

格局重塑，强者恒强

疫情后经济复苏推动需求回升，大宗商品提价对企业成本端形成压制。轻工行业策略主线为“聚焦格局优化，把握细分冠军”，一方面聚焦需求回升以及长期成长赛道，如大家居、电子烟等；另一方面把握细分冠军，细分优质龙头竞争优势明显、成长确定性高，伴随格局优化拥有份额提升逻辑，同时具备较好成本传导能力，推荐“软体、定制、笔纸、民用电工、电子烟、包装”等优质个股。

家居景气延续，龙头加速整合。竣工数据向好，家居零售保持向上。定制龙头多品类多渠道发展，整装、大家居等核心优势仍明显领先，典型如**欧派家居**、**志邦家居**、**索菲亚**、**尚品宅配**、**金牌厨柜**等。软体行业格局进一步优化，龙头多元举措传导成本压力，盈利或将逐步修复，推荐**敏华控股**、**顾家家居**、**梦百合**等。精装大势长期难改，办公家居出口高景气延续，关注家居 B 端龙头如**坚朗五金**、**江山欧派**、**蒙娜丽莎**、**海鸥住工**等，以及办公椅出口龙头**永艺股份**、**恒林股份**等。家居卖场龙头加速连锁扩张，数字化转型引领家居新零售，看好**居然之家**、**美凯龙**等。

造纸格局优化，盈利兑现可期——太阳纸业、博汇纸业、山鹰国际、仙鹤股份。PMI 上行支撑需求，浆价下半年或维持高位震荡。白卡纸、文化纸等行业集中度较高，浆纸系龙头资源优势显著、盈利仍可期待。箱板纸淡季提价超预期，龙头持续整合行业、格局有望优化。**太阳纸业**林浆纸一体化，公司管理优秀、成本优势夯实，新增产能稳步推进。白卡纸景气向上，**博汇纸业**受益格局优化，盈利有望大幅改善。**山鹰国际**全产业链布局，产能逐步投放，外废零进口凸显原料优势。**仙鹤股份**纸基功能材料多元，产能扩张成长可期。

小文具到大办公，价值成长双重精选——晨光文具、齐心集团。文具行业规模千亿，办公直销万亿蓝海。政府阳光规范采购，行业持续快速发展。推荐文创龙头**晨光文具**，产品结构升级，积极拥抱新零售，一体两翼稳推进。**齐心集团** B2B 业务有望保持高增，云视频短暂承压不改长期发展态势。

生活用纸需求韧性，产品渠道持续升级——中顺洁柔、维达国际。渠道产品齐发力，龙头低位囤浆，浆价高位利于份额快速提升。**中顺洁柔**成长路径明确，产品、渠道、品类多维驱动，受益成本控制业绩确定性仍好。港股推荐**维达国际**，产品结构优化，电商维持快增。

民用电工前景广阔，细分冠军优势明显——公牛集团、欧普照明。民用电工隐形冠军**公牛集团**，渠道品牌领先，看好公司新品类新渠道的拓展潜力与空间。**欧普照明**多元渠道布局，组织架构调整、渠道变革深化助力新成长，正处价值底部。

新型烟草方兴未艾，静待政策落地——思摩尔国际、华宝国际、盈趣科技。新型烟草快速成长，2019 年全球渗透率已达 4.9%，预计 2024 年渗透率有望达到 9.3%，未来五年复合增速 24.9%。美国 PMTA 即将执行，国内 322 征求意见稿明确监管主体与方向，严监管加速产业格局优化；IQOS 首获美国 MRTP 减害认证、全球加速拓展，我国 HNB 市场逐步放开可期。重点推荐全球雾化科技龙头**思摩尔国际**。

空间广阔需求修复，包装龙头价值底部——裕同科技、劲嘉股份。包装行业空间万亿，纸包龙头集中度有望稳步提升。**裕同科技**：精品包装龙头，预计受益 5G 升级，持续打造智能工厂。**劲嘉股份**：纸包装龙头，烟标回暖，彩盒等新业务显著发展，HNB 携手中烟布局优势领先。

风险提示：疫情波动超出预期，细分领域竞争大幅加剧等。

轻工制造

维持

强于大市

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

SAC 执证编号：S1440519060003

叶乐

yele@csc.com.cn

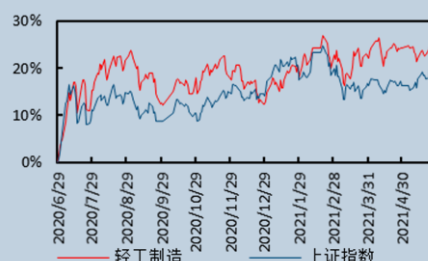
18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

发布日期：2021 年 06 月 26 日

市场表现



目录

一、家居景气延续，龙头加速整合	1
（一）地产数据回升利好家居消费，定制龙头产品渠道全面升级.....	1
（二）软体家居格局进一步优化，盈利能力或将逐步修复.....	4
（三）精装大势长期难改，出口家居保持高景气.....	7
（四）卖场龙头加速连锁扩张，数字化转型引领家居新零售.....	9
（五）软体个股推荐：敏华控股、顾家家居、梦百合等.....	12
（六）定制个股推荐：欧派家居、志邦家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜等.....	12
（七）B 端龙头&出口家居个股推荐：坚朗五金、江山欧派、蒙娜丽莎、海鸥住工、永艺股份等 ...	13
（七）家居卖场个股推荐：居然之家、美凯龙等.....	13
二、造纸格局优化，盈利兑现可期	14
（一）浆价或维持高位震荡，浆纸系需求预计下半年延续.....	14
（二）废纸系需求向上，关注箱板瓦楞纸格局优化.....	16
（三）重点个股推荐：太阳纸业、博汇纸业、山鹰国际、仙鹤股份等.....	17
三、笔纸消费稳健成长，民用电工国货崛起	17
（一）从小文具到大办公，价值成长双重精选.....	17
（二）重点个股推荐——晨光文具、齐心集团等.....	21
（三）生活用纸需求韧性，产品渠道持续升级.....	21
（四）重点个股推荐——中顺洁柔、维达国际等.....	23
（五）民用电工前景广阔，照明市场持续整合.....	23
（六）重点个股推荐：公牛集团、欧普照明等.....	26
四、新型烟草方兴未艾，静待政策落地	26
（一）雾化电子烟渗透率持续提升，严监管加速格局优化.....	26
（二）IQOS 加速全球市场拓展，国内 HNB 市场逐步放开可期.....	28
（三）重点个股推荐：思摩尔国际、华宝国际、盈趣科技等.....	30
五、空间广阔需求修复，包装龙头价值底部	30
（一）包装空间超万亿，集中度有望上升，5G 升级推动需求.....	30
（二）个股推荐：裕同科技、劲嘉股份等	32
六、重点公司盈利预测	33
七、风险提示	34

图表目录

图表 1：商品住宅销售面积及累计同比	1
图表 2：房屋住宅竣工面积及累计同比	1
图表 3：家具零售额累计值及累计同比	1
图表 4：家具零售额当月值及当月同比	1
图表 5：消费者选购家具时首要考虑因素为环保（2020）	2
图表 6：索菲亚康纯板客户和销售占比变化情况.....	2
图表 7：定制家居头部企业 2020 年以来引领“无醛”产品升级	2

