

营销为王时代：从营销理论更迭看框架 思维重构和标的筛选逻辑 ——可选消费2022年度投资策略

分析师：谢丽媛
执业编号：S1130521120003

联系人：【家电】邓颖，李琳；【轻工】张杨桓，尹新悦；【纺服】杨欣

目 录

- 从营销理论更迭看框架思维重构和标的筛选逻辑
- 家电投资策略：关注高景气成长赛道与需求回暖
- 轻工投资策略：高景气赛道 α 显现，家居需求探底空间广
- 纺服投资策略：把握纺织制造机会，优选品牌服饰龙头



从营销理论更迭看框架思维重构和标的筛选逻辑

- 中国消费社会划分：第三消费时代初期已至
- 需求导向时代：从渠道为王到营销为王
- 营销为王时代的框架思路：从营销理论更迭说起
- 营销为王时代的框架思路：4P到4C
- 框架思维重构：从渠道到流量的测算——打开黑匣子
- 竞争力四象限：品类属性与关键竞争要素

中国消费社会划分：第三消费时代初期已至

我们此前将中国消费社会划分为四个阶段，并认为当前处于对应日本1975-2004年的第三消费社会初期。

图1 中国消费社会模型 vs 日本

		日本			中国			中日差异分析				日本			中国			中日差异分析		
		起点	终点	状态	起点	终点	状态					起点	终点	状态	起点	终点	状态			
		1912	1941		1949	1985						1975	2004		2015	今				
第一消费社会	经济基础	GDP增速	1912	1941	平均4%，波动较大	1949	1982	平均 7% ，波动较大	中国略高于日本且后期趋稳		经济环境	GDP增速	1975	2004	平均3%，放缓（经历危机）	2016	2019	平均 6.7% ，放缓，依然较高	中国40年未经历任何危机	
		人均GDP	1912	1941	<\$100	1949	1981	< \$200				1978	2004	\$9000→3w7（初期突破1w）	2016	2019	\$8000→10000（初期突破1w）			
		第一产业占比	1912	1941	35→20%	1949	1985	50→28%				1975	2004	6→1%	2016	2019	8%↘			
		第二产业占比	1912	1941	25→40%	1949	1980	20%→48%				1975	2004	35→20%	2016	2019	40%↘			
		第三产业占比	1912	1941	~40%	1949	1984	~30%				1975	2004	60→80%	2016	2019	50%↗			
	人口环境	人口	1912	1941	增加，增速1~1.5%	1949	1975	增加，增速2~3%	中国建国后鼓励生育导致人口增速更高		人口环境	人口	1975	2004	微增，增速1→0%	2006	2019	微增，增速 ~0.5%	由于计划生育政策，以及中国人口基数高，中国更早进入人口微增时代；20年后中国婴儿潮人群老去，存在老龄化风险	
		一线人口占比	1912	1941	~8%	1949	1985	~8%				1975	2004	~10%	2015	2019	~11%			
		出生率	1912	1941	3~3.5%	1949	1981	3~4%				1975	2004	1.7→0.9%	2016	2019	1.3%↘			
		老年人比率	1912	1941	~5%	1949	1985	~4.5%				1975	2004	7.5%→20%	2016	2019	10%↗			
		城镇化率	1912	1941	<40%	1949	1985	<25%				1975	2004	75%~85%	2016	2019	55%↗			
第二消费社会	经济环境	家庭结构	1912	1941	大家庭	1949	1985	>65%	中国作为农业大国，城镇化慢于日本；统计受户籍制度影响		人口环境	家庭结构	1975	2004	20→10%	2016	2019	20%↘	中国作为农业大国，城镇化慢于日本；统计受户籍制度影响	
		核心家庭	1912	1941	~30%	1949	1985	~30%				1975	2004	~60%	2016	2019	~65%			
		独居	1912	1941	<6%	1949	1985	<4%				1975	2004	20→25%	2016	2019	15%↗			
		离婚率	1912	1941	<1%	1949	1985	<0.4%				1975	2004	1→2%	2016	2019	3%↗			
		价值观	1912	1941	重视国家	1949	1985	重视国家				1975	2004	重视个人	2016	2019	重视个人			
	消费逻辑	消费观	1912	1941	一线城市率先消费	1949	1985	一线城市率先消费			消费逻辑	消费观	1975	2004	更高物质享受以及精神需求，个性化	2016	2019	更高物质享受以及精神需求，个性化		
			1945	1974		1985	2015						2005	2034						
	第二消费社会	经济环境	GDP增速	1945	1974	平均9%，高速增长	1983	2015	平均10%，高速增长	中国略高于日本		经济环境	GDP增速	2005	2019	平均1%，停滞			没有培育新产业或许是日本经济滞胀的一个原因，在新经济的支撑下，中国或许会跨越衰退期进入新一轮增长期（中国40年未经历经济/金融危机）	
			人均GDP	1945	1977	\$100→6000	1982	2015	\$200→8000				2005	2019	~\$40000（稳定）					
			第一产业占比	1945	1974	20→6%	1985	2015	28→8%				2005	2019	~1.3%					
第二产业占比			1945	1974	稳定在30~35%	1981	2015	稳定在40~50%	2005				2019	~21%						
第三产业占比			1945	1974	45→60%	1985	2015	30→50%	2005				2019	~78%						
人口环境		人口	1945	1974	增加，增速1~1.5%	1976	2005	增加，增速0.6~1.5%	中国1982年开始计划生育		人口环境	人口	2005	2019	负增长	中国同样面临生育率下降和老龄化的风险				
		一线人口占比	1945	1974	5%→10%	1986	2015	8%→11%				2005	2019	10%						
		出生率	1945	1974	3.5→2%	1982	2015	2.2→1.2%				2005	2019	0.84→0.7%						
		老年人比率	1945	1974	5%→8%	1985	2015	5%→10%				2005	2019	20%→30%						
		城镇化率	1945	1974	35%→70%	1985	2015	20%→55%				2005	2019	80%→90%						
消费逻辑	家庭结构	1945	1974	大家庭	1985	2015	60→20%	中国作为农业大国，城镇化慢于日本；统计受户籍制度影响		人口环境	家庭结构	2005	2019	10%↘	中国家庭结构同样有进一步小型化的趋势					
	核心家庭	1945	1974	50→20%	1985	2015	30→65%				2005	2019	60%↘							
	独居	1945	1974	10→20%	1985	2015	6→15%				2005	2019	25→35%							
	离婚率	1945	1974	0.7~1%	1985	2015	0.4→2.8%				2005	2034	2→1.7%							
	价值观	1945	1974	重视家庭	1985	2015	重视家庭				2005	2034	反思，重视联系							
第三消费社会	消费观	1945	1974	满足物质需求，从0到1，大众化	1985	2015	满足物质需求，从0到1，大众化	中国改革开放后，女性就业率远高于日本		消费逻辑	消费观	2005	2034	经济下滑，朴素，共享	滞涨反思还是进入新一轮繁荣增长，或更多取决于经济环境					

资料来源：国金证券研究所整理绘制

需求导向时代：从渠道为王到营销为王

基本结论之一在于，批量生产批量消费带来的渠道为王时代逐步成为过去式，把握需求成为核心竞争力，营销为王是第三消费时代的竞争要义。我们今天将进一步探讨，在营销为王的新时代，如何根据企业的营销策略进行投资标的筛选和竞争力判断。

第二消费社会

营销端

渠道为王，营销相对不重要

营销 = 广而告之



第三消费社会

营销为王，渠道壁垒降低，营销与渠道界限模糊

营销 = 深度用户运营



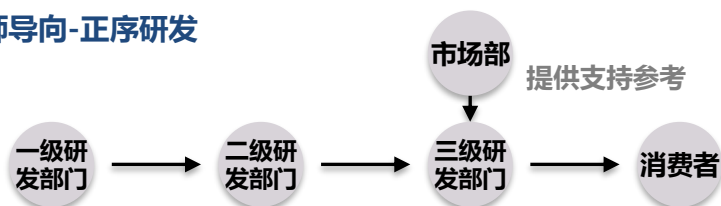
对企业的要求

大数据：数据中台，用户画像
内容经理/内容团队
难以外包，必备能力

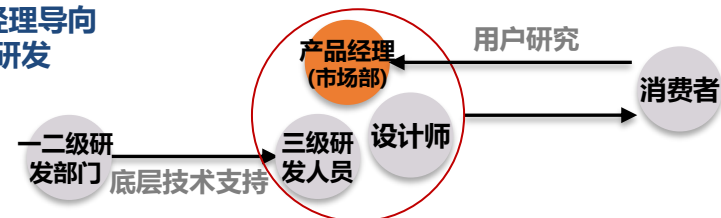
供应链反应速度和成本控制
大数据：销售预测能力
渠道可外包，壁垒降低

产品端

工程师导向-正序研发



产品经理导向-逆序研发



对企业的要求

大数据：数据中台，用户研究
工业设计能力

优秀的产品经理（核心）
供应链反应速度和成本控制

营销为王时代的框架思路：从营销理论更迭说起

从美国营销理论的发展史与消费社会变迁的关系，可看出不同阶段消费品企业主流适用营销策略的不同。

与中国当前消费社会所处阶段相对应，中国在2005年实现第一批基础耐用消费品保有量多数达到100台/百户，2019年人均GDP突破1万美元，我们综合各项指标将中国第三消费社会的起始点划分在2015年；美国在1960年实现第一批基础耐用消费品保有量多数达到100台/百户，人均GDP于1978年突破1万美元大关，我们认为美国1975年左右与中国2015年左右的第三消费社会起点大体可对应。

而从营销理论发展的角度讲，美国的营销理论在1960年之后开始快速发展，也足以见得营销于第三消费社会的重要性大幅提升。在1960年代之后美国消费市场进入买方市场，营销观念从供给导向转变为需求导向，以消费者为中心开发和销售产品，并开始着眼于长久占领市场。因此，我们认为，一方面，**中国消费社会已进入“营销为王”的时代**，与我们此前一直强调的观点一致；另一方面，**主流营销观念正逐步从原来的推销和产品观念转向市场营销观念，“4C理论”、“定位理论”、“品牌资产”等概念将为我们重建研究框架提供更为合理的理论支撑。**

图2 美国营销理论变迁历程

时间	1890-1920	1950年前	1950s	1960s	1970s	1990s	2000s
阶段	初创阶段	应用阶段		形成发展阶段		成熟阶段	
营销观念	营销概念出现	产品观念	推销观念	市场营销观念	社会营销观念	关系营销观念	网络营销和绿色营销观念
分析	源于工业的发展，只研究广告和商业网点的设置。范围局限，商品到达消费者手中后则不属于市场营销学的研究对象。	企业处在卖方市场上，以生产为中心，追求产品量增、质提、降本	企业由卖方市场到买方市场的转变过程中，意识到消费者有了一定选择余地，开始对外推销产品	市场完全进入买方市场后，营销观念不再是从既有产品出发去寻找顾客，而是 以消费者为中心，从市场需求出发去开发、生产和销售产品，主要目标不再是单纯追求销售增长，而是着眼于长久占领市场			关系营销的深化，进一步强调生态
事件		1905年，克罗西在宾夕法尼亚大学讲授以“产品市场营销”为题的课程，市场营销首次进入大学课堂；1911年，第一个正式的市场研究部门在柯蒂斯出版公司内成立	“市场细分”概念浮出水面	1960年，麦卡锡教授提出4P理论	“品牌资产” 概念流行；舒尔兹提出 “整合营销” 概念；1969年，特劳特提出 “定位” 概念	1990年，劳特朋教授提出 4C理论 取代4P理论	

资料来源：国金证券研究所整理

参考文献：张洪增，高磊. 市场营销理论的起源、发展与展望. 企业改革与管理2006年第5期

注：底部暗图为表格时间点对应美国基础耐用消费品保有量提升情况（资料来源：纽约时报，哈佛商业评论）。

营销为王时代的框架思路：4P到4C

1990年，劳特朋教授提出4C理论取代4P理论。4P理论是我们一直以来进行消费品研究分析的基本框架，将框架从以供给为导向的4P理论更新为以需求为导向的4C理论，将有利于我们更好地进行企业竞争要素的判断与竞争力分析。

