

评级：看好

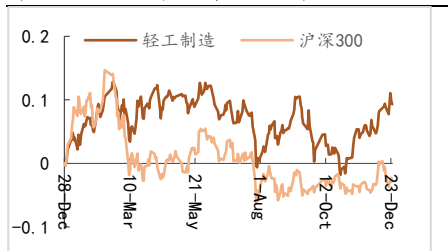
核心观点

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话：010-56511867

褚远熙
研究助理
chuyuanxi@sczq.com.cn
电话：010-56511827

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话：010-56511831

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 轻工制造与纺织服装行业周报：11 月家具与服装社零增速改善，看好龙头改革提效
- 轻工制造与纺织服装行业周报：国潮趋势延续，文化自信带来国产品牌新机遇
- 轻工制造及纺织服装行业周报：电子烟监管政策密集出台，行业有望规范中持续向好

- 我们关于轻工制造与纺织服装 2022 年整体投资策略为：“变”中求“进”，细分龙头握先机。聚焦后疫情时代积极变革寻求高质量发展企业价值。
- 家具：重点关注内销市场渠道变革机遇。其中（1）定制家具：我们预计 2022 年全年交房面积维持较快增长，家具需求景气度有望提升。渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的龙头企业有望强势穿越周期，实现集中度快速提升。（2）成品家具企业 2022 年收入端有望稳健增长，原材料&汇兑&海运多重因素缓解，业绩弹性料将释放。
- 造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强。（1）文化纸：双控影响下纸企停机减产造成的供给收缩对文化纸价短期支撑力度有限，“双减”政策对文化纸消费量或有一定压制，行业集中度有望加速提升。（2）包装纸：废纸资源供应紧缺有望推动行业竞争格局进一步优化，行业集中度有望提升。建议关注较早进行海外产能布局或建设原料基地的山鹰国际、太阳纸业等，同时建议关注“限塑令”收紧背景下，食品包装纸与特种纸产能稳步投放的仙鹤股份、五洲特纸等。（3）生活用纸：消费升级背景下生活用纸行业市场规模不断扩大且品质升级趋势明显，市场集中度相对分散，环保政策持续加码推动行业加速洗牌。
- 文娱珠宝：消费升级持续，景气度上扬。（1）文具：我们认为未来我国文具行业扩容的主要驱动力将切换为价格的增长，龙头文具企业凭借突出的品牌力和产品力有望持续受益。（2）珠宝：疫情后我国珠宝首饰行业景气度快速回暖，我们预计市场集中度有望受疫情等因素催化下加速提升，竞争格局或得到有效优化。
- 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流。据 Euromonitor 统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近 70%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。建议关注数字化转型领先的居然之家。
- 纺织服装：国潮趋势延续，运动鞋服与童装赛道存良机。展望 2022 年，我们依旧看好运动鞋服与童装赛道投资机会。（1）运动鞋服：国内运动服饰行业增速可观，人均花费和渗透率提升下空间可期，随着各品牌的竞争和疫情加速行业洗牌，头部品牌不断加深壁垒，其中“单聚焦、多品牌、全渠道”模式运营的安踏体育优先受益，同时建议关注运动鞋代工龙头华利集团。（2）童装：儿童消费“舍得投入”成童装市场发展内生动力，三胎政策等利好消费人群扩大，童装赛道持续景气可期，建议关注童装市占率居前的森马服饰及品牌与渠道优势突出的稳健医疗。
- 风险提示：原料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率波动风险。

目录

1 轻工纺服板块回顾	1
1.1 行情回顾：轻工制造与纺织服装均跑赢大盘	1
1.1.1 轻工制造：年初以来跑赢大盘，细分板块估值处低位	1
1.1.2 纺织服装：服装家纺板块表现较好，当前估值水平低于历史均值	2
1.2 机构持仓：家具板块受机构投资者关注度较高，北向资金青睐龙头	4
1.2.1 轻工制造：机构及北向资金更青睐家具及造纸板块龙头	4
1.2.2 纺织服装：机构及北向资金更青睐业绩韧性更强的细分板块头部企业	5
2 轻工制造 2022 年投资策略：内销市场多机遇，擅“变”者胜	6
2.1 家具：重点关注内销市场渠道变革机遇	7
2.1.1 定制家具：2022 年需求预期强劲，把握格局集中度提升	7
2.1.2 成品家具：收入有望稳健增长，关注利润弹性释放	14
2.2 造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强	20
2.2.1 文化纸：“双减”或影响消费量，政策催化下集中度有望加速提升	20
2.2.2 包装纸：产能集中投放纸价上涨动能有限，废纸供应缺口推动竞争格局优化	23
2.2.3 生活用纸：行业持续扩容，品质升级与行业洗牌加速	26
2.2.4 个护：国产替代&渠道裂变&专业化分工，行业迎发展新机遇	28
2.3 文娱珠宝：消费升级持续，景气度上扬	32
2.3.1 文具：“双减”政策影响相对有限，“以价补量”或推动集中度快速提升	32
2.3.2 珠宝：行业景气度疫情后快速修复，龙头渠道力疫情期间逆势提升	33
2.4 其他轻工：渠道为王，数字化添翼	34
2.4.1 电工照明：短期行业景气度仍有支撑，盈利“剪刀差”有望带动行情反弹	34
2.4.2 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流	35
3 纺织服装 2022 年投资策略：国潮趋势延续，运动鞋服与童装赛道存良机	38
3.1 复盘 2021：出口景气，内销复苏	39
3.1.1 生产：原材料价格上涨压缩纺企盈利空间，龙头企业展现业绩弹性	39
3.1.2 出口：越南订单回流，纺织服装出口景气度高	39
3.1.3 内销：服装零售实现恢复性增长，疫情致使下半年增速回落	40
3.2 展望 2022：高景气赛道增长空间可期，优质制造龙头壁垒深厚	43
3.2.1 运动鞋服行业：黄金赛道高景气，关注户外运动市场新机遇	43
3.2.2 童装行业：“量”“价”齐升驱动行业增长，龙头集中度有望继续提升	47
3.2.3 重申国潮崛起背景下国产品牌投资价值	48
3.2.4 挖掘运动鞋服代工产业链隐形王者	51
4 重要个股：竞争分化，细分龙头 α 属性凸显	54
4.1 轻工制造：行业景气度提升，细分龙头实力凸显	54
4.1.1 家具：渠道力与自有品牌优势强化	54
4.1.2 造纸与包装印刷：成本管控能力与产能扩张为竞争核心关键	55
4.1.3 文娱：龙头企业借景气复苏有望持续受益	55
4.1.4 其他轻工：把握流量入口，关注数字化转型效率提升	56
4.2 纺织服装：细分行业高景气，修炼内功构建核心壁垒	56
5 风险提示	58

插图目录

图 1 年初以来轻工制造板块跑赢大盘 14.42pcpts.....	1
图 2 年初以来包装印刷及家居板块涨幅领先.....	1
图 3 家居板块 PE 估值走势及其均值情况.....	1
图 4 造纸板块 PE 估值走势及其均值情况.....	1
图 5 包装印刷板块 PE 估值走势及其均值情况.....	2
图 6 文娱轻工板块 PE 估值走势及其均值情况.....	2
图 7 年初以来纺织服装板块跑赢大盘 8.97pct.....	2
图 8 下半年多因素影响下板块整体行情走弱.....	2
图 9 年初以来 H 股纺织服装板块跑赢恒生指数 22.7pct.....	3
图 10 H 股运动服饰个股涨跌幅呈现分化.....	3
图 11 纺织服装板块估值水平低于历史平均.....	3
图 12 服装家纺板块估值水平低于历史平均.....	3
图 13 纺织制造板块估值水平处于历史中枢.....	3
图 14 H 股运动龙头估值水平呈现分化.....	3
图 15 截止 2021 年 Q3 轻工板块机构持仓前 20 名.....	4
图 16 截止 2021 年 Q3 轻工板块基金持仓前 20 名.....	4
图 17 轻工制造板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况.....	5
图 18 截止 2021 年 Q3 纺服板块机构持仓前 20 名.....	6
图 19 截止 2021 年 Q3 纺服板块基金持仓前 20 名.....	6
图 20 纺织服装板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况.....	6
图 21 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年.....	8
图 22 商品房销售面积同比增速正时, 家具与厨电公司估值中枢上移.....	9
图 23 我国商品房销售面积结构(按用途).....	9
图 24 我国商品房销售结构中以期房为主.....	9
图 25 家具业营业收入增速与商品房交房增速高度相关.....	10
图 26 2020-2021 年家具业营业收入增速与竣工面积增速相关.....	10
图 27 地产销售受政策影响明显, 政策放松后 6 个月左右销售面积转正.....	10
图 28 预计 2022 年全年交房面积维持快增长.....	12
图 29 中国商品住宅精装房开盘套数.....	12
图 30 主要定制家具公司经销渠道收入占比.....	12
图 31 主要定制家具公司大宗业务收入占比.....	12
图 32 预计我国 2022 年全年交房面积维持快增长.....	14
图 33 我国城镇存量住宅数量持续走高(万套).....	14
图 34 我国城市二手房出租挂牌量指数趋势情况.....	15
图 35 家居资讯和家具购买兴趣用户中 26%为租房状态.....	15
图 36 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等出口金额.....	15
图 37 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等进口金额.....	15
图 38 2020 年中国内地坐具(商品编码 9401) 出口结构.....	16
图 39 2020 年中国内地寝具(商品编码 9404) 出口结构.....	16
图 40 2020 年下半年美国新建住房销售快速回暖(千套).....	16
图 41 美国新建住房销售与家具销售关联度较高.....	16
图 42 美国家具及家居摆设批发商库存.....	17

图 43 美国家具及家居摆设批发商库存销售比	17
图 44 A 股及 H 股家具企业出口业务收入（百万元）	17
图 45 A 股及 H 股家具企业出口业务占比（2020 年）	17
图 46 软体家具主要原料 MDI 及 TDI 价格变化（元/吨）	18
图 47 梦百合内销与外销业务毛利率变化	18
图 48 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）	18
图 49 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）	18
图 50 各公司汇兑损益占净利润之绝对值	20
图 51 平均汇率:美元兑人民币	20
图 52 中国出口集装箱运价综合指数（CCIF）情况	20
图 53 全国主要港口集装箱吞吐量同比增速回落	20
图 54 双胶纸市场均价走势情况（元/吨）	21
图 55 铜版纸市场均价走势情况（元/吨）	21
图 56 一季度后双胶纸进口量提升较多（万吨）	21
图 57 近期木浆价格回升为文化纸价提供成本面支撑（元/吨）	21
图 58 双胶纸工厂库存变化情况（万吨）	21
图 59 铜版纸工厂库存变化情况（万吨）	21
图 60 双胶纸与铜版纸行业开工率情况	22
图 61 双胶纸与铜版纸行业吨毛利率情况	22
图 62 双胶纸行业集中度情况（2021 年 11 月）	23
图 63 铜版纸行业集中度情况（2021 年 11 月）	23
图 64 国内废黄板纸价格走势情况（元/吨）	23
图 65 瓦楞纸进口量月度变化情况（万吨）	23
图 66 箱板纸市场均价走势情况（元/吨）	24
图 67 瓦楞纸市场均价走势情况（元/吨）	24
图 68 白卡纸市场均价走势情况（元/吨）	25
图 69 白板纸市场均价走势情况（元/吨）	25
图 70 2019 年我国箱板纸 CR3 市场份额高达 50%	26
图 71 2019 年我国瓦楞纸 CR3 市场份额高达 22%	26
图 72 我国生活用纸生产量规模稳定增长（万吨）	26
图 73 疫情催化 2020 年我国生活用纸消费量增速加快（万吨）	26
图 74 我国生活用纸人均消费量稳定增长（千克）	27
图 75 我国生活用纸市场规模持续扩大（亿元）	27
图 76 我国生活用纸产品结构持续优化	27
图 77 木浆等优质纤维在生活用纸原料结构中占比提升	27
图 78 我国生活用纸行业竞争格局情况	28
图 79 我国生活用纸行业集中度趋势有望延续	28
图 80 我国吸收型卫生用品行业规模稳定增长（亿元）	28
图 81 增速端成人失禁>婴儿卫生用品>女性卫生用品（亿元）	28
图 82 我国婴儿纸尿裤消费量和渗透率稳定走高（亿片）	29
图 83 我国婴儿卫生用品行业市场规模持续增长（亿元）	29
图 84 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况（企业）	29
图 85 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况（品牌）	29
图 86 卫生巾及卫生护垫消费量增长情况（亿片）	30
图 87 我国女性卫生用品行业规模稳定增长（亿元）	30

图 88 我国女性卫生用品行业竞争格局情况（企业）	30
图 89 我国女性卫生用品行业竞争格局情况（品牌）	30
图 90 全球成人失禁用品行业规模情况（亿美元）	31
图 91 我国成人失禁用品行业增长迅猛（亿元）	31
图 92 我国成人失禁用品行业竞争格局情况（企业）	31
图 93 我国成人失禁用品行业竞争格局情况（企业）	31
图 94 2021 年 1-11 月文化办公用品零售额同比高增（亿元）	32
图 95 我国在校生数量自 2013 年后重回正增长（万人）	32
图 96 文具人均零售量同比增速 VS. 人均零售额同比增速	32
图 97 我国书写工具零售额增长情况预测（亿元）	32
图 98 我国文具行业市场集中度持续上行	33
图 99 2020 年我国零售书写工具市场品牌占有率情况	33
图 100 我国金银珠宝类零售额当月值及同比增速（亿元）	33
图 101 我国珠宝行业零售规模增长情况（亿元）	33
图 102 绝大多数消费者仍倾向于在线下实体店购买珠宝	34
图 103 2020 年我国珠宝首饰消费渠道结构情况	34
图 104 亿元以上商品交易市场金银珠宝类摊位数（个）	34
图 105 周大生终端门店数量增长情况（个）	34
图 106 住宅竣工面积累计同比增速仍处于高位（万平方米）	35
图 107 电工照明行业主要产品一览	35
图 108 铜、铝等原材料均价同比变动情况（元/吨）	35
图 109 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况（元/吨）	35
图 110 各国住宅装修装饰不同阶段参与主体比较	36
图 111 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场数量	36
图 112 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场摊位数	36
图 113 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场平均面积	37
图 114 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场成交额	37
图 115 中国亿元以上商品交易市场成交额结构（2019 年）	37
图 116 中国室内家具零售渠道结构	38
图 117 中国家电产品零售渠道结构	38
图 118 2019 年以来棉花价格走势	39
图 119 2019 年以来棉花期货价格走势	39
图 120 2019 年以来纱线价格走势	39
图 121 2019 年以来坯布价格走势	39
图 122 中国纺织服装出口额当月同比增速	40
图 123 中国纺织服装出口额累计同比增速	40
图 124 越南每日新增新冠肺炎确诊人数	40
图 125 越南纺织品出口金额当月同比增速	40
图 126 2020 年至今纺织服装/社零总额当月同比	41
图 127 2020 年至今纺织服装/社零总额累计同比	41
图 128 2019 年以来实物商品网上零售额占比及累计同比	41
图 129 2020 年以来网上商品零售额分品类累计同比	41
图 130 天猫双十一成交总额及同比增速	42
图 131 京东双十一成交总额及同比增速	42
图 132 中国直播电商市场规模及预测	42

图 133 中国在线直播行业用户规模及增长率	42
图 134 各国产运动品牌天猫淘宝月销售额同比增速	43
图 135 Nike&Adidas 天猫淘宝月销售额同比增速	43
图 136 李宁部分明星产品展示	43
图 137 全国体育产业规模及同比增速	44
图 138 全国体育场地数量	44
图 139 我国运动鞋服行业市场总规模及同比增速	45
图 140 2015-2020 年经常参加锻炼人数	45
图 141 我国运动鞋服人均支出	45
图 142 2019 年全球主要国家运动鞋服人均支出（单位：美元）	45
图 143 2011 年-2020 年国内运动鞋服市场主要企业市占率	46
图 144 2011 年-2020 年中国运动鞋服市场集中度变化情况	46
图 145 2019-2025 年全球户外用品行业营收规模及增速	46
图 146 2006-2020 年美国户外运动参与率	46
图 147 2002-2019 年中国户外用品市场规模	47
图 148 我国泛运动人数及户外运动人数对比（单位：亿人）	47
图 149 2015-2019 年全国滑雪场数量及同比增速	47
图 150 2015-2019 年全国总滑雪人次及同比增速	47
图 151 2015-2020 年我国童装市场规模	48
图 152 2011-2020 年服装类各细分行业同比增速	48
图 153 2020 年我国童装市场格局	48
图 154 2011-2019 年儿童人均童装支出及同比增速	48
图 155 2011 年-2021Q3“国潮”百度指数关键词搜索趋势	49
图 156 国潮发展的三个阶段	49
图 157 “微笑曲线”理论示意图	49
图 158 “国潮”促进产业升级路径示意图	49
图 159 2009-2018 年人均 GDP 及同比增速	50
图 160 2013 年-2020 年居民人均可支配收入	50
图 161 “国潮”相关内容关注年龄分布	50
图 162 年轻人对国货/国潮产品的看法	50
图 163 年轻人获取国家热点资讯的媒介渠道偏好	51
图 164 哔哩哔哩网站国风爱好者及内容贡献者年龄分布	51
图 165 全球前四次产业转移	51
图 166 2017-2019 年华利集团主营业务成本构成	52
图 167 东南亚全球鞋类制造占比逐渐提升	52
图 168 品牌运营企业对制造商的考察流程与考量因素	52
图 169 2007-2020 年 Adidas 制造商首次拒绝率	53
图 170 Nike 从 2012 年开始实行 MI 供应商评级制度	53
图 171 2014-2020 年 Adidas 合作供应商数量	53
图 172 2014-2021 年 Nike 前五大运动服供应商集中度	53

表格目录

表 1 2006 年以来地产政策梳理.....	11
表 2 不同家具企业门店数量（家）.....	13
表 3 部分定制家具公司拓展整装业务情况.....	13
表 4 我国家具企业出口业务模式简介.....	18
表 5 《儿童青少年学习用品近视防控卫生要求》对文化用纸相关要求细则.....	22
表 6 2022 年箱板瓦楞纸投产产能一览表.....	24
表 7 2022 年白卡白板纸投产产能一览表.....	25
表 8 2011-2021 年部分国家体育产业政策.....	44
表 9 主要家具公司财务预测.....	54
表 10 主要造纸与包装印刷公司财务预测.....	55
表 11 主要文娱珠宝公司财务预测.....	56
表 12 其他轻工公司财务预测.....	56
表 13 主要纺织服装公司财务预测.....	57

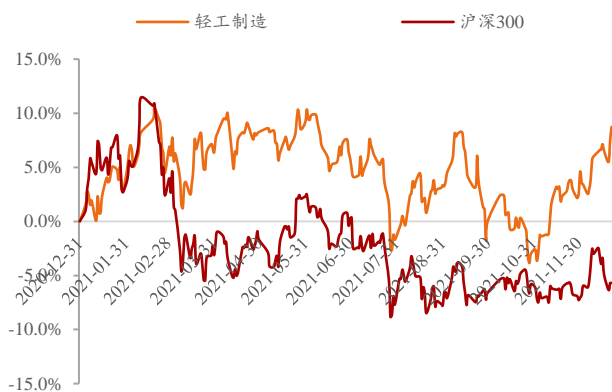
1 轻工纺服板块回顾

1.1 行情回顾：轻工制造与纺织服装均跑赢大盘

1.1.1 轻工制造：年初以来跑赢大盘，细分板块估值处低位

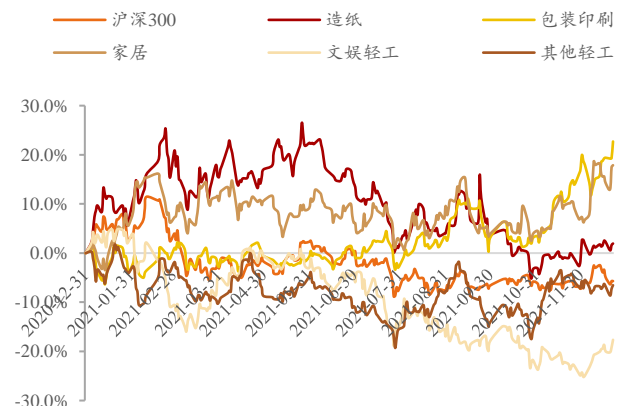
今年年初以来（截至 12 月 22 日收盘）沪深 300 指数下跌 5.70%，轻工制造板块上涨 8.73%，跑赢大盘 14.42pcpts，在 28 个子行业中位列第 13 名。受益于年内消费回暖带动需求上行、住宅竣工面积累计同比增速仍处于相对高位、地产政策边际改善预期等多重因素影响，包装印刷及家居板块年初以来表现强势，分别上涨 22.71%/17.87%，分别跑赢大盘 28.40/23.57pcpts。

图 1 年初以来轻工制造板块跑赢大盘 14.42pcpts



资料来源：Wind，首创证券

图 2 年初以来包装印刷及家居板块涨幅领先



资料来源：Wind，首创证券

轻工制造各子板块当前 PE 估值水平均低于近两年均值。截至 2021 年 12 月 22 日收盘，家居、造纸、包装印刷、文娱用品四个主要的轻工制造行业子板块的市盈率(TTM)水平分别为 25/14/30/43X，均低于各自板块近两年市盈率均值。

图 3 家居板块 PE 估值走势及其均值情况



资料来源：Wind，首创证券

图 4 造纸板块 PE 估值走势及其均值情况



资料来源：Wind，首创证券

图 5 包装印刷板块 PE 估值走势及其均值情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 6 文娱轻工板块 PE 估值走势及其均值情况

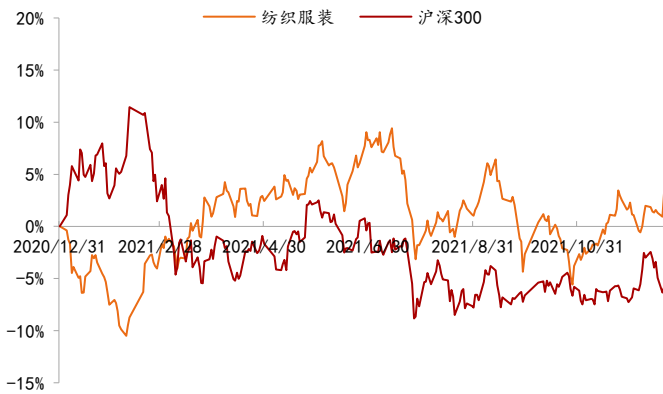


资料来源: Wind, 首创证券

1.1.2 纺织服装: 服装家纺板块表现较好, 当前估值水平低于历史均值

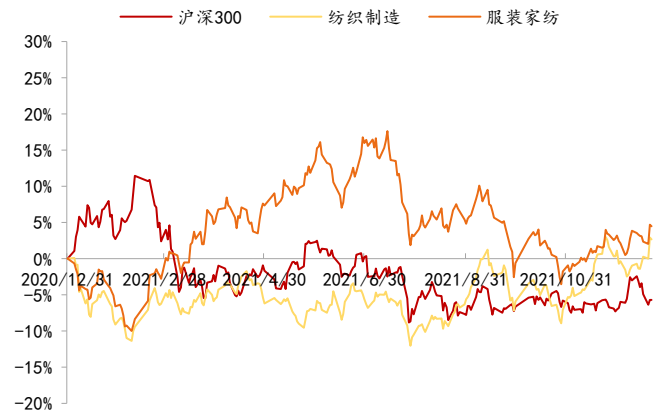
今年年初以来(截至 12 月 22 日收盘)纺织服装板块上涨 3.28%, 跑赢大盘 8.97pct, 在 28 个子行业中位列第 15 名。分板块看, 服装家纺板块: 2021 年上半年在 BCI 事件推动国货崛起、二季度龙头业绩反弹影响下涨幅达到 15.98%, 三季度以来受疫情反复、自然灾害、气温偏高多重因素影响, 服装零售持续走弱, 截至 12 月 22 日, 板块整体上涨 4.45%。纺织制造板块: 9 月以来疫情冲击全球供应链系统, 能耗双控出清尾部产能, 国内制造业龙头优势凸显, 在各细分领域制造龙头的带动下, 板块实现反弹, 截至 12 月 22 日, 板块整体上涨 2.67%。

图 7 年初以来纺织服装板块跑赢大盘 8.97pct



资料来源: Wind, 首创证券

图 8 下半年多因素影响下板块整体行情走弱



资料来源: Wind, 首创证券

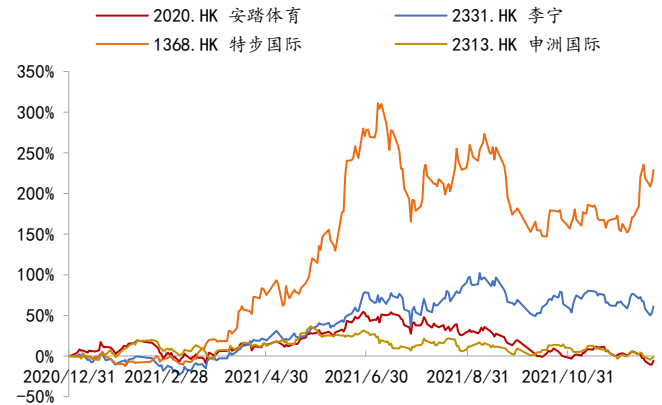
港股方面, 今年年初以来(截至 12 月 22 日收盘)恒生指数下跌 15.2%, 纺织服装板块上涨 7.6%, 跑赢大盘 22.7pct。港股纺织服装板块上半年涨幅较大, 下半年出现明显回落。从港股运动服饰来看, 今年以来(截至 2021 年 12 月 22 日收盘), 特步国际(+229.2%)、李宁(+61.0%)涨幅领先, 安踏体育(-5.5%)、申洲国际(-1.2%)下半年股价均出现回落。

图 9 年初以来 H 股纺织服装板块跑赢恒生指数 22.7pct



资料来源: Wind, 首创证券

图 10 H 股运动服饰个股涨跌幅呈现分化



资料来源: Wind, 首创证券

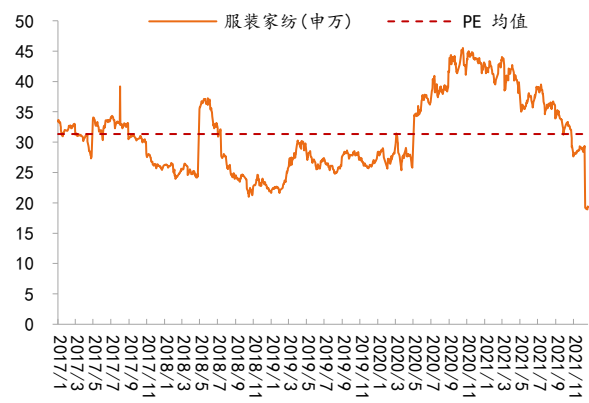
服装家纺板块估值水平低于历史均值, 纺织制造板块估值水平处于历史中枢。截至 2021 年 12 月 22 日收盘, 服装家纺板块市盈率 (TTM) 水平跌落至 19.38, 低于 2017 年 1 月 1 日以来的市盈率历史平均; 纺织制造板块市盈率 (TTM) 水平为 26.85, 基本处于市盈率历史中枢。H 股方面, 今年以来 H 股运动龙头市盈率水平冲高回落, 李宁较同业可比公司估值明显处于高位, 截至 2021 年 12 月 22 日李宁的市盈率为 62.74。

图 11 纺织服装板块估值水平低于历史平均



资料来源: Wind, 首创证券

图 12 服装家纺板块估值水平低于历史平均



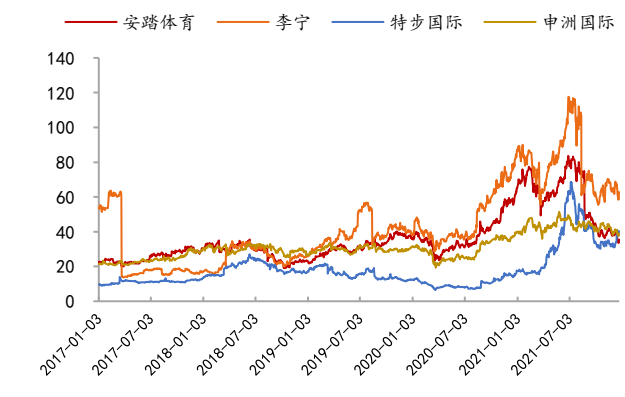
资料来源: Wind, 首创证券

图 13 纺织制造板块估值水平处于历史中枢



资料来源: Wind, 首创证券

图 14 H 股运动龙头估值水平呈现分化



资料来源: Wind, 首创证券

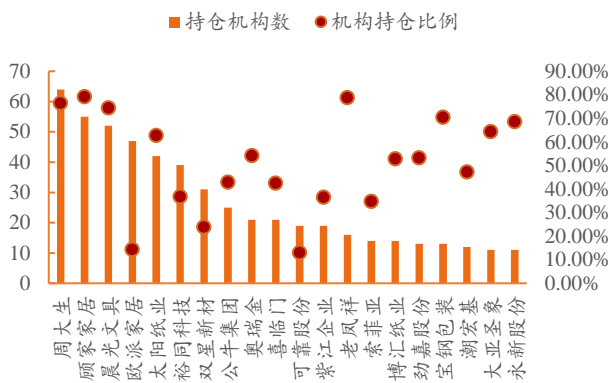
1.2 机构持仓：家具板块受机构投资者关注度较高，北向资金青睐龙头

1.2.1 轻工制造：机构及北向资金更青睐家具及造纸板块龙头

机构及北向资金更青睐家具及造纸板块龙头。机构持仓及基金持仓方面，截至 2021 年 9 月 30 日，周大生（持仓机构数 64；持仓基金数 56）、顾家家居（持仓机构数 55；持仓基金数 45）、晨光文具（持仓机构数 52；持仓基金数 42）、欧派家居（持仓机构数 47；持仓基金数 42）、太阳纸业（持仓机构数 42；持仓基金数 32）分列轻工制造板块机构及基金持仓前 5 名。受益于业绩表现在轻工各子板块中较好，家具及包装印刷板块标的受机构投资者关注度较高。

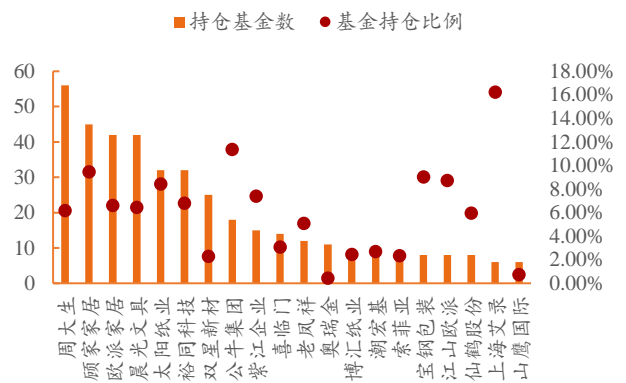
从北向资金持股比例变动情况来看，截至 2021 年 12 月 22 日收盘，轻工制造板块沪/深股通持股比例前 10 名分别为公牛集团（18.23%）、索菲亚（15.38%）、裕同科技（7.90%）、欧派家居（7.45%）、麒盛科技（7.25%）、晨光文具（5.28%）、喜临门（5.23%）、大亚圣象（4.89%）、顾家家居（4.83%）、中顺洁柔（4.65%）。

图 15 截止 2021 年 Q3 轻工板块机构持仓前 20 名



资料来源：Wind，首创证券

图 16 截止 2021 年 Q3 轻工板块基金持仓前 20 名



资料来源：Wind，首创证券

图 17 轻工制造板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021/12/22
定制家具									
002572.SZ	索菲亚	15.50%	21.26%	21.03%	17.85%	18.61%	21.12%	20.14%	15.38%
300616.SZ	尚品宅配	2.82%	2.87%	1.09%	0.68%	0.69%	1.04%	0.89%	0.70%
603833.SH	欧派家居	4.29%	6.37%	6.23%	7.17%	6.61%	6.38%	6.67%	7.45%
603801.SH	志邦家居	7.88%	3.66%	3.06%	2.60%	3.60%	3.28%	3.53%	2.72%
603898.SH	好莱客	1.76%	1.78%	0.55%	0.48%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
603180.SH	金牌厨柜	1.47%	0.80%	1.56%	0.63%	1.08%	0.40%	0.65%	0.71%
成品家具									
603816.SH	顾家家居	2.81%	4.19%	3.79%	4.57%	3.76%	4.30%	5.07%	4.83%
603008.SH	喜临门	2.38%	1.64%	0.77%	1.08%	2.47%	2.76%	1.35%	5.23%
603313.SH	梦百合	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.21%	0.27%
603818.SH	曲美家居	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603610.SH	麒盛科技	0.00%	1.57%	2.01%	0.38%	0.50%	0.64%	1.57%	7.25%
000910.SZ	大亚圣象	3.11%	3.27%	3.69%	2.68%	1.93%	2.86%	4.32%	4.89%
文娱办公									
603899.SH	晨光文具	2.88%	2.87%	3.53%	3.58%	4.15%	5.65%	6.28%	5.28%
002301.SZ	齐心集团	0.11%	0.75%	0.65%	0.32%	0.31%	0.26%	0.29%	0.52%
造纸									
000488.SZ	晨鸣纸业	1.09%	1.40%	0.53%	1.95%	2.29%	1.61%	0.62%	0.68%
002078.SZ	太阳纸业	1.55%	1.59%	1.47%	1.98%	1.62%	2.06%	1.50%	1.06%
002511.SZ	中顺洁柔	7.82%	7.65%	4.72%	6.28%	6.72%	7.12%	4.48%	4.65%
600567.SH	山鹰纸业	0.94%	0.68%	0.80%	1.46%	1.62%	1.95%	1.64%	1.34%
600966.SH	博汇纸业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.35%	0.36%
603733.SH	仙鹤股份	2.54%	2.29%	0.79%	8.41%	13.40%	2.80%	2.95%	3.39%
003006.SZ	百亚股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	0.00%
605009.SH	豪悦护理	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.75%	0.00%
600963.SH	岳阳林纸	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
包装印刷									
002191.SZ	劲嘉股份	2.41%	2.43%	3.07%	1.76%	1.21%	2.96%	5.81%	3.96%
002585.SZ	双星新材	0.07%	0.00%	0.00%	0.55%	0.94%	1.91%	2.21%	1.26%
002701.SZ	奥瑞金	0.91%	1.34%	3.59%	3.41%	4.49%	3.50%	3.41%	2.82%
002803.SZ	吉宏股份	0.00%	0.15%	0.96%	1.45%	1.77%	1.74%	0.77%	0.79%
002831.SZ	裕同科技	1.15%	1.57%	3.69%	4.91%	7.70%	7.34%	6.85%	7.90%
600210.SH	紫江企业	1.55%	2.37%	2.16%	2.56%	3.16%	2.75%	2.04%	1.27%
601515.SH	东风股份	0.69%	0.67%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
其他家用轻工									
603195.SH	公牛集团	0.00%	0.00%	0.00%	0.44%	8.71%	1.76%	18.30%	18.23%
603515.SH	欧普照明	2.63%	2.98%	3.21%	4.62%	4.17%	3.23%	2.96%	2.82%
603385.SH	惠达卫浴	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002798.SZ	帝欧家居	1.82%	1.43%	0.71%	0.53%	4.85%	4.73%	2.39%	0.61%
000785.SZ	居然之家	0.00%	0.00%	0.07%	0.02%	0.01%	0.02%	0.24%	0.37%
601828.SH	美凯龙	2.05%	2.31%	2.12%	2.11%	0.37%	0.42%	0.43%	0.44%
605099.SH	共创草坪	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.55%	1.00%	2.64%

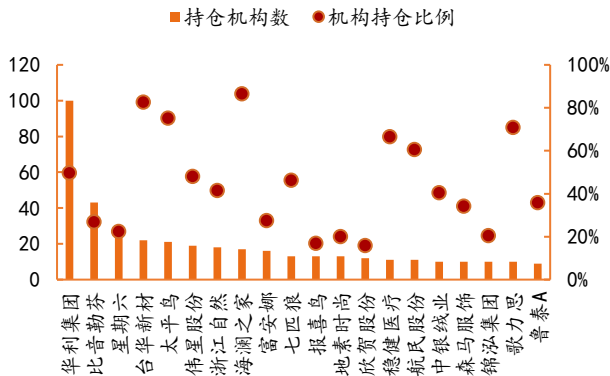
资料来源: Wind, 首創證券

1.2.2 纺织服装：机构及北向资金更青睐业绩韧性更强的细分板块头部企业

机构及北向资金更青睐业绩韧性更强的细分板块头部企业。机构持仓方面，截至 2021 年 9 月 30 日，华利集团（100）、比音勒芬（43）、星期六（24）、台华新材（22）、太平鸟（21）分列纺服板块持仓机构数量前 5 名；基金持仓方面，华利集团（85）、比音勒芬（42）、星期六（21）、台华新材（16）、太平鸟（15）在纺服板块中获持仓基金数量较多。机构及基金持仓主要集中在各细分板块头部企业，在三季度行业整体终端零售偏弱情况下，细分板块头部企业业绩端优于同业，展现较强韧性。

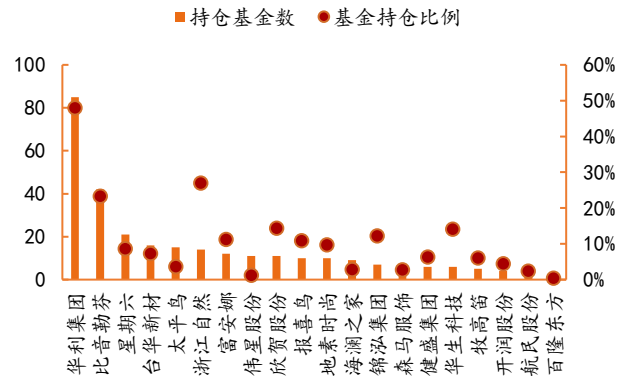
从北向资金持股比例变动情况来看，由于 2021 年下半年疫情、自然灾害对线下消费产生不利影响，北向资金持股保持较为谨慎的态度，业绩表现为其重要筛选维度。森马服饰、太平鸟、比音勒芬、地素时尚、罗莱生活等业绩稳健或保持较快增长的细分板块头部标的更受北向资金青睐，沪/深股通持股比例较高。截止 2021 年 12 月 22 日收盘，纺织服装板块沪/深股通持股比例前 5 名分别为地素时尚（8.29%）、森马服饰（7.14%）、比音勒芬（3.28%）、罗莱生活（2.45%）、歌力思（1.75%）。

图 18 截止 2021 年 Q3 纺服板块机构持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 19 截止 2021 年 Q3 纺服板块基金持仓前 20 名



资料来源: Wind, 首创证券

图 20 纺织服装板块重点标的沪/深股通持股比例变化情况

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021/12/22
大众服饰								
002563.SZ 森马服饰	1.04%	1.03%	1.44%	2.53%	5.01%	8.47%	9.06%	7.14%
600398.SH 海澜之家	2.30%	1.20%	0.78%	0.42%	0.36%	0.32%	0.29%	0.25%
603877.SH 太平鸟	1.86%	1.77%	1.40%	1.32%	1.28%	1.27%	1.25%	1.73%
中高端服饰								
002832.SZ 比音勒芬	2.53%	2.14%	1.08%	1.23%	2.50%	2.38%	2.41%	3.28%
603587.SH 地素时尚	8.44%	5.32%	11.96%	5.81%	9.56%	5.87%	7.90%	8.29%
603808.SH 歌力思	2.57%	2.30%	2.52%	2.08%	1.13%	3.16%	1.77%	1.75%
002612.SZ 朗姿股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.83%	0.68%	1.31%
003016.SZ 欣贺股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603518.SH 锦泓集团	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
户外运动服饰								
002780.SZ 三夫户外	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
300005.SZ 探路者	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603908.SH 牧高笛	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
家纺								
002293.SZ 罗莱生活	0.76%	0.35%	0.06%	0.67%	1.32%	3.06%	2.32%	2.45%
002327.SZ 富安娜	0.82%	0.68%	0.63%	0.56%	0.46%	0.42%	0.42%	0.37%
002397.SZ 梦洁股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603365.SH 水星家纺	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
纺织制造								
300888.SZ 稳健医疗	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.08%	0.18%
300979.SZ 华利集团	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%
605080.SH 浙江自然	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
605180.SH 华生科技	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603558.SH 健盛集团	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603055.SH 台华新材	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002003.SZ 伟星股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002042.SZ 华孚时尚	0.43%	1.32%	2.16%	1.01%	1.86%	0.88%	1.90%	1.29%
600987.SH 航民股份	0.94%	1.01%	1.11%	1.54%	1.81%	0.88%	0.60%	0.44%
601339.SH 百隆东方	0.96%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%	0.05%
603889.SH 新澳股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 首创证券

2 轻工制造 2022 年投资策略：内销市场多机遇，擅“变”者胜

我们关于轻工制造板块 2022 年投资策略为：内销市场多机遇，擅“变”者胜。自 2020 年初以来，全球范围内“新冠”疫情对轻工制造产业链产生一定冲击，在此过程中轻工纺服各细分板块均出现一定程度分化，龙头企业积极在生产运营、产能投建、渠道优化等方面进行变革创新，表现出较强的抗冲击能力，强者恒强态势持续，长期稳健发展可期。展望 2022 年，我们认为我国内销市场机遇大于外销市场，各细分赛道中积极变革企业有望持续握得发展先机，实现卓越发展。

家具：重点关注内销市场渠道变革机遇。其中（1）定制家具：2022 年需求预期强劲，把握格局集中度提升。定制家具处于地产后周期链条，需求释放大约滞后商品房销

售 1-2 年，我们预计 2022 年全年交房面积维持较快增长，家具需求景气度有望提升。在竞争格局方面，经过 2020 年“新冠”疫情冲击以及今年下半年地产销售增速下滑、恒大事件对行业估值的影响，定制家具企业加速渠道变革，未来渠道掌控能力依旧为企业决胜关键，其中渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的龙头企业有望强势穿越周期，实现集中度快速提升。**(2) 成品家具企业 2022 年收入端有望稳健增长，原材料 & 汇兑 & 海运多重因素缓解，业绩弹性有望释放。**受大宗商品价格上涨、海运成本大幅提升影响，今年以来我国家具出口链企业收入快速增长但利润端承压明显，当前海外家具需求旺盛，家具出口企业海外产能布局持续完善，外销业务收入端增长稳健，随着原料价格及海运成本的逐步回落，家具出口企业有望释放利润弹性。

造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强。**(1) 文化纸：**双控影响下纸企停机减产造成的供给收缩对文化纸价短期支撑力度有限，“双减”政策对文化纸消费量或有一定压制，但环保政策及儿童青少年学习用品国标实施等政策催化下行业集中度有望加速提升，建议关注木浆系龙头太阳纸业、博汇纸业。**(2) 包装纸：**原料废纸资源稀缺属性日益凸显将给予废纸系箱板瓦楞纸一定成本面支撑，但 2022 年新增产能集中投放叠加进口端复苏缓解供应紧缺压力，预计箱板瓦楞纸价格进一步攀升动力有限，箱板瓦楞纸价格可能将位于相对高位震荡；木浆系白板白卡纸新增产能过多，供应压力加大，预计价格将于相对低位区间运行。同时，废纸资源供应紧缺有望推动行业竞争格局进一步优化，行业集中度有望提升。建议关注较早进行海外产能布局或建设原料基地的山鹰国际、太阳纸业等，同时建议关注“限塑令”收紧背景下，食品包装纸与特种纸产能稳步投放的仙鹤股份、五洲特纸等。**(3) 生活用纸：**消费升级背景下生活用纸行业市场规模不断扩大且品质升级趋势明显，市场集中度相对分散，环保政策持续加码推动行业加速洗牌，建议关注多品牌多业务协同发展的恒安国际、中顺洁柔等。**(4) 个护用品：**我们认为中国吸收性卫生用品行业未来将呈现三大发展趋势，即“中国质造”与渠道裂变助推国产品牌崛起；制造与品牌运营分工将长期共存，并日趋专业化；产品升级为持续主题，经期裤与成人卫生用品蓝海市场空间待开启。建议关注自主品牌精耕细作 & 渠道升级的百亚股份、成人失禁用品品牌力凸显的可靠股份、及纸尿裤代工企业豪悦护理。

文娱珠宝：消费升级持续，景气度上扬。**(1) 文具：**2021 年我国文具办公用品零售加速修复，文具消费需求的刚性属性及韧性得到有效凸显，我们预计“双减”政策对学生文具和书写工具的消费量影响或较为有限。同时，我们认为未来我国文具行业扩容的主要驱动力将切换为价格的增长，受此影响，高档文具用品占比有望扩大，龙头文具企业凭借突出的品牌力和产品力有望持续受益。建议关注传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的晨光文具。**(2) 珠宝：**疫情后我国珠宝首饰行业景气度快速回暖，助推行业规模重回正增长。疫情压力下，中小珠宝商被迫关店出清，龙头企业则凭借资金端优势仍能逆势开店，如周大生 2020 年门店净增数量虽有所下滑，但全年仍净增 178 家门店，并且随着疫情影响逐渐消散，其开店速率也有所回暖。我们预计市场集中度有望受疫情等因素催化下加速提升，竞争格局或得到有效优化。

家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流。据 Euromonitor 统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近 70%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。建议关注数字化转型领先的居然之家、美凯龙等。

2.1 家具：重点关注内销市场渠道变革机遇

2.1.1 定制家具：2022 年需求预期强劲，把握格局集中度提升

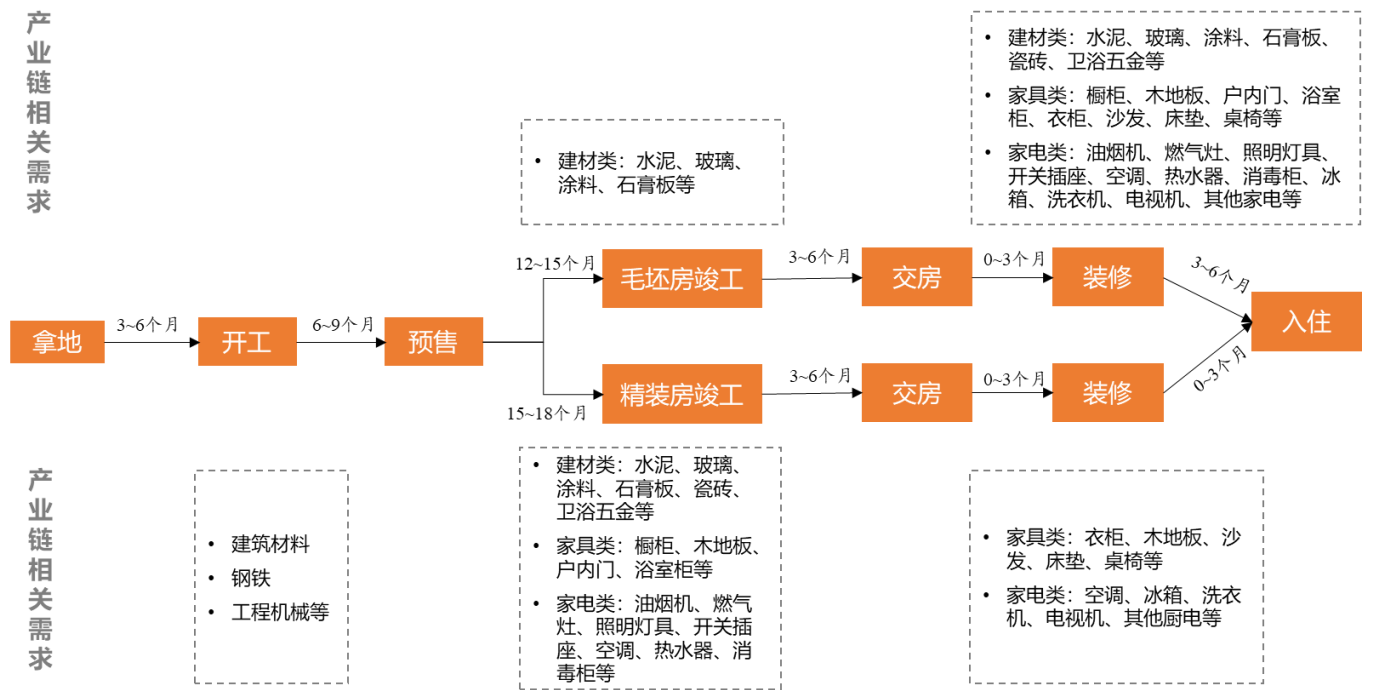
定制家具处于地产后周期链条，需求释放大约滞后商品房销售 1-2 年，我们预计 2022 年全年交房面积维持较快增长，家具需求景气度有望提升。在竞争格局方面，经过 2020 年“新冠”疫情冲击以及今年下半年地产销售增速下滑、恒大事件对行业估值的影响，

定制家具企业加速渠道变革，未来渠道掌控能力依旧为企业决胜关键，其中渠道变革领先尤其是在流量入口方面率先布局的龙头企业有望强势穿越周期，实现集中度快速提升。

(1) 2021 年复盘：板块估值前高后低，地产为主要压制因素

定制家具处于地产后周期链条，行业需求释放大约滞后商品房销售 1-2 年。目前我国定制家具需求主要来源于新房装修和存量房翻新，其中新房需求占据主导，存量房翻新需求占比呈提升趋势。

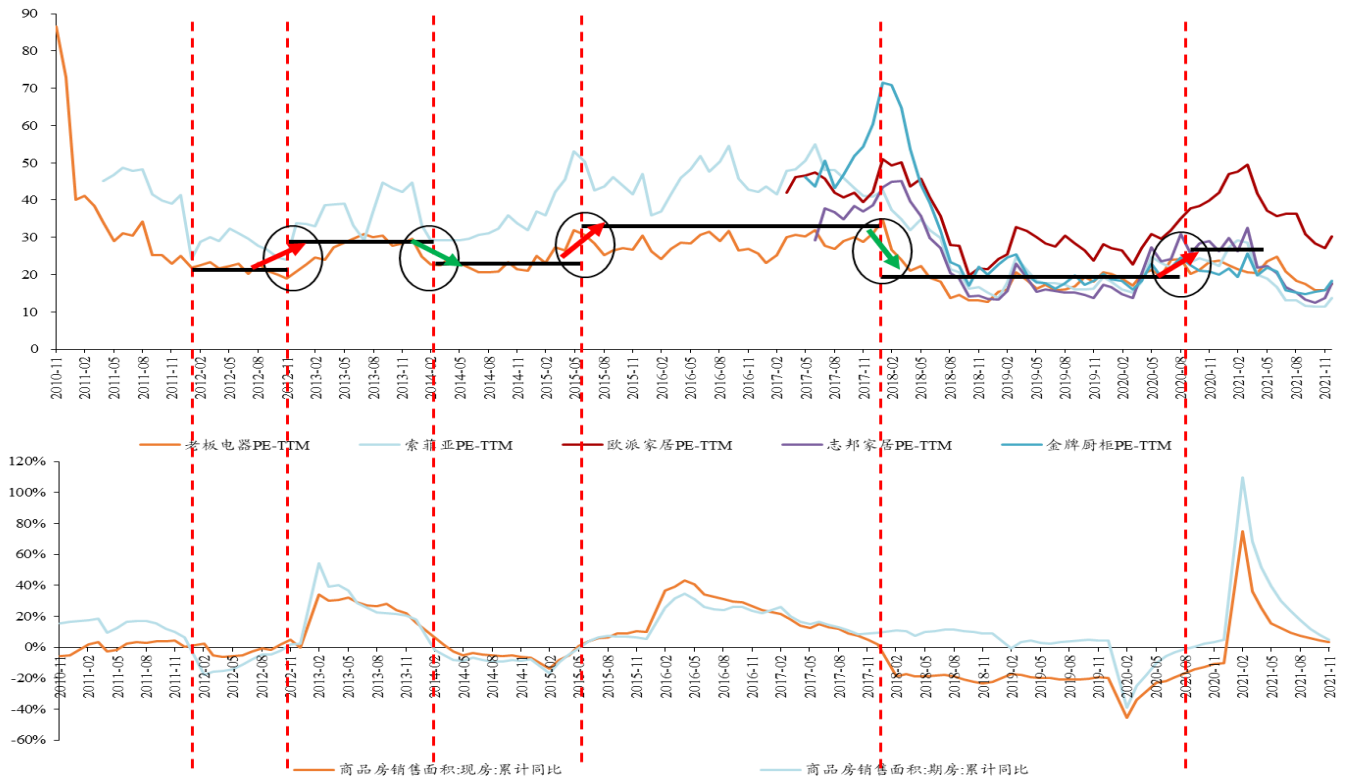
图 21 家具家电等需求滞后商品房销售 1-2 年



资料来源：首创证券整理

估值层面：地产销售数据直接影响定制家具与厨电板块估值。我们通过对比 2010 年底以来商品房销售月度累计增速与同时期有代表性定制家具及厨电企业估值走势得出：在我国地产销售面积同比增速为正时，定制家具及厨电公司估值中枢较地产销售面积同比下滑时期有明显提升，2012 年 11 月与 2015 年 6 月分别为两个估值中枢上移分界点，2014 年 2 月和 2017 年 12 月分别为估值中枢下移分界点。2020 年下半年随着“新冠”疫情缓和，地产销售增速好转，定制家具及厨电公司估值上行，一直持续到今年 5 月份，而进入下半年，随着地产销售增速下降以及 9 月份恒大出现债务危机，地产链相关标的估值受到明显压制。

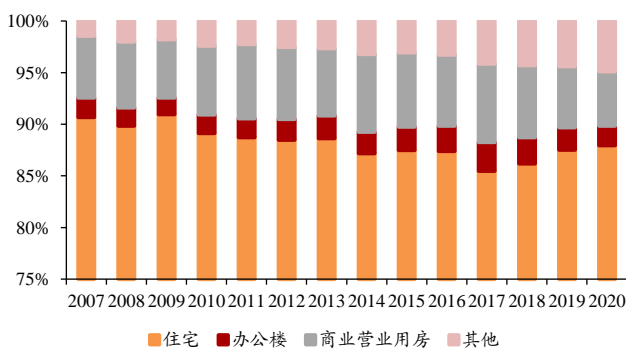
图 22 商品房销售面积同比增速正时，家具与厨电公司估值中枢上移



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券整理

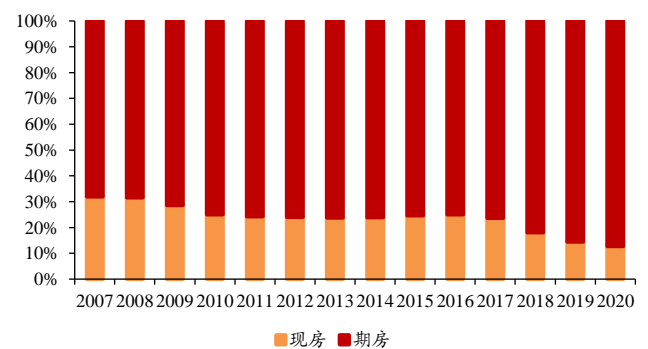
营收层面：我国房地产销售以期房为主，地产销售与实际家具行业收入变动存在时间差。经过近十几年发展，我国商品房销售结构出现较大变化，期房销售占比提升明显。据国家统计局数据，2020年我国销售的商品房中，住宅、办公楼、商业营业用房面积占比分别为88%、2%、5%，而2007年占比分别为91%、2%、6%；按照期房现房来计算，我国销售商品房中期房占比由2007年的67%提升至2020年的87%。

图 23 我国商品房销售面积结构（按用途）



资料来源：国家统计局，首创证券

图 24 我国商品房销售结构中以期房为主



资料来源：国家统计局，首创证券

我国家具制造业主营业务收入同比增速与商品房销售面积同比增速直接相关性较弱，但与交房面积同比增速高度相关。我们在国家统计局公布的商品房销售面积月度累计数据基础上进行测算，假设期房销售后18个月交房，根据单月销售的现房面积与(T-18)月的期房销售面积计算出当月交房面积，然后计算每月累计交房面积及交房增速，数据显示，2011-2019年我国家具制造业主营业务收入同比增速与商品房交房面积同比增速高度相关。2020-2021年，受“新冠”疫情影响，我国商品房交房会存在因疫情防控需要而导致的延迟，故家具制造业收入增速与商品房交房面积拟合度减弱，而与竣工

面积增速拟合度增强。预计随着“疫情”缓和与管控常态化，2022年商品房交房会逐步回归疫情前常态水平。

图 25 家具业营业收入增速与商品房交房增速高度相关

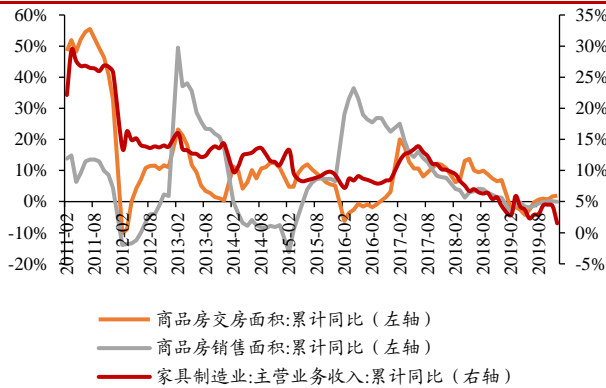
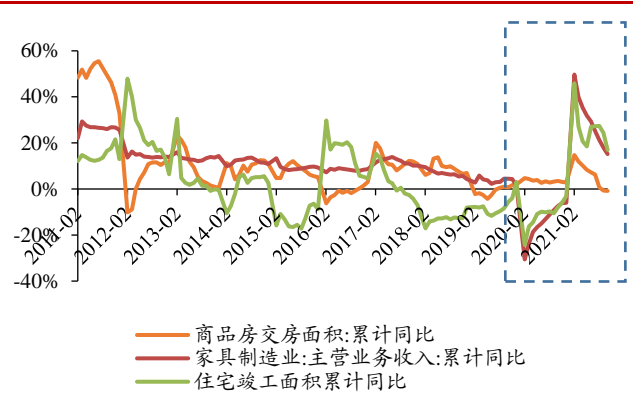


图 26 2020-2021 年家具业营业收入增速与竣工面积增速相关



资料来源：国家统计局，首创证券

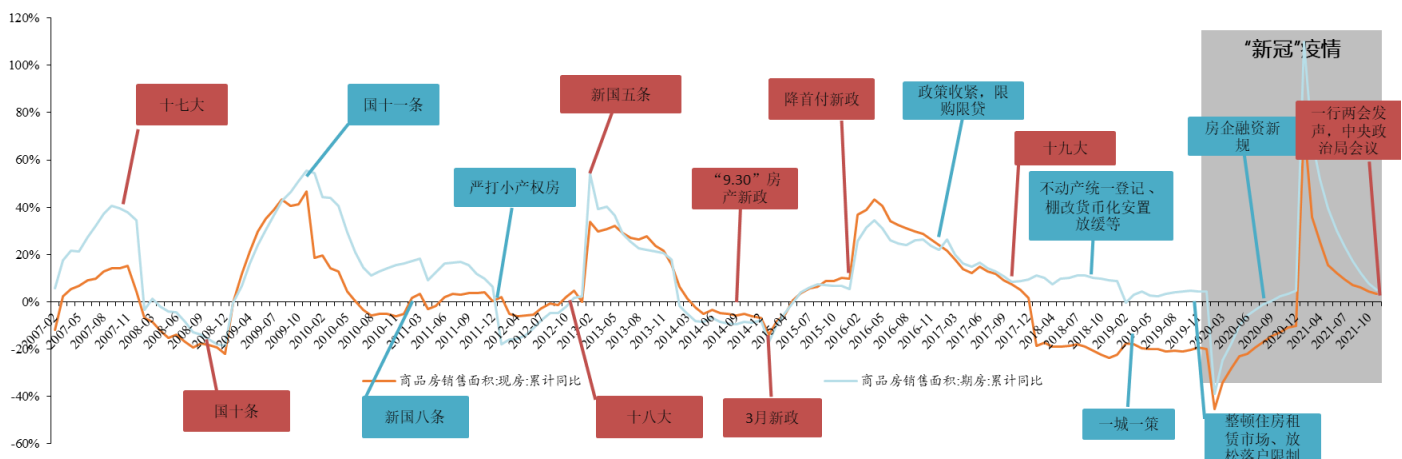
资料来源：国家统计局，首创证券

(2) 2022 年展望：渠道力为决胜关键，龙头有望强势穿越周期

估值层面：地产政策边际缓和，预期明年地产销售好转将带动板块估值抬升。从 2006 年以来的数据来看，我国地产销售受政策影响明显，一般在每年四季度至次年年初时会有较多的地产相关政策出台，影响次年地产销售走势；历史上地产调控放松政策往往发生于商品房销售面积同比增速转负之后，政策放松后 6 个月左右商品房销售面积同比增速转正；2016 年-2019 年，地产调控政策相对密集，商品房销售面积（期房）增速波动区间缩窄，2020 年，我国地产销售受“新冠”疫情冲击以及 8 月房企融资新规影响在增速方面有较大波动。

今年 9 月“恒大暴雷”之后，人民银行、银保监会及证监会在 12 月份密集发声，12 月 6 日，政治局会议提出要推进保障性住房建设，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。同时，央行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，地产政策环境边际缓和，预期明年地产销售好转将带动板块估值抬升。

图 27 地产销售受政策影响明显，政策放松后 6 个月左右销售面积转正



资料来源：首创证券整理

表 1 2006 年以来地产政策梳理

时间	主题	主要内容
2006.05	国六条	调整住房结构，引导合理消费，控制房价过快上涨。
2007.10	十七大	健全廉租住房制度，加快解决城市低收入家庭住房困难。
2008.11	“国十条”	加快建设保障性安居工程。加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。
2010.01	国务院出台国十一条	明确要求二套房房贷首付不得低于 40%
2011.01	“新国八条”	对贷款购买第二套住房的家庭，首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍
2012.02	严打小产权房	住建部称加快推进房产证收税扩大试点范围，国土部出台土地监管新政策，严打小产权房
2012.11	十八大	建立市场配置和政府保障相结合的住房制度，加强保障性住房建设和管理，满足困难家庭基本需求。
2013.02	新国五条	再次重申坚持执行以限购、限贷为核心的调控政策，再次提出要求各地公布年度房价控制目标
2014.10	“9.30”房产新政	对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，贷款购买第二套住房时，可按首套房贷政策执行等。
2015.03	3 月新政	将个人出售普通住宅营业税免征的购买年限由 5 年下调至 2 年。
2016.02	降首付新政	不实施“限购”措施的城市，首次住房贷款首付比例可在最低 25% 向下浮动 5 个百分点。
2016.10	政策收紧	21 个热点城市强调限购限贷政策的接连出台。
2017.04	住房及用地供应调控	库存周期 36 个月以上的要停止供地，6 个月以下的要显著增加供地、加快供地节奏。
2017.10	十九大	坚持房子是用来住的、不是用来炒的，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.07	棚改货币化安置放缓	房价上涨压力大的地方要调整棚改安置政策，采取新建棚改安置房的方式。
2018.08	不动产统一登记	19 年 6 月底所有城市全面实施“互联网+不动产登记”。
2018.08	“三稳”目标	以稳地价、稳房价、稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展
2018.12	中央经济工作会议	构建长效机制、坚持房住不炒、因城施策、分类指导
2019.03	一城一策	中央首次明确提出“一城一策”、“长效机制方案试点”
2019.03	新型城镇化建设	推动城市群和都市圈发展，构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇化空间格局
2019.04	老旧小区改造	将老旧小区改造纳入城镇保障性安居工程，给予中央补助资金支持
2019.07	730 政治局会议	首次明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019.12	整顿住房租赁市场	规范住房租赁合同、规范租赁服务收费、保障租赁房屋安全、管控租赁金融业务、加强租赁企业监管
2019.12	放松落户限制	全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件，全面取消重点群体落户限制，完善城区常住人口 500 万以上的超大特大城市积分落户政策
2020.08	房企融资新规	形成了对重点房地产企业的资金监测和融资管理规则，监管部门将对房企按“红、橙、黄、绿”四档管理，房地产融资收紧
2020.11	十四五规划	坚持房住不炒、租购并举、因城施策，有效增加保障性住房供给，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给推动金融、房地产同实体经济均衡发展
2020.12	房贷新规	建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，银行贷款额度受限
2021.12	一行两会发声	12 月 3 日，恒大发布公告称，无法履行 2.6 亿美元债务担保义务，发生实质性的美元债务违约；当晚一行两会就恒大问题密集发声：其中（1）央行：短期个别房企出现风险不会影响中长期市场的正常融资功能；（2）银保监会：要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，加大保障性租赁住房支持力度；（3）证监会：将继续保持市场融资功能的有效发挥，支持房地产企业合理正常融资。

2021.12 中央政治局会议

12月6日，政治局会议提出要推进保障性住房建设，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。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网、人民网、中国人大网等相关网站，首创证券整理

家具需求层面：预计2022年我国商品房交房面积维持较快增长，家具需求景气度有望提升。假设2022年现房单月销售面积同比增速为0，根据2020年下半年期房销售数据推算，在不考虑疫情扰动因素下2022年全年预计期房交房增速将维持双位数正增长。同时，我们认为，商品房交易与家装需求更多的为刚性需求，只会延缓并不会因为疫情而消失，预计2021年部分省份因疫情因素延缓的家装需求也会在未来一段时间持续释放。与此同时，2019年-2020年开盘的精装房有望在2022年交付验收，也有望带来定制家具大宗渠道收入稳健增长。

图 28 预计 2022 年全年交房面积维持快速增长

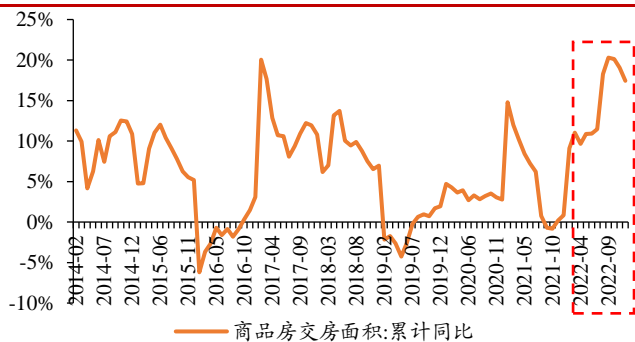
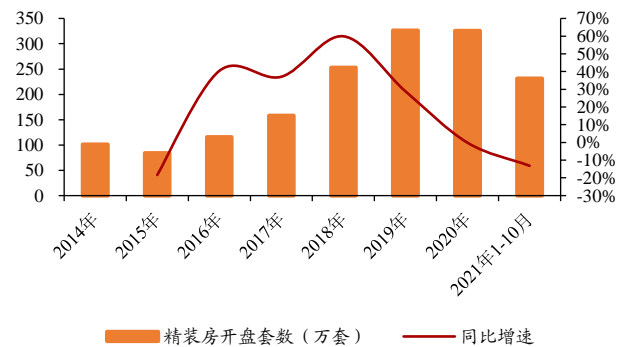


图 29 中国商品住宅精装房开盘套数



资料来源：首创证券测算

资料来源：国家统计局，首创证券

行业格局层面：渠道力为企业决胜关键，龙头企业有望强势穿越周期。

我国定制家具行业主要公司仍以经销模式为主，大宗业务占比将趋于平稳。整体来看，我国主要定制家具上市公司以经销为主，欧派家居和索菲亚经销渠道收入占比均在70%以上，志邦家居和金牌厨柜在60%左右。2016年至2020年，随着我国精装房开发快速推进，我国主要定制家具公司不断开拓大宗业务，大宗收入占比呈上升趋势，2021年上半年皮阿诺大宗业务占比最高，已经由2014年的8.80%提升至59.26%，但随着今年恒大事件暴露出的大宗业务带来的应收账款危机凸显，定制家具公司通过调整大宗客户结构、付款结算方式等措施逐步控制大宗业务收入占比，至2021年三季度末欧派家居与索菲亚大宗业务收入占比分别为18.47%和16.02%；志邦家居与金牌厨柜大宗业务占比分别为27.92%和34.41%。

图 30 主要定制家具公司经销渠道收入占比

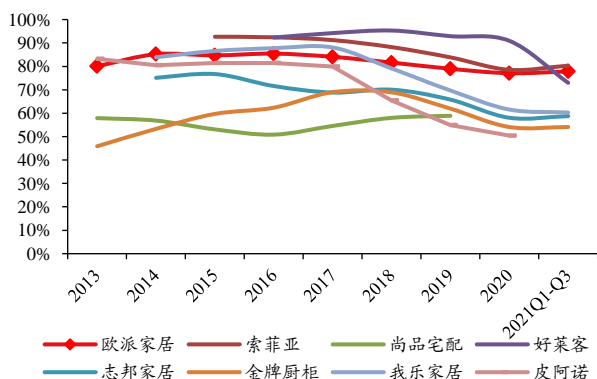
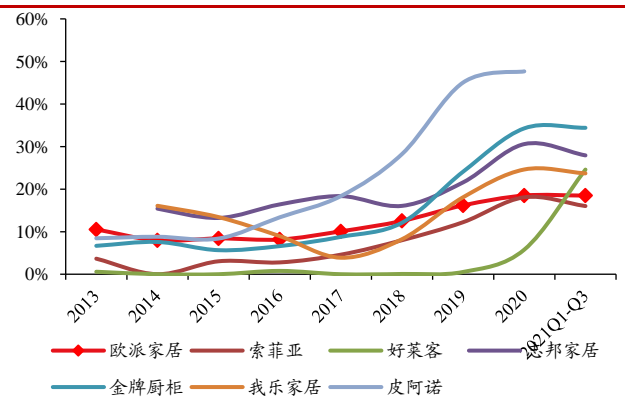


图 31 主要定制家具公司大宗业务收入占比



资料来源：各公司招股说明书，年报，半年报，首创证券

资料来源：各公司招股说明书，年报，半年报，首创证券

渠道覆盖度方面，龙头企业门店数量行业领先。从近几年定制家具公司门店拓展情

况来看，截至 2021 年三季度末，欧派家居门店数量 7461 家，索菲亚门店数量 5494 家，志邦家居门店 3728 家，金牌厨柜 2916 家。

表 2 不同家具企业门店数量（家）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021Q3
欧派家居	-	-	-	5,060	5,938	6,708	7,062	7,112	7,257	7,461
索菲亚	1,200	1,520	1,861	2,500	3,035	3,558	4,422	5,040	5,394	5,494
尚品宅配	830	969	1,073	1,157	1,642	2,100	2,421	2,326	2,301	—
好莱客	691	857	1,174	1300-	1,511	1,766	1,795	2,017	2,000	2,100
志邦家居	-	981	1,007	1,265	1,759	2,363	2,827	3,145	3,555	3,728
金牌厨柜	453	628	741	806	1,250	1,759	2,144	2,493	2,764	2,916
我乐家居		760	787	731	1,062	1,283	1,170	1,248	1,404	1,507
皮阿诺	737	802	864	870	1,103	1,256	965	940	953	—

资料来源：相关公司招股说明书，年报，首创证券

注：尚品宅配 2021H1 门店数量为加盟店数量，不含自营门店

整装业务加速企业实力分化。随着国内精装、整装业务的持续推进，传统家具零售渠道客流受冲击较为明显，其中家装公司作为前置入口，对客流的分流作用较大。目前我国主要定制家具公司陆续开展整装业务，据各公司年报及半年报披露数据，各公司开展整装业务方式有所差异，其中欧派家居主要通过家装公司合作进行整装业务开拓，索菲亚 2019 年开始探索整装业务，尚品宅配采用自营整装与 Homkoo 整装云相结合模式，志邦家居通过与全国性整装公司合作进入整装领域，金牌厨柜则通过投资设立整装子公司进行整装业务拓展。长期来看，我们认为定制家具赛道中，在渠道变革与渠道管理方面具有领先优势的企业有望强势穿越地产周期，实现营收及市占率同步提升。

表 3 部分定制家具公司拓展整装业务情况

公司	拓展整装时间	整装业务表现
欧派家居	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018 年全年接单业绩突破 3.5 亿。 ➢ 2019 年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长达 106%，至 2019 年底，公司已有整装大家居经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。 ➢ 2020 年上半年，整装大家居接单增速超过 70%。 ➢ 截至 2021H1 末，共拥有整装大家居经销商 552 家，开设整装大家居门店 651 家。
索菲亚	2019 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 整装/家装渠道是公司 2019 年新开发渠道，年度内主要任务是打造专属产品，制度、流程和合作伙伴开发，还未形成规模销售。 ➢ 2020 年上半年末已完成 300 家整装公司签约，2020 年全年完成 500 家整装企业签约（含直营直签和经销商直签），并实现销售额 7417.31 万元。 ➢ 2020 年 10 月 30 日，与圣都家居装饰有限公司签订合同，拟共同出资设立一家有限公司，注册资本 5000 万，主营其中索菲亚认缴出资比例 51%，圣都装饰认缴出资比例 49%。有助于加快开拓公司整装业务渠道。 ➢ 2021H1 公司经销商合作装企叠加供公司直签装企逾 1700 家，贡献收入 1.35 亿，收入同比翻倍增长。 ➢ 2021 年 1-9 月整装渠道实现收入 3.13 亿。
尚品宅配	2017 年	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018 年公司整装收入 1.94 亿元，自营整装工地交付数 849 个，年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 1200 家； ➢ 2019 年公司圣诞鸟自营整装渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 2.75 亿元，同比增长 109%，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装交付数 1693 户，同比增长 99%；2019 年末公司 Homkoo 整装云会员数量 2497 家，同比增长 108%，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 3.46 亿元，同比增长 190%。 ➢ 2020 年 3 月，公司正式推出孖酷 MRKOO 定制品牌，专供 HOMKOO 整装云会员。 ➢ 2020 上半年公司圣诞鸟自营整装收入（全口径，含家具配套）达成约 9400 万元，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装开工数 817 户，交付 476 户；2020 年上半年末公司 Homkoo 整装云会员数

量共计 3000 家，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 1.56 亿元，同比增长 51%。

- 2020 全年公司圣诞鸟自营整装收入（全口径，含家具配套）达成约 3.45 亿元，同比增长约 25%，广州、佛山、成都三地圣诞鸟自营整装交付 1968 户；2020 年末公司 Homkoo 整装云会员数量超过 3000 家，Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 4.67 亿元，同比增长 35%。
- 2021H1，公司自营圣诞鸟整装交付 1172 户，同比增长 145%，自营整装渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 2.13 亿，同比增长约 127%；Homkoo 整装云渠道收入（全口径，含家具配套）达成约 2.78 亿，同比增长 79%。

志邦家居 2018 年 公司与全国性大型整装公司合作，为其全国客户提供定制部品和服务。

- 2018 年 12 月投资设立厦门金牌桔家云整装科技有限公司，公司持股 80%，整合产业链资源逐步构建整装服务能力；

金牌厨柜 2018 年

- 2019 年桔家云整装专卖店 2 家（全部为新增）。
- 2020H1 整装专卖店 2 家，2020 年末桔家云整装店面 5 家。
- 2021H1 金牌整装门店 28 家。
- 2021 年三季度末金牌整装门店 32 家。

资料来源：相关公司招股说明书，年报，首创证券

2.1.2 成品家具：收入有望稳健增长，关注利润弹性释放

成品家具企业 2022 年收入端有望稳健增长，原材料&汇兑&海运多重因素缓解，业绩弹性有望释放。受大宗商品价格上涨、海运成本大幅提升影响，今年以来我国家具出口链企业收入快速增长但利润端承压明显，当前海外家具需求旺盛，家具出口企业海外产能布局持续完善，外销业务收入端增长稳健，随着原料价格及海运成本的逐步回落，家具出口企业有望释放利润弹性。

（1）收入层面：内外销需求景气度持续，2022 年收入端有望稳健增长

内销：交房面积增速向好及存量房翻新需求释放为我国家具消费提供量的支撑。（1）新房需求：通常我们认为消费者在新购房屋交房后才会进行装修及家具的购买，因此家具消费需求与上游地产竣工及交房数据关联度较高。经过我们测算，未来 1 年我国住宅交房面积累计同比增速仍将维持在较高位置。（2）存量房需求：存量房翻新需求未来的持续释放也将进一步利好家具消费需求。我们根据城市人口数量及人均住宅建筑面积等指标进行测算，2019 年我国存量房数量约为 42209.39 万套，近 15 年的复合增长率约为 6.27%。假设存量房的翻新周期为 10-15 年，则近 15 年存量房数量的持续向好将支撑未来我国对于家具消费需求稳定增长。

图 32 预计我国 2022 年全年交房面积维持快增长

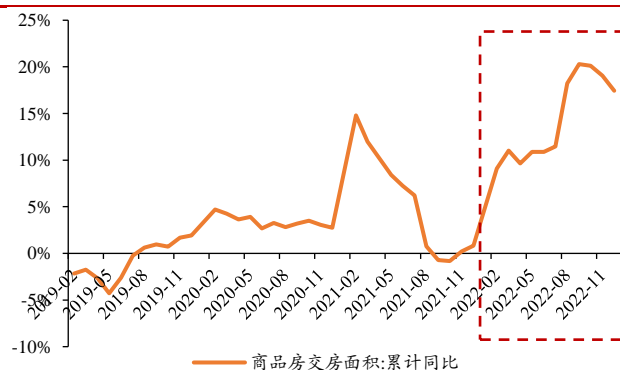
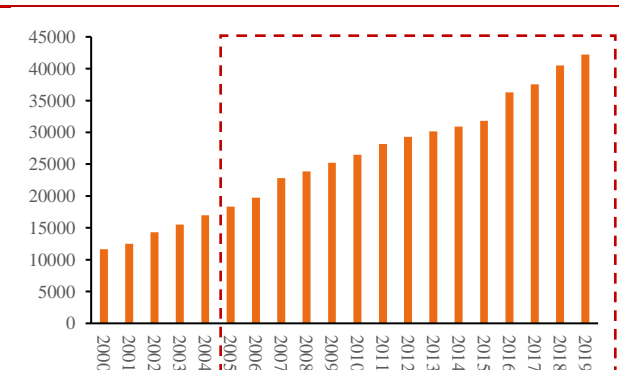


图 33 我国城镇存量住宅数量持续走高（万套）



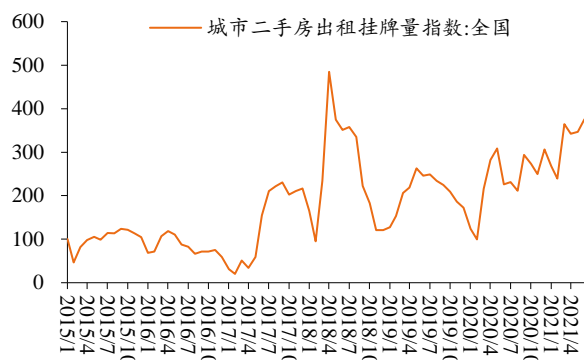
资料来源：首创证券测算

资料来源：国家统计局，住建部，首创证券

“租房也要装修”或为软体家具消费提供新需求增量。根据巨量引擎《2021 中国家居行业洞察白皮书》调查情况，对家居家装感兴趣及购买家居家装产品的受访对象中，均有 26%左右为租房状态。随着城镇化率的进一步提升，进城务工人员多选择租房暂居，同时“房子是租来的，但生活不是”这一理念推动越来越多的租房者选择对租屋进行简单装修或置办家具以获得理想的居住环境。成品家具凭借免于安装且对原有装修影响较

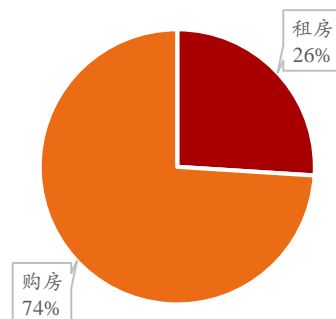
小的特点，是租房者选择改造租屋最为理想的置办家具之一，因此受益于“租房也要装修”趋势，成品家具需求量有望进一步提高。

图 34 我国城市二手房出租挂牌量指数趋势情况



资料来源: Wind, 首创证券

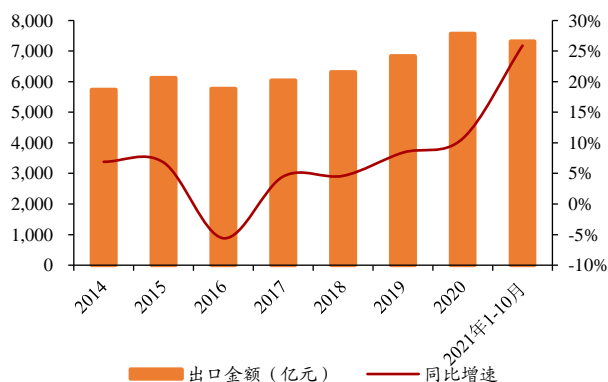
图 35 家居资讯和家具购买兴趣用户中 26%为租房状态



资料来源: 巨量引擎《2021 中国家居行业洞察白皮书》, 首创证券

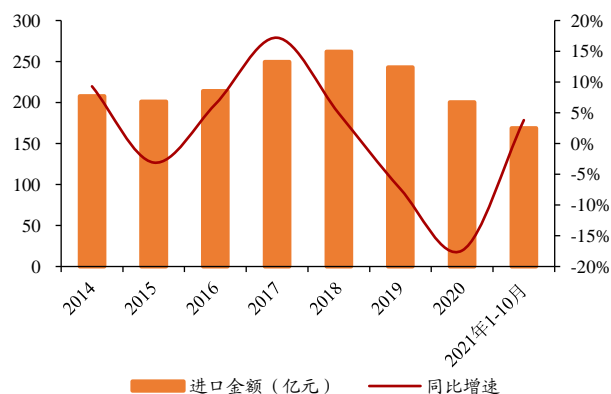
外销: 我国为成品软体家具出口大国, 外销出口金额近年来稳定增长。据海关总署数据, 2020 年我国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似填充制品累计出口金额达 7566.63 亿元, 同比增长 10.79%, 2015 年至 2020 年 CAGR 为 4.32%。由于今年以来海外相关软体家具供应链受疫情影响叠加欧美需求旺盛, 2021 年前 10 月我国软体家具出口同比高增 25.9%, 累计出口金额已达 6502 亿元。我国软体家具进口规模相对较小, 2020 年我国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似填充制品累计进口金额 200.49 亿人民币, 同比下降 17.40%, 2015 年至 2020 年 CAGR 为 -0.07%。

图 36 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等出口金额



资料来源: 海关总署, Wind, 首创证券

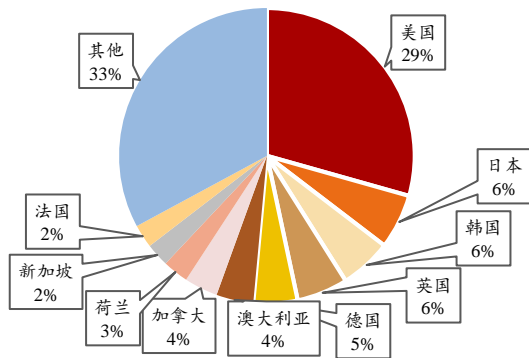
图 37 中国寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫等进口金额



资料来源: 海关总署, Wind, 首创证券

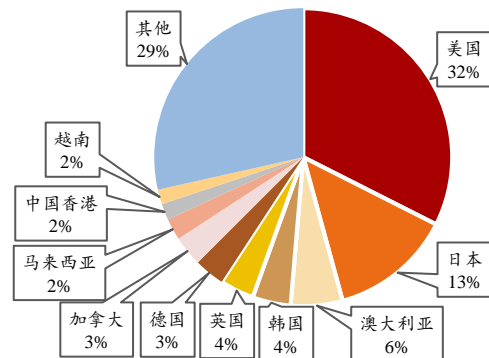
美国为我国软体家具主要出口国。据海关总署数据, 2020 年我国内地出口的家具、寝具等、灯具、活动房中 27% 出口至美国, 17% 出口至欧盟, 其中坐具 (商品编码 9401) 及零部件出口至美国占比 29%; 弹簧床垫、寝具等 (商品编码 9404) 出口至美国占比 32%。

图 38 2020 年中国内地坐具（商品编码 9401）出口结构



资料来源：海关总署，首创证券

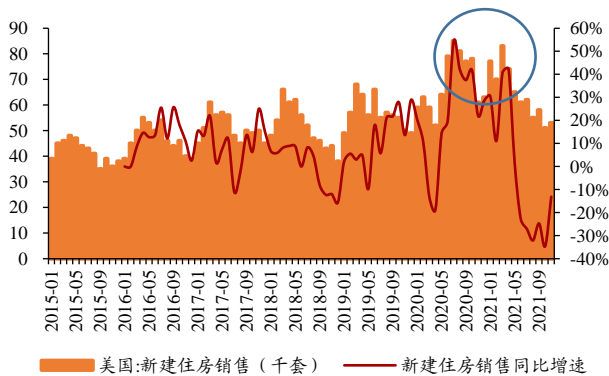
图 39 2020 年中国内地寝具（商品编码 9404）出口结构



资料来源：海关总署，首创证券

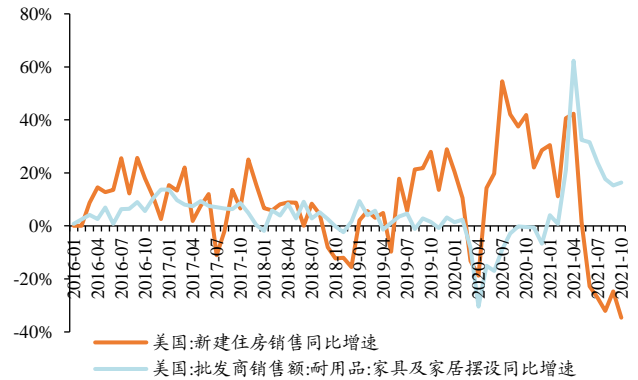
受益于新建住房销售火热，2021 年美国家具需求强劲。据美国商务部数据，在美国下调贷款利率背景下，2020 年 5 月至 2021 年 5 月，美国新建住房销售套数维持高增长，另据历史数据，美国新建住房销售套数增速与家具及家居摆设销售增速具有较强相关性，2020 年下半年受“新冠”疫情等因素影响，美国家具及家居摆设销售增速与住房销售增速出现分化，随着疫情逐步可控，前期滞后家具消费需求集中释放，今年以来美国家具及家居摆设销售额持续高增长。

图 40 2020 年下半年美国新建住房销售快速回暖（千套）



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

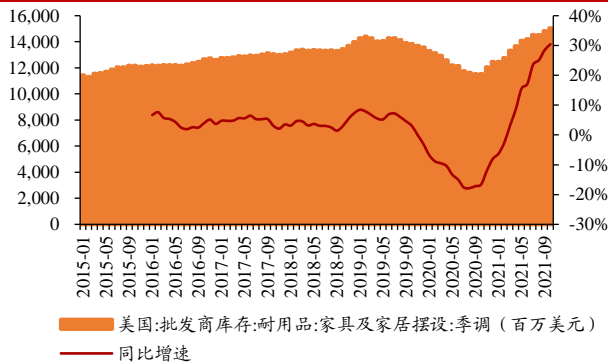
图 41 美国新建住房销售与家具销售关联度较高



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

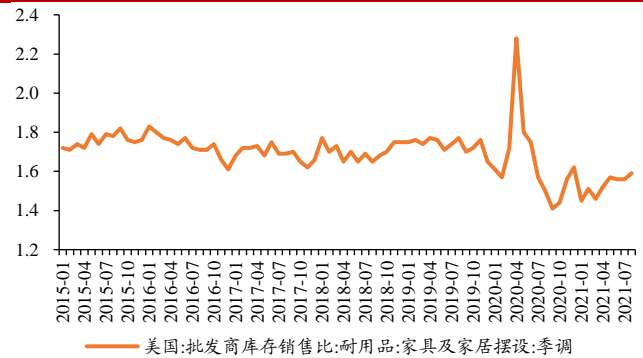
美国家具及家居摆设批发商库存处于近五年低位。据美国商务部数据，目前美国家具及家居摆设批发商库存处于近五年低位水平，2021 年 10 月批发商库存销售比 1.62，低于以往年份同期水平，我们预计批发商补库存需求有望持续增加，进而带来中国室内家具企业海外订单持续快速增长。

图 42 美国家具及家居摆设批发商库存



资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

图 43 美国家具及家居摆设批发商库存销售比

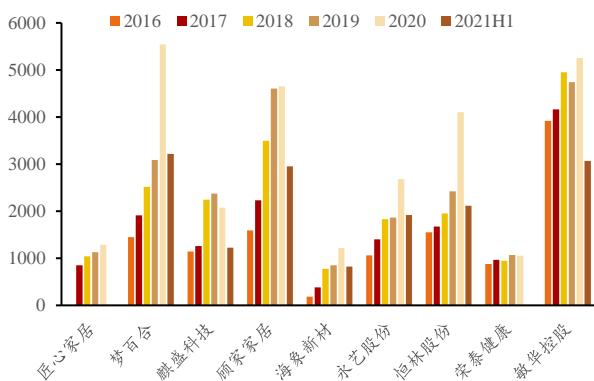


资料来源：美国商务部，Wind，首创证券

(2) 利润层面：原材料&汇兑&海运多重因素缓解，业绩弹性有望释放

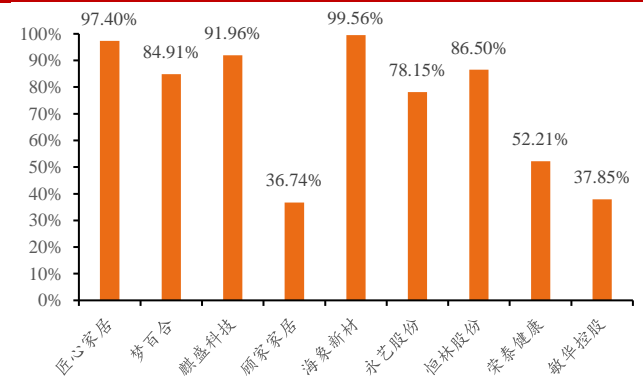
我国 A 股和 H 股上市的成品家具公司中出口占比均较高，其中梦百合、匠心家居、麒盛科技、海象新材、永艺股份、恒林股份等 2016-2021H1 出口业务占整体营收比例均在 80% 以上。从增速端看，海象新材、梦百合、顾家家居出口业务增速领先，2016-2020 年复合增长率分别为 60.36%/ 39.87%/30.81%。

图 44 A 股及 H 股家具企业出口业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，首创证券

图 45 A 股及 H 股家具企业出口业务占比（2020 年）



资料来源：公司公告，首创证券

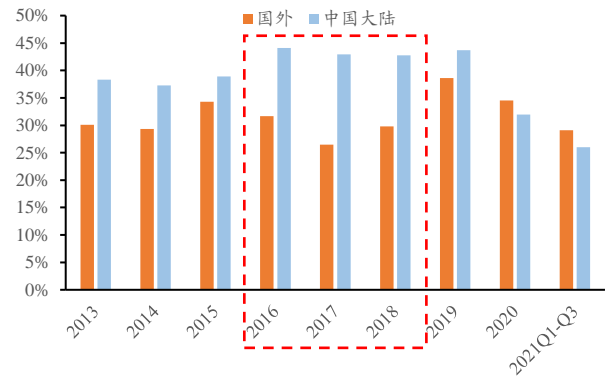
原材料：出口业务模式上仍然以 ODM 为主，原材料价格波动对出口业务盈利水平影响明显。目前，我国成品家具企业外销业务模式仍然以 ODM 模式为主，为全球知名的家具厂商及家居零售商提供代工服务，相较于自有品牌模式，ODM 模式下原材料价格波动对公司盈利水平影响明显，以梦百合为例，公司出口以 ODM 为主，内销以自主品牌和 ODM 相结合运营，在 2016-2017 年原材料价格大幅波动时期，公司外销业务毛利率受冲击明显大于内销业务。

图 46 软体家具主要原料 MDI 及 TDI 价格变化（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

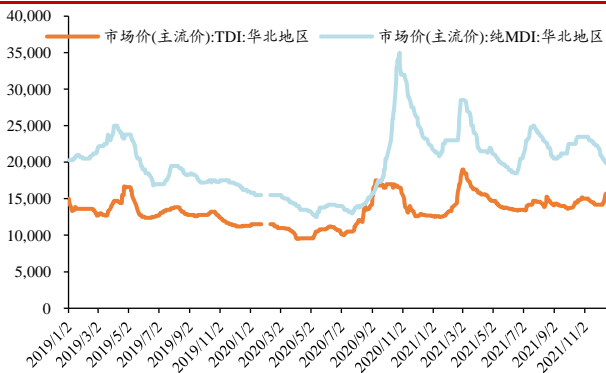
图 47 梦百合内销与外销业务毛利率变化



资料来源：Wind，首创证券

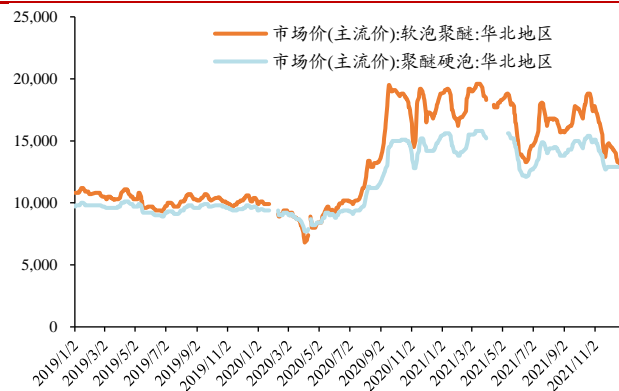
11 月份以来，MDI、TDI、聚醚等价格均较前期高点有所回落，预计会为家具出口业务带来一定利润空间。其中 12 月 23 日 TDI 市场价格较 2020 年同期+23.6%，较 2019 年同期+38.9%，较今年 3 月份最高点回落 17.4%；纯 MDI 较 2020 年同期-10.2%，较 2019 年同期+25.3%，较今年 3 月份最高点回落 28.8%；软泡聚醚同比-28.6%，较 2019 年同期+23.6%，较今年 3 月最高点回落 33.1%，聚醚硬泡价格较 2020 年同期-12.7%，较 2019 年同期+33.1%，较今年最高点回落 16.7%。

图 48 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 49 近两年 MDI 及 TDI 价格（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

此外，头部企业出口订单今年以来已经进行过几轮提价，短期内也会有一定利润弹性空间释放。长期来看，OBM 转型领先的企业有望持续获得利润率提升，当前敏华控股向品牌商转型步伐较为领先，梦百合、海象新材、恒林股份、荣泰健康等均积极通过电商、跨境电商等方式扩大自有品牌影响力。与此同时，为提升全球供应链优势及有效应对贸易摩擦，我国家具出口企业纷纷布局全球化产能，为未来外销业务扩张奠定坚实基础。

表 4 我国家具企业出口业务模式简介

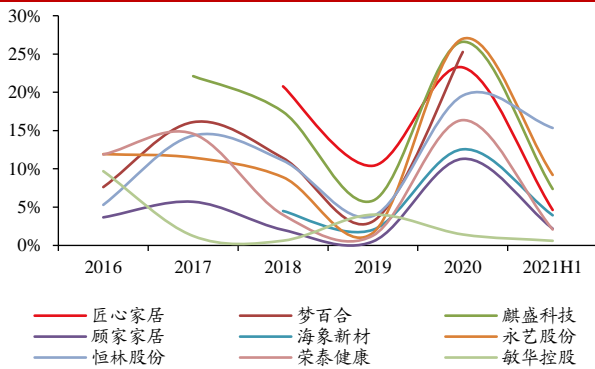
公司名称	出口业务模式	业务简介
匠心家居	以 ODM 模式及自主品牌模式为主，兼有少量 OEM 模式	公司主要客户集中在美国市场，在越南设有生产基地。渠道方面，公司在美国设有一家全资子公司，主要负责美国市场的开拓、美国客户的销售及售后服务，并在越南设立子公司匠心越南，已于 2019 年 Q3 投入运营，承接部分生产任务并作为对美销售渠道之一；业务模式方面，公司目前是全球智能电动沙发、智能电动床行业重要的 ODM 供应商；同时，公司拥有 MotiMotion/MotoSleep/HHC/Yourway 等具有一定国际知名度的自主品牌，大力开展自主品牌业务。

梦百合	自主品牌销售模式、ODM 模式与跨境电商销售模式	公司外销业务坚持高端化、产能全球化、品牌国际化战略，目前公司主要为 Walmart、JYSK 等知名企业提供 ODM 产品。产能布局方面，公司近年来通过自建和并购等方式，目前已拥有包括位于境内、塞尔维亚、美国、泰国及西班牙等多个生产基地，全球化产能布局已初步成型；自有品牌方面，以上海梦百合、上海恒旅、南通零压以及 Mily USA 等子公司为主要业务平台，不断加强“MLILY”等自主品牌的市场推广及销售渠道建设，产品畅销美、日、英等全球 73 个国家和地区；2020 年 2 月底，公司顺利完成美国知名家居连锁零售商 MOR 的股权交割工作，目前业务整合工作正在进行，协同效应初显。
麒盛科技	主要为 ODM 模式	公司以 ODM 模式与床垫厂商合作，根据合同约定，公司在销售给下游床垫厂商的产品上可以保留公司自主品牌商标及“Powered by Ergomotion”等标识；同时，公司已与 American Furniture Warehouse、Mancini's Sleepworld 等家具零售商建立了业务往来。网络销售端主要由公司的海外子公司南部湾国际负责实施，南部湾国际主要通过好市多（COSTCO）的网上商店直接向终端消费者销售智能电动床及床垫等记忆棉家居制品，并提供产品的售后服务。
顾家家居	主要以 ODM 模式为主	针对国际贸易摩擦风险，公司积极布局海外生产基地，持续推进大客户策略，优化出口产品结构，提升外贸供应链体系；自 2018 年开始，公司加大“出海”力度，先后完成了对意大利家居品牌 Natuzzi、德国品牌 Rolf Benz、澳大利亚家具品牌 Nick Scali 的收购；2019 年，公司自筹 4.49 亿元用于在越南同帅工业区投资建设年产 45 万标准套软体家具的越南基地。
海象新材	主要采用 ODM 模式	公司产品主要销往美国、欧盟、加拿大、澳洲等国家和地区，业务模式以 ODM 模式为主，自有品牌产品销售量较低；产能方面，公司积极布局全球，建设和扩大越南工厂，减少贸易摩擦带来的风险，公司越南投资分为三个工厂，第一工厂设计产能为年产 800 万平方米，目前已经达产；第二工厂为租赁厂房和仓库进行生产，设计产能为 700 万平方米；第三工厂目前正在土建中。
永艺股份	以 ODM 模式为主	公司外销业务以专业展会为主要营销平台，以大客户营销为主要手段。国际市场主要采取 ODM 模式向北美、欧洲、澳洲和亚洲等市场销售，并大力发展跨境电商，不断拓宽海外市场销售渠道。产能方面，公司于 2018 年投资建设越南生产基地，且在积极推进罗马尼亚生产基地建设。
恒林股份	以 ODM 为主，OBM 为辅	公司外销业务以 ODM 模式为主，OBM 模式为辅，并大力培育发展自有品牌 Nouhaus，自有品牌按摩椅和办公椅在韩国、美国市场销售额继续保持较高的增长，品牌影响力进一步提升和扩大；跨境电商业务方面，公司主要通过 amazon、wayfair、walmart 等海外第三方电商平台及自建独立站销售产品。产能方面，公司在越南设立了子公司及生产基地，并计划 2021 年在美国新增 2-3 个海外仓。
荣泰健康	ODM 为主，逐步通过电商渠道将自有品牌向国际市场推广	公司外销业务模式为公司直接为境外客户提供代工生产，境外客户购买产品后自行确定产品品牌、销售渠道和销售价格。近年来公司业绩增幅中来自韩国 BODYFRIEND 公司的贡献较大。公司将与 ODM 合作伙伴积极共同开发新品，并在多维度进行市场开发合作。另外公司会积极开拓除韩国外其他欧美市场的外贸合作伙伴。
敏华控股	由 ODM 转型为品牌型企业	2016 年，公司收购欧洲 HOME 集团。HOME 集团分别于波兰、波罗的海诸国及乌克兰拥有五间沙发制造工厂，主要从事设计并生产固定沙发及沙发床，产品销售到众多欧洲家具零售商，此外公司在越南也有工厂。公司零部件生产逐渐本地化（海绵发泡、电机生产、铁架组装）降低了运输成本，提升了效率。产能爬坡迅速，逐步达到规模化生产。公司现已在全球设立了 22 个地区分部，200 余家分支机构，横跨欧美、亚澳等核心经济区域，营销网络横跨亚、美、欧、澳等核心经济区域。

资料来源：相关公司公告，首创证券

汇兑：据相关公司年报数据，我国成品家具公司中汇兑损益绝对值占当期净利润比重波动比较大，2017 年和 2020 年尤为明显。人民币汇率波动对出口型家居企业经营业绩影响主要体现在两方面：一是人民币处于升值/贬值趋势时，产品在海外市场竞争力呈现下降/上升趋势，以外币标价的外销产品收入与毛利率下降/提升；二是外销收入以外币结算的情况下，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。今年人民币兑美元整体较 2020 年平稳，汇兑损失同比减小，也会释放一定利润弹性。

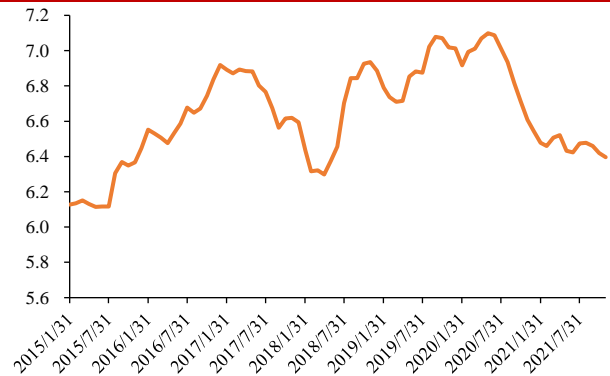
图 50 各公司汇兑损益占净利润之绝对值



资料来源：各公司年报及半年报，首创证券

注：敏华控股数据分别为2017、2018、2019、2020、2021和2022H1财报数据

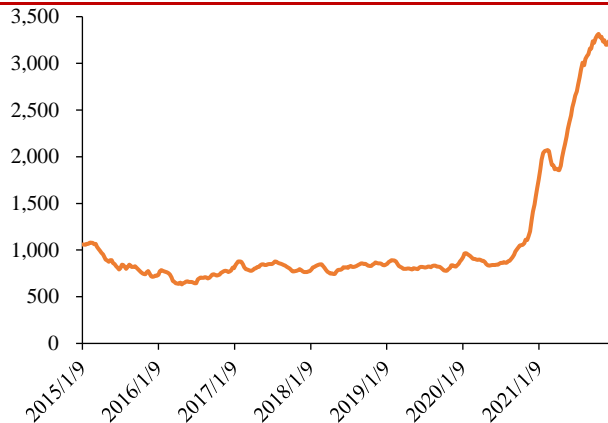
图 51 平均汇率:美元兑人民币



资料来源：Wind，首创证券

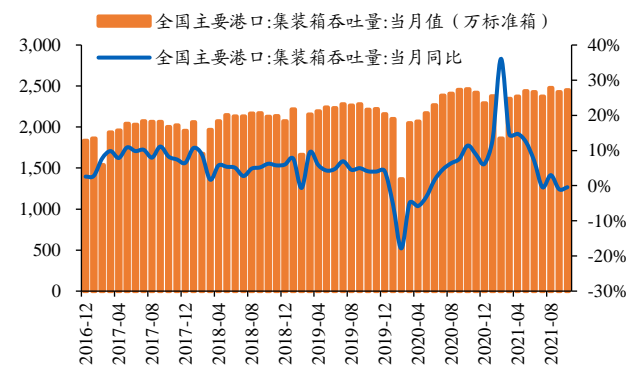
海运：今年海运运力紧张运费大幅上涨一定程度影响企业利润。在外销业务结算模式方面，我国家具出口企业多以 FOB 模式进行结算，对少量客户也采取 CIF 模式进行结算。在 FOB 模式下，商品前期的物流、报关、及装船等费用由出口企业承担，后续海运费用则由客户承担。CIF 模式下，则由卖方承担运费、保险费、报关费、租船订舱费等全部费用。今年以来受海外疫情持续发酵影响，海运集装箱及运力紧张，致使订舱及海运成本大幅攀升。FOB 模式下，虽然我国家具出口企业表现不承担运费，但实际客户可能会要求产品降价等方式来向卖方转嫁成本压力，因此今年我国家具企业出口业务利润端均在不同程度上受到了海运成本上涨的影响，预计后期随海运成本回落，出口企业外销利润率有望回升。

图 52 中国出口集装箱运价综合指数 (CCIF) 情况



资料来源：Wind，首创证券

图 53 全国主要港口集装箱吞吐量同比增速回落



资料来源：Wind，首创证券

2.2 造纸与包装印刷：细分赛道格局优化，强者恒强

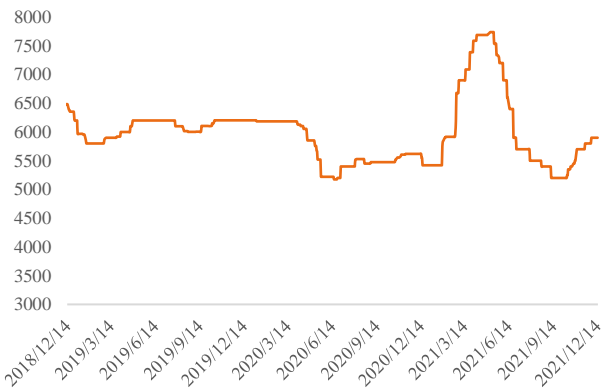
2.2.1 文化纸：“双减”或影响消费量，政策催化下集中度有望加速提升

近期文化纸价受教辅订单释放及供给收缩等因素影响有所回升。2021 年一季度后，随着行业进入淡季需求回落叠加双胶纸进口量显著提升造成市场文化纸供应过剩，双胶纸及铜版纸价格均有较大幅度下滑。进入四季度后，终端文化纸价有所反弹。我们认为原因主要为：(1) 四季度为传统文化纸旺季，教辅订单陆续释放使得需求端有所回暖。

(2) 能耗双控影响下纸企停机减产造成供给收缩，其中文化纸方面，APP (中国) 于 9 月 21 日发布了停机通知，公司金东工厂 9 月 19 日-30 日各机台轮流停机，合计停机 14 天，减少铜版纸供应量 2.7 万吨。金东纸业各机台则计划在 9 月 19 日-30 日期间轮流停机，预计削减铜版纸供应量 2.7 万吨。(3) 木浆价格受北美、东南亚地区物流受阻及加

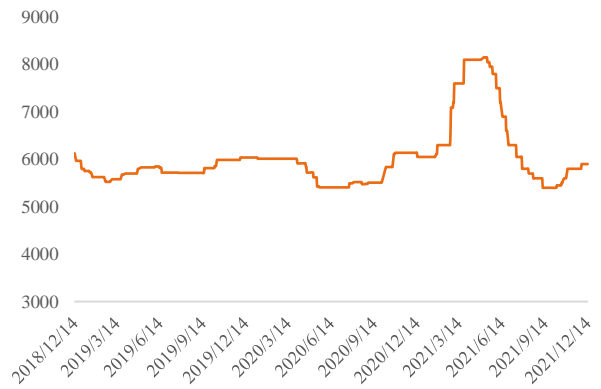
拿大浆厂缩减供应量影响有所回升，给予文化纸价格一定成本面支撑。

图 54 双胶纸市场均价走势情况（元/吨）



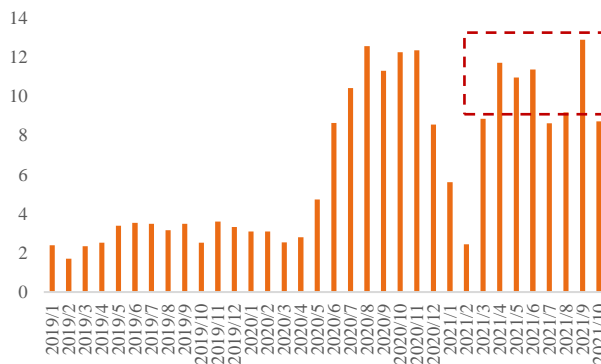
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 55 铜版纸市场均价走势情况（元/吨）



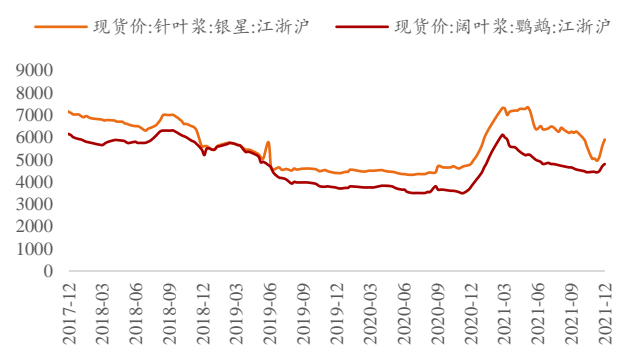
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 56 一季度后双胶纸进口量提升较多（万吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 57 近期木浆价格回升为文化纸价提供成本面支撑（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

当前双胶纸及铜版纸工厂库存均处于合理水平。从库存端来看，截至 2021 年 12 月 10 日，双胶纸和铜版纸工厂库存分别为 22.18/19.02 万吨，环比前一周分别+4.61%/+2.16%，均处于相对合理水平。从短期来看，当前文化纸教辅订单需求有序释放，工厂出货情况较为平稳，预计短期文化纸工厂库存仍将维持在相对合理水平。

图 58 双胶纸工厂库存变化情况（万吨）

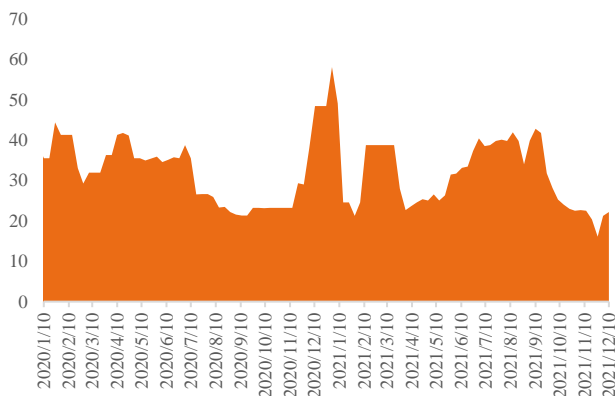
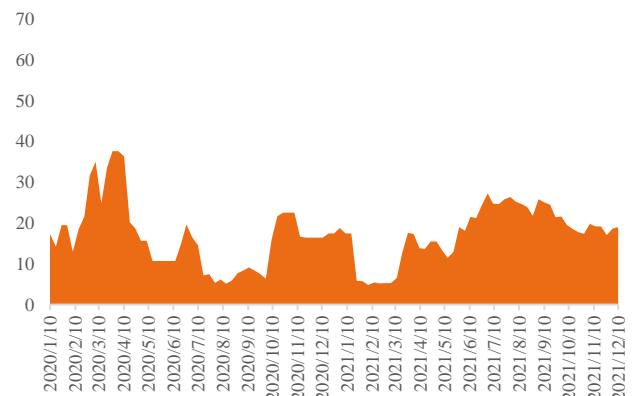


图 59 铜版纸工厂库存变化情况（万吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

能耗双控造成的供给收缩对纸价支撑力度有限，“双减”政策一定程度上影响文化纸整体需求。能耗双控前，双胶纸及铜版纸行业开工率多维持在 60%-80% 区间，仍然处于偏低水平，纸企停机检修虽然使得行业开工率进一步下滑，但对文化纸实际供需影响较小。同时近期随着教辅订单需求陆续释放，行业开工率又有所回升，因此我们认为纸企停机减产造成的供给收缩对纸价的支撑力度相对有限。“双减”政策的逐步落地，为有效减轻学生课业负担，教辅教材、培训资料等的印刷需求量有所缩减，文化纸的整体消费量或将有所降低。

图 60 双胶纸与铜版纸行业开工率情况

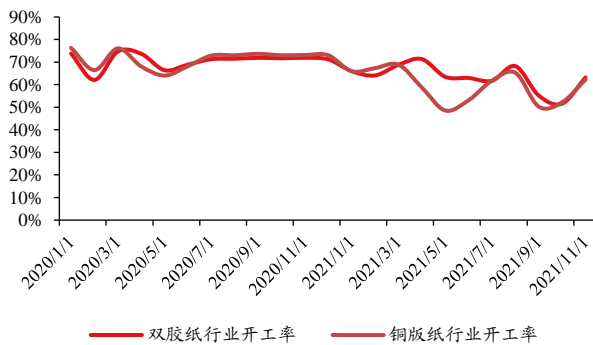
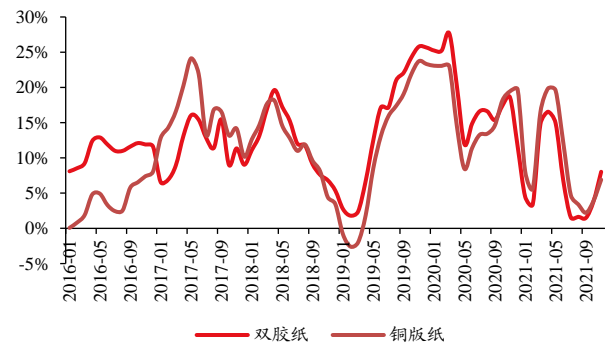


图 61 双胶纸与铜版纸行业吨毛利率情况



资料来源：卓创资讯，首创证券

资料来源：卓创资讯，首创证券

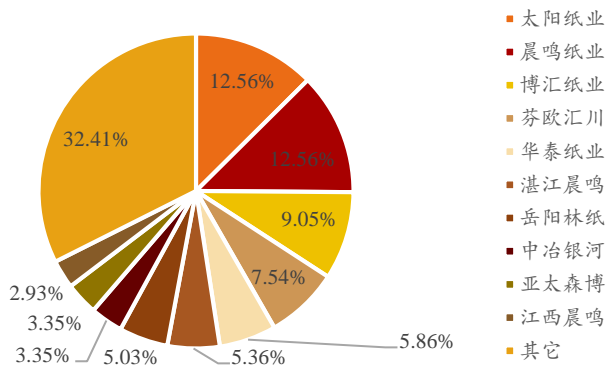
“双控”政策收紧叠加《儿童青少年学习用品近视防控卫生要求》国标实施，有望催化行业集中度加速提升。近期随着环保政策持续收紧，能耗双控要求不断提高，中小纸企落后产能或因环保问题持续出清，龙头纸企凭借林浆纸一体化布局、自建电厂、节能减排技术及清洁能源使用等方面的优势持续获得扩产指标。同时，《儿童青少年学习用品近视防控卫生要求》强制性国家标准将于 2022 年 3 月 1 日实施，对教科书、教辅材料及学习杂志、课业簿册、考试试卷、学龄前儿童学习读物的纸张提出了较高要求，中小纸企在技术、产品质量、成本控制等领域的劣势有望在高标准面前或将进一步凸显，龙头纸企则有望借此加速承接教辅订单抢占市场份额。行业集中度在政策催化下有望持续提升。

表 5 《儿童青少年学习用品近视防控卫生要求》对文化用纸相关要求细则

	要求细则
教科书卫生要求	彩色印刷的内文用纸纸张定量应不小于 70.0 g/m ² ，单色印刷和双色印刷的内文用纸纸张定量应不小于 60.0 g/m ² ；除内页使用铜版纸的教科书外，内文纸张的 D65 亮度应不小于 55.0%，且不大于 85.0%；
教辅材料和学习用杂志卫生要求	纸张、字体、字号、行空要求与教科书一致；
课业簿册卫生要求	除图画簿和毛笔书法簿外，课业簿册的内芯纸张定量应不小于 65.0 g/m ² ；正反面平滑度均应不小于 20s；D65 亮度应不小于 55.0%，且不大于 85.0%；D65 荧光亮度不大于 5.0%；
考试试卷卫生要求	纸张要求与课业簿册一致；
学龄前儿童学习读物卫生要求	纸张、印刷质量要求与教科书一致；

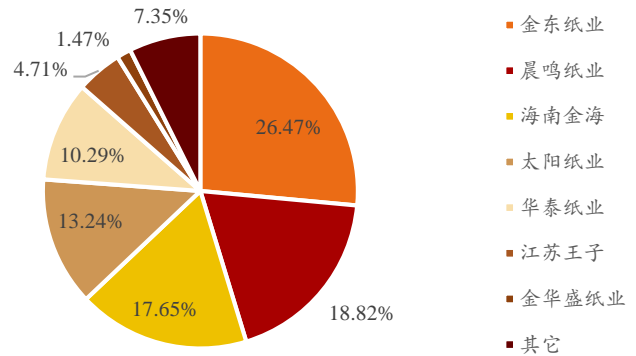
资料来源：国家标准信息公共服务平台，首创证券

图 62 双胶纸行业集中度情况 (2021 年 11 月)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 63 铜版纸行业集中度情况 (2021 年 11 月)



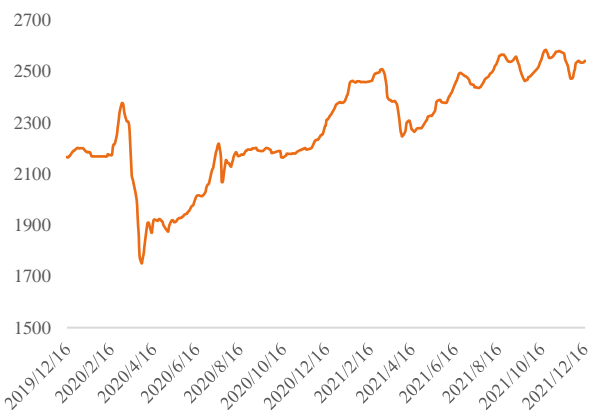
资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

小结: 双控影响下纸企停机减产造成的供给收缩对文化纸价短期支撑力度有限, “双减”政策对文化纸消费量或有一定压制, 但环保政策及儿童青少年学习用品国标实施等政策催化下行业集中度有望加速提升, 建议关注木浆系龙头太阳纸业、博汇纸业。

2.2.2 包装纸: 产能集中投放纸价上涨动能有限, 废纸供应缺口推动竞争格局优化

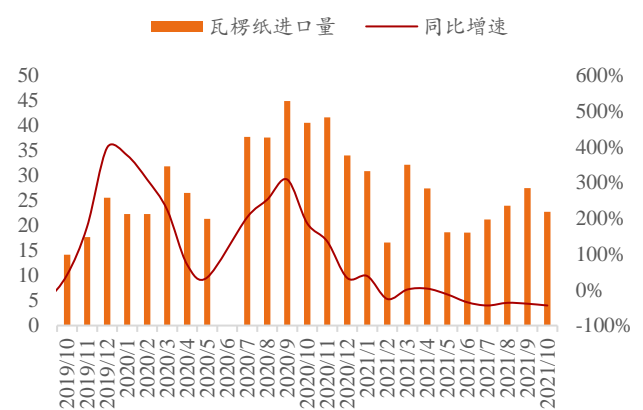
年内箱板瓦楞纸价格受成本面及进口量下滑等因素影响走高。我国外废进口量于 2020 年持续收紧, 未来将全面清零, 彻底实现固废零进口。在海外废纸供应大幅减少的情况下, 我国废纸供应缺口将逐渐显现, 原料废纸的资源稀缺性也随之进一步凸显, 推动国废价格持续上涨, 给予箱板瓦楞纸价格走高一定成本面支撑。同时, 受禁废令不断收紧影响, 我国对于瓦楞纸的进口量有所增长, 但年内受海外疫情、海运成本大幅攀升等因素影响, 我国瓦楞纸进口量同比增速自 5 月开始转负。因此, 在原料废纸价格提升叠加箱板瓦楞纸进口量有所收缩共同影响下, 我国箱板瓦楞纸价格呈上行趋势。截至 2021 年 12 月 17 日, 箱板纸市场均价为 5118 元/吨, 同比+24.83%, 环比-3.89%; 瓦楞纸市场均价为 4175 元/吨, 同比+20.14%, 环比-4.02%。

图 64 国内废黄板纸价格走势情况 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 65 瓦楞纸进口量月度变化情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 首创证券

图 66 箱板纸市场均价走势情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 67 瓦楞纸市场均价走势情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

明年箱板瓦楞纸价格或将维持高位震荡运行。从产能投产计划方面看，2022 年将新增箱板瓦楞纸产能约 430 万吨，同时随着海运成本的回落，预计箱板瓦楞纸进口量有望有所回升，在一定程度上缓解当前箱板瓦楞纸的供应压力，箱板瓦楞纸价格进一步向上攀升的动力较为有限。然而，考虑到原料废纸稀缺性的逐渐凸显，以及春节消费旺季及货币宽松刺激下消费回暖给予包装纸需求有力支撑，我们预计箱板瓦楞纸价格明年或仍将维持在相对高位震荡运行。

表 6 2022 年箱板瓦楞纸投产产能一览表

投产计划	企业名称	项目名称
2022 年 3 月	山鹰纸业(广东)有限公司	100 万吨高档箱板纸扩建项目
2022 年 6 月	山鹰华中纸业有限公司	120 万吨工业包装纸扩建项目
2022 年 6 月	河南海升循环经济产业园有限公司	60 万吨高档箱板纸扩建项目
2022 年 12 月	江苏金田纸业有限公司	80 万吨瓦楞纸项目
2022 年 12 月	湖北祥兴纸业科技有限公司	70 万吨包装纸项目（二期）

资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

考虑到产能集中投放，白卡纸及白板纸价格或仍将短期承压，禁塑令收紧为白板白卡纸需求提供长期支撑。受木浆价格下行、下游需求冷清等因素影响，白卡纸和白板纸价格自 2021 年一季度后大幅回落。进入四季度以来，随着“双十一”、“双十二”等购物旺季来临下游需求有所回暖，终端纸价有所回升。然而，近期广西太阳、广西金桂 90 万吨白卡纸新产能陆续投产，12 月 9 日五洲特纸江西基地年产 60 万吨白卡纸项目出纸，国内新增白卡纸产能约 255 万吨，我们认为白板纸和白卡纸价格短期内或仍将承压。从中长期看，2020 年初国家发改委、生态环境部发布的《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，以 2020 年、2022 年、2025 年为节点，明确了控制“白色污染”的时间表及限用、禁用范围。随后各省市纷纷出台升级版“限塑令”，制定了详细的限定范围和限定时间，随着限塑令实施过程的逐步依次推进，预计有序禁用不可降解塑料袋和分期禁用一次性塑料餐具举措到 2025 年增加共计白卡纸 340 万吨需求。禁塑令收紧为白板纸和白卡纸价格提供一定需求面支撑。

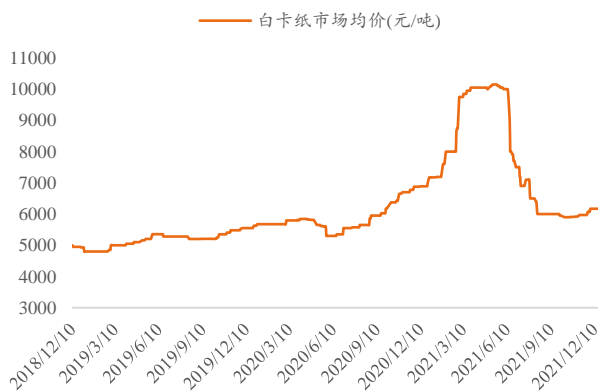
表 7 2022 年白卡白板纸投产产能一览表

投产计划	实际投产时间	企业名称	项目名称
2022 年 1 月		万国纸业太阳白卡纸有限公司	100 万吨白卡纸项目
2022 年 1 月		黄冈晨鸣浆纸有限公司	黄冈晨鸣一期及二期项目 (174 万吨)
2022 年 1 月	2021 年 12 月	广西太阳纸业有限公司	广西太阳 90 万吨新增产能
2022 年 1 月	2021 年 12 月	广西金桂浆纸业有限公司	金桂浆纸二期 (180 万吨)
2022 年 7 月		联盛纸业(龙海)有限公司	龙海联盛纸业一二期项目 (200 万吨)
2023 年 2 月		亚太森博(广东)纸业有限公司	200 万吨高档白卡包装纸生产线
2023 年 3 月		江苏博汇纸业有限公司	100 万吨高档包装纸板及其配套项目
2025 年 3 月		东莞建晖纸业有限公司	东莞建晖纸业二期项目 (120 万吨)

资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

截至 2021 年 12 月 17 日，白卡纸市场均价为 6170 元/吨，同比-10.42%，周环比+3.35%；白板纸市场均价为 5010 元/吨，同比+10.40%，周环比-1.38%。整体白板纸和白卡纸价格仍在相对低位区间运行。

图 68 白卡纸市场均价走势情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

图 69 白板纸市场均价走势情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，首创证券

龙头纸企固废渠道建设领先且海外拥有低成本原料产能，有望在原料供应收紧中获益。随着外废进口的持续收紧，原料废纸供应缺口逐渐显现，下游纸企对于废纸原料的需求度持续走高，推动国内废纸打包站在产业链中话语权有所提升，其更倾向于与采购量较大，资金实力雄厚，在付款环节确定性较高的龙头纸企合作。因此，龙头纸企凭借资金及规模优势持续加强固废渠道建设，对固废黄板纸原料的掌控力度显著提升，有望借原料成本上涨之机抢占中小纸厂市场份额，推动行业集中度进一步提升。同时，部分龙头纸企提前布局海外废纸浆产能获取低成本长纤维原料，成本优势进一步凸显。并且，龙头纸企对其箱板瓦楞纸品率先提涨，吨盈利有望持续增长，利润弹性或进一步放大。

图 70 2019 年我国箱板纸 CR3 市场份额高达 50%

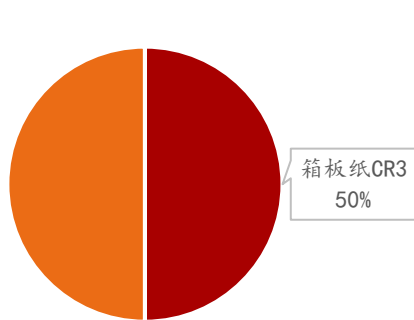
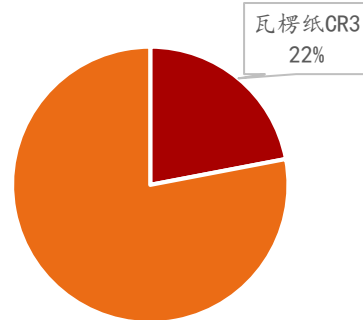


图 71 2019 年我国瓦楞纸 CR3 市场份额高达 22%



资料来源：山鹰国际年报，首创证券

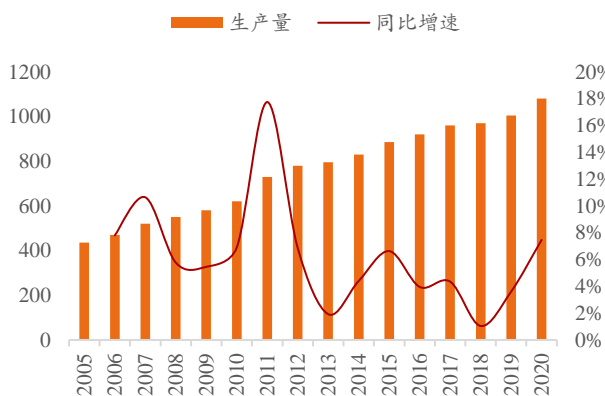
资料来源：山鹰国际年报，首创证券

小结：原料废纸资源稀缺属性日益凸显将给予废纸系箱板瓦楞纸一定成本面支撑，但 2022 年新增产能集中投放叠加进口端复苏缓解供应紧缺压力，预计箱板瓦楞纸价格进一步攀升动力有限，箱板瓦楞纸价格可能将位于相对高位震荡；木浆系白板白卡纸新增产能过多，供应压力加大，预计价格将位于相对低位区间运行。同时，废纸资源供应紧缺有望推动行业竞争格局进一步优化，行业集中度有望提升。建议关注较早进行海外产能布局或建设原料基地的山鹰国际、太阳纸业等，同时建议关注“禁塑令”收紧背景下，食品包装纸与特种纸产能稳步投放的仙鹤股份、五洲特纸等。

2.2.3 生活用纸：行业持续扩容，品质升级与行业洗牌加速

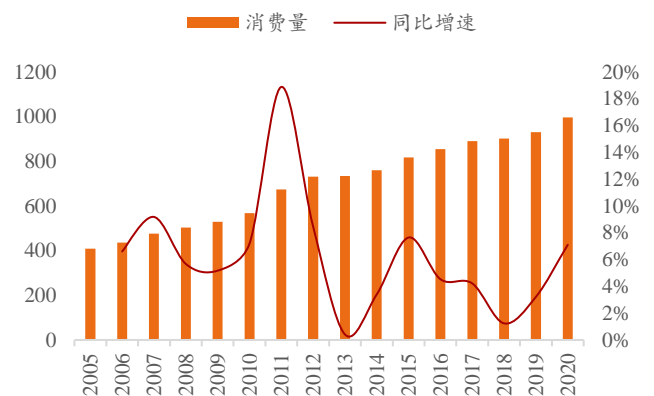
我国生活用纸市场规模持续扩大，生产量和消费量稳定增长。生活用纸作为必选消费品，近年来随我国消费升级，生产量及消费量均稳定增长。2020 年受新冠疫情影响，生活用纸需求量显著提升，驱动生活用纸生产量及消费量均有明显提速。2020 年我国生活用纸生产量为 1080 万吨，同比增长 7.46%，2005-2020 年复合增长率为 6.23%；消费量 996 万吨，同比增长 7.10%，2005-2020 年复合增长率为 6.11%。

图 72 我国生活用纸生产量规模稳定增长（万吨）



资料来源：中国造纸协会，首创证券

图 73 疫情催化 2020 年我国生活用纸消费量增速加快（万吨）

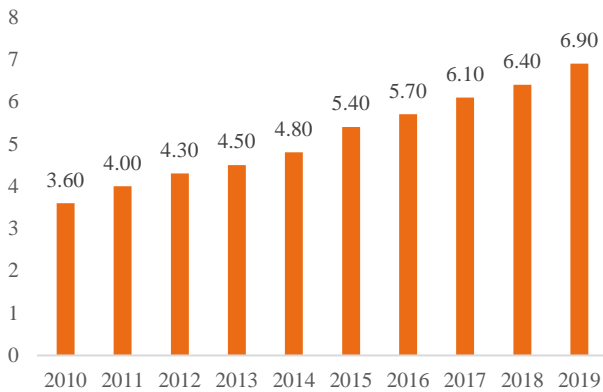


资料来源：中国造纸协会，首创证券

我国生活用纸人均消费量持续提升，较发达国家相比仍有进一步提升空间。随着居民收入提升以及消费升级趋势日益增强，我国人均生活用纸消费量近年来持续提升，至 2019 年我国人均生活用纸消费量达到了 6.9kg/人。同时，2020 年新冠疫情期间居民卫生意识显著提高，对于卫生用纸及抗菌湿巾等生活用纸产品需求度显著提高，推动人均消费量进一步提升。然而，与日本人均 16.2kg/人、韩国 20.1kg/人、美国 22.1kg/人的人均年消费量相比，我国还有较大提升空间。人均消费量的稳定增长也助推我国生活用纸行业规模持续扩大，且此次“新冠”疫情进一步培育了人们的卫生习惯，对于消毒湿巾等产品的需求有望常态化，支撑我国生活用纸行业规模未来稳定增长。预计至 2025 年，

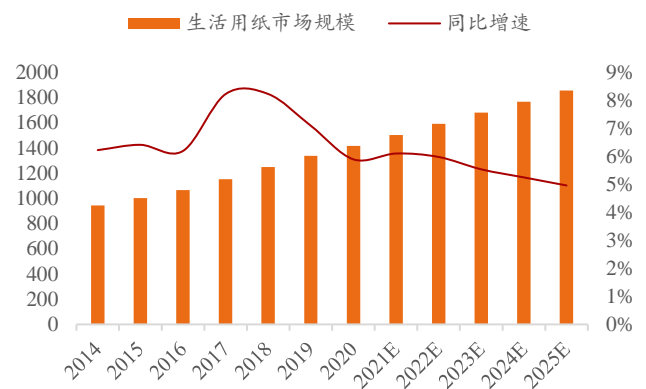
我国零售生活用纸规模将达到 1856.49 亿元，未来 5 年复合增长率约为 5.57%。

图 74 我国生活用纸人均消费量稳定增长（千克）



资料来源：中国生活用纸年鉴，首创证券

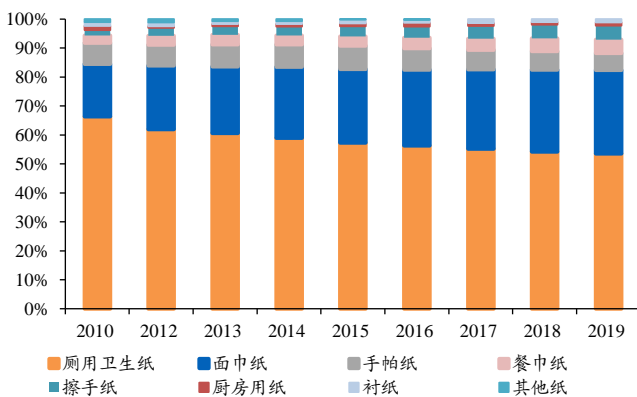
图 75 我国生活用纸市场规模持续扩大（亿元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

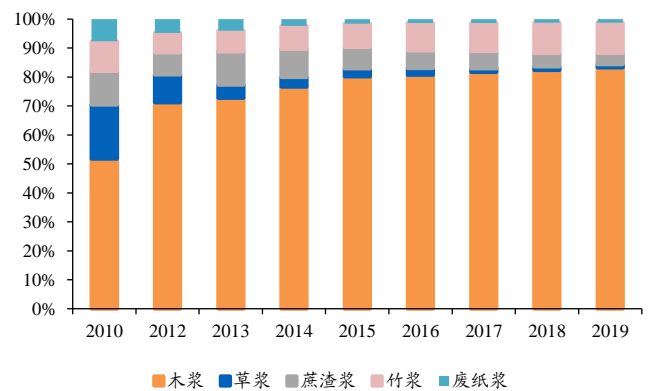
我国生活用纸行业品质升级趋势明显。根据欧睿以及中国造纸年鉴披露数据，我国生活用纸品类中，面巾纸、餐巾纸、厨房纸巾等高端生活用纸品类占比持续提升，而毛利率较低的厕用卫生纸品类占比有所下滑。从原料纤维结构上看，木浆和竹浆等优质纤维在生活用纸原料结构中有所提升，而纤维较为粗糙的蔗渣浆、苇浆、麦草浆、废纸浆等占比有所下滑。随着产品结构的持续优化，优质且高毛利产品占比持续提升，生活用纸企业利润端有望逐渐提升。

图 76 我国生活用纸产品结构持续优化



资料来源：中国造纸年鉴，首创证券

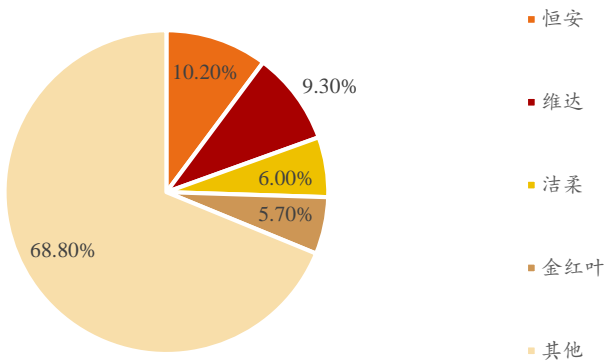
图 77 木浆等优质纤维在生活用纸原料结构中占比提升



资料来源：中国造纸年鉴，首创证券

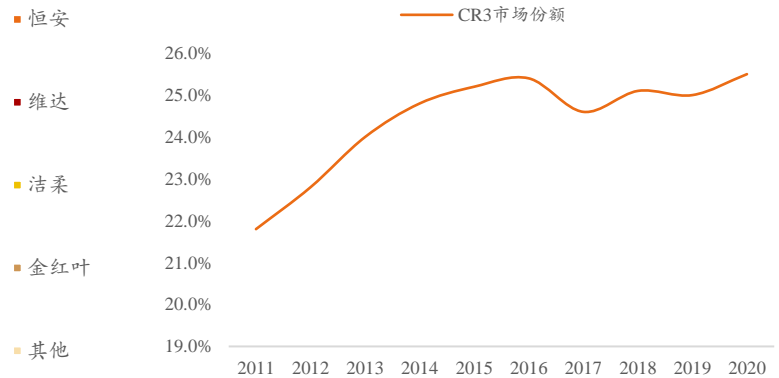
环保政策持续加码推动行业洗牌，我国生活用纸行业集中度有望进一步提升。当前我国生活用纸行业集中度仍然相对分散，2020 年 CR4 市场集中度仅约 31.2%，与日本 CR4 约 62.4% 及美国 CR4 约 73.7% 的市场份额相比仍然有较大提升空间。同时，从趋势上看，环保政策持续加码对于生活用纸企业在产品原料、生产工艺等方面均提出了更高的要求，小型企业由于在资金及技术方面的劣势将很难满足政策要求。并且，随着消费升级趋势日益增强，消费者对生活用纸的品质及功能性越来越看重，高端产品的占比将持续提升，而龙头纸企也将凭借自身研发等方面的优势持续获取市场份额。综合来看，我国生活用纸行业集中度提升趋势未来将进一步延续。

图 78 我国生活用纸行业竞争格局情况



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 79 我国生活用纸行业集中度趋势有望延续



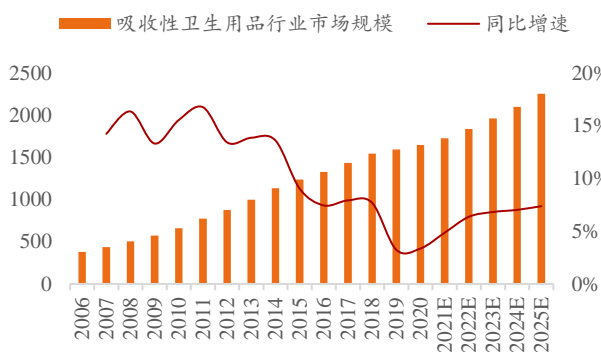
资料来源: Euromonitor, 首创证券

小结:消费升级背景下生活用纸行业市场规模不断扩大且品质升级趋势明显,市场集中度相对分散,环保政策持续加码推动行业加速洗牌,建议关注多品牌多业务协同发展的恒安国际、中顺洁柔等。

2.2.4 个护: 国产替代&渠道裂变&专业化分工, 行业迎发展新机遇

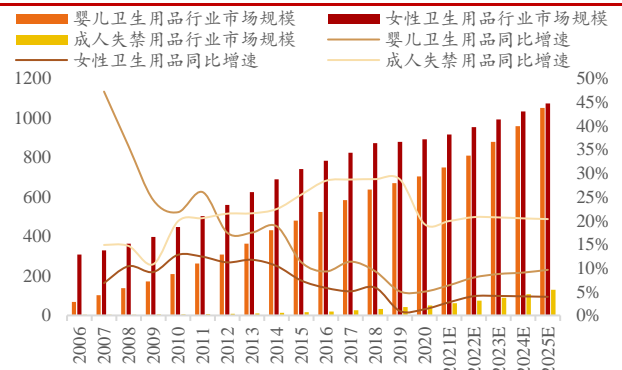
我国吸收性卫生用品行业市场规模稳定增长,其中增速端成人失禁用品>婴儿卫生用品>女性卫生用品。我国纸尿裤、卫生巾等吸收性卫生用品自改革开放后引入中国以来,行业进入快速发展期,品类日益丰富,功能持续升级,产品渗透率快速提升,驱动我国吸收性卫生用品行业规模稳定增长。具体分品类看,2020 年我国婴儿卫生用品/女性卫生用品/成人失禁用品市场规模分别为 703.39 /890.67 /51.21 亿元,占整体行业比例分别为 43%/54%/3%。从增速端看,过去 10 年成人失禁用品市场复合增长率为 24.46%,显著高于婴儿卫生用品市场 12.92%和女性卫生用品市场 7.14%的复合增长率。

图 80 我国吸收型卫生用品行业规模稳定增长 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 81 增速端成人失禁>婴儿卫生用品>女性卫生用品 (亿元)

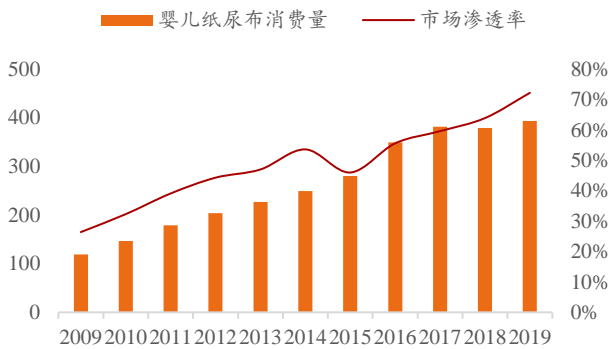


资料来源: Euromonitor, 首创证券

➤ 婴儿卫生用品: 规模稳定增长, 国产品牌崛起

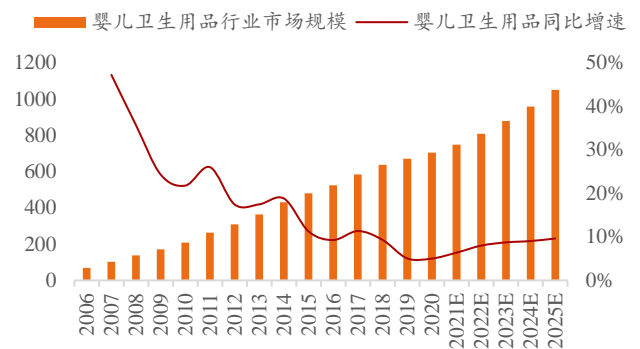
我国婴儿卫生用品消费量及市场渗透率稳定提升,市场规模至 2025 年有望突破千亿元。2019 年我国婴儿纸尿裤产品合计消费量为 393.6 亿片,过去 10 年复合增长率达 12.72%,推动我国婴儿纸尿裤产品渗透率由 2009 年的 26.4%提升至 72.2%。从市场规模上看,过去 10 年我国婴儿卫生用品行业规模稳定增长,随着市场渗透率的快速提高,行业增速有所放缓,但随着我国“二胎”、“三胎”政策的放开,人们的育儿观念转变,以及消费升级趋势使得婴儿卫生用品品类不断细化,未来或推动婴儿纸尿裤产品消费量进一步提高,行业规模仍具有充足的增长空间。根据欧睿预测数据,至 2025 年我国婴儿卫生用品行业规模有望达到 1050.02 亿元,未来 5 年复合增长率约 8.34%。

图 82 我国婴儿纸尿裤消费量和渗透率稳定走高（亿片）



资料来源：中国生活用纸年鉴，首创证券

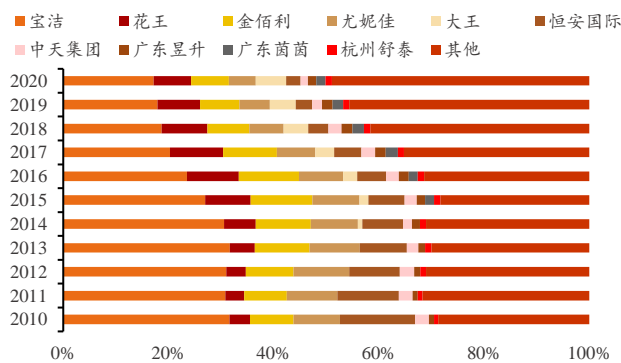
图 83 我国婴儿卫生用品行业市场规模持续增长（亿元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

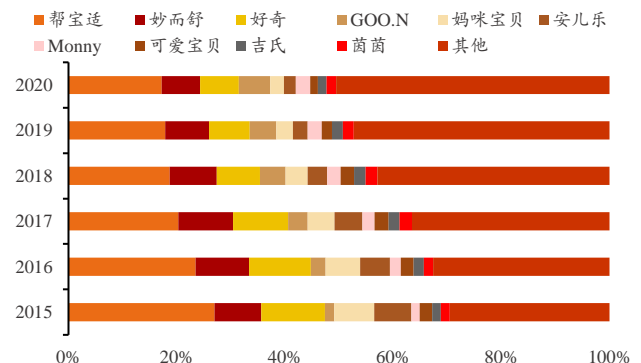
市场竞争激烈，国产品牌崛起持续冲击外资龙头市场份额。由于婴儿纸尿裤等产品为舶来品，国外品牌发展较早，市场知名度较高，因此当前我国婴儿卫生用品行业格局中外资品牌占据主导地位。2020年，我国婴儿卫生用品行业品牌市场份额前5名分别为帮宝适（17.2%）、好奇（7.2%）、妙而舒（7.1%）、GOO.N（5.8%）、Monny（2.7%），均为外资品牌，但近年来在“中国质造”和“新零售业态”驱动下，众多国内企业凭借高品质、高附加值的产品和差异化的竞争策略迅速崛起，如Babycare和BEABA等新零售品牌为代表的国产品牌也正加速成为国内婴儿卫生用品行业的新生力量。行业集中度方面，2015年至2020年我国纸尿裤终端零售额企业CR10从68.2%降至51.4%，品牌CR10从68.2%降为49.6%，行业集中度逐年下降说明我国婴儿卫生用品行业竞争正日益激烈，但同时也为国产品牌弯道超车创造了有利条件。

图 84 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 85 我国婴儿卫生用品行业竞争格局情况（品牌）



资料来源：Euromonitor，首创证券

► 女性卫生用品：结构升级助行业规模稳定，市场集中度持续提升

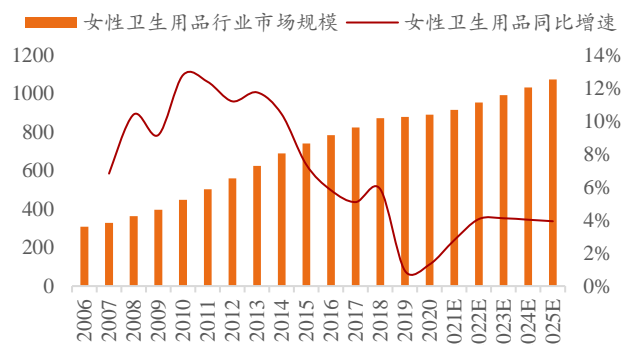
我国女性卫生用品市场已进入成熟期。女性卫生用品市场是我国吸收性卫生用品行业中最重要细分板块，目前已发展成熟。根据百亚股份招股书披露信息，我国女性卫生用品市场渗透率已超过90%，达到美国、日本等发达国家的成熟市场水平。其中，卫生巾产品渗透率于2019年已经达到了100%，且从消费量角度看，传统的卫生巾及卫生护垫消费量2019年同比增速仅为0.08%，说明传统女性卫生用品产品消费量已出现一定饱和迹象。因此，我们认为消费升级趋势下女性卫生用品提质提价及其他新型品类的持续涌现将成为我国女性卫生用品市场规模未来增长的主要动因。根据欧睿数据，预计至2025年，我国女性卫生用品行业规模有望达到1072.11亿元，未来5年复合增长率约为3.78%。

图 86 卫生巾及卫生护垫消费量增长情况（亿片）



资料来源：中国生活用纸年鉴，首创证券

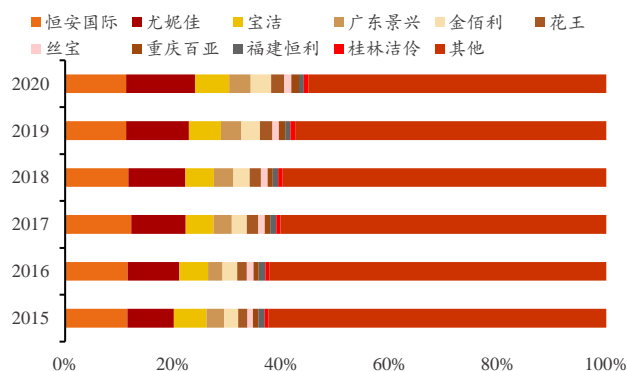
图 87 我国女性卫生用品行业规模稳定增长（亿元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

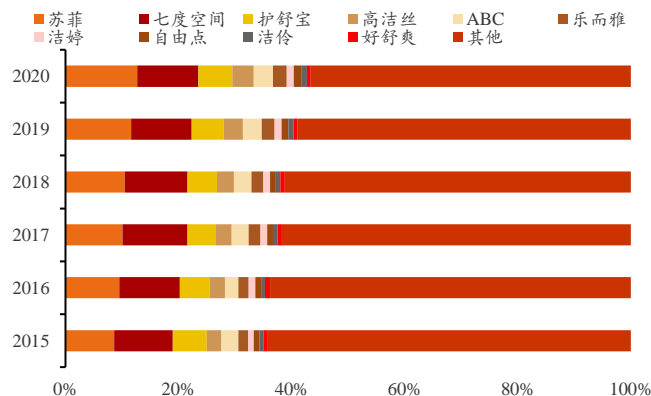
竞争格局方面，国产品牌表现出色，行业集中度提升。经过多年的发展，中国女性卫生用品市场竞争格局相对比较稳定，目前行业排名前十的企业中本土企业共有六家，分别为恒安国际、广东景兴、重庆百亚、丝宝、福建恒利、桂林洁伶。行业集中度方面，企业 CR10 由 2015 年的 37.6% 升至 2020 年的 45.0%，品牌 CR10 也由 2015 年的 35.8% 升至 2020 年的 43.4%，集中度尚有较大提升空间。

图 88 我国女性卫生用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 89 我国女性卫生用品行业竞争格局情况（品牌）

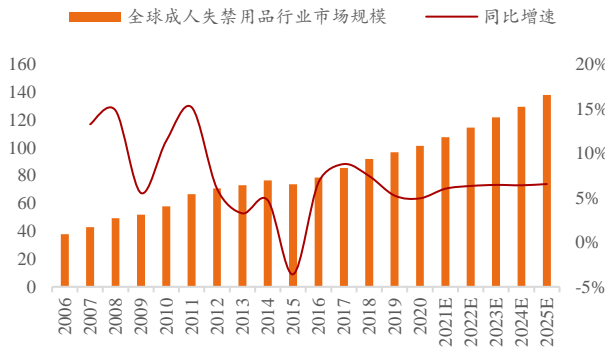


资料来源：Euromonitor，首创证券

➤ 成人失禁用品：市场规模快速扩大，前景广阔

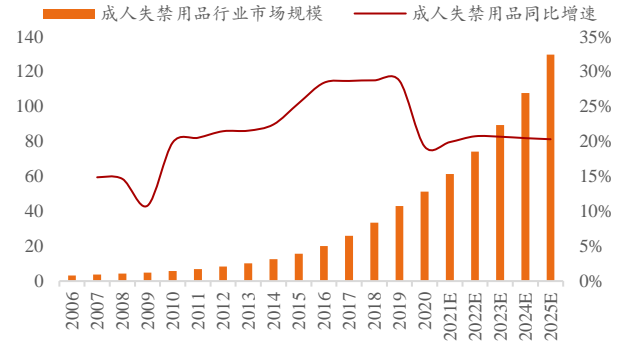
我国成人失禁用品行业仍然处于发展初期阶段，规模较小但增长迅速。根据欧睿统计数据，2020 年全球成人失禁用品行业规模达 101.43 亿美元，同比增长 4.93%，过去 10 年复合增长率为 5.77%，整体发展已经较为成熟。对比来看，我国成人失禁用品行业仍然处于发展初期，规模相对较小。2020 年我国成人失禁用品行业规模仅为 51.21 亿元人民币，但增速较快，同比增速接近 20%，过去 10 年复合增长率也高达 24.46%，显著高于全球水平。虽然目前我国成人失禁用品市场仍然处于导入期阶段，但随着老龄化人口的增长以及人们消费观念的持续升级，市场规模未来有望持续高增。根据欧睿预测数据，至 2025 年我国成人失禁用品市场有望达到 129.64 亿元，未来 5 年复合增长率约 20.42%。

图 90 全球成人失禁用品行业规模情况（亿美元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

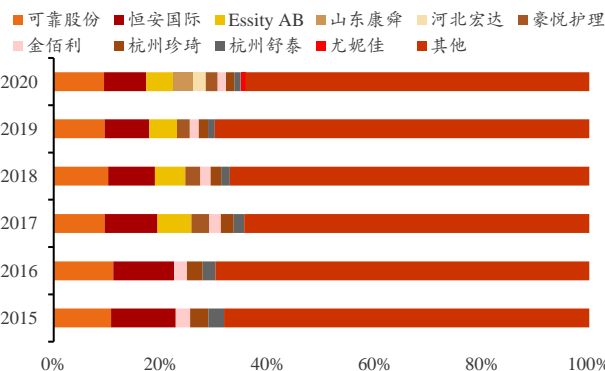
图 91 我国成人失禁用品行业增长迅猛（亿元）



资料来源：Euromonitor，首创证券

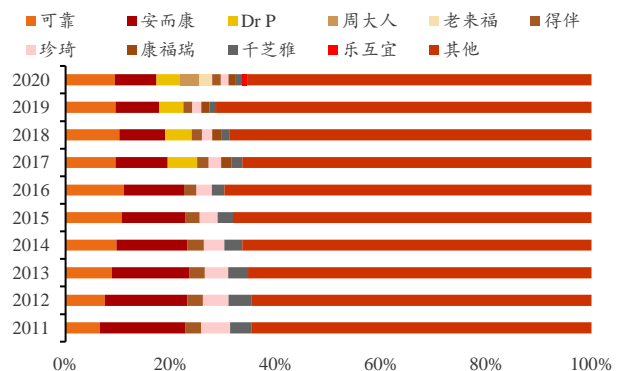
我国成人失禁用品行业较为分散，市场竞争格局尚未固化。当前我国成人失禁用品行业的主要玩家以国内企业为主，但集中度仍然较为分散，2020 年企业 CR10 合计市场份额仅为 35.80%，品牌 CR10 市场份额仅为 34.50%。以 2020 年数据来看，我国成人失禁用品行业市场份额排名前 5 位分别为可靠股份（9.4%）、恒安国际（7.9%）、Essity AB（5.0%）、山东康舜（3.7%）、河北宏达（2.4%）。然而，由于行业仍然处于发展早期阶段，竞争格局变化较快，如 2019 年市场份额排名靠前的维达国际、唯尔福集团、杏林之光、启东天成等均已经掉出 2020 年市场份额 CR10 的行列。因此，当前我国成人失禁用品行业尚未出现对市场拥有绝对话语权的龙头企业，竞争格局仍不明晰。

图 92 我国成人失禁用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 93 我国成人失禁用品行业竞争格局情况（企业）



资料来源：Euromonitor，首创证券

我们认为中国吸收性卫生用品行业未来将呈现三大发展趋势：（1）“中国质造”与渠道裂变助推国产品牌崛起。一方面，我国居民可支配收入持续稳定增长为消费升级提供基础；另一方面，渠道裂变为国产品牌迅速崛起提供重要机遇，根据欧睿零售统计数据，2006 年我国婴儿卫生用品/女性卫生用品/成人失禁用品终端销售渠道中电商占比分别为 2.5%/0.3%/1.5%，2020 年分别提升至 49.0%/26.1%/35.5%。另据阿里研究院《2020 中国消费品牌发展报告》，在阿里巴巴零售平台 16 大类消费品中，2019 年中国品牌线上市场占有率达到 72%，其中母婴及儿童用品中国品牌市场占有率超过 60%。（2）制造与品牌运营分工将长期共存，并日趋专业化。我们认为在“中国质造”与“新零售业态”双轮驱动下，吸收性卫生用品行业中偏重轻资产运营的品牌商与专注制造的代工企业将长期共存，发挥各自在产业链中比较优势共享行业发展红利。（3）产品升级为持续主题，经期裤与成人卫生用品蓝海市场空间待开启。根据阿里平台数据监测的天猫系电商平台卫生巾销售数据，裤型卫生巾销售量占比由 2019 年 11 月的 6.3%提升至 2020 年 11 月的 14.6%。我国成人失禁用品市场尚处于导入期阶段，但随着老龄化人口的增加和消费观念的改善，市场规模有望快速增长。除了老年失禁人群和重度失禁者外，孕妇、轻度失禁者的市场也有望逐渐拓展，前景广阔。建议关注自主品牌精耕细作&渠道升级的百

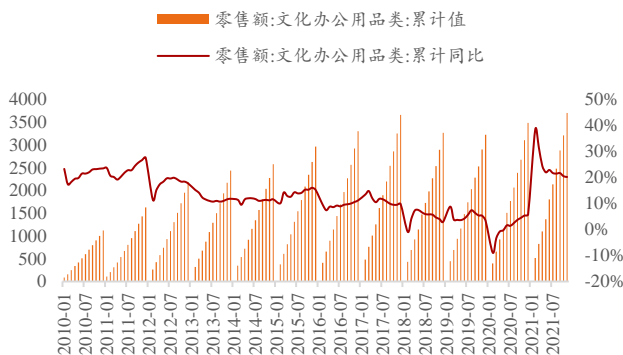
亚股份、成人失禁用品品牌力凸显的可靠股份、及豪悦护理。

2.3 文娱珠宝：消费升级持续，景气度上扬

2.3.1 文具：“双减”政策影响相对有限，“以价补量”或推动集中度快速提升

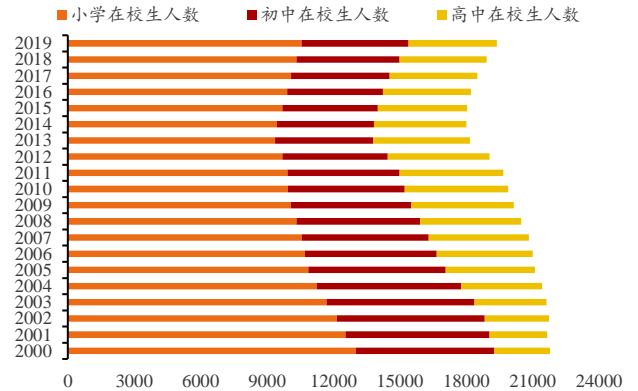
文具消费需求刚性属性显现，疫情后文具消费持续高增。2020年新冠疫情影响下学校普遍延迟开学，致使文具消费需求有所延后。2021年随着疫情影响的逐步消散，教学秩序逐渐恢复常态，前期延后需求加速释放，2021年1-11月，我国文化办公用品零售额累计达3707.20亿元，累计同比增速为20.20%，文具消费的刚性属性及需求韧性得到了进一步凸显。从中长期看，我国在校生人数已在2013年后出现拐点，2013-2019年整体规模持续增长，在一定程度上对文具消费需求提供支撑。同时，随着“二胎”“三胎”政策放开以及消费升级趋势的进一步深化，对优质环保安全的文具产品需求有望进一步提升，支撑行业高景气度得以延续。

图 94 2021 年 1-11 月文化办公用品零售额同比高增（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

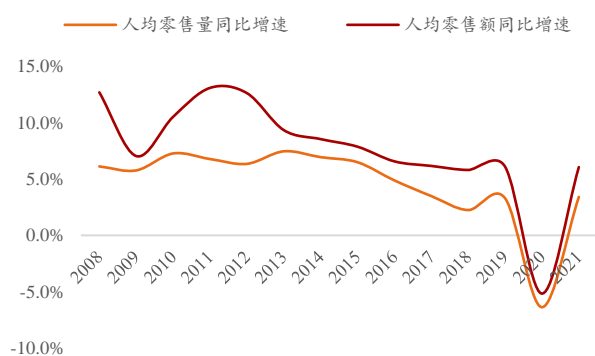
图 95 我国在校生数量自 2013 年后重回正增长（万人）



资料来源：Wind，首创证券

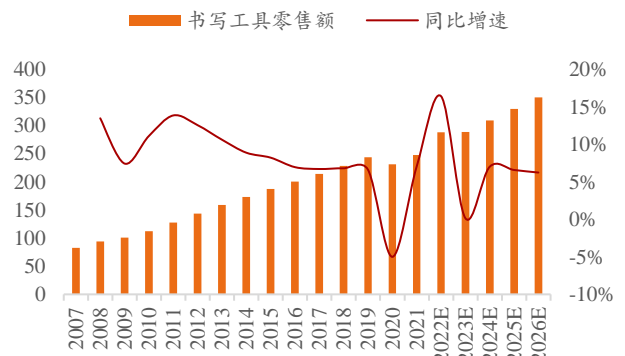
“双减”政策对我国文具行业冲击或较为有限，消费升级趋势下“以价补量”驱动行业扩容。书写工具及学生文具其消费需求偏刚性，我们认为其需求量受“双减”政策的影响相对有限。同时近年来我国书写工具人均零售额同比增速均高于人均零售量的同比增速，说明随着我国文具行业发展逐渐进入成熟阶段，行业规模扩容的主要驱动力逐渐切换为文具零售价格的提升。我们认为“以价补量”趋势将继续推动我国文具行业规模增长。根据 Euromonitor 预测数据，至 2026 年我国书写工具行业规模有望达到 349.96 亿元，未来 5 年复合增长率有望达到 7.16%。

图 96 文具人均零售量同比增速 VS. 人均零售额同比增速



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 97 我国书写工具零售额增长情况预测（亿元）

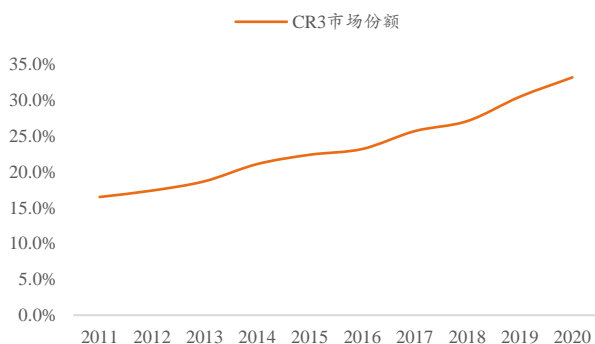


资料来源：Euromonitor，首创证券

行业集中度持续上行但与美日相比仍有差距，行业龙头市场份额有望随高档文具消费占比扩大而持续提升。我国文具行业市场集中度持续上行，CR3 市场占有率由 2011

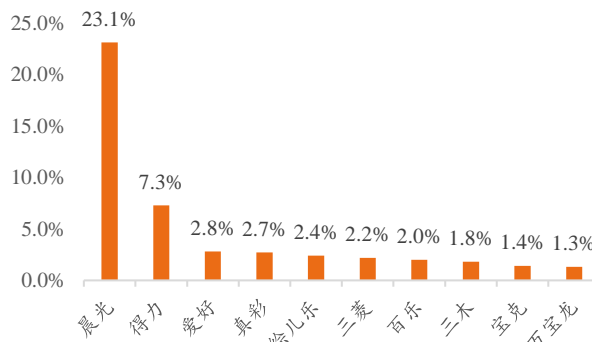
年的 16.5% 提升至 2020 年的 33.2%，但与美国 CR5 超过 70%，日本 CR2 超过 45% 的竞争格局相比，未来仍有十分广阔的增长空间。同时，我们认为当前价格逐渐成为推动我国文具行业扩容的趋势下，高档文具产品的占比有望逐渐扩大，龙头文具企业有望凭借在品牌力和产品力方面的优势进一步抢占市场份额，推动行业集中度加速提升。从品牌市场份额来看，2020 年晨光在我国零售书写工具市场中品牌占有率高达 23.1%，显著领先第二名得力（7.3%）。未来晨光文具在夯实传统文具业务的基础上，进一步在办公集采以及精品文创领域发力，其文具龙头地位有望进一步凸显。

图 98 我国文具行业市场集中度持续上行



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 99 2020 年我国零售书写工具市场品牌占有率情况



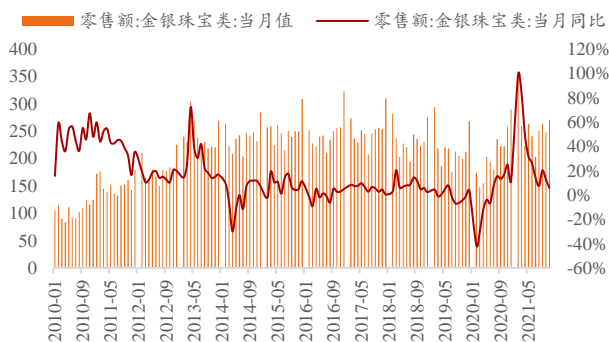
资料来源：Euromonitor，首创证券

小结：2021 年我国文具办公用品零售加速修复，文具消费需求的刚性属性及韧性得到有效凸显，我们预计“双减”政策对学生文具和书写工具的消费量影响或较为有限。同时，我们认为未来我国文具行业扩容的主要驱动力将切换为价格的增长，受此影响，高档文具用品占比有望扩大，龙头文具企业凭借突出的品牌力和产品力有望持续受益。建议关注传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的晨光文具。

2.3.2 珠宝：行业景气度疫情后快速修复，龙头渠道力疫情期间逆势提升

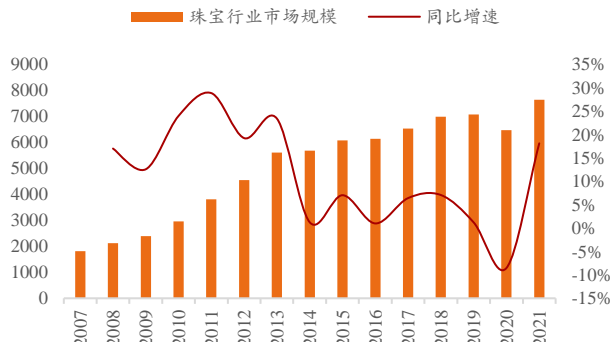
疫情后我国珠宝首饰行业景气度快速回暖，助推行业规模重回正增长。2020 年受疫情影响，部分婚庆需求被迫延期，并于今年上半年集中释放，驱动我国珠宝首饰消费快速修复，下半年则受相对高基数影响，增速端有所回落。整体来看，2021 年 1-11 月我国金银珠宝类累计零售额达 2560.77 亿元，同比+28.89%。销售端的快速修复也助推行业规模重回正增长。根据 Euromonitor 数据，2021 年我国珠宝首饰行业规模有望达 7641.74 亿元，同比+18.11%。

图 100 我国金银珠宝类零售额当月值及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 101 我国珠宝行业零售规模增长情况（亿元）

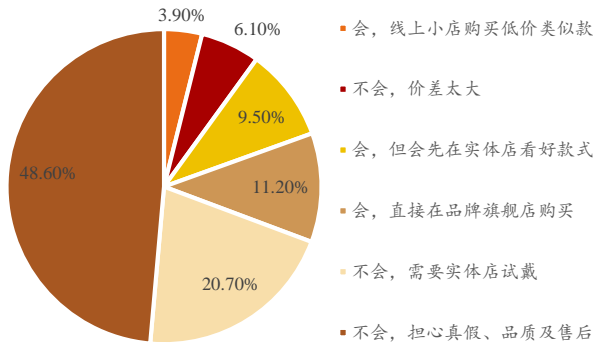


资料来源：Euromonitor，首创证券

线下渠道仍然为珠宝首饰消费的主流渠道。根据智研咨询发布的《2019-2025 年中国珠宝首饰行业市场需求预测及投资未来发展趋势报告》，约有 75.4% 的消费者仍然倾向于在线下实体店购买珠宝首饰类产品。同时，根据 Euromonitor 披露的我国珠宝首

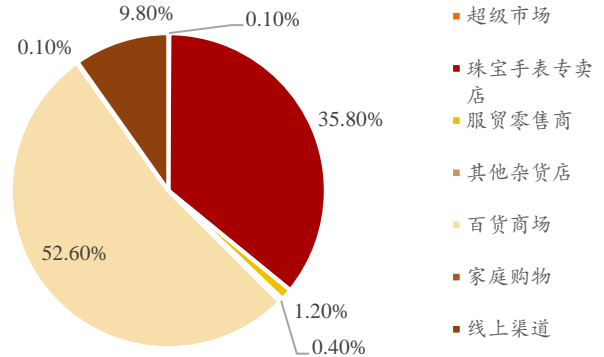
饰消费渠道结构情况，非实体门店消费占比仅不足10%，线下渠道仍然为我国珠宝首饰消费的主流渠道。

图 102 绝大多数消费者仍倾向于在线下实体店购买珠宝



资料来源：智研咨询，首创证券

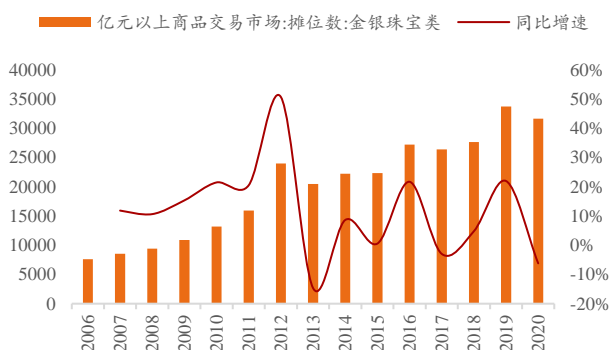
图 103 2020 年我国珠宝首饰消费渠道结构情况



资料来源：Euromonitor，首创证券

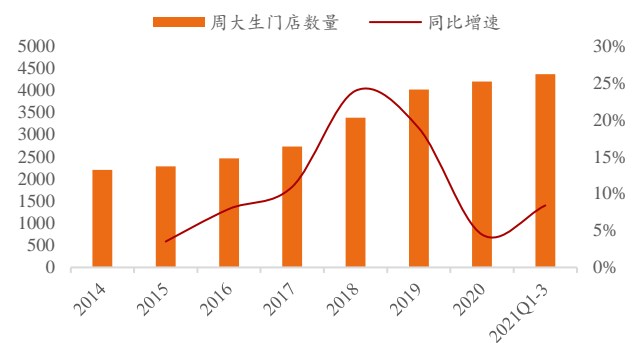
龙头企业在疫情压力下门店数量仍逆势增长，行业分化进一步凸显。疫情压力下，中小珠宝商被迫关店出清，2020年亿元以上商品交易市场金银珠宝类摊位数同比下降6.20%至31616个。龙头企业则凭借资金端优势仍能逆势开店，如周大生2020年门店净增数量虽有所下滑，但全年仍净增178家门店，并且随着疫情影响逐渐消散，其开店速率也有所回暖。我们预计市场集中度有望受疫情等因素催化下加速提升，竞争格局或得到有效优化。

图 104 亿元以上商品交易市场金银珠宝类摊位数（个）



资料来源：Wind，首创证券

图 105 周大生终端门店数量增长情况（个）



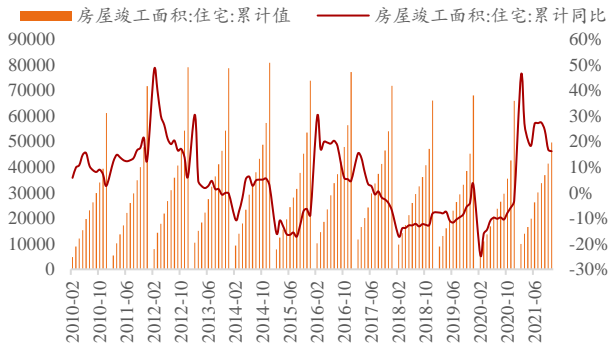
资料来源：公司公告，首创证券

2.4 其他轻工：渠道为王，数字化添翼

2.4.1 电工照明：短期行业景气度仍有支撑，盈利“剪刀差”有望带动行情反弹

短期竣工及交房面积支撑行业需求。民用电工行业主要包括用于电源连接、传输、存储、转换、控制等作用的产品，包括转换器、墙壁开关插座、断路器、配电箱、LED灯、智能门锁及浴霸等，其消费需求与房地产竣工和交房关联度较高。当前我国住宅竣工面积同比增速仍处于较高区间，11月住宅竣工面积当月同比+13.23%。同时根据我们前文测算，明年住宅交房面积累计同比增速也将维持在相对高位运行，所以我们认为从短期看，上游房地产竣工及交房增速水平较好有望使得我国民用电工产品需求及景气度维持繁荣。

图 106 住宅竣工面积累计同比增速仍处于高位（万平方米）



资料来源：Wind，首创证券

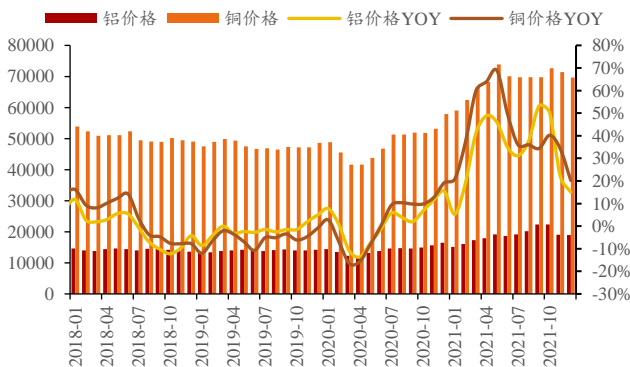
图 107 电工照明行业主要产品一览



资料来源：公牛集团招股说明书，首创证券

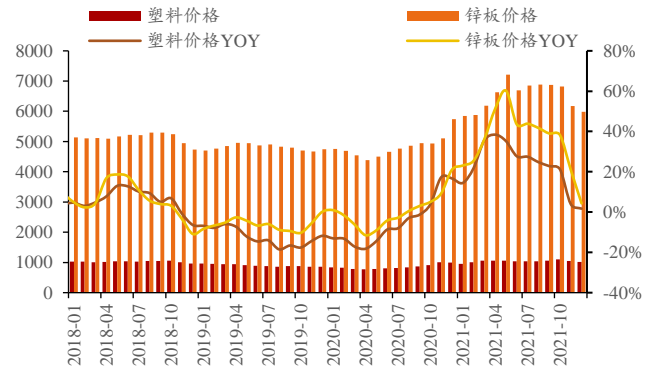
原材料价格拐点已现，盈利“剪刀差”有望带动行情反弹。电工照明行业上游原材料主要为铜材、塑料、组件、五金件、包材、电子件等。截至 2021 年 10 月中旬，我国锌价、铜价、铝价和中塑价格指数相较于今年年初分别上涨 17.6%/30.4%/55.5%/18.4%，为电工照明企业盈利能力带来较大压力，但自今年 10 月底以来，大宗原材料价格持续回落，截至目前，锌、铜、塑料等主要材料降幅均已超过两位数，成本压力有望得到有效缓解，板块盈利能力有望出现回暖。

图 108 铜、铝等原材料均价同比变动情况（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图 109 锌板、塑料等原材料价格同比变动情况（元/吨）



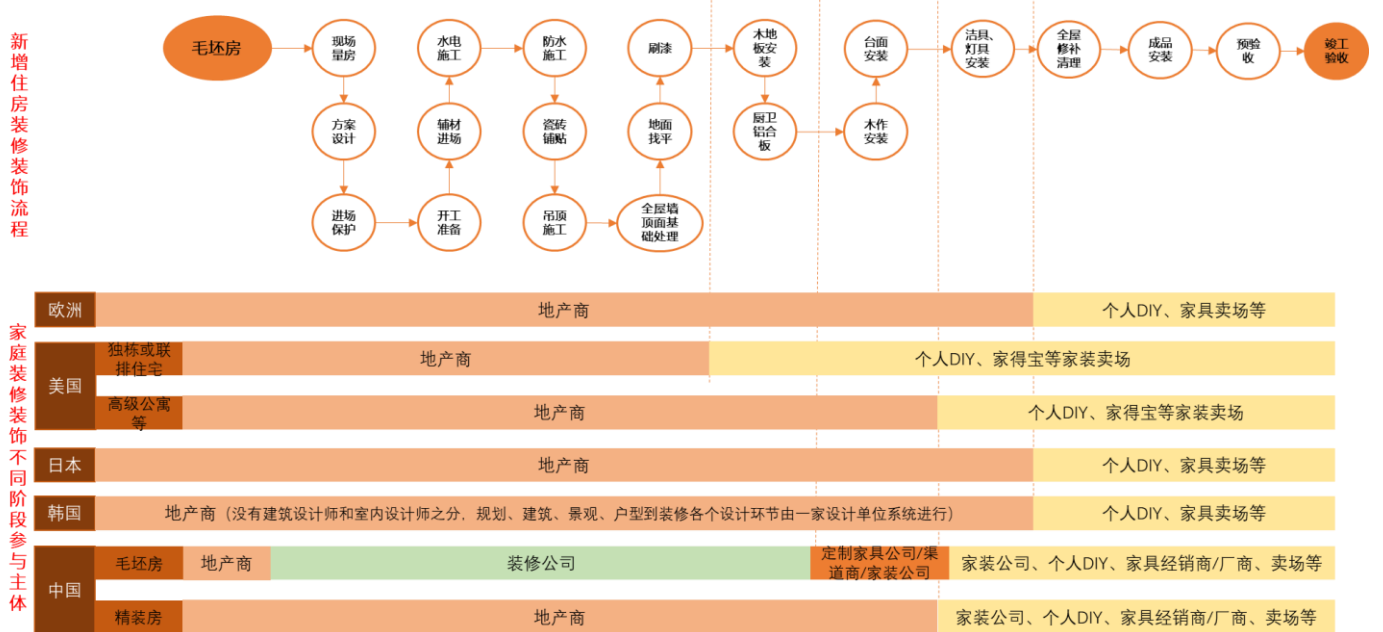
资料来源：Wind，首创证券

2.4.2 家居建材零售：专业家居建材卖场仍主导，数字化及高频消费赋能成主流

中国目前新房交付仍以毛坯房交付为主，家居家装产业主要面向 C 端消费者，除了家具卖场等流量环节，还存在大量为个体家庭装装修的家装公司，在家居产品消费流量入口方面较其他国家要分散。渠道方面，我国家具、五金及装饰材料专业市场平均营业面积提高，另据 Euromonitor 统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近 70%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。

中国住房交付模式决定家居消费流量入口分散。一般而言，新房交付形式决定家居家装需求在哪里聚集及产业的发展模式。美国、欧洲、日本、韩国等住宅产业化发展较早的国家，房屋在建设过程中以标准化样式和交付模式为主，装修与基本家居家装更多采用集中化采购，家居产品需求主要聚集在 B 端。而中国目前新房交付仍以毛坯房交付为主，家居家装产业主要面向 C 端消费者，除了家具卖场等流量环节，还存在大量为个体家庭装装修的家装公司，在家居产品消费流量入口方面较其他国家要分散。

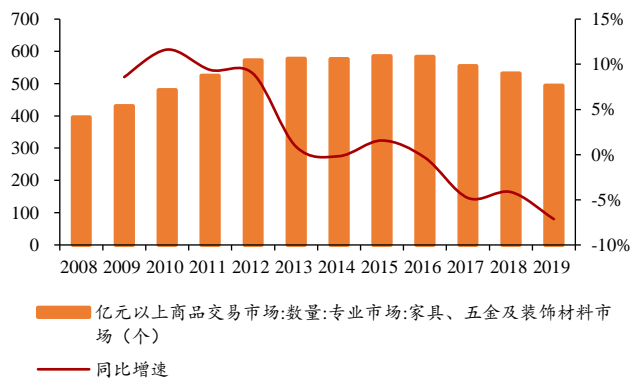
图 110 各国住宅装修装饰不同阶段参与主体比较



资料来源: 首创证券整理

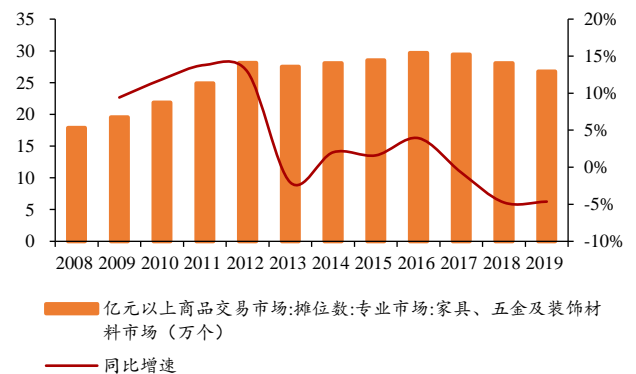
我国家具、五金及装饰材料专业市场平均营业面积提高。据国家统计局数据, 2019年我国亿元以上家具、五金及装饰材料专业市场共计 494 个, 摊位数 26.74 万个, 均同比有所下降, 但从单个市场平均营业面积来看, 呈逐年增加态势, 2019 年中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场平均营业面积 8.59 万平米, 同比增长 5.01%。

图 111 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场数量



资料来源: 国家统计局, 首创证券

图 112 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场摊位数



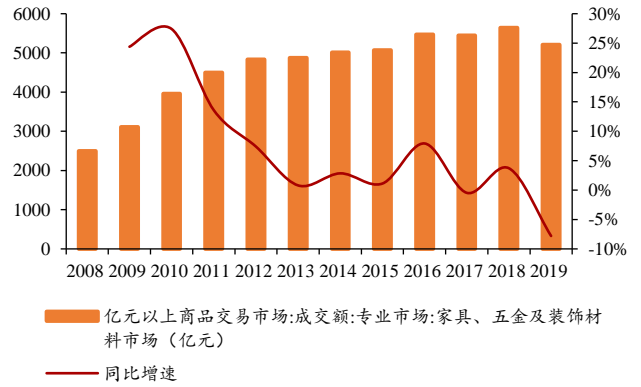
资料来源: 国家统计局, 首创证券

图 113 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场平均面积



资料来源：国家统计局，首创证券

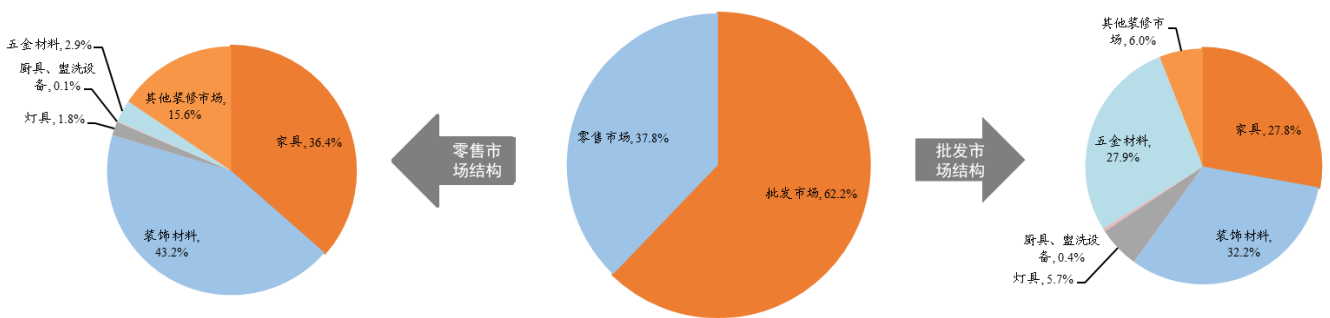
图 114 中国亿元以上家具、五金及装饰材料市场成交额



资料来源：国家统计局，首创证券

家具与装饰材料占零售额比重超六成。据国家统计局数据，2019年我国亿元以上家具、五金及装饰材料专业市场成交额5204亿元，同比下降7.8%。分品类看，家具与装饰材料市场分别实现成交额1618亿和1891亿，占比分别为31%和36%；分市场类型看，批发市场和零售市场分别实现成交额3237亿和1968亿，占比分别为62%和38%。

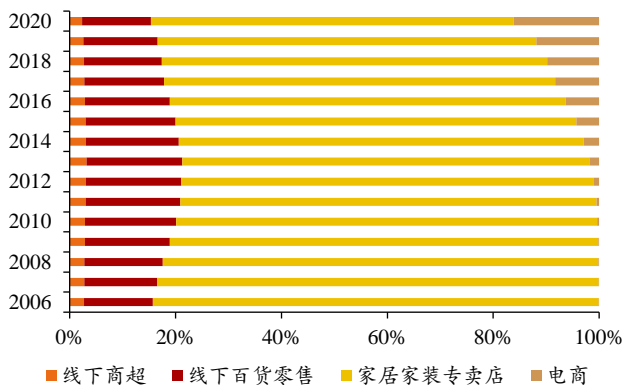
图 115 中国亿元以上商品交易市场成交额结构（2019年）



资料来源：国家统计局，首创证券

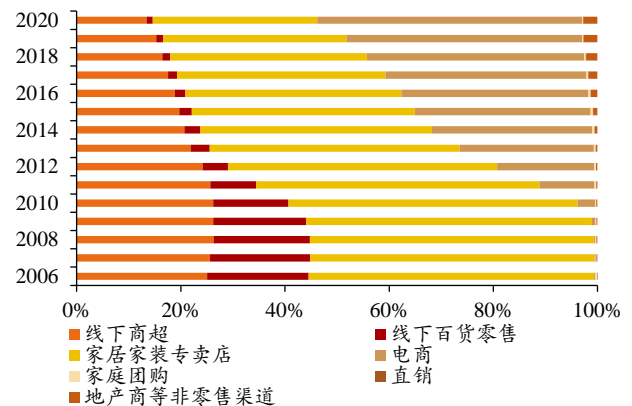
产品标准化程度、服务安装等属性决定家居装饰装修专业渠道仍占主导地位。据Euromonitor统计的零售数据，当前我国室内家居产品销售渠道结构中，家居装饰装修等专业渠道占比接近70%，虽然近年来受电商分流等影响这一渠道零售额占比呈逐年下降趋势，但仍为当前家居产品消费流量主要汇集节点。与家居相关的家电产品由于偏标准化，在生产、销售、运输、安装等关键环节具有天然优势，电商渠道逐步占据主导，电商渠道占比由2006年0.3%提升至2020年的50.8%，而同期家居家装专卖店占比由2006年的54.8%下降至2020年的35.3%。我们认为未来在标准化程度低、交付对人工依赖度较高的家居家装行业，单品类厂商或零售商在数据积累与应用方面具有一定局限，而线下专业渠道商尤其是大型连锁类家居卖场凭借一站式多品类覆盖与海量数据支撑将持续占据家居零售主导。

图 116 中国室内家具零售渠道结构



资料来源：Euromonitor，首创证券

图 117 中国家电产品零售渠道结构



资料来源：Euromonitor，首创证券

传统卖场数字化转型持续，“低频变高频”将成主流。随着上游品牌知名度提高和线下各类渠道冲击，传统卖场转型迫在眉睫。目前我国传统卖场转型方式主要有两方面：一是数字化转型，如居然之家与阿里巴巴牵手，全面深化在新零售领域的合作，打造数字化卖场，包括卖场的数字化硬件搭建、门店与线上交易的打通等；二是业态升级，“低频变高频”，用快消品、热门活动给门店带来流量，再借助设计精良的家具和生活化场景体验，激发消费者的潜在购买欲望，并提高消费者的重复购买率，如美凯龙引入餐饮、娱乐、健身等一站式生活服务，居然之家早在 2015 年起逐步于卖场引入院线、餐饮、儿童娱乐、教育、养老、健身等业务，将用户吸引和留在居然之家的场里，形成联动高频的消费触达。

3 纺织服装 2022 年投资策略：国潮趋势延续，运动鞋服与童装赛道存良机

我们关于纺织服装板块 2022 年投资策略为：国潮趋势延续，运动鞋服与童装赛道存良机。回顾 2021 年，原材料价格波动、全球范围内“新冠”疫情反复对纺织制造产业链产生一定冲击，在此过程中龙头企业表现出较强韧性；展望 2022 年，我们依旧看好运动鞋服与童装赛道投资机会。

运动鞋服：黄金赛道高景气，关注户外运动市场新机遇。近年来，国家出台了一系列政策支持体育产业的发展，充分认可体育产业对于推动国民经济发展的作用，通过多种配套保障机制促进全民体育发展。全民健身热潮助推我国运动鞋服行业高景气。国内运动服饰行业增速可观，人均花费和渗透率提升下空间可期，随着各品牌的竞争和疫情加速行业洗牌，头部品牌不断加深壁垒，其中“单聚焦、多品牌、全渠道”模式运营的安踏体育优先受益，同时建议关注运动鞋代工龙头华利集团，以及受益大众健身热潮持续的申洲国际、李宁、特步国际等。

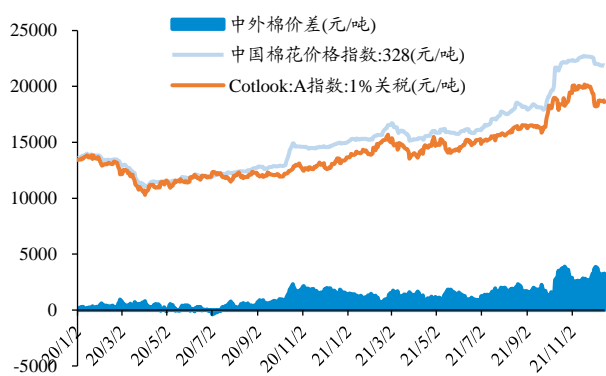
童装：“量”“价”齐升驱动行业增长，龙头集中度有望继续提升。从“量”的角度看，一方面我国人口基数大，尽管近年来出生率有所下滑，每年的新出生人数依然在 1000 万人以上，“二孩”“三孩”政策亦为出生人数提供支撑，另一方面，“4+2+1”的家庭结构和“优生优育”的理念提高了儿童的家庭地位，童装消费频次提升；从“价”的角度看，85 后和 90 后新生代消费者对生活品质有更高的追求，价格敏感度较低，愿意为品牌和品质支付更高的溢价。在“量”和“价”的双重驱动下，童装市场规模仍有可观的增长空间。从行业格局来看，童装市场集中度较低，仅巴拉巴拉品牌以 7.5% 的市占率排名第一，领先优势明显。未来，龙头企业有望凭借着品牌美誉度、性价比优势和产品的设计创新继续巩固优势，提升市场份额。建议关注童装市占率居前的森马服饰及品牌与渠道优势突出的稳健医疗。

3.1 复盘 2021：出口景气，内销复苏

3.1.1 生产：原材料价格上涨压缩纺企盈利空间，龙头企业展现业绩弹性

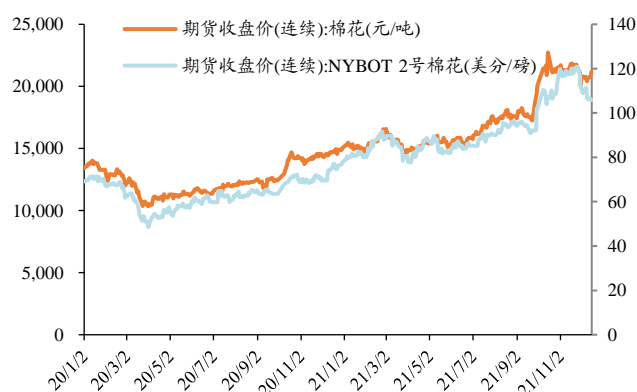
原材料价格上涨压缩纺企盈利空间，龙头业绩弹性较强。受上游能源价格及供需关系影响，今年以来棉花价格持续走高，11月达到高位后略有回落，棉价上行同时带动了纱线、坯布价格的上涨。考虑到疫情影响减弱后消费需求上升，供给端受成本抑制预计不会明显放量，短期内棉价仍有支撑。今年以来棉价上涨使棉纺企业在成本端面临一定压力，第三季度毛利率同比显著下降。但棉纺龙头企业具备较高的业绩弹性，一方面巨大的产能规模优势使其能够部分消化成本上涨带来的压力，另一方面优于同业的品质和交期使其向下游订单转嫁成本的能力更强，同时棉纺龙头提前进行棉花储备，短期内受棉价上涨的影响相对较小。

图 118 2019 年以来棉花价格走势



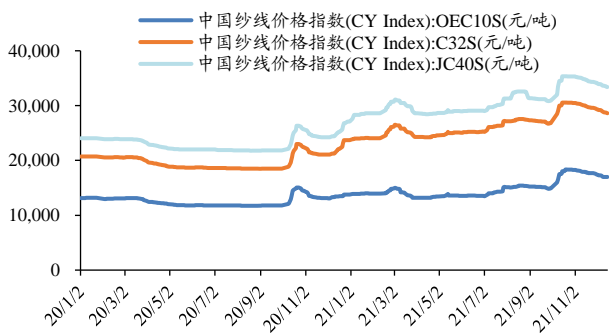
资料来源：Wind，首创证券

图 119 2019 年以来棉花期货价格走势



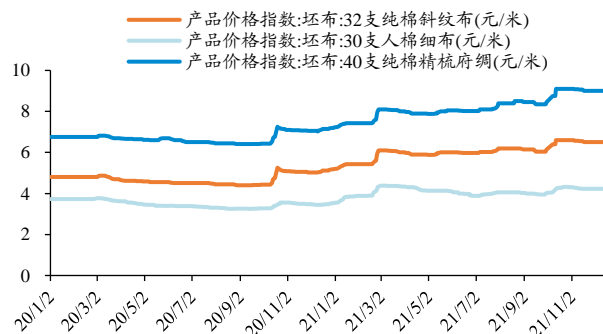
资料来源：Wind，首创证券

图 120 2019 年以来纱线价格走势



资料来源：Wind，首创证券

图 121 2019 年以来坯布价格走势



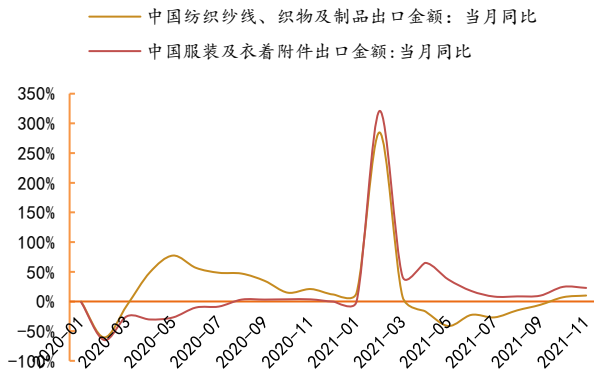
资料来源：Wind，首创证券

3.1.2 出口：越南订单回流，纺织服装出口景气度高

越南订单回流，短期内纺织服装出口景气度有望持续。今年 1-3 月我国纺织服装出口强势增长，主要受去年同期低基数影响。4-7 月在高基数下增速转负，但较 2019 年同期仍有显著增长。7 月以来东南亚地区尤其是越南等地新冠确诊人数爆发式增长，部分工业重镇省市实施“三就地”政策致使工厂停工停产，而国内疫情防控成效显著，部分东南亚订单回流至中国，8 月以来我国纺织服装出口景气度保持较高水平。根据海关总署数据，1-11 月我国纺织品出口额 1309 亿美元，同比下降 7.5%，服装出口额 1544 亿美元，同比增长 25.1%，其中 11 月，我国纺织品出口额 132 亿美元，同比增长 10%，服

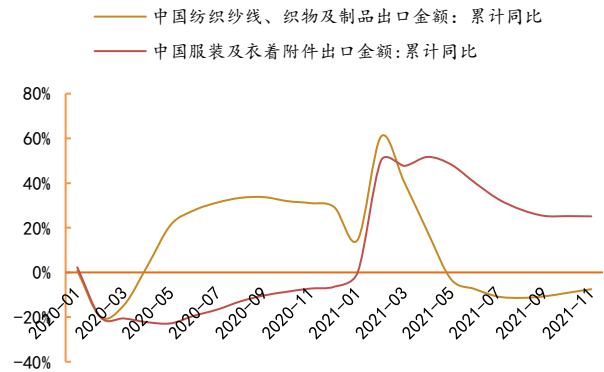
装出口额 154 亿美元，同比增长 22.8%。由于东南亚疫情暂未得到有效控制，短期内预计我国纺织服装出口高景气将持续，但随着疫苗普及率提升、复工复产逐步推进，预计出口订单将向东南亚转移。

图 122 中国纺织服装出口额当月同比增速



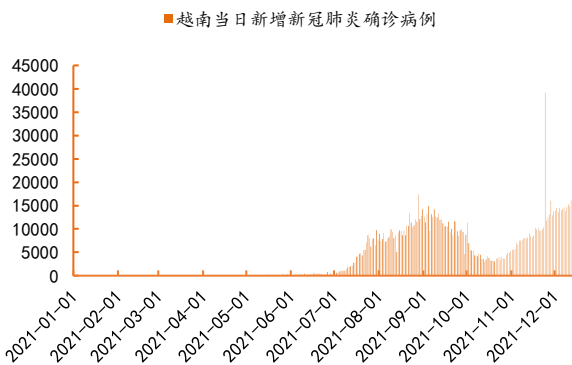
资料来源：Wind，首创证券

图 123 中国纺织服装出口额累计同比增速



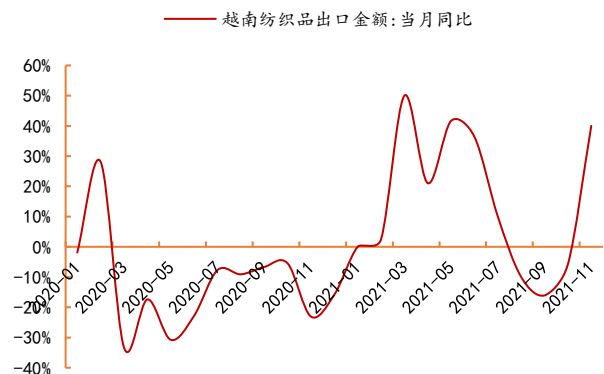
资料来源：Wind，首创证券

图 124 越南每日新增新冠肺炎确诊人数



资料来源：Wind，首创证券

图 125 越南纺织品出口金额当月同比增速

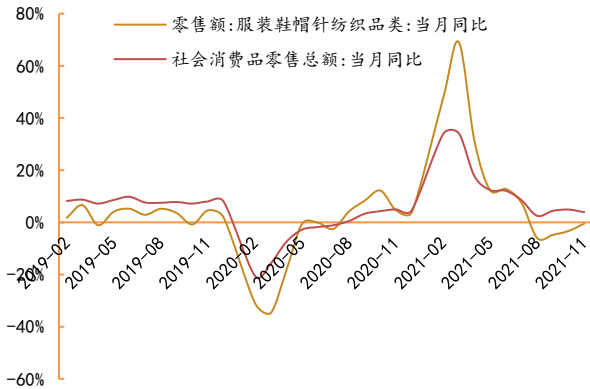


资料来源：Wind，首创证券

3.1.3 内销：服装零售实现恢复性增长，疫情致使下半年增速回落

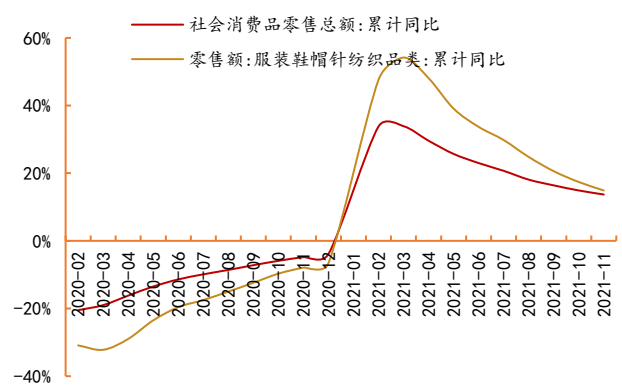
2021 年我国纺织服装消费复苏态势较好，下半年增速回落。根据国家统计局数据，1-11 月我国纺织服装零售额同比增长 14.9%，其中 11 月零售额同比下降-0.5%。今年以来我国纺织服装消费复苏势头良好，下半年受多重因素影响增速回落。具体来看，上半年纺织服装消费复苏明确，单月同比增长均保持在双位数水平。第三季度以来受国内疫情局部反复、自然灾害及气温偏高多重因素影响，7 月纺织服装零售额增速降至 7.5%，8-10 月均呈现负增长。10 月以来受寒潮影响，多地降温幅度较大，纺织服装零售额降幅收窄至 11 月的-0.5%。预计短期内冷冬天气将持续，进一步提振冬装消费，对于冬装销售占比较大的服装企业，四季度有望取得较好销售表现。

图 126 2020 年至今纺织服装/社零总额当月同比



资料来源: Wind, 首创证券

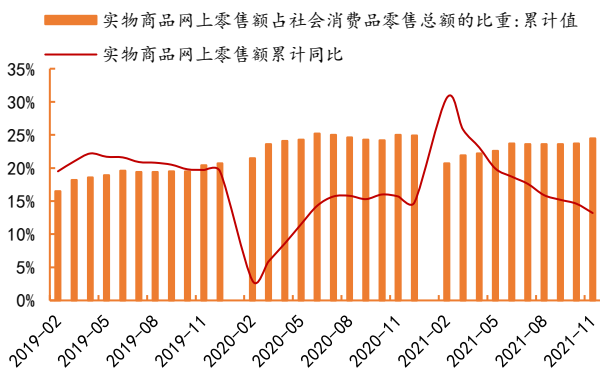
图 127 2020 年至今纺织服装/社零总额累计同比



资料来源: Wind, 首创证券

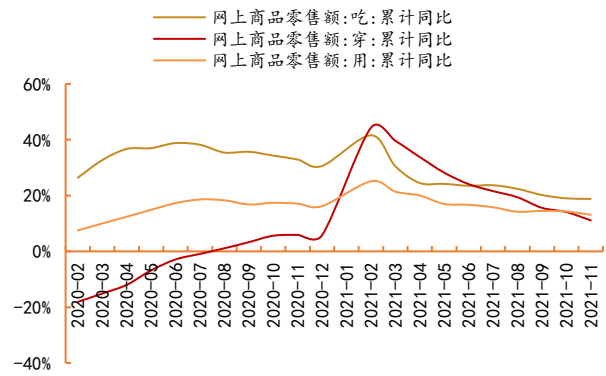
疫情影响下, 网上零售额占社零总额比重显著提升。疫情对消费习惯产生了深远影响, 线下消费向线上消费转移的趋势明确, 实物商品网上零售额占社零总额的比重由 2019 年的 20.7% 提升至今年的 24.5% (1-11 月累计)。从穿类网上商品零售额来看, 1-3 月穿类商品网上消费强势增长, 下半年增速明显回落。

图 128 2019 年以来实物商品网上零售额占比及累计同比



资料来源: Wind, 首创证券

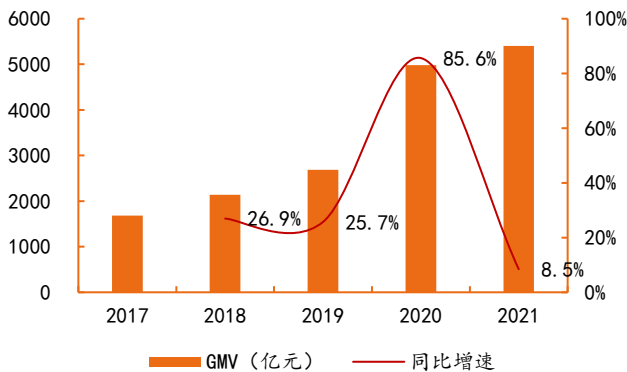
图 129 2020 年以来网上商品零售额分品类累计同比



资料来源: Wind, 首创证券

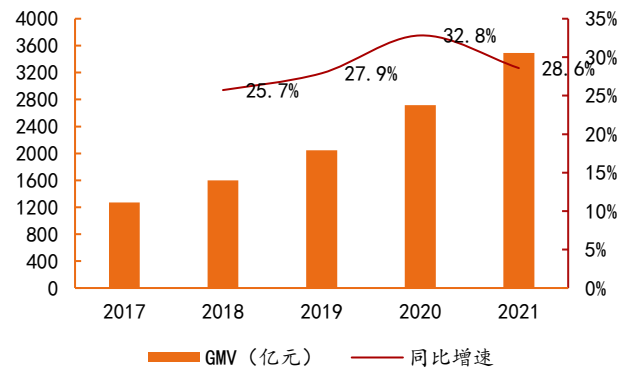
传统电商平台增速放缓, 消费回归理性。根据网经社数据, 2021 年双十一全网交易额为 9651 亿元, 同比增长 12.22%。其中天猫平台实现交易额 5403 亿元, 同比增长 8.45%; 京东平台交易额超 3491 亿元, 同比增长 28.58%, 两大交易平台合计占据 95% 的份额。天猫平台双十一成交额增速显著放缓, 我们认为主要由于: (1) 消费者回归理性, 低价对消费的促进作用减弱; (2) 新兴电商平台崛起, 对传统电商造成分流; (3) 打折促销活动常态化, 消费行为的时间分布较以往更为均匀。基于此, 服装龙头一方面改变了往日的折扣和低价的策略, 以品质更好和设计更优的产品构建壁垒。在此背景下, 具备完善的供应链体系、雄厚的资金实力以及高于同业的研发设计能力的龙头品牌将得到更多流量的青睐, 从而加速竞争格局的分化。尽管电商全平台增速放缓, 具备优质产品力的龙头品牌依然取得了靓丽表现, 远超行业增速。

图 130 天猫双十一成交总额及同比增速



资料来源：网经社，首创证券

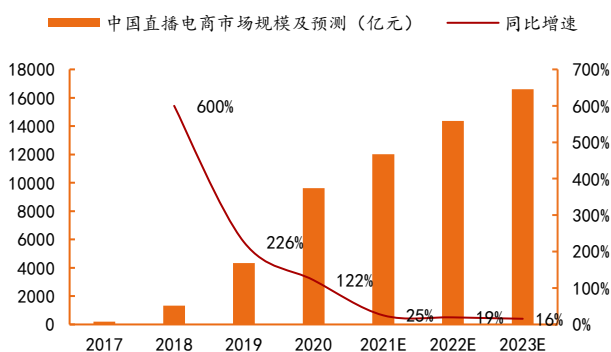
图 131 京东双十一成交总额及同比增速



资料来源：网经社，首创证券

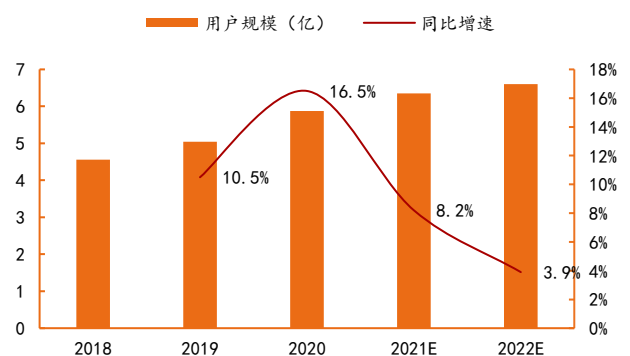
直播电商热度持续，品牌自播营销加码。直播电商行业自 2019 年迅速崛起，根据艾媒咨询数据，2020 年我国直播电商市场规模达到 9610 亿元，同比增长 122%，2021 年预计超过 1.2 万亿元。直播平台头部主播流量集中，但主播所要求的商品超低价和流量费用抽成也压缩了品牌的盈利空间。面对传统电商流量红利消失和 KOL 直播分立的双重压力，今年以来，各服装企业纷纷加大品牌自播力度，通过优质品牌内容激发用户需求，将流量转化成消费力。

图 132 中国直播电商市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，首创证券

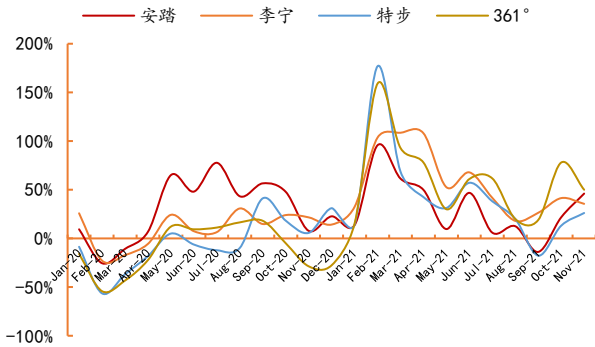
图 133 中国在线直播行业用户规模及增长率



资料来源：艾媒咨询，首创证券

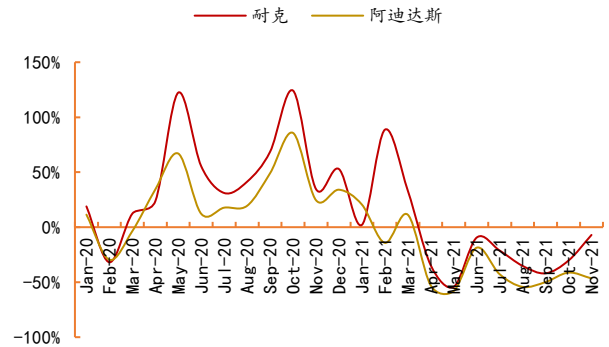
“新疆棉”事件短期影响料将消退，国潮崛起长期趋势具备确定性。2021 年 3 月下旬，“新疆棉”事件爆发，部分国际品牌的抵制行为激发大众爱国热情，支持国产品牌的热潮再达新高度。根据魔镜等第三方平台统计数据，自今年 4 月起，Nike 和 Adidas 品牌在天猫淘宝平台的月销售额同比大幅下降，而国产运动品牌则维持着高景气度。同时，由于东南亚疫情使得国际运动龙头供应链紧张，新品缺货问题使国际品牌销售承压。7 月鸿星尔克为灾区捐款迅速出圈，消费者纷纷自发“野性消费”，再次验证了国潮崛起的趋势。从短期来看，“新疆棉”事件的影响逐渐消退，Nike 在天猫淘宝渠道的同比跌幅已大幅收窄；从长期来看，我国居民文化自信和民族自信将有力支撑国潮趋势的延续，国产品牌增速向上趋势不改。

图 134 各国产运动品牌天猫淘宝月销售额同比增速



资料来源：魔镜，萝卜投资，首创证券

图 135 Nike&Adidas 天猫淘宝月销售额同比增速



资料来源：魔镜，萝卜投资，首创证券

国产品牌在产品力和渠道运营方面已有明显提升。从渠道方面看，面对疫情和其他外部风险事件对零售业态的影响，龙头企业更加注重以消费者为导向提升门店运营效率。具体措施包括：直面消费者模式转型、线上线下业务协同、渠道扁平化、数字化赋能存货管理、完善会员体系及会员服务、门店形象升级等。以安踏、李宁为代表的国内运动龙头企业在渠道改革和精细化运营上展现出强大的执行力，渠道改革成果有望持续赋能业绩表现。从产品力看，随着国产品牌在研发创新领域的持续投入，搭载最新科技成果的明星产品已经逐步实现高端化。以李宁为例，2019 年李宁发布创新中底技术--䨻科技，相比传统材料，大幅降低中底重量，显著提高回弹性能，并且拥有更长的使用期限，较大地提升了产品功能性。搭载李宁䨻科技的相关产品的售价也达到了千元以上。

图 136 李宁部分明星产品展示

款式	篮球鞋		竞速跑鞋		
应用场景	篮球鞋		竞速跑鞋		
款式	韦德之道9	驭帅XIII	飞电2.0 ELITE	飞电CHALLENGER	绝影Essential
搭载科技	李宁䨻科技、LIGHT FOAM、碳纤维板	碳纤维板、李宁䨻科技	李宁䨻科技、GCU LOC、COOL SHELL、全掌碳纤维板	李宁䨻科技、GCU LOC、COOL SHELL、全掌碳纤维板	李宁䨻科技、COOL SHELL、李宁弼科技、LIGHT FOAM
上市日期	2020Q2	2021Q3	2020Q3	2020Q3	2021Q1
官方售价	1199元	1099元	2099元	1299元	899元

资料来源：李宁官网，首创证券

3.2 展望 2022：高景气赛道增长空间可期，优质制造龙头壁垒深厚

3.2.1 运动鞋服行业：黄金赛道高景气，关注户外运动市场新机遇

政策支持促进体育产业快速发展。近年来，国家出台了一系列政策支持体育产业的发展，充分认可体育产业对于推动国民经济发展的作用，通过多种配套保障机制促进全民体育发展。2019 年我国体育产业总规模达到 2.95 万亿元，其中 2014-2019 年 CAGR 为 16.8%。2021 年国务院印发《全民健身计划（2021—2025 年）》，明确提出到 2025 年，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%（2020 年为 37.2%），全国体育产业总

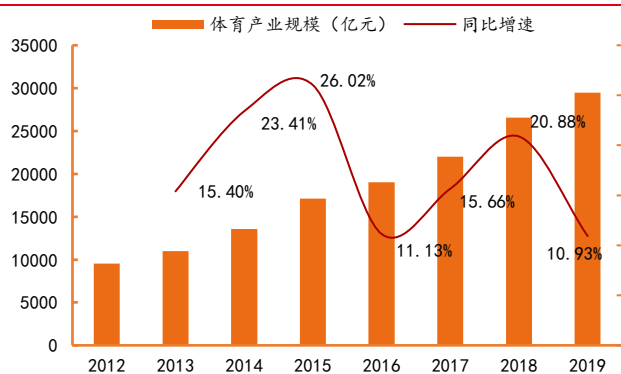
规模达到5万亿元（依此测算2019年-2025年体育产业总规模CAGR为9.2%）。运动鞋服作为体育产业的重要组成部分也将充分享受行业增长红利。

表 8 2011-2021 年部分国家体育产业政策

政策名称	发布时间	主要目标
《全民健身计划（2011—2015年）》	2011年2月	经常参加体育锻炼人数进一步增加，每周参加体育锻炼活动不少于3次、每次不少于30分钟、锻炼强度中等以上的人数比例达到32%以上，比2007年提高3.8个百分点。
《体育产业“十二五”规划》	2011年4月	继续保持体育产业快速发展，增加值以平均每年15%以上的速度增长，到“十二五”末期，体育产业增加值超过4000亿，占国内生产总值的比重超过0.7%，从业人员超过400万，体育产业成为国民经济的重要增长点之一。
《国务院关于加强发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014年10月	到2025年，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。
《体育产业发展“十三五”规划》	2016年5月	到2020年体育产业总规模超过3万亿，从业人员数超过600万人、体育服务业增加值占比超过30%，体育消费额占人均居民可支配收入比例超过2.5%。
《全民健身计划（2016—2020年）》	2016年6月	到2020年，每周参加1次及以上体育锻炼的人数达到7亿，经常参加体育锻炼的人数达到4.35亿，体育消费总规模达到1.5万亿元，全民健身成为促进体育产业发展、拉动内需和形成新的经济增长点的动力源。
《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016年10月	到2025年，基本形成布局合理、功能完善、门类齐全的健身休闲产业发展格局，总规模达到3万亿元。
《进一步促进体育消费的行动计划（2019—2020年）》	2019年1月	到2020年，全国体育消费总规模达到1.5万亿元，人均体育消费支出占消费总支出的比重显著上升，体育消费结构更为合理。
《健康中国行动（2019—2030年）》	2019年7月	力争到2022年和2030年，学校体育场地设施开放率超过70%和90%，农村行政村体育设施覆盖率基本实现全覆盖和覆盖率100%，鼓励个人每周进行3次以上、每次30分钟以上中等强度运动。
《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》	2021年2月	力争到2023年助力2022北京冬奥会和实现“带动三亿人参与冰雪运动”目标。
《全民健身计划（2021—2025年）》	2021年7月	到2025年，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，县（市、区）、乡镇（街道）、行政村（社区）三级公共健身设施和社区15分钟健身圈实现全覆盖，每千人拥有社会体育指导员2.16名，带动全国体育产业总规模达到5万亿元。

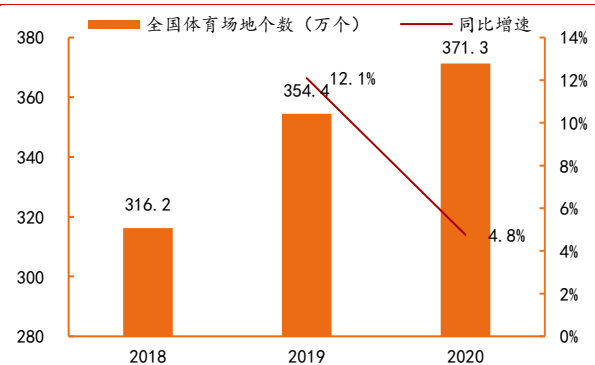
资料来源：国家体育总局，首创证券

图 137 全国体育产业规模及同比增速



资料来源：国家统计局，首创证券

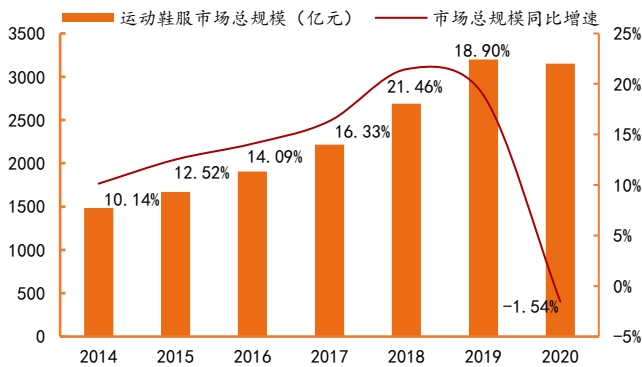
图 138 全国体育场地数量



资料来源：国家统计局，首创证券

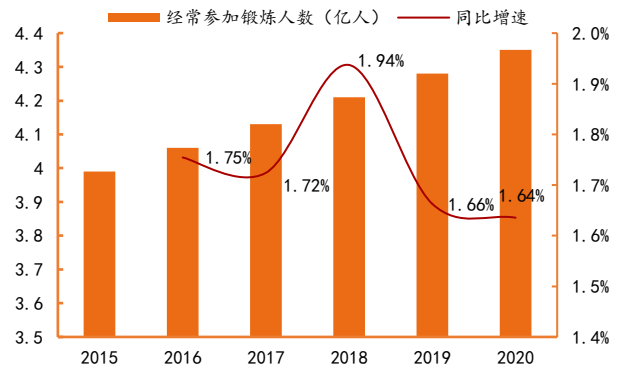
全民健身热潮助推我国运动鞋服行业高景气。随着体育产业的快速发展叠加大众健康意识不断加强，居民体育锻炼的参与率显著提升。2020年我国经常参加锻炼人数达到4.35亿人，预计于2025年超过5亿人，这一群体的壮大也为运动鞋服的消费需求提供了人群基础和增长潜力。根据Euromonitor数据，2014年-2019年我国运动鞋服市场总规模CAGR为16.6%，2020年受疫情影响同比小幅下降1.5%至3150亿元。尽管国内运动鞋服人均消费金额呈现逐年增长趋势，但与主要发达国家相比仍有很大差距，未来随着体育健身人群的不断壮大以及人均收入水平的不断提升，我国运动鞋服市场仍有广阔的增长空间。

图 139 我国运动鞋服行业市场总规模及同比增速



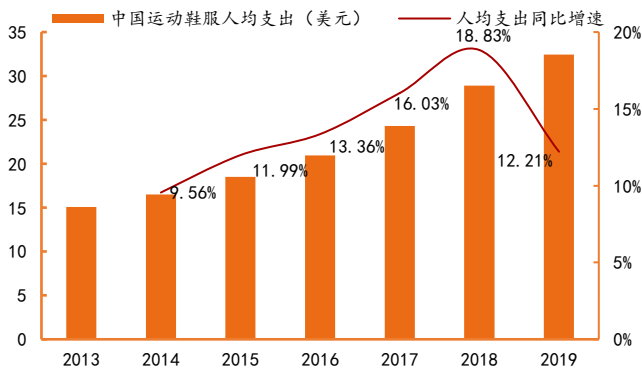
资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 140 2015-2020 年经常参加锻炼人数



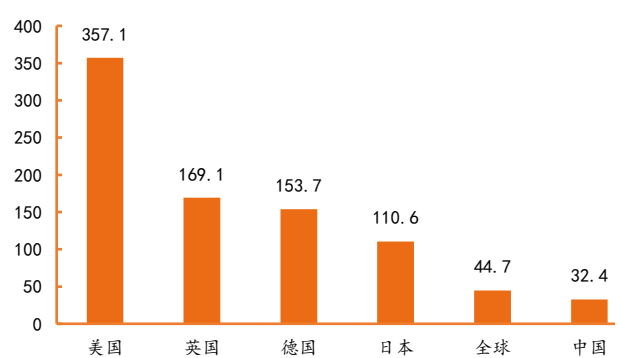
资料来源: 国家体育总局, 首创证券

图 141 我国运动鞋服人均支出



资料来源: 前瞻产业研究院《2020年中国运动服饰行业市场现状及发展前景分析》, 首创证券

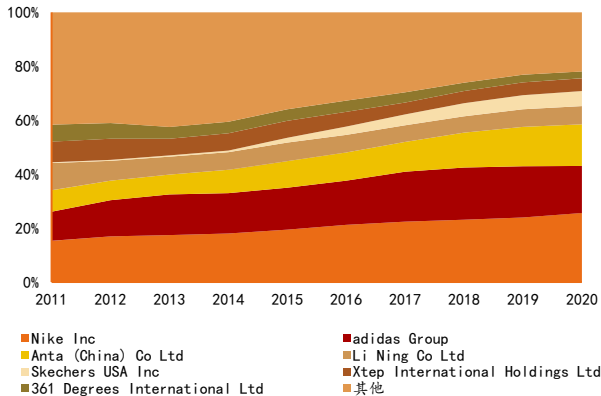
图 142 2019 年全球主要国家运动鞋服人均支出 (单位: 美元)



资料来源: 前瞻产业研究院《2020年中国运动服饰行业市场现状及发展前景分析》, 首创证券

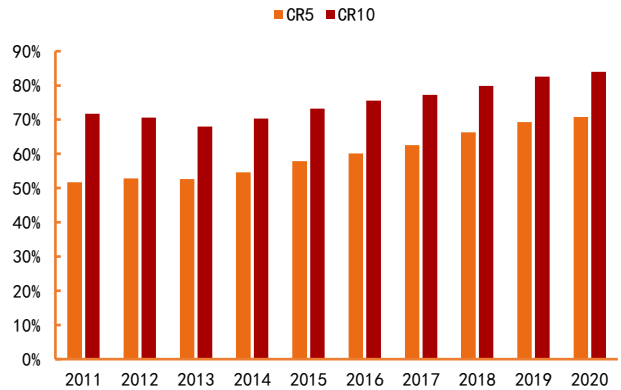
运动鞋服市场集中度高,两超多强格局稳定。2011-2020年,中国运动鞋服市场CR10从71.7%提升至84%,其中Nike与Adidas两大海外运动巨头合计占据超过40%的市场份额,凭借其强大的营销资源和产品力占据绝对优势。国产运动品牌由于早期的同质化竞争和库存高企问题,在面临国际品牌竞争时一度出现了明显的市场份额萎缩。国产龙头安踏通过多品牌战略成功驱动业绩高速增长,李宁通过产品创新和国潮风尚实现品牌形象升级,近年来市占率均逐年提升,2020年合计占据超20%的市场份额。除此之外,斯凯奇在2011-2018年乘运动休闲之风,在当时中档价位运动品牌竞争空缺的契机下实现了市场份额的迅速扩张。

图 143 2011 年-2020 年国内运动鞋服市场主要企业市占率



资料来源: Euromonitor, 首创证券

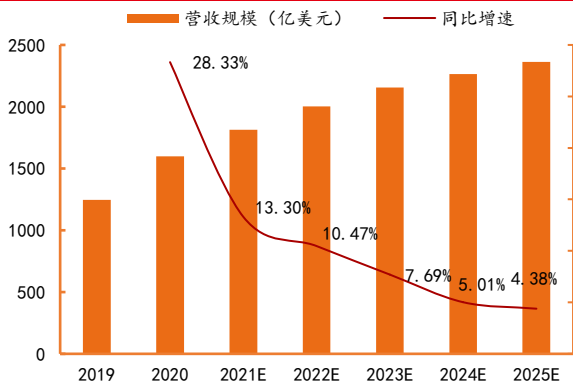
图 144 2011 年-2020 年中国运动鞋服市场集中度变化情况



资料来源: Euromonitor, 首创证券

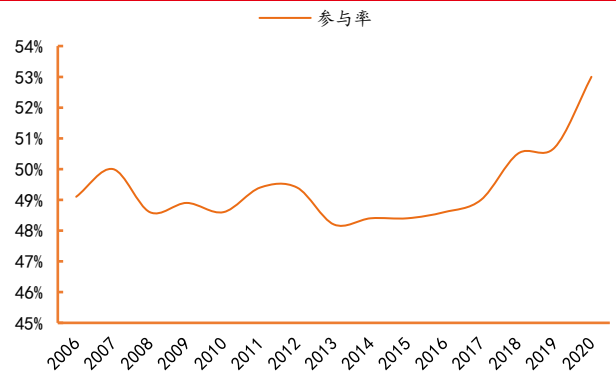
我国户外运动市场蓝海空间存机遇。根据 Statista 数据, 2020 年全球户外用品行业总营收接近 1600 亿美元, 同比增长 28.3%; 预计到 2025 年将达 2363.4 亿美元, CAGR5=8.1%。从渗透率来看, 受益于自然环境与社会传统优势欧美地区户外运动参与率较高, 美国户外行业协会数据显示, 2020 年美国户外运动参与率已达到 53%。**中国户外运动用品市场发展较快, 市场需求尚待释放。**受经济发展、生活质量提升及运动生活习惯进一步养成等因素影响, 我国户外运动用品市场规模增长较快。2019 年国内户外用品市场零售总额为 250 亿元, CAGR10=17.8%。从渗透率来看, 根据中国登山协会数据, 2018 年我国泛户外运动人口为 1.45 亿, 占比 10.3%; 参与登山、攀岩、徒步等户外专业运动的人口总数约为 6000 万, 占比 4.3%, 远低于欧美发达国家接近 50% 的参与比例; 从人均消费金额来看, 根据华经产业研究院数据, 国内户外运动产品年度人均消费低于 20 元, 较欧美 300-800 元的水平相比市场需求尚待释放, 可挖掘潜力巨大。

图 145 2019-2025 年全球户外用品行业营收规模及增速



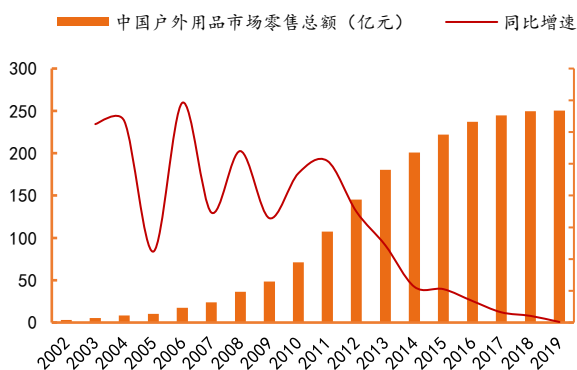
资料来源: Statista (转引自华经产业研究院《2020 年户外运动行业发展现状分析, 国内市场集中度有望继续提升》), 首创证券

图 146 2006-2020 年美国户外运动参与率



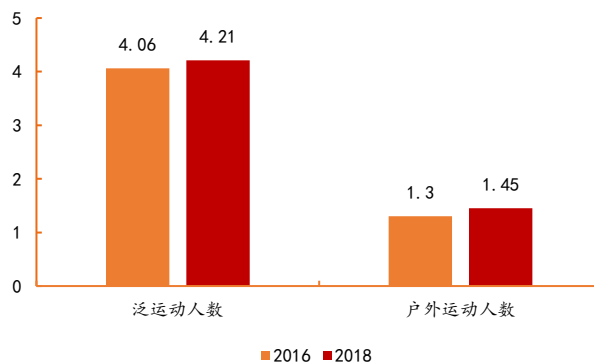
资料来源: 美国户外行业协会 (转引自华经产业研究院《2020 年户外运动行业发展现状分析, 国内市场集中度有望继续提升》), 首创证券

图 147 2002-2019 年中国户外用品市场规模



资料来源: COCA《中国户外用品 2019 年度市场调查报告》(转引自浙江自然招股说明书), 首创证券

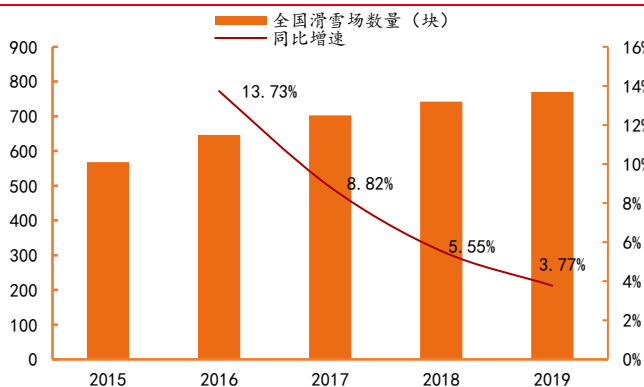
图 148 我国泛运动人数及户外运动人数对比 (单位: 亿人)



资料来源: 国家体育总局, 中国登山协会, 首创证券

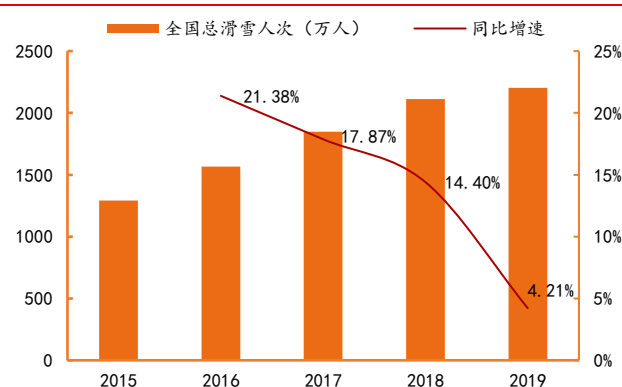
户外运动的参与人群不断壮大。随着人均收入水平的不断提升, 人们的业余生活逐渐丰富, 个性化和差异化诉求得以彰显, 小众运动逐渐兴起。考虑到国内人口的高基数, 小众运动亦具备广阔的发展空间。以滑雪运动为例, 2015-2019 年, 全国滑雪场数量由 568 块增加至 770 块, 累计增长 35.6%; 全国滑雪总人数从 1291 万人增长至 2202 万人, 复合增长率达到 14.28%。截至 2019 年底, 迪卡侬 Wed'ze 滑雪品牌在中国连续五年持续增长, 成人和儿童滑雪服系列的销量超过 150 万件。GOSKI 雪具线下零售机构冷山 18/19 雪季销售额达到 9000 万, 年增长率为 20%。

图 149 2015-2019 年全国滑雪场数量及同比增速



资料来源: 《中国滑雪产业白皮书 (2019)》, 首创证券

图 150 2015-2019 年全国总滑雪人次及同比增速



资料来源: 《中国滑雪产业白皮书 (2019)》, 首创证券

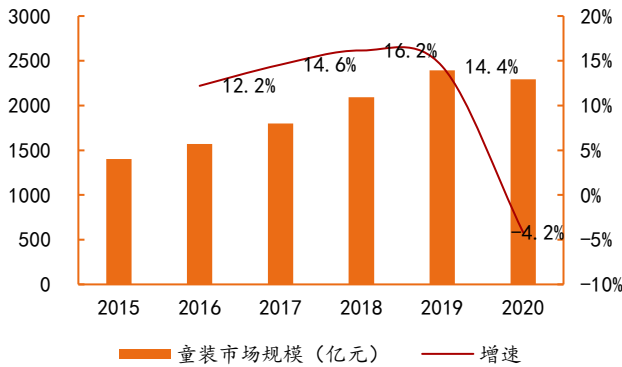
冬奥会契机下, 上市公司纷纷布局户外冰雪运动市场。具体来看, 12 月 2 日, 波司登发布公告, 与德国奢华运动时尚品牌 Bogner 成立合资公司, 进军冰雪运动市场; 11 月 23 日, 三夫户外发布公告, 与国家体育总局冬季运动管理中心签署 X-BIONIC 赞助协议; 9 月 1 日, 亚玛芬体育 (安踏体育与投资者财团成立联营公司控股) 旗下户外品牌 Peak Performance 正式进军中国市场, 开设天猫旗舰店; 上半年, 雅戈尔与主营航海、滑雪等高端户外服装的挪威品牌 Helly Hanson 达成合作协议并完成前期筹备。

3.2.2 童装行业: “量” “价” 齐升驱动行业增长, 龙头集中度有望继续提升

量&价驱动童装市场规模快速增长。2020 年我国童装市场规模为 2292 亿元, 2015-2020 年年均复合增长率为 10.4%, 相较于男装、女装等细分子行业增长更快。从“量”的角度看, 一方面我国人口基数大, 尽管近年来出生率有所下滑, 每年的新出生人数依然在 1000 万人以上, “二孩” “三孩” 政策亦为出生人数提供支撑, 另一方面, “4+2+1” 的家庭结构和 “优生优育” 的理念提高了儿童的家庭地位, 童装消费频次提升; 从“价”的角度看, 85 后和 90 后新生代消费者对生活品质有更高的追求, 价格敏感度较低, 愿

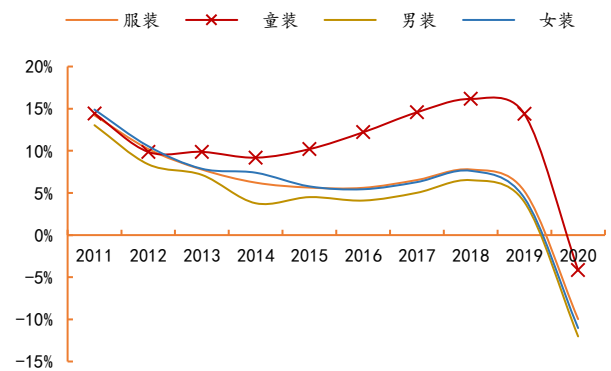
意为品牌和品质支付更高的溢价。随着这部分群体成为婚育主力人群，童装的安全性和舒适性成为更重要的消费诉求，从而驱动童装消费单价的增长。在“量”和“价”的双重驱动下，童装市场规模仍有可观的增长空间。

图 151 2015-2020 年我国童装市场规模



资料来源: Euromonitor, 首创证券

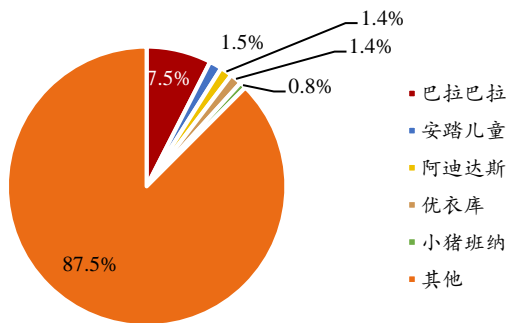
图 152 2011-2020 年服装类各细分行业同比增速



资料来源: Euromonitor, 首创证券

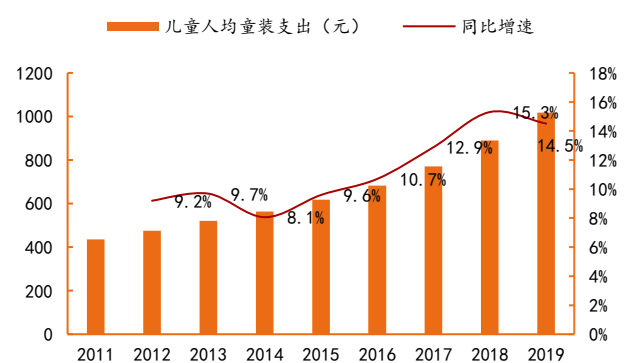
童装龙头优势稳固，高品质婴童产品料将提升渗透率。从行业格局来看，童装市场集中度较低，仅巴拉巴拉品牌以 7.5% 的市占率排名第一，领先优势明显。未来，龙头企业有望凭借着品牌美誉度、性价比优势和产品的设计创新继续巩固优势，提升市场份额。除此之外，在母婴产品消费升级趋势下，倡导健康生活方式、产品品质安全可靠、穿着使用体验舒适环保的中高端婴童产品有望提升市场渗透率，例如稳健医疗拥有 30 年医疗背景，生活消费品与医疗产品共享产品线，婴童用品的医疗级产品品质切中目标人群的核心诉求，从而建立品牌壁垒。

图 153 2020 年我国童装市场格局



资料来源: Euromonitor, 首创证券

图 154 2011-2019 年儿童人均童装支出及同比增速

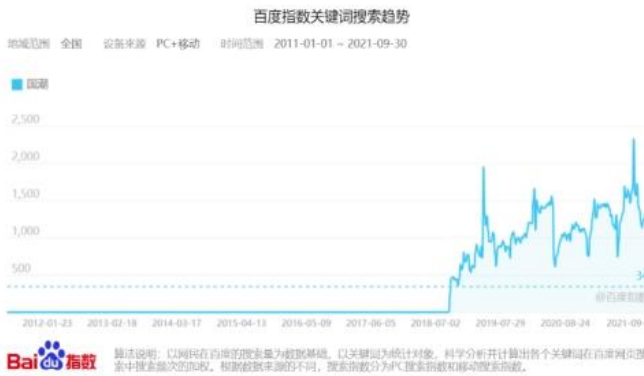


资料来源: Euromonitor, 首创证券

3.2.3 重中国潮崛起背景下国产品牌投资价值

国潮的认可度和关注度不断提升。近年来，国产品牌逐渐摆脱低质低端形象，市场认可度、关注度不断提升。其中，在潮流时尚设计中融入中国传统元素的国潮产品更是受到 95 后新兴消费主力的广泛喜爱甚至追捧。根据百度指数，2011 年至 2021 年关键词“国潮”的搜索热度上升了 528%。关注度上升之外，国潮也被赋予了更深厚的内涵，从简单的日用消费品领域扩展到了民族文化和科技水平的潮流输出。根据中国人民大学关于中国未来发展信心调查，人们对中国未来发展评分为 88.8 分，也是自 2012 年以来的最高值。对民族文化和综合实力的高度认同和自信激发了大众对于国产品牌的情感认同并创造出了针对国潮产品的内生性需求，从而促进相关产业发展。

图 155 2011 年-2021Q3 “国潮” 百度指数关键词搜索趋势



资料来源：百度指数，首创证券

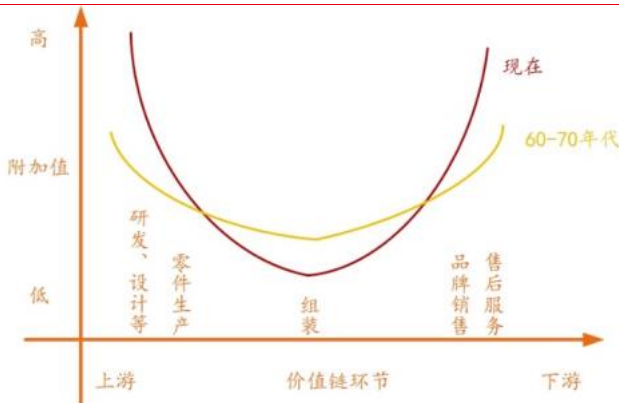
图 156 国潮发展的三个阶段



资料来源：百度《2021 国潮骄傲搜索大数据报告》，首创证券

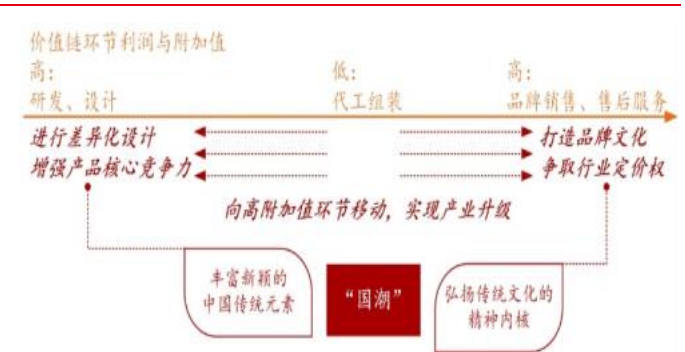
国潮兴起的**核心驱动力是制造业升级**。“国潮”概念兴起的背后是国产品牌的产业升级。由于历史因素与劳动力成本优势，我国制造企业长期处于产业“微笑曲线”的中部，为国际品牌从事代工生产等低附加值工作。随着经济社会的发展与人口红利的消退，国内企业面临原材料、劳动力等成本的全面上涨，难以通过降低价格获得竞争优势，于是将经营重心转向曲线两端具有更高附加值的价值链环节，进行产业升级。一方面，企业通过提升设计水平与产品质量打造核心市场竞争力，另一方面充分挖掘自身内涵，打造具有市场吸引力的品牌文化，以品牌价值取得市场定价权。国潮产品通过融入中国传统元素实现设计差异化创新，同时以弘扬优秀中华文化的方式诠释精神内核，在产业升级的道路上领先市场，吸引了越来越多品牌的关注。

图 157 “微笑曲线” 理论示意图



资料来源：首创证券整理

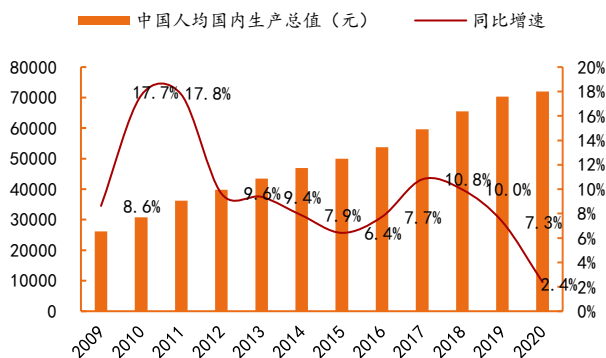
图 158 “国潮” 促进产业升级路径示意图



资料来源：首创证券整理

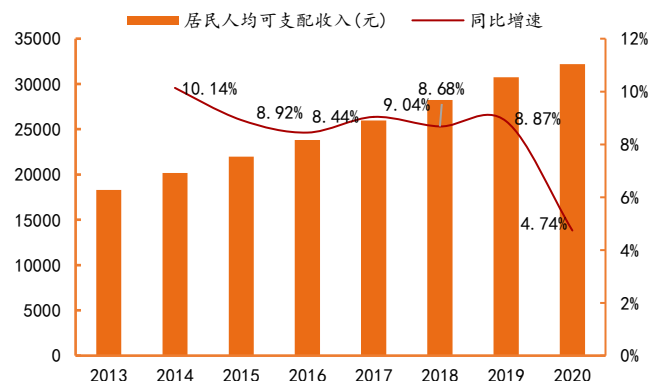
Z世代人群成长在本土品牌转型升级的时期，是国潮消费的重要力量。我国的Z世代（泛指1995-2009年出生的人群）人群约有2.6亿人，他们成长在中国经济快速发展的时期，并已经逐渐成为重要的消费力量。1995年-2020年，中国人均GDP水平由5091元提升至7.2万元，人均年可支配收入由4283元提升至32189元，综合国力和经济发展水平显著提升。在此期间，国产品牌也经历了从贴牌代工到品牌管理，从“制造”到“质造”和“智造”的转型升级。在此背景下，Z世代的新兴消费群体对国货有着更强的认同感和自信心，对本土品牌的认知也更加积极，不再一味追求“国际大牌”，而更愿意选择个性、国潮产品来彰显自己的时尚品味。

图 159 2009-2018 年人均 GDP 及同比增速



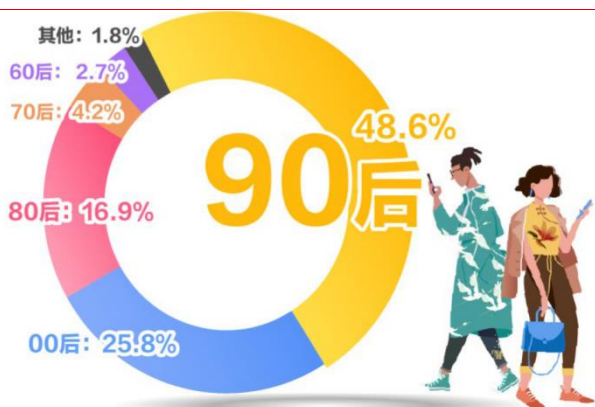
资料来源: Wind, 首创证券

图 160 2013 年-2020 年居民人均可支配收入



资料来源: Wind, 首创证券

图 161 “国潮”相关内容关注年龄分布



*近一年, “国潮”相关内容关注年龄分布

资料来源: 百度《2021 国潮骄傲搜索大数据报告》, 首创证券

图 162 年轻人对国货/国潮产品的看法



资料来源: 极光调研 (取数周期: 2021.09), 首创证券

注: 研究对象为 25 岁及以下人群, 有效样本量=2000

社交媒体和电商平台为国潮提供了传播途径和消费渠道。Z 世代成长在互联网和社交媒体飞速发展的时期, 移动设备已然成为他们看世界的重要视角。互联网时代媒体信息的飞速传播与电商平台带来的消费便捷化为国潮的兴起提供了传播途径和消费渠道。流量时代的网络直播、KOL “种草” 和社群运营等新型营销方式相比传统广告投放具有不可比拟的高转化率, 并能帮助优秀产品在消费群体中迅速形成口碑并自发展开 “病毒营销”。同时, 国内电商平台的快速发展促使国产品牌越发重视线上渠道的建设, 国潮产品消费便捷化, “潮流” 和普通消费群体之间不再遥远, 促进了品牌的 “国民化”。

图 163 年轻人获取国家热点资讯的媒介渠道偏好

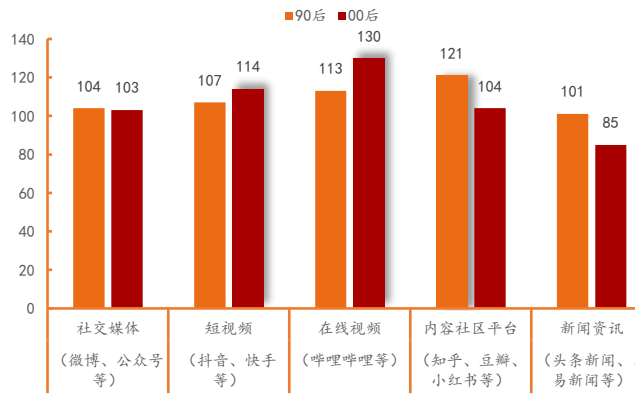
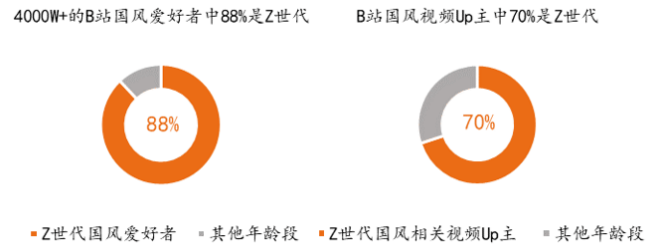


图 164 哔哩哔哩网站国风爱好者及内容贡献者年龄分布



资料来源：极光调研（取数周期：2021.09），首创证券

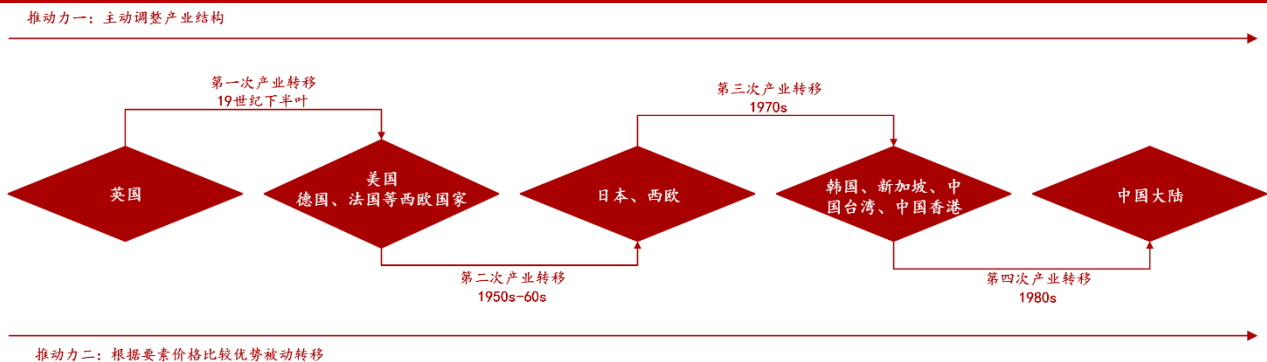
资料来源：CBD《Z世代圈层消费大报告》，首创证券

注：TGI=不同代际人群选择此项占比/全体人群选择此项占比

3.2.4 挖掘运动鞋服代工产业链隐形王者

工业革命以来全球纺织制造产业转移共经历了五次大规模转移。19 世纪下半叶英国工业革命后国内市场容量迅速饱和，生产成本上涨，开始向美国及德、法等欧洲国家输出产能，推动欧美工业化进程。二战后美国确立起全球经济和技术的领先地位，主动优化国内产业结构，1950s-60s 将钢铁、纺织、日化等低技术密度制造业向西欧及日本转移。日本凭借良好工业基础与生产质效逐步发展为“世界工厂”，为应对 1970s 的石油危机，与西欧一同向韩国、新加坡、中国香港和中国台湾四个主要经济体发起以亚洲为主体的第三轮产业转移，率先转出劳动密集型产业。20 世纪 80 年代，由于劳动力成本持续上升，中国大陆受益于人口红利与广阔产品市场成为第四次产业转移的承接主体，把握了经济增长的时代契机。

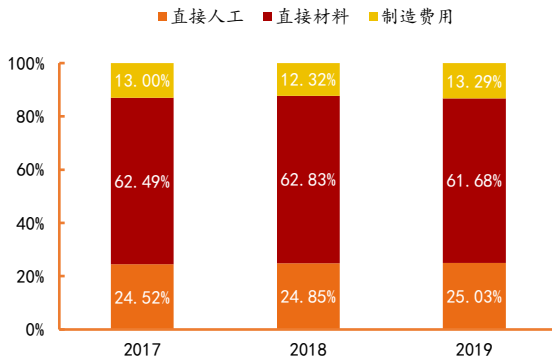
图 165 全球前四次产业转移



资料来源：首创证券

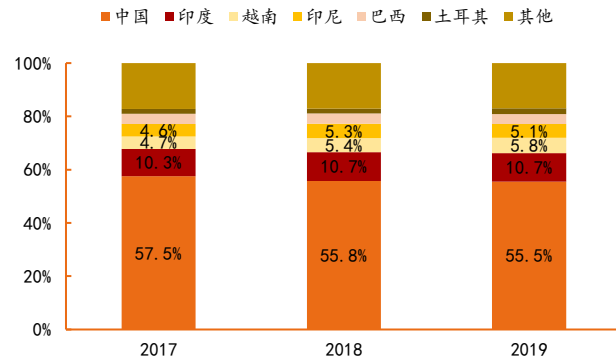
东南亚等地区凭借成本优势成为第五次产业转移主力。2008 年金融危机叠加人口红利优势减弱、原材料成本全面上涨的影响，劳动密集型产业开始从中国大陆向东南亚、南亚和非洲等地进行第五次转移，承接主力为越南、印尼、缅甸、孟加拉及印度等国家。其中，制鞋业产品非标工艺较多，人工依赖性强，成本结构具有典型的劳动密集特点，对劳动力资源的供给价格十分敏感。为了降低成本、提高效率，进一步发挥规模经济与各地比较优势，制鞋产业当前积极顺应第五次转移潮流。

图 166 2017-2019 年华利集团主营业务成本构成



资料来源：华利集团招股书，首创证券

图 167 东南亚全球鞋类制造占比逐渐提升



资料来源：中商产业研究院《2019 年全球制鞋行业市场现状及 2020 年发展前景预测》，首创证券

运动鞋服代工链条存在设计、研发、制造壁垒，未来或将产生绝对龙头。知名鞋履运动品牌商对供应商的筛选标准十分严格。除制造成本外，品牌方还要考虑开发设计能力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量及交付及时性，以及用工与社会责任等全方位的因素，并进行一年左右的考察和验厂。运动鞋履制造商通过筛选后，初期仅能获得少量订单，并受到品牌运营企业在生产技术水平 and 产品质量控制标准方面的严格管控。Adidas 从 1997 年起贯彻制造商指导方针，使用和正式合作伙伴同等严格的标准对准制造商进行两轮考察，其中约有三至四成在第一轮评选中被淘汰。

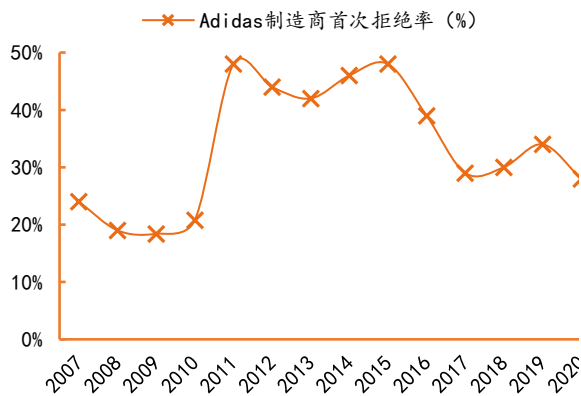
图 168 品牌运营企业对制造商的考察流程与考量因素



资料来源：华利集团招股书，首创证券

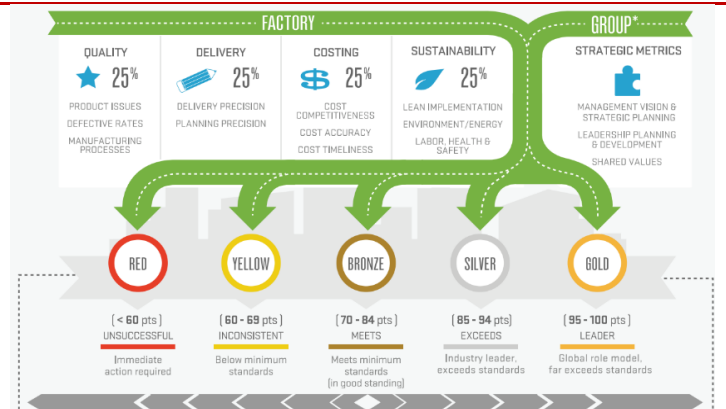
制造商深度参与品牌客户的产品开发，合作默契保证产品质量可靠、成本可控。Nike 对其上游合作制造商实行评级制度，通过考察厂商在“产品质量、采购成本、交付及时性与可持续性”四个方面的综合表现，并作为订单分配的重要参考。长期的考察与磨合促进双方形成默契，制造商深度参与品牌客户的产品开发，保证产品质量的同时运营效率不断提升，经营成本显著下降。因此，为保证产品质量可靠以及降低经营成本，知名品牌更倾向于和大型制造商形成长期稳定的合作关系；下游客户黏性较强，从而对上游生产环节的新进入者形成客户资源壁垒。

图 169 2007-2020 年 Adidas 制造商首次拒绝率



资料来源：公司公告，首创证券

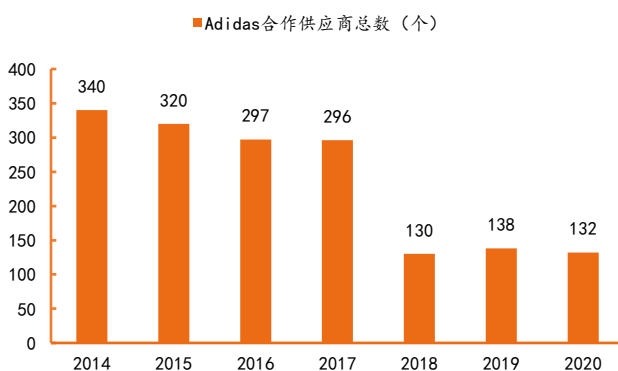
图 170 Nike 从 2012 年开始实行 MI 供应商评级制度



资料来源：公司公告，首创证券

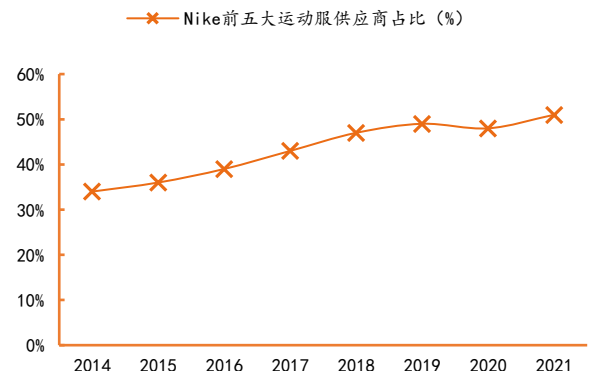
国际运动龙头订单逐渐向核心供应商倾斜。近年来 Nike、Adidas 等头部品牌商采取核心供应商策略，订单加速流向优质供应商；Adidas 制造商由 340 家（2014 年）减少至 132 家（2020 年）；Nike 前五大运动服装供应商产量占比从 34%（2014 年）增长至 51%（2021 年），合作厂商数量减少的同时集中度快速上升。同时，2021 年 Nike 鞋类/服装制造商分别为 191/344 家，2020 年 Adidas 鞋类/服装核心供应商分别为 11/22 家，鞋类厂商数量远小于成衣，制造端集中度更高。这一方面是由于鞋类 SKU 更少，品牌端集中订单能够降低成本；另一方面是因为鞋履产品工序复杂，技术要求更高，优质制造企业可以建立生产壁垒。

图 171 2014-2020 年 Adidas 合作供应商数量



资料来源：公司公告，首创证券

图 172 2014-2021 年 Nike 前五大运动服供应商集中度



资料来源：公司公告，首创证券

具备自主研发能力和优质产能的制造企业有望持续提高市占率。近年来，运动鞋服行业竞争日趋激烈，行业龙头之外，众多新兴品牌也在差异化和细分赛道中脱颖而出。由于运动鞋服对功能性和舒适性要求较高，且行业高景气也带来了下游需求量的攀升，知名运动品牌对于制造商的生产能力、自主研发能力等的要求随之提升。拥有稳定生产能力和自主研发能力的大型制造商由于产品品质和交货时间更有保障而受到全球知名运动品牌的青睐。这种优势在疫情期间体现的尤为明显。目前，我国的纺织制造供应链已具备雄厚的实力，在原材料采购、工人素质和效率、生产设备以及产业链合作方面都已相对成熟，同时，国内的纺织制造龙头企业亦在东南亚等地积极布局，有望持续受益。

4 重要个股：竞争分化，细分龙头 α 属性凸显

4.1 轻工制造：行业景气度提升，细分龙头实力凸显

4.1.1 家具：渠道力与自有品牌优势强化

我们认为 2022 年我国家具内销市场需求有望持续强劲，外销市场有望保持稳健增长。重点关注定制家具和成品家具赛道细分龙头企业渠道变革与自有品牌出海所带来的发展机遇。

表 9 主要家具公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利润规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
欧派家居	147.40	20.63	35.1%	18.0%	16.6%	34.9%	19.5%	17.8%	买入
顾家家居	126.66	8.45	40.3%	24.4%	20.2%	99.4%	24.9%	22.3%	买入
索菲亚	83.53	11.92	20.8%	18.4%	14.7%	20.3%	18.5%	14.6%	买入
曲美家居	42.79	1.04	25.8%	21.4%	20.5%	241.2%	44.4%	28.1%	买入
志邦家居	38.40	3.95	29.8%	24.0%	21.0%	32.7%	25.4%	22.2%	买入
金牌厨柜	26.40	2.93	31.2%	26.0%	23.9%	7.3%	39.6%	29.2%	增持

资料来源：Wind，首创证券

欧派家居：公司为我国定制家具行业龙头公司，在品类拓展、产能扩充和渠道运营方面均领先行业大部分公司，并依托公司优秀的管理能力和企业文化，通过“大家居”战略，率先布局工程、整装渠道，持续引领行业变革。基于公司在渠道、产品、产能全方位的领先优势，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 27.8/33.2/39.2 亿元，维持“买入”评级。

顾家家居：我们持续看好顾家家居在优秀管理团队的带领下，通过不断扩大自身品类、优化品牌矩阵及上下游产业链，提升竞争优势，并有望在内销外销市场加速抢占市场份额，穿越地产周期，再攀高峰。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 16.86/21.06/25.76 亿元，对应 EPS 分别为 2.67/3.33/4.07 元，维持“买入”评级。

索菲亚：公司“全品类+多品牌+全渠道”运营稳健，品牌力、渠道力、数字化能力、产品力、供应链能力均持续提升。同时，公司在渠道端优势深厚，整装等新业务进展顺利，恒大事妥善解决后公司仍具有长期成长活力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 14.4/17.0/19.5 亿元，维持“买入”评级。

曲美家居：公司国内业务：品牌、产品、服务、渠道多方发力，持续推进“时尚家居”转型，“新零售、新营销、新模式”转型成效显著，助力经销商营销能力提升。海外业务：Ekornes 近两年完成高管团队调整，新势力再出发。此外，公司采用多重手段解决因收购 Ekornes 产生的债务问题，财务费用大幅降低，未来将迎来业绩释放期。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.54/5.12/6.56 亿元，给予“买入”评级。

志邦家居：公司扩张稳扎稳打，运营重质重量，始终重视对大宗业务风险把控，前瞻性地优化客户结构，使得公司发展高质稳健，业务结构良性健康。同时，公司盈利能力有望随衣柜等业务规模效应显现进一步提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.3/6.6/8.0 亿元，维持“买入”评级。

金牌厨柜：公司衣柜及木门等新品类表现优异，大宗渠道增长靓丽，同安基地随疫情影响消散加紧恢复生产工作，完成订单交付，经营表现虽受疫情影响短期承压，但我们仍看好公司长期成长动能。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.1/4.4/5.7 亿元，维持“增持”评级。

4.1.2 造纸与包装印刷：成本管控能力与产能扩张为竞争核心关键

我们认为造纸与包装印刷细分板块，固废进口全面收紧、“限塑令”、“能耗双控”、“双减”政策等对造纸包装领域产生不同程度影响，成本管控能力与产能扩张为企业竞争关键。

表 10 主要造纸与包装印刷公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利润 规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
太阳纸业	215.89	19.53	47.3%	10.9%	10.4%	79.6%	14.3%	10.4%	买入
山鹰国际	249.69	13.81	24.3%	14.1%	14.1%	48.5%	21.2%	15.2%	买入
仙鹤股份	48.43	7.17	37.8%	29.1%	16.6%	66.1%	19.1%	20.8%	买入
五洲特纸	26.35	3.39	52.7%	55.7%	20.6%	32.1%	64.8%	25.8%	增持
豪悦护理	25.91	6.02	11.6%	22.3%	20.8%	-18.9%	23.4%	22.2%	增持
百亚股份	12.51	1.83	19.4%	20.6%	20.1%	29.7%	27.9%	24.5%	买入

资料来源: Wind, 首创证券

太阳纸业: 公司产能规模领先, 成本优势显著, 同时公司产能建设稳步推进驱动规模优势持续扩张。未来随着投建产能有序释放将为公司收入端增长提供动能, 且随着浆价和能源成本逐渐回落, 我们看好公司 Q4 实现盈利修复。“双碳”背景下, 公司凭借清洁能源使用、自建电厂配套等方面的优势有望持续受益。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 35.1/40.1/44.3 亿元, 维持“买入”评级。

山鹰国际: 公司产业链一体化布局全面, 上下游的有效协同赋予公司较强的成本控制和原料供应能力。同时公司发布责任考核激励计划, 彰显未来 5 年业绩增长信心。未来在原料废纸资源稀缺属性日益凸显, 行业竞争格局或加速优化, 公司作为龙头企业市场份额有望进一步提升, 我们持续看好公司成长价值, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.5/24.9/28.6 亿元, 维持“买入”评级。

仙鹤股份: 公司特种纸龙头地位稳固, 盈利能力行业突出。随着公司产能陆续投产, 可转债顺利发行及山东莱州 200 万吨高性能纸基新材料项目投建助力公司突破产能瓶颈, 未来公司成本及规模优势均有望进一步扩大。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.9/14.2/17.1 亿元, 维持“买入”评级。

五洲特纸: 公司产能规模领先, 目前公司原纸产能近 85 万吨, 食品包装纸产能 28 万吨, 在细分市场地位居前。公司 50 万吨的食品级白卡产能预计于 Q4 投产, 并拟通过发行可转债进一步布局 20 万吨液体包装纸项目, 持续巩固规模优势, 看好禁塑令驱动下公司业绩长期增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.5/7.4/9.3 亿元, 维持“增持”评级。

豪悦护理: 公司研发制造优势突出, 无木浆多维复合芯体技术领先, 婴儿卫生用品与女性卫生用品制造实力强劲, 与国内外知名护理用品企业和母婴品牌商深度合作, 看好公司在国产替代&渠道裂变&专业化分工趋势下的长期成长能力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.88/6.03/7.36 亿元, 维持“增持”评级。

百亚股份: 公司在我国卫生巾领域具有较强生产实力与品牌积累, 自主品牌与渠道深耕前景广阔, 发展实力强劲, 品牌价值有望随行业成长逐渐凸显。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.37/3.03/3.77 亿元, 维持“买入”评级。

4.1.3 文娱：龙头企业借景气复苏有望持续受益

我们认为文娱用品赛道受益消费升级影响明显, 其中龙头企业有望借助行业景气度

提升加速自身竞争实力再提高。

表 11 主要文娱珠宝公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净 利润规模 (亿 元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
周大生	50.84	10.13	89.73%	36.70%	19.19%	34.10%	22.66%	19.03%	-
晨光文具	131.38	12.55	28.3%	22.0%	21.0%	22.2%	23.4%	22.1%	买入

资料来源: Wind, 首创证券

注: 周大生营收及归母净利润增速使用 Wind 一致盈利预测。

周大生: 公司为我国珠宝首饰行业知名品牌, 其渠道网络在疫情期间逆势扩张, 公司品牌力持续增强, 且在启动省代模式后促进公司营业收入增速显著提高, 看好公司在新业务模式下经营表现加速提升。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.6/16.7/19.8 亿元。

晨光文具: 公司传统文具业务护城河深厚, 经营表现稳健。科力普及九木杂物社等新业务则逐渐接棒, 有望成为公司未来业绩增长主要动能。同时, 2021 年为公司新五年战略开局之年, 看好公司在新五年战略指引下的盈利修复及长期成长能力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.3/18.9/23.1 亿元, 维持“买入”评级。

4.1.4 其他轻工: 把握流量入口, 关注数字化转型效率提升

我们认为在民用电工与家具零售领域, 流量入口的把握能力为核心关键, 渠道深耕且注重数字化效率提升的企业有望持续领先。

表 12 其他轻工公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利 润规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
公牛集团	100.51	23.13	23.1%	17.8%	17.2%	29.1%	20.5%	18.8%	买入
欧普照明	79.70	8.00	14.0%	19.5%	16.1%	15.9%	19.3%	20.2%	买入
居然之家	89.93	13.63	37.6%	14.2%	13.3%	79.9%	16.1%	15.2%	买入

资料来源: Wind, 首创证券

公牛集团: 公司为民用电工行业绝对龙头, 品牌深入人心。公司产品端持续创新, 渠道端紧密建设, 供应链端不断优化, 推动公司护城河日渐深厚。反垄断处罚对公司经营端影响有限, 不改公司长期增长趋势。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 29.9/36.0/42.7 亿元, 维持“买入”评级。

欧普照明: 目前全球处于 LED 照明替代传统照明进程中, 行业空间大, 公司有望持续受益于行业整体增长与集中度提升。同时, 公司持续推进渠道深耕, 内销外销齐头发展, 助力公司稳步成长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 9.27/11.06/13.3 亿元, 维持“买入”评级。

居然之家: 公司为我国家居建材卖场行业龙头企业, 持续推进数字化转型助力传统卖场焕发新机, 布局自营和 IP 业务完成家居家装产业服务平台闭环, 竞争壁垒日益深厚。我们看好公司数字化转型背景下线上线下融合、大家居与大消费融合、产业链上下游融合所带来的竞争优势, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 24.5/28.5/32.8 亿元, 维持“买入”评级。

4.2 纺织服装: 细分行业高景气, 修炼内功构建核心壁垒

我们认为短期内疫情局部反复对零售终端的不利影响仍将持续, 行业整体景气度的提升仍需要时间。终端消费偏弱背景下, 一方面更应关注细分优质赛道的成长机会, 另

一方面寻找长期修炼内功，构建核心壁垒的优质企业。我们长期看好把握国潮崛起机遇&探索全球化布局的运动龙头、规模效应突出&大客户拓展顺畅的优质制造龙头、童装等细分领域品牌力持续升级的头部企业。

表 13 主要纺织服装公司财务预测

公司名称	2020 年营收规模 (亿元)	2020 年归母净利润规模 (亿元)	营收增速预测			归母净利润增速预测			投资评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
稳健医疗	125.34	38.11	-16%	20.1%	17%	-55.1%	23.9%	18.4%	买入
森马服饰	152.05	8.06	6.1%	13.2%	12.2%	91.3%	17.8%	15.0%	买入
华利集团	139.31	18.79	28.1%	22.8%	19.7%	39.2%	27.8%	23.8%	买入
安踏体育	355.12	51.62	33.1%	22.7%	20.6%	48%	26.2%	27.1%	买入
波司登	135.17	17.10	19.7%	18.1%	16.3%	27.4%	24.7%	21.3%	买入

资料来源: Wind, 首创证券

注: 波司登盈利预测为 wind 一致预期, 其他公司为首创证券预测

稳健医疗: 公司是医疗&消费双领域龙头, 已建立完善的大健康产品体系。稳健医疗成立于 1991 年, 以传统医用敷料代工出口起家, 通过研发创新与渠道拓展完成 OEM 与自主品牌业务并重, 海外市场与国内市场并重的转型。05 年公司以自研全棉水刺无纺布技术为切入点, 拓宽产业边界, 进军生活消费品领域, 并取得靓丽表现。目前公司已发展成为拥有“稳健医疗”、“全棉时代”“津梁生活”三大品牌, 覆盖医疗和消费双领域的大健康龙头企业。在 2020 年防疫产品需求激增下, 公司业绩实现高速增长。短期受医用防护产品常态化影响, 2021 年业绩增速承压, 从中长期看, 随着全棉时代产品力和品牌力提升、医疗业务和消费品业务协同发展以及渠道结构持续优化, 公司业绩增长潜力值得期待。我们维持公司盈利预测, 预计 21/22/23 年归母净利润为 17.12/21.21/25.13 亿元, 维持“买入”评级。

森马服饰: 公司童装龙头地位稳固, 剥离 KIDILIZ 后, 童装业务轻装上阵, 保持较快增长,休闲服业务稳步恢复, 经营质量有望持续改善。**品牌力建设方面,**今年 9 月, 巴拉巴拉品牌举办“羽你相绒”长城大秀, 推出 Jason Wu 联名系列及极寒科技系列等新品; 森马品牌举办“穿越舒适之境”茶卡盐湖大秀, 强化舒适时尚理念。**渠道建设方面,**在疫情影响下, 公司持续深耕巴拉巴拉品牌在线上渠道的营销推广力度, 不仅在传统电商平台保持领先优势, 更在内容电商和直播电商方面取得新的突破, 预计四季度巴拉巴拉品牌将在天猫和抖音渠道取得亮眼表现。我们预计公司 21/22/23 年归母净利润为 15.4/18.2/20.9 亿元, 维持“买入”评级。

华利集团: 运动鞋履市场持续景气, 公司凭借产品制造优势掌握优质客户资源, 产能加速布局助力业绩快速增长。今年以来东南亚供应链受损, 优质制造龙头华利集团受益于产能布局的区位优势、强大的研发设计能力以及稳定的品质和交期保障, 进一步夯实了与国际头部运动品牌的合作关系, 订单持续饱和。**从客户角度看,**今年前三季度公司 Top5 客户收入合计 117.5 亿元, 占营收比重提升至 93%, 核心客户尤其是 Nike 和 Deckers 的高增长带动整体营收增长。同时, 公司上半年新拓展 Asics、On 和 New Balance 优质客户, 随着合作陆续推进, 预计下游订单将持续增长。受益于运动鞋服黄金赛道的高景气, 国际运动龙头在全球市场的需求仍十分旺盛, 我国的优质制造企业有望持续受益。**从产能角度看,**公司产能目前主要分布在越南北部和中部区域, 今年以来公司积极在越南扩产, 在缅甸、印尼投资新建工厂, 新建产能预计从明年起将陆续投放, 有效满足下游订单的旺盛需求。我们维持公司盈利预测, 预计 21/22/23 年归母净利润为 26.15/33.43/41.40 亿元, 维持“买入”评级。

安踏体育: 公司是国内多品牌运动龙头, 在国潮趋势和奥运会契机下收入有望快速

增长。同时公司在 DTC 模式转型、数字化转型、供应链优化调整下将持续提高经营效率和经营质量，推动业绩高质量增长。分品牌看，(1) **安踏品牌：多方位拥抱变革，打造专业国民运动品牌。**渠道端：行业库存危机期间率先开启零售导向改革，领先同业重启增长；2020 年启动 DTC 模式转型，运营效率提升。营销端：2009 年起保持与中国奥组委战略合作；全方位布局专业篮球赛事，成功塑造汤普森超级 IP。产品端：领先同业的研发投入打造核心科技矩阵。(2) **FILA 品牌：百年意式经典的时尚化重塑，FILA 成主要增长动力。**公司接手 FILA 中国后，精准切入时尚运动市场；推出多个子品牌，深耕差异化需求；广泛签约潮流明星代言，强化品牌曝光和时尚潮流品牌形象；全直营渠道提高经营质量，多措并举下品牌增长动力十足。(3) **户外运动品牌：收购优质户外运动标的，打造高潜力第三增长曲线。**2016 年收购高端户外品牌迪桑特中国，重点关注冬季运动市场；2017 年收购高端户外生活品牌 KOLON SPORT，主打登山系列产品；2019 年收购 Amer sports 58% 股权，开启全球化布局，Amer 旗下始祖鸟、萨洛蒙等高端户外运动品牌涵盖专业运动细分市场，对安踏现有产品形成优势互补。我们预计公司 21/22/23 年归母净利润为 76.4/96.4/122.6 亿元，给予“买入”评级。

波司登：未来三年，公司将持续“聚焦主航道，聚焦主品牌”战略方针，致力于打造“全球领先的羽绒服专家”，业绩有望持续快速增长。2018 年以来，公司确立了“聚焦主航道，聚焦主品牌”的战略定位，回归“品牌引领”的发展模式，对品牌、产品、渠道、零售、供应链等方面进行了全面升级，业绩端实现强劲增长。**核心羽绒服业务方面**，公司已经启动“全球领先的羽绒服专家”计划，将致力于以国际化中高端视角升级波司登品牌。公司 10 月发布首创风衣羽绒服，将优雅和实用有机结合，在设计、面料和工艺上实现创新突破；11 月发布登峰 2.0 系列，首次将航空材料技术应用于服装，打造顶配产品。**新业务拓展方面**，12 月公司与德国奢华运动时尚品牌 Bogner 成立合资公司，进军冰雪运动市场，在冬奥会带动冰雪运动市场景气度提升的契机下，此次合作有望在中长期成为公司的新业绩增长引擎。

5 风险提示

原料价格大幅波动；终端需求萎靡风险；汇率波动风险。

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

褚远熙，轻工制造行业研究助理，香港中文大学硕士，2021年6月加入首创证券。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现