图表 8: 80、90 后是家居家装市场中坚力量.....	3
图表 9: 一线城市消费者选择全包的占比已达到 35%	3
图表 10: 定制家居企业整装业务梳理	3
图表 11: 全球软体家具消费量（亿美元）及增速（%）	4
图表 12: 我国软体家具消费总量高居全球首位（2017）	4
图表 13: 美国床垫市场格局稳定、集中度高.....	5
图表 14: 敏华控股床垫内销收入（人民币）及增速.....	5
图表 15: 软体家居龙头企业 2020 年门店变化情况（家）	5
图表 16: 顾家家居内销收入（人民币）及增速.....	6
图表 17: 敏华控股内销收入（人民币）及增速.....	6
图表 18: 软体家居企业海外布局情况（截至 2020 年末）	6
图表 19: 顾家家居成本结构构成	7
图表 20: 2016 年以来聚醚、TDI、MDI 价格变化（元/吨）	7
图表 21: 我国精装房渗透率仍有较大发展空间.....	8
图表 22: 我国精装房开盘数量变化	8
图表 23: 地产商 500 强首选供应商品品牌前十名（2021 届）	8
图表 24: 2016-2020 年中国办公椅（940130）出口	9
图表 25: 美国线上销售渗透率	9
图表 26: 美国、欧元区及中国 PMI（%）	14
图表 27: 国内针叶浆、阔叶浆价格走势（元/吨）	14
图表 28: 铜版纸产能集中度（2020）	15
图表 29: 双胶纸产能集中度（2020）	15
图表 30: 白卡纸产能集中度（2020）	15
图表 31: 铜版纸价格走势（元/吨）	15
图表 32: 双胶纸价格走势（元/吨）	15
图表 33: 白卡纸价格走势（元/吨）	15
图表 34: 2017-2020 年废纸进口额度获批情况	16
图表 35: 废纸价格走势（元/吨）	16
图表 36: 箱板瓦楞纸产能集中度（2020）	16
图表 37: 箱板纸价格走势（元/吨）	17
图表 38: 瓦楞纸价格走势（元/吨）	17
图表 39: 文教办公用品行业主营业务收入和利润（亿元）	18
图表 40: 2012-2020 年文教办公用品四大龙头营收（亿元）	18
图表 41: 晨光文具、齐心集团、广博股份合计市占率.....	18
图表 42: 我国人均文具消费金额远低于美国（2018 年）	19
图表 43: 晨光文具积极拥抱新零售（美团、饿了么）	19
图表 44: 政府阳光采购相关重大政策	19
图表 45: 2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率.....	20
图表 46: 中国远程办公行业市场规模（亿元 RMB）及增速.....	20
图表 47: 中国软件视频会议市场规模（亿美元）及增速.....	21
图表 48: 中国视频会议厂商市场份额	21

图表 49: 我国生活用纸消费量保持中速增长 (万吨, %)	21
图表 50: 我国生活用纸市场规模不断扩大 (亿元, %)	21
图表 51: 我国人均生活用纸消费量及增速 (千克, %)	22
图表 52: 世界各地生活用纸人均消费量 (2016 年)	22
图表 53: 我国生活用纸 CR4 合计市场份额变化	22
图表 54: 美国生活用纸市场份额 (2020 年)	22
图表 55: 生活用纸成本结构中木浆占比最大 (2016)	23
图表 56: 中顺洁柔低位囤浆, 原材料充足 (存货: 亿元)	23
图表 57: 农村居民传统家电保有量大幅提升	24
图表 58: 城市居民传统家电保有量稳步提升	24
图表 59: 2018 年主要国家每百户家庭破壁机数量对比	24
图表 60: 2018 年主要国家每百户家庭吸尘器数量对比	24
图表 61: 全球、国内 LED 照明渗透率快速提升	25
图表 62: 我国 LED 照明行业收入规模及同比增速 (亿元)	25
图表 63: 海外照明品牌相继退出中国市场	25
图表 64: 国内龙头品牌集中度仍较低	25
图表 65: 照明行业可比公司营业收入规模, 同比增速对比	25
图表 66: 2014-2024E 按收益 (零售价格) 划分的全球电子烟市场规模变化 (亿美元)	26
图表 67: 电子烟和加热不燃烧设备市场份额持续提升	27
图表 68: 按零售价及货运地点划分电子烟市场规模 (亿美元)	27
图表 69: 各地区电子雾化设备市场份额	27
图表 70: 中国电子烟行业供需情况	27
图表 71: 2019 年思摩尔占全球电子雾化设备市场份额 16.5%	27
图表 72: 雾化电子烟产业链分布	28
图表 73: 3 月 22 日烟草专卖法实施条例征求意见稿	28
图表 74: 美国 PMTA 审核流程	28
图表 75: IQOS 在全球各地区的消费留存情况 (%)	29
图表 76: IQOS 用户数量变化	29
图表 77: 四川中烟在成都开设全球第一家线下体验店	29
图表 78: 四川中烟在南京的首家“功夫”体验店	29
图表 79: 我国包装行业营业收入、利润及同比	30
图表 80: 2019 年我国包装细分领域占比	30
图表 81: 我国纸包装市场规模 (亿元) 及同比增速	31
图表 82: 我国前五大纸包装企业合计市占率保持提升	31
图表 83: 我国智能手机出货量及累计同比	31
图表 84: 全球智能穿戴设备出货量及同比	31
图表 85: 全国烟标市场规模测算	32
图表 86: 重点公司盈利预测	33

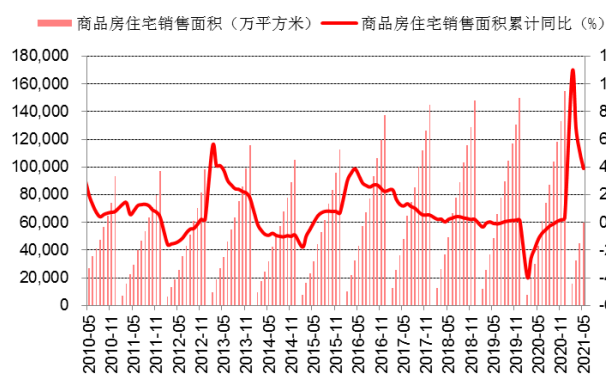
一、家居景气延续，龙头加速整合

（一）地产数据回升利好家居消费，定制龙头产品渠道全面升级

1、竣工数据持续向好，家具零售保持向上

根据国家统计局数据，2021 年 1-5 月全国住宅商品房销售面积 5.97 亿平方米，同比上升 39.0%，较 2019 年 1-5 月增长 22.6%；其中 2021 年 5 月全国住宅商品房销售面积 1.45 亿平方米，同比上升 11.2%，较 2019 年 5 月增长 21.6%。2021 年 1-5 月全国住宅竣工面积 1.99 亿平方米，同比上升 18.5%，较 2019 年 1-5 月增长 5.6%；其中 2021 年 5 月全国住宅竣工面积 3329 万平方米，同比上升 8.6%，增速转正，较 2019 年 5 月增长 19.1%。2021 年 1-5 月家具零售额累计为 618 亿元，同比上升 35.1%，较 2019 年 1-5 月下降 13.2%；其中 2021 年 5 月家具零售额 133 亿元，同比上升 12.6%，较 2019 年 5 月下降 12.21%。2020 年四季度以来地产、家居零售数据逐月修复，预计家居行业景气度有望维持，整体呈现稳步回升趋势。

图表 1：商品住宅销售面积及累计同比



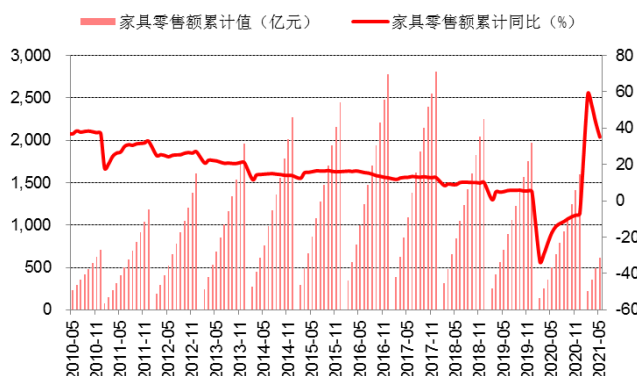
数据来源：Wind 中信建投

图表 2：房屋住宅竣工面积及累计同比



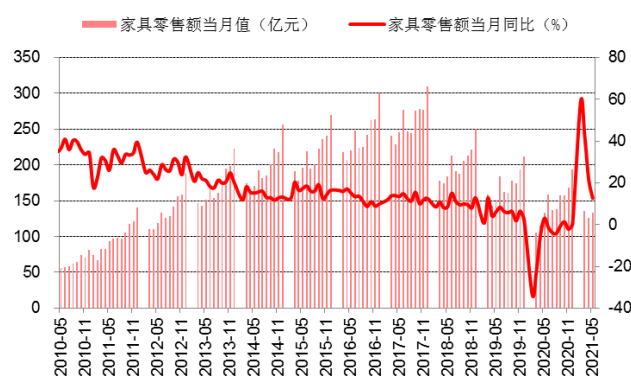
数据来源：Wind 中信建投

图表 3：家具零售额累计值及累计同比



数据来源：Wind 中信建投

图表 4：家具零售额当月值及当月同比

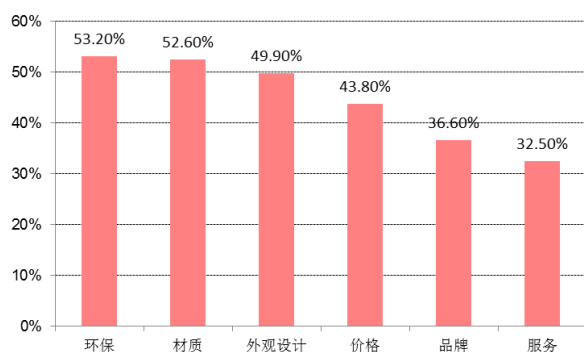


数据来源：Wind 中信建投

2、产品服务升级，整装渠道提速，定制家居龙头引领变革

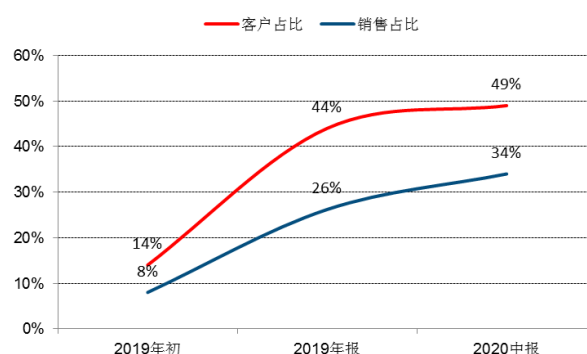
绿色环保理念逐步深入人心，定制龙头引领“无醛”健康产品升级。根据艾媒咨询 2020 年调研数据，53.17% 的消费者选购家具时首要考虑因素为环保。定制家居板材中的甲醛来源主要是生产过程中使用粘合剂，通过采用不含甲醛的 MDI 生态胶（无醛生态粘合剂）实现环保升级，产品甲醛释放量 $\leq 0.03\text{mg}/\text{m}^3$ 、远超国标及欧标。目前市场上主要的“无醛”产品包括欧派无醛添加爱芯板、索菲亚康纯板、尚品宅配康净板、好莱客原态板、我乐家居乐芯板、皮阿诺欧松板、百得胜无醛添加板、诗尼曼禾香板、伊恋净纯板等。其中索菲亚自 2017 年引入无醛添加康纯板作为主力板材并全力推广，索菲亚康纯板的客户占比从 2019 年初的 14% 上升到 2020 年末的 74%，订单占比已从 2020 年中期的 34% 上升至 2020 年末的 66%。欧派家居 2020 年 8 月发布“无醛健康家战略”，推出全屋定制套餐、在总价不变基础上免费升级无醛板，引领行业从超 E0 全面升级为无醛板。我们认为，环保无醛是家居行业发展必然趋势，龙头通过全面推广无醛板产品、并提供 E0 板免费升级服务，将进一步拉大与中小品牌的产品力差距、加速行业份额向龙头集中。

图表 5：消费者选购家具时首要考虑因素为环保（2020）



资料来源：艾瑞咨询 中信建投

图表 6：索菲亚康纯板客户和销售占比变化情况



资料来源：公司公告 中信建投

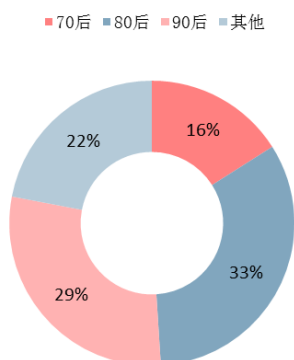
图表 7：定制家居头部企业 2020 年以来引领“无醛”产品升级

企业	板材名称	2020 年以来定制家居头部企业“无醛”产品升级优惠政策
欧派家居	无醛添加爱芯板	自 2020 年 8 月 8 日起，终端消费者最高每平米只需加价 88 元，即可免费升级更高环保等级的无醛添加爱芯板。2021 年 315 促销活动免费升级无醛定制套餐，新增至 13 种花色。2021 年 4 月 16 日，欧派自主研发的第二代无醛添加——净醛抗菌爱芯板发布，板材除醛净化效率高达 95.1%（行业检测标准要求为 $\geq 75\%$ ），板材甲醛净化效果持久性高达 82.4%（行业检测标准要求为 $\geq 60\%$ ）。
索菲亚	康纯板	在 22 m ² 18999 元全屋套餐的基础上，免费升级无醛添加康纯板。截至 2020 年末，索菲亚康纯板的客户占比已上升到 74%、订单占比已升至 66%，直营整装事业部持续完善产品线，增加康纯产品矩阵。
尚品宅配	康净板	“0 元升级康净板”，所有花色的板材全部升级为康净板。
好莱客	原态板	原有的 19888 元包 22 平方米投影面积柜体的基础上加 99 元/平方米即可享有。2020 年在继承“基材甲醛零添加”的环保基因下，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，实现从板材环保到空间环保的跃级提升。2021 年 315 促销活动限时加赠 4 平米，到手 28 平方米采用原态板。

资料来源：Wind 中信建投

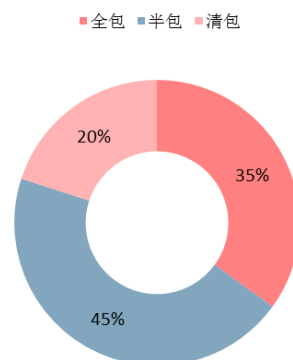
全品类融合趋势明显，整装渠道流量前置，定制龙头加码布局整装大家居。随着 80、90 后成为家装家居消费主力，价格不再是影响装修选择的第一要素，时间和精力限制影响下，整装业务接受程度持续提升。根据腾讯家居调查数据，2019 年一线城市消费者中已有 35% 选择全包。同时，为了满足家装家居风格一致性需求，当前消费者更加偏好多品类选择、一站式采购，交付标准和服务体验要求更高。在家居行业渠道分流、获客成本持续上行的背景下，以欧派家居等为代表的定制龙头通过与各地规模较大、服务优质的家装公司合作，进一步挖掘潜在流量、扩展客流渠道，在全品类协同发展、满足消费者一站式装修家居需求的同时做大客单值，未来或成为业绩增长新驱动。

图表 8：80、90 后是家居家装市场中坚力量



资料来源：2019 腾讯家居行业洞察白皮书 中信建投

图表 9：一线城市消费者选择全包的占比已达到 35%



资料来源：2019 腾讯家居行业洞察白皮书 中信建投

其中欧派家居自 2018 年 5 月开始试点推进整装大家居，受益于信息化系统打通前后端以及强化对软装设计师的培训和赋能，公司整装渠道实现持续突破。截至 2020 年末欧派整装大家居共拥有门店 426 家、全年净开店 138 家、预计 2021 年新开 150 家门店，2020 年全年整装大家居接单金额超过 12 亿、同比 2019 年增长约 80%。尚品宅配 2021 年将全面转型整装，2020 年整装渠道已实现收入 5.4 亿元，同比增长 25.4%。索菲亚加速发展整装渠道，2020 年单独设立直营整装事业部，全年完成 500 家整装企业签约计划，并实现销售额 7417.31 万元。

图表 10：定制家居企业整装业务梳理

定制家居企业	整装业务拓展情况
欧派家居	自 2018 年 5 月开始试点推进整装大家居，主要与当地头部家装公司合作。截至 2020 年末欧派整装大家居共拥有门店 426 家、全年净开店 138 家、预计 2021 年新开 150 家门店，2020 年全年整装大家居接单金额超过 12 亿、同比 2019 年增长约 80%
尚品宅配	自 2017 年下半年开始推行整装云平台；2021 年开始全面转型整装，致力于为消费者提供全屋整装、全屋定制、全屋配套等一体化服务。2020 年公司整装业务营收约 5.4 亿元，占营收比重 8.29%，同比增长 25.42%。整装云会员数量达到 3000+家，2020 年 HOMKOO 整装云收入（全口径，含家具配套）约 4.67 亿元，同比增长 35%；另外公司已在广州、佛山、成都、南京四地开展自营整装业务，自营整装渠道 2020 年实现收入（全口径，含家具配套）约 3.45 亿元，同比增长约 25%
索菲亚	2018 年布局整装业务，2020 年进入加速发展期，单独设立直营整装事业部，2020 年全年签约 500 家整装公司，实现销售额 7417.31 万元。索菲亚通过与全国前三的圣都装饰合作、为客户提供一站式整装交付服务。圣都承诺，自 2020 年 10 月 30 日合同生效日至 2024 年底，向索菲亚采购量不低于 6 亿元
志邦家居	2018 年布局整装业务，通过与全国性大型装企形成战略联盟，深化合作；通过树立标杆以及专项支持来推动加盟商与地区性装企的合作。产品体系采取“志邦”和“IK”双品牌运营，针对性开发符合装企套系风格的套系化产品。2020 年整

装渠道实现收入 1.05 亿元

金牌厨柜	2018 年底推出“桔家云整装”，2019 年 9 月开设第一家桔家云整装首家精选店，目前已拥有桔家云整装 5 家
好莱客	2019 年 9 月发布的好莱客艺术整装是好莱客旗下的整装赋能平台，采用原态健康的家居产品。2020 年 5 月，全国首家好莱客艺术整装展厅在长沙举行线上直播开业。截至目前，长沙、福州长乐展厅已开业，惠州、南昌县、潞城等地展厅将按计划陆续开业

资料来源：Wind 中信建投

（二）软体家居格局进一步优化，盈利能力或将逐步修复

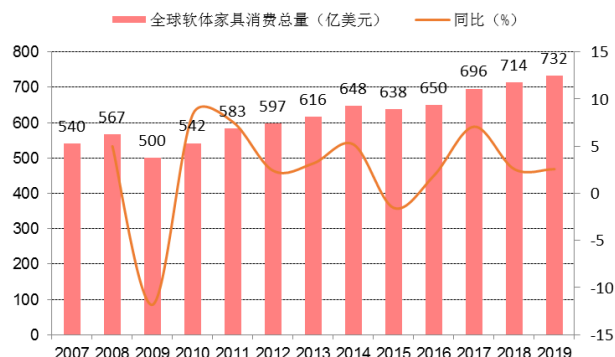
1、我国软体家具潜力大，龙头市场份额提升空间广

全球软体家居消费稳健成长，我国软体家居消费增速较快。根据 CSIL 数据，全球软体家具消费量 2019 年全球消费量约 732 亿美元。我国软体家具消费量由 2006 年 44.74 亿美元增长至 2016 年 214 亿美元，年复合增速 15.29%，预计 2019 年消费量约 284 亿美元，自 2016 年开始我国超越美国成为第一大软体家具消费国。

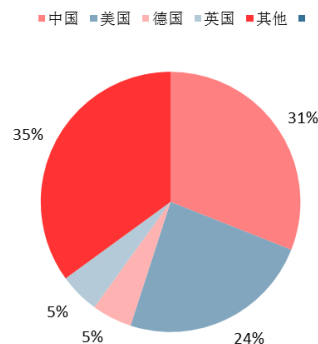
具体测算沙发与床垫行业规模，2020 年我国新建商品房住宅销售面积为 15.49 亿平方米，按户均 90 平米测算，约 1721 万套；考虑二手房交易数据，则全年需装修的商品房住宅约为 2000 万套。假设每户 1 套沙发，单价为 3500 元/套，则国内沙发行业市场规模约 700 亿元；假设每户 2 个床垫，单价为 2000 元/张，则国内床垫行业市场规模约 800 亿元。我国软体市场空间巨大，沙发与床垫市场规模合计达 1500 亿元。

图表 11：全球软体家具消费量（亿美元）及增速（%）

图表 12：我国软体家具消费总量高居全球首位（2017）



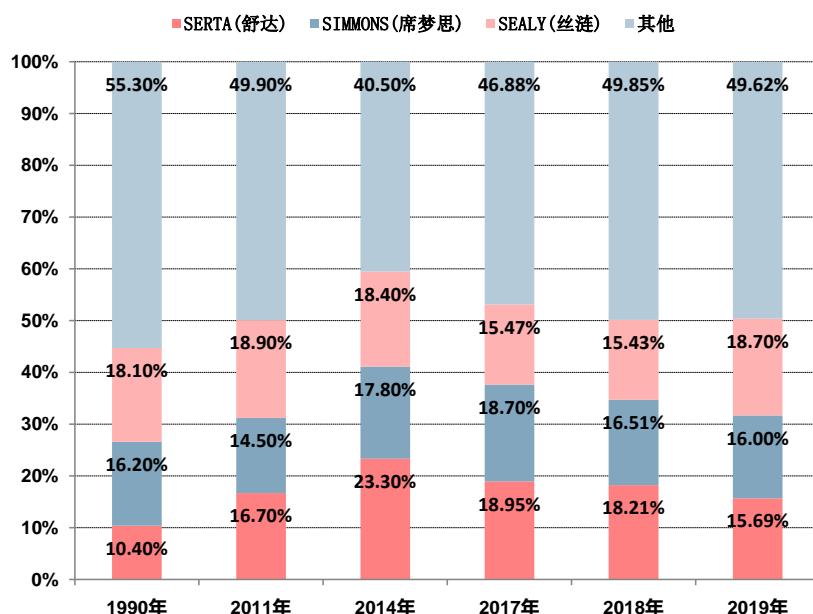
资料来源：CSIL 中信建投



资料来源：CSIL 中信建投

软体行业集中度低，龙头份额提升空间大。目前我国软体家具行业集中度低，区域品牌林立，中小企业占据主导地位。软体行业龙头敏华控股、顾家家居 2020 年内销收入分别约为 86.33、76.49 亿元，市占率分别仅为 5.76%、5.10%；2020 年床垫行业龙头慕斯市占率约为 5.52%，喜临门、顾家家居、敏华控股床垫市占率分别为 3.57%、2.92%、2.38%。反观美国，软体尤其是床垫行业高度集中，竞争格局稳定，且床垫单品已超百亿人民币。舒达、席梦思、丝涟组成的“3S”美国市占率一直超过 50%。2019 年 Sealy(丝涟)、SIMMONS(席梦思)、SERTA(舒达)三大品牌销售收入分别达到 14.36、12.29、12.05 亿美元。

图表 13：美国床垫市场格局稳定、集中度高

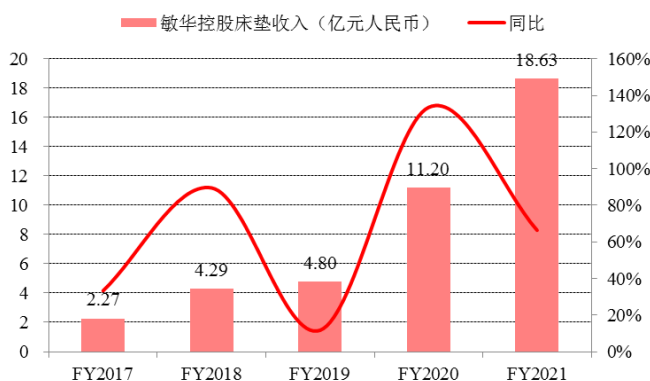


资料来源：中信建投

2、软体龙头产品渠道同步拓展，海外产能布局优势明显

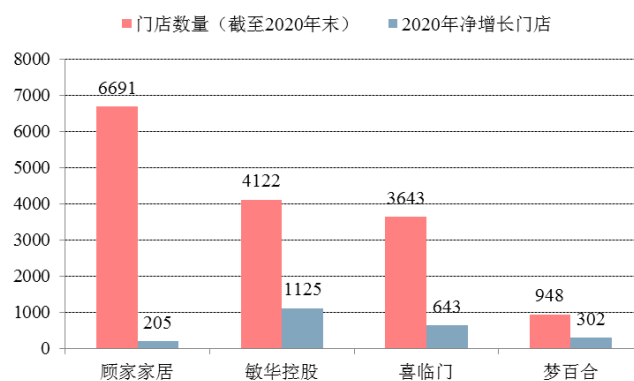
一方面，软体龙头加快全品类布局，沙发、床垫发展迅猛。其中顾家家居已从固定沙发逐步拓展至功能沙发、布艺沙发、软床与床垫、全屋定制等品类，2020 年顾家床垫业务收入达 23.38 亿元，同比增长 19.7%；剔除玺堡之外的床垫内销收入约为 15.68 亿元，同比增长 36.0%，已占到喜临门床垫内销收入的 61.85%。敏华控股在深耕功能沙发的同时也不断布局非功能沙发、床垫、按摩椅、智能床等品类，并依托品牌、口碑与渠道优势推动品类联动销售，2021 财年公司床垫收入已达 22.48 亿港元，近五年复合增速超过 70%。

图表 14：敏华控股床垫内销收入（人民币）及增速



资料来源：Wind 中信建投

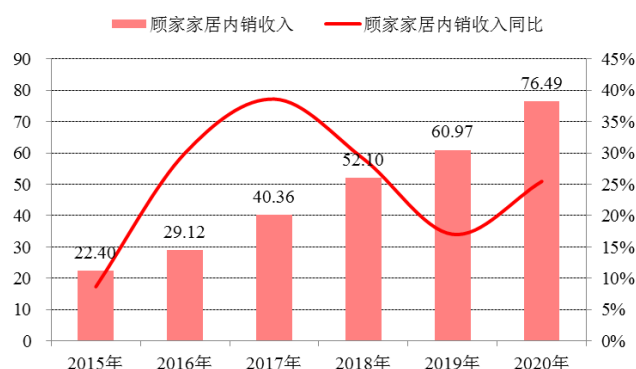
图表 15：软体家居龙头企业 2020 年门店变化情况（家）



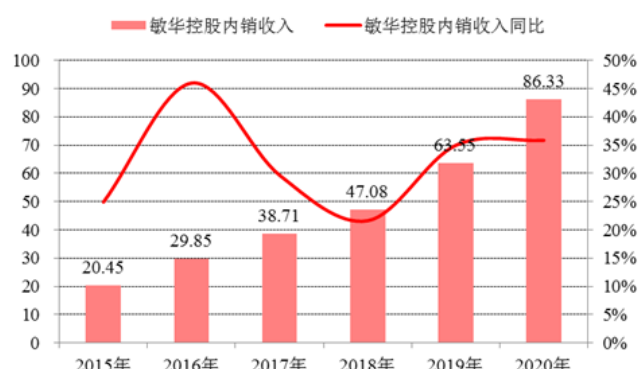
资料来源：Wind 中信建投（标注：敏华控股门店数量为截至 2021 财年即 2021 年 3 月 31 日数据）

另一方面，软体家具线下渠道加速集中，线上线下同时发力驱动龙头内销提速。新冠疫情背景之下，软体行业头部企业加速抢占优质门店资源。截至 2020 年末，顾家家居、敏华控股、喜临门、梦百合国内门店分别为

6691、4122、3643、948 家，同比增长 205、1125、643、302 家。其中敏华控股 2021 财年内销收入（不含铁架）同比增速约 63.2%，其中线下收入同比增长 71.7%、线上收入同比增长 41.0%，内销占比从 2015 年之前 30% 左右已快速提升至 2021 财年的 62.15%。顾家家居表现同样十分靓丽，2020 年内销增速超过 25%、其中 2020Q3/Q4 当季增速预计均超过 40%。头部企业内销收入增长势头良好，市场份额加速提升。

图表 16：顾家家居内销收入（人民币）及增速


资料来源：Wind 中信建投

图表 17：敏华控股内销收入（人民币）及增速


资料来源：Wind 中信建投

全球贸易不确定性叠加疫情冲击加速行业洗牌，龙头海外产能布局优势明显。成品家居这几年受全球贸易不确定性影响较大。2019 年 5 月美国将加征关税税率从 10% 上调为 25%，2019 年 12 月 1 日美国执行中国床垫出口企业反倾销税以及 2020 年 10 月 28 日美国针对东南亚 7 国的第二轮床垫反倾销税初裁，持续考验软体沙发及床垫企业的全球供应链能力。龙头企业前期通过海外建厂、分摊关税等多种措施，有效对冲贸易战以及反倾销税冲击。其中敏华控股 18 年 3 月开始布局、已经快速实现产能转移，敏华控股越南工厂已经基本可以覆盖对美出口订单。顾家家居越南工厂已投产，未来将凭借越南与墨西哥工厂的有效布局，抢占出口市场份额。梦百合全球化产能布局行业领先，目前正在持续推进在美国东、西海岸以及西班牙工厂的产能扩建，预计全球产能布局将给公司带来更多客户的订单。由于海外疫情波动导致订单加速向中国转移，叠加软体龙头全球产能布局、产品性价比优势明显，未来软体龙头仍有望实现外销集中度的快速提升。

图表 18：软体家居企业海外布局情况（截至 2020 年末）

企业	项目	产能建设进度
顾家家居	以 4.24 亿元获得玺堡家居 51% 股权，玺堡家居床垫出口美国，马来西亚建有工厂	已投产
	收购 Rolf Benz，在德国纳戈尔德有 2 家工厂	已完成收购
	2019 年 12 月拟使用自筹资金 4.49 亿元，投资建设越南基地年产 45 万标准套软体家具产品项目	预计 2021 年全面竣工，一二期合计产值 19 亿元
	2020 年 11 月公告可行性报告，公司研究使用资金 5.05 亿元投资建设越南基地年产 50 万标准套家具产品项目	预计于 2020 年四季度开工建设，2022 年一季度竣工投产，2025 年底达产，实现年营业收入约 17 亿元人民币
敏华控股	2018 年 6 月在越南收购一间工厂，2020 年在越南投产新工厂	大部分美国客户订单已经转移到越南工厂
喜临门	以 3000 万美元在泰国设立工厂，泰国工厂第一期设计产能约 20 万张床垫。2020 年 8 月发布公告，拟以 990 万美元投建泰国生产基地	泰国和越南生产基地已投产出货

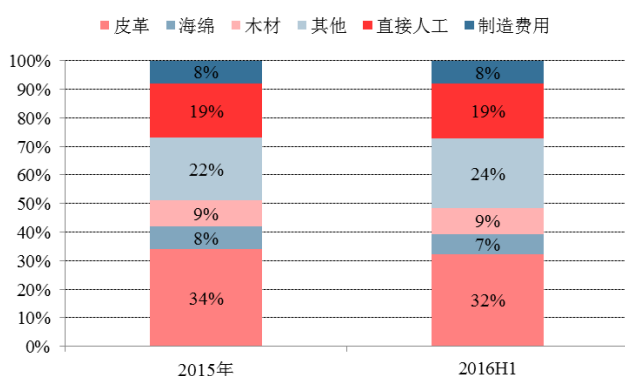
公司在中国、塞尔维亚、美国、泰国、西班牙等地通过自建和并购等方式，拥有多个生产基地，2020 年公司持续推进在美国西海岸、海外产能完全覆盖对美订单西班牙瓦伦西亚布局新产能

资料来源: Wind 中信建投

3、多元举措逐步传导成本压力，龙头盈利或将逐步修复

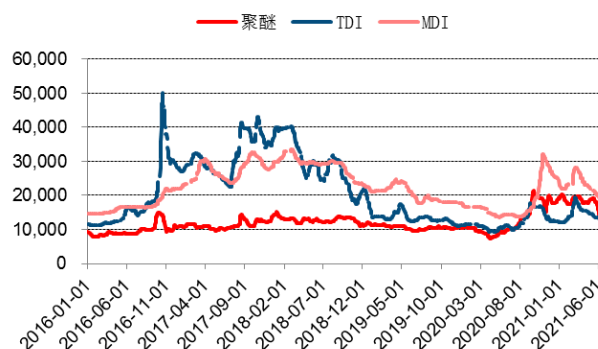
软体家居核心原材料价格持续回落，多元举措力促成本传导。沙发的主要原材料为皮革和海绵（以聚醚、TDI 为主），床垫的主要原材料则为聚醚、TDI。2021 年 2 季度以来，主要原材料价格总体呈现回落趋势，其中聚醚、TDI、MDI 在 2021Q2 的平均价格较 2021Q1 分别环比下滑 4%、2%、16%。同时，软体龙头企业通过提价、产品结构调整以及内部降本增效等措施逐步传导成本压力，其中敏华控股自 2020 年 10 月以来已相继提价 3 次、基本覆盖成本上涨幅度。我们预计，软体家居企业整体盈利能力或将于 2021Q2 开始逐步恢复。

图表 19：顾家家居成本结构构成



资料来源: Wind 中信建投

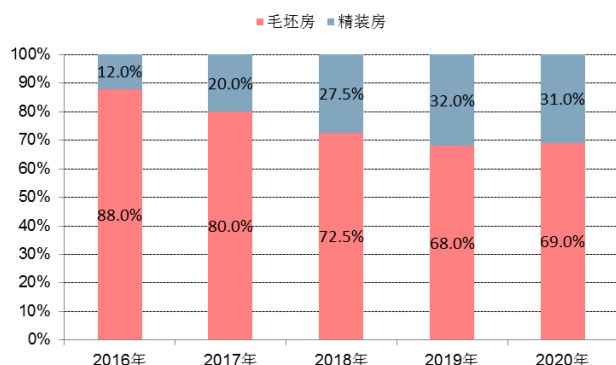
图表 20：2016 年以来聚醚、TDI、MDI 价格变化（元/吨）



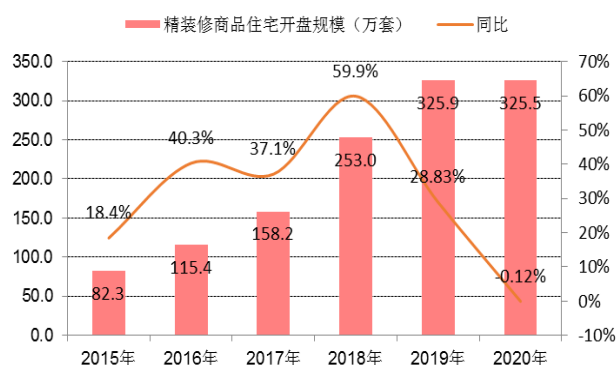
资料来源: Wind 中信建投

（三）精装大势长期难改，出口家居保持高景气

精装房中长期大势不改，细分品类 B 端龙头逐步出现。2016 年以来全国各地全装修、精装修政策密集出台，全装修成品房因其符合绿色环保趋势，逐步取代毛坯房已成大势所趋。2017 年住建部在《建筑业发展十三五规划》中明确提出，2020 年我国新开工全装修成品住宅面积占比要达到 30%。从精装房开盘规模看，2014-2019 年我国精装房开盘套数从 82 万套增长至 323 万套，年均复合增速达 41.09%；2020 年我国精装房开盘套数 325.5 万套，同比下降 0.12%，其中 2020 年 8 月房企融资“三条红线”新规出台后明显承压。但从中长期看，2020 年我国精装房市场渗透率虽然已达 31%，与日本、美国、德国等主要发达国家 80% 以上的全装修比例相比，仍具有较大发展空间。2020 年以来地产商与供应商次序开展紧密合作，也体现产业链上下游对精装修领域的坚定看好。从地产商 500 强首选建材供应品牌排行榜来看，细分品类与领域集中度持续提升，如坚朗五金、江山欧派等凭借自身优势开始逐步成为细分品类综合龙头。

图表 21：我国精装房渗透率仍有较大发展空间


资料来源：奥维云网 中信建投

图表 22：我国精装房开盘数量变化


资料来源：奥维云网 中信建投

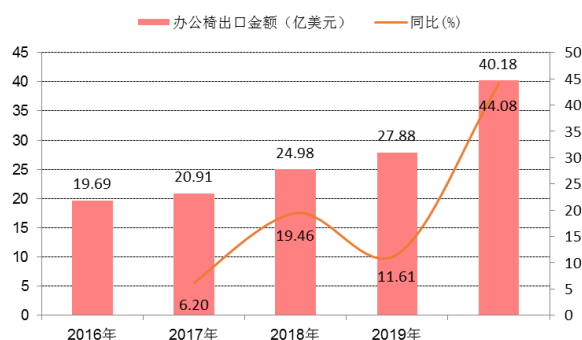
图表 23：地产商 500 强首选供应商品牌前十名（2021 届）

	瓷砖		五金		木门		橱柜	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	马可波罗	21%	坚朗	20%	江山欧派	16%	金牌	16%
2	蒙娜丽莎	17%	兴三星	16%	千川	12%	欧派	15%
3	欧神诺	14%	合和	14%	春天	10%	皮阿诺	10%
4	宏宇陶瓷	12%	国强	9%	星月	10%	柏厨家居	8%
5	欧美	11%	丝吉利娅	8%	大自然	8%	华帝	7%
6	东鹏	10%	立兴杨氏	6%	宏耐	8%	志邦家居	6%
7	能强	7%	田边	5%	索福	7%	北美枫情	5%
8	亚细亚	3%	雄进	4%	金凯德	6%	顶固	5%
9	冠珠	2%	诺托	3%	TATA	5%	科勒	4%
10	诺贝尔	2%	格屋	1%	桔家木门	5%	海尔	4%
汇总		99%		86%		87%		80%

资料来源：优采平台 中信建投

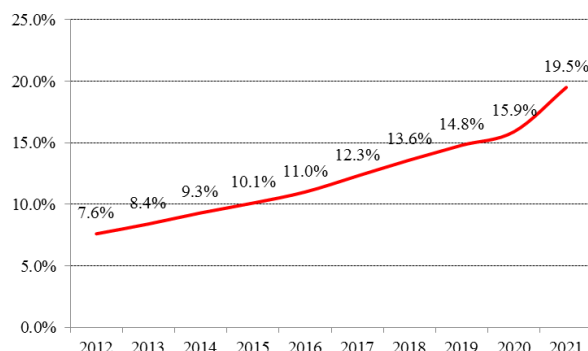
疫情加速居家办公及线上消费趋势，海外电商渗透率快速提升，居家办公中长期持续发展趋势不改。在海外疫情蔓延的背景下，居家办公催化消费者购置办公椅、办公升降桌等办公家具的需求，国内办公家具企业受益供应链率先恢复、出口订单持续快速增长。以办公椅（940130）为例，根据中国海关总署数据，2020 年 1-3 月受国内疫情影响中国办公椅出口同比下滑，但自 2020 年 4 月开始办公椅出口额同比快速增长、且增速均在 20% 以上，随着海外物流逐步恢复，自 6 月开始办公椅出口额同比增速超过 60%。2020 年我国办公椅出口总额 40.18 亿美元，同比增长 44.08%，办公椅出口需求旺盛。同时，由于全球各国疫情仍严重，线下零售承压，费渠道快速向线上迁移。其中以美国为例，2021 年第一季度美国电商在线渗透率将近 19.5%，远远高于 2020 年第一季度的 15.9% 和 2019 年同期的 14.8%。伴随海外居家办公模式延续以及线上消费习惯逐渐形成，叠加仓储物流等基础设施配套日益完善，同时健康办公、智慧办公快速发展，居家办公中长期发展趋势不改。

图表 24：2016-2020 年中国办公椅（940130）出口



资料来源：中国海关总署 中信建投

图表 25：美国线上销售渗透率



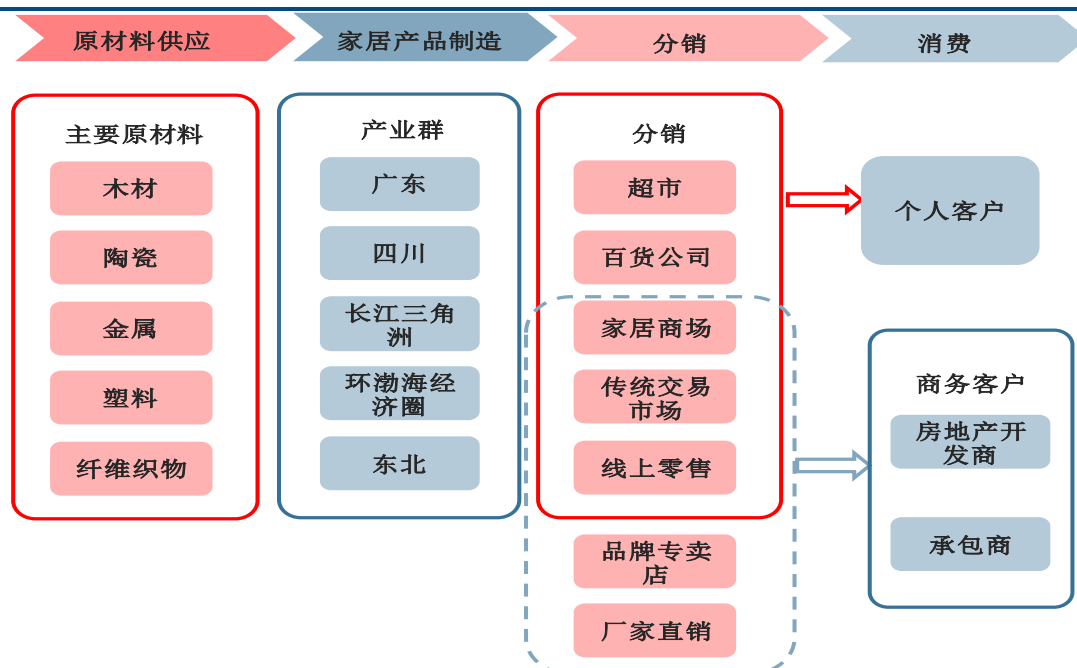
资料来源：中国海关总署 中信建投

（四）卖场龙头加速连锁扩张，数字化转型引领家居新零售

1、家居零售仍以线下渠道为主，国内连锁卖场零售额超 6000 亿，龙头市占率仍然偏低

家居零售仍以线下渠道为主，线下购物体验与场景重要性愈加凸显。由于家居消费具有低频高价特征，且消费者更注重线下体验，因此线下门店仍是主要家居零售渠道。为了满足家装家居风格一致性需求，当前消费者更加偏好多品类选择、一站式采购，交付标准和服务体验要求更高，因此线下消费场景不可或缺。根据家居产业十三家行业协会联手新浪发布的《中国新中产家居消费指数报告》，新中产家庭中 44% 选择在家居大卖场购买家居、33% 则选择品牌专卖店。总体而言，线下渠道比例超过 80%，线上渠道仅作为补充。消费者更倾向于在线上渠道购买标准化程度高、安装配送简单方便的家居产品。

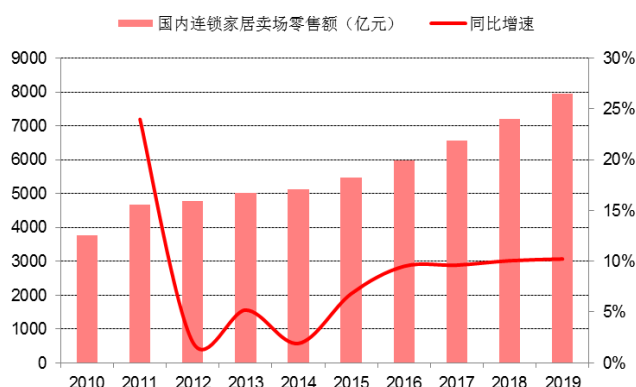
图表 1：家居装饰及家具行业产业链构成



资料来源：《武汉中商发行股份购买资产暨关联交易报告书》 中信建投

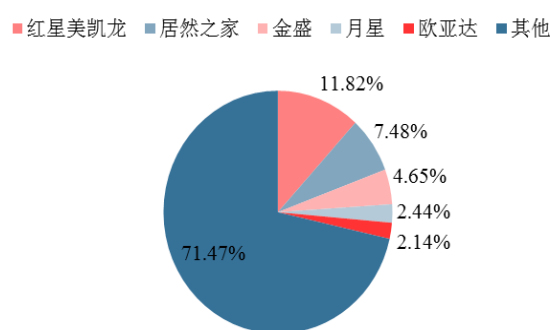
国内连锁家居卖场零售额超过 6000 亿元，龙头市占率仍待进一步提升。根据弗若斯特沙利文的统计，2016 年我国连锁家居装饰及家具商场零售额为 5975.43 亿元，其中前五家零售商的市占率：红星美凯龙 11.82%、居然之家 7.48%、月星集团 4.65%、金盛集团 2.44%、武汉欧亚达 2.14%，CR5 仅 28.53%；2019 年前三家零售商的红星美凯龙、居然之家、月星集团市占率分别为 10.38%、6.70%、2.40%，CR3 合计市场份额约为 19.48%，行业集中度仍偏低。伴随快速的城镇化进程带来的全国二、三线城市较大的发展机遇，大型家居装饰及家具商场不断扩张，龙头企业将进一步整合高度分散的家居装饰和家具零售市场，行业集中度有望持续提升。

图表 2：我国家居零售规模及连锁卖场零售市场规模情况



资料来源：弗若斯特沙利文 中信建投

图表 3：前五大连锁零售商市占率仍待提升（2016 年）



资料来源：弗若斯特沙利文 中信建投

2、卖场龙头直营+加盟双轮驱动、轻资产连锁发展，数字化转型引领家居新零售

卖场龙头以直营+加盟轻资产模式加速连锁发展与渠道下沉。如居然之家，公司主要通过直营模式与加盟模式开展卖场建设和扩张，采用轻资产连锁发展的策略，一、二线城市以直营为主，保障经营质量的同时保证稳定的租金收入；三、四线以加盟为主，以有限资本开支实现市场快速扩张，加速渠道下沉。截至 2020 年末，公司在国内共经营 382 个家居卖场，其中直营卖场 90 家（自有物业 14 家、租赁物业 76 家）、加盟卖场 292 家（特许加盟 167 家、委托管理加盟 125 家）；公司卖场总经营面积 1272.82 万平方米，其中直营卖场 474.71 万平方米、加盟卖场 798.11 万平方米。未来居然之家将持续打造千店计划，在巩固、提升一二线城市大卖场经营的同时加快向四、五线城市尤其是县级城市的连锁发展，截至 2020 年末公司累计签约门店数量已达 707 家；预计未来 5 年将每年新签约 100 家和开业 80 家以上分店，2025 年公司开业分店数量将超过 1000 家；截至 2020 年末公司累计签约门店数量已达 707 家。

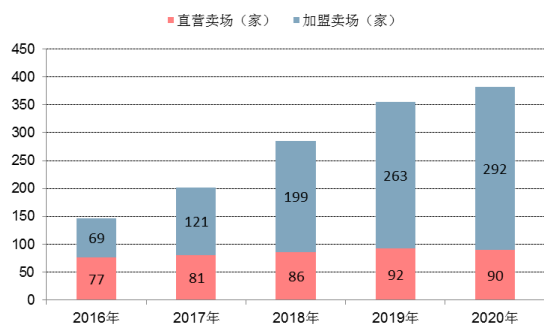
图表 4：我国家居装饰及家具行业零售渠道对比

	服务对象	服务内容	收费模式	商场设计与装修	日常管理	品牌招商	促销策划
直营	入驻商户	场地租赁、员工培训、统一管理、统一收银、物业管理及售后服务等综合服务	租金、物业管理费、市场管理费及促销费用	外观设计、商场规划、装修均需符合特定标准	直接管理	招商计划均需通过家居连锁的审批	活动方案自行设置
委托管理	加盟商	市场调研、实地考察、商场规划设计、装修布局指导、招商指导、广告策划、宣传推广及筹	一次性加盟费+按营业收入收取一定比例权益金	加盟商装修方案与装修成果需审核	委派总经理、业务经理和财务经理三名	方案需审批，具体安排自行负责	活动方案自行设置，大型活动需与品牌统一
特许加盟	加盟商		一次性加盟费+每年一定数额权益金		自行选聘，管理人员需被书面认可		

备期人员培训等服务，权责划分略有差异

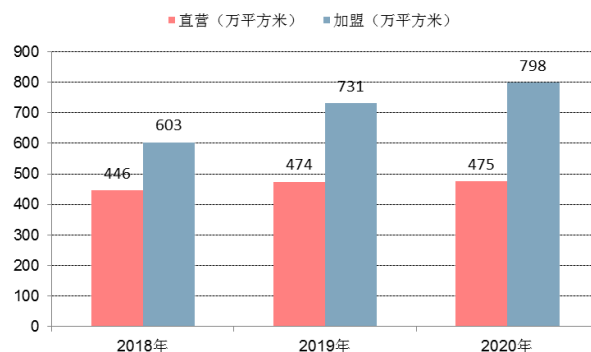
数据来源：公司公告 中信建投

图表 5：居然之家不同模式门店分布（家）



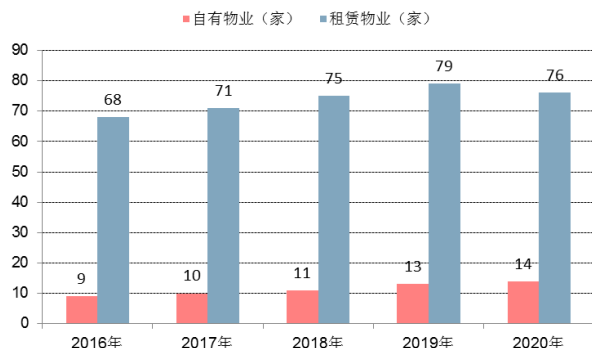
资料来源：公司公告 中信建投

图表 6：居然之家不同模式经营面积（万平方米）



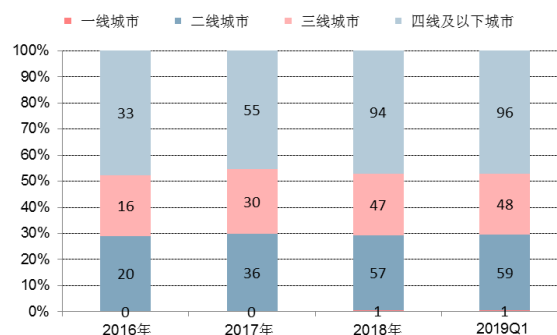
资料来源：公司公告 中信建投

图表 7：居然之家直营模式门店以租赁物业为主



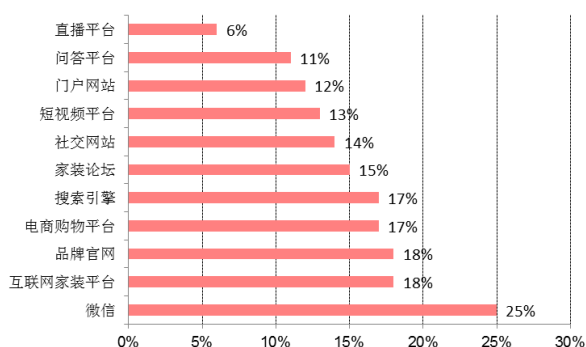
资料来源：公司公告 中信建投

图表 8：居然之家加盟模式门店主要在三四线城市

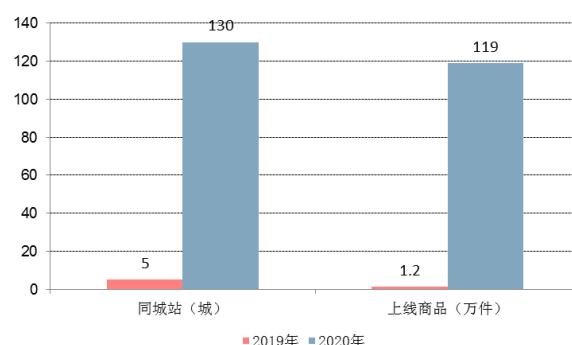


资料来源：公司公告 中信建投

全渠道引流，与阿里深度合作、加速数字化转型。居然之家、红星美凯龙分别于 2018 年、2019 年与阿里巴巴达成深度战略合作，全面推进线上线下融合，打造家居新零售新模式。借助阿里巴巴强大的大数据、云计算、智能硬件等零售技术能力，居然之家围绕卖场数字化、线上增量平台、门店存量转化等三方面对卖场进行持续改造升级。根据《腾讯家居家装行业洞察白皮书（2020 年版）》数据，装修前准备阶段 76% 的用户会选择在线上渠道收集家装资讯和信息，因此线下运营主体需要向线上寻找增量。其中如居然之家，通过与阿里巴巴合作、对天猫平台的“居然之家”官方旗舰店进行了改造升级，将传统的电商店铺升级为基于本地化特色商品及服务的“同城站”。2020 年公司加速推动同城站建设，以同城站为核心，以直播为前端营销抓手，赋能本地经销商，最终转化线上消费转回线下实体店，实现线上线下融合。2020 年，公司同城站从年初的覆盖 5 城快速增长至 130 城，上线商品从年初的 1.2 万件增加至 119 万件，全年同城站引导成交 84.5 亿元。同时，全国超 310 家门店借助淘宝直播等渠道开展了数万场直播，为门店蓄客十余万人。

图表 9：装修前 76%的用户会在线上收集家装资讯


资料来源：腾讯家居 中信建投

图表 10：居然之家同城站快速拓展


资料来源：公司公告 中信建投

（五）软体个股推荐：敏华控股、顾家家居、梦百合等

敏华控股：功能沙发行业翘楚，基本面扎实，高分红持续回馈股东，且公司内销将维持成长，外销保持回升，我们持续看好公司的长期投资价值潜力，坚定推荐！我们预计公司 FY2021-FY2022 主营业务收入为 146.45、184.27 亿港元，同比增长 20.59%、25.83%；净利润为 18.57、23.59 亿港元，同比增长 13.36%、27.05%，对应 PE 为 28.4x、22.4x。

顾家家居：软体龙头管理团队优秀，区域零售中心改革成效渐显，床垫等