核持续推进，关注电子烟全产业链投资机会

FDA 已审核超过 96%的申请，美国电子烟监管规范持续推进。截至 2021 年 10 月 23 日，FDA 已审核 96%的申请，包括对超过 100 万种调味 ENDS 产品发出营销拒绝令，但当前头部品牌如 JUUL、vuse 等仍在审核进程中，我们预期其通过的概率较大，届时美国市场格局将重塑，龙头有望充分受益。

此外，但 FDA 或将在明年进一步禁止薄荷醇的使用，同时近期拒绝的申请多为口味烟（包括换弹式与一次性），当前美国仍允许换弹式采用薄荷醇口味，一次性烟不限制口味，但随着 puff bar 等一次性烟品牌在青少年中逐步兴起，对于口味烟的争论也越发激烈，不排除美国市场存在全面禁止口味烟的情况，对中国市场政策制定也有一定启示。

表 7：美国电子烟政策梳理

	事件
2007 年	电子烟进入美国市场
2009 年	国会通过了《家庭吸烟预防和烟草控制法》，授予了 FDA 监管烟草制品的权力，但监管范围却仅限制传统香烟， 蒸汽烟被视为医疗器械进行监管 ，监管力度比传统烟草更严格，使得蒸汽烟市场的发展一度陷入停滞状态
2010 年	地方联邦法院和华盛顿上诉法院裁定 FDA 败诉， 电子烟划归为烟草制品 ，并开始进入高速发展阶段
2016 年	5 月 5 日，FDA 宣布监管电子烟， 禁止向青少年销售电子烟 的规定最快将于 2016 年 8 月生效 在此之前，没有任何联邦法律规定禁止零售商销售电子烟、水烟或是雪茄给 18 岁以下的青少年 规定了电子烟 PMTA 的生效时点是 2016 年 8 月 8 日
2017 年	7 月，FDA 宣布《烟草和尼古丁监管的综合计划》，监管重点转向可燃香烟， 延长电子烟的 PMTA 申请递交截止日期到 2022 年 8 月 8 日
2018 年	3 月，FDA 在全国进行了一次大规模的突击性暗访检查。发现了 40 起 JUUL 产品非法销售给青少年的违规行为 4 月 24 日时任 FDA 局长的 Scott Gottlieb 宣布进行执法行动以遏制青少年使用 JUUL 和其他电子烟 9 月 12 日，FDA 又进一步宣布了一系列针对向儿童销售和营销电子烟的执法行动 FDA 要求电子烟制造商提供在 60 天内削减向青少年销售的方案。 11 月 15 日 FDA 前局长 Scott Gottlieb 称，将限制向孩子们销售调味电子烟，薄荷味除外
2019 年	3 月 4 日 FDA 宣布进行新的针对零售商、制造商的执法行动，并将 调味电子烟的 PMTA 截止日期提前 1 年到 2021 年 8 月 8 日 7 月 12 日，美国马里兰州地区法院命令食品药品监督管理局 将申请提交截止日期提前至 2020 年 5 月 12 日 。 9 月 25 日，FDA 发布提案，电子烟将被划入 PMTA 程序。 10 月 8 日，美国国会议员拉贾·克里希那摩提提出了一项法案，该法案将电子烟中的尼古丁含量限制为每毫升 20mg 11 月 26 日，美国纽约市通过香味电子烟禁令，2020 年 7 月起实施。 12 月 28 日，FDA 正式将购买烟草制品的 法定年龄从原来的 18 岁提高到 21 岁
2020 年	2 月 5 日后， 烟草和薄荷醇以外的换弹电子烟将正式撤出市场 ，但电子烟商店的开放式电子烟不受限制 4 月 22 日，因为疫情，将烟草和尼古丁制造商提交 PMTA 的 截止日期从 5 月 12 日推迟至 9 月 9 日 9 月 9 日，流通产品的 PMTA 申请截止，后续产品仍可重新申报 4 月，将在明年内发布拟议的产品标准，禁止将薄荷醇作为香烟的特征香味 5 月，IQOS 涉嫌侵犯雷诺烟草两项专利，被裁定禁止进入美国市场
2021 年	9 月 9 日 FDA 并没有如约公布一份“过关”的名单，而是公布了“不过关”的名单，拒绝率高达 93% 。FDA 延续了对于烟草产品的严肃态度，除发布大量的 RTF（即拒绝存档受理），也发布了 94.6 万个多口味雾化液的 MDO（即拒绝上市批准）。 截止 10 月 23 日，FDA 已对截止日期前提交的超过 96% 的申请采取了行动，包括对超过 100 万种调味 ENDS 产品发出营销拒绝令

资料来源：美国 FDA 官网，光大证券研究所整理

静待政策落地，关注电子烟全产业链投资机会。自 3 月 22 日烟草专卖法实施条例的征求意见稿发布以来，国家加大了对电子烟行业的规范，如营销管控、青少年销售问题等，但电子烟是否纳入专卖的问题仍需等待。随着中烟向 HNB 及雾化烟的逐步布局，我们认为电子烟存在合法化、市场化的预期，考虑到当前中国偏低的渗透率，雾化小烟及 HNB 均有较大的成长空间，产业链各环节均存在投资机会。

图 51：中国电子烟市场情况

HNB		雾化：中游		雾化：下游	
华宝国际	华宝股份控股股东，用友HNB薄片生产牌照	思摩尔国际	全球雾化设备龙头，拥有优质稳定的国际大客户	悦刻	自由品牌Relx是中国第一的电子烟品牌，主要供应商和运营伙伴是思摩尔国际
华宝股份	国内香精香料龙头，已为中烟提供HNB香精订单	劲嘉股份	为新型烟草器具提供ODM/OEM服务	天音控股	布局电子烟线下零售，是铂德和小野的唯一国代
思摩尔国际	国内最早布局HNB的企业之一，为日本烟草等客户提供产品	比亚迪电子	电子烟ODM头部厂商	爱施德	布局海外销售和仓储服务网络，运营者7000多家悦刻专卖店
集友股份	聚焦于烟草薄片的研究	长盈精密	子公司东莞阿尔法主要进行电子烟的ODM和EMS业务，已取得JUUL Labs的供应商资格		
盈趣科技	国际大品牌IQOS精密塑胶件二级供应商	立讯精密	2021年开始布局电子烟领域		
劲嘉股份	携手云南中烟、小米生态链布局HNB市场，同时进军电子烟代工	亿纬锂能	为思摩尔股东，并提供全球50%的电子烟锂电池		
比亚迪电子	整机产品将于2021年量产，包括蒸汽雾化和HNB	盈趣科技	收购国际电子烟厂商吉瑞布局OEM		
东风股份	提供新型烟草烟标	顺灏股份	电子烟包装业务行业领先，拥有工业大麻种植牌照、布局烟弹烟具		

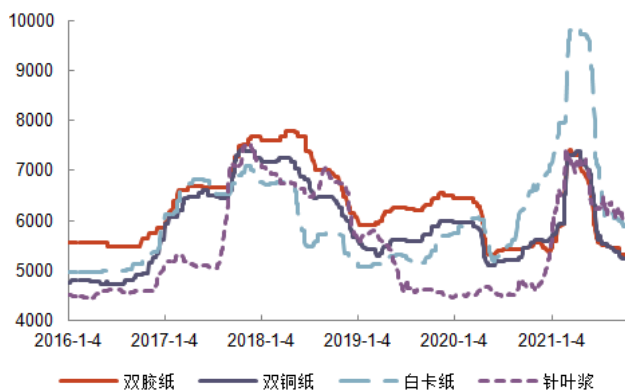
资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

5、造纸：需求量较低，拉低行情境况

5.1、木浆系造纸：行情维持低迷，需求有待提升

木浆系浆纸价格维持下行行情，纸价持续低迷。自3月中旬以来文化纸价格已步入下行区间，当前虽下跌放缓，但行情趋势未变，我们判断系下游需求不振导致，白卡纸尽管格局优化，但在政策定调要控制大宗商品价格上涨，且当前白卡纸价格及毛利仍处历史平均水位，因此短期大幅挺价概率不大，尽管前期有限电停产的因素扰动，但受困于需求疲软，仍未能成为纸价行情开启的催化素。

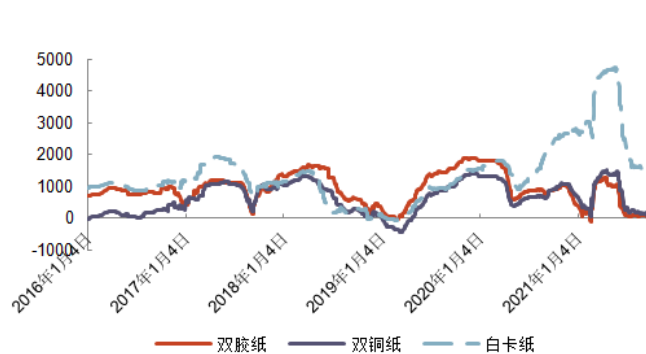
图 52：文化纸、白卡纸与针叶浆价格（元/吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所

注：统计区间为2016年1月1日-2021年9月30日

图 53：文化纸、白卡纸与针叶浆吨毛利（元/吨）

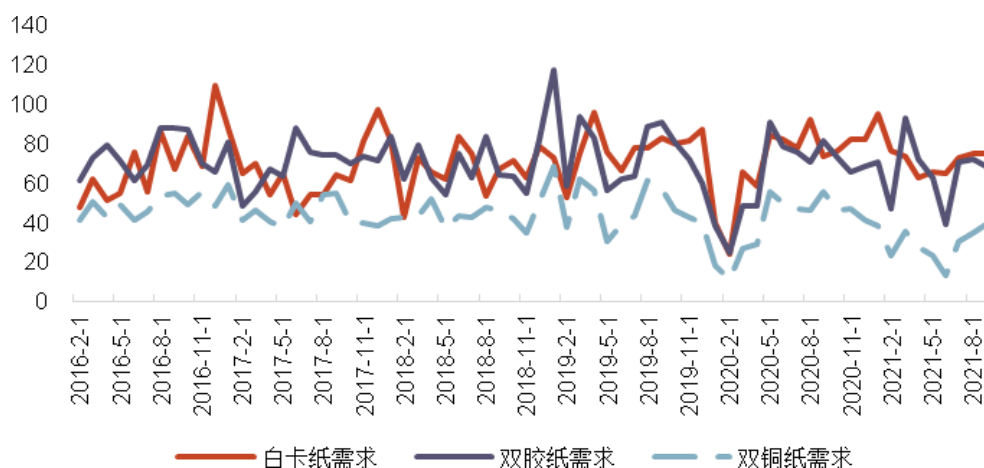


资料来源：红桃3，光大证券研究所

注：统计区间为2016年1月1日-截止日期2021年9月30日

木浆系造纸需求并未有明显修复，纸价暂难开启行情。9月白卡纸/双胶纸/双铜纸终端需求分别为75/69/39万吨，同比变动0.3%/-16%/-30%，环比看除双铜纸略有改善外，其余纸种需求依旧萎靡，在整体需求仍有待提升的情况下，纸价或暂难开启行情。

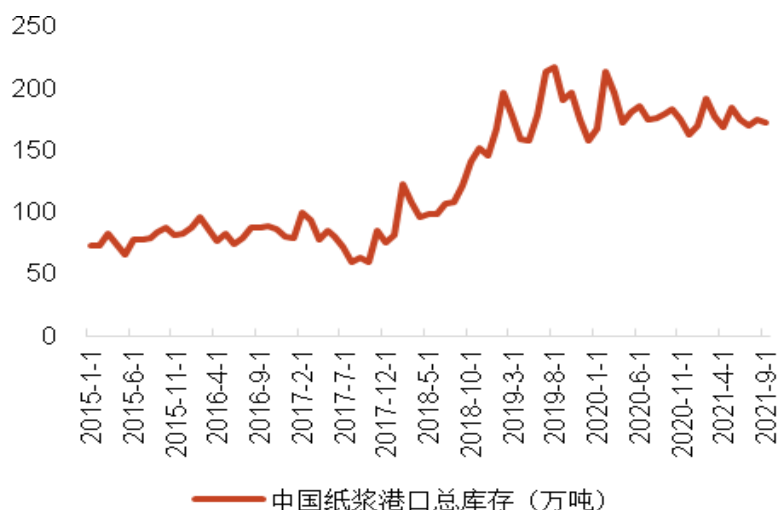
图 54：木浆系造纸终端需求（万吨）



资料来源：红桃3，光大证券研究所
 注：统计区间为2016年1月31日-2021年9月30日

纸浆库存并未改善，或对浆价造成抑制。木浆系造纸行情开启也需浆价上行配合，而当前下游需求不振，2021年以来纸浆港口库存并未有明显改善，或对浆价造成一定压制。

图 55：中国纸浆港口总库存（万吨）

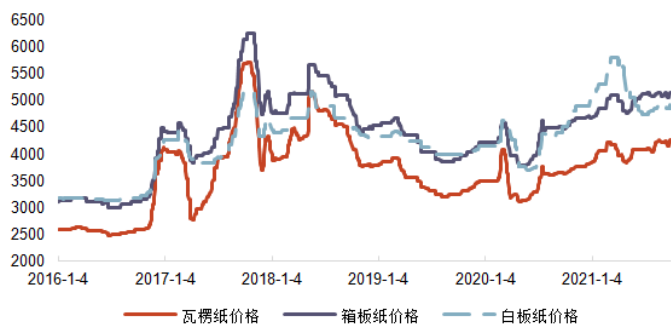


资料来源：红桃3，光大证券研究所
 注：统计区间为2015年1月-2021年9月

5.2、 废纸系造纸：禁废令下价格回暖，进口成品纸是关键

禁废令下废纸行情相对稳健，属于景气度相对较高纸种。自 2021 年 4 月造纸行情下行以来，废纸率先修复，价格稳健上行，我们认为系禁废令影响贯穿全年，尽管难有大行情，但考虑前期上涨幅度有限，废纸系仍有提价机会，但值得注意的是，10 月份通常为传统经销商出货期，因此短期看纸价或有一定压力。

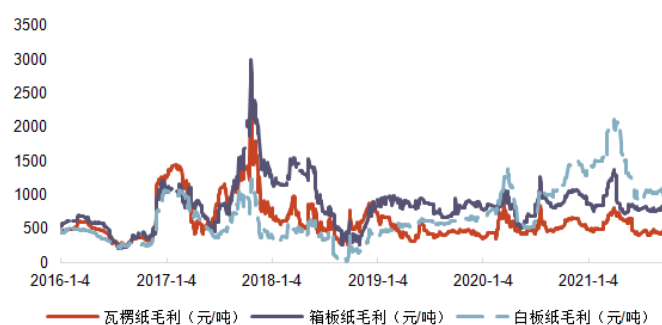
图 56：废纸系价格（元/吨）



资料来源：红桃 3，光大证券研究所

注：统计区间为 2016 年 1 月 1 日-2021 年 9 月 30 日

图 57：废纸吨毛利（元/吨）

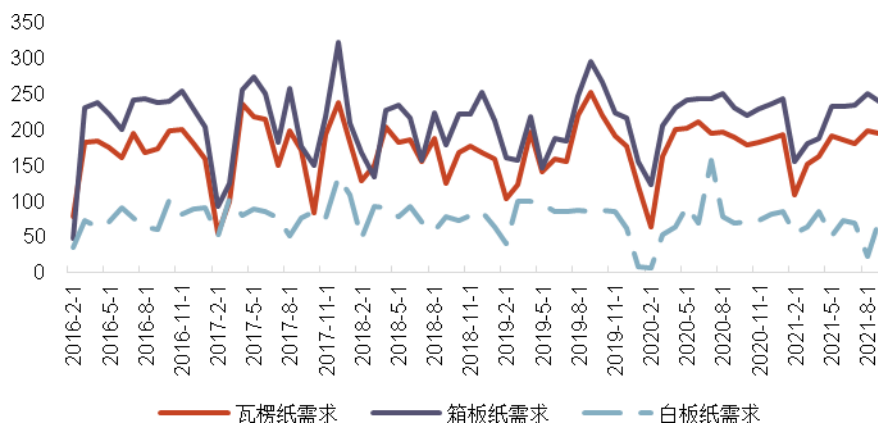


资料来源：红桃 3，光大证券研究所

注：统计区间为 2016 年 1 月 1 日-2021 年 9 月 30 日

终端需求修复较好，但仍低于以往行情高位。相较于木浆系，废纸需求修复较好，或与其价格未大幅上涨有关，因此支撑了其行情稳健上涨，但同时因需求并未优于以往行情，同时自 2016 年的高景气行情之后，纸厂与经销商囤货挺价意愿较小，废纸也难迎来价格迅升行情。

图 58：包装纸终端需求（万吨）

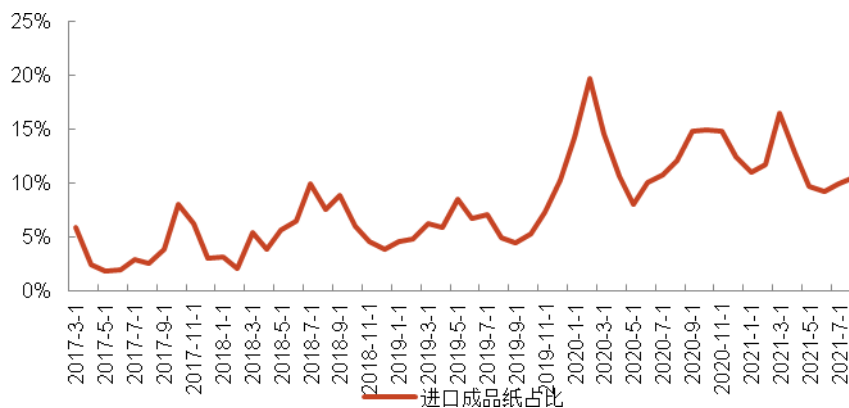


资料来源：红桃 3，光大证券研究所

注：统计区间为 2016 年 1 月 1 日-2021 年 9 月 30 日

值得一提，进口成品纸占比有所下滑，对纸价仍有一定支撑作用。为应对禁废令，2019 年以来进口成品纸占比不断提升，2021 年 3 月份达到近期高值 17% 后，逐步下行，8 月份进口占比为 11%，或成为挺价的另一要素。

图 59：进口包装纸需求占比



资料来源：红桃 3，光大证券研究所

注：统计区间为 2017 年 3 月-2021 年 8 月

6、投资建议：

家居：行业地产红利尚存，龙头抓紧机遇实现组织架构调整、产业链赋能，完善大家居进军，有望超越地产周期，实现飞轮效应，推荐顾家家居、欧派家居。

跨境电商：疫情推动全球电商化率提升带来稳定需求，运力恢复与中美经贸关系缓和双面利好，品牌高举出海时代将加速谱写，跨境电商出口成长性确定。

潮玩：下游需求恢复较好，龙头全产业链优势明显，逐步实现平台化发展，推荐泡泡玛特。

电子烟：国内外需求较此前有所放缓，当前最主要的动向在于政策，FDA 或有望加快海外政策推进，并对国内政策有所启发，产业链各环节均有投资机会，重点推荐雾化芯核心龙头思摩尔国际。

造纸：行情修复有待进一步观察，待 2022 年库存消耗、需求修复，若纸价处于相对低位，有望开启行情，推荐文化纸龙头太阳纸业。

6.1、 顾家家居：业绩持续增长，成长逻辑逐步兑现

21Q3 业绩显示顾家核心竞争力持续凸显。2021 年前三季度实现收入 132.25 亿元，同比增长 54.78%，归母净利润 12.38 亿元，同比增长 22.58%，扣非归母净利润 11.13 亿元，同比增长 34.13%；单看 21Q3，公司实现收入 52.09 亿元，同比增长 41.42%，归母净利润 4.65 亿元，同比增长 7.24%，扣非归母净利润 4.47 亿元，同比增长 20.95%。我们认为，公司业绩增长系把握国内疫情控制以及供应链齐全的优势，抓住行业结构性机会，实现产品领先的竞争优势，叠加销售规模增长和费用管控，业绩持续兑现。

产能加码推动产品矩阵不断完善：公司积极推动“定制+软体家居一体化”，为消费者提供风格统一的拎包入住方案，大家居战略的不断深化确定了后续增长逻辑。21Q3 期间公司发布公告称拟新建西南生产基地，以降低成本、深化家居全品类战略，项目整体达纲时预计实现营收约 25 亿元；拟在杭州市钱塘区建设生产基地，旨在实现家居生产全流程智能控制，项目整体达纲时预计实现营收约 43.5 亿元。我们认为，公司发展的核心驱动力在于品类的不断扩张，同时纵向扩充品牌以迎合消费者需求，积极把握顾家家居布局多品类战略和升级智能制造的契机，或将有进一步的提升空间。

内销增长兑现成长业绩，渠道深化扩充盈利来源：内销收入继续增长，21Q3 公司继续推动 1+N+X 的渠道发展模式，并且产品的持续升级改善了内在结构，进一步贡献内销业绩。从零售布局看，门店持续扩张，加快区域零售中心拓展，软体+定制融合的方略进一步提升了平均客单价，电商业务加快布局拼多多、抖音等新渠道。我们认为，公司内销渠道不断深化，市场份额的提升有望进一步推动业绩增长。

外销复苏赋能公司发展，推动产品力不断提升：外销继续维持复苏状态，回顾 21Q3，7/8/9 月家具出口同比增长 34.2%/29.7%/29.3%，在海外疫情加剧的背景下仍保持高增长。公司在北美市场新增中低端产品结构平台，并借助小视频、产品建模、直播等多渠道强化产品推广，海外市场利润贡献不断提升。我们认为，随着海外疫情的扩散，消费者对居家必需品如沙发等的需求进一步提升，考虑到顾家家居在软体家居的龙头地位，外销业务景气度或将继续提高。

盈利预测、估值与评级：公司通过推动区域零售中心等商业模式调整以及全价值链多环节职能分离的组织调整，正式确立 3~5 年的上升发展期。短期来看，公司 816 周年庆进展良好，对下半年业绩有较强支撑。我们建议自下而上关注公司能力改善带来的发展，维持 21-23 年归母净利润盈利预测 16.8/21.1/25.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：供应链管理进展不佳，定制家居发展不及预期。

表 8：顾家家居盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,094	12,666	15,892	20,167	24,665
营业收入增长率	20.95%	14.17%	25.47%	26.90%	22.30%
净利润（百万元）	1,161	845	1,684	2,110	2,555
净利润增长率	17.37%	-27.19%	99.21%	25.26%	21.13%
EPS（元）	1.93	1.34	2.66	3.34	4.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.66%	12.54%	21.92%	24.46%	26.81%
P/E	34	49	24	19	16
P/B	6.6	6.1	5.3	4.8	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-5

6.2、 欧派家居：零售大宗齐发力，大家居渐入佳境

多品类家居协同增长,持续贡献 Q3 业绩。公司 21Q1-Q3 实现收入 144.02 亿元,同比上升 47.99%;归母净利润 21.13 亿元,同比上升 45.73%;其中 Q3 实现收入 62.02 亿元,同比上升 30.12%;归母净利润 11.01 亿元,同比上升 14.57%。我们认为,公司业绩增长系凭借整体橱柜、全屋定制(衣柜)两大核心品类龙头地位,充分发挥在营销、制造、渠道等方面的核心优势,积极推进大家居战略不断前行。

全品类多渠道稳健推进,有望穿越地产周期。

品类上: Q3 橱柜增速强劲,多品类协同发展稳步推进。3Q21 欧派橱柜/衣柜实现收入 21.9/26.3 亿元,同比增长 13%/35%,橱柜增长稳健,衣柜收入再次超越橱柜成为第一大品类,且环比加速(Q2 衣柜同比增速 28%),考虑 2Q20 因疫情导致的低基数,3Q21 衣柜业务仍能实现环比加速增长实属可贵,我们判断或与其无醛升级及 9 月推出的 19800 全屋套餐有关,背后依靠的是欧派强大的制造与组织能力。此外 3Q21 木门/卫浴/其他品类实现收入 2.8/3.8/8.0 亿元,同比增长 14%/52%/133%,其他品类(寝具为主)增速格外亮眼,反映欧派在大家居领域的持续推进初见成效。回顾汉森及 nitori 的历史,高频多品类的发展是家居企业跨越周期必不可少的要素,随着欧铂拉迪高端主材及欧派优选硬装平台的推出,欧派大家居战略将稳步推进,最终有望穿越地产周期。

渠道上:全渠道维持快速增长。3Q21 公司直营/经销/大宗实现收入 1.7/48.8/10.5 亿元,同比增长 30%/29%/33%。一方面,在新品推动及无醛升级下,叠加欧派业内优秀的渠道管理,零售端公司持续抢占中小企业份额存量,龙头地位持续强化;另一方面,公司工程端因长期坚持稳健经营,并未受恒大事件影响,尽管地产行情并不乐观,但依靠公司全品类发展及成本、品牌上的优势,欧派工程业务仍有望持续实现优于行业平均的增长。

毛利率下降或系原材料上涨及大家居发展,费用管控良好。2021 年前三季度公司毛利率 32.51%,其中 Q3 毛利率 32.74%,较 Q2 (33.80%) 有所下降,我们推断为原材料价格上涨及低毛利配套品占比提升导致,短期来看,公司逐步开启提价措施熨平部分原材料影响,长期来看,整装大家居战略下,配套品销量持续增长将拉低毛利中枢。但公司控费较优,销售/管理/研发费用率环比 Q2 变动 +0.29/ -0.72 /-1.66 pct,公司 3Q21 净利率为 17.75%,较 2Q21 提升 1.06 pct。

盈利预测、估值与评级:我们仍然看好欧派维持行业领先的决策力和执行力,全渠道、全品类发展,以及公司产品力及信息化等能力可以支持前端持续扩张。维持 2021-23 年净利润预测为 28.46/33.48/40.01 亿元,维持“买入”评级。

风险提示:地产景气度大幅下滑、宏观经济大幅下滑

表 9: 欧派家居盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533	14,740	19,869	23,663	28,340
营业收入增长率	17.59%	8.91%	34.80%	19.10%	19.76%
净利润(百万元)	1,839	2,063	2,846	3,348	4,001
净利润增长率	17.02%	12.13%	37.98%	17.65%	19.48%
EPS(元)	4.38	3.43	4.67	5.50	6.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.24%	17.30%	20.26%	20.24%	20.56%
P/E	28	36	26	22	19
P/B	5.4	6.2	5.3	4.5	3.8

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2021-11-5

6.3、泡泡玛特：IP 孵化能力逐步验证，多渠道扩展齐头并进

产品升级持续贡献业绩增速，潮玩龙头强者恒强。21H1 公司实现营业收入 17.73 亿元，同比增长 116.8%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 153.8%。我们认为，公司线下门店运营基本恢复正常，在潮流文化不断推广的背景下，公司新 IP 表现亮眼并且工艺质量不断提升，叠加销售渠道扩展加快，业绩实现高速增长。

新老 IP 生命力强劲，IP 孵化能力正逐步验证。从 IP 上看，上半年 Molly/DIMOO/Pucky/the monster 收入 2.04/2.05/1.07/1.46 亿元，同比增长 82%/75%/-10%/108%，除 Pucky 外老 IP 依旧保持快速增长，同时新 IP 如 Skullpanda (SP) /Bunny 收入 1.83/0.64 亿元，SP 作为公司新晋优质 IP 生命力旺盛。值得一提，Bunny 作为泡泡玛特常用于与美妆等联名的非头部品牌，在盲盒销售上也逐步崭露头角，也体现了公司在用户洞察、IP 孵化及运营上的优势，有望助力公司平台化，实现更为清晰稳固的商业模式。

多渠道齐头并进，零售业态逐步优化，线上探索多渠道用户触达。从渠道上看，公司零售店/线上/机器人店/批发上半年实现收入 6.75/6.78/2.28/1.91 亿元，同比增长 116%/103%/116%/196%。截至 1H21，公司会员数达到 1142 万人，复购率达到 49%，有效带动线上线下收入增长，其中：

零售店：上半年店铺数同比增长 58%至 215 间，年化单店创收增长 35%至 672 万元，单店模式跑通，公司运营渐入佳境。此前公司店铺多集中于地下一层或地铁站高人流附近，而自 2020 年下半年以来公司积极优化老门店与新门店的选址、设计、布局等问题，提供较好的线下体验，在竞争逐步加剧的潮玩环境中，依靠 IP 及优质运营保持生命力。

线上：抽盒机/天猫/京东/其他（抖音、快手等）1H21 实现收入 3.25/2.19/0.47/0.84 亿元，同比增长 101%/49%/480%/395%。一方面，上半年“618”、表现亮眼，推动抽盒机、天猫等传统线上渠道快速增长；另一方面，京东、抖音、快手等渠道收入增速大幅高于传统线上渠道，以京东为例，其增长不少是由天猫消费非重合的新用户贡献，有望成为新的线上渠道贡献量。

盈利预测、估值与评级：潮玩市场前期虽有资本过热情况，但空间依然巨大，优质公司仍不乏资本青睐，泡泡玛特的成长性也验证了行业红利尚存；公司新老 IP 生命力强，IP 孵化能力、平台化能力、虹吸效应正在逐步显现，全产业链下护城河牢固，且大娃、衍生品、乐园方向仍具备可观的开拓空间，我们维持 21-23 年归母净利润预测为 10.07/15.84/23.28 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：终端消费不达预期，市场竞争加剧。

表 10：泡泡玛特盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,683	2,513	4,483	6,570	9,271
营业收入增长率	227.2%	49.3%	78.4%	46.6%	41.1%
净利润（百万元）	451	524	1007	1584	2328
净利润增长率	353.3%	16.0%	92.3%	57.4%	47.0%
EPS（元）	0.32	0.37	0.72	1.13	1.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	76.10%	8.54%	14.53%	19.53%	23.75%
P/E	147	126	66	42	28
P/B	111.7	10.8	9.6	8.2	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-5；汇率按 1HKD=0.82764CNY 换算

6.4、 思摩尔国际：海内外业务快速增长，龙头地位稳固

公司业务不断回暖，高成长性兑现业绩增速。21H1 公司实现营业收入 69.53 亿元，同比增长 79.2%；实现调整后归母净利润 29.75 亿元，同比增长 127.5%。我们认为，公司业绩增长主要原因是在面对持续增长的市场需求时，及时扩大产能，并通过生产自动化和智能化不断降低人工成本，从而满足客户订单需求。

国内：电子烟市场依旧广阔，短期因开店过快与政策担忧进入瓶颈期，公司核心客户有望在逆风中强化品牌力。中国电子烟渗透率远低于英美，我们看好长期成长空间，但短期因店主对政策担忧及前期业内开店过多，使得行业进入瓶颈期。我们认为当前品牌方发展重心应该由追求开店速度转为市场教育，公众对电子烟的偏见是市场 4 月以来的获客阻力，而头部品牌悦刻重视基础科学研究，3 月于 SCI 期刊上发布国内雾化行业首篇论文，8 月，其电子烟临床试验于中国临床试验注册中心和世界卫生组织国际临床试验注册平台成功注册，为国内电子烟领域首个获准执行的电子烟临床研究项目。我们认为，电子烟因缺乏广泛的营销手段，是较为典型的口碑传播市场，通过科研背书对于后续维护品牌形象、继续占领用户心智有重要意义。

公司持续推进研发能力，稳坐电子雾化科技龙头，稳步布局更广泛的雾化赛道。1H21 公司研发投入 2.36 亿元，同比增长 13.1%，若剔除 1H20 美国 PMTA 费用申请影响同比增长 23.7%。公司核心陶瓷芯技术仍然难以被竞品撼动，部分竞品已转为悦刻通配品牌代工，产品竞争力或与思摩尔仍有较大差距；上半年公司研发人员增加 160 人，总研发人员近千人，我们推测基于其他领域如医疗等的研究人员数逐步增多，公司正稳步布局未来，有望塑造第二成长曲线。

电子烟仍有合法化的可能性，同时即便实施专卖制，思摩尔作为代工厂仍有望从中烟体系受益。我们认为以下迹象增加了电子烟合法化的可能性：1) 中烟布局雾化烟领域并与铂德在海外推出品牌“小黄鱼”；2) 蒸雾芯时代于 8 月 16 日报道，中烟下属子公司已注册多款电子烟专利；3) 当前政策打击主要针对青少年售烟问题，并未全盘否定电子烟在成人市场的运用。此外，即便实施专卖制，思摩尔的陶瓷芯技术被替代难度较大，作为代工厂仍有望获取资质参与中烟供应链建设，依托中烟更广大的渠道布局，公司仍有望充分受益。

盈利预测、估值与评级：

市场方面，国内市场潜力依旧广阔，海外核心客户增长强劲；竞争力方面，公司技术 know-how 及客户关系构建的壁垒，仍未被对手颠覆；政策方面，电子烟具备合法的可能性，同时思摩尔依托雾化领域的布局优势，在专卖制下仍有望参与中烟供应链获益。我们看好电子烟行业的成长性及公司在雾化领域的布局，维持 21-23 年归母净利润 54.09/63.89/80.98 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，电子烟需求持续下滑，政策实行专卖制。

表 11：思摩尔国际盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7611	10,010	14,456	18,827	24,018
营业收入增长率	121.6%	31.5%	44.4%	30.2%	27.6%
净利润（百万元）	2266	3893	5409	6389	8098
净利润增长率	208.7%	71.8%	38.9%	18.1%	26.8%
EPS（元）	0.43	0.44	0.90	1.06	1.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	295.9%	19.4%	33.4%	32.1%	32.7%
P/E	67	65	32	27	21
P/B	234.4	13.9	10.6	8.7	6.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-5；汇率按 1HKD=0.82764CNY 换算

6.5、太阳纸业：量价提升支撑业绩，关注包装纸景气行情

产能释放贡献业绩增长，行业景气度不断提升。21H1 公司实现营业收入 158.13 亿元，同比增长 51.64%；实现归母净利润 22.32 亿元，同比增长 138.28%。公司 21Q1-Q3 实现归母净利润 27.68 亿元，同比增长 100.28%，其中 Q3 实现归母净利润 5.37 亿元，同比增长 20.43%。我们认为，公司业绩增长系新项目陆续投产使得产能实现较大幅度释放，同时叠加国内溶解浆产品的市场景气度恢复，使得公司盈利能力提升。

文化纸受益于 2H20 以来的产能投放及延续至 1Q21 的价格景气周期，盈利能力明显改善。一方面 4Q20 山东兖州投产 45 万吨文化纸提供业绩增量，另一方面，3-5 月的建党 100 周年采购提供增量需求，公司基本保持满产满销。同时尽管前期行情中浆价较纸价上涨快速，公司依靠低价浆储备及自制浆产能，仍获得可观的毛利改善，非涂布文化纸/铜版纸毛利率环比 2H20 提升 15/12 pct，下半年至明年春节，公司广西纸浆产能或进一步投放，龙头优势将更为明显。

木浆系浆纸行业库存存在一定压力，短期行情或偏淡。文化纸价格自 3 月下旬冲高回落，当前处于历史相对低位，从需求上看，7 月文化纸终端需求较 6 月翻倍至 102 万吨，但同比仍有所下滑，叠加海外进口文化纸供应、教育“双减”政策或对教辅采购造成一定影响，国内需求有待改善；从库存上看，7 月木浆系库存再创新高至 820 万吨，木浆港口库存 170 万吨，仍处于盘整状态，短期纸价或仍存压力，叠加 Q4 南美或有 280 万吨新增产能预期，短期木浆系行情仍承压。

包装纸量价齐升，盈利改善明显。一方面，2021 年 1 月公司老挝 80 万吨高端箱板纸产能投产，包装纸已占到纸类总产能的 44.7%，受益于包装纸稳步回暖的行情及公司规模效益提升，1H21 毛利率达到 16.51%，环比 2H20 提升 7.8 pct，作为传统文化纸龙头，公司通过向老挝基地延伸，成功做大箱板纸规模，成为公司第二增长曲线。

包装纸仍是今年景气度最高的纸种，8 月龙头涨价函频发或暗示旺季行情开启。停产限电前后包装纸提价开始逐步加速，再次延续景气周期，我们认为包装纸价格上涨得益于：1) 2021 年仍存在 400 万吨废纸缺口；2) 包装纸前期并未同大宗行情快速上涨，当前价格存在上涨空间；3) 海运成本上升对废纸价格形成一定支撑。太阳纸业下半年仍有望享受量价的双重红利，贡献增量业绩。

盈利预测、估值与评级：公司作为文化纸龙头，充分受益本轮造纸行情，尽管下半年文化纸行情仍有偏淡趋势，但公司产能扩张及在包装纸、溶解浆上的布局有望熨平部分盈利波动，太阳优秀的管理能力将保证产品动销稳定及费用控制，维持较高水平的产能利用率。我们维持公司 21-23 年 EPS 预测 1.37/1.56/1.85 元，维持“增持”评级。

风险提示：文化纸需求不及预期，包装纸行情持续性差。

表 12：太阳纸业盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22,763	21,589	31,673	37,655	38,748
营业收入增长率	4.57%	-5.16%	46.71%	18.89%	2.90%
净利润 (百万元)	2,178	1,953	3,685	4,205	4,959
净利润增长率	-2.66%	-10.33%	88.67%	14.11%	17.93%
EPS (元)	0.84	0.74	1.37	1.56	1.85
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.93%	12.12%	18.86%	18.07%	17.91%
P/E	14	16	9	8	6
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-5

7、风险提示：

1) 地产销售加速下行的风险

地产销售受政策和住宅开竣工情况影响，如果地产政策进一步收紧、住宅的开竣工情况不及预期，抑或是房企信用风险事件进一步升温，会对下游家居产业直接造成不利影响，有可能拖累相关公司业绩。

2) 跨境电商运力恢复不及预期的风险

跨境电商业绩兑现受运力影响较大，如果新冠疫情等因素的影响范围进一步扩大，可能会对电商运力恢复造成负面影响，进而有损于产品收发货情况，使得相关公司业绩下降。

3) 电子烟下游需求不振的风险

电子烟受政策影响较大并且实行专卖制，如果电子烟政策进一步收紧或者下游客户萎缩，有可能对相关公司业绩产生不利影响。

表 13：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
603816.SH	顾家家居	64.88	1.34	2.66	3.34	49	24	19	6.1	5.3	4.8	买入	维持
603833.SH	欧派家居	122.22	3.43	4.67	5.50	36	26	22	6.2	5.3	4.5	买入	维持
9992.HK	泡泡玛特	56.90 (港元)	0.37	0.72	1.13	126	66	42	10.8	9.6	8.2	增持	维持
6969.HK	思摩尔国际	34.35 (港元)	0.44	0.90	1.06	65	32	27	13.9	10.6	8.7	买入	维持
002078.SZ	太阳纸业	11.95	0.74	1.37	1.56	16	9	8	1.9	1.6	1.4	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-5；汇率按 1HKD=0.82764CNY 换算

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE