

穿越通胀迷雾

海通证券2021年中期投资策略报告会

2021 INTERIM INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO.,LTD.



海通证券  
HAITONG

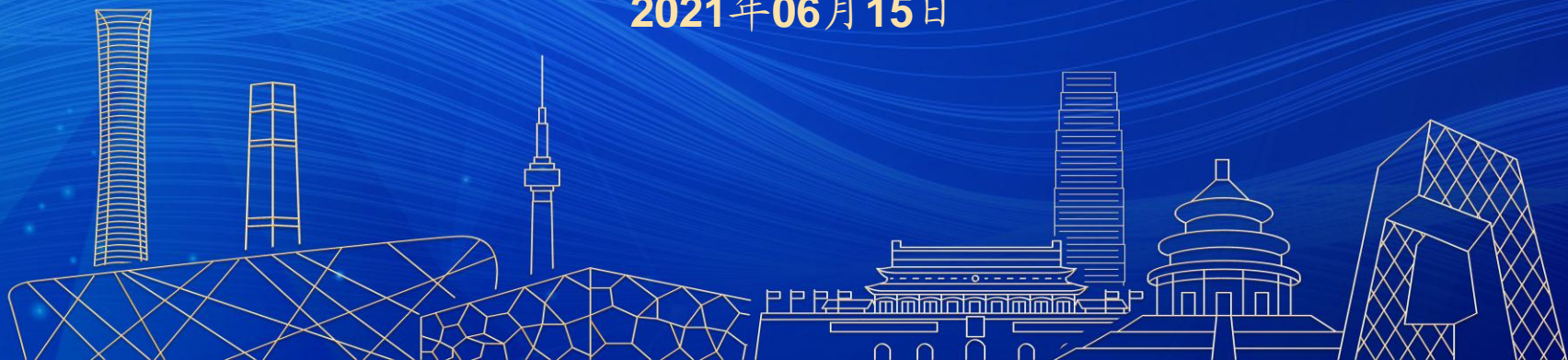
证券研究报告

(优于大市, 维持)

吹尽狂沙始到金, 龙头崛起正当时

郭庆龙 轻工分析师 S0850521050003

2021年06月15日



**（1）家居——关注长期高成长性的家居龙头：**疫情后地产销售面积数据仍表现出较强韧性，竣工整体的复苏趋势加快，21上半年行业龙头复苏态势显著，考虑到竣工逻辑&龙头持续增强的竞争优势，我们认为21年下半年定制&软体家居板块仍会延续高景气度，家居龙头在渠道产品等方面对中小品牌保持较强竞争力，能够通过渠道&品类的多元化实现长期高成长，标的方面，我们推荐家居龙头**欧派家居、顾家家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居**。

**（2）造纸——景气度持续提升，龙头盈利性趋稳：**21Q1以来造纸产业链整体涨价明显，尤其木浆及其下游纸种价格涨至高位，龙头纸厂凭借成本优势盈利大幅提升，展望下半年，我们判断在全球通胀周期背景下，原材料及纸价有望持续高位维持，龙头纸厂高盈利有望持续；重点推荐文化纸龙头**太阳纸业**，以及景气度持续回暖的箱板纸龙头**山鹰国际**。

**（3）文具行业——消费升级结构优化，延展至零售新领域：**文具市场空间广阔，并且具有较好的业务延展性，近年来随着办公集采趋势显现以及文娱新零售的发展，势必将提供新的成长空间，继续看好文具龙头未来三到五年的快速成长；推荐白马龙头**晨光文具**。

**（4）新型烟草——市场快速扩容，政策落地龙头份额提升：**20年全球疫情及美国调味烟禁令对终端销售带来一定冲击，以及国内工信部对电子烟将参考传统卷烟管理（细则未出），但我们判断烟民对尼古丁需求相对刚性，总体不改电子烟市场快速扩容、渗透率持续提升趋势；建议关注全球雾化设备龙头**思摩尔国际**；此外关注IQOS产业链，建议关注IQOS塑胶件代工商**盈趣科技**。

**风险提示：**地产销售面积增速下行风险，原材料价格波动风险，政策风险，大客户业绩波动风险。

1. 家居：需求持续向好，龙头崛起加速
2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳
3. 文具：消费升级结构优化，延展至零售新领域
4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中
5. 风险提示

# 1. 家居：短期需求向好，长期消费人群扩容

## 1.1 交房预期向好，长期潜在消费人群扩容

►短期来看，2021年上半年我国地产交房有望持续带动家居需求向好：我们认为我国家居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。据国家统计局公布的2019年下半年住宅竣工数据推算，在不考虑疫情因素下，我们认为2021年上半年期房交房增速仍将维持正增长。

►长期来看，家居消费主力人群有望持续扩大：据国家统计局公布的历年出生人口数据，1981年至1997年之间，我国每年新出生人口数量都在2000万人以上，而这一人群目前年龄处在24-40岁之间，我们认为在未来十年有望持续成为中国家居消费主力军，即未来十年我国潜在家居消费人群数量会维持较高水平。

图 住宅竣工数据有望后续逐步回暖

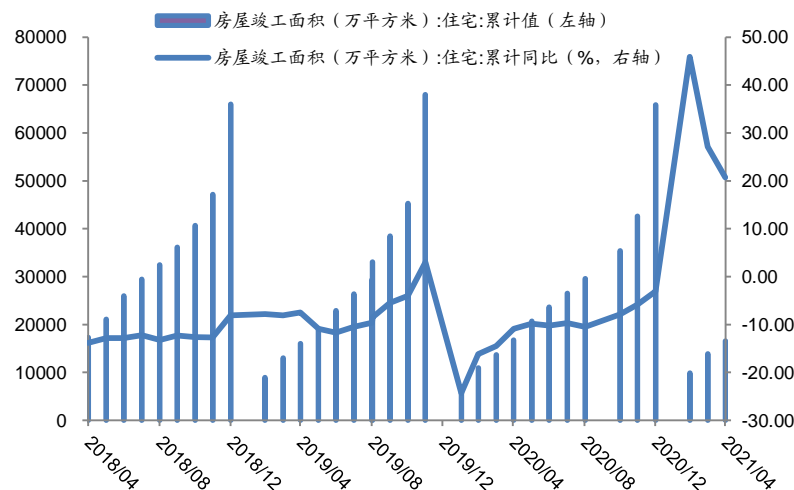
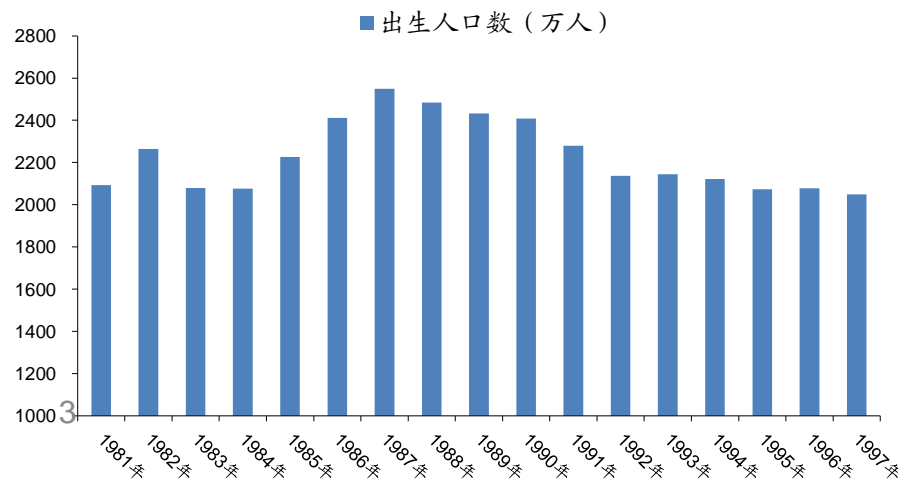


图 1981-1997年出生人口在2000万人以上



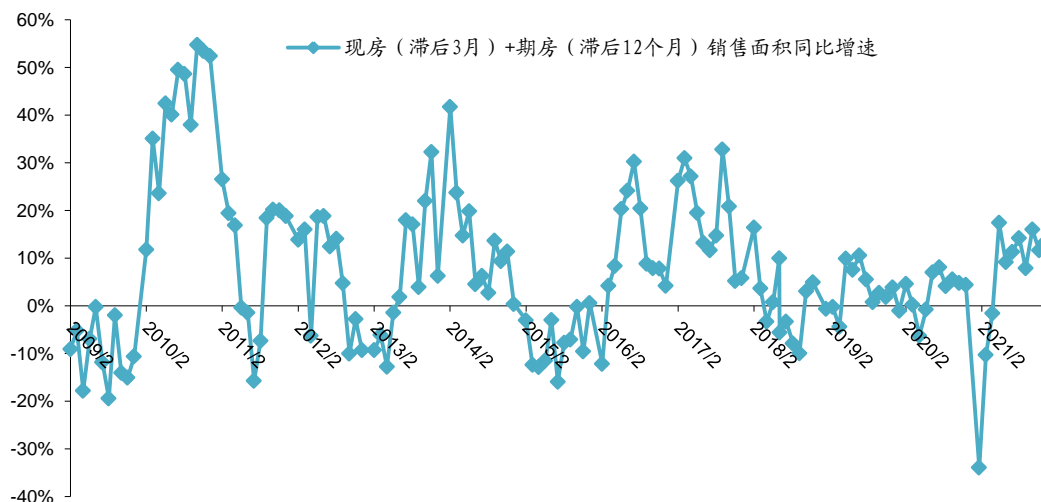


# 1. 家居：短期需求向好，长期消费人群扩容

## 1.1 地产影响边际改善，竣工逻辑值得期待

- **地产具备经济稳定作用，销售增速韧性持续：**我们认为房地产具备经济稳定器作用，在个人住房贷款利率（LPR）下调、货币宽松背景下，我们认为地产销售数据将持续体现出较强韧性，中长期来看，我们判断地产销售增速下行趋势不会失速。
- 我们用住宅的现房（滞后3月）与期房（滞后12月）销售面积的加总增速反映家居行业需求变化，从下图我们判断行业需求**边际持续恶化可能性较小**，短期呈现逐步向好的趋势。
- 疫情后家居企业的增长明显复苏，20Q3-21Q1季度需求明显复苏，对于21年下半年判断，我们认为**前期滞后需求释放与竣工改善逻辑**，叠加行业龙头竞争优势持续凸显，我们预计**21年下半年家居板块仍将维持高景气度**。

图 商品房住宅销售面积走势反映家居需求明显复苏



# 1. 家居：新时期成长逻辑变化，分化趋势显现



## 1.2 行业步入新时期，成长逻辑发生变化

- 家居行业进入新阶段，传统零售市场规模增速放缓，行业面临流量分流压力，依赖粗放开店下沉的增长逻辑难以继续，龙头逐步转向产品、渠道的多元化扩张，我们判断企业间的分化趋势将会加速。
- 新阶段对于品牌商能力要求更加多样化，产品个性化、管理精细化、制造信息化等多维度能力需要品牌商提升。

图 家居行业发展阶段

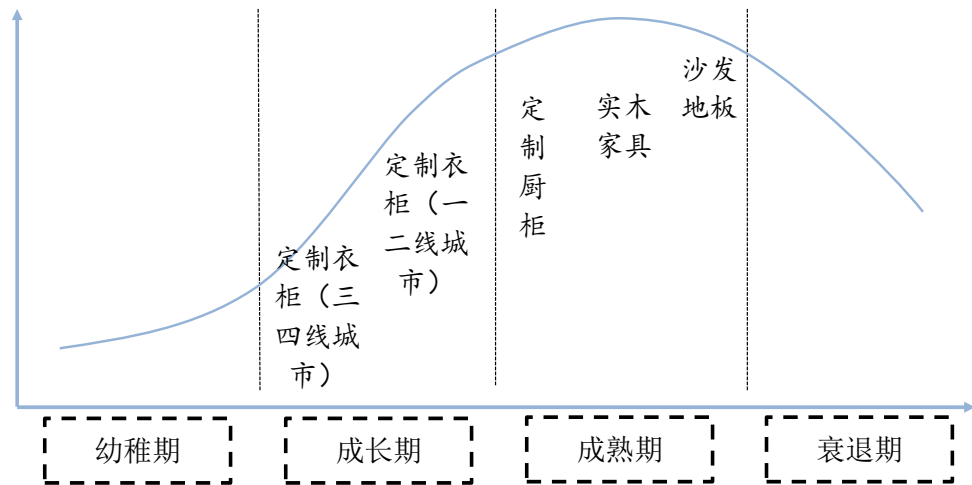


表 行业新时期变化

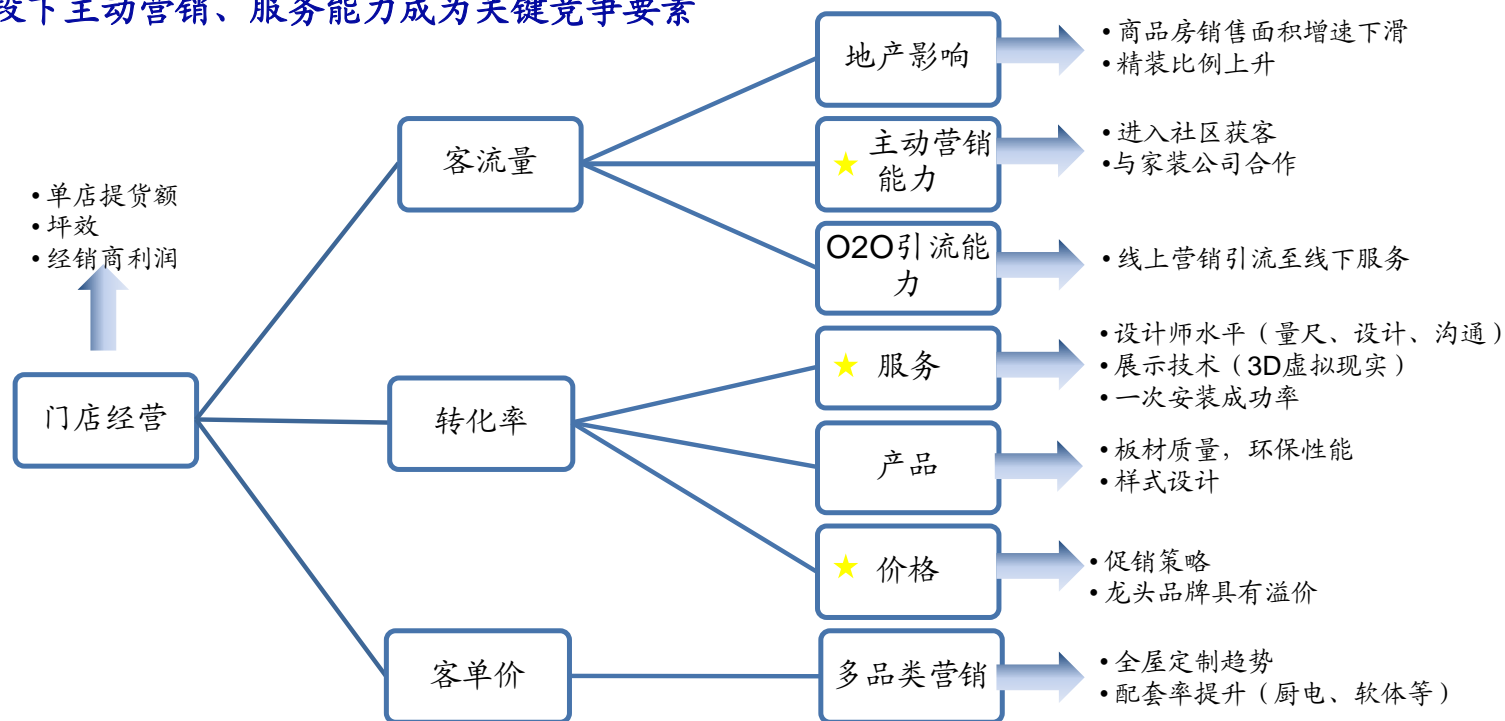
	旧时期特征	新时期特征
市场需求及流量	受益地产高增长，家居卖场获客高效	地产严调控需求走弱，线上、家装渠道大量分流
渗透率	替代成品及木工	一二线渗透率区域饱和，三四线仍有较大空间
产品品类	单一产品，较为同质化	多品类整合，注重个性化
营销管理	对经销商粗放式管理	精细化管理，加强对经销商的帮扶与考核
生产效率	规模化及生产效率提升空间大	工业化生产效率提升边际递减，信息化需求增加

# 1. 家居：新时期成长逻辑变化，分化趋势显现

## 1.2 新时期主动营销、服务能力至关重要

- 家居品牌此前主要通过**渠道铺设**、**产能扩张**、**品类延展**实现增长；新阶段，家居销售渠道由家居卖场的全屋定制延展至**整装市场与大宗市场**，同时对于**服务能力**（设计、品类整合）、**零售能力**（加强客户体验、对经销商精细化管理）、以及**信息化**（赋能设计师、提升生产效率）有更高的要求。

图 新阶段下主动营销、服务能力成为关键竞争要素



黄色五角星代表关键竞争要素

资料来源：海通证券研究所

# 1. 家居：集中度加速提升，龙头竞争优势显著

## 1.3 疫情出清中小企业，龙头份额持续提升

- **龙头市场份额加速提升：**我们认为龙头企业在生产、管理、营销等综合方面均具备明显优势，尤其在行业需求疲弱的背景下，小品牌经营压力日益增强甚至开始退出市场。
- **疫情期间催生了线上直播引流&消费者多渠道购买家居的消费习惯，**具备线上引流能力的龙头企业进一步加强流量优势，我们认为**市场份额将进一步向龙头企业集中。**

图 定制家居公司营业收入增速复苏明显（%）

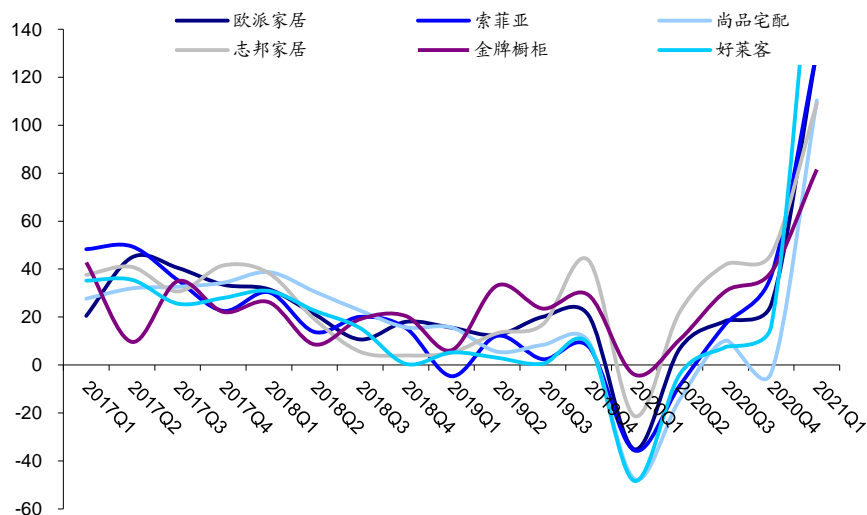
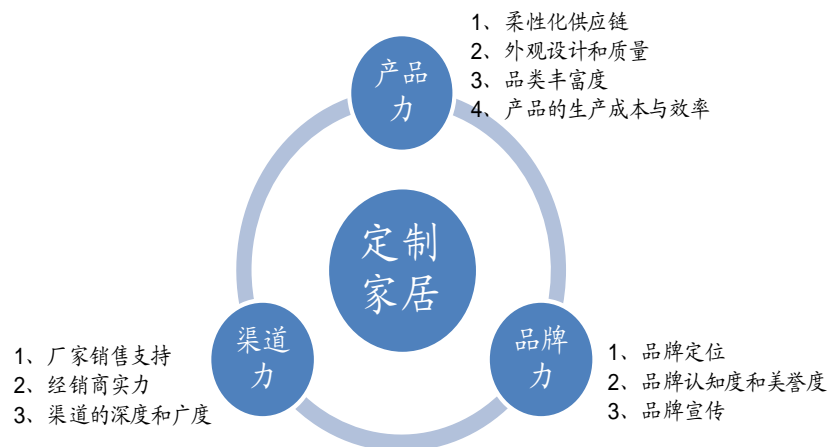


图 定制龙头公司优势明显





# 1. 家居：集中度加速提升，龙头竞争优势显著

## 1.3 软体龙头抓住渠道扩张机遇，迅速通过开店扩品类实现份额扩张

►软体家居行业近年来呈现出双寡头竞争格局，行业目前处于龙头快速蚕食中小企业份额阶段，表现为以下几个特点（1）产品属性品牌效应强，易于口碑传播；（2）更新需求旺盛；（3）行业供给端合理。行业内龙头已在规模、渠道建设、产品品类等方面竞争优势明显。

►双龙头均加速渠道扩张态势：根据顾家家居20年报，20年顾家家居内销业务同比增长25.5%，探索“1+N+X”的渠道发展模式，进驻空白城市百余个，20年国内开店净增205家；根据敏华21财年年报，敏华则在21财年内销收入增速达61.9%，新增开店1125家。

图 软体家居龙头公司营业收入增速（%）

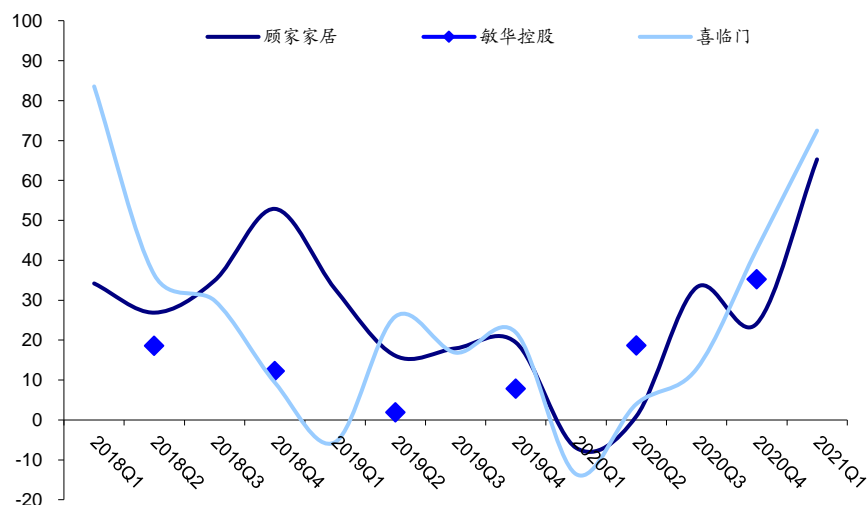
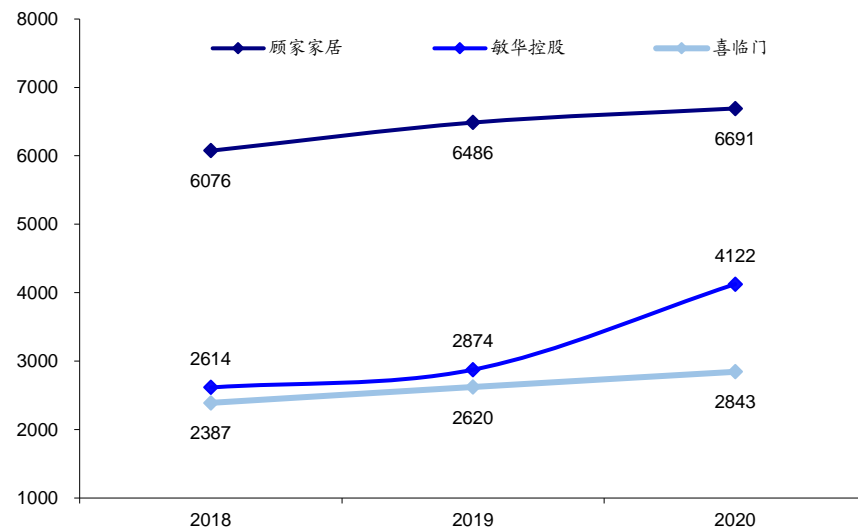


图 软体家居龙头公司各年末门店数量情况（家）



# 1. 家居：集中度加速提升，龙头竞争优势显著



## 1.3 龙头增长动力——产品上，品类扩张及结构升级带来客单价提升

- ▶全屋定制边界扩张，产品结构优化：定制企业产品丰富度提升，由单一衣柜向各类柜体及配套品一站式销售，注重产品个性化，提升中高端产品结构，客单价近年保持稳定提升态势。
- ▶无醛添加板材成为产品重要竞争要素：随着消费者环保意识安全的增加，定制家居的板材选择成为产品营销的重要竞争要素，龙头企业近年来纷纷推出环保无醛添加板材，减少产品同质化，不断拉大产品上与中小企业的竞争优势。

图 定制公司产品丰富度提升

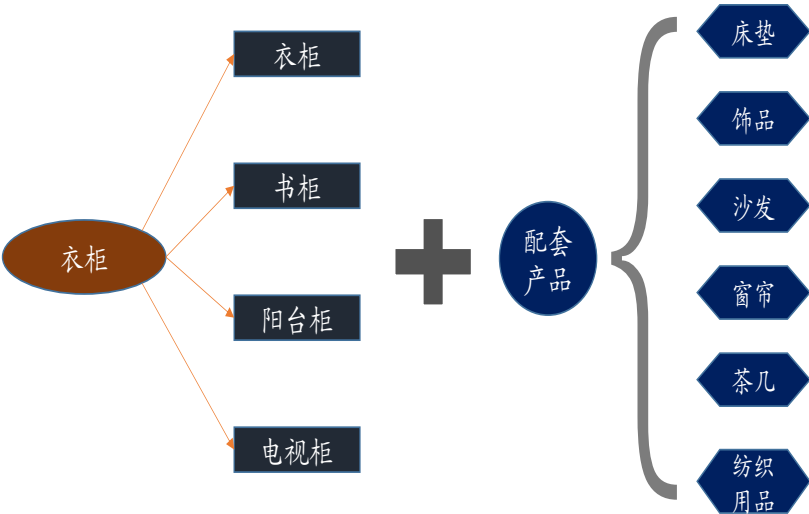


表 龙头均发布无醛板产品

公司	无醛板战略
欧派家居	无醛健康环保战略：2020年8月8日，“愿天下无醛——欧派无醛健康家战略发布会暨中国绿色人居联盟成立高峰论坛”在欧派家居总部举行。公司聚焦现代家装家居容易引发室内空气污染的产业痛点，回应疫情下消费者对健康产品消费升级的深层意愿，有步骤有计划地推动无醛添加板材、无醛添加家装家居产品的普及化，助力消费者实现“无醛健康家”的绿色人居梦想。
索菲亚	索菲亚在近年大力推广企业E0级标准、无甲醛添加康纯板，引领行业标准，是真正意义上的绿色健康板材，康纯板基材还获得了美国环境保护署（EPA）的无醛豁免认证EPA NAF。
金牌厨柜	金牌厨柜在20年5月20日，业内首推抗菌健康厨房，首创了“金属离子抗菌+高分子”创新抗菌技术，还特别推出了环保更升级的健康厨房抗菌“纯芯板”，引领健康厨房新标准。
志邦家居	志邦家居携手高端安全板材大师华洲木业，成为其无醛添加原木微粒板特许使用商，共建环保家居。
好莱客	好莱客自2012年就已推出“基材甲醛零添加”的原态板产品，环保等级达NAF标准。2020年，好莱客在继承“基材甲醛零添加”的环保基因下，重磅推出原态5.0净醛竹板专利产品，新增净醛抗菌技术，环保性能较E0级别及无醛产品有明显提升。

资料来源：欧派家居、金牌厨柜、好莱客20年报，索菲亚社会责任报告，华洲木业官网，海通证券研究所测算

# 1. 家居：集中度加速提升，龙头竞争优势显著

## 1.3 龙头增长动力——管理上，经销体系成熟化构建核心竞争力

►新时期龙头企业均致力提升终端竞争力，其核心在于加强对于经销商全方位的帮扶与管理，目前来看龙头企业的经销体系已愈发成熟完善，已在传统销售渠道形成壁垒。

►龙头企业的综合竞争优势反映在经销商实力较强，欧派与索菲亚单店提货额均位于行业前列，并通过合理的考核管理及帮扶，持续提升经销商经营能力。

图 定制龙头公司提升经营能力

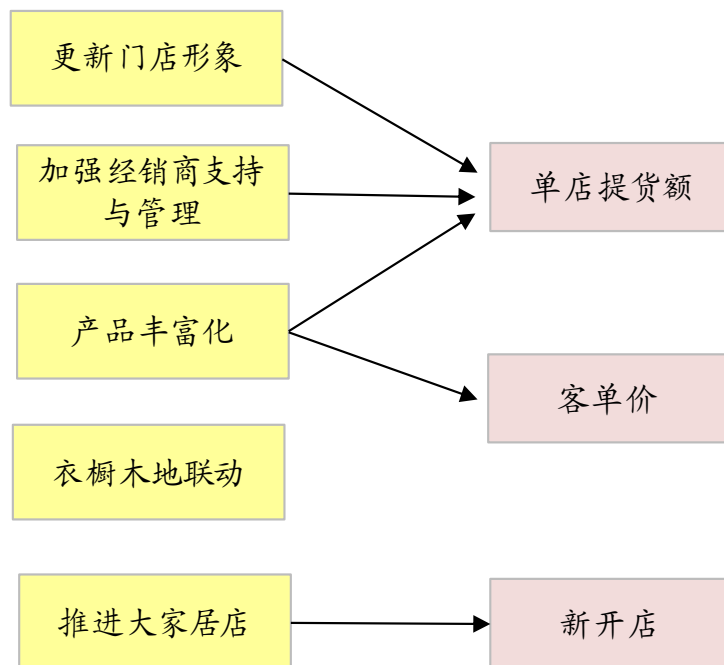
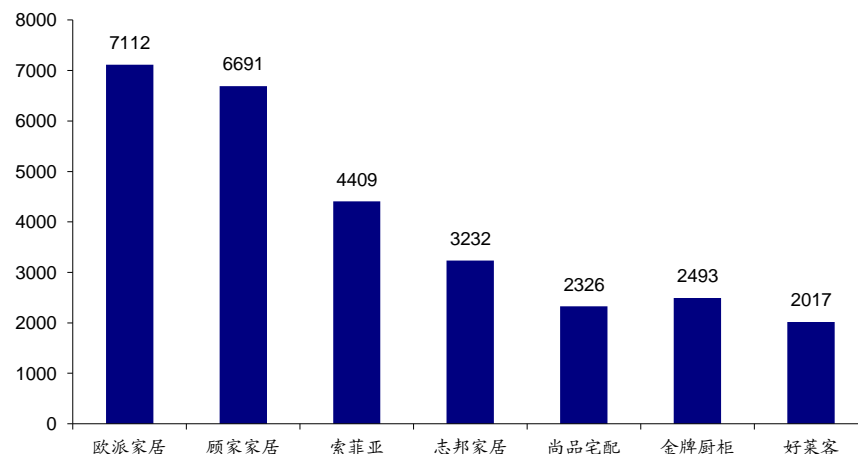


图 2020年家居企业渠道数量对比（家）



# 1. 家居：集中度加速提升，龙头竞争优势显著

## 1.3 龙头增长动力——渠道上，大宗业务与整装渠道成为新增长点

➤大宗业务新蓝海，品牌力保障较强议价能力：面临精装房的趋势，龙头定制企业快速发展大宗业务，我们认为长期来看将是定制企业重要增长动力；定制龙头企业能够凭借自身强品牌与龙头地产商合作时获得良好利润空间。

➤大家居加速推进：我们认为，整装渠道已成为家居新风口，龙头均开始布局跑马圈地。

图 定制龙头公司大宗业务占比（2020年）

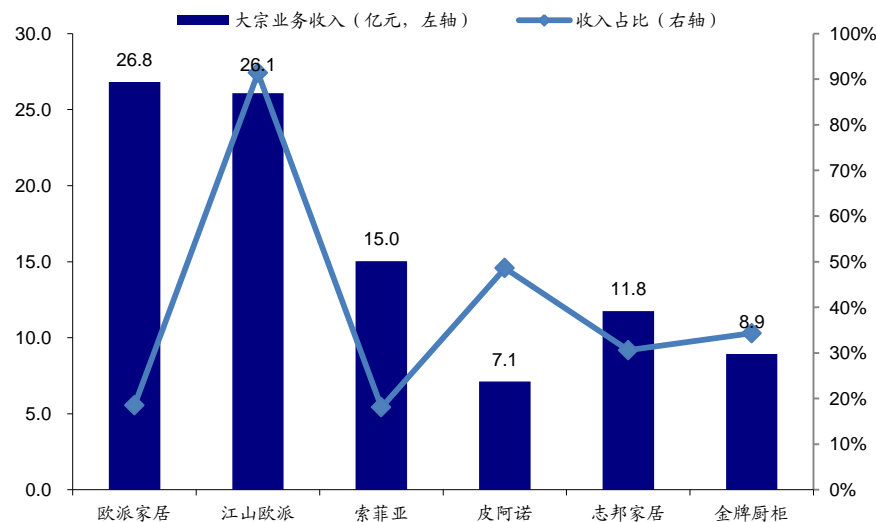
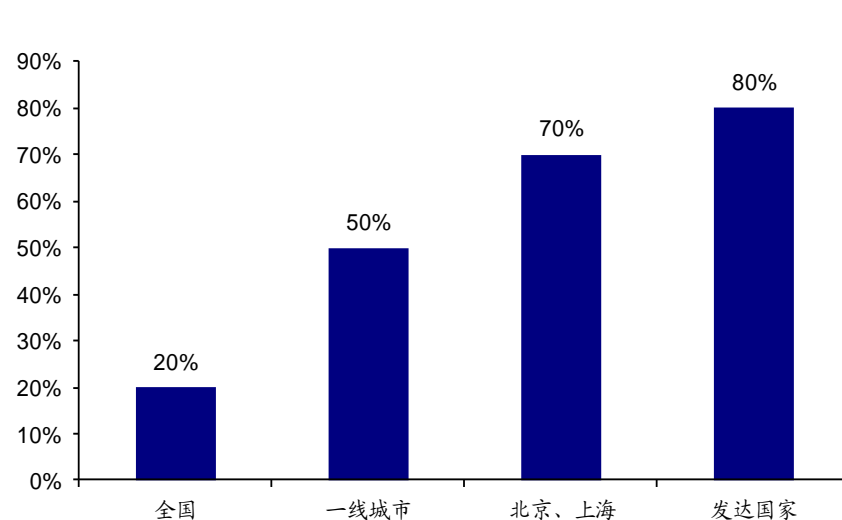


图 全国精装修比例有较大提升空间（2017年）



# 1. 家居：整装带动行业变革，龙头布局跑马圈地

## 1.4 大家居时代来临，龙头加速布局整装渠道

- **整装逐步成为消费者主流装修方式之一：**整装涵盖从硬装、主材到软装的所有产品与服务，能够节省业主时间，保证装修的整体风格统一性，逐步成为消费者装修的主流方式之一。
- **家装行业市场极度分散：**根据中国产业信息网数据，2017年资产规模超过1亿元的企业仅占全部企业数量的8.5%，2018年行业龙头东易日盛市场规模仅占比0.21%。
- **长远来看，头部定制品牌可能成为产品化的整装公司：**我们认为，未来的家居装修行业发展必然涉及到产业链整合，早年依靠单品制造壮大的品牌商逐步面临客户消费需求变化，未来定制企业将与家装公司形成产品和服务的深度结合，分工更加精细。

图 家居住宅装饰市场规模已达2.04万亿元（2018年）

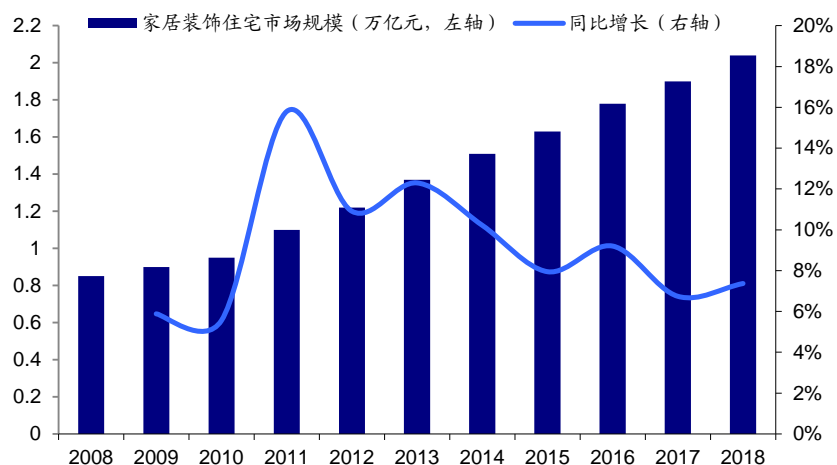
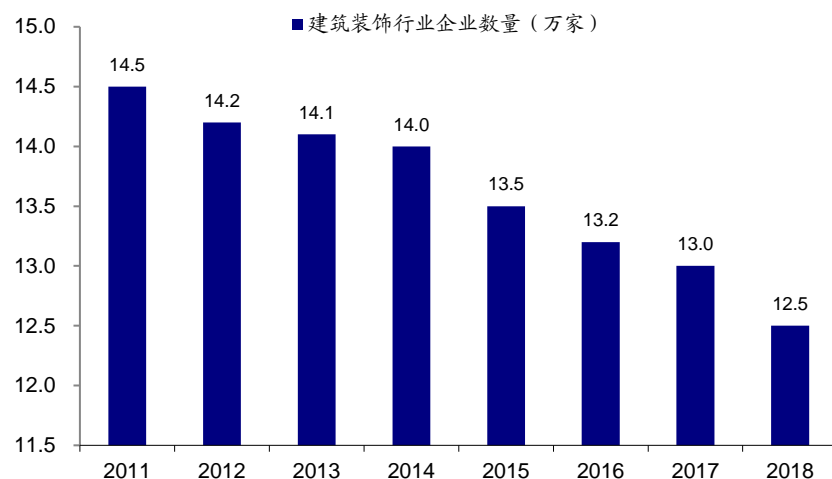


图 我国建筑装饰装饰工程企业数量（万家）





# 1. 家居：整装带动行业变革，龙头布局跑马圈地

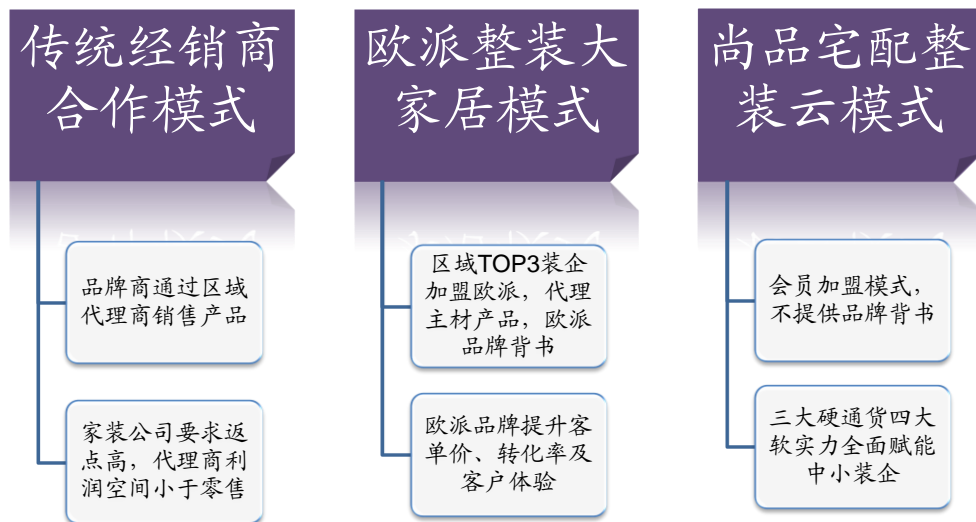


海通证券  
HAITONG

## 1.4 把握流量成关键，整装变化引领变革

- 整装入口变化是行业未来变革的重要关键点，把握整装渠道将可能实现下一阶段的快速增长：
- 过去受限总部供应链能力以及经销商主观意愿和客观能力，大家居战略推进缓慢，在18年需求下台阶，家装流量分散化的背景下，定制企业均加速与整装渠道合作：（1）传统经销商合作模式；（2）欧派家居整装大家居模式；（3）尚品宅配整装云模式。

图 市场3种与家装渠道合作方式



# 1. 家居：家居龙头终端提价，基本覆盖成本上涨

## 1.5 原材料价格上涨，多途径降低盈利影响

➤原材料价格上涨，龙头多措施保持盈利稳定：20年下半年以来，定制与软体家居的原材料价格均上涨明显，龙头采取终端提价、原材料锁价&延迟涨价、减少促销等手段基本覆盖成本上涨影响，以受影响较大的软体家居为例，21Q1顾家&喜临门毛利率基本保持稳定。

图 软体头部销售毛利率变动情况(%)

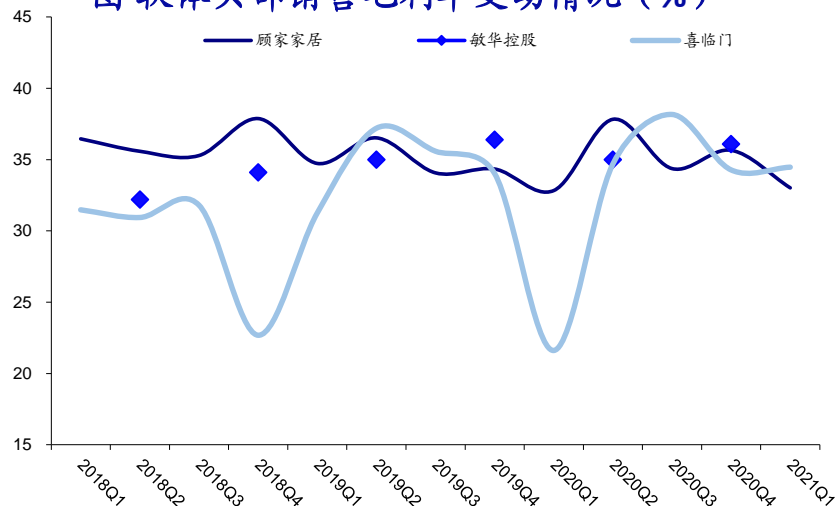


图 原材料(皮革, TDI, MDI)价格上涨明显(元/吨)

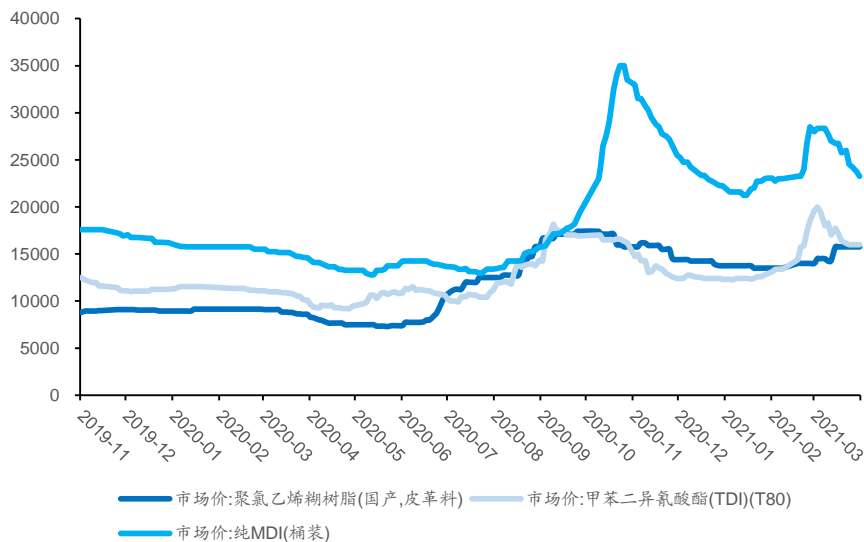
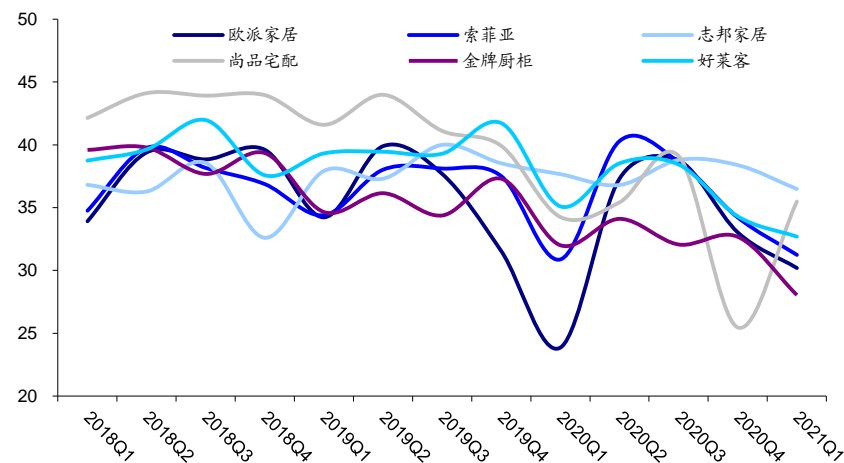


图 定制家居龙头销售毛利率变动情况(%)



# 1. 家居：竞争优势凸显，龙头长期成长无忧

## 1.6 主要公司——欧派家居：业务多点开花，大家居打开长期成长空间

- **零售经销体系成熟，铸造核心竞争力：**公司拥有全国最优质经销体系，成熟完善的管理、考核、培训体系以及先发优势与长期积累的品牌形象造就强大经销体系。
- **进军整装市场，快速推行大家居模式：**公司整装大家居严格挑选当地排名前三的家装公司进行合作，我们看好整装大家居对于定制家居商业模式的升级以及客单价提升的空间，未来增长空间值得期待。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，地产增速持续下滑风险。

图 欧派家居收入及增速

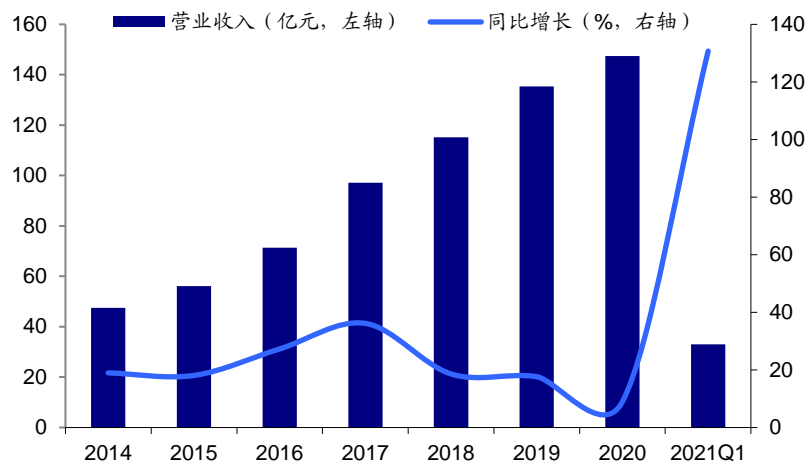
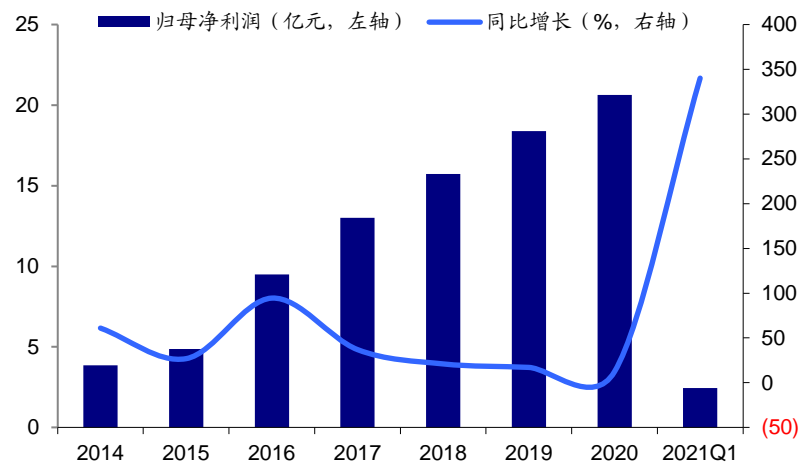


图 欧派家居归母净利润及增速



# 1. 家居：竞争优势凸显，龙头长期成长无忧

## 1.6 主要公司——顾家家居：软体龙头布局加速，加码营销领跑行业

- **国内渠道加速布局，内销业务贡献核心增量：**据顾家家居历年年报，20年公司在国内加速渠道布局，持续进驻新老物业，探索“1+N+X”的渠道发展模式，进驻空白城市百余个，积极打造多品类组合的大家居融合店模式。同时通过推行门店统一施工，有效缩短开业周期和提升人均开店效率，20年公司国内开店净增205家。
- **零售转型效果显现，信息化上线推行：**公司19下半年以来发展零售创新业务并在组织、模式和流程上持续变革，建设多个区域零售中心，逐渐从制造型向零售型家居企业转型；同时，公司对门店上线信息化系统，从而掌握终端动销、库存和周转状况，从而提升对终端消费的反应能力。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，地产增速持续下滑风险。

图 顾家家居收入及增速

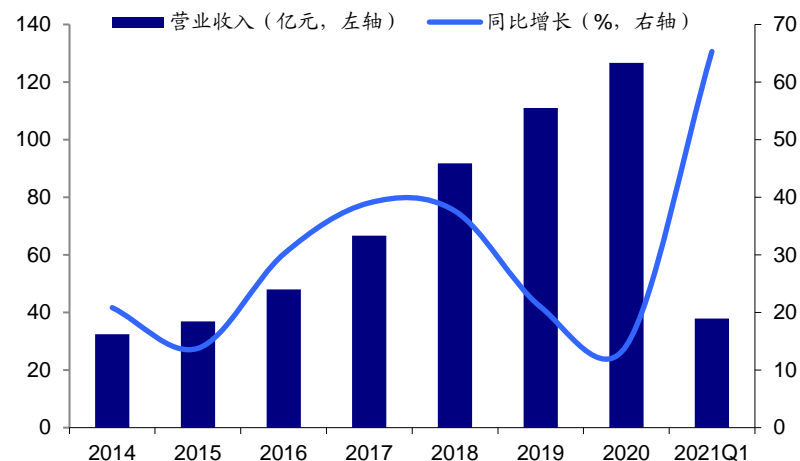
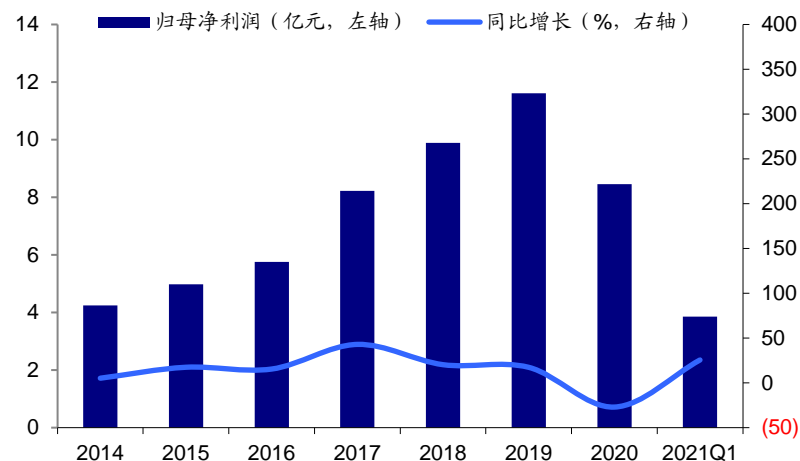


图 顾家家居归母净利润及增速



# 1. 家居：竞争优势凸显，龙头长期成长无忧

## 1.6 主要公司——索菲亚：大家居推进卓有成效，龙头迎来新成长

- **修炼内功，重构终端竞争力：**公司在产品、营销等方面积极改善，产品端增加对中高端产品的研发和推广，渠道方面加快速度更新店面形象，管理上加强对经销商的帮扶提升经营质量，信息化方面通过新软件投入提升订单转化率。
- **大家居势在必行，多品类协同发展：**公司发力厨柜木门等新品类，此外公司未来大家居积极推进整装渠道，并新开大家居店。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，地产增速持续下滑风险。

图 索菲亚收入及增速

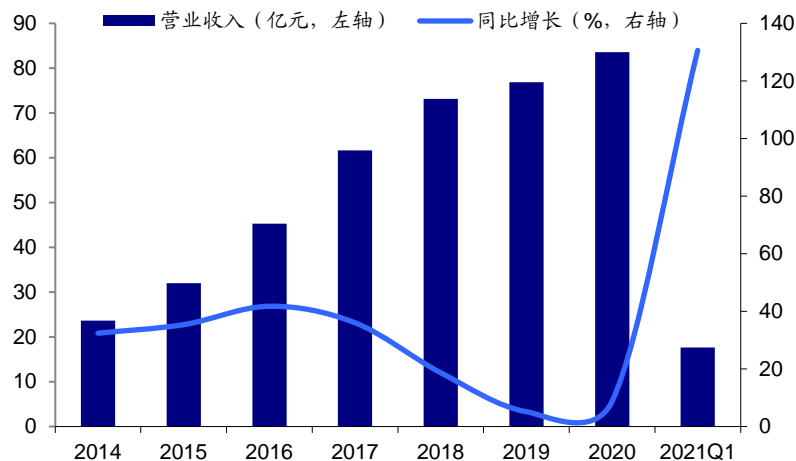
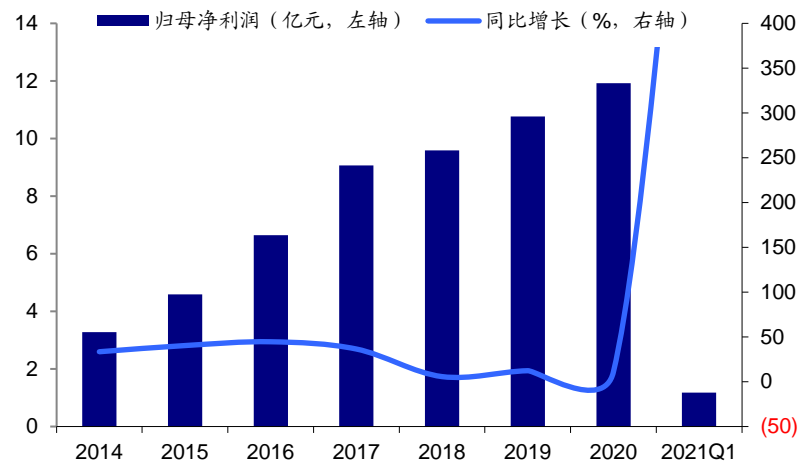


图 索菲亚归母净利润及增速





# 1. 家居：竞争优势凸显，龙头长期成长无忧

## 1.6 主要公司——尚品宅配：领衔全屋定制，整装云布局商业新模式

- **领衔全屋定制，渠道布局前瞻：**公司全屋多品类整合能力优秀，门店前瞻性布局，购物中心店的管理运营能力逐渐成熟完善，单店收入与盈利性迅速提升；此外公司具备互联网基因，通过自建新居网O2O引流，实现线上线下一体化营销。
- **HOMKOO 整装云战略部署，有望打开新成长空间：**公司依托本身信息化优势，对中小装修公司全流程赋能，帮助其实现整装设计、材料采购、施工管控等全产业链打通；此外在部分城市实施自营整装积累整装经验，订单量增长迅速，我们认为未来有望打开公司新成长空间。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，地产增速持续下滑风险。

图 尚品宅配收入及增速

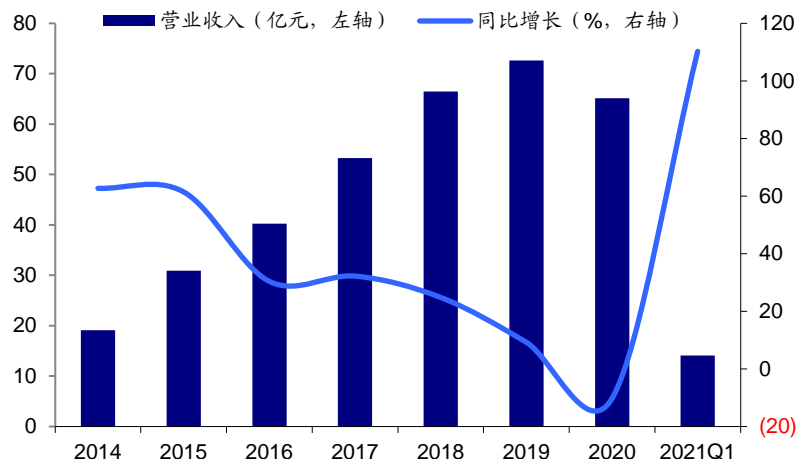
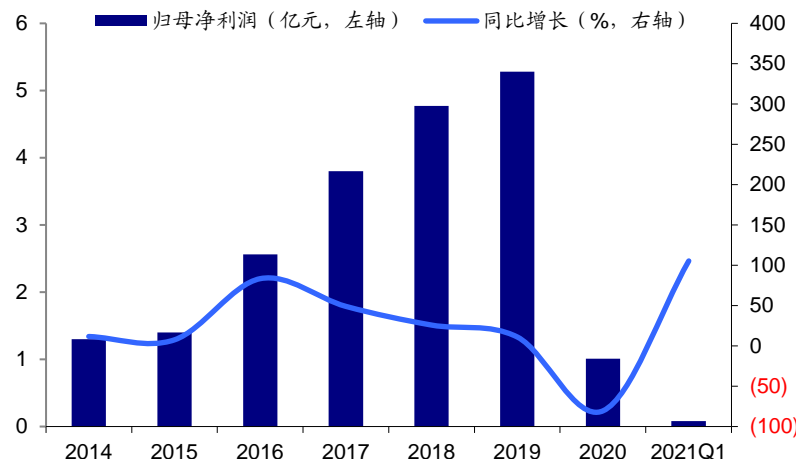


图 尚品宅配归母净利润及增速



1. 家居：需求持续向好，龙头崛起加速
2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳
3. 文具：消费升级结构优化，延展至零售新领域
4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中
5. 风险提示

## 2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

### 下半年旺季需求有望回暖，通胀周期下龙头维持高盈利能力

►通胀周期下龙头有望保持高盈利性：经历多轮造纸行业周期后，我们认为环保因素约束&龙头企业推行林浆纸一体化等因素，带来了龙头企业更加显著的成本优势；在此轮通胀周期区间，我们认为在供需基本稳定的格局下，龙头的强议价能力&成本竞争优势能够持续保障高盈利水平。

►推荐文化纸龙头太阳纸业：长期看太阳纸业新增产能将渐次投产，新投产产能均在老挝、广西等更低成本的地域投产，我们认为未来有望依靠产能布局优势扩大自身成本优势。

图 历史来看文化纸呈现Q2跌价Q3涨价的趋势（元/吨）

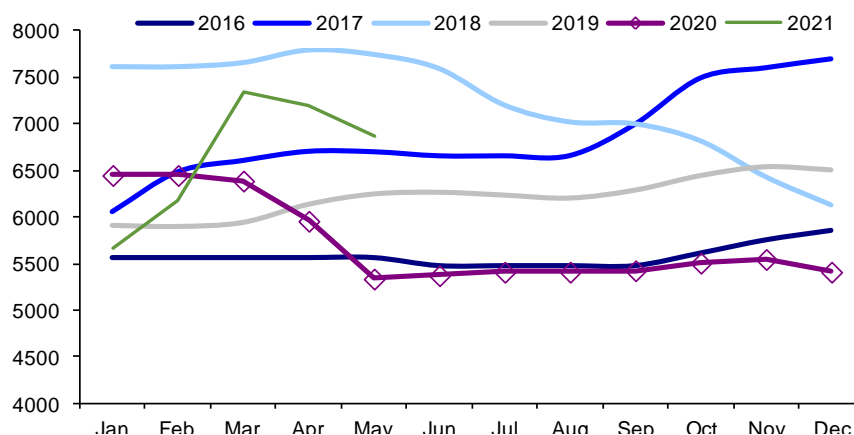
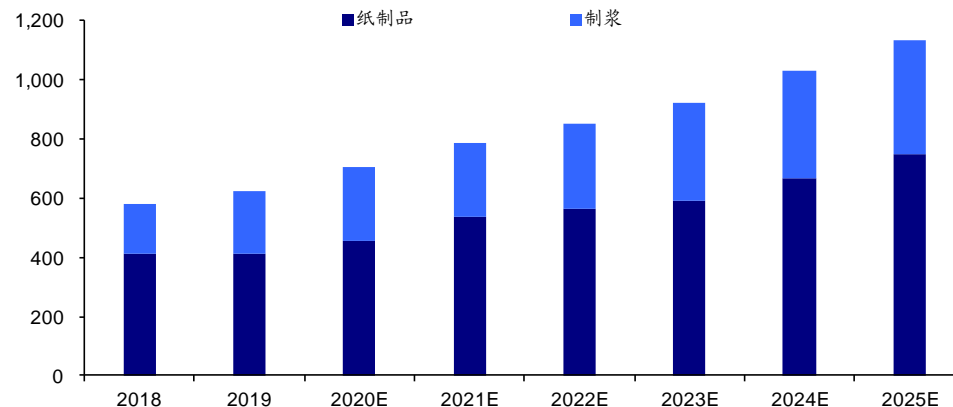


图 太阳纸业产能预计保持快速扩张态势（万吨）



## 2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

### 2.1 木浆：驱动此轮行情核心因素，通胀周期下高浆价仍延续

► 原材料木浆作为此轮上涨周期的核心驱动因素，我们认为在未来一段时间内将会是下游成品纸价格的重要影响因素。

► 我们认为，宏观通胀环境与全球浆价需求回暖带来的供需变化、共振导致了此轮浆价上涨，虽然短期内盘期货价格走弱，但未来考虑到供需整体平稳，以及疫情可能带来新增产能投产的不确定性，我们判断高浆价仍会持续。

图 针叶浆价格走势

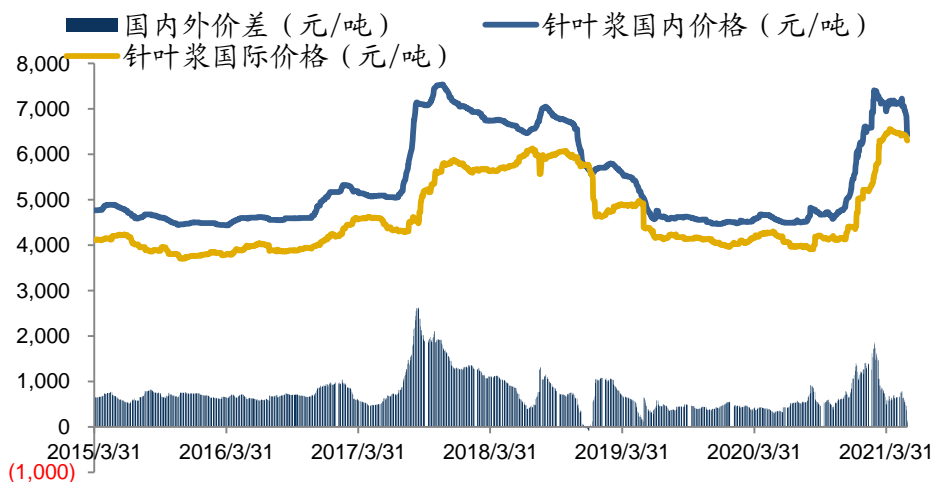
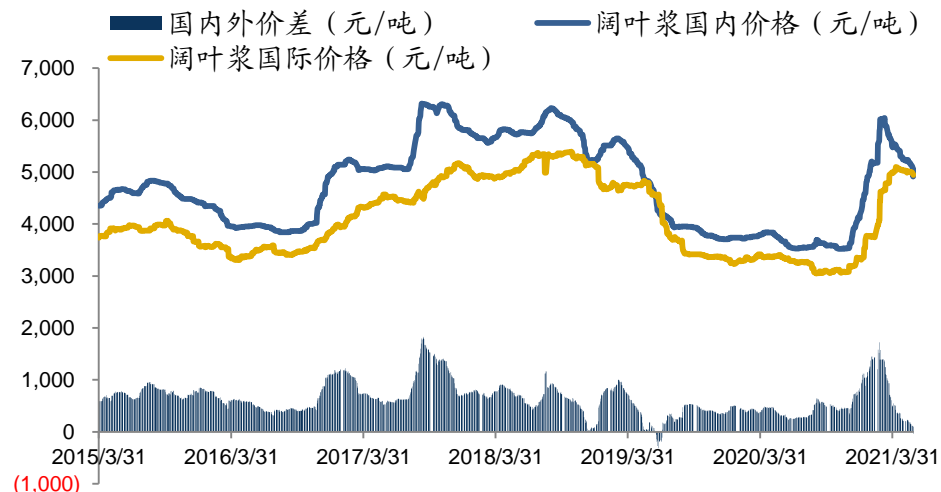


图 阔叶浆价格走势



## 2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

### 2.2 文化纸：短期需求淡季，旺季来临高景气延续

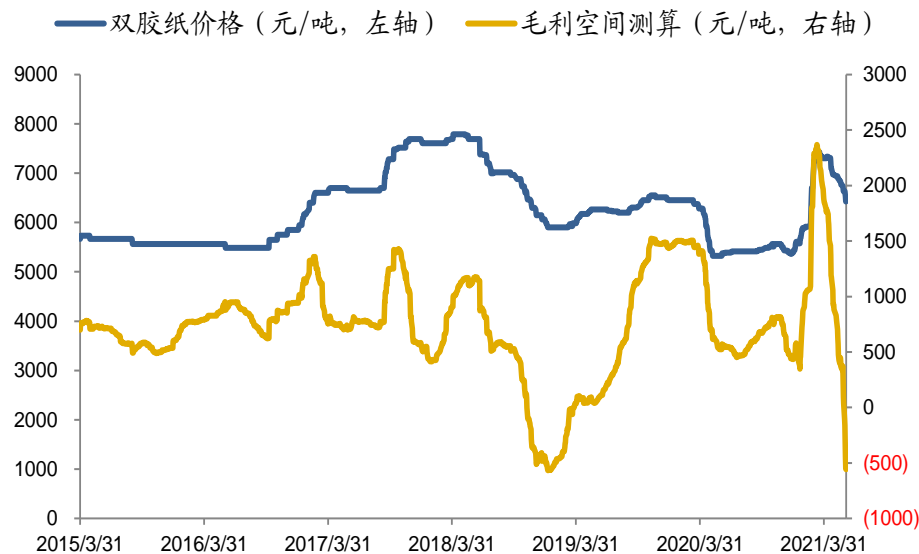
►短期来看，5月份是国内成品纸市场的传统淡季，市场处于消化库存、整理库存结构、准备旺季的阶段，整体需求订单偏淡，展望三季度，随着秋季学汛和建党100周年大庆的来临，我们认为需求将逐步回暖，并且考虑到上游纸厂较强的议价能力，我们判断Q3文化纸的价格仍将保持较高景气度。

►从行业供需来看，文化纸供需合理，21-22年行业新增产能较少，同时大厂产业链议价能力不断提升，环保约束下中小纸厂或将不断被淘汰。

图 铜版纸价格走势



图 双胶纸价格 (美元/吨)





## 2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳



### 2.3 白卡纸：价格已至高位，高盈利仍将延续

►由于寡头垄断格局下纸厂议价能力提升，白卡纸价格自20Q3大幅上涨，盈利能力目前处于历史高位，短期来看，一方面行业处于需求淡季，另一方面龙头厂家挺价强势，我们认为价格走势高位震荡，此外需要需密切关注浆价的变化。

►长远来看，目前白卡纸的利润较为丰厚，叠加未来将有大量白卡产能投产，因而或将对白卡纸的价格产生一定压力。

图 白卡纸价格走势



图 白板纸价格走势



## 2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

### 2.4 箱板瓦楞纸：纸价逐步回暖，行业集中度提升

► **行业需求回暖，价格逐步提升：**5月份以来，箱板瓦楞纸价格企稳回升，我们认为需求端随着618促销及夏季旺季的到来，将持续改善，其次国内废纸供应整体偏紧，需求改善叠加原材料支撑，我们判断未来箱板瓦楞纸有望价格逐步回升。

► **废纸价格支撑成品纸价：**进口废纸禁令背景下纤维总体供应偏紧的状态将较长期存在，持续对国废价格带来一定支撑。

图 废纸进口量已减少至零

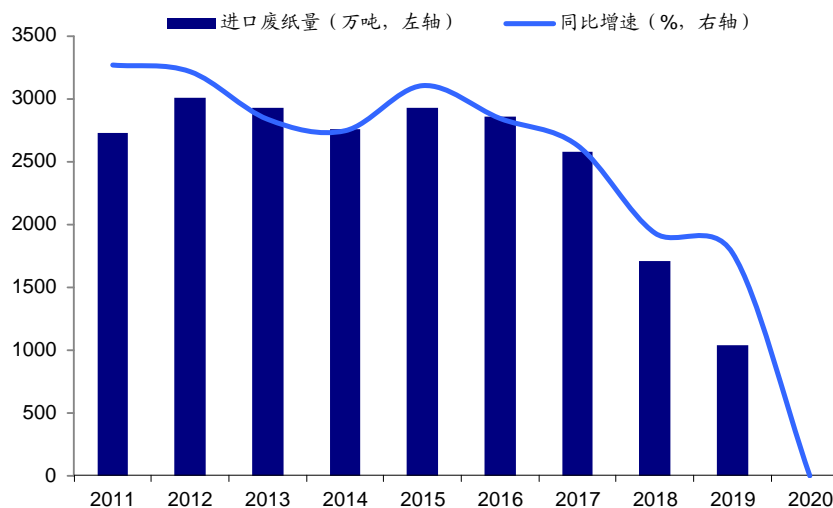
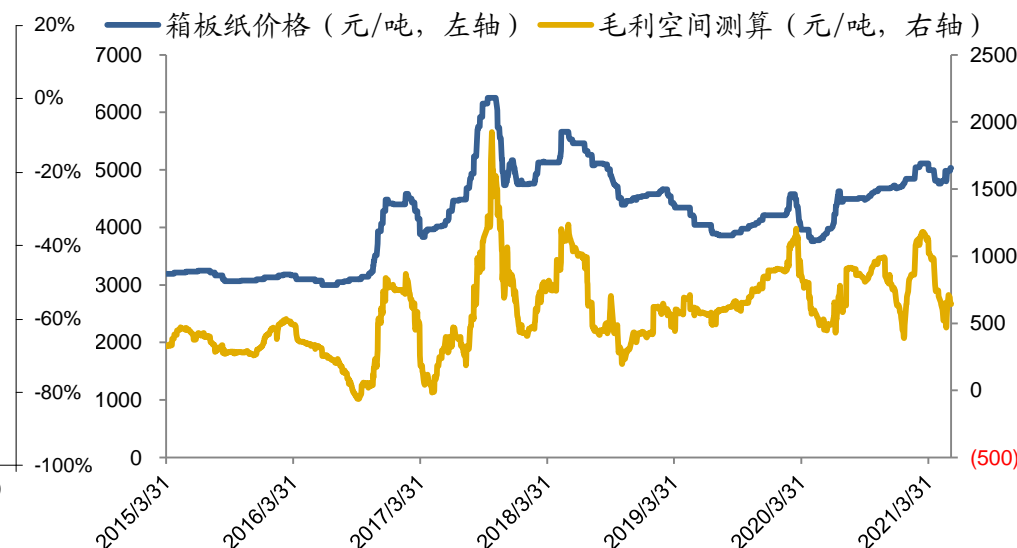


图 箱板纸价格走势



## 2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳

### 2.5 龙头成本优势持续增强，长期盈利逐步趋稳

- 龙头公司凭借成本、管理以及林浆纸一体化优势，我们认为能够长期稳健保持高盈利水平。
- 龙头成本优势持续增强：经历多轮造纸行业周期后，造纸行业已呈现与前几轮周期明显不同的行业特点，具体表现为造纸龙头企业的生产成本优势持续在增强，一方面原因是更加严格的环保要求以及新建项目要求规模提升，导致中小造纸企业的生产成本持续提升；另一方面以上市公司为代表的造纸龙头企业通过浆纸一体化以及规模优势持续降低生产成本。

图 大纸厂年化ROE情况 (%)

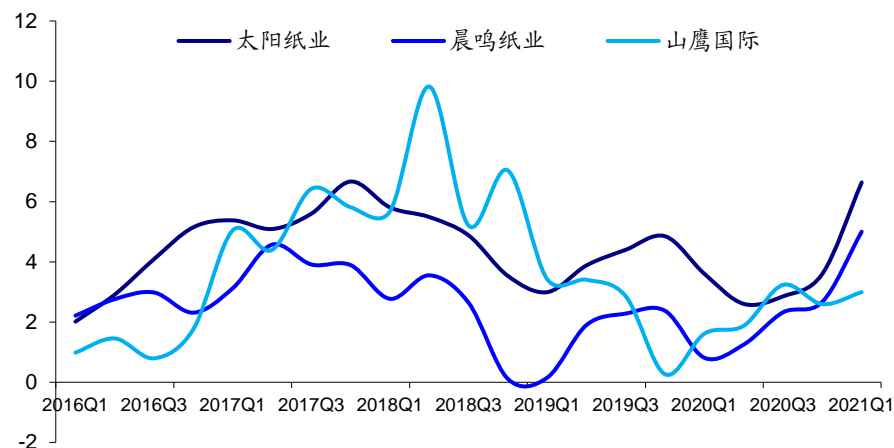
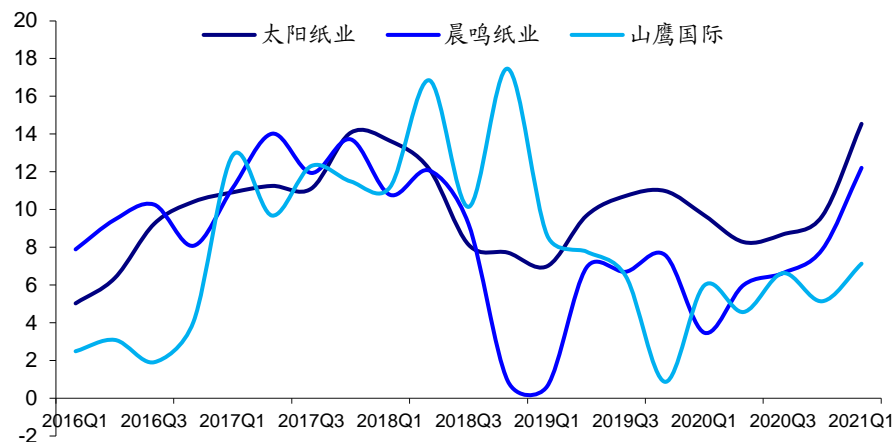


图 大纸厂净利率情况 (%)



## 2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳



### 2.6 主要公司——太阳纸业：多元布局穿越周期，成本优势铸造壁垒

- 公司具备林浆纸一体化能力，成本优势凸显，管理优异叠加原材料布局已构建明显护城河。
- 根据太阳纸业历年年报，近年来仍有较多产能释放，包括老挝120万吨造纸项目、兖州45万吨特色文化纸项目、以及广西北海林浆纸一体化项目等，我们测算到2025年公司总产能将超过1000万吨，新项目将保障公司长期成长性。
- 风险提示：原材料价格波动，行业竞争风险。

图 太阳纸业收入及增速

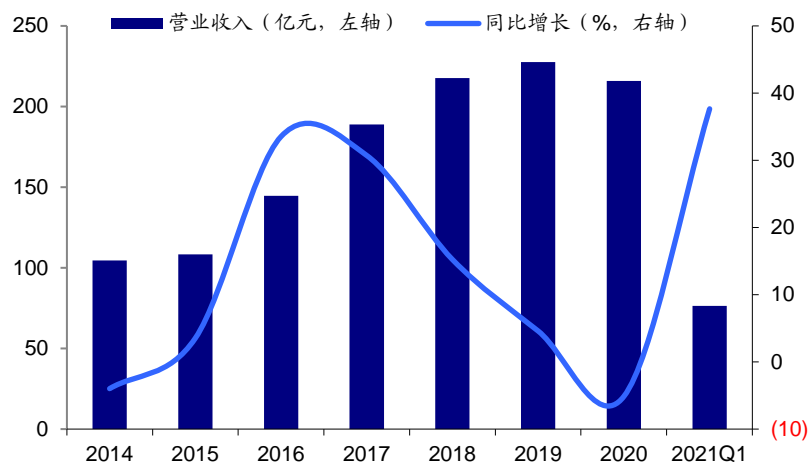
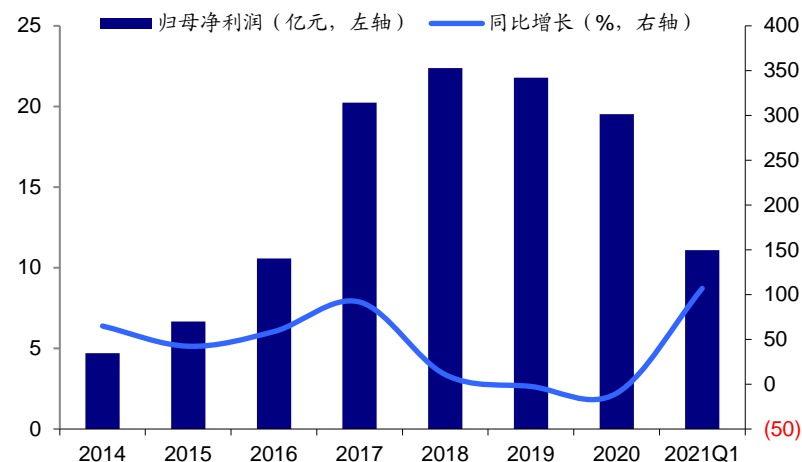


图 太阳纸业归母净利润及增速



1. 家居：需求持续向好，龙头崛起加速
2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳
3. 文具：消费升级结构优化，延展至零售新领域
4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中
5. 风险提示



### 3. 传统文具：步入成熟阶段，品牌文具商崛起迅速

► **品牌文具商崛起迅速**：品牌文具制造商向下游延伸，依靠品牌力及完善产品线打造自身品牌的样板店和加盟店，品牌化能够助力终端门店运营效益提升。

► **目前文具行业已进入相对成熟阶段，并形成双雄格局**：我们认为，晨光在学生文具端和得力在办公文具端凭借品牌营销及成熟的分销体系已形成明显壁垒。

图 文具行业市场竞争格局

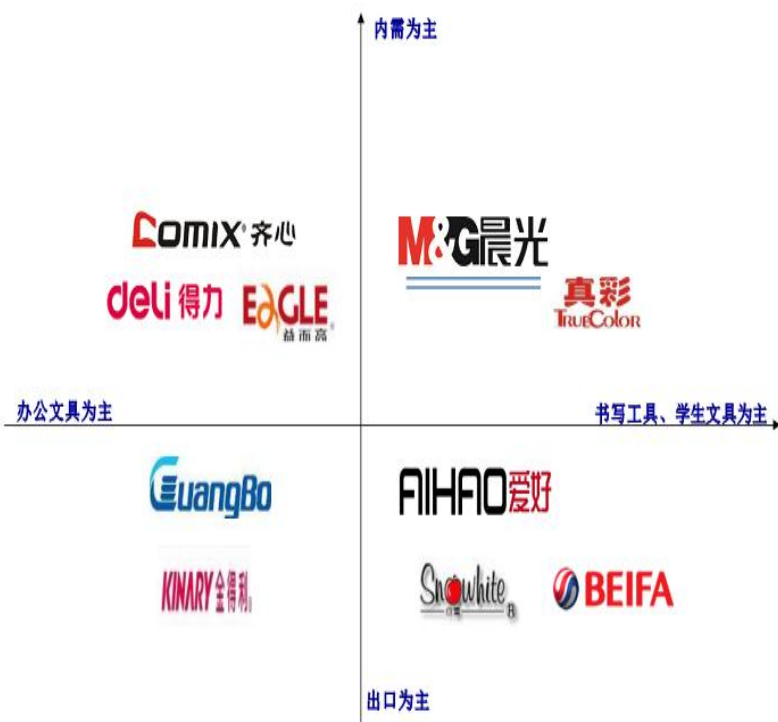


图 政府集采大势所趋



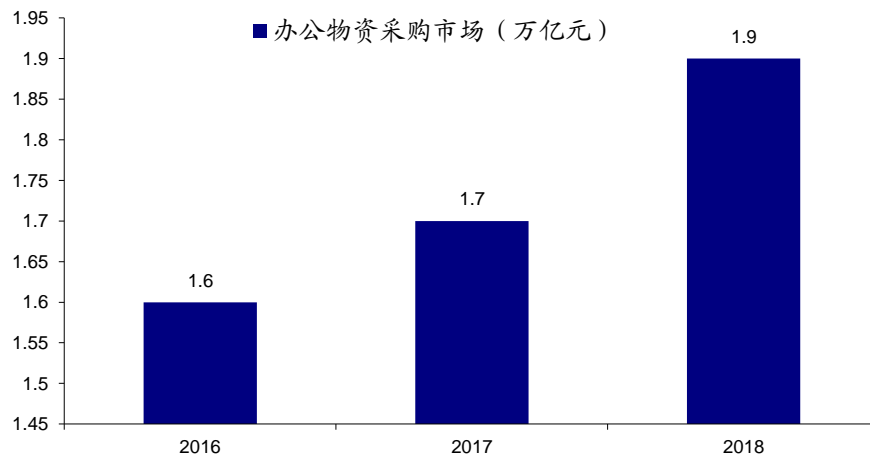
### 3.办公直销：集中化采购催生万亿市场

- 集中化采购大势所趋，办公用品市场格局洗牌：自2015年以来国家多次发布政策推进政府、国企办公物资集采；随着政府与大型企业招投标的规范化，办公用品市场格局将重新洗牌。
- ToB产品种类包括设备、文具、办公家居、以及MRO（维护维修安防等）类产品；我们预计，市场空间超万亿。

表 国家电网17年招标2个包

包名	入围供应商
包1	得力集团有限公司
	领先未来科技集团有限公司
	欧菲斯办公控股有限公司
	上海晨光科力普办公用品有限公司
	深圳齐心集团股份有限公司
	史泰博(上海)有限公司
	苏宁云商集团股份有限公司
	浙江物产电子商务有限公司
包2	得力集团有限公司
	上海晨光科力普办公用品有限公司
	史泰博(上海)有限公司
	苏宁云商集团股份有限公司
	浙江物产电子商务有限公司

图 办公物资采购万亿市场



### 3.办公直销：文具供应商成长迅速，未来面临电商挑战

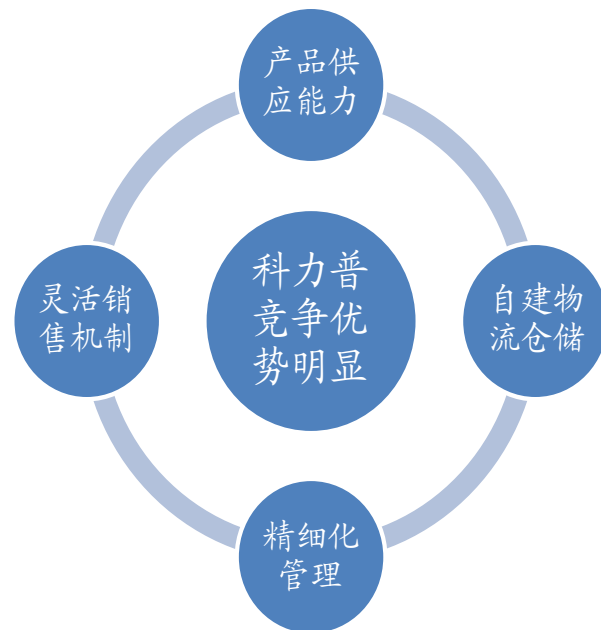
►我国办公直销市场尚处于发展初期，国内主要的品牌竞争者有晨光科力普、得力文具、齐心集团、苏宁、领先未来等。

►做好办公直销的核心能力在于产品供应链、以及交付能力，我们认为在服务专业度方面晨光、得力、齐心优势领先，且能提供个性化服务；苏宁天生在物流仓储及价格具备优势，两大阵营各有优劣，我们判断未来传统文具商将面临电商企业挑战。

表 办公用品市场竞争态势

	代表企业	优势	发展状况
外资供应商	史泰博、欧迪、Askul	进入中国市场早，品牌知名度高，国际客户资源积累丰富、专业化能力强	管理体制导致普遍亏损，已基本退出国内市场竞争
本土供应商	得力、齐心、科力普、领先未来	了解国内政府企业文化、专业化服务能力强	近年发展迅速，规模不断扩张，市场份额提升迅速
网络供应商	苏宁	自有电商平台流量入口，物流仓储供应链能力较强	目前办公直销业务非电商核心
各地经销商	-	与区域企业关系紧密	主要面对中小客户，面临专业化供应商竞争压力增大

图 科力普竞争优势明显



### 3. 零售大店：跨界精品文创，九木具备差异化优势

►受益于近年来我国的消费升级、品牌化、时尚化、个性化的大趋势，精品文创产品越来越受到人们喜爱，随着人们消费意识结构的改变，我们认为精品文创方面的消费空间较大。

►**九木杂物社具备差异化优势：**目前市场上涌现出了不同业态的精品文创店，分为泡泡玛特等主打动漫潮玩、九木杂物社等主打文创文具、名创优品等主打生活杂物以及西西弗等青年消费书店四种业态。与其他类型的文创零售品牌相比，九木杂物社在晨光文具的背书下，我们认为有望凭借在文具领域的品牌及运营优势，在竞争激烈的文创零售领域形成一定差异化竞争优势。

图 晨光文具精品文创发展路径图





### 3. 零售大店：跨界精品文创，九木具备差异化优势

► **注重于商业模式的可复制性：**我们判断九木杂物社目前起步已逐步成熟，主要着眼于商业模式的可复制性，即使得店面盈利并以加盟模式推广至全国。

► **零售转型战略意义重大：**从“传统文具制造商”向“文化创意”类公司转型，一方面发挥自己文创产品优势，凭借产品知名度及情怀提升客单价，并实现品牌调性的升级；另一方面，通过零售大店直接接触消费者，了解终端客户消费习性变化，对产品研发、传统文具结构升级赋能。

图 九木杂物社营收及增速

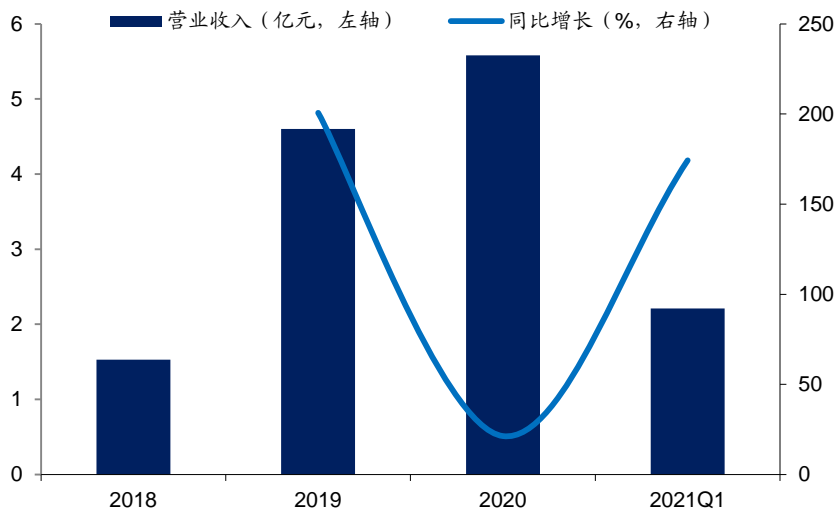


图 九木杂物社店面形象





### 3. 文具：顺应消费升级，必选白马结构优化



#### 主要公司——晨光文具：笔尖起舞，文具龙头打造中国“史泰博”

- 传统业务已建立护城河：公司在渠道端经销网络高效稳定、终端门店资源丰富，已建立起高行业壁垒，并不断推进渠道优化、产品升级，实现主业稳定增长。
- 科力普切入办公直销领域，打造中国“史泰博”：公司在产品、物流、销售以及管理上都具备明显优势，竞争能力领先同业，随着规模效应以及产品、客户结构的优化，我们认为盈利能力将有所提升。
- 精品文创打造文化创意品牌：目前九木杂物社注重店面质量提升，在设计研发、零售管理上具备优势，我们认为公司有望通过精品文创给晨光带来品牌转变与利润贡献的双重收益。
- 风险提示：新业务拓展不及预期。

图 晨光文具营收及增速

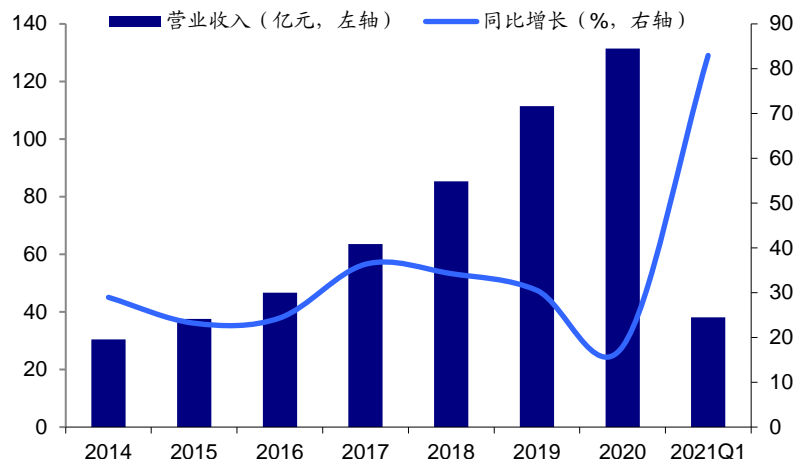
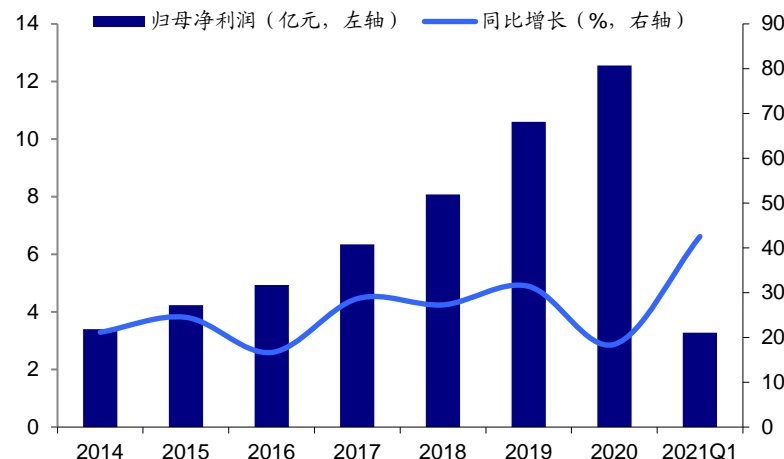


图 晨光文具归母净利润及增速



1. 家居：需求持续向好，龙头崛起加速
2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳
3. 文具：消费升级结构优化，延展至零售新领域
4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中
5. 风险提示

## 4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

### 4.1 电子烟：市场空间广阔，政策不改快速扩容趋势

- 根据思摩尔国际招股说明书援引弗若斯特沙利文数据，2014年至2019年，全球雾化电子烟市场规模复合增速达到24.2%，下一个5年预计年复合增速将达到24.9%，市场空间将从2019年的367亿美元上涨到1115亿美元；HNB市场集中于日韩，19年全球市场规模约129亿美元。
- 20年全球疫情及美国调味烟禁令对终端销售带来一定冲击，以及国内工信部对电子烟将参考传统卷烟管理（细则未出），但我们判断烟民对尼古丁需求相对刚性，总体不改电子烟市场快速扩容、渗透率持续提升趋势。

图 雾化电子烟市场空间

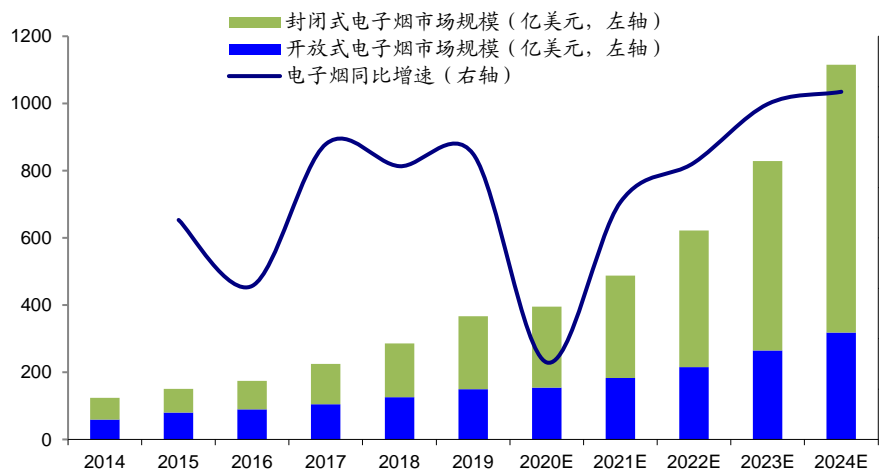
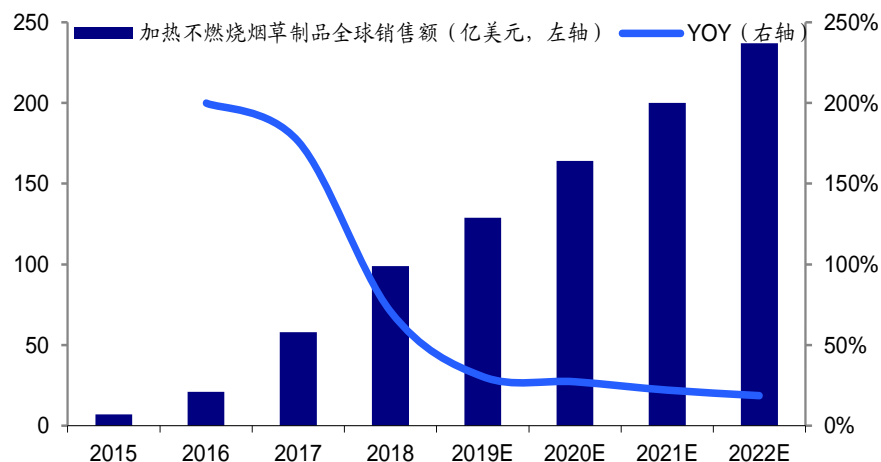


图 HNB市场空间情况



## 4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

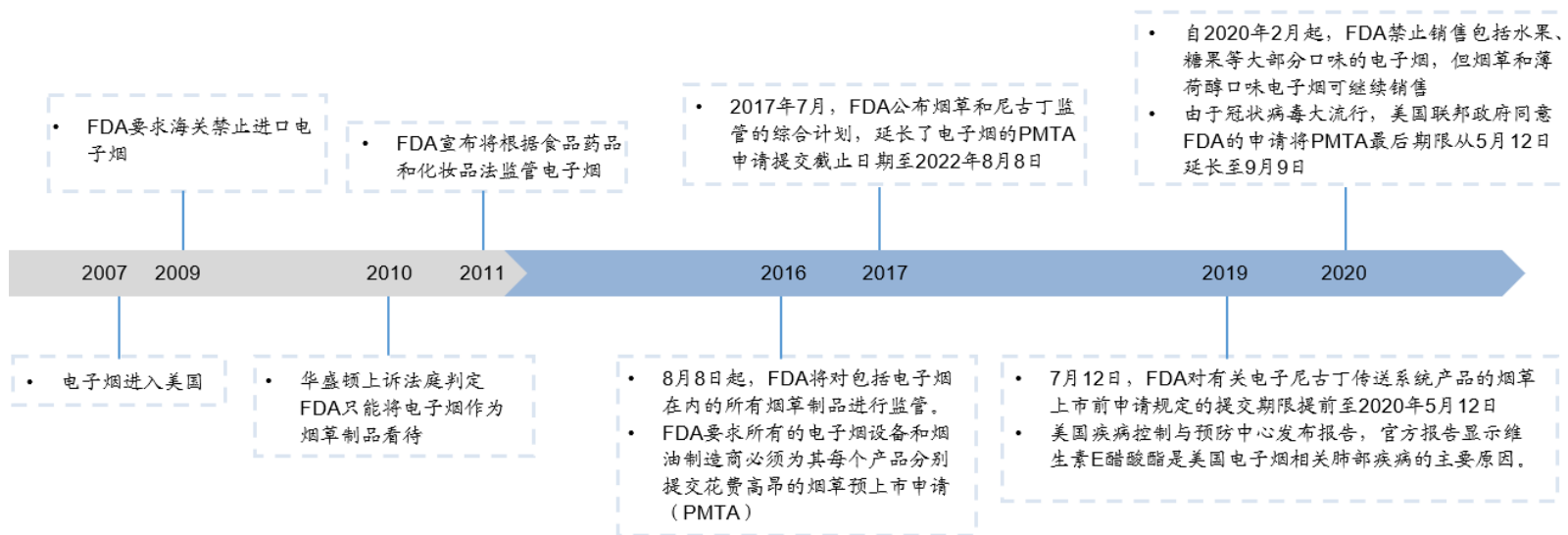


海通证券  
HAITONG

### 4.2 PMTA迅速洗牌行业，利好行业龙头集中

- 根据烟小蜜网号援引FDA对电子烟的监管规定，2020年9月9日PMTA提交截止，未提交PMTA的电子烟产品将被清理出美国市场，完成PMTA的过程昂贵且复杂，小品牌无力负担高昂费用，我们预计未来头部公司将明显受益于PMTA推进带来的行业集中度提升。
- 我们认为FDA的核心思路是留下合规的大品牌易于监管，类似于当前的烟草行业。

图 美国雾化电子烟发展历史



资料来源：思摩尔国际招股书援引弗若斯特沙利文，烟小蜜网号援引FDA，产业信息网、知乎、国家质检总局官网、烟草在线、蒸汽联、中国报告网，中国新闻网，蓝洞新消费，海通证券研究所

## 4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

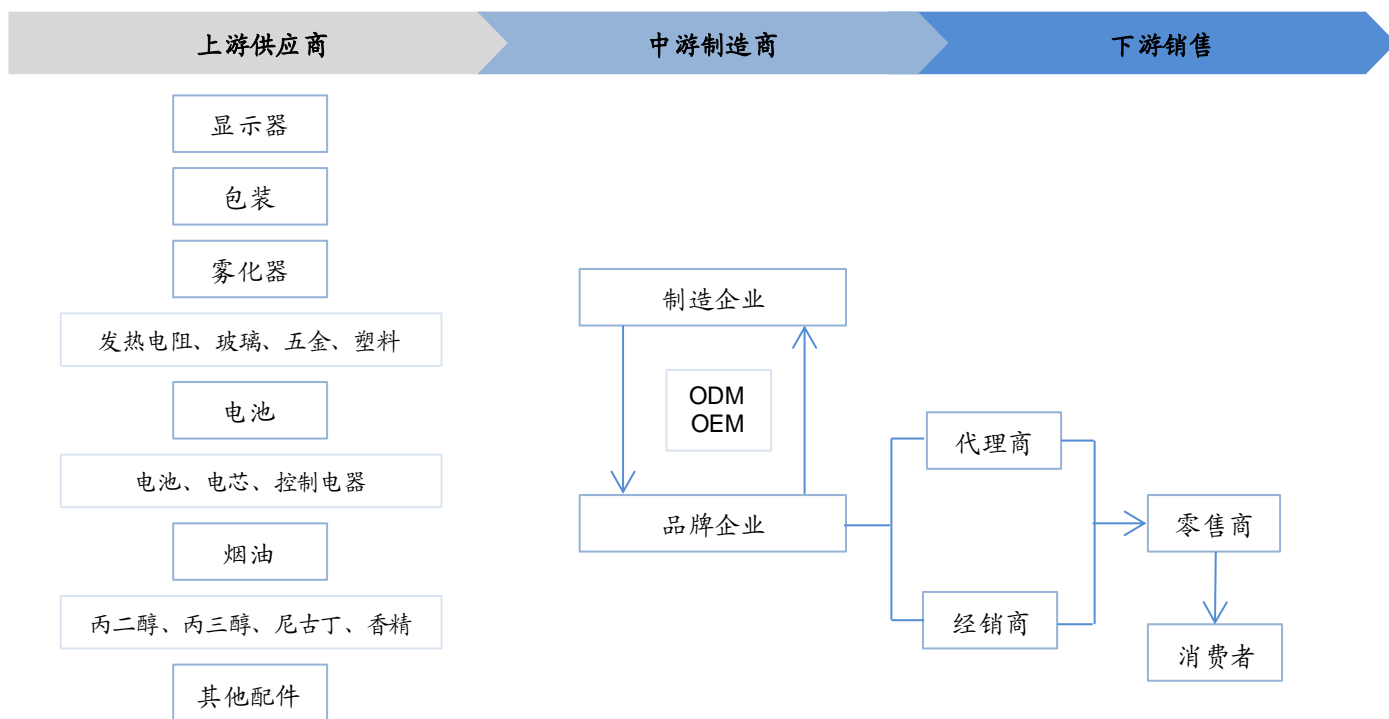


海通证券  
HAITONG

### 4.3 国内政策逐步落地，关注相关受益公司

- 对于雾化电子烟，我们判断即将通过的行业标准将对尼古丁浓度、添加剂有管制要求，行业品牌经营我们判断可能采取领牌（注册，许可）制度，并对于尼古丁征收消费税等。
- 我们判断未来中烟专卖可能性较大，长期来看，由于加热不燃烧产品其口感更被传统烟民认可，相较于雾化烟更可能成为国内电子烟发展的主旋律。

图 我国雾化电子烟产业链





## 4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

### 4.4 主要公司——思摩尔国际：“雾”起云涌，技术引领行业变革

- 公司研发能力强大，自主研发的雾化陶瓷技术领跑行业，FEELM陶瓷加热技术经过迭代已成为市场小烟主流加热技术，下游客户包括NJOY、Vuse、悦刻，面对下游客户拥有较强议价能力，产品技术能力一枝独秀，较高壁垒的产品技术是公司高盈利的保障。
- 行业竞争格局稳定，份额扩张领先同业：根据思摩尔国际招股书，公司19年全球份额为16.5%，由于其优秀的研发能力份额遥遥领先其他竞争对手。
- 风险提示：电子烟政策风险，下游客户增长不及预期。

图 思摩尔国际收入及增速

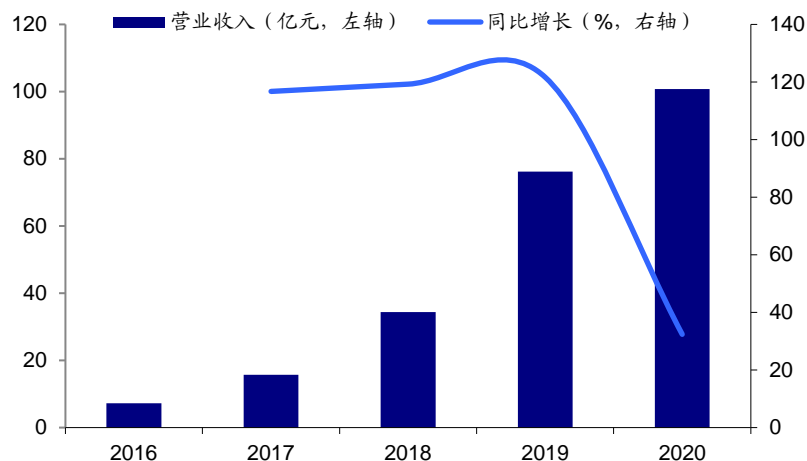
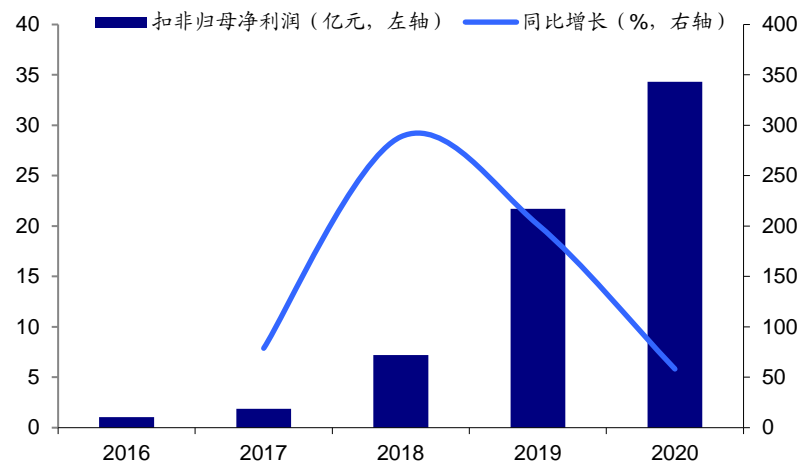


图 思摩尔国际扣非归母净利润及增速



## 4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中

### 4.4 主要公司——盈趣科技：UDM模式智能制造，高增长仍将持续

- **核心研发制造能力&客户深度绑定形成高壁垒：**在盈趣的UDM模式下，客户的产品高度定制化，单一产品主要向单一客户专供，盈趣与客户在产品各个流程深度合作，并且具备核心研发制造能力，客户粘性高，并且具备核心研发制造能力，符合工业制造智能化趋势。
- 盈趣作为PMI电子烟产品二级供应商，产品生产加热棒和外壳精密塑胶件，考虑到IQOS全球快速增长以及北美市场销售，有望给IQOS产品带来新的增长动力。
- **风险提示：**下游客户需求波动风险。

图 盈趣科技收入及增速

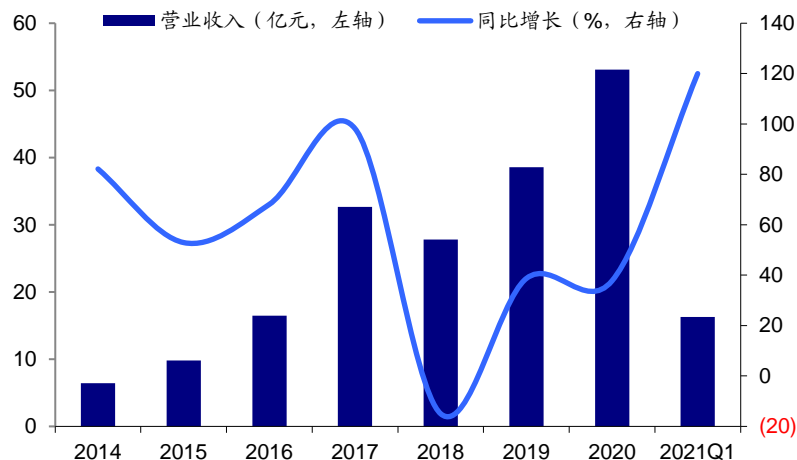
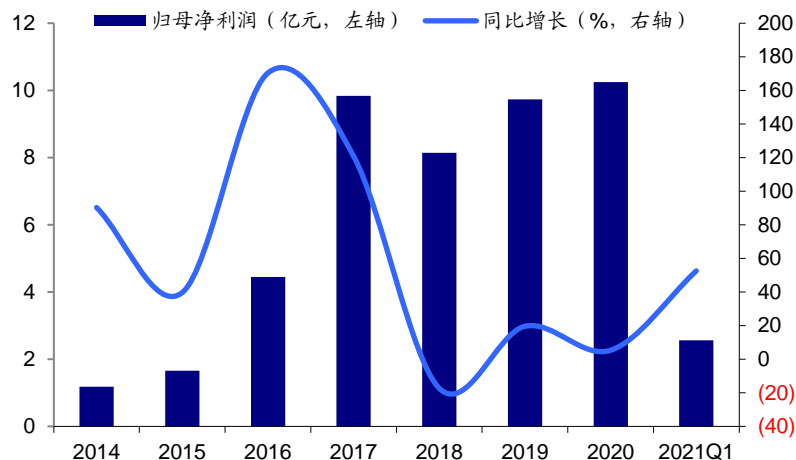


图 盈趣科技归母净利润及增速



1. 家居：需求持续向好，龙头崛起加速
2. 造纸：行业高景气持续，长期龙头盈利趋稳
3. 文具：消费升级结构优化，延展至零售新领域
4. 新型烟草：市场快速扩容，政策落地龙头集中
5. 风险提示

**（1）地产销售面积增速下行风险：**家居行业作为地产后周期行业，其景气度受到地产销售影响，21年地产住宅销售面积增速有下行风险，可能持续影响家居行业客流量。

**（2）原材料价格波动风险：**造纸包装等行业其盈利性受到原材料价格波动影响较大，若原材料价格持续上涨对公司业绩将造成波动。

**（3）政策风险：**电子烟行业面临行业监管政策风险，若政策落地不及预期，或对于雾化产品管控严格或影响相关企业短期业绩。

**（4）大客户业绩波动风险：**包装企业由于与下游大客户深度绑定，若下游大客户需求变化，将会影响包装企业业绩。

## 分析师声明

郭庆龙

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 造纸轻工研究团队:

分析师:郭庆龙

**SAC执业证书编号: S0850521050003**

**Email:gql13820@htsec.com**

分析师:赵洋

**SAC执业证书编号: S0850517100001**

**Tel:(021)23154126**

**Email:zy10340@htsec.com**



## 投资评级说明

<div>1. 投资评级的比较和评级标准: 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 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</div>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。