4P理论：供给导向、从企业出发



4C理论：需求导向、以消费者为中心



资料来源：《营销学》，《New Marketing Litany: Four Ps Passé: C-Words Take Over》，国金证券研究所整理绘制

营销为王时代的框架思路：4P到4C——家电为例

图3 家电行业在4P理论与4C理论时代的研究重点

	第二消费时代4Ps理论下的研究重点	第三消费时代4Cs理论下的研究重点	需要补充关注的跟踪指标
Product→ Consumer	顺应渠道变迁的品类扩张和技术导向的产品力提升研究。 E.g.,①在面对百货转型商超更大货架需求时，从电压力锅向电饭煲、炊具、电动类、厨电扩张。 ②IH电饭煲技术提升带来的产品升级。 ③从空调向冰洗小家电扩张提升天花板。 ④技术领先带来的高份额和溢价能力。	对客户需求的把握程度研究（容易被忽视的软实力）。 E.g.,①添可对中国人拖地需求的把握和产品细节。 ②摩飞对家庭火锅烧烤和集成需求的把握，以及颜值。 ③极米的壁垒不止在于亮度清晰度等硬核技术的提升，也在于对自动梯形校正等需求挖掘和精准把握。 ④海尔“空气洗”创新真正解决需求痛点。 ⑤技术日趋成熟后，美的空调与格力价差日益收窄。 ⑥老板洗碗机降低高度缩小体积真正适合中国家庭用户。	- 组织架构与研发流程（正序or逆序？市场部的重要性） - 产品是否真的解决痛点 - 颜值与工业设计能力
Price→ Cost	渠道链条价值分布与利益关系研究，价格战的研究。 E.g.,①高端定位带来持续提价的能力。 ②为了渠道管控而进行线上线下型号价格区隔。 ③出厂价、经销商加价的链条利益研究。	消费者心智与支付意愿的研究。 E.g.,①互联网增加信息透明度，海尔、九阳等实行线上线下同款同价，降低对单一渠道的依赖度，渠道端更加市场化。 ②戴森、北鼎、倍轻松通过消费者心智教育确立高端定位并拥有稳定粉丝群。 ③小米、小熊通过性价比路线切入空白价位段市场获取份额。	- 品牌力与品牌价值（品牌溢价能力），初期主要体现为营销能力 - 渠道市场化程度 - 售前信息表达能力和售后服务政策力度 - 所在价位段竞争格局
Place→ Convenience	渠道铺设广度密度与经销商卖货动力的研究。 E.g.,①通过已开店数量、店铺数量天花板、明年开店计划与单店规模预测收入，以及通过渠道扩张速度分析竞争力。 ②淡季返利、年末返利等政策提升经销商打款积极性的研究。	渠道质量与渠道运营能力，供应链管理研究。 E.g.,①美善品、添可等高端品牌初期通过高端社区群、社区活动等精准触达目标用户。 ②北鼎关闭数百家不适合自身的商超渠道，转向mall店精细化运营，通过举办厨艺课堂等活动真正实现“体验式营销”。 ③火星人、亿田等关闭低质量小微店铺，整合大店，提升运营能力，通过设计师精准触达消费者。	- 渠道数量与渠道质量（运营能力、触达消费者的能力）、单店规模和盈利能力 - 可触达消费者的数量（包括抖音、小红书等营销渠道） - 物流仓储能力（或利用第三方）
Promotion→ Communication	降价与增量的关系；广告投放力度研究。 E.g.,①降价、双11打折对销量的促进。 ②在央视、高铁站、世界杯投放广告的力度。 ③代言人的知名度。	消费者教育、粉丝运营、社群营销、根据用户意见设计产品的能力研究。 E.g.,①极米代言人易烊千玺符合其实力派、低调奢华、年轻化的品牌文化。 ②火星人在抖音投放大量短视频教育消费者集成灶的优点。 ③北鼎、倍轻松等通过微信社群营销增强粘性、提升复购，提升情感属性。 ④北鼎、九阳的产品经理定期走访用户，调研需求和产品意见，反哺研发。	- 消费者教育的渠道、方式、力度 - 精细化粉丝运营能力与用户数据分析能力 - 忠实粉丝数量或转介绍率或复购率

营销为王时代的框架思路：4P到4C——家居为例

图4 家居行业在4P理论与4C理论时代的研究重点

	第二消费时代4Ps理论下的研究重点	第三消费时代4Cs理论下的研究重点	需要补充关注的跟踪指标
Product→ Consumer	顺应渠道变迁的品类扩张和技术导向的产品力提升研究。 E.g.,①橱柜企业逐渐拓展衣柜品类，衣柜品类企业切入橱柜品类，顺应工程渠道发展。 ②沙发企业逐步拓展床垫、餐桌椅品类，提升自身成长空间。	对客户需求的把握程度研究（容易被忽视的软实力）。 E.g.,①造作新家品牌专注于针对年轻时尚消费群体设计产品，满足个性化需求。 ②各品牌功能沙发的推出与优化（如可以贴墙放置）。 ③衣柜的设计将更多面积利用起来以及与整体装修风格的搭配。	• 研发平台的大数据收集及分析能力 • 组织架构带来的互补性 • 产品的功能是否真正解决消费者最急切的痛点
Price→ Cost	成本优势，渠道链条价值分布与利益关系研究的研究。 E.g.,①经销商与品牌商之间利益分配研究。 ②同品类不同品牌的生产成本及销售成本的研究。	消费者心智与支付意愿的研究。 E.g.,①消费者愿意为设计服务买单，愿意为售后服务支付高溢价。 ②消费者对品牌口碑好的产品而非广告宣传多的产品支付品牌溢价。 ③主流家居品牌不过多涉足电商，保证自身品牌力。	• 品牌力与品牌价值（品牌溢价能力），初期主要体现为营销能力 • 品牌口碑 • 售前表达能力和售后服务能力 • 所在价位段竞争格局
Place→ Convenience	渠道铺设广度密度与渠道曝光度（选位质量）的研究。 E.g.,①通过已开店数量、店铺数量天花板、明年开店计划与单店规模预测收入，以及通过渠道扩张速度分析竞争力。 ②通过门店铺设位置，曝光度来分析竞争力。	渠道质量与运营能力，供应链管理能力和同步提升消费者消费体验感研究。 E.g.,①顾家不再特别关注单品类店铺数量增长，而开始注重培育综合店及大店，提升门店经营质量，为消费者一站式购齐提供场所。 ②欧派近两年来，持续扩大渠道接触面并前置获取客户，通过小区样本房等流量入口更早服务到消费者，也为消费者提供全屋家具设计安装服务，同时客单值也明显拉升。	• 渠道数量与渠道质量（运营能力、触达消费者的能力）、单店规模和经销商盈利能力 • 可触达消费者的数量（包括抖音、小红书等营销渠道） • 供应链响应速度；交货周期；库存周转情况
Promotion→ Communication	降价促销与增量的关系；广告投放力度与效果研究 E.g.,①活动节点降价促销对销量的促进。 ②在央视、高铁站、飞机场投放广告的力度。 ③代言人的知名度。	消费者教育、粉丝运营、社群营销、根据用户意见设计产品的能力研究。 E.g.,①顾家家居有顾家关爱计划，定期为客户做产品保养清洗。 ②尚品宅配设计师定期在抖音等视频号推出家装设计展示视频，扩展流量。 ③头部品牌的产品经理定期走访用户，结合发达国家设计潮流与调研需求和意见，反哺研发。	• 消费者教育的渠道、方式、力度 • 精细化粉丝运营能力与用户数据分析能力 • 转介绍率或复购率

资料来源：国金证券研究所整理

框架思维重构：从渠道到流量的测算——打开黑匣子

在最近几年的研究中，我们发现，在需求导向、需求细分化、需求情绪化的大背景下，很多企业的业绩预测变得前所未有的困难，尤其是对于线上销售占比较高的企业。在过去的大众消费时代，需求高度同质化，我们根据收入水平或性别等粗略划分目标人群，基于4亿家庭测算行业天花板，并根据渠道数量和单店规模测算中短期收入业绩。

在需求细分的第三消费时代，个性化程度大幅提升，多数品类的目标人群范围缩窄，我们需要根据代际、兴趣爱好、婚恋状态等详细划分人群进行天花板的测算，而中短期业绩测算则由于互联网加速信息传递、打破渠道壁垒以及刚需消费占比降低，而变得异常困难，面临极高的不确定性。

因此，我们根据“营销为王”的思维引入流量概念。在量价模型中，受到消费场景变迁影响最大的是“量”的测算。在传统线下消费场景中，量的测算基于渠道与辐射人群，本质同样是流量的概念，但线下渠道可见、辐射范围有限、波动小，可根据渠道数量和单店规模进行大致测算。为了更直观地表述线上场景中消费行为与兴趣爱好等精神层面变量的高度相关性（线下场景消费与区位、经济、社区圈层等现实层面变量更相关），我们将线上消费场景定义为“元宇宙场景”。在元宇宙消费场景中，流量、精准度与转化率是影响“量”的关键因素，因此，我们在未来的消费研究模型中需要引入更多对流量的分析和测算。

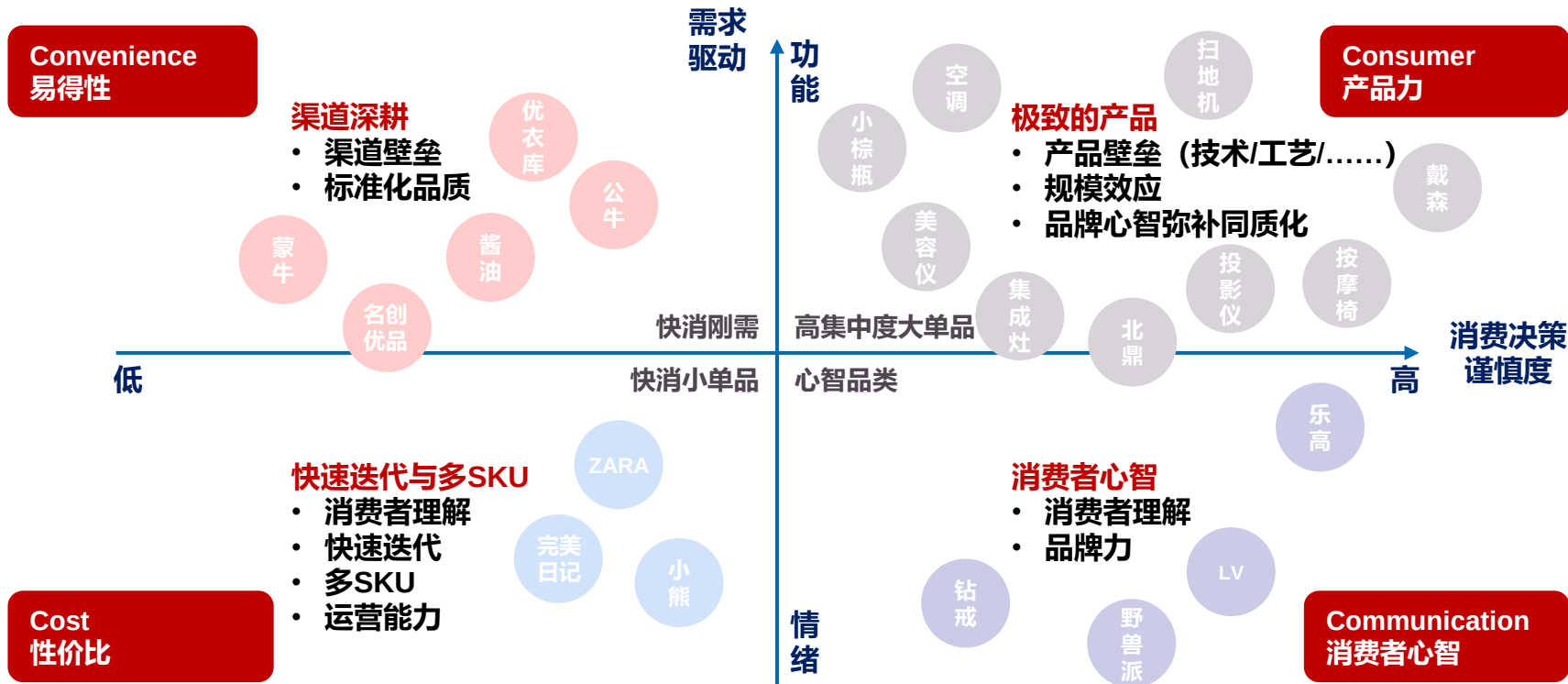
此外，与渠道成本相对应，**流量成本**也将成为影响消费研究框架的重要变量。



资料来源：国金证券研究所整理绘制

竞争力四象限：品类属性与关键竞争要素

在企业竞争分析方面，我们认为不同属性品类对应的关键竞争要素不同，我们按**需求驱动因素**和**消费决策谨慎度**两个维度将消费品划分为四个基本类。**功能大单品**的关键竞争要素为产品力方面对消费者的理解；把握消费者心智的能力对于**心智品类**至关重要；**快消刚需**品类受众广、需求同质化，易得性极为关键；**快消小单品**通过多SKU、快速迭代、取悦消费者取胜，对其成本控制能力和运营能力产生较高的要求。





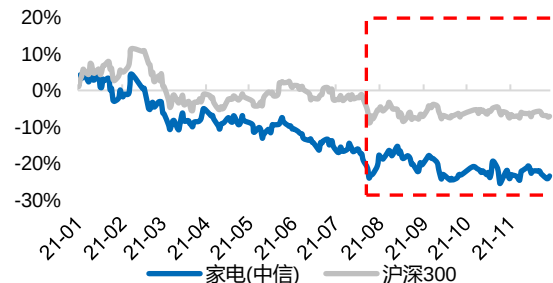
家电投资策略：关注高景气成长赛道与需求回暖

- 回顾与展望：近期多重利好，曙光已现
- 主线一：高成长高弹性低估值的厨房小家电
- 主线二：延续高景气的清洁、投影、集成灶
- 主线三：需求改善与升级逻辑下的白电

回顾与展望：近期多重利好，曙光已现

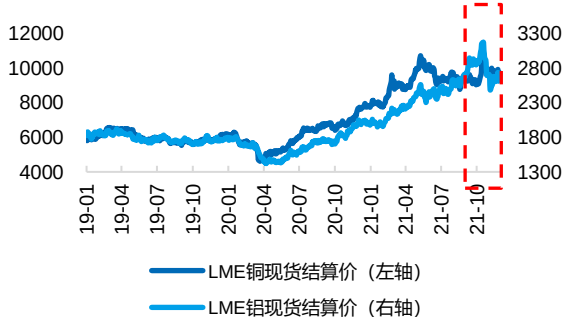
- ◆ **家电板块估值处于低位，具备强劲弹性。**年初至今家电板块累计涨跌幅为-23.5%，同期沪深300下跌7.1%。目前家电板块估值为18.8倍，已跌至20年3月本轮行情启动前的水平。7月底之前跌幅持续走扩。8月初至今家电板块维持底部震荡，8.2-12.1日累计小幅下跌2.9%，基本保持稳定。
- ◆ **原材料：价格企稳，企业积极举措应对，预计2022年业绩压力可有所缓解。**年初至今铜、铝价格分别同比增长154%、147%。在政策端持续保供稳价的引导下，家电主要原材料价格逐渐企稳，10月份以来回调明显（铜、铝、钢材价格分别下跌45%、54%、16%）。
- ◆ **海运：运价近期高位震荡，有望进一步下探，出口业务将逐步恢复。**11月末CCFI指数较21年以来高点下滑3.5%，运力紧张情况有所缓解。随着全球疫情进一步控制，展望2022年，海运边际改善确定性强，疫情影响边际效应有望进一步减弱，前期受海运影响较大的出口业务有望逐步恢复。
- ◆ **地产：多项政策利好已至，明年回暖确定性较强。10月以来商品房销售、房屋竣工面积降幅进一步扩大，但政策端已有明确回暖预期，进一步支撑明年家电销售。**

图7 2021年初至今家电指数表现弱于沪深300指数



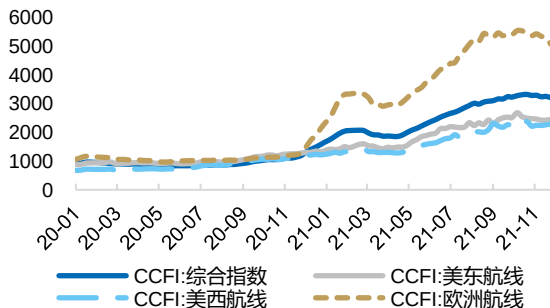
资料来源：wind，国金证券研究所（注：截至2021/12/1）

图5 铜、铝结算价走势（美元/吨）



资料来源：wind，国金证券研究所

图6 中国出口集装箱运价指数



资料来源：wind，国金证券研究所

图8 地产近期利好政策频出

时间	政策
12月6日	中共中央政治局会议明确，“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。”
10月15日	金融司司长邹澜Q3金融统计数据新闻发布会上明确指出：1) 随着房价回稳，房贷供需关系将回归正常。2) 恒大事件推动金融机构收缩了开发贷投放是短期的过激反应。3) 30家试点房企“三线四档”融资规则存在误解。
9月29日	央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会：金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展。

资料来源：凤凰网房产，新浪财经，国金证券研究所

主线一：高成长高弹性低估值的厨房小家电

基数压力渐缓，需求有望回暖

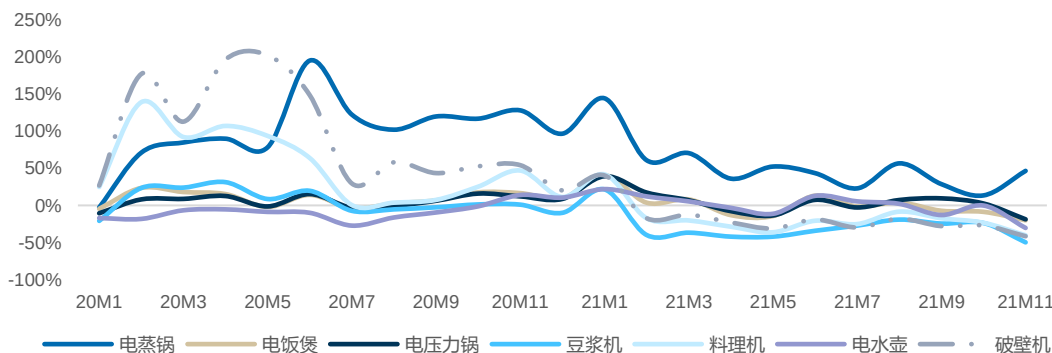
- ◆ **高基压力下，2021年厨房小家电承压明显。**2020年疫情期间消费者居家需求持续释放且购物习惯转至线上，推动厨房小家电线上实现高增。2021年以来受基数压力及消费环境影响，厨房小家电有所承压，奥维云网数据显示，2021Q1/Q2/Q3线上销售额分别同比+1.4%/-15.5%/-7.3%。
- ◆ **第三消费时代下小家电成长空间充足，随着基数压力缓解，我们预计厨房小家电有望迎来持续改善，**目前主要品牌小熊和摩飞均呈现向好态势，其中小熊电器：双十一预计同比持平；摩飞品牌：预计双十一实现接近双位数增长。随着明年基数压力减弱叠加品牌新品加持，厨房小家电或有望恢复景气增长。

图9 厨房小家电线上销售额同比及主要品牌表现

三方数据跟踪				
厨房小家电-淘数据	Q1	Q2	Q3	Q4
20A	11%	43%	29%	36%
21A	17%	-14%	-24%	
小熊-天猫				
20A	37%	74%	31%	7%
21A	-13%	-29%	-15%	
摩飞-天猫				
20A	241%	123%	128%	130%
21A	36%	-7%	-16%	

资料来源：魔镜，wind，国金证券研究所；备注：小熊为魔镜天猫厨房电器销售额同比数据，摩飞为魔镜天猫销售额同比数据，小熊报表端为公司整体营收增速

图10 小家电主要品类线上销售额同比增速



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

报表端收入增速				
Q1	Q2	Q3	Q4	
17%	75%	47%	20%	
23%	-26%	-6%		
380%	174%	60%	96%	
42%	-19%	5%		

主线一：高成长高弹性低估值的厨房小家电

宝熊全链路优势突出，短期利润弹性较大，长期发展空间充足

- ◆ **短期：利润弹性较大。**小熊电器和新宝股份受原材料价格上行影响明显，21Q2小熊电器（-4.1%）和新宝股份（-8.6%）毛利率均承压下滑。随着近期成本环境迎改善，10月中旬以来家电主要原材料价格均有回调（多数降幅超过双位数），有望助力后续企业的盈利能力有所修复。基于原材料价格传导至企业报表端一般存在1~2季度的滞后期，叠加企业端提价及新品等多举措推进，**预计今年四季度起小家电盈利能力将延续改善趋势，至明年二季度成本压力有望明显缓解，盈利水平料将明显修复。**

- ◆ **长期：新宝股份和小熊电器作为厨房小家电的新兴龙头，积极洞察消费者痛点，及时把握市场需求变化，在产品端、渠道端、供应链等方面具备全链路优势，在第三消费时代下发展空间充足（我们在此前已强调第三消费时代的核心在于需求的把握）。具体来看：**

- ✓ **新宝股份：基于ODM积累的丰富经验，未来可选拓展品类充足。**今年开始摩飞品牌在巩固厨电优势地位的同时积极拓展成长性更优的家居环境品类，年内或明年初有望落地洗地机，后续亦将布局扫地机产品，有望推动自主品牌重回快增通道，料将进一步打开内销发展空间。

- ✓ **小熊电器：积极拓展主流刚需品类，加码布局抖音等新渠道，加强自主品牌出海布局。**新品类：电饭煲、水壶等主流品类扩张顺利；**新品牌：代理法国品牌白朗，以加强高端小家电市场探索；新渠道：加码抖音等内容电商新渠道的布局，料将贡献收入增量；海外：加强自主品牌出海业务，以期优化业务结构。**

图11 10月以来摩飞品牌上新产品一览



摩飞迷你养生壶MR6086
优惠价：281元
2021年10月上市
特色：Mini便携—壶双配（炖盅+茶篮）
主推店铺：摩飞电器汇歌专卖店



摩飞蒸汽拖把MR3200
优惠价：1399元
2021年10月上市
特色：去污杀菌2in1 一键自清洁 智能屏显
主推店铺：摩飞电器生活电器旗舰店-京东



摩飞空气净化器MR3500
优惠价：1369元
2021年10月上市
特色：滤除病菌&过敏源 新屋除醛 异味净化
主推店铺：摩飞电器生活旗舰店



摩飞折叠暖菜板MR8300
优惠价：369元
2021年11月上市
特色：保温加热 3档调温定时 1min快速升温
主推店铺：摩飞电器多维互动专卖店



摩飞有雾加湿器MR2082
优惠价：389元
2021年10月上市
特色：全屋瞬润 静音加湿 智能控湿
主推店铺：摩飞电器汇歌专卖店

资料来源：摩飞官方微信公众号，天猫，国金证券研究所

图12 白朗品牌天猫旗舰店在售产品包括取暖器及洗地机



资料来源：白朗天猫旗舰店，国金证券研究所

主线二：延续高景气的清洁、投影、集成灶 生活小家电：需求与供给共振，成长空间充足

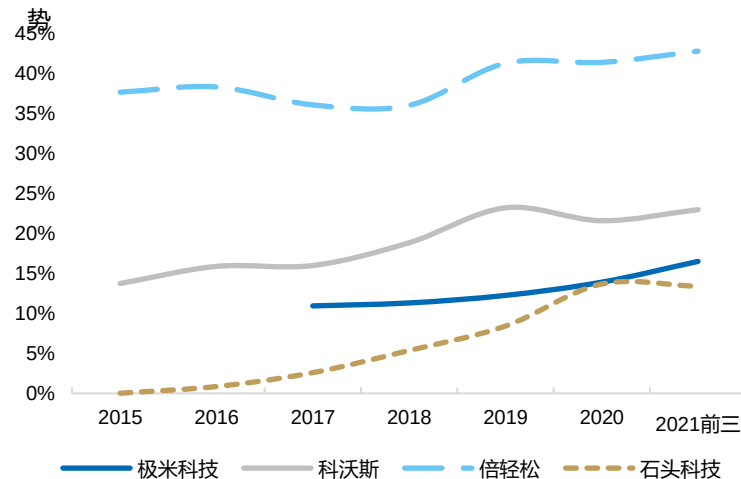
- ◆ 作为具备科技属性的新兴产品，**解决用户痛点**是提升渗透率的重要原因。龙头品牌随着技术不断积累，快速迭代新产品，逐步解决现存痛点，提升用户体验，获得较高用户忠诚度和粘性。产品的科技属性为品牌获得**销售溢价**，**从而反哺品牌进行技术投入及营销教育，形成良性循环。**
- ◆ **在技术痛点持续解决的前提下，通过营销进行消费者教育同样至关重要。**因品类属性、发展阶段及公司打法战略有所不同，各公司销售费用率有所差异，但整体处于相对较高水平且呈上升趋势，龙头公司已经或逐步意识到消费者教育的重要性，不断发力线下体验与代言人赋能，线下门店主要承担产品体验及宣传作用，代言人引流，助力产品销售与品牌营销齐头并举。

图13 各品牌产品更新迭代周期较短

品牌	上市时间									
	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2
极米科技	H1S New Z4X CC 极光	New Z4 Air	H2 Z4V Z6 Z6X	Play Play X		H3 新一代Z6X		MOVIN 01 MOVIN 01X	H3S RS PRO 2	
坚果		A6		X3	J7S P3		G9	G9 M7	智慧墙O1	O1 PRO G9S
石头科技					P5 T6 T4		T7 T7 Pro		T7S T7S PLUS	G10 U10
科沃斯		地宝DG3	DJ35	DN55	DG70 T5 N5	U3	T8 U3(line friends)		N9+ T9	X1
倍轻松		EYE 1 Scalp Mini		iNeck mini iSee M iDream 5S Scalp 2		iDream X iNeck3 Pro Scalp mini Pro	iSee K		Travel M1 A1智能明 火艾灸盒	姜小竹系列 iDream 6 Neck C2 mini第2代

资料来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图14 各公司销售费用率处于较高水平，且呈上升趋势



资料来源：公司公告，国金证券研究所

主线二：延续高景气的清洁、投影、集成灶

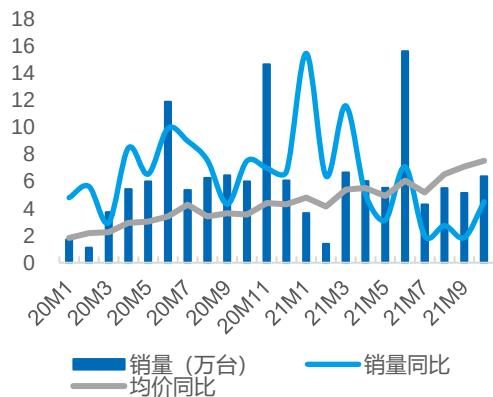
集成灶：高景气度延续，渗透率提升持续看好

集成灶行业延续高景气度，渗透率提升逻辑逐步验证。根据奥维云网推总数据，21前三季度集成灶零售量213万台，同比+35.4%；零售额达180亿，同比+52.3%。

短期：产品结构优化，分体式龙头入局或有望助力产品消费者教育。蒸烤款占比持续，21Q3蒸烤一体款线上线下销额占比较去年同期分别提升26pct、15pct。蒸烤款产品均价高出单蒸款1-2千元，**产品结构优化拉动均价提升，推动行业量价齐升。**22年分体式龙头入局集成灶，短期内考虑资源倾斜度、渠道新拓时间，及现有品牌竞争力，预计不会过度挤压龙头份额，更可能通过其品牌力推动集成灶行业发展。

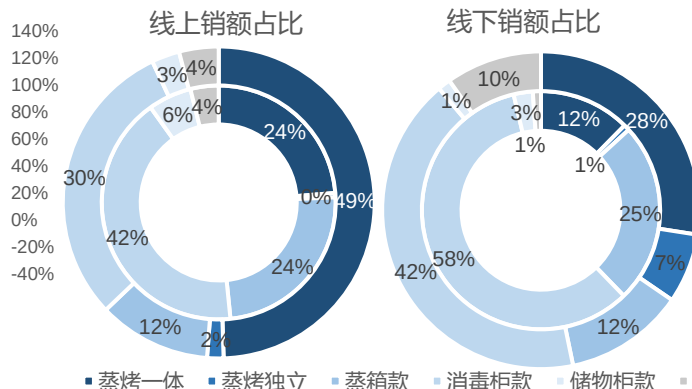
长期：强产品+优营销，长期渗透率提升趋势确定性较强。2020年集成灶市场规模接近238万台，疫情影响下销量增速依旧超过两位数，21前三季度集成灶销量达213万台，同比+35.4%，目前集成灶销量仅占集成灶及油烟机销量总和的13%，仍有较大提升空间。

图15 集成灶销售数据



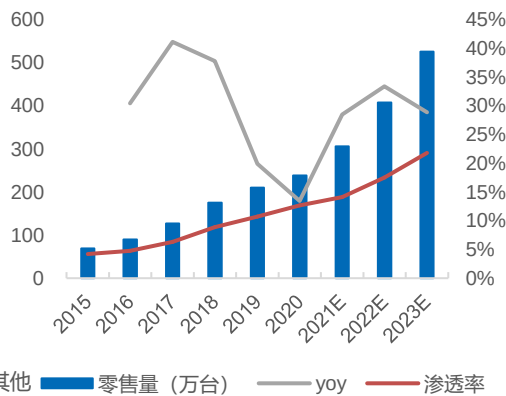
资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图16 蒸烤款占比明显提升（内环20Q3 外环21Q3）



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图17 集成灶行业规模



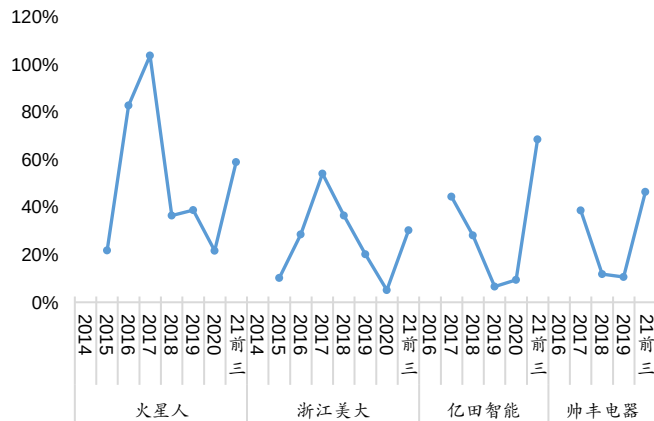
资料来源：国金证券研究所测算

主线二：延续高景气的清洁、投影、集成灶

集成灶：龙头优势明显，高增趋势有望延续

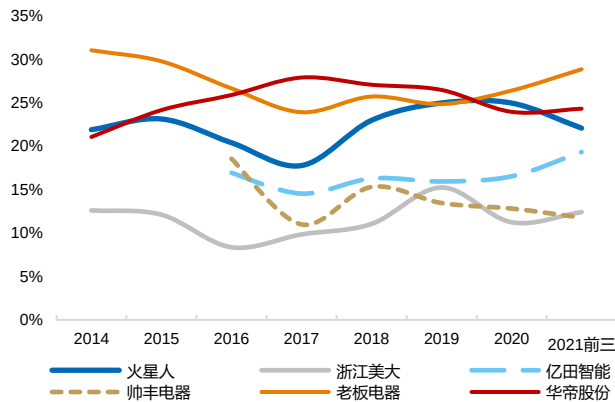
- ◆ 优质龙头增速领先，火星人近年来持续维持近40%高增速（除20年受疫情影响同增22%），公司质地优秀且大力投入，截止21Q3营收规模已跻身行业第一。亿田智能经过19、20年蛰伏，21年少东家上任进行多方面调整，改革成效逐步显现，后续可期。
- ◆ 火星人：重营销+渠道差异化优势明显，持续高增可期。营销力度远超行业，销售费用率高于可比公司近10pct，接近于厨电龙头老板电器，且央视等传统媒介及抖音、今日头条等内容平台齐头并举，并植入国综《向往的生活》；渠道布局上，通过线上返利政策实现线上线下利益均衡，同时积极布局工程、整装、KA、下沉渠道，取得优异成效。
- ◆ 亿田智能：深耕产品，改革兑现拐点预取仍在。产品力突出，推出蒸烤独立分腔集成灶，并持续开发新功能集成，如洗碗机集成灶、集冰蒸一体箱和智能电饭煲于一体的全新“无人厨房”智能烹饪管家S9。随少东家上任，组织架构调整、高管团队变更，改革成效逐步显现，双十一期间销额较去年全月同增256%，线下十余家大商收入有望于明年逐步释放。

图18 集成灶龙头企业历年营收同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图19 火星人营销费用高于行业可比公司



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图20 亿田蒸烤独立集成灶



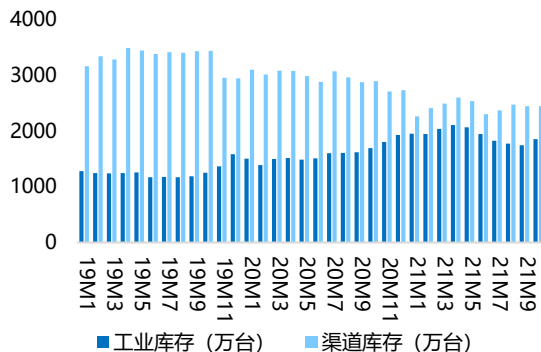
资料来源：公司官网，国金证券研究所

主线三：需求改善与升级逻辑下的白电

空调：内销回暖确定性强，本轮调整优化格局

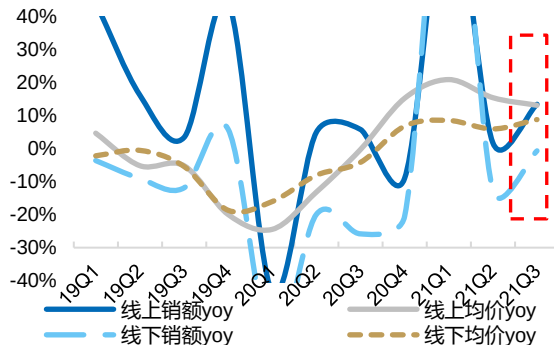
- ◆ **库存：渠道库存低位，补库存已经开始。**空调内销经历Q2的疲软后，Q3如期修复（+0.6%），10月增速进一步提升（+1.3%）。零售端来看，全渠道销量降幅缩窄至-2.9%（Q2为-13%），10月+16%。**当前库存为18年以来最低，为新冷年出货腾出空间。**
- ◆ **价格回暖：完全恢复至18年同期水平。**21Q3空调线上/线下均价回暖至3047元/3783元，同比18年同期分别+7%/-1%。
- ◆ **价格战重塑行业格局：本轮调整的实质是空调新零售转型背景下，龙头企业优势的主动输出，三大白电龙头在此过程中渠道改革加速，份额进一步提升。**21Q3格力/美的/海尔出货量份额较19Q3分别+0.4%/+4.7%/+1.9%，CR3市占率84.8%，优势进一步扩大。

图21 空调库存结构持续优化



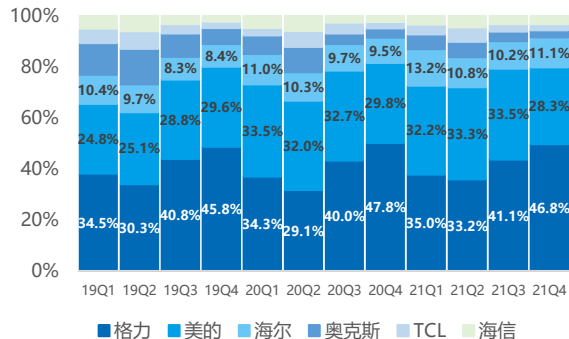
资料来源：产业在线，国金证券研究所

图22 双线均价恢复，销额回暖



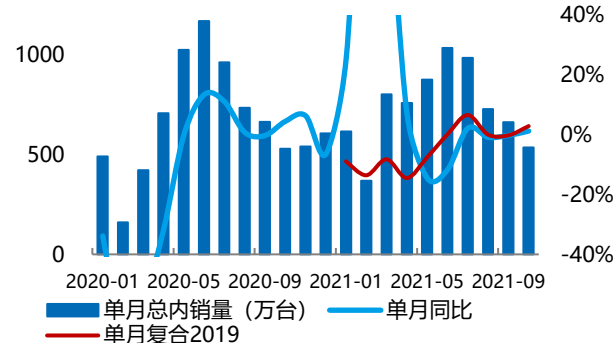
资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图23 头部份额进一步集中



资料来源：产业在线，国金证券研究所

图24 内销出货量Q3起持续修复



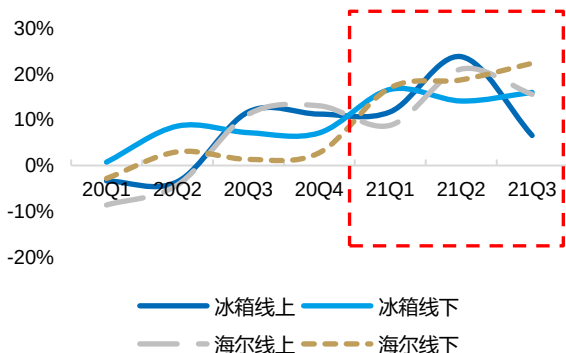
资料来源：产业在线，国金证券研究所

主线三：需求改善与升级逻辑下的白电

冰洗：稳健升级，新品类高速增长

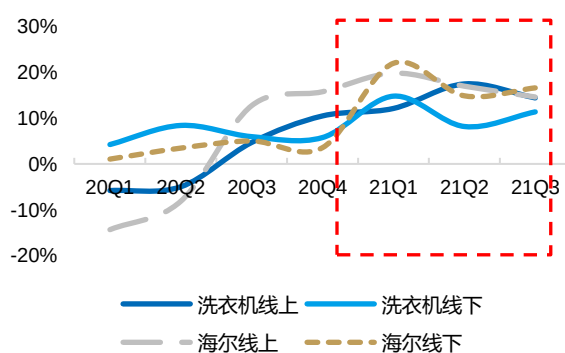
- ◆ **行业升级趋势确定性强，龙头有更强的提价权。** 21年前两个季度冰箱和洗衣机的全渠道提价幅度均在10%以上，Q3增幅收窄（+5%左右）。海尔智家双线的提价幅度均高于行业（线下更加明显），并保持份额的上升，强定价权稳固。均价提升源于产品本身的升级，具有**大容量、薄款、智能等要素的产品**受到青睐。
- ◆ **原材料压力下行业洗牌加剧，份额进一步集中。** 冰箱21Q3的CR3为62.9%（+1.9pct），洗衣机21Q3的CR2为67.2，与去年基本持平。
- ◆ **成长品类干衣机高速增长，内资品牌发力，线下市场亦能占据近半壁江山。** 16-21年前三季度干衣机增速保持在60%左右，早期由外资高端品牌把持的局面已被改写。21Q3线上市场中海尔+美的市占率53%，定位中高端的线下市场中海尔以27%的份额遥遥领先，美的系紧抓机遇进行多品牌卡位（美的+小天鹅+COLMO），市占率提升至16%。

图25 冰箱均价变化



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图26 洗衣机均价变化



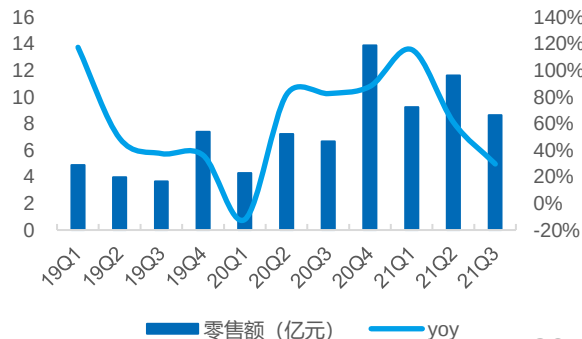
资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图27 洗衣机产品主要升级方向

方向	占比
大容量	21H1线上10Kg以上零售额占比提升12pct，线下提升8.2pct
薄款	21H1超薄洗衣机占比线上提升9.9pct，线下提升11.8pct
智能	WIFI+智能投放的洗衣机线上占比提升5.3pct；单独智能投放功能洗衣机线上提升4.7pct
护理	空气洗、超微净细胞产品占比提升
静音	直驱静音技术收到广泛关注，21H1线上直驱电机零售额+73.5%

资料来源：奥维云网，国金证券研究所

图28 干衣机零售额保持高速增长



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

主线三：需求改善与升级逻辑下的白电

持续关注具有新增长点的白电龙头

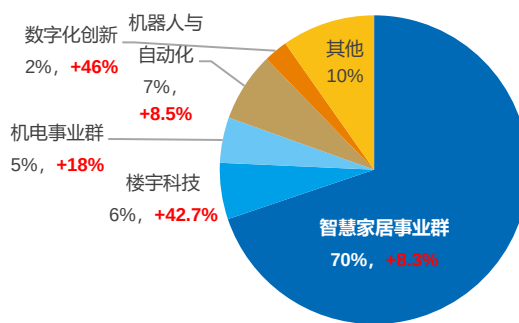
美的集团

- ◆ **B端业务高增速，打开第二成长曲线。**2B业务目前占营收的比重提升至30%，且具有较强的盈利能力。**楼宇科技板块或有更大的看点**，近期数智电梯战略正式发布，电梯新品牌invol首发。
- ◆ **高端化初显成效，品牌矩阵丰富进一步拓宽客户群体。**高端品牌Colmo在10月底已提前完成30亿元的目标。**优瑞家、华凌**本年度爆发力强，**未来小电新品类在多品牌的带领下有更多看点。**
- ◆ **全球化经营稳步推进，25年剑指400亿美元。**海外OBM营收占比提升至近40%，今年**成立海外品牌建设专项资金**，新增零售网点超1.8万家。

海尔智家

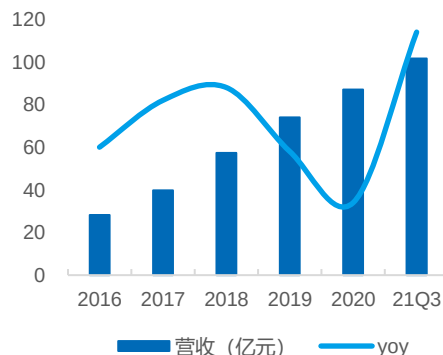
- ◆ **高端化、套系化成果斐然：**卡萨帝今年表现超预期，**前三季度营收+57%**，结构持续优化（空调占比提升至10%以上，带动海尔Q3出货端高增；上半年空/厨/热同比均100%以上）；**三翼鸟和量子小店两大支柱今年快速发力。**
- ◆ **海外持续高增，利润如期释放：**Q3在高基数下海外仍实现5.6%的增长（前三季度+17%）。公司以自主品牌的本土化运营模式**受海运影响小，提价能力强，美欧澳基本盘稳固，份额提升确定性强。**前三季度海外营业利润率提升1.7pct。
- ◆ **降费提效持续：**渠道端持续推进数字化转型平台落地，制造端持续精益制造战略落地，H2再添一座灯塔工厂。

图29 美的2B业务21Q3增速高



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图31 卡萨帝保持高增（注：21年为前三季度）



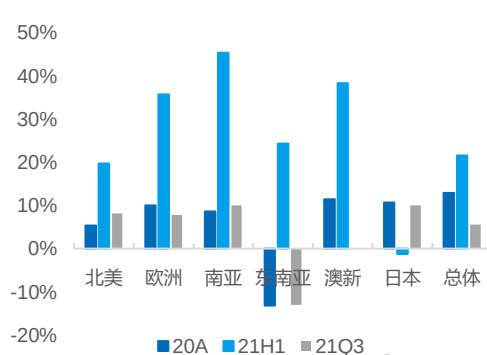
资料来源：公司公告，国金证券研究所

图30 海外营收及obm占比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图32 海外主要区域保持高增速



资料来源：公司公告，国金证券研究所



轻工投资策略：高景气赛道 α 显现，家居需求探底空间广

- 内销：需求探底空间广阔，关注整装新风口
- 外销：格局优化+东南亚疫情反复，出口仍有望持续较快增长
- 主线一：家居杀估值迎来尾声，关注细分龙头 α 价值
- 主线二：电子烟赛道投资机会正明朗，关注雾化与HNB龙头
- 主线三：宠物进入精细化竞争，国产突围可期

内销：需求探底空间广阔，关注整装新风口

需求现状：新房需求短期面临下行压力，但整体需求仍有支撑

■ 房地产销售、竣工短期确有承压：

今年7月房地产销售面积就已开始出现单月同比下降，随后9月竣工面积预计由于地产商资金链紧张，竣工速度开始放缓，10月销售面积/竣工面积分别较19年同期-12%/-14.7%。短期来看，由新房带动的整体家居需求短期确将面临下降压力。

图33 销售、新开工面积同比情况

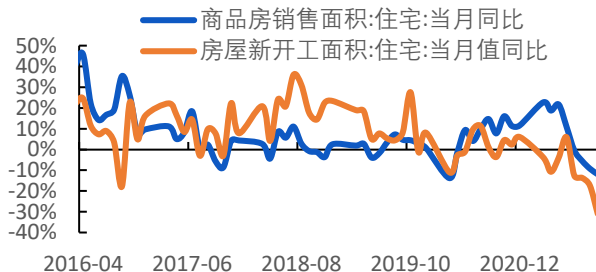
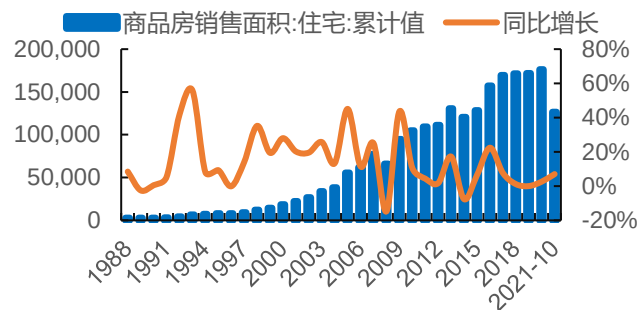


图34 中国存量房规模正逐步扩大（万平方米）



来源：Wind，国金证券研究所（注：21年增速为较19年同期数据）来源：Wind，国金证券研究所

图35 竣工面积同比情况

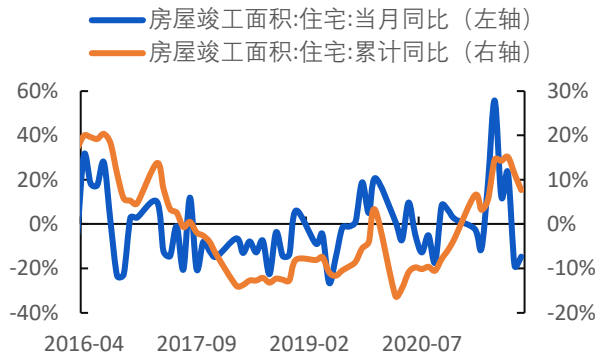
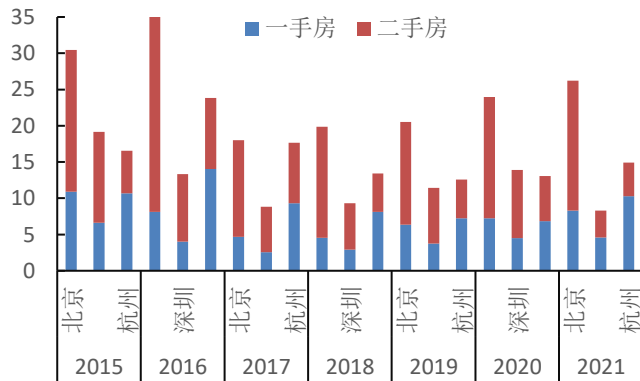


图36 北京上海深圳二手房成交比重上升



■ 存量房规模庞大，整体家居需求仍有支撑：

经历多年地产销售快速增长后，中国存量房规模快速扩大，截止2020年累计已销售187.7亿平米。北京、深圳2021年1-11月二手房成交套数占比分别达69%、45%。

来源：Wind，国金证券研究所（注：21年增速为较19年同期数据）来源：Wind，国金证券研究所

内销：需求探底空间广阔，关注整装新风口

基本面展望：极致悲观预期下，未来整体需求依然广阔

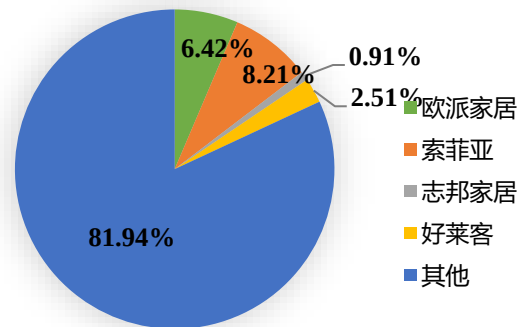
- 我们基于极致悲观预期，假设今年起未来5年新房销售面积每年下降幅度达5-10%，以此测算未来5年每年装修套数。
- 未来5年新房刚性装修需求叠加旧房翻新需求依然将支撑起终端家居需求，在10/15/20年不同更新周期下，2025年将分别依然有望迎来2540/1910/1590万套的装修需求，我们认为更长时间维度看我们预计家居行业整体需求将呈现软着陆态势，需求之广阔足以支撑份额仍然较低的头部企业持续发展。

图37 未来5年中国房屋更新套数预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
当年销售面积（万平方米）	150144	154,878	154,878	127,000	114,300	108,585	103,156
销售面积增长率（%）	1.61%	3.15%	0.00%	-18.00%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
当年交房面积预测（万平方米）	144,789	147,760	150,144	154,878	154,878	127,000	114,300
单套房平均面积（平方米）	90	90	90	90	90	90	90
一手房装修套数（百万）	16.1	16.4	16.7	17.2	17.2	14.1	12.7
10年前住宅竣工套数（百万）	7.8	6.6	9.6	10.4	10.7	10.9	12.9
15年前住宅竣工套数（百万）	2.6	3.3	3.8	5.5	6.2	7.8	6.6
20年前住宅竣工套数（百万）	0.9	1.2	1.4	1.8	2.2	2.6	3.3
10年更新周期下-更新套数	23.9	23.0	26.3	27.6	27.9	25.1	25.6
YOY	11.4%	-3.7%	14.1%	5.0%	1.3%	-10.3%	2.0%
15年更新周期下-更新套数	18.7	19.7	20.4	22.7	23.4	21.9	19.3
YOY	7.0%	5.4%	3.6%	11.1%	2.9%	-6.3%	-11.9%
20年更新周期下-更新套数	17.0	17.6	18.1	19.0	19.4	16.7	16.0
YOY	5.7%	3.9%	2.9%	5.1%	2.0%	-13.8%	-4.4%

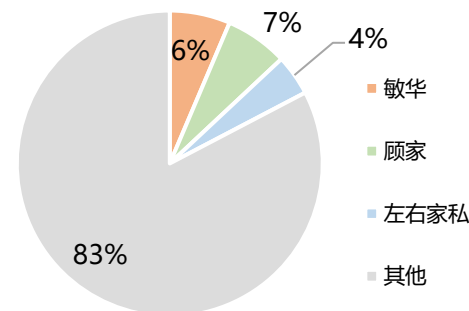
来源：Wind，国金证券研究所

图38 中国橱柜市场格局（测算）



来源：Wind，国金证券研究所

图39 中国沙发市场格局（测算）



来源：Wind，国金证券研究所

内销：需求探底空间广阔，关注整装新风口

渠道变革展望：工程弱化，零售将是主驱动，整装成为新风口

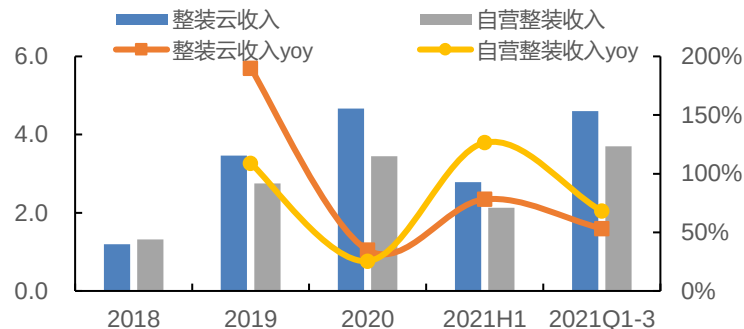
- **零售渠道再成增长主驱动，整装成为新风口：**在经历18年-20年上半年工程渠道火热之后，从20年下半年开始，随着精装房渗透速度的放缓，零售渠道贡献度重新回升，并于2021前三季度欧派/索菲亚/志邦/金牌零售贡献度已分别提升至82.8%/79.8%/65.6%/57.6%。在零售渠道中，整装这一赛道逐渐成为增长新风口，并且我们认为这一趋势将得以延续。

图40 各家零售贡献度明显提升

		收入增量（亿元）	零售增速（%）	零售增长量（亿元）	零售贡献率（%）
欧派家居	2017	25.8	33.3%	21.9	84.9%
	2018	18.0	15.3%	13.4	74.6%
	2019	20.2	12.7%	12.8	63.2%
	2020	12.1	6.0%	6.9	56.91%
	2021Q1-3	46.3	49.0%	38.2	82.6%
索菲亚	2017	16.3	34.0%	15.0	92.2%
	2018	11.5	13.6%	8.0	69.8%
	2019	3.8	0.3%	0.2	5.1%
	2020	6.7	1.4%	1.0	14.51%
	2021Q1-3	21.5	39.5%	17.2	79.8%
志邦家居	2017	5.9	33.2%	4.4	74.8%
	2018	2.8	16.0%	2.8	101.9%
	2019	5.3	13.7%	2.8	53.1%
	2020	8.8	14.7%	3.4	38.93%
	2021Q1-3	9.5	35.2%	6.2	65.6%
金牌橱柜	2017	3.4	28.4%	2.9	85.1%
	2018	2.6	13.7%	1.8	69.7%
	2019	4.2	8.0%	1.2	28.5%
	2020	5.2	7.8%	1.3	24.67%
	2021Q1-3	5.9	31.2%	3.4	57.6%

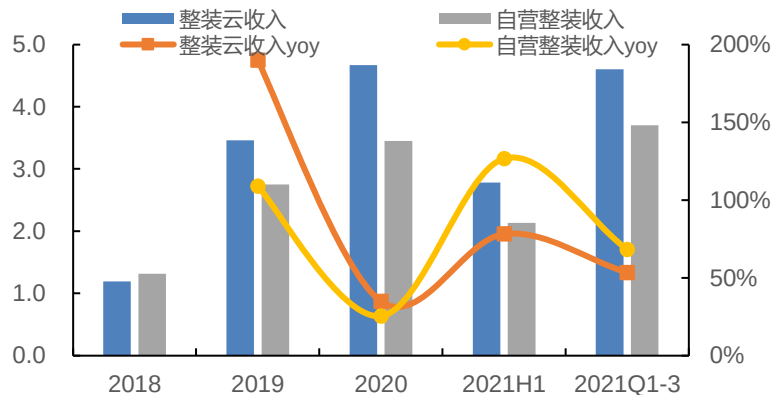
来源：Wind，国金证券研究所

图41 各家整装业务收入及占比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图42 尚品宅配整装业务营收及同比（亿元）

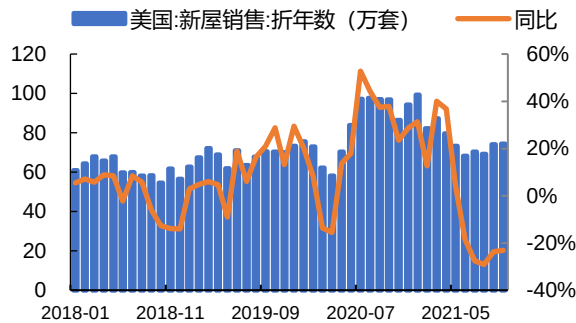


来源：Wind，国金证券研究所

外销：格局优化+东南亚疫情反复，出口有望持续较快增长

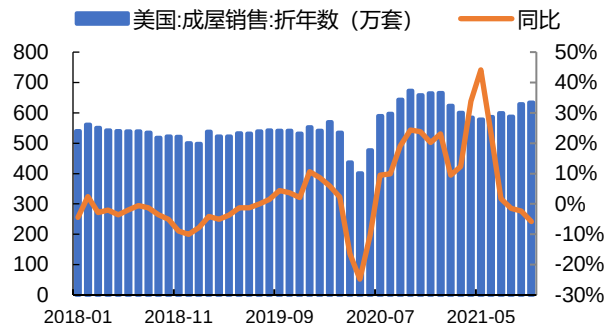
■ **美国地产上行边际放缓多由供给端制约：**今年5月以来，美国新屋/成屋销售增速均开始放缓，并于8月均开始出现负增长，但我们认为此次放缓更多由美国地产供给端趋紧所致，美国房屋空置率已降至0.9%，处于历史低位。实际需求端未有如此大幅下行，有望迎来修复。

图43 美国新屋销售与同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

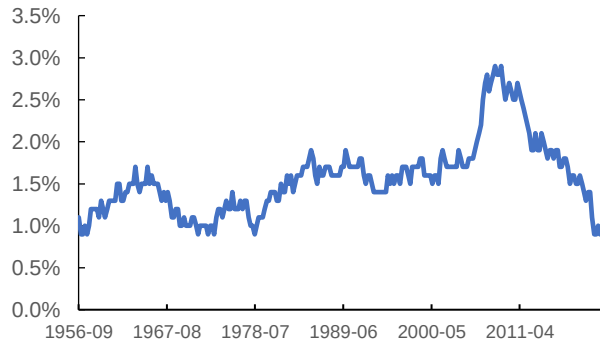
图44 美国成屋销售与同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

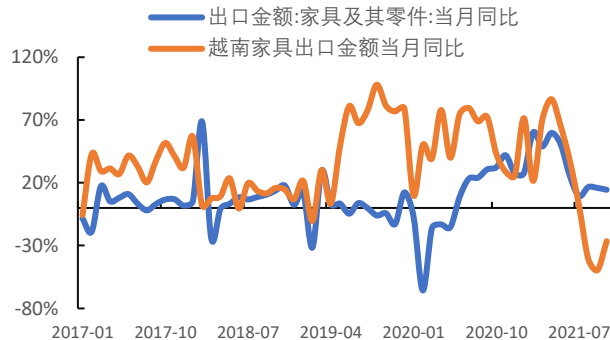
■ **中国家居出口仍有望持续高增长：**一方面贸易战与床垫反倾销使得众多小厂退出竞争，格局优化显著；另一方面，目前东南亚国家仍有疫情反复影响，10月中国与越南家居出口金额分别同比+14.4%/-26.6%，订单向中国回流趋势延续。

图45 美国住房空置率处于历史低位



来源：Wind，国金证券研究所

图46 美国家具零售商增长明显



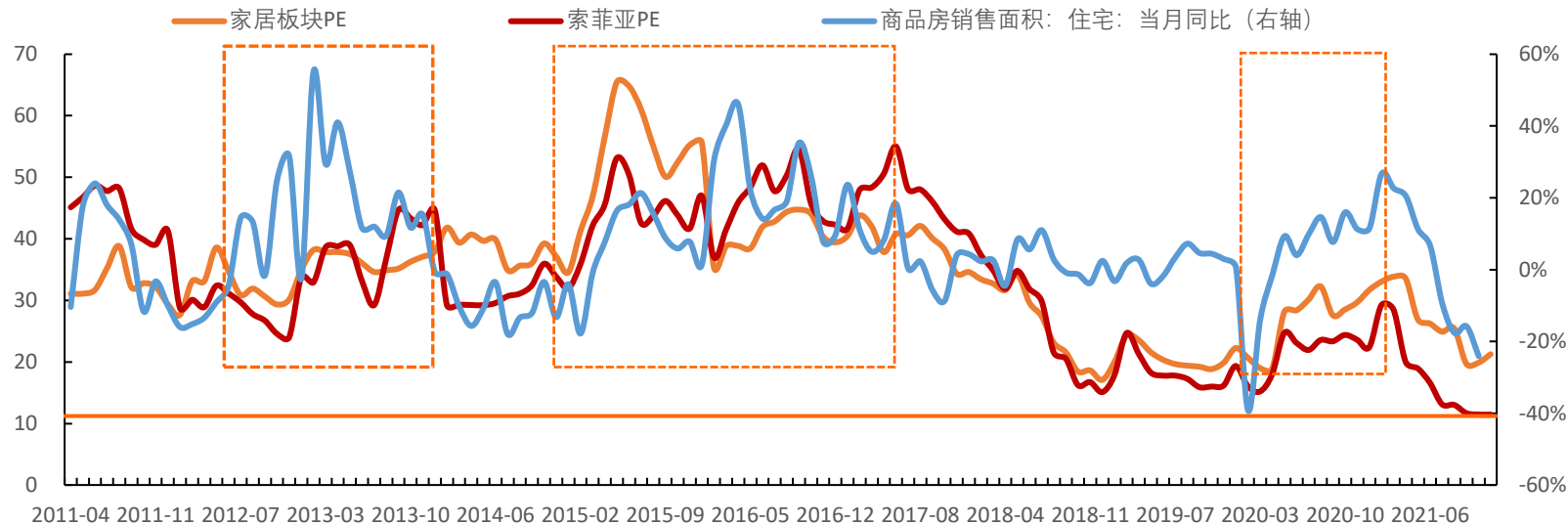
来源：Wind，国金证券研究所

主线一：家居杀估值迎来尾声，关注细分龙头 α 价值

家居板块估值复盘：地产端前瞻指标依然有效，杀估值已迎来尾声

- 房地产销售面积作为家居板块估值的前置指标，直至目前依然有效，复盘过去10年来，家居板块大致经历了两轮完整的估值提升大周期（2012-2013、2015-2017H1），一轮小周期（2020-2021初）。目前板块估值已跌至历史最低位，政策端也将迎来边际放松（央行决定12月15日降准0.5个百分点+政治局会议释放积极信号），地产销售指标有望企稳回升。整体来看，我们认为目前已处于估值下杀的尾声阶段。

图47 家居板块十年估值复盘



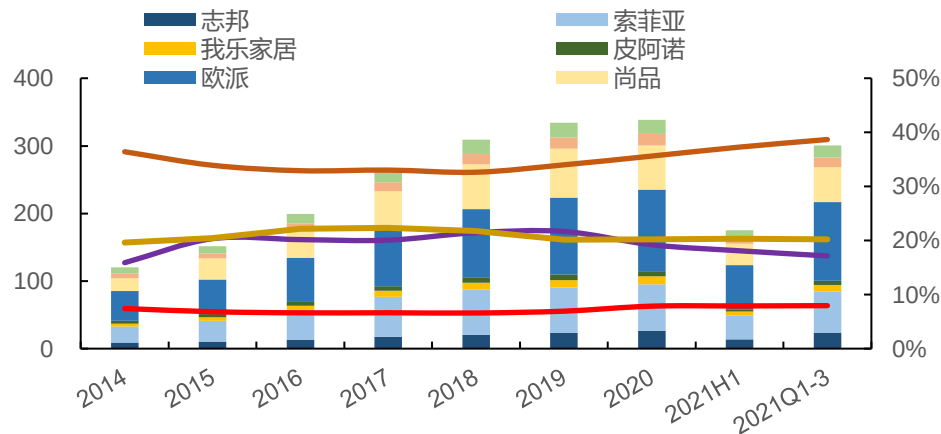
来源：Wind，国金证券研究所

主线一：家居杀估值迎来尾声，关注细分龙头α价值

定制一线龙头欧派、二线龙头志邦

- **把握零售市场，首推欧派、志邦：**2021前三季度欧派、志邦在零售渠道的份额（占有所有上市公司的零售渠道总收入）较2020年进一步提升，欧派也是18年以来仅有的份额提升超1%的企业。基于未来零售将持续是主战场的判断，我们认为欧派、志邦将会进一步展现自身增长能力，欧派、志邦当前股价对应明年PE仅分别为27x/13x。

图48 18年来仅有欧派零售端收入份额提升超1%



来源：Wind，国金证券研究所

图49 欧派家居未来三年收入预测模型结果

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
工程渠道					
欧派规模（百万元）	2162.3	2682.3	3460.2	3460.2	3460.2
YOY		24.1%	29.0%	0.0%	0.0%
整装渠道					
欧派规模（百万元）	602.0	1159.1	1984.7	2954.6	3953.2
YOY		92.5%	71.2%	48.9%	33.8%
直营渠道					
欧派规模（百万元）	347.6	398.7	551.5	650.7	748.3
YOY		14.7%	38.3%	18.0%	15.0%
传统零售渠道					
橱柜规模（百万元）	3858.1	3263.5	3656.4	3969.4	4302.0
YOY		-15.4%	12.0%	8.6%	8.4%
衣柜规模（百万元）	3973.6	4070.4	5454.2	6822.5	8220.4
YOY		2.4%	34.0%	25.1%	20.5%
木门（百万元）	418.3	500.0	667.7	834.7	1033.4
YOY		19.5%	33.5%	25.0%	23.8%
卫浴（百万元）	319.6	314.6	400.5	494.3	597.7
YOY		-1.6%	27.3%	23.4%	20.9%
外销渠道					
欧派规模（百万元）	300.1	242.2	295.5	354.6	418.4
YOY		-19.3%	22.0%	20.0%	18.0%
欧铂丽品牌					
规模（百万元）	725.2	863.0	1155.3	1500.2	1929.3
YOY		19.0%	33.9%	29.9%	28.6%
欧派总规模（亿元）	135.3	147.4	189.5	227.6	269.0
YOY		8.9%	28.6%	20.1%	18.2%

来源：Wind，国金证券研究所

主线一：家居杀估值迎来尾声，关注细分龙头α价值

软体龙头顾家家居

- **软体龙头成长路径清晰，已极具安全边际：**在具备多品牌+全品类+广渠道布局的优势情况下，2018年下半年开始建立区域零售中心，其是公司继续品类融合+渠道下沉的关键一步，成为支撑公司未来成长的关键。根据测算我们认为公司未来三年收入复合增长保持20%以上仍大有希望，我们预计2021-2023年公司的EPS为2.7/3.3/4.1元，当前股价对应2021-2023年PE分别为26x/21x/17x，安全边际凸显，维持“买入”评级。

图50 顾家家居各季度内生内销收入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图51 顾家家居未来三年内销收入预测模型结果

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
休闲皮沙发					
顾家规模 (百万)	1660.0	2020.0	2459.3	2634.1	2734.2
规模YOY		21.7%	21.7%	7.1%	3.8%
份额		7.2%	7.5%	7.5%	8.2%
布艺沙发					
顾家规模 (百万)	650.0	750.0	893.6	1007.2	1120.8
规模YOY		15.4%	19.1%	12.7%	11.3%
份额		3.1%	3.2%	3.3%	3.9%
功能沙发					
乐至宝规模 (百万)	220.0	310.0	480.0	680.8	881.9
规模YOY		40.9%	54.8%	41.8%	29.5%
份额		2.6%	3.5%	4.1%	6.3%
顾家功能规模 (百万)	160.0	210.0	465.5	706.6	922.7
规模YOY		31.3%	121.7%	51.8%	30.6%
份额		1.9%	2.3%	4.0%	6.6%
软床及床垫					
顾家规模 (百万)	1253.0	1646.0	2403.2	2979.3	3555.4
规模YOY		31.4%	46.0%	24.0%	19.3%
份额		1.2%	1.5%	1.9%	2.3%
配套品					
顾家规模 (百万)	1148.0	1400.0	1834.0	2109.1	2425.5
规模YOY		21.95%	31.00%	15.00%	15.00%
份额		4.5%	5.5%	6.1%	7.8%
定制家居					
顾家规模 (亿元)	40.0	456.0	762.2	1325.0	2075.0
规模YOY		1040.0%	67.1%	73.8%	56.6%
顾家定制家具份额		0.0%	0.2%	0.3%	0.4%
其他收入					
顾家其他收入 (含红木家具, 信息技术服务, 其他) (百万)	1060.0	1235.0	1482.0	1570.9	1665.2
其他收入YOY		16.51%	20.0%	6.0%	6.0%
顾家内销总规模(亿元)	61.9	80.3	107.8	130.1	153.8
顾家YOY		29.7%	34.3%	20.7%	18.2%

来源：Wind，国金证券研究所

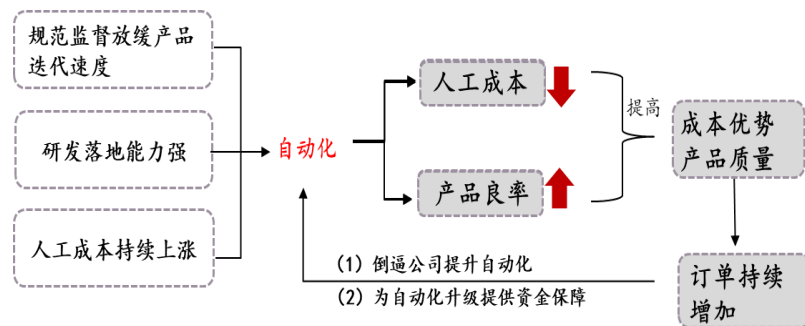
主线二：电子烟投资机会正明朗，关注雾化与HNB龙头

雾化电子烟政策逐渐明朗，重点推荐思摩尔

国金证券
SINOLINK SECURITIES

- **雾化电子烟政策逐步明朗：**目前全球雾化电子烟与HNB均快速发展，2020年中国雾化电子烟市场规模达20.6亿美元，CAGR3达51.6%，而HNB仍未放开。雾化与HNB在不同地区规模差异主要受政策管控、吸烟习惯等影响。中国市场雾化电子烟政策正逐渐明晰，HNB在全球新型烟草大势所趋下预计也将逐渐放开。
- **重点推荐思摩尔：**目前思摩尔海外大客户英美烟草VUSE市占率持续提升，思摩尔海外业务将维持较快增长叠加国内政策逐步落地后，收入增长确定性进一步提升，利润端随着自动化逐步落地有望使其延续高盈利水平，预计2021-2023年EPS为0.95/1.23/1.61元，分别+137%/+30%/+31%，对应PE为38x/30x/23x，维持“买入”评级。

图54 思摩尔进行自动化建设的正循环逐渐形成



来源：思摩尔招股书，国金证券研究所

图52 雾化电子烟与HNB电子烟2020全球市场规模对比

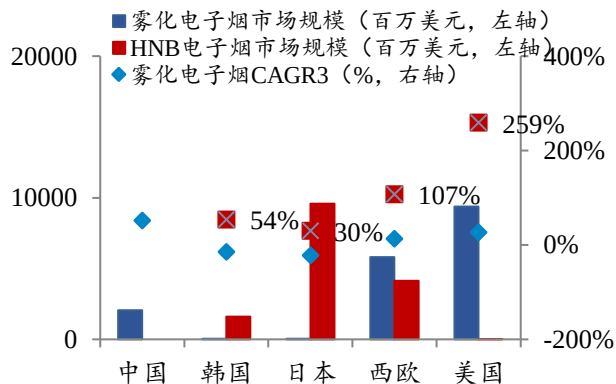
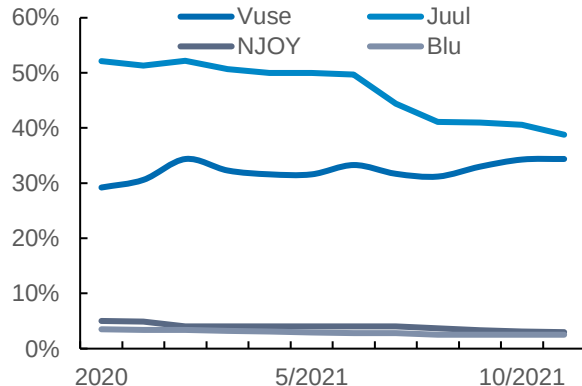


图53 美国雾化市场各品牌份额变化情况



来源：尼尔森，国金证券研究所

图55 中国关于电子烟监管历程

时间	相关政策
2018年8月	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》
2019年11月	关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告
2020年7月	《关于印发电子烟市场专项检查行动方案的通知》
2020年10月	《未成年人保护法》
2021年3月	《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》
2021年11.26	正式修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》
2021年11.30	关于征求《电子烟》国家标准的意见（征求意见稿）的通知
2021年12.2	公开征求《电子烟管理办法（征求意见稿）》的意见

来源：公开信息，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

主线二：电子烟投资机会正明朗，关注雾化与HNB龙头

HNB领域重点推荐华宝国际

- 若HNB政策放开，公司将在HNB香精与薄片两块业务迎来确定性增长。尤其HNB薄片领域，目前与多家省中烟公司深度合作，已在HNB稠浆法的薄片生产领域积累了较强的优势。
- 在 2022 年 HNB 政策放开的假设下，预计华宝国际2021-2023 年 EPS 为 0.34/0.43/0.54 元，同比 +151%/+29%/+25%，按照当前股价对应的 PE 为 51x/40x/32x。

图57 HNB香精用量测算

HNB渗透率	0%	5%	10%	15%	20%	50%	100%
卷烟生产量（亿支）	23,863.7	22,670.5	21,477.3	20,284.2	19,091.0	11,931.9	-
卷烟烟用香精单价（元/支）	0.00144	0.00144	0.00144	0.00144	0.00144	0.00144	0.00144
卷烟烟用香精总价（亿元）	34.36	32.65	30.93	29.21	27.49	17.18	-
HNB生产量（亿支）	-	1,193.2	2,386.4	3,579.6	4,772.7	11,931.9	23,863.7
HNB烟用香精单价（元/支）（卷烟*6）	0.00864	0.00864	0.00864	0.00864	0.00864	0.00864	0.00864
HNB烟用香精总价（亿元）	-	10.31	20.62	30.93	41.24	103.09	206.18
烟用香精市场（亿元）	34.36	42.95	51.55	60.14	68.73	120.27	206.18

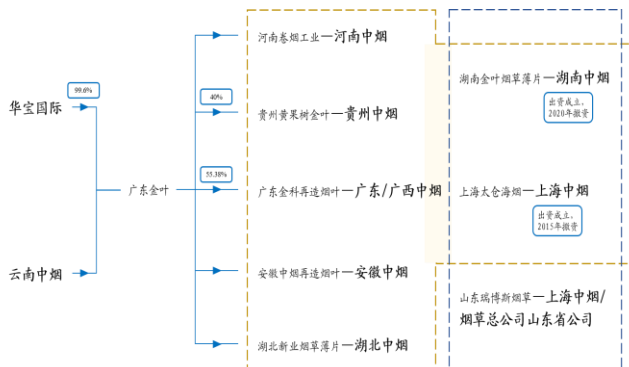
来源：Wind，国金证券研究所

图56 HNB薄片在不同渗透率下的市场规模测算

HNB渗透率假设	10%	20%	30%	50%
HNB薄片用量（公斤/箱）		17公斤/箱		
HNB薄片售价（元/公斤）		150元/公斤		
传统卷烟销量（万箱）		4750万箱		
HNB薄片市场规模（亿元）	121	242	363	606

来源：Wind，国金证券研究所

图58 华宝国际持股或提供技术公司名单



来源：公司公告，国金证券研究所

图59 华宝薄片产能情况

持股公司烟草薄片产能		
持股公司	持股比例	产能
广东省金叶科技开发有限公司	99.8%	造纸法3万吨
广东金科再造烟叶有限公司	55.4%	中试线干法约600吨；稠浆法约600吨。
贵州黄果树金叶科技有限公司	40%	1万吨

来源：公司公告，国金证券研究所

主线三：宠物进入精细化竞争，国产突围可期

品类、渠道多维度突围，国产品牌突围可期

- **品类升级**：以宠物食品为例，干粮主赛道通过工艺+材料配比推动创新升级；湿粮在主食化的升级趋势下，成为内资企业高端化战略的重要发力点。且湿粮整体单位定价较干粮高8-12元左右，过去3年CAGR超35%，规模仅占主粮的1/2，发展潜力大。
- **渠道进击**：电商加速品牌格局变动，国产品牌有望借力突围。宠物食品电商渠道CAGR5超37%，电商打破传统渠道壁垒，透明比价机制加速品牌迭代，短期行业竞争有望加剧，但国内头部品牌在品牌战略思维上较一般海外进口品牌更加长远，有望率先把握住新兴渠道带来的发展机遇，在产品创新迭代、流量精准维度进行突围。

图60 国内头部宠物企业逐步发力主粮赛道

项目分类	公司名称	产能(万吨)	工厂地点	(计划)投产时间	资金来源	预计投资金额(万元)
干粮	中宠股份	6	山东烟台	2022年11月	定增	23700
	佩蒂股份	4	新西兰	2021年12月31日	定增	18722
		5	江苏泰州	募资阶段	可转债	34662
	路斯股份	3	山东寿光	募资阶段	IPO	7960
	上海福贝	3.36	安徽宣城	募资阶段	IPO	24285
	合计	21.36				
湿粮	中宠股份	2	新西兰	2022年11月	定增	23039
	佩蒂股份	0.6	柬埔寨	2021年12月31日	定增	13850 (*)
		3	新西兰	募资阶段	可转债	28801
	合计	5.6				
零食	佩蒂股份	0.3	柬埔寨	2021年12月31日	定增	13850
		0.02	柬埔寨	2021年12月31日	定增	13850
	合计	0.32				

资料来源：公司公告，国金证券研究所；
注：1.39亿元柬埔寨项目包含湿粮、零食类；

图61 内资宠物品牌对新渠道的投放更加敏锐和灵活

品牌属性	品牌	天猫官方旗舰店粉丝数(万人)	抖音官方号粉丝数(万人)	抖音官方号点赞数(万个)	抖音直播频次(2021.1.1-)
国内	Wanpy顽皮	53.3	16.1	45.3	190
	麦富迪	198.5	8.5	8.7	-
	疯狂小狗	136	33.5	233	62
	比瑞吉	79.9	17.2	15.7	365
	卫仕	81.1	105	185	491
	伯纳天纯	20.2	5.4	4.3	184
海外非进口	皇家	196	64.8	185.3	-
	玛氏	86.4	0.9	0.3	207
	冠能	65.3	0.6	0.7	-
	海洋之星	58.6	3.7	86.7	147
海外进口	素力高	8.5	6.6	15.1	270
	爱肯拿	1	50.8	1.2	-
	GO!	19.6	-	-	-
	渴望	1	-	-	-

资料来源：抖音，天猫，国金证券研究所

图62 宠物猫粮产品升级路径



资料来源：天猫，国金证券研究所

图63 内资宠物品牌营销渠道逐步多元化



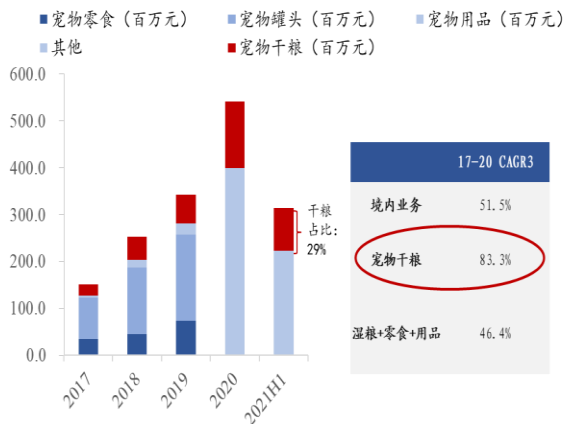
资料来源：公司公告，国金证券研究所

主线三：宠物进入精细化竞争，国产突围可期

关注中宠股份、依依股份

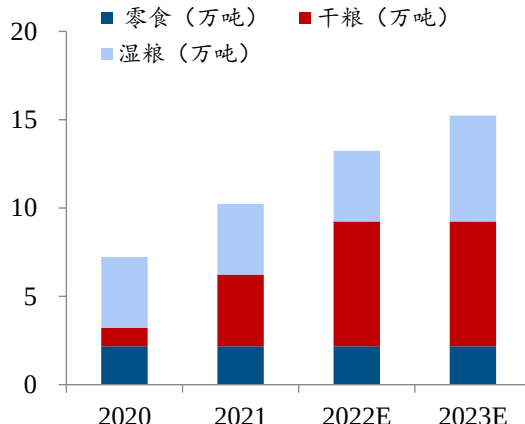
- **中宠股份**：汇率因素对海外拖累减弱，自有品牌干粮品类蓄势待发。1) 品牌端：新品湿粮罐助力高端品牌Zeal恢复高增；新收购品牌领先Toptrees在中宠全渠道赋能下有望实现高增长；2) 品类端：21年底3万吨干粮产能已试产，自有品牌干粮贡献未来2年营收弹性；3) 成本端：未来一年鸡肉成本地位，原料端对盈利扰动不大；4) 外部因素：短期汇率对海外业绩拖累有望边际减弱。
- **依依股份**：海外稳健成长，国内持续积极探索。1) 海外：受益于成熟市场渠道集中+卫生用品渗透率提升，有望保持15-20%稳健成长；盈利能力的优化来自：①亚马逊、petsmart等高毛利优质客户占比提升，②高毛利升级产品（高端尿垫、尿裤）占比提升。2) 国内：宠物卫生用品仍处于市场教育阶段，基于供应链和产品力底层能力的复制，当前已与华元、宠幸等线上品牌进行深度合作，中长期亦具有爆发潜力。

图64 中宠股份国内业务过去三年复合增速超50%



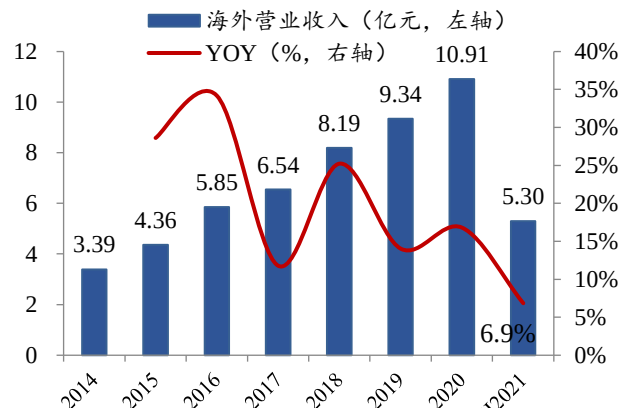
资料来源：公司公告，国金证券研究所

图65 中宠股份产能建设及分布



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图66 依依海外业务营收及增速



资料来源：公司公告，国金证券研究所

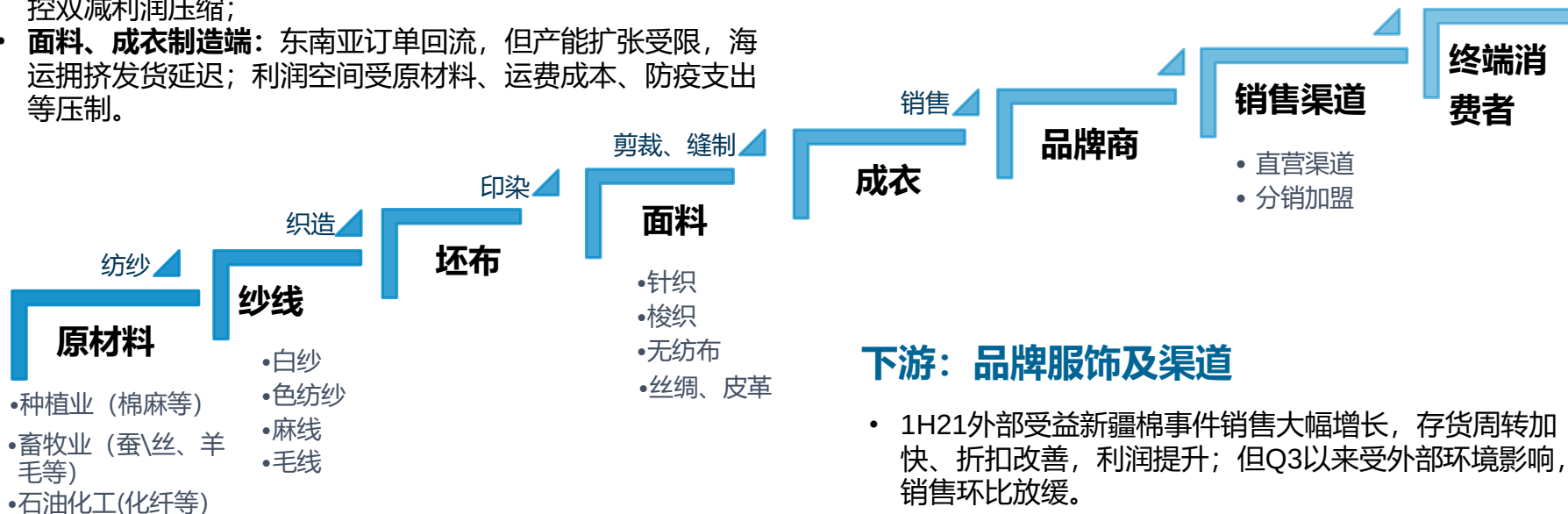


纺服投资策略：把握纺织制造机会，优选品牌服饰龙头

- 21年回顾：上游外因扰动，下游事件性波动
- 主线一：把握纺织制造机会
- 主线二：优选品牌服饰龙头

上游：纺织制造

- **原材料/纺纱/坯布等**：随原料价格波动明显，呈周期性，双控双减利润压缩；
- **面料、成衣制造端**：东南亚订单回流，但产能扩张受限，海运拥挤发货延迟；利润空间受原材料、运费成本、防疫支出等压制。



下游：品牌服饰及渠道

- 1H21外部受益新疆棉事件销售大幅增长，存货周转加快、折扣改善，利润提升；但Q3以来受外部环境影响，销售环比放缓。

来源：Wind，国金证券研究所

2022年纺服板块行情在哪？

1H22预计制造好于品牌。疫情洗牌，大国工匠优势凸显，中国供应链地位再增强。预计上游纺织制造端22年产能扩张加速、利润空间放大。建议重点关注业绩确定性强、边际修复明显的优质代工制造龙头：**华利集团、申洲国际、健盛集团**等，同时建议关注业绩韧性较强、产能扩张明确的**台华新材、浙江自然**。

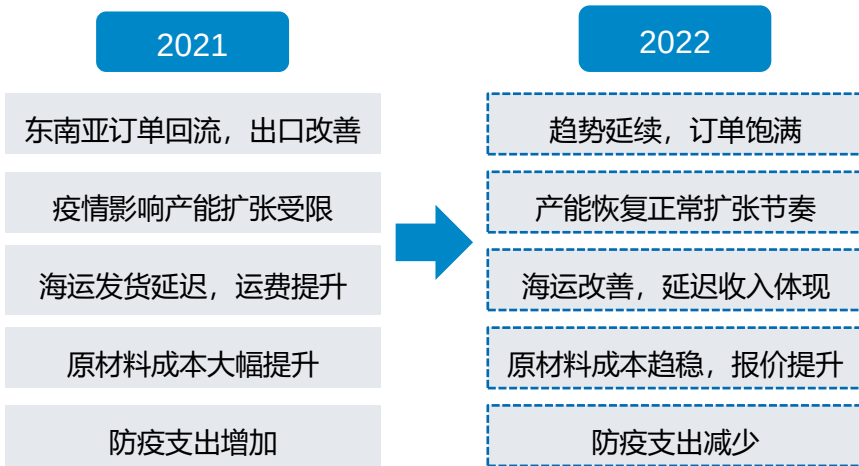


图67 10月下旬以来棉价上涨乏力

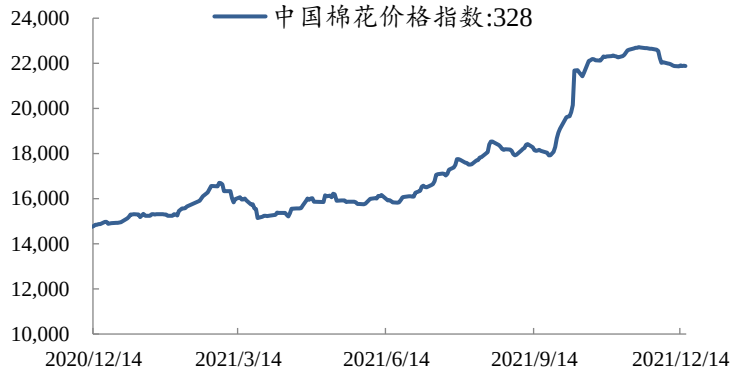
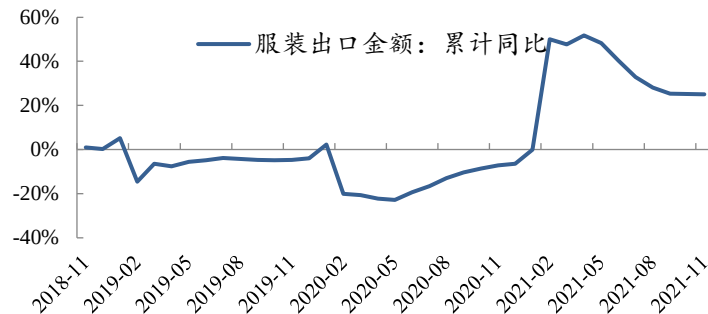


图68 21年1-11月服装出口金额累计增长32.3%



华利集团：短期优势相对突出，看好份额快速增长

短期：公司布局越南北部，疫情期间产能受损有限；且22年产能扩张节奏预计加快，目前公司越南三个工厂均已投产，印尼及缅甸工厂在建，且将继续通过新建、租赁、收购、改扩建等方式加快提升产能。与竞争对手裕元、丰泰等相比，公司产能、质量、交付稳定性优势突出，尤其看好22年公司在耐克供应链体系内地位提升。**中、长期：**公司客户优质、稳定且结构持续优化，带动出货量、ASP持续双升，**预计21-23年业绩复合增速25%-30%。**

申洲国际：产能扩张提速，修复弹性较大

产能修复情况：到目前为止，公司位于越南西宁省的面料厂已恢复至正常产能的100%，位于西宁/胡志明市的成衣工厂已恢复至正常产能的60/85%；浙江疫情反弹，但工厂所在地北仑区暂无影响。**22年的产能规划目标：**不低于20%的增长率，新工人贡献8%+，柬埔寨招工7000人，越南3000人；还有12-13%来自效率提升。**订单展望：**预计第一大客户NIKE增速领跑，ADIDAS专用工厂扩张带动增速提升；国内客户增速超20%，预计占比达到7-8%。

健盛集团：底部反转，拐点来临

无缝业务客户集中风险逐步消散，四季度销售有望提升。2020年无缝业务业绩大幅下滑主要系客户过度集中所致，目前公司新客户合作已初见成效，除传统三大核心客户（迪卡侬、优衣库和DELTA）外，已经与五家品牌建立合作关系，其中李宁、H&M等新客户在1H21已贡献千万级销量。随着新老客户订单的持续推进以及越南产能的释放，我们预计2021年四季度公司无缝业务营收将迎来拐点；同时Q3以来生产订单预计将于12月、1Q22出货，显著增厚销售收入。

来源：公司公告，国金证券研究所

消费疲软+高基数压力下，品牌服装机会在哪？

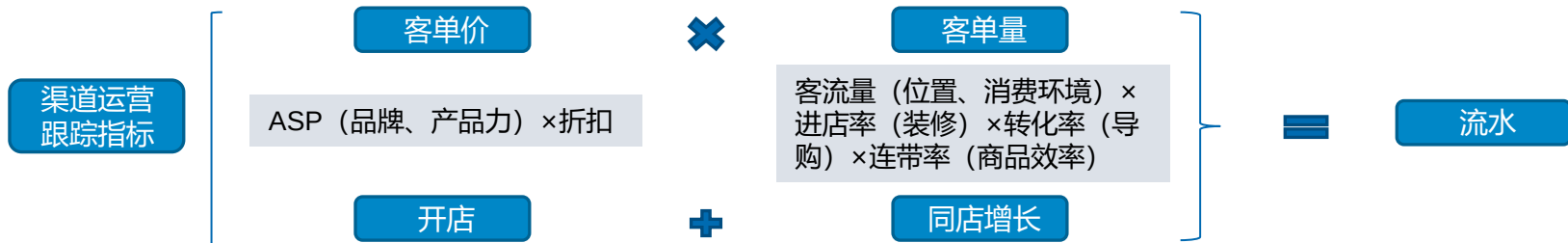
品牌服饰分类：

大众、快时尚品牌（优衣库、Zara、太平鸟等）：**强运营、广渠道**，赚快速周转的钱，具有一定的必选属性；但市场分散、潮流周期风险较大，消费者转换成本和忠诚度相对较低，**易受经济周期影响**。

高端品牌（LVMH等）：**强品牌**，赚取品牌溢价，可选属性极强，消费人群相对固定。在经济下行周期中，**中产阶级及以上人群消费力受损较小，因此品牌韧性更强**。

我们认为，在当前消费疲软的环境下，以下三类企业更具韧性、抗风险能力更强：

- ①大众服饰中具有功能性壁垒的**运动服饰品牌**，例如耐克、**安踏**、**李宁**、**特步**等。运动鞋服行业的集中度不断提升，聚集效应明显，头部品牌在发展壮大的过程中易于建立起壁垒，具体体现在优质的渠道资源、产品的研发能力、深刻的品牌烙印等；且龙头公司易抢占重大赛事及头部明星等稀缺资源。
- ②拥有多品牌组合的**高端服饰企业**，如**歌力思**、**欣贺股份**、**比音勒芬**等，目标人群消费力稳定，且多品牌矩阵可在不同潮流周期中对冲风险。
- ③深耕细分市场的品牌，例如Lululemon、专注羽绒服行业的Canada Goose及**波司登**等。



李宁：β转弱环境下最强α，坚定长期看好

短期：根据渠道调研数据，11月李宁线下批发流水增速约25.8%，其中同店增长约22.7%，流水质量较高；折扣率73.0%（去年同期73.6%）维持健康水平。考虑到11月线下消费受疫情影响严重，据统计，部分地区客流量同比下降48%、环比下降38%，但李宁品牌表现较为突出，客单量/价仍分别实现12.5%/12%的增长，其中连带率提升13.4%至2.36。**中、长期：**新增1990系列针对广泛高端人群，较中国李宁年轻化人群再扩大辐射范围，看好其品牌价值持续提升。

安踏体育：估值回调性价比凸显，FILA迈入高质量增长阶段

长期来看，安踏主品牌升级重塑推动稳定增长；FILA鞋类产品数量、FILA Kids及FILA Fusion仍有较大增长空间；迪桑特、可隆等仍处于高速成长阶段，公司多品牌矩阵齐发力预计推动公司长期业绩增长。短期来看，预计10月安踏品牌延续Q3趋势，FILA好于Q3；11月安踏和FILA品牌流水均好于10月。

特步国际：经营数据向好，开店预期维持

主品牌：10月-11月预计主品牌全渠道流水增长20%+，Q4的整体流水增长比较乐观，全年的预期维持不变：预计主品牌收入同比增长20%，其中下半年的收入增长快于上半年（12%），预计达到30%增速。且特步品牌折扣率（75-80%）和零售渠道的库存周转（库销比4）维持Q3水平，处于健康状态，已恢复至疫情前水平。今年此外，今年毛利率和费率预计均有所改善，主品牌净利润率预计维持11-12%左右。**新品：**索康尼店效、电商等表现超预期，上调全年专业运动板块收入语气至1.7-1.8亿元（原为1.2-1.5亿元），整体分部的亏损预计维持在4,000-5,000万元左右。休闲板块收入规模较去年基本持平。**长期驱动：**公司9月发布了5年计划，2021-2025预计主品牌cagr维持23%，2025年收入规模达200亿。公司加快开店步伐，关小店开大店，多开九代店以提升店效，预计每年店效提升高单位数，净开店200-300家。

- **原材料价格上涨风险。**原材料价格在2021年经历了大幅上涨，若原材料持续涨价，企业的毛利率会出现持续下滑，进而影响企业的盈利能力。
- **需求不及预期风险。**疫情影响下，国内外消费需求均受到了不同程度的影响，疫情反复对消费企业带来较高不确定性，警惕需求走弱带来的收入下降风险。
- **海运及汇率波动风险。**全球供应链不稳定导致海运运力、运费和汇率产生较大的波动性，其持续波动将对出口业务产生较大影响。
- **芯片缺货涨价风险。**2021年全球供应链波动导致芯片行业整体供应短缺，对于有芯片需求的下游企业均产生不同程度影响，芯片持续缺货将对依赖芯片的企业的出货能力产生较大影响。

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

THANKS

2021/12/19



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn