

把握当下，着眼未来

——2022年度轻工制造行业投资策略

核心观点：

- **家具：外部环境变化机遇凸显，龙头企业核心受益。** 房地产景气度下行及原材料价格上涨背景下，家具行业压力凸显，中尾部企业将被逐步淘汰，集中度得到提升。复工复产先发优势助力国产品牌抢占海外市场，同时，精装房及存量房趋势将提高行业门槛。我们认为应当精选头部企业，抵御短期压力，把握行业长期机遇。
- **造纸：竞争格局分化，供需结构改变仍具投资机会。** 废纸系：废纸库存处于高位，价格短期存在下跌可能，废纸系成品纸下游需求维持稳定，同时多方面因素导致供给偏紧，供求关系将对成品纸价格提供支撑，预计未来毛利率仍将维持高位运行。浆纸系：成品纸开工率快速回升，带动上游浆价开启反弹，进而致使浆纸系成品纸原材料成本攀升，毛利率受挫，快速下探。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。
- **包装：把握行业需求发展特点，关注结构性投资机会。** 纸包装：烟标方面，我国卷烟市场维持稳定，卷烟高端化提升烟标价值量；白酒方面，高端白酒市场迅速发展，市场份额大幅提升；消费电子方面，景气度回暖带动出货量回升；美容及个人护理方面，产品高端化发展，包装重要性凸显。金属包装：饮料酒水为金属包装主要下游应用，碳酸、能量饮料市场稳步扩容，啤酒罐化率不断提升。
- **新消费：发展前景向好，行业未来可期。** 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，中美监管取得重大进展，未来业绩不确定性得到缓解，相关标的投资价值凸显。文化办公用品：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。潮流玩具：潮玩市场增长迅猛，盲盒类产品则最受青睐，未来打造优质IP的能力将成为核心关注要点。户外运动：全球户外运动市场快速成长，我国人口基数大、生活品质提升将驱动市场规模将不断扩容。
- **投资建议：** 建议关注家具行业头部企业欧派家居（603833.SH）、志邦家居（603801.SH）、顾家家居（603816.SH）和敏华控股（1999.HK），造纸板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），包装行业龙头奥瑞金（002701.SZ）、劲嘉股份（002191.SZ）及裕同科技（002831.SZ），电子烟核心技术引领者思摩尔国际（6969.HK），HNB原料核心供应商华宝国际（0336.HK），文化办公用品巨头晨光文具（603899.SH），潮玩盲盒市场龙头泡泡玛特（9992.HK），户外运动用品供应商浙江自然（605080.SH）。
- **风险提示：** 宏观经济下行；房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨；电子烟行业监管进程不及预期。

轻工制造行业

推荐（维持评级）

分析师

陈柏儒

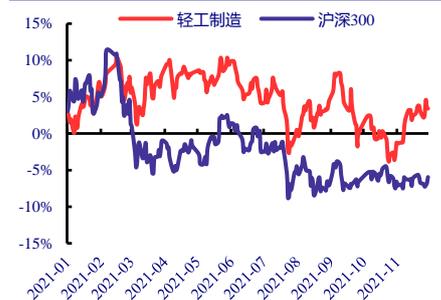
☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

行业数据

2020-12-07



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，建议持续关注低估龙头标的投资机会_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

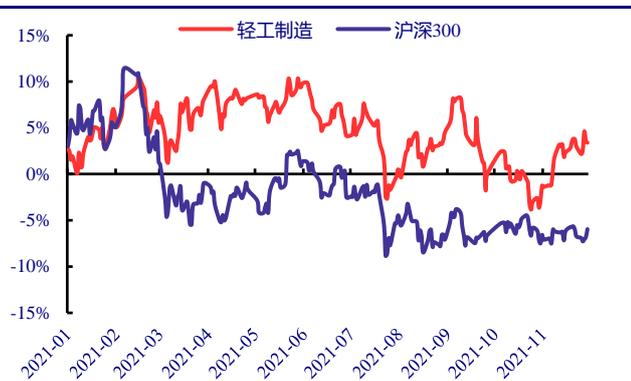
| | |
|-------------------------------------------|-----------|
| 一、行业回顾：需求回暖带动行业恢复，成本上涨未来业绩承压 | 2 |
| (一) 整体表现优于大盘，包装板块逆势上涨 | 2 |
| (二) 需求回暖致业绩大幅增长，成本上涨拖累下半年业绩表现..... | 3 |
| (三) 板块估值处于低位，市场偏好细分赛道龙头 | 4 |
| 二、家具：外部环境变化机遇凸显，龙头企业核心受益 | 5 |
| (一) 内需：短期需求爆发但后继乏力，中长期精装房+存量房趋势明显 | 5 |
| (二) 外需：复工复产先发优势助力国产品牌抢占海外市场 | 11 |
| (三) 原材料：三季度原材料价格持续上涨，成本端压力较大 | 12 |
| (四) 抵御短期压力，布局行业长期结构性机遇 | 13 |
| 三、造纸：盈利能力向好，关注需求恢复情况 | 14 |
| (一) 废纸系：供求表现支撑纸品价格，毛利率有望维持高位 | 14 |
| (二) 浆纸系：浆价企稳反弹，文化纸盈利能力下滑 | 16 |
| (三) 生活用纸：市场持续扩容，行业集中龙头企业核心受益 | 18 |
| 四、包装：把握行业需求发展特点，关注结构性投资机会 | 21 |
| (一) 纸包装：消费升级实现产品高端化，包装产品价值量提升..... | 21 |
| (二) 金属包装：碳酸、能量饮料市场稳步扩容，啤酒罐化率不断提升..... | 27 |
| 五、文娱休闲：发展前景向好，行业未来可期 | 29 |
| (一) 电子烟：市场快速扩容，产业长期逻辑确定性强 | 29 |
| (二) 文化办公用品：To C 市场蓬勃发展，To B 市场空间广阔 | 32 |
| (三) 潮玩：成长空间广阔，IP 为企业核心竞争力 | 35 |
| (四) 户外运动：下游需求驱动国内外市场快速成长 | 37 |
| 六、风险提示 | 40 |
| 插图目录 | 41 |

一、行业回顾：需求回暖带动行业恢复，成本上涨未来业绩承压

（一）整体表现优于大盘，包装板块逆势上涨

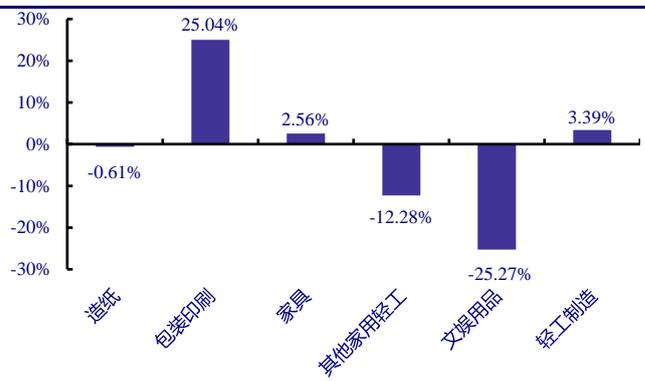
轻工板块 21 年跑赢大盘，子行业中包装印刷表现亮眼。2021 年初至 12 月 3 日，申万轻工指数上涨 3.39%，同期沪深 300 下跌 5.95%，轻工指数跑赢沪深 300 指数 9.35 个百分点。在 28 个子行业中，轻工行业的涨跌幅排名为第 13 名，位列全行业中位。子行业来看，包装印刷板块表现亮眼，而文娱用品和其他家用轻工板块表现较差。年初至今，包装印刷/家具板块分别上涨 25.04%/2.56%，而文娱用品/其他家用轻工/造纸板块分别下跌 25.27%/12.28%/0.61%。

图 1. 2021 年轻工板块跑赢沪深 300 指数 9.35PCT



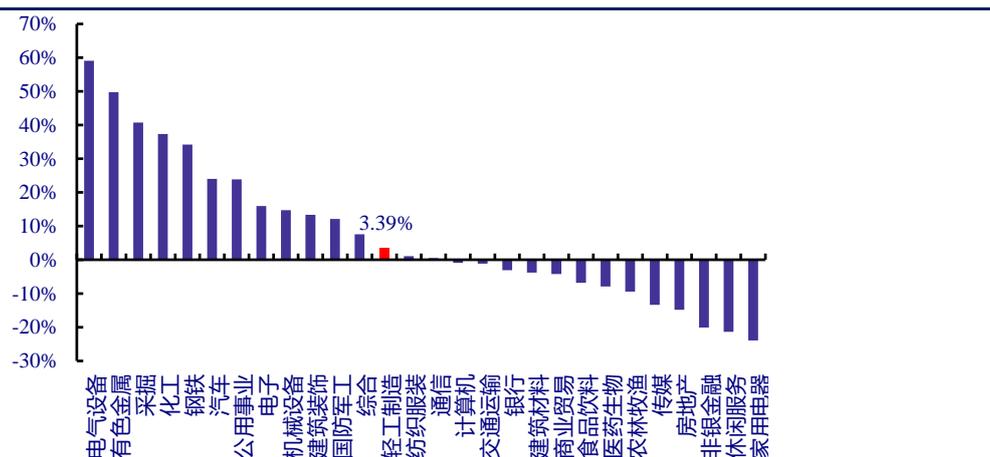
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 2021 年包装印刷板块表现亮眼



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3. 2021 年轻工板块涨跌幅排名位列第 13 名



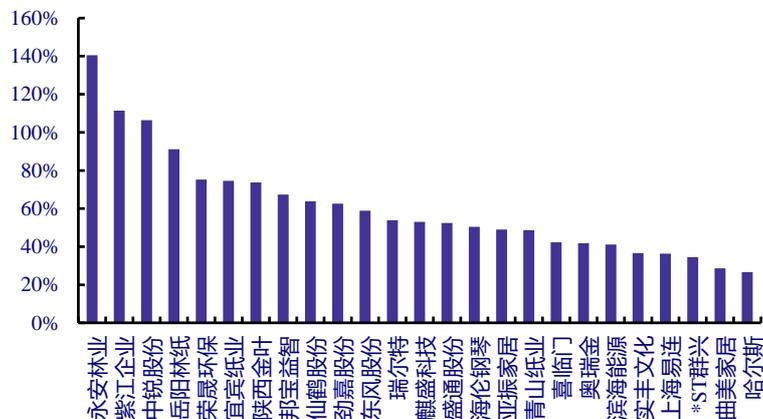
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从个股表现来看，包装印刷及家具板块标的表现优异。包装印刷方面，行业竞争格局不断优化，龙头企业核心受益，同时，包装企业新业务延伸提振估值，股价表现较好，紫江企业、中锐股份、陕西金叶等股价涨幅位居前列；家具方面，2021 年以来房地产竣工数据爆发，短期带来家具需求快速提升，同时部分个股叠加碳中和、智能概念，业绩弹性凸显，股价表

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

现亮眼，永安林业、瑞尔特、麒盛科技等个股涨幅较大。

图 4. 包装印刷、家具板块个股表现优秀

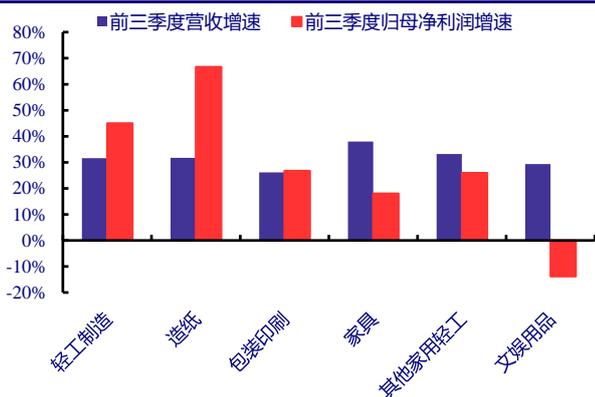


资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

(二) 需求回暖致业绩大幅增长，成本上涨拖累下半年业绩表现

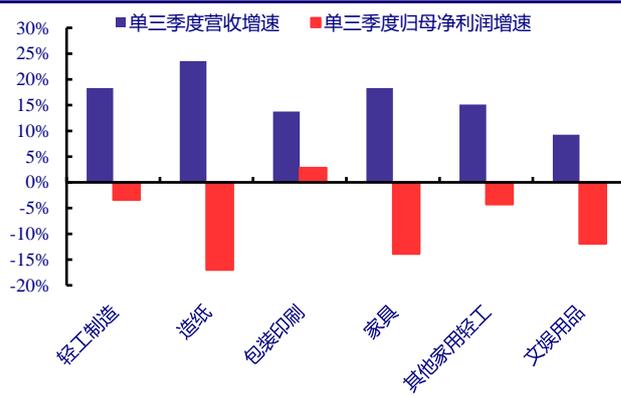
轻工行业前三季度整体向好，三季度单季营收、利润增长发生背离。2021 年前三季度，轻工板块实现营业总收入 5,364 亿元，同比增长 31.61%；归母净利润 391.81 亿元，同比增长 45.02%。其中，Q3 单季度实现营收 1,911 亿元，同比增长 18.32%；归母净利润 116.55 亿元，同比下降 3.4%。分板块来看，前三季度，造纸行业纸价大幅上涨，业绩增长迅速，消费回暖推动包装行业业绩反弹，房地产竣工爆发驱动家具行业需求增长，而进入三季度以来，受宏观经济环境影响，疫情反复叠加供应链紧张及大宗商品涨价因素，轻工行业成本同比大幅增长，因而收入与净利润增速背离。

图 5. 前三季度轻工行业业绩表现



资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 单三季度轻工行业业绩表现

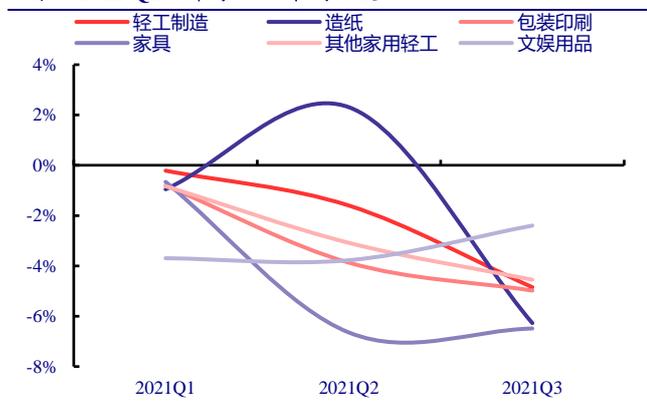


资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

费用率改善提振行业盈利能力，成本大幅上涨拖累业绩表现。2021 年一、二季度，轻工行业毛利率同比下降，但规模效应凸显，费用率整体改善效果突出，行业盈利能力提升，Q1、Q2 净利率分别同比增长 3.06%、1.12%。然而进入三季度以来，受上游原材料、能源、交运成本大幅增长影响，造纸、家具毛利率分别同比下降 6.28%、6.49%，抵消费用率同比改善效果，净利率分别同比下降 2.49%、3.25%，导致三季度单季造纸及家具行业归母净利润同比大

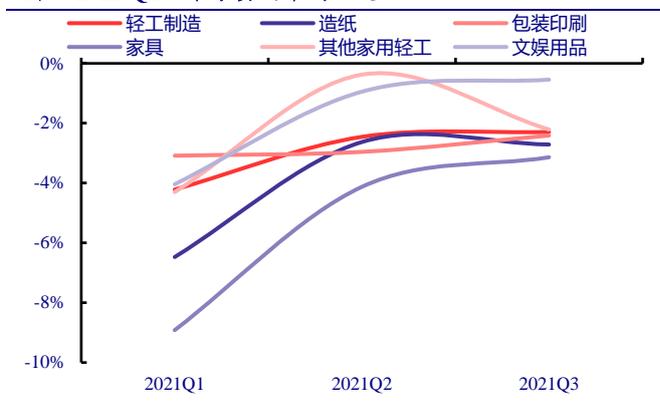
幅下行。同时，三季度单季，轻工行业在两大核心板块带动下，净利率同比下降 1.37%，归母净利润同比下降 3.4%。

图 7. 2021 Q1-3 单季毛利率同比变化



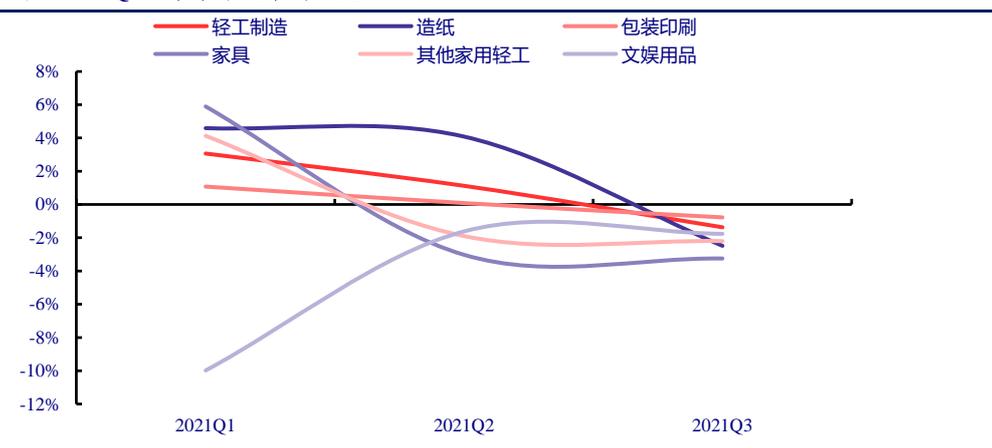
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 2021 Q1-3 单季费用率同比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9. 2021Q1-3 单季净利率同比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 板块估值处于低位，市场偏好细分赛道龙头

细分板块估值处于历史低位。2015 年以来，轻工行业估值水平处于下跌态势，按申万三级子行业分类，截至 2021 年 12 月 3 日，造纸/包装印刷/家具/其他家用轻工/文娱用品市盈率分别为 13X/31X/21X/34X/39X，处于 10 年以来的较低水平。

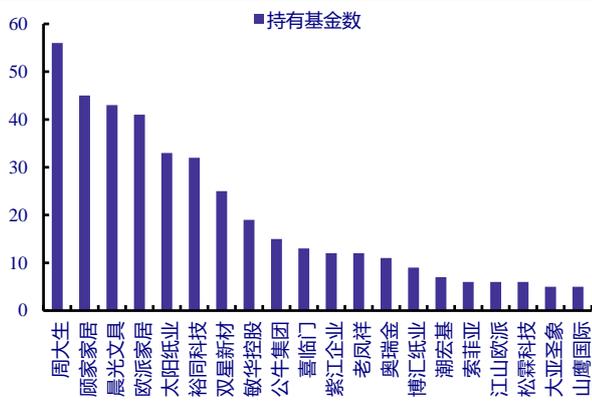
图 10. 轻工子行业 PE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

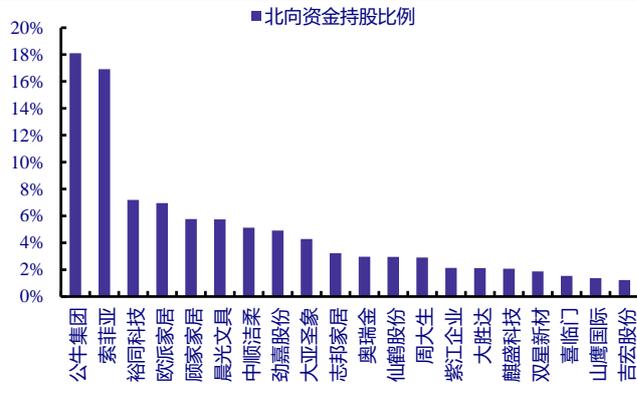
从专业投资者偏好来看，基金及北向资金皆偏好细分赛道龙头，但各有侧重。投资优先级考虑上：家具板块投资价值显著，欧派家居及顾家家居投资价值成为二者共识，北向资金将索菲亚排在家具板块第一位，而基金则将其排在中游；包装板块，裕同科技成为二者首选；造纸板块，太阳纸业为基金首选，而北向资金则倾向于中顺洁柔；其他子领域方面，除晨光文具外，基金选择周大生，而北向资金选择公牛集团。

图 11. 基金投资偏好（截至 2021 年三季度）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12. 北向资金投资偏好（截至 2021 年 11 月 4 日）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、家具：外部环境变化机遇凸显，龙头企业核心受益

（一）内需：短期需求爆发但后继乏力，中长期精装房+存量房趋势明显

1. 短期：竣工爆发推动家具需求快速增长，房地产景气度下行将致后继乏力

房地产监管政策从严，开发商倾向于加快竣工以达标。近年来房地产行业监管政策趋紧，2021 年 1 月 1 日，房地产行业“三条红线”政策全面推行，对开发商剔除预收款后的资产负债

债率、净负债率及现金短债比三项指标进行限制，以限制开发商融资端风险累积。我们在《行业需求有所回暖，低估值龙头市场表现可期》报告中，对开发商拿地-开工-预售及竣工流程进行分析，认为房地产开发商只能通过竣工实现剔除预收款后的资产负债率的改善。

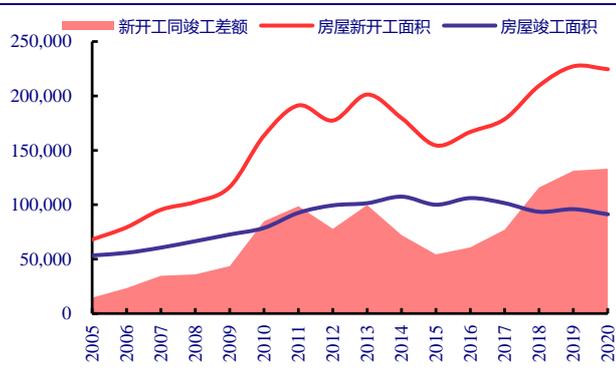
表 1. 房地产施工流程对“三条红线”影响

| 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

开发商囤积大量未完工项目集中释放，房地产竣工数据总体良好。房地产新开工面积和竣工面积数据自 2015 年发生背离，2015-2020 年房地产新开工保持稳定正增长态势，2020 年达到 22.44 亿平方米，受疫情因素影响，同比下降 1.2%，而房地产竣工在不断下降，2020 年，达到 9.12 亿平方米，同比下降 4.92%，意味着开发商囤积大量未完工项目。受监管驱动及疫情形势好转，2021 年以来我国房地产竣工数据处于良好态势，累计增长率维持稳定，2021 年 10 月，房地产竣工面积达到 5.73 亿平方米，同比增长 16.35%。

图 13. 2005-2020 年房屋新开工、竣工面积（万平方米）



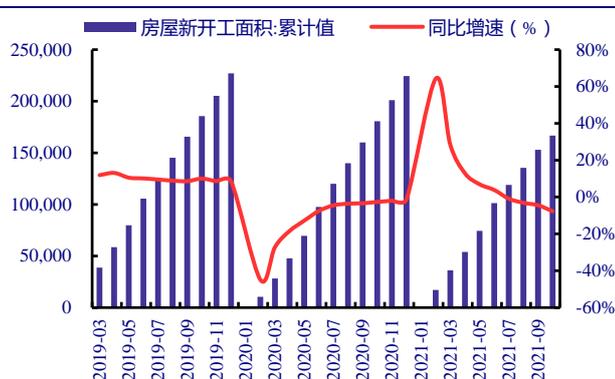
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14. 房地产竣工面积累计值（万平方米）

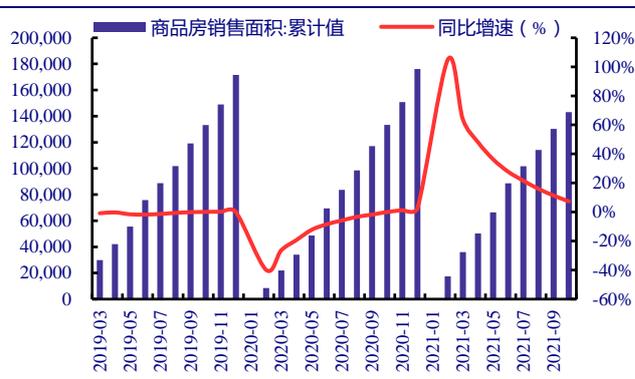


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

房地产前端景气度持续下行，新开工、销售累计数据冲高回落。2021 年开年以来，2 月房地产新开工及销售面积累计值同比大增，分别同比增加 64.3% 和 104.88%；2 月以来，新开工及销售数据不断恶化，7 月新开工面积同比增速由正转负，截至 10 月，房地产新开工及销售面积累计值同比增速分别降至 -7.74%、7.31%。

图 15. 房屋新开工面积累计值 (万平方米)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16. 商品房销售面积累计值 (万平方米)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 中期: 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。精装修模式对围绕房地产买卖及装修的主体关系进行重构, 通过提升装修效率, 实现价值增量, 使政府、开发商、购房者及家具企业受益良多。而在精装修模式下, 开发商面对家具企业和消费者的强势地位, 也使得其在精装修模式带来的价值增量分配中掌握核心话语权, 获得更多利益。

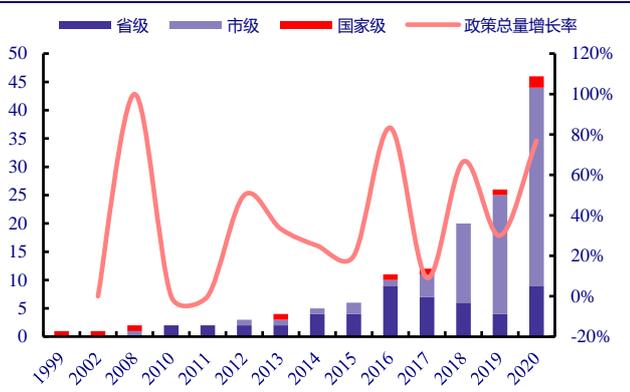
表 2. 精装修模式下各主体利益分析

| 主体 | 益处 | 具体分析 |
|------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 政府 | 节约社会资源 | 便于开发商统一规划装修, 减少建筑垃圾污染, 节约社会资源 |
| 开发商 | 拓展利润来源 | 1. 相对家具企业, 开发商虽为下游, 但地位强势, 对家具企业具备较强议价能力, 可降低采购成本; 2. 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。 |
| | 提高资金利用率 | 对上游家具企业支付货款账期为 3-6 个月, 占用上游资金, 而更早收到精装带来的房屋售价增量。 |
| 购房者 | 节约装修成本 | 1. 开发商项目中为标准化户型, 通过接受统一定制设计, 规模效应凸显, 降低单体设计成本, 性价比高; 2. 开发商对上游的议价权获取采购优惠将部分转移至购房者手中, 家具购买成本降低。 |
| | 优化消费者体验 | 1. 统一设计, 平摊成本大幅降低, 享受更优质设计, 家装美观度、质量及生活职能体验得到极大提升; 2. 节约装修时间及精力, 前端环节皆由开发商统一统筹安排并实现质量监督, 谈判地位及专业性更强。 |
| 家具企业 | 拓展利润来源 | 虽然开发商有较强议价能力, 但由于其产品需求标准化, 家具企业具备规模化效应, 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 |
| | 行业集中度提升 | 精装修模式下, 家具行业壁垒加深, 落后企业将被排除在外, 将利好头部企业市占率提升: 1. 开发商合作条件严格, 高门槛将中小企业排除在外, 市场参与者大幅减少; 2. 购房者选择范围较小, 家具企业品牌知名度及产品力将成为核心考虑要素。 |

资料来源: 中国银河证券研究院整理

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%, 总计发布 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 17. 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

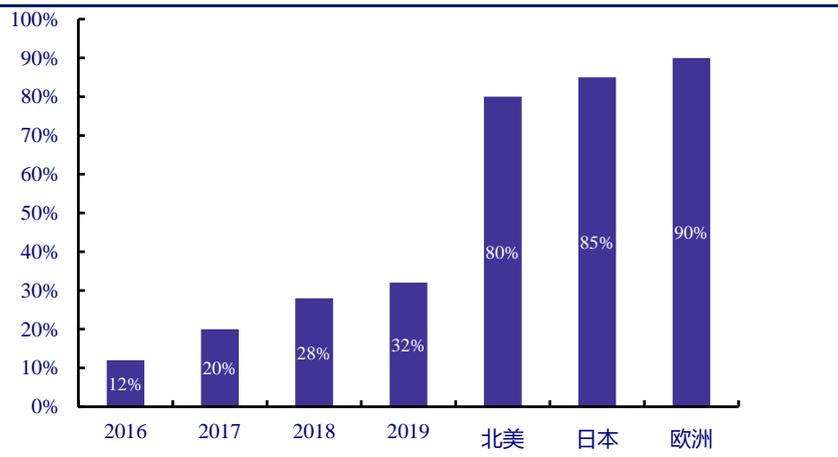
图 18. 我国精装修市场规模 (万套)



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。

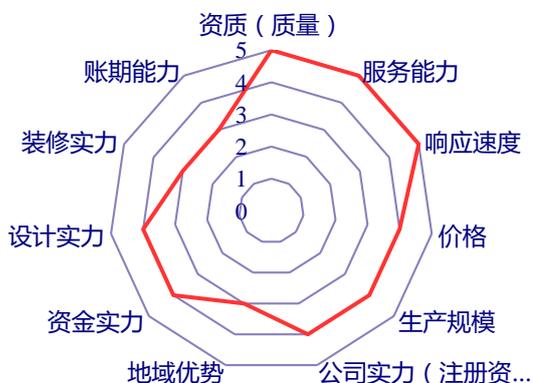
图 19. 我国及美日欧地区精装修渗透率



资料来源: 智研咨询, 奥维云网, 中国银河证券研究院

精装修模式提升行业壁垒，集中度将加速提升。中部、头部开发商是精装修主要推动者，而只有头部家具企业才有合作资格：首先，家具企业的产品质量及品牌需要与开发商匹配，符合消费者需求；其次，开发商要求企业有优秀的设计、制造、服务能力，能满足开发商方案整体布局，并拥有快速、批量制造能力，在服务上也能高效对接；最后，家具企业需要有强大的成本控制能力，具备一定的规模效应，否则无法满足开发商的利益诉求。

图 20. 精装修供应商评价体系



资料来源:奥维云网, 中国银河证券研究院

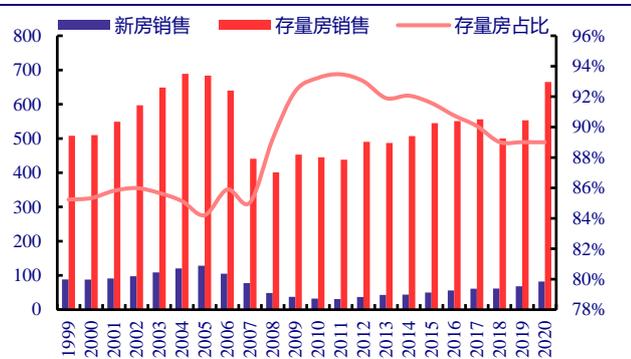
3. 长期：存量房将成主要市场，局部装修、整装需求并存

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：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，其装修难度将相比毛坯房大幅增加，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，另一方面，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，整体装修将成为主流，对应家具企业的整装渠道。

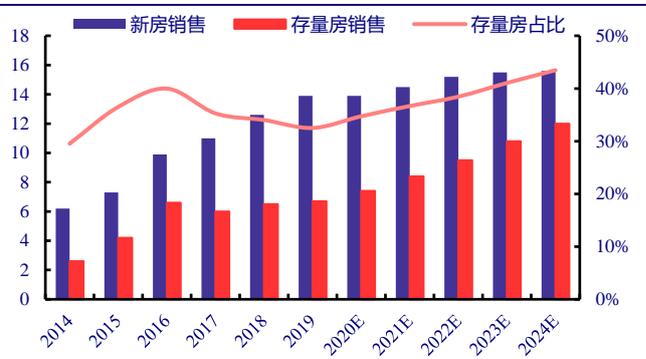
对标美国，未来我国二手房市场还有较大成长空间。美国自 2000 年以来，存量房销售占有所有房屋销售比例保持在 85% 以上。而根据 CIC 统计及预测，2019 年我国存量房销售 6.7 万亿元，占比所有房屋销售 32.52%，预计未来将以 12.36% 的 CAGR 增长，并于 2024 年达到 12 万亿元，同时占比也将提升 10.95 个百分点，达到 43.48%。

图 21. 美国房地产市场销售结构 (万套)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22. 中国房地产市场销售结构 (万亿元)



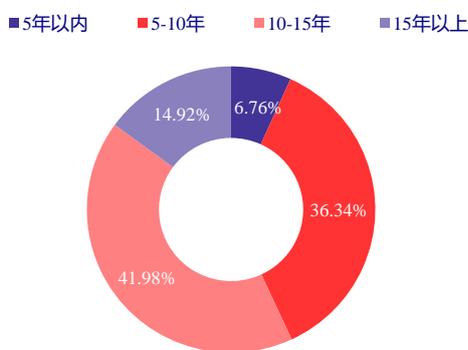
资料来源: CIC, 中国银河证券研究院

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。

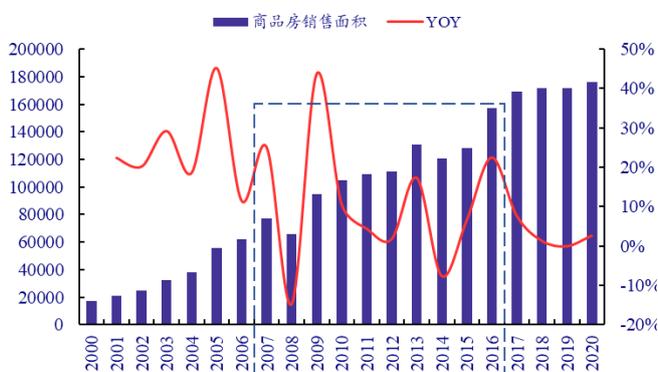
家具行业终将步入存量房时代，未来旧房翻新需求将稳健增长。据中国产业信息网统计显示，有 78.32% 的人群期望二次装修年限在 5-15 年之间。其中，36.34% 的人群二次装修的期望年限为 5-10 年，41.98% 的人群二次装修的期望年限为 10-15 年。而自 2007 年起，我国商品房销售面积快速增长，预计随着时间的推移，未来旧房翻新需求将跟随商品房销售历史趋势同步增长。

图 23. 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

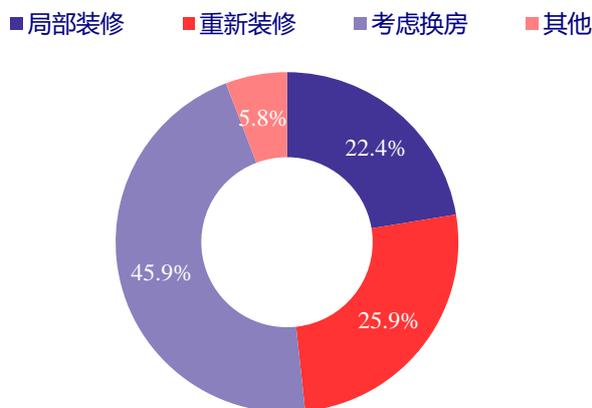
图 24. 历年来我国商品房销售面积（万平方米）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

局部装修将成重要方向，传统经销渠道重要性依然显著。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 25. 改善居住质量的方式

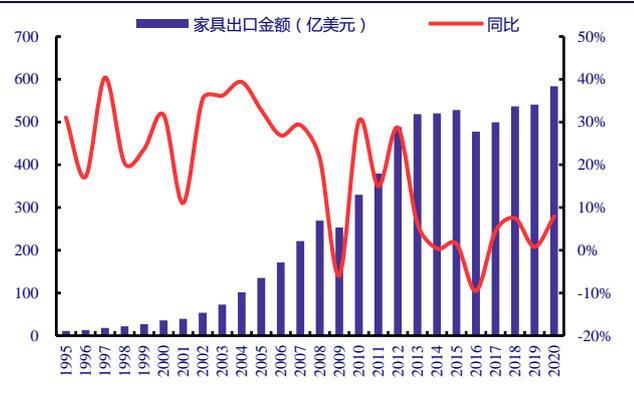


资料来源：贝壳研究院，中国银河证券研究院

(二) 外需：复工复产先发优势助力国产品牌抢占海外市场

家具出口市场前期快速增长后维持稳定，疫情重构致出口市场重回升势。1995 年以来，凭借我国制造业优势，为海外品牌提供 OEM 服务，家具出口规模快速成长，自 1995 年的 11.06 亿美元成长至 2012 年的 488.17 亿美元，17 年 CAGR 为 24.96%。然而，受国际贸易形势变化、制造业优势弱化、产业结构调整等因素影响，我国家具出口规模增长放缓，2012-2019 年 CAGR 仅为 1.48%。而 2020 年以来，初期受疫情影响，全球范围内产业停工，我国率先控制住疫情，实现复工复产，产业链恢复快于海外，占据先发优势，出口规模经历先降再升过程，最终 2020 年同比增长 7.95%，达到 583.91 亿美元，创下新高。

图 26. 我国家具出口市场规模 (亿美元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

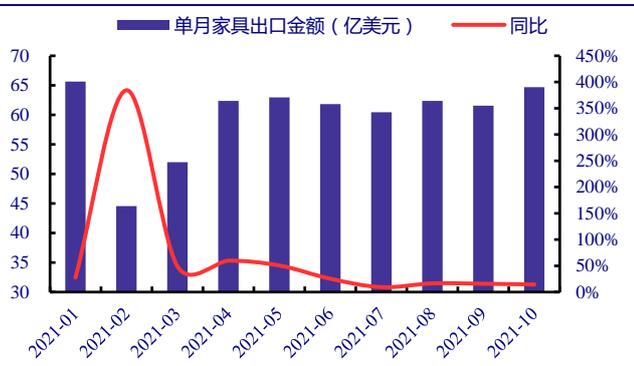
图 27. 2020 年各月我国家具出口规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

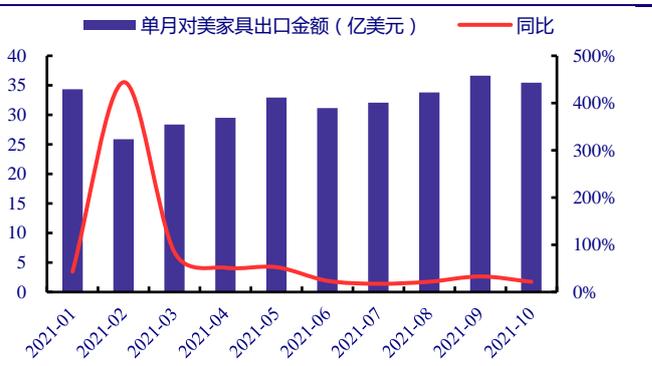
21 年家具出口爆发增长，对美市场增长劲头更强。截至 2021 年 10 月，我国家具累计出口金额达到 597.68 亿美元，同比增长 34.97%。按照历史规律来看，9-12 月我国家具出口规模将逐月递增，而 21 年 4-10 月出口规模维持在 62 亿美元左右，因此，我们保守估计，2021 年全年，我国家具出口市场规模将达到 744 亿美元，相比 2020 年增速达到 27%。对美市场来看，截至 2021 年 10 月，对美家具累计出口金额达到 319.8 亿美元，同比增长 43.95%，我们预计全年有望达到 398 亿美元，同比增速将达到 35%。

图 28. 2021 年各月我国家具出口金额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 29. 2021 年各月我国对美家具出口金额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我国疫情管控得力赢得先机，复工复产先发优势助国产品牌抢占海外市场。我国家具出口市场前期成长主要是由 OEM 代工支撑，而伴随劳动力成本优势弱化，市场发展受限，存在国产品牌少、竞争力弱的缺陷，难以同海外本土家具企业竞争。而伴随国产品牌、研发重

视程度不断提升，内源加大研发产品投入，外延吸收海外知名品牌，逐步打造核心竞争力，已拥有能够同海外本土品牌媲美的基础。我们认为，国产家具品牌，受益于国内疫情管控得力，更早恢复生产制造，在海外本土品牌受疫情反复停工限制下，将承接需求缺口，快速提升市场份额。

表 3. 国产家具品牌海外业务同比增速

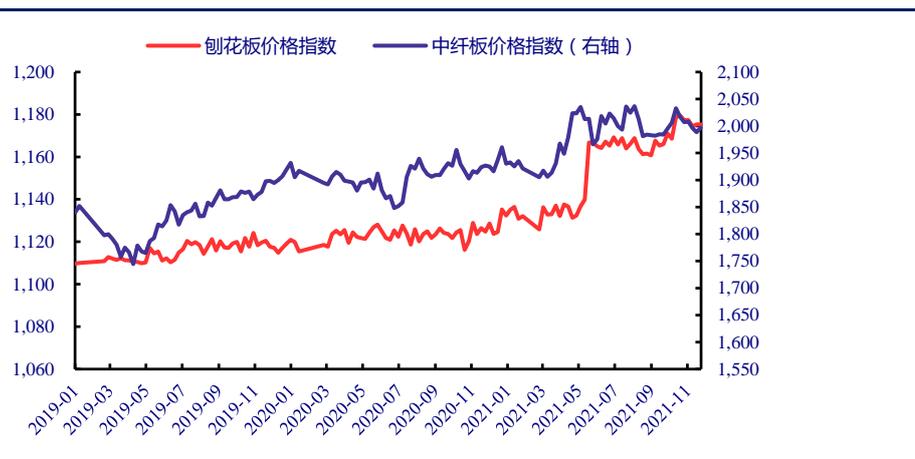
| | 顾家家居 | 梦百合 | 恒林股份 | 曲美家居 | 海鸥住工 | 麒盛科技 | 乐歌股份 | 海象新材 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 2020 | 0.98% | 79.63% | 69.55% | 3.38% | 19.14% | -12.41% | 112.25% | 43.10% |
| 2021H1 | 84.91% | 55.53% | 34.29% | 45.13% | 57.43% | 31.93% | | 43.97% |

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

（三）原材料：三季度原材料价格持续上涨，成本端压力较大

板材价格长期缓慢上涨。刨花板方面，刨花板价格指数自 2019 年以来缓慢上行，2021 年 5 月经历一段快速上涨，自 1,131.31 点上涨至 1,166.81 点，年初以来，刨花板价格指数自 1,132.4 上涨至 1,175.33，涨幅为 3.79%。中纤板方面，中纤板价格指数自 2019 年 5 月开启持续上涨，年初以来自 1,930.31 上涨至 1,996.84，涨幅为 3.45%。

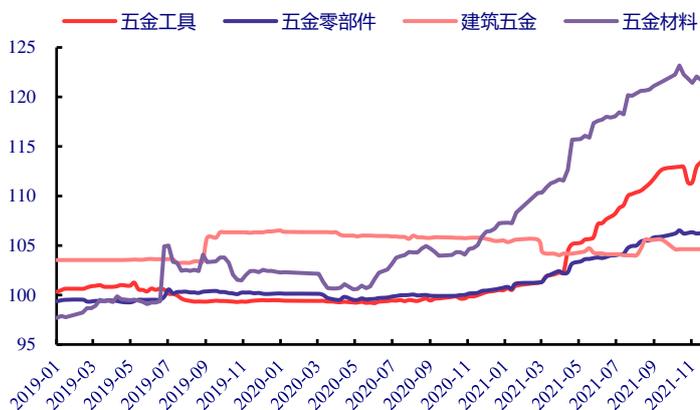
图 30. 刨花板及中纤板价格指数（2010 年 6 月=1000）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五金价格年初以来快速上扬。五金工具价格指数自年初以来持续上涨，自 100.51 上涨至 113.4，涨幅达到 12.82%；五金零部件价格指数自 2020 年 9 月开始缓慢上涨，年初以来自 100.64 上涨至 106.25，涨幅为 5.57%；建筑五金价格指数呈现横盘波动态势，价格基本维持稳定；五金材料价格指数自 2020 年 5 月以来迅速增加，年初以来自 107.25 上涨至 121.75，涨幅为 13.52%。

图 31. 五金价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

皮革价格指数三季度低位反弹，软泡聚醚价格高位震荡。皮革价格指数自 2017 年以来持续下降，并于 2021 年 7 月到达最低点 69.15，并开始反弹，2021 年 10 月 15 日到达最高价 80.6，相比最低点上涨 16.56%，回调后重拾升势，截至 11 月 26 日，皮革价格指数重回高位，达到 80.11。软泡聚醚平均价格自 2020 年 4 月 12 日快速上涨，于同年 9 月 27 日达到最高点 19,250 元/吨，上涨幅度达到 167%，随后高位震荡，2021 年下半年重启上升趋势，2021 年 10 月 24 日达到阶段性高点 18,812 元/吨，较起点上涨 40.02%，随后快速下挫，截至 11 月 28 日，软泡聚醚平均价格为 14,486 元/吨，较阶段性高点跌去 23%。

图 32. 海宁皮革价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 33. 软泡聚醚平均价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 抵御短期压力，布局行业长期结构性机遇

我们认为，外部环境的不断变化，带来行业的变革与发展，无论是危亦是机，都将是具备全局战略思维企业的发展机遇，而头部企业所拥有的资源禀赋将助力其把握未来，引领发展。因此，未来家具行业仍具备投资价值，短期存在业绩压力，但危中有机，中长期行业结构性机会巨大。

表 4. 家具行业威胁和机遇分析

| | 现状及展望 | 威胁 | 机遇 |
|----|------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------|
| 内需 | 房地产竣工数据维持良好状态，但新开工、销售数据恶化 精装修频繁发布政策、市场快速发展 存量房市场规模稳步提升，未来将成为主要市场 | 未来行业需求将萎缩 新房传统渠道将受到挤压 大宗渠道将受到挤压 | 中尾部企业发展受限，集中度提升 大宗渠道存在机遇 整装及传统经销渠道存在机遇 |
| 外需 | 家具出口金额大幅增长 | | 国产品牌海外市场份额提升 |
| 成本 | 原材料价格普遍上涨 全球供应链紧张 | 原材料采购成本增加 运费成本提升 | 中尾部企业发展受限，集中度提升 中尾部企业发展受限，集中度提升 |

资料来源：中国银河证券研究院整理

我们主要从抵御威胁+把握机遇两个维度进行考虑，提出三点投资逻辑：1. 在行业需求萎缩下能通过业务扩张抵御下行压力，行业成本上涨下拥有议价权及成本传导能力；2. 布局未来需求结构调整，把握行业中长期结构性机遇；3. 海外产能真空期，国产品牌快速扩张，实现份额提升。

首先，我们认为企业的前瞻性战略眼光是重中之重，不断布局未来以适应行业变化，其既将成为当下业绩的支撑也将成为未来经久不衰的保障；其次，优秀的品牌实力将在当下复杂环境下呈现抗压性，优秀的资本实力可支撑企业实现业务扩张，大的业务体量及稳固的供应商关系赋予较强成本控制能力，而强大的品牌价值可向消费者实现成本传导；最后，海外市场的拓展有望成为成品家具企业业绩成长点之一。

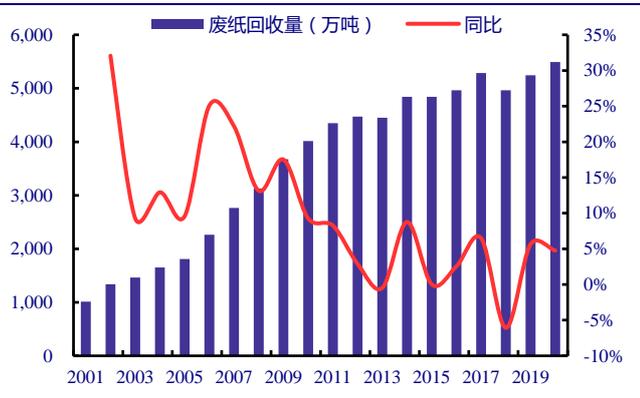
建议关注：大举推进大家居战略，产品、品牌、渠道优势持续赋能的**欧派家居 (603833.SH)**；衣柜和大宗业务协同发力的**志邦家居 (603801.SH)**；多渠道、多品类拓展，打造大家居融合店模式的**顾家家居 (603816.SH)**；渠道、品类持续发力，充分受益于国内功能沙发市场发展的**敏华控股 (1999.HK)**。

三、造纸：盈利能力向好，关注需求恢复情况

(一) 废纸系：供求表现支撑纸品价格，毛利率有望维持高位

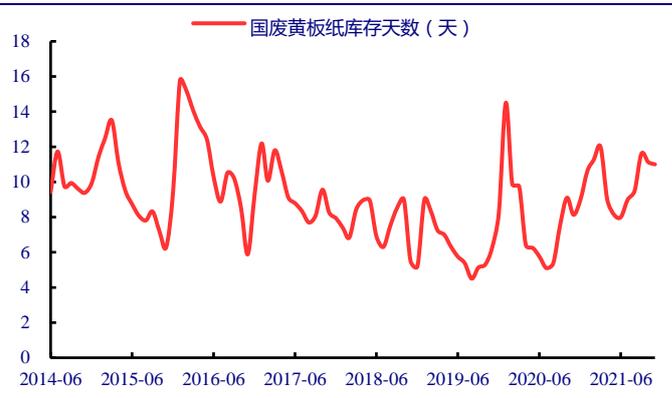
国废回收量增长缓慢，库存天数升至高位。自 2001-2020 年以来，国内废纸回收量同比增速快速下滑，由双位数增长变为单位数增长，2020 年，国内废纸回收量为 5,493 万吨，同比增长 4.75%，国废原料供给有限。从库存天数来看，国内黄板纸月度库存天数自 2021 年 3 月触顶达到 12 天，随后开始下滑，于 6 月到达最低点 8 天，并开始回升，截至 2021 年 11 月，国废黄板纸月度库存天数为 11 天，环比下降 0.13 天，目前库存天数已达到局部高点，处于历史高位，库存压力将逐步显现。

图 34. 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 35. 国内黄板纸月度库存天数 (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, 自 8 月以来维持高位盘整态势, 截至 2021 年 12 月 3 日, 国内废黄板纸均价为 2,427 元/吨, 环比上月下降 2.18%, 同比增长 15.54%。

图 36. 国废黄板纸价格



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

我们预计, 库存压力将在未来体现, 同时双控背景下头部企业停机检修导致需求不足, 国废黄板纸价格料将迎来一波下跌, 届时废纸系成品纸原材料成本将降低。

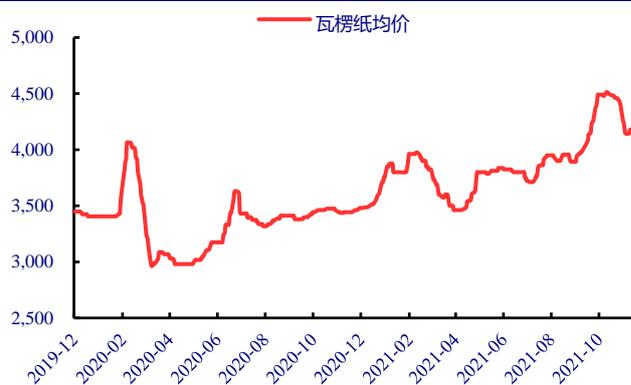
原材料价格下降, 带动箱板瓦楞纸价格下行。据卓创资讯数据显示, 箱板瓦楞纸前期在原材料价格上涨带动下价格持续上行, 而 11 月以来, 伴随废黄板纸价格出现回落, 箱板瓦楞纸价格快速下挫, 截至 2021 年 12 月 3 日, 箱板纸均价为 5,664 元/吨, 相比最高价下降 2.35%; 瓦楞纸均价为 4,182 元/吨, 较最高价跌幅为 7.35%。

图 37. 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

图 38. 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

毛利率持续上涨, 包装纸盈利能力增强。2021 年年初, 箱板瓦楞纸盈利能力增强, 毛利率于 3 月 31 日达到最高点 26.98%、19.88%, 到达近 3 年以来区间高点附近, 并于 4 月回落至区间低点。9 月, 原料废黄板纸价格快速上涨, 叠加能耗双控政策等因素, 箱板瓦楞纸价格快速上涨, 毛利率自底部不断提升, 截至 12 月 1 日, 箱板纸、瓦楞纸毛利率分别为 22.74%、17.4%。

图 39. 箱板纸盈利能力



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 40. 瓦楞纸盈利能力



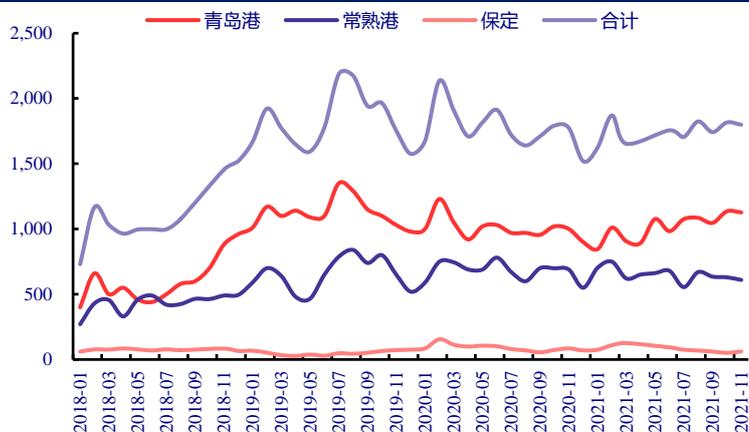
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

供给方面, 能源危机席卷全球, 同时国家能耗双控政策持续运行, 纸企纷纷停机检修, 箱板瓦楞纸供给减少; 需求方面, 短期“双十二”、“春节”等时期消费增加将提振箱板瓦楞纸需求。因此, 我们认为供给减少, 叠加需求稳定增加, 将对箱板瓦楞纸价格起到支撑作用, 而原材料价格的下行带动作用将受到抑制, 毛利率有望维持高位运行。

(二) 浆纸系: 浆价企稳反弹, 文化纸盈利能力下滑

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 11 月, 国内主要港口纸浆库存为 179.88 万吨, 同比上涨 1.34%, 环比下降 0.95%, 持续缓慢向高位延伸。

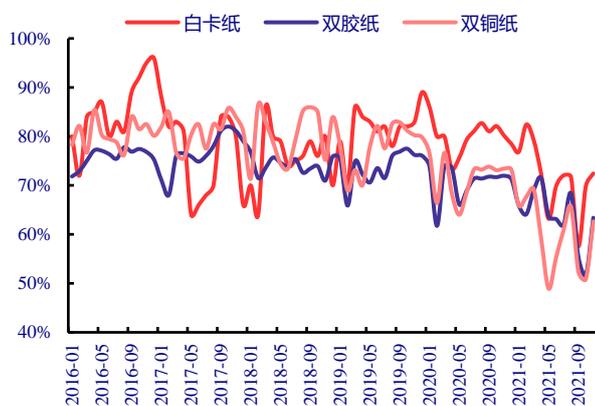
图 41. 国内纸浆库存 (千吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

下游需求快速反弹，带动木浆价格止跌反弹。浆纸系成品纸开工负荷率自 2021 年初以来不断下滑，在 10-11 月快速反弹，截至 11 月，白卡纸、双胶纸及双铜纸开工负荷率分别为 72.43%、63.4% 和 62.63%，环比增长 2.56、11.62、11.77PCT。木浆价格方面，阔叶浆、针叶浆及化机浆价格自 2020 年末快速上涨，于 2021 年 3 月初达到最高点，分别为 6,038、7,393、4,892 元/吨，随后一路下行，并在下游需求回暖带动下止跌反弹，截至 12 月 1 日，三类木浆价格分别为 4,726、5,821、3,892 元/吨，较最低点上涨 288、866、458 元/吨，涨幅分别为 6.48%、17.47%、13.35%。

图 42. 浆纸系成品纸开工负荷率



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 43. 木浆价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

我们认为，浆纸系成品纸开工率开始反弹，纸浆需求有所恢复，将对纸浆价格形成支撑作用，预计纸浆价格将维持反弹。

白卡纸价格低位维稳，毛利率受原材料价格影响下行。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。自 2020 年 6 月的 5,140 元/吨涨至 2021 年 4 月的最高点 9,827 元/吨，涨幅为 91.19%。而 2021 年 6 月以来，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，并于 7 月降价幅度趋于缓和，截至 12 月 3 日，白卡纸价格为 6,023 元/吨，价格企稳。伴随降价，白卡纸每吨毛

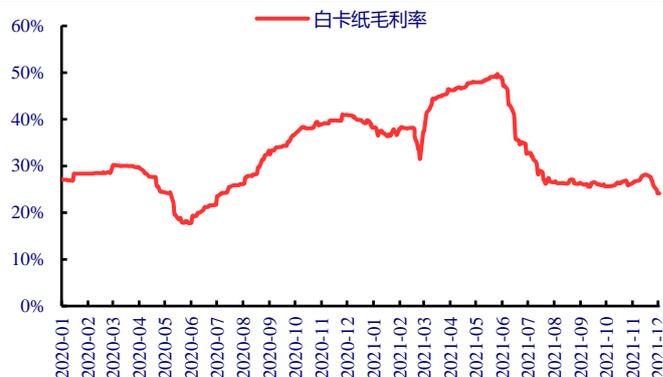
利润也在不断下滑，7月止跌企稳，在1200-1300元/吨水平，而在原材料价格上行压力下，白卡纸毛利率开始向下延伸。

图 44. 白卡纸价格 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

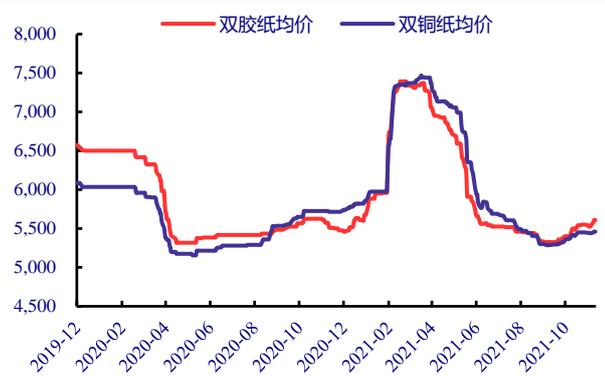
图 45. 白卡纸盈利能力



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

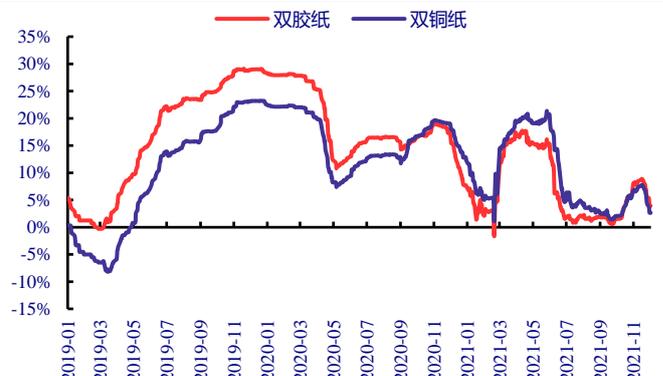
文化纸价格低位反弹，受浆价上行影响，盈利能力重回低位。受能耗双控政策及成品纸销售毛利润转负因素影响，文化纸开工率不断下行，供应偏紧，而其也成为前期文化纸价格反弹核心原因，11月中旬，上游浆价止跌反弹，助推文化纸价格快速上扬，截至2021年12月3日，双胶纸、双铜纸价格分别为5,608、5,460元/吨，分别较最低点上涨5.32%、3.31%。10月至11月下旬，在成品纸价格不断上涨、原材料浆价不断下跌背景下，毛利率自低位反弹，然而，伴随浆价止跌反弹，文化纸盈利能力快速回落，截至12月3日，双胶纸、铜版纸毛利率分别为3.92%、2.65%。

图 46. 文化纸价格



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 47. 文化纸盈利能力

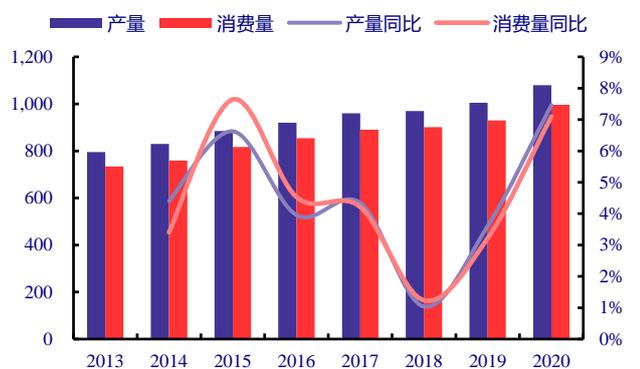


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

(三) 生活用纸：市场持续扩容，行业集中龙头企业核心受益

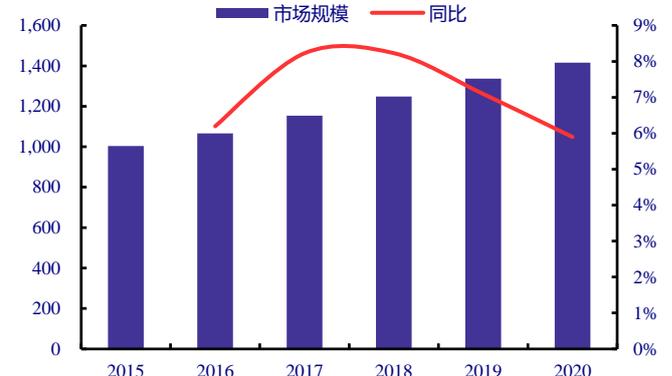
消费升级趋势下，产量、消费量稳步增长驱动生活用纸市场扩容。2020年，我国生活用纸产量及消费量分别为1,080万吨和996万吨，分别同比增长7.46%、7.1%，近五年来自2018年来，产量及消费量增长率不断攀升，市场规模不断增长。根据Euromonitor数据显示，2020年我国生活用纸市场规模已达1,415.96亿元，同比增长5.9%，近5年CAGR为7.12%。

图 48. 生活用纸产量及消费量 (万吨)



资料来源：中国造纸协会，中国银河证券研究院

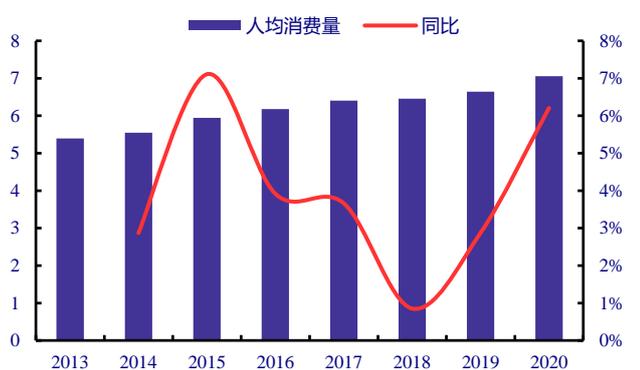
图 49. 生活用纸市场规模 (亿元)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

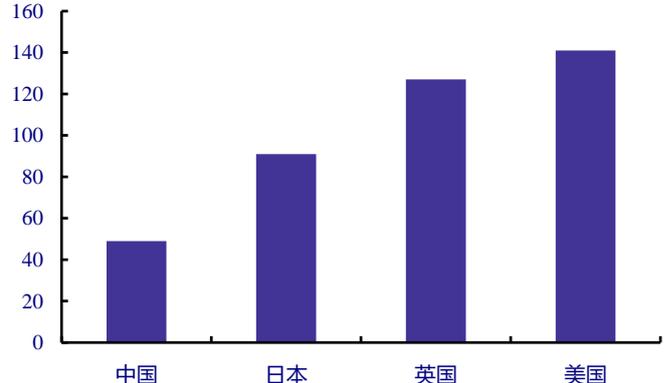
人均消费量持续提升，对标发达国家还具提升空间。2020 年，我国生活用纸人均消费量达到 7.05 千克，同比增长 6.21%。而相比于欧美等发达国家，如北美（25 千克）、日本（15 千克）、西欧（12.5 千克），我国人均生活用纸消费量还有较大增长空间。据自然资源保护委员会发布的全球人均卫生纸用量报告显示，美国人均每年使用卫生纸 141 卷，英国为 127 卷，日本为 91 卷，而中国仅为 49 卷。

图 50. 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

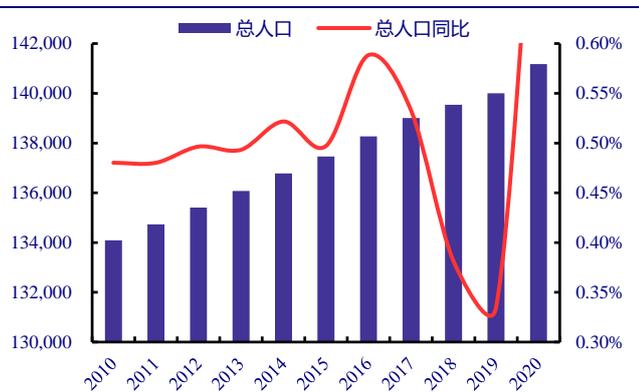
图 51. 各国人均卫生纸使用量 (卷)



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

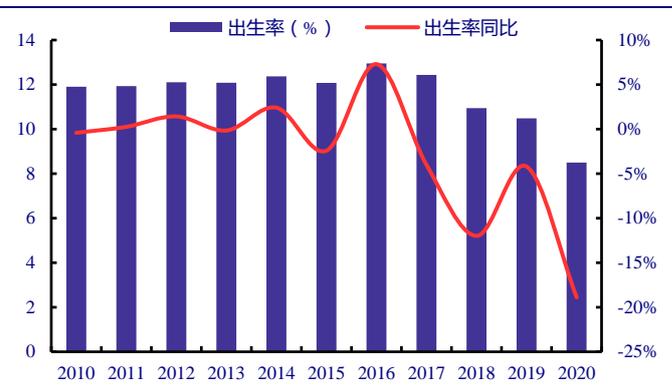
三胎政策将为人口增长提供强劲动力，带动生活用纸消费量提升。自 2016 年起，我国总人口同比增速不断下滑，2019 年总人口同比增速降至 0.34%，而 2020 年人口增速回到高位，总人口数量达到 14.12 亿人，同比增长 0.84%。而我国人口出生率仍处于下滑趋势，2020 年人口出生率为 8.5%，同比下降 18.89%。预计在三胎政策驱动下，我国人口出生率将重回增长态势，驱动总人口稳步增长，从而带动生活用纸消费量的提升。

图 52. 我国总人口规模 (万人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

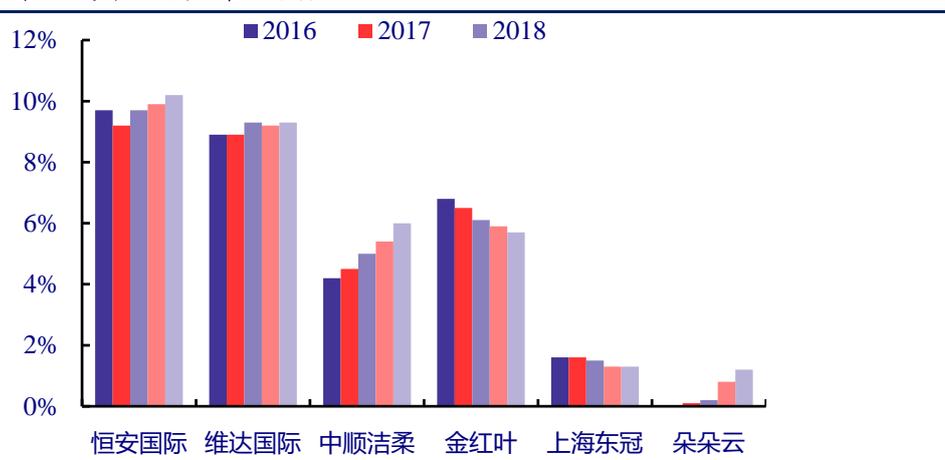
图 53. 我国人口出生率大幅下降 (%)



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 54. 我国生活用纸市场份额

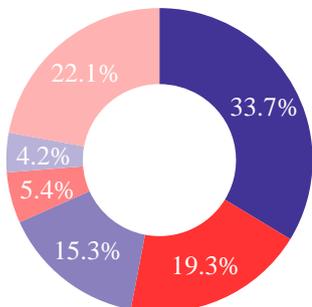


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

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 55. 美国生活用纸市场格局

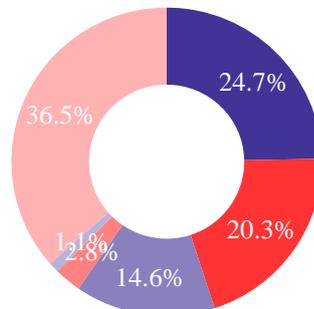
■宝洁 ■金佰利 ■佐治亚太平洋 ■沃尔玛 ■克罗格 ■其他



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 56. 日本生活用纸市场格局

■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)**。

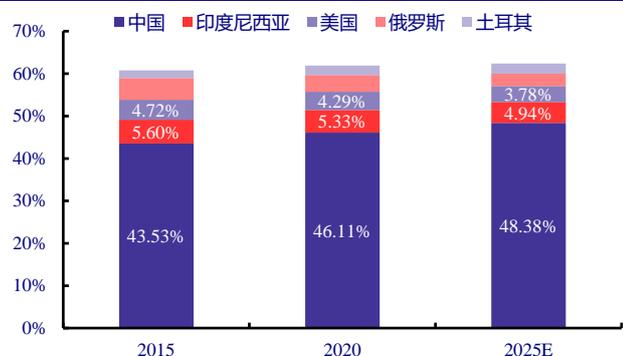
四、包装：把握行业需求发展特点，关注结构性投资机会

(一) 纸包装：消费升级实现产品高端化，包装产品价值量提升

1. 我国卷烟市场维持稳定，卷烟高端化提升烟标价值量

我国为全球最大卷烟市场，卷烟销量稳中有升，表现出较强韧性。据 Euromonitor 数据显示，我国为全球第一大卷烟市场，2020 年全球市场份额为 46.11%，相比 2015 年提升 2.58 个百分点，预计将于 2025 年达到 48.38%。2020 年，全球第二、第三卷烟市场分别为印度尼西亚和美国，分别占比 5.33%、4.29%。在全球卷烟销量下滑背景下，中国市场展现出顽强韧性。2020 年，中国卷烟市场销量为 2.39 万亿支，同比增长 1.19%，预计将于 2025 年降至 2.36 万亿支，2020-2025 年 CAGR 为 -0.23%，降速远低于全球 -1.19% 的 CAGR。

图 57. 全球卷烟市场分布（按国家）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 58. 我国卷烟销量（百万支）

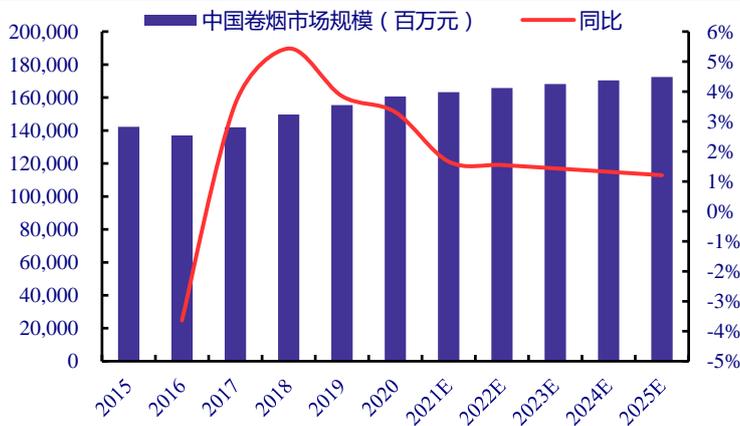


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

我国卷烟市场规模小幅增长，增速不断趋缓。据 Euromonitor 统计及预测，2020 年，我国卷烟市场规模为 0.16 万亿元，同比增长 3.32%，增速相比上年下降 0.54 个百分点，2025

年，我国卷烟市场规模将达 0.17 万亿元，2020-2025 年 CAGR 为 1.44%，其间同比增速不断下滑。

图 59. 我国卷烟市场规模（百万元）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

云烟市场份额表现亮眼，卷烟市场向高端品牌集中。据 Euromonitor 数据显示，2020 年，我国卷烟市场中，高端品牌（选取云烟、南京、黄鹤楼、芙蓉王、黄山、玉溪、中华、苏烟为代表）市占率达到 32.2%，同比提升 1 个百分点。其中，云烟市占率为 8.4%，在所有卷烟品牌中排名第一，同比提升 0.4 个百分点。

图 60. 我国卷烟高端品牌市占率



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 61. 我国卷烟市场呈高端化趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

从产品结构来看，传统常规卷烟逐步向细支烟及超细支烟过渡。据 Euromonitor 统计及预测，2020 年，我国常规烟销量占比为 89.1%，同比下降 1.2%，细支烟销量占比为 1.2%，同比提升 0.1%，而超细支烟占比 9.7%，同比提升 1.1%；2025 年，细支烟及超细支烟销量占比，将分别提升至 1.6%、14.8%。

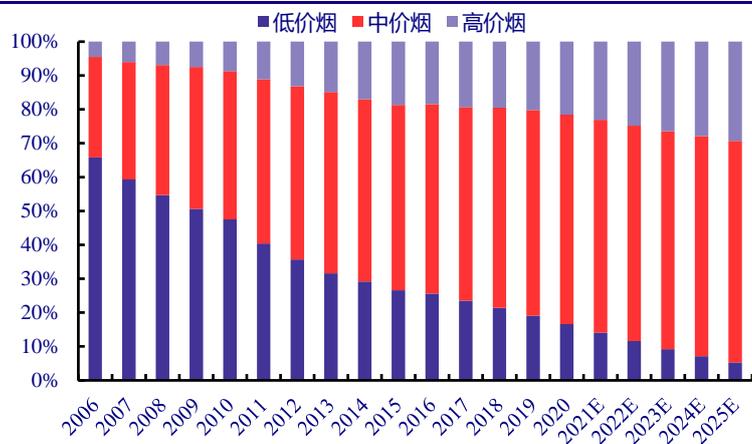
图 62. 我国卷烟产品结构向超细支烟发展



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

高端化趋势下，卷烟价格区间重心不断上移。2020 年，我国卷烟市场价格结构中，高价烟销量占比 21.6%，同比提升 1.4%，中价烟销量占比 61.9%，同比提升 1.2%，而低价烟销量占比为 16.6%，同比下降 2.5%；据 Euromonitor 预测，2025 年，我国卷烟销量中，高价烟占比将达到 29.3%，相比 2020 年有 7.7% 的提升空间，中价烟占比将达到 65.4%，相比 2020 年提升 3.5 个百分点。

图 63. 我国卷烟市场价格结构

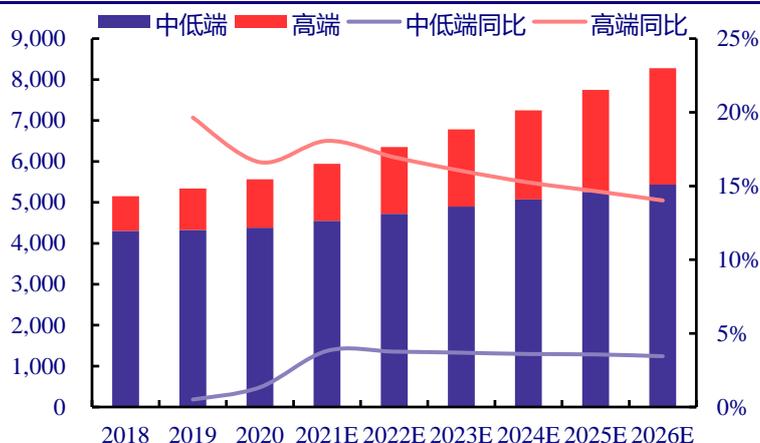


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

2. 高端白酒市场迅速发展，市场份额大幅提升

我国白酒市场稳定成长，高端白酒增长迅速。2020 年，我国白酒市场规模为 5,563 亿元，同比增长 4.23%，预计 2026 年将达到 8,280 亿元，6 年 CAGR 为 6.85%。其中，白酒高端化趋势明显，2020 年高端白酒市场规模为 1,179 亿元，同比增长 16.62%，预计 2026 年将达到 2,846 亿元，6 年 CAGR 为 15.82%。

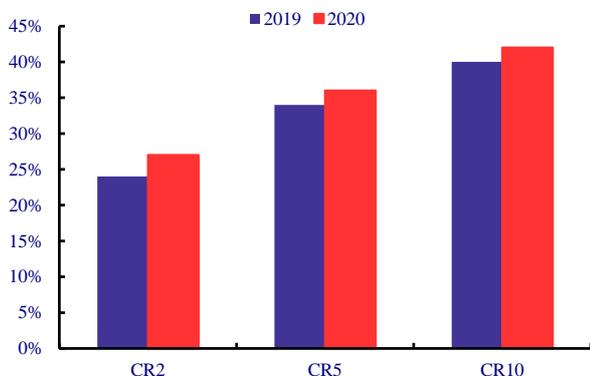
图 64. 白酒市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

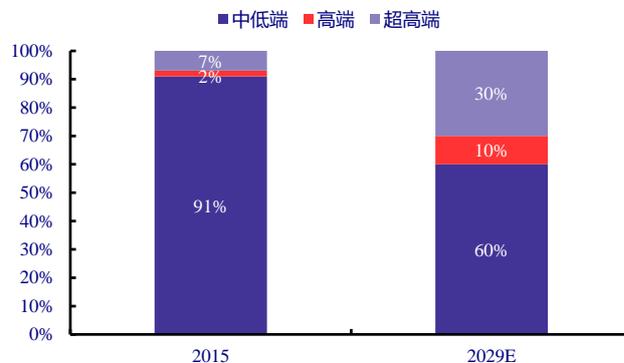
头部企业垄断竞争，高端白酒占比持续提升。从市场集中度来看，我国白酒行业处于垄断竞争状态，贵州茅台及五粮液为第一梯队，洋河股份及泸州老窖等为第二梯队，整体市场集中度较低，2020 年 CR2 为 27%，CR5 为 36%，CR10 为 42%。消费升级背景下，高端白酒需求不断增大，预计 2029 年我国高端及超高端白酒市场占比将达到 40%，相比 2015 年将提升 31%。

图 65. 我国白酒行业市场集中度



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 66. 我国白酒产品结构

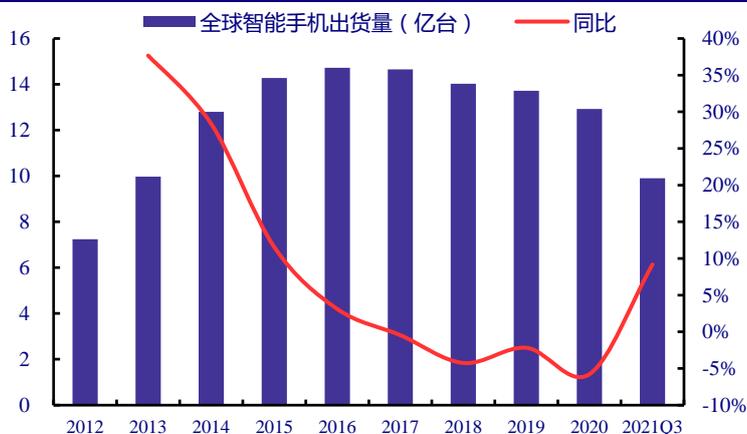


资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

3. 消费电子景气度回暖带动出货量回升

智能手机市场规模重拾升势。据 IDC 统计数据显示，全球智能手机出货量自 2016 年触顶后开始下滑，2020 年出货量为 12.93 亿台，同比下降 5.79%，而 2021 年以来，在 5G 换机潮带动下，智能手机市场景气度回升，截至 2021Q3，2021 年前三季度全球智能手机出货量为 9.9 亿台，同比增长 9.18%。

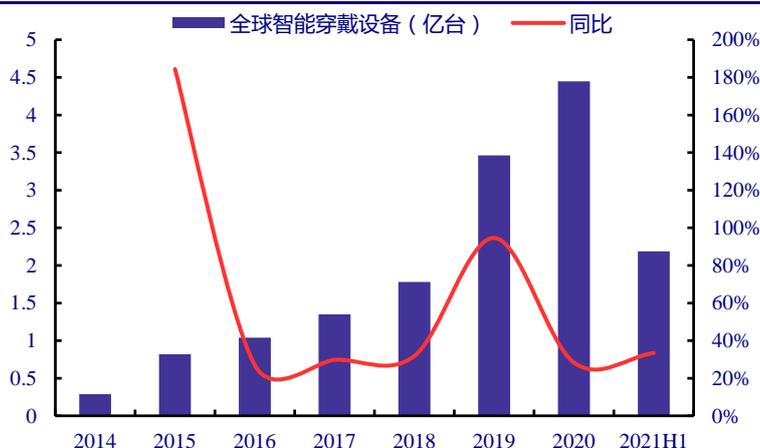
图 67. 全球智能手机出货量 (亿台)



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

全球智能穿戴设备景气度高企, 市场维持高速增长。据 IDC 统计数据显示, 全球智能穿戴设备自 2014 年以来维持高速增长, 从 2014 年的 0.29 亿台增长至 2020 年的 4.45 亿台, 6 年 CAGR 为 57.8%, 2021H1 出货量达到 2.19 亿台, 同比增长 33.4%。

图 68. 全球智能穿戴设备出货量 (亿台)

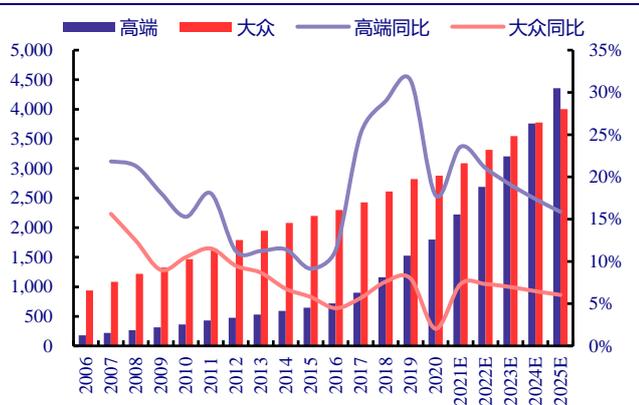


资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

4. 美容及个人护理高端化发展, 包装重要性凸显

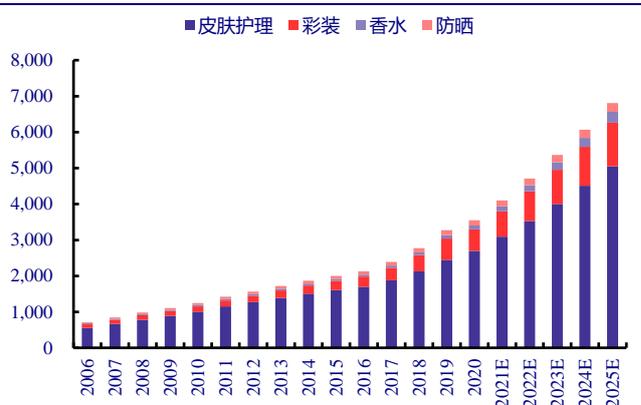
我国美容及个人护理行业逐渐高端化, 市场规模快速成长。据 Euromonitor 统计及预测, 2020 年, 大众市场规模为 2,878 亿元, 14 年 CAGR 为 8.34%, 预计将以 6.83% 的 CAGR 继续成长, 于 2025 年达到 4,004 亿元; 而 2020 年, 高端市场规模达到 1,799 亿元, 14 年 CAGR 为 17.83%, 预计将以 19.36% 的 CAGR 继续成长, 并于 2024 年超过大众市场, 于 2025 年达到 4,357 亿元。从细分市场来看, 皮肤护理为第一大细分品类, 2020 年市场规模达到 2,700 亿元, 同比增长 10.28%, 预计将于 2025 年达到 5,050 亿元, 5 年 CAGR 为 13.33%。

图 69. 我国美容及个人护理市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

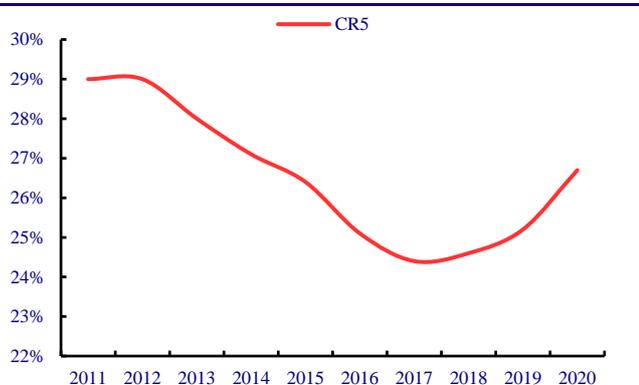
图 70. 我国美容及个人护理细分市场市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

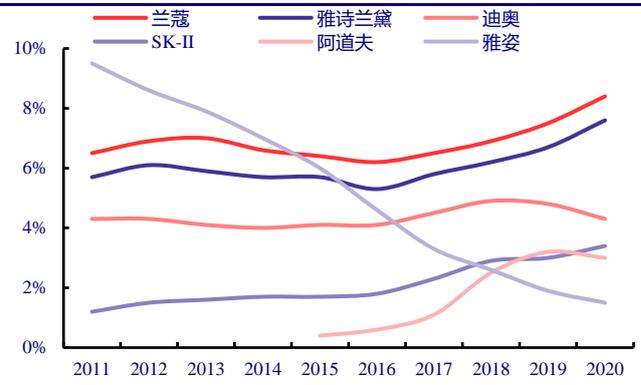
强者愈强，高端品牌市占率持续提升。2011 年以来，我国美容及个人护理高端品牌竞争激烈，行业集中度经历先下降再上升过程：一批品牌日渐没落，2011 年雅姿为第一大品牌，占比 9.5%，而 2020 年占比仅为 1.5%，位列第 15 名，香奈儿、芳珂、雅漾等品牌市占率不断下滑；而另一批品牌逐渐崛起，2020 年，兰蔻、雅诗兰黛、迪奥、SK-II 及阿道夫为第一梯队，分列前 5 名，在过去发展中逐渐成长为行业引领者，同时，海蓝之谜、资生堂、薇诺娜等品牌作为第二梯队，市场份额亦不断提升。

图 71. 我国美容及个人护理高端市场集中度



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 72. 我国美容及个人护理高端市场品牌市场份额



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

包装已成为产品核心竞争力。包装是多种元素的有机结合，通过对包装设计以满足消费者心理需求，唤起其消费欲望：一方面，企业通过包装展现品牌品质及形象，展示产品定位；另一方面，通过文化元素糅合，赋予产品寓意，展现设计故事，提高消费者认同感。

图 73. 迪奥包装示意图



资料来源：中国银河证券研究院

图 74. 雅诗兰黛包装示意图



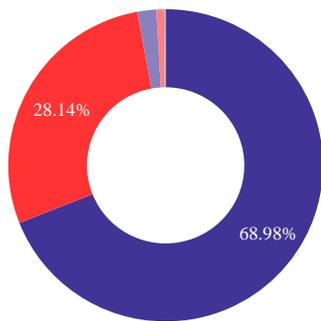
资料来源：中国银河证券研究院

（二）金属包装：碳酸、能量饮料市场稳步扩容，啤酒罐化率不断提升

饮料酒水及食品为金属包装主要下游应用，市场规模分别呈上涨、萎缩趋势。2020 年，金属包装中，饮料酒水品类占比为 68.98%，食品品类占比为 28.14%，二者合计高达 97.12%。而纵向来看，饮料酒水金属包装市场规模维持稳定增长，2020 年为 318.37 亿单位，受疫情因素影响，同比下降 1.94%，预计将于 2025 年达到 396.55 亿单位规模，5 年 CAGR 为 4.49%；食品金属包装市场规模自 2015 年以来不断萎缩，2020 年达到 129.86 亿单位，同比下降 6.67%，预计将维持下降趋势，并于 2025 年降至 120.31 亿单位。

图 75. 金属包装下游市场分布

■ 饮料及酒水 ■ 食品 ■ 宠物食品 ■ 家庭护理 ■ 美容及个人护理



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 76. 饮料酒水及食品金属包装市场规模（亿单位）

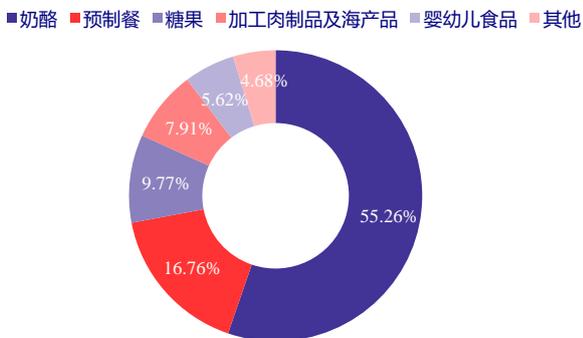


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

奶酪为食品金属包装第一大品类，市场规模不断下滑。2020 年食品金属包装中，奶酪市场占比第一，为 55.26%，第二、第三分别为预制餐及糖果，占比分别为 16.76%、9.77%。奶酪及预制餐金属包装市场不断下降，2020 年市场规模分别为 71.76、21.77 亿单位，同比下降 9.97%、2.69%，预计将持续下滑，分别于 2025 年降至 62.05、16.14 亿单位；而糖果金属包

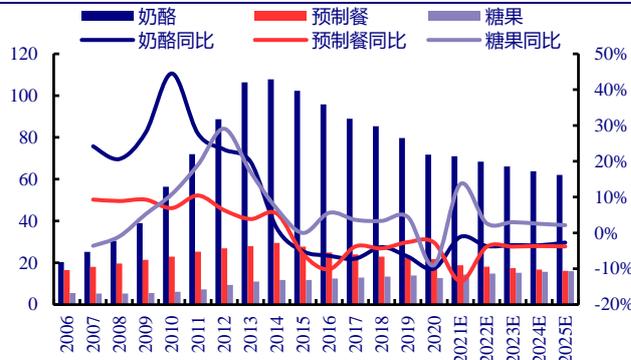
装市场不断成长，2020 年市场规模达到 12.68 亿单位，受疫情因素影响同比下降 8.99%，预计将快速恢复，于 2025 年达到 15.98 亿单位。

图 77. 食品金属包装市场分布（2020）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

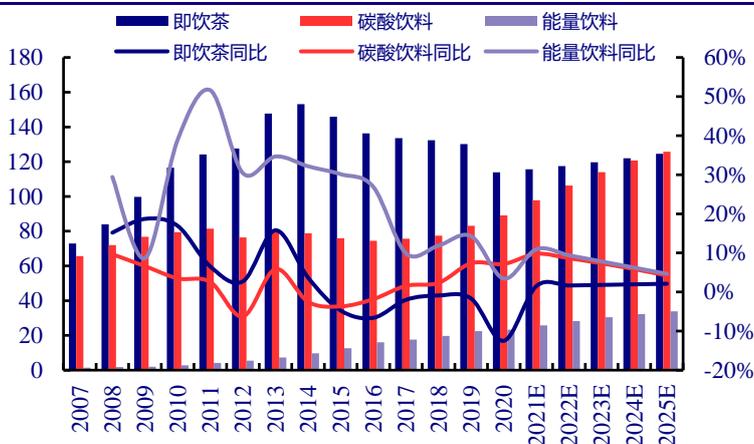
图 78. 奶酪、预制餐及糖果金属包装市场（亿单位）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

即饮茶市场不断萎缩，碳酸、能量饮料市场规模不断提升。据 Euromonitor 统计及预测，即饮茶市场自 2014 年开始下行，2020 年市场规模为 113.89 亿升，同比下降 12.49%，预计未来 5 年小幅反弹，于 2025 年达到 124.58 亿升；而碳酸饮料及能量饮料保持稳定成长，2020 年市场规模分别为 89.1 和 23.24 亿升，分别同比增长 7.16%、3.45%，预计将于 2025 年分别达到 125.73、33.82 亿升，5 年 CAGR 分别为 7.13%、7.79%。

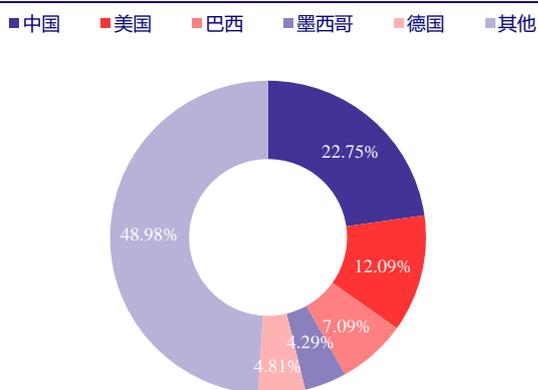
图 79. 软饮料细分市场市场规模（亿升）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

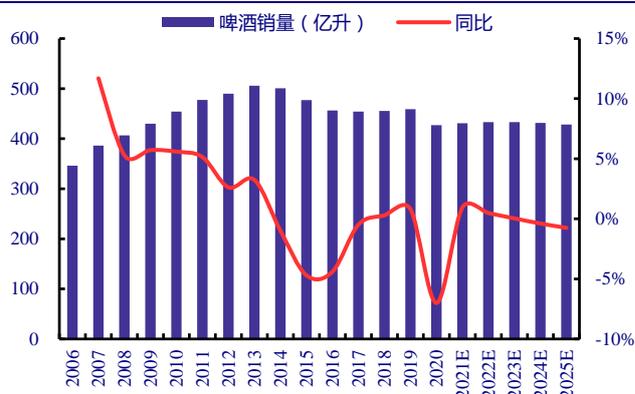
我国啤酒市场位列全球首位，啤酒销量震荡下行。据 Euromonitor 统计及预测，2020 年，我国啤酒销量占全球比例为 22.75%，第二名为美国，占比 12.09%；我国啤酒销量于 2013 年达到顶峰 505.8 亿升，随后不断萎缩，2020 年，受疫情因素影响，我国啤酒销量降至 426.9 亿升，同比下降 7%，预计将于 2025 年达到 428.2 亿升，整体维持稳定。

图 80. 全球啤酒市场分布 (2020)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

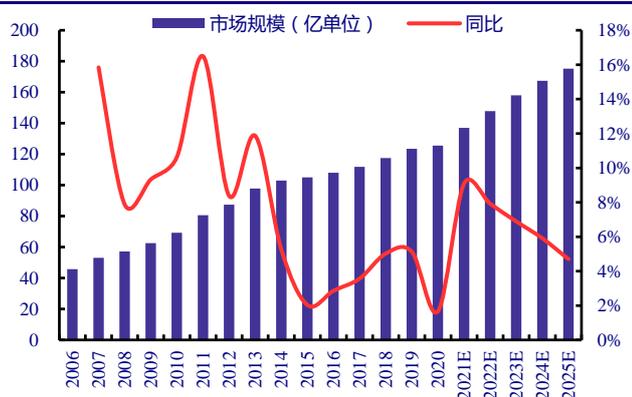
图 81. 我国啤酒市场规模



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

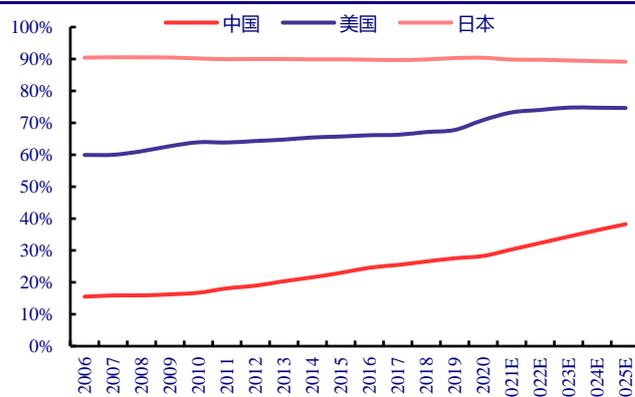
我国啤酒金属包装市场规模稳健成长, 罐化率水平不断提升。2020 年, 我国啤酒金属包装市场规模为 125.59 亿单位, 受疫情因素影响, 增速放缓 3.46 个百分点, 同比增长 1.66%, 预计将于 2025 年达到 175.27 亿单位, 5 年 CAGR 为 6.89%。同时, 我国啤酒包装罐化率水平不断提升, 2020 年达到 28.27%, 预计将于 2025 年达到 38.2%, 对标 2025 年美国和日本 74.68% 和 89.14%, 还具备较大提升空间。

图 82. 我国啤酒金属包装市场规模



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 83. 中美日啤酒罐化率水平



资料来源: Euromonitor, 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)**。

五、文娱休闲: 发展前景向好, 行业未来可期

(一) 电子烟: 市场快速扩容, 产业长期逻辑确定性强

按照工作原理, 电子烟可被分为雾化电子烟和加热不燃烧 (HNB) 两类。其中, 雾化电子烟通过雾化器以加热或超声雾化等方式, 将含有尼古丁及香精的烟油转化为可供人吸食的烟雾, 在满足吸烟者尼古丁满足感的同时搭配各类香精香料实现个性化需求; 而 HNB 则是基于传统卷烟的升级, 利用低温加热方式, 既释放烟叶中的尼古丁及烟草香味, 又降低燃烧

和温度过高所导致的有害物质生成，且相比雾化电子烟来说，口味更接近于传统卷烟，因而更受老烟民欢迎。

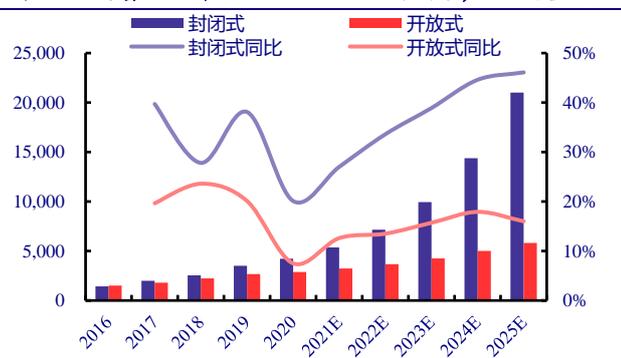
表 5. 电子烟分类

| | 烟雾产生方式 | 优势 | 减害方式 |
|-------------|----------------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 雾化电子烟 | 通过加热、超声方式使烟油雾化 | 其香料配比应用更加个性化，面对新群体，属于增量市场 | 一方面，烟油通过人工合成，成分可控；另一方面，避免燃烧造成的有害物质生成 |
| 加热不燃烧 (HNB) | 加热特制烟草薄片产生烟雾 | 使用体验更接近于传统卷烟，面向老烟民群体，属于消费升级 | 一方面，通过工艺升级生产特制烟草薄片，减少有害物质；另一方面，改变烟雾产生方式，大幅减少燃烧和高温所导致的有害物质生成 |

资料来源：中国银河证券研究院整理

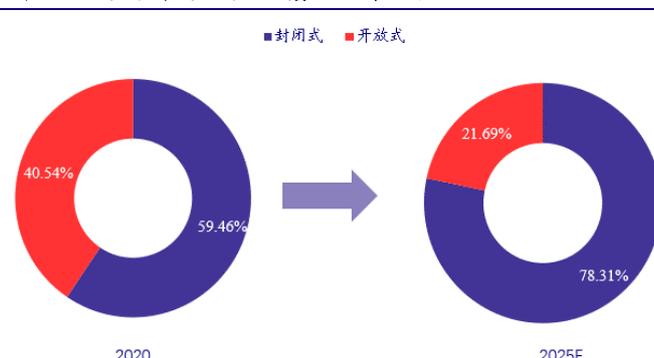
雾化烟市场快速发展，封闭式雾化电子烟贡献主要成长动力。雾化电子烟可被分为封闭式和开放式两类：封闭式雾化电子烟使用烟弹，根据是否需要更换可被分为一次性和换弹式；而开放式雾化电子烟则需使用者自行更换发热丝、电池模组和烟油，个性化更胜一筹。据弗若斯特沙利文统计及预测，全球电子烟市场自 2016 年的 29.32 亿美元增长至 2020 年的 70.97 亿美元，4 年 CAGR 为 24.73%，而将以 30.47% 的 CAGR 继续成长，并于 2022 年突破百亿美元，于 2025 年达到 268.27 亿美元；其中，封闭式电子烟相比于开放式电子烟将保持更高的速度及增量进行成长，2020 年市场规模为 42.2 亿美元，占比 59.46%，将以 37.86% 的 CAGR 增长，并于 2025 年达到 210.09 亿美元，占比提升至 78.31%。

图 84. 全球雾化烟市场规模（按出厂价划分，百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

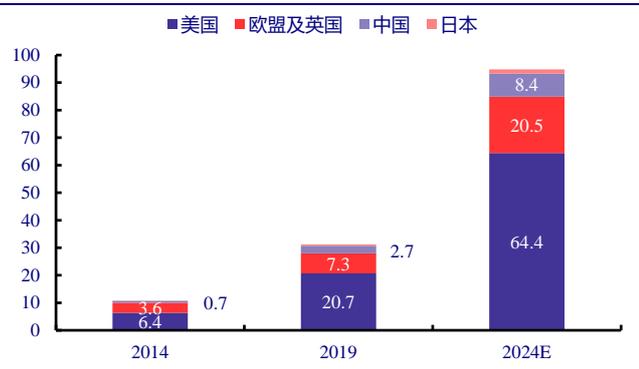
图 85. 全球封闭式和开放式雾化烟市场占比



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

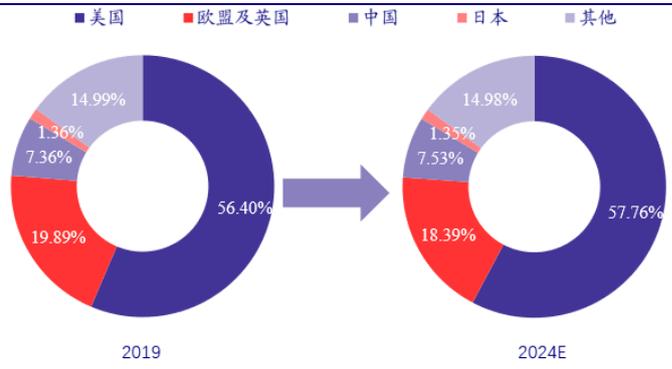
美国目前是全球最大的雾化电子烟市场，我国市场正快速成长。从不同地区来看，2019 年，美国、欧盟及英国、中国和日本雾化电子烟市场规模分别为 207 亿美元、73 亿美元、27 亿美元和 5 亿美元，全球份额分别为 56.40%、19.89%、7.36%、1.36%；2019-2024 年，美国、欧洲及英国和中国雾化电子烟市场将分别以 25.5%、22.9%和 25.5%的 CAGR 增长，分别于 2024 年达到 644 亿美元、205 亿美元和 84 亿美元，美国和中国全球占比分别提升至 57.76%、7.53%，而日本由于国家政策倾向 HNB，雾化电子烟市场增长有限，全球市场占比维持在 1.35% 水平。

图 86. 各地区雾化烟市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

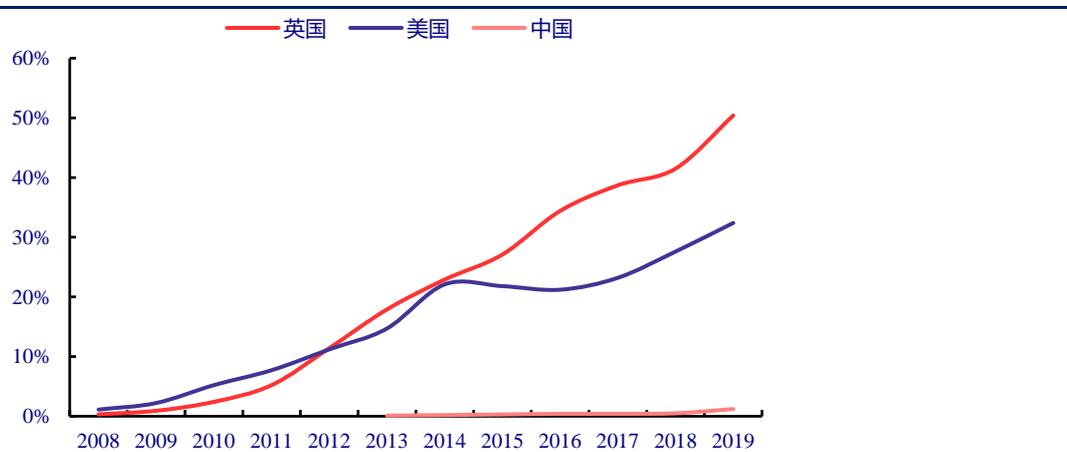
图 87. 各地区雾化烟市场占比



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

对标英美雾化电子烟渗透率，我国市场前景广阔。在控烟措施不断加强、民众健康意识提高背景下，英美传统卷烟市场增长缓慢，国际烟草巨头纷纷布局新型烟草以拓展新的成长路径。一方面，英美国家雾化电子烟发展布局早，市场发展相对更久；另一方面，英美经济水平高、文化开放度强，对雾化电子烟接受度更高，因此雾化电子烟市场快速发展，渗透率不断提升。其中，英国将电子烟列入药品范围，出于帮助吸烟者戒烟目的，大力提倡传统烟向电子烟的转化，因而具有更高的渗透率。据 CIC 数据显示，2019 年，英美雾化电子烟渗透率分别为 50.4%、32.4%，较 2018 年分别提高 8.9%、4.8%；而中国 2019 年雾化电子烟渗透率仅为 1.2%，较 2018 年提高 0.7%，对标英美市场有较大成长空间。

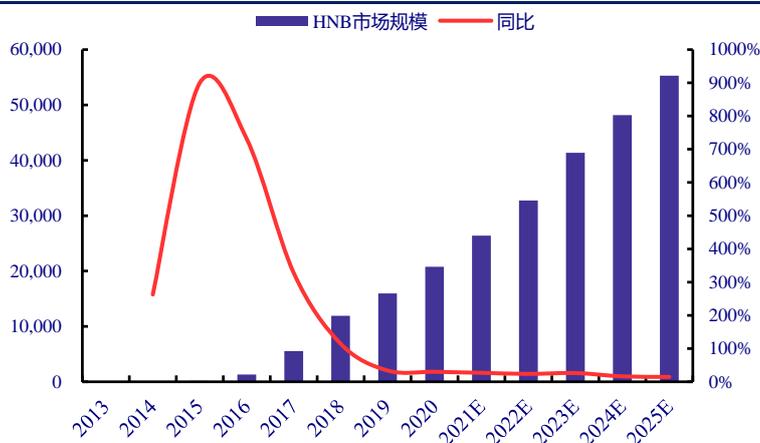
图 88. 英美中雾化电子烟渗透率



资料来源：CIC，中国银河证券研究院

HNB 产品对传统卷烟进行升级替代，全球市场实现快速扩张。HNB 产品可被拆分为烟杆和烟弹两部分：烟杆由电池模组、控制电路和加热部件构成，其中加热部件是烟杆的核心，有片式、针式、杯式和复合式四种加热方式；烟弹可被分为烟芯区、中空区、降温区和过滤区四个部分，其中烟芯需要通过稠浆法、干法、造纸法或颗粒法等方法制成烟草薄片，以满足较低温度释放烟雾的要求。据 Euromonitor 统计及预测，全球 HNB 市场自 2013 年起步，从 430 万美元快速增长至 2020 年的 207.75 亿美元，7 年 CAGR 高达 235.97%，预计 2021-2025 年将以 21.62% 的 CAGR 继续成长，并于 2025 年达到 552.85 亿美元。

图 89. 全球 HNB 市场规模（百万美元）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

官方态度明显转变，释放积极政策信号。美国 FDA 方面，英美烟草旗下雷诺烟草的三款电子烟产品成功通过 PMTA 认证，成为全世界第一个通过美国 PMTA 的电子烟品牌，释放美国电子烟行业的积极信号；我国监管方面，2021 年 11 月以来，我国监管进程快速推进，12 月 2 日，国家烟草专卖局公布《电子烟管理办法（征求意见稿）》，整体符合市场预期；世卫组织方面，其最新报告明确指出，电子烟存在辅助戒烟效用，且并未将电子烟归为烟草制品，认为应当对其进行特殊监管；英国方面，政府将电子烟作为医疗戒烟产品，以医疗政策支持电子烟的使用；而其他各国，如马来西亚、泰国等皆对电子烟政策进行调整，推进电子烟合法化、规范化发展。

我们认为，电子烟行业已发生重大转变，监管取得重大进展，美国、中国为当前电子烟主要市场，美国的 FDA 首批，及中国方面的国标进展皆释放了重大的积极政策信号，此前造成电子烟行业业绩不确定性的监管因素得到极大的缓解，相关标的投资价值凸显。

（二）文化办公用品：To C 市场蓬勃发展，To B 市场空间广阔

我国 To C 端文具市场稳健发展。伴随我国教育不断深化发展，我国教育在校生人数自 2014 年以来维持上涨，自 2.18 亿人上涨至 2020 年的 2.45 亿人，带动 To C 端文具市场规模不断增长，自 2007 年的 12.13 亿美元成长至 2020 年的 33.89 亿美元，增长幅度超过 1.79 倍，预计未来 6 年将维持稳定增长，至 2026 年，市场规模将突破五十亿美元，达到 51.26 亿美元，6 年 CAGR 为 7.14%。

图 90. 我国教育在校生人数（亿人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

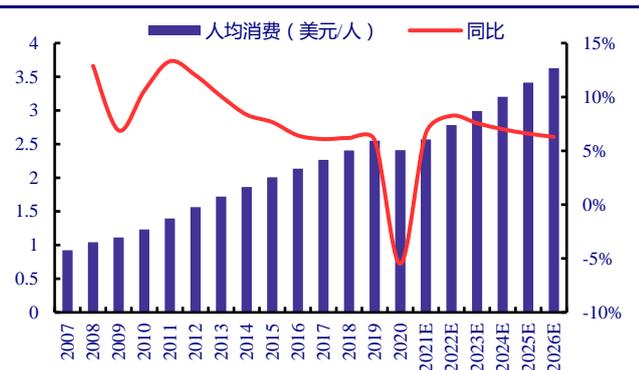
图 91. 我国 To C 端文具市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

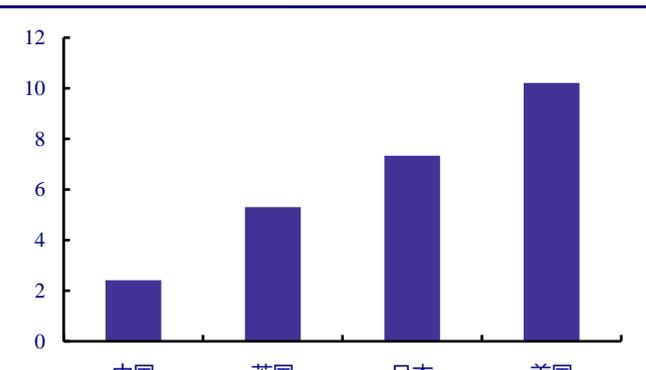
我国人均文具消费不断成长，对标英日美还具备较大提升空间。我国人均文具消费自 2007 年以来稳步提升，2007 年为 0.92 美元/人，而 2020 年达到 2.41 美元/人，受疫情因素影响，同比下降 5.5%，预计将维持增长，将于 2026 年达到 3.63 美元/人，对标英（5.3）、日（7.34）、美（10.21）三国还具备较大提升空间。

图 92. 我国文具市场人均消费（美元/人）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

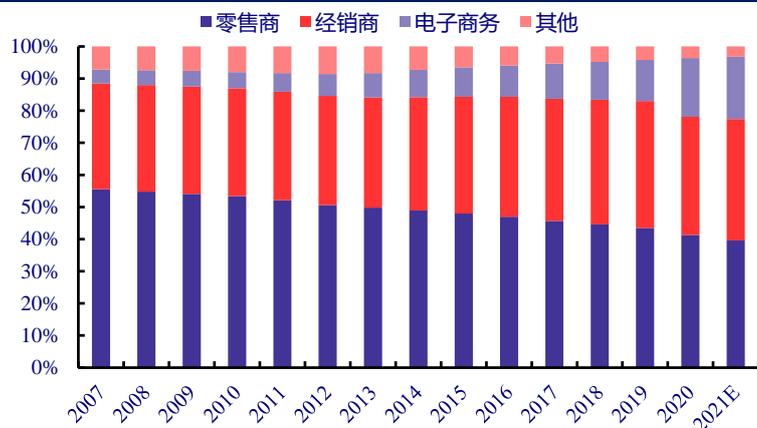
图 93. 中英日美人均文具消费（美元/人，2020）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

渠道结构分化，线上渠道兴起。据 Euromonitor 统计数据显示，我国 To C 端文具市场中，零售商渠道占比自 2007 年以来不断下降，2021 年将降至 39.6%；而经销商占比稳定增长，自 2007 年的 32.9% 上涨至 2019 年的 39.5%，连续 12 年上涨，2020 年受疫情因素影响降至 36.8%，预计 2021 年将重回升势达到 37.8%；电子商务渠道表现亮眼，自 2007 年以来占比快速提升，2007 年占比为 4.3%，2021 年将达到 19.4%。

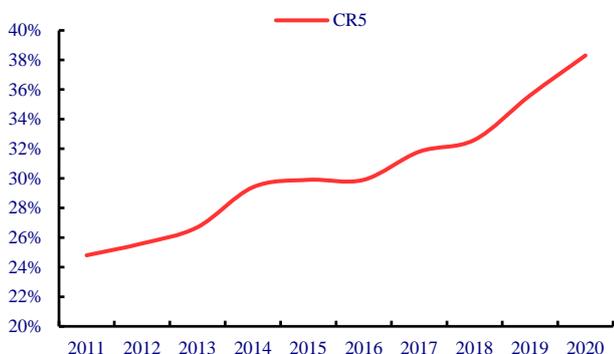
图 94. 我国 To C 端文具市场渠道结构



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

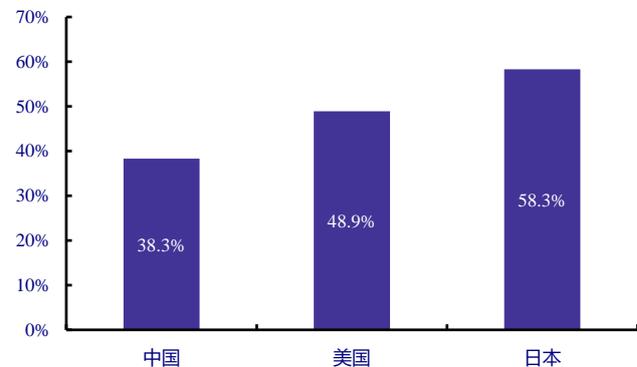
文具市场集中度不断提升, 对标美日还有一定提升空间。2020 年, 晨光文具一骑绝尘, 市占率达到 23.1%, 而第二、三名分别为得力 and 爱好, 市占率为 7.3% 和 2.8%。自 2011 年以来, 伴随文具龙头晨光文具市场份额的不断扩大, 我国文具市场集中度不断提升, CR5 自 2011 年的 24.8% 提升至 2020 年的 38.3%, 而美国 CR5 为 48.9%, 日本 CR5 为 58.3%, 我国市场集中度还存在一定提升空间。

图 95. 我国文具市场集中度



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

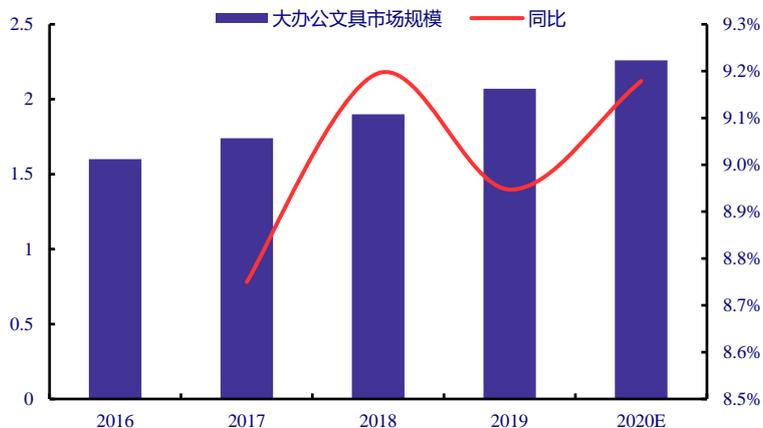
图 96. 中英日美文具市场 CR5



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

To B 大办公文具市场规模不断扩容。据中国产业信息网数据显示, 2019 年我国大办公文具市场规模为 2.07 万亿元, 同比增长 8.95%, 预计未来将受益于政府和企业采购阳光化、集中化和电商化政策趋势, 维持稳健成长, 2020 年预计达到 2.26 万亿元, 同比增长 9.18%。

图 97. 我国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

（三）潮玩：成长空间广阔，IP 为企业核心竞争力

全球潮玩市场快速成长。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 吸引了大量消费者。据艾媒咨询统计及预测，2020 年全球潮玩市场规模为 1,493 亿元，同比增长 19.7%，预计将于 2022 年突破 2,000 亿元，2023 年达到 2,495 亿元，3 年 CAGR 为 18.66%。

图 98. 全球潮玩市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

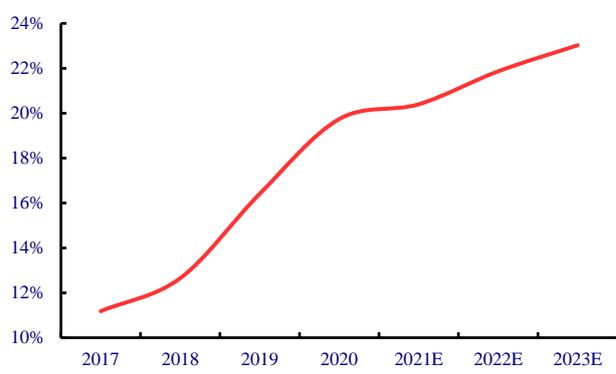
我国潮玩市场迅速扩容，全球占比稳步提升。我国市场处于早期发展时期，成长空间巨大，速度相较全球也发展更快，2020 年我国潮玩市场规模达到 294.8 亿元，同比增长 44.02%，预计将于 2023 年达到 574.6 亿元，3 年时间规模几近翻倍，CAGR 高达 24.91%，同时我国市场全球占比稳步提升，2020 年占比达到 19.74%，相比 2017 年提升 8.56 个百分点，预计将于 2023 年达到 23.03%。

图 99. 中国潮玩市场规模 (亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

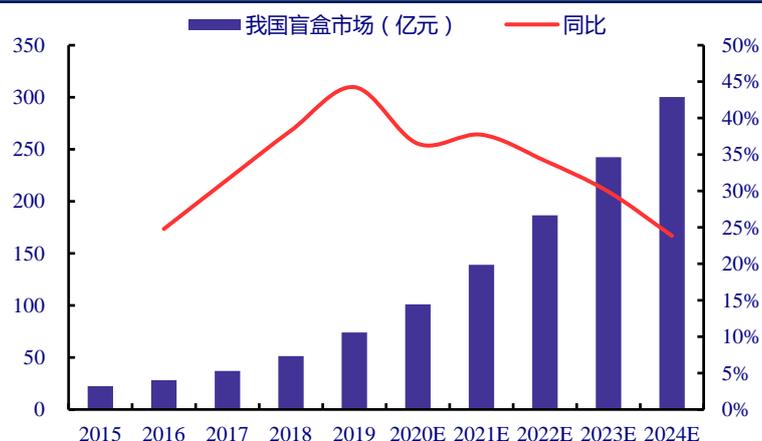
图 100. 中国潮玩市场全球占比



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

盲盒市场表现亮眼, 维持高速增长。现目前, 盲盒已成为潮流玩具中受众面最广、热度最高的品类, 其起源于日本福袋, 商家将潮流 IP 手办与福袋这种购买方式融合, 从而产生盲盒模式。2016 年, 泡泡玛特先后获得 Molly、Pucky 等热门 IP 合作, 推动盲盒行业进入爆发, 2019 年我国盲盒市场规模达到 74 亿元, 同比增长 44.25%, 未来将维持 5 年高速增长期, 预计将于 2024 年规模翻两倍, 达到 300.2 亿元。

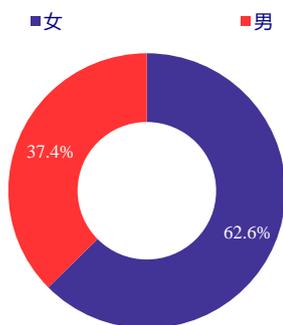
图 101. 我国盲盒市场规模 (亿元)



资料来源: 《2020 盲盒经济洞察报告》, 中国银河证券研究院

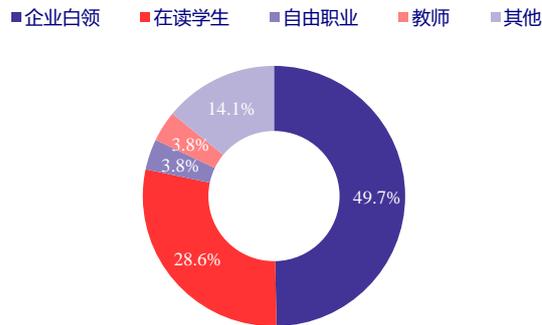
盲盒核心消费者为年轻女性, 品牌和外观是首要考虑要素。据《2020 盲盒经济洞察报告》数据显示, 盲盒消费者中, 性别方面, 女性占比 62.6%; 职业方面, 企业白领和在读学生合计占比近 8 成, 其中企业白领占比 49.7%, 在读学生占比 28.6%; 年龄方面, 消费者集中于 18-34 岁。而在消费者偏好方面, 他们更注重品牌及外观因素, 价格因素位列于二者之后, 表明用户愿意为认同和喜欢的高附加值产品买单。

图 102. 我国盲盒消费者性别分布



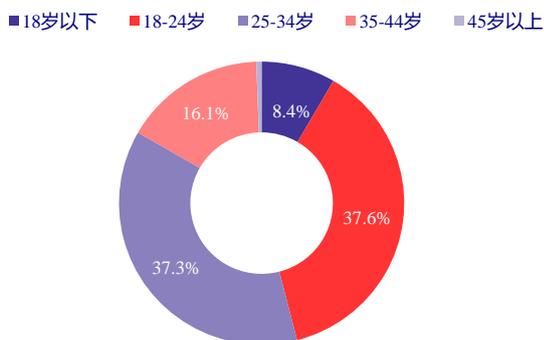
资料来源：《2020 盲盒经济洞察报告》，中国银河证券研究院

图 103. 我国盲盒消费者职业分布



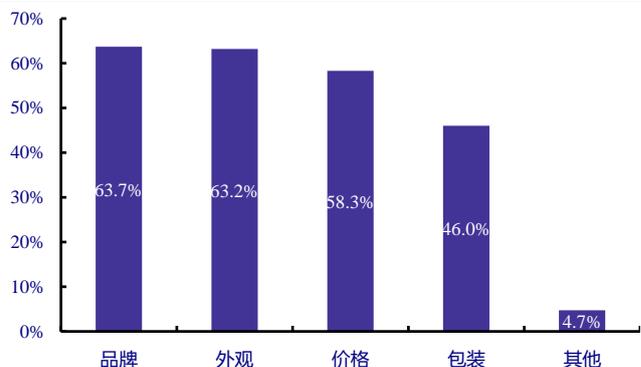
资料来源：《2020 盲盒经济洞察报告》，中国银河证券研究院

图 104. 我国盲盒消费者年龄分布



资料来源：《2020 盲盒经济洞察报告》，中国银河证券研究院

图 105. 我国盲盒消费者购买产品考虑要素



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

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 6. 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

(四) 户外运动：下游需求驱动国内外市场快速成长

全球户外用品市场快速增长，电商市场规模巨大。发达国家户外运动发展历史较为悠久，户外运动的文化底蕴较为深厚，户外运动将旅游休闲、强身健体、人际交往紧密结合，逐步

成为各国人民平日休闲、节日度假以及外出旅游主要的选择之一，也逐步发展为人们一种必不可少的生活方式。据 Statista 统计及预测，2020 年全球户外运动用品电商市场规模为 1,610 亿美元，同比增长 26.35%，预计将维持高速增长，并于 2022 年突破 2,000 亿美元，于 2025 年达到 2,446 亿美元，5 年 CAGR 达到 8.72%。

图 106. 全球户外运动用品电商市场规模（亿美元）



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

欧洲户外资源丰富，市场快速发展。首先，欧洲大部分地区气候温和湿润、温带海洋性气候分布广，户外气候条件宜人；其次，欧洲地形地貌资源丰富，地形以平原为主且冰川地貌分布较广，拥有峭壁、雪峰、草甸、森林、湖泊、峡谷等丰富的户外资源；最后，欧洲户外运动起源较早且经济发达、人口数量众多，民众具有户外运动的良好基础和氛围，用户基础庞大。据 Statista 统计及预测，2020 年欧洲户外运动用品电商市场规模为 207.43 亿美元，同比增长 25.7%，预计将维持高速增长，并于 2024 年突破 300 亿美元，于 2025 年达到 312.47 亿美元，5 年 CAGR 达到 8.54%。

图 107. 欧洲户外运动用品电商市场规模（亿美元）

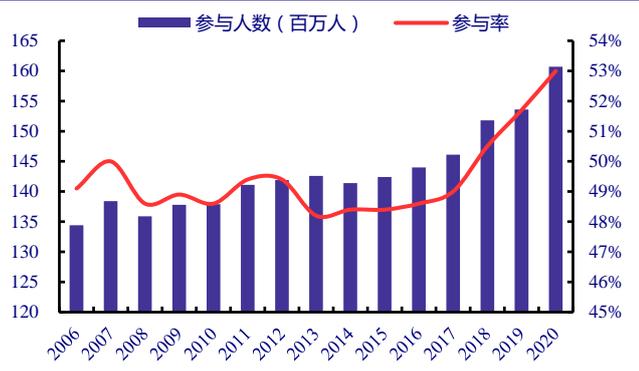


资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

美国户外运动氛围浓厚，市场需求庞大。美国地区经济发达、社会经济发展程度较高且面积较大、人口数量较多，因此相关户外活动的参与人次和参与频率较高，与户外运动有关

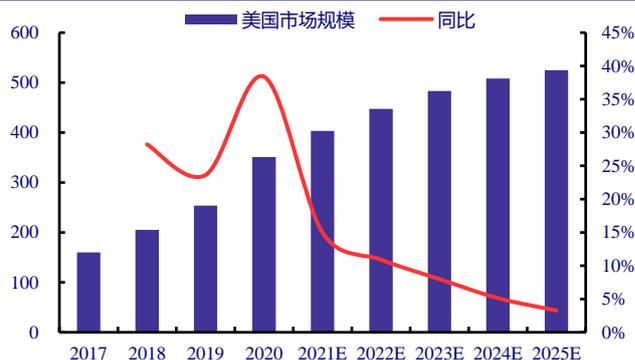
的服装、器材、用品、饮品均有较大的市场需求，户外运动产业已经成为了美国最大的经济产业之一。据 OIA 统计数据显示，2020 年，在疫情推动下，美国户外运动参与人数达到 1.61 亿人，同比增长 4.62%，参与率达到 53%，同比提升 1.3 个百分点。据 Statista 统计及预测，2020 年美国户外运动用品电商市场规模为 350.92 亿美元，同比增长 38.38%，预计将维持高速增长，于 2025 年达到 524.81 亿美元，5 年 CAGR 达到 8.38%。

图 108. 美国户外运动参与情况



资料来源：OIA，中国银河证券研究院

图 109. 美国户外运动用品电商市场规模 (亿美元)



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

政策加码推动行业发展，我国户外运动市场快速成长。户外运动用品市场的规模与社会经济的发展水平、人口规模、户外运动的普及程度等因素紧密相关，受益于国内社会经济发展水平提升、人们生活品质不断提高、政策的不断推动，国内户外运动用品市场保持较快发展速度。据 Statista 统计及预测，2020 年中国户外运动用品电商市场规模为 899.45 亿美元，同比增长 21.03%，预计将于 2025 年达到 1,354 亿美元，5 年 CAGR 为 8.52%。

表 7. 户外运动主要产业政策

| 相关政策 | 政策内容 |
|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《产业结构调整指导目录（2019 年本）》 | 鼓励类中包括：三十四、旅游业/1、旅游装备设备，以及休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外用品开发与营销服务 |
| 《国务院关于加快发展健身休闲产业的指导意见》 | 推广登山、攀岩、徒步、露营、拓展等山地户外运动项目，推动山地户外运动场地设施体系建设，形成“三纵三横”（太行山及京杭大运河、西安至成都、青藏公路，丝绸之路、318 国道、长江沿线）山地户外运动布局，完善山地户外运动赛事活动组织体系，加强户外运动指导员队伍建设，完善山地户外运动安全和应急救援体系 |
| 《“健康中国 2030”规划纲要》 | 优化市场环境，培育多元主体，引导社会力量参与健身休闲设施建设运营。推动体育项目协会改革和体育场馆资源所有权、经营权分离改革，加快开放体育资源，创新健身休闲运动项目推广普及方式，进一步健全政府购买体育公共服务的体制机制，打造健身休闲综合服务体系。鼓励发展多种形式的体育健身俱乐部，丰富业余体育赛事，积极培育冰雪、山地、水上、汽摩、航空、极限、马术等具有消费引领特征的时尚休闲运动项目，打造具有区域特色的健身休闲示范区、健身休闲产业带 |
| 《山地户外运动产业发展规划》 | 大力推动山地户外运动装备制造向研发、设计、销售等高端环节发展，提高自主研发生产能力，培育一批具有自主知识产权的高端健身休闲装备知名品牌 |
| 《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》 | 到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。在有条件的地方制定专项规划，引导发展户外营地、徒步骑行服务站、汽车露营地、航空飞行营地、船艇码头等设施 |

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图 110. 中国户外运动用品电商市场规模 (亿美元)



资料来源: Statista, 中国银河证券研究院

建议关注: 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)**; 前瞻布局 HNB 核心原料, 国内香精香料龙头企业, 产能释放带动烟草薄片业绩成长的**华宝国际 (0336.HK)**; 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)**; 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)**; 深耕户外用品, 掌握核心技术, 产能释放充分满足下游需求的**浙江自然 (605080.SH)**。

六、风险提示

宏观经济下行; 房地产销售及竣工数据不及预期; 原材料价格上涨; 电子烟行业监管进程不及预期。

插图目录

| | |
|------------------------------------------|----|
| 图 1. 2021 年轻工板块跑赢沪深 300 指数 9.35PCT | 2 |
| 图 2. 2021 年包装印刷板块表现亮眼 | 2 |
| 图 3. 2021 年轻工板块涨跌幅排名位列第 13 名 | 2 |
| 图 4. 包装印刷、家具板块个股表现优秀 | 3 |
| 图 5. 前三季度轻工行业业绩表现 | 3 |
| 图 6. 单三季度轻工行业业绩表现 | 3 |
| 图 7. 2021 Q1-3 单季毛利率同比变化 | 4 |
| 图 8. 2021 Q1-3 单季费用率同比变化 | 4 |
| 图 9. 2021Q1-3 单季净利率同比变化 | 4 |
| 图 10. 轻工子行业 PE | 5 |
| 图 11. 基金投资偏好（截至 2021 年三季度） | 5 |
| 图 12. 北向资金投资偏好（截至 2021 年 11 月 4 日） | 5 |
| 图 13. 2005-2020 年房屋新开工、竣工面积（万平方米） | 6 |
| 图 14. 房地产竣工面积累计值（万平方米） | 6 |
| 图 15. 房屋新开工面积累计值（万平方米） | 7 |
| 图 16. 商品房销售面积累计值（万平方米） | 7 |
| 图 17. 1999-2020 年我国精装修政策发布量 | 8 |
| 图 18. 我国精装修市场规模（万套） | 8 |
| 图 19. 我国及美日欧地区精装修渗透率 | 8 |
| 图 20. 精装修供应商评价体系 | 9 |
| 图 21. 美国房地产市场销售结构（万套） | 9 |
| 图 22. 中国房地产市场销售结构（万亿元） | 9 |
| 图 23. 重新装修期望年限 | 10 |
| 图 24. 历年来我国商品房销售面积（万平方米） | 10 |
| 图 25. 改善居住质量的方式 | 10 |
| 图 26. 我国家具出口市场规模（亿美元） | 11 |
| 图 27. 2020 年各月我国家具出口规模 | 11 |
| 图 28. 2021 年各月我国家具出口金额 | 11 |
| 图 29. 2021 年各月我国对美家具出口金额 | 11 |
| 图 30. 刨花板及中纤板价格指数（2010 年 6 月=1000） | 12 |
| 图 31. 五金价格指数 | 13 |
| 图 32. 海宁皮革价格指数 | 13 |
| 图 33. 软泡聚醚平均价格（元/吨） | 13 |
| 图 34. 国内废纸回收量增速趋缓（万吨） | 15 |
| 图 35. 国内黄板纸月度库存天数（天） | 15 |
| 图 36. 国废黄板纸价格 | 15 |
| 图 37. 箱板纸平均价格（元/吨） | 16 |
| 图 38. 瓦楞纸平均价格（元/吨） | 16 |
| 图 39. 箱板纸盈利能力 | 16 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 40. 瓦楞纸盈利能力 | 16 |
| 图 41. 国内纸浆库存（千吨） | 17 |
| 图 42. 浆纸系成品纸开工负荷率 | 17 |
| 图 43. 木浆价格（元/吨） | 17 |
| 图 44. 白卡纸价格（元/吨） | 18 |
| 图 45. 白卡纸盈利能力 | 18 |
| 图 46. 文化纸价格 | 18 |
| 图 47. 文化纸盈利能力 | 18 |
| 图 48. 生活用纸产量及消费量（万吨） | 19 |
| 图 49. 生活用纸市场规模（亿元） | 19 |
| 图 50. 我国生活用纸人均消费量（千克） | 19 |
| 图 51. 各国人均卫生纸使用量（卷） | 19 |
| 图 52. 我国总人口规模（万人） | 20 |
| 图 53. 我国人口出生率大幅下降（‰） | 20 |
| 图 54. 我国生活用纸市场份额 | 20 |
| 图 55. 美国生活用纸市场格局 | 21 |
| 图 56. 日本生活用纸市场格局 | 21 |
| 图 57. 全球卷烟市场分布（按国家） | 21 |
| 图 58. 我国卷烟销量（百万支） | 21 |
| 图 59. 我国卷烟市场规模（百万元） | 22 |
| 图 60. 我国卷烟高端品牌市占率 | 22 |
| 图 61. 我国卷烟市场呈高端化趋势 | 22 |
| 图 62. 我国卷烟产品结构向超细支烟发展 | 23 |
| 图 63. 我国卷烟市场价格结构 | 23 |
| 图 64. 白酒市场规模（亿元） | 24 |
| 图 65. 我国白酒行业市场集中度 | 24 |
| 图 66. 我国白酒产品结构 | 24 |
| 图 67. 全球智能手机出货量（亿台） | 25 |
| 图 68. 全球智能穿戴设备出货量（亿台） | 25 |
| 图 69. 我国美容及个人护理市场规模（亿元） | 26 |
| 图 70. 我国美容及个人护理细分市场（亿元） | 26 |
| 图 71. 我国美容及个人护理高端市场集中度 | 26 |
| 图 72. 我国美容及个人护理高端市场品牌市场份额 | 26 |
| 图 73. 迪奥包装示意图 | 27 |
| 图 74. 雅诗兰黛包装示意图 | 27 |
| 图 75. 金属包装下游市场分布 | 27 |
| 图 76. 饮料酒水及食品金属包装市场规模（亿单位） | 27 |
| 图 77. 食品金属包装市场分布（2020） | 28 |
| 图 78. 奶酪、预制餐及糖果金属包装市场（亿单位） | 28 |
| 图 79. 软饮料细分市场（亿升） | 28 |
| 图 80. 全球啤酒市场分布（2020） | 29 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 81. 我国啤酒市场规模 | 29 |
| 图 82. 我国啤酒金属包装市场规模 | 29 |
| 图 83. 中美日啤酒罐化率水平 | 29 |
| 图 84. 全球雾化烟市场规模（按出厂价划分，百万美元） | 30 |
| 图 85. 全球封闭式和开放式雾化烟市场占比 | 30 |
| 图 86. 各地区雾化烟市场规模（十亿美元） | 31 |
| 图 87. 各地区雾化烟市场占比 | 31 |
| 图 88. 英美中雾化电子烟渗透率 | 31 |
| 图 89. 全球 HNB 市场规模（百万美元） | 32 |
| 图 90. 我国教育在校生人数（亿人） | 33 |
| 图 91. 我国 To C 端文具市场规模（亿美元） | 33 |
| 图 92. 我国文具市场人均消费（美元/人） | 33 |
| 图 93. 中英日美人均文具消费（美元/人，2020） | 33 |
| 图 94. 我国 To C 端文具市场渠道结构 | 34 |
| 图 95. 我国文具市场集中度 | 34 |
| 图 96. 中英日美文具市场 CR5 | 34 |
| 图 97. 我国大办公文具市场规模（万亿元） | 35 |
| 图 98. 全球潮玩市场规模（亿元） | 35 |
| 图 99. 中国潮玩市场规模（亿元） | 36 |
| 图 100. 中国潮玩市场全球占比 | 36 |
| 图 101. 我国盲盒市场规模（亿元） | 36 |
| 图 102. 我国盲盒消费者性别分布 | 37 |
| 图 103. 我国盲盒消费者职业分布 | 37 |
| 图 104. 我国盲盒消费者年龄分布 | 37 |
| 图 105. 我国盲盒消费者购买产品考虑要素 | 37 |
| 图 106. 全球户外运动用品电商市场规模（亿美元） | 38 |
| 图 107. 欧洲户外运动用品电商市场规模（亿美元） | 38 |
| 图 108. 美国户外运动参与情况 | 39 |
| 图 109. 美国户外运动用品电商市场规模（亿美元） | 39 |
| 图 110. 中国户外运动用品电商市场规模（亿美元） | 40 |

表格目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 表 1. 房地产施工流程对“三条红线”影响 | 6 |
| 表 2. 精装修模式下各主体利益分析 | 7 |
| 表 3. 国产家具品牌海外业务同比增速 | 12 |
| 表 4. 家具行业威胁和机遇分析 | 14 |
| 表 5. 电子烟分类 | 30 |
| 表 6. 泡泡玛特 IP 类型 | 37 |
| 表 7. 户外运动主要产业支持政策 | 39 |

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）向其客户提供。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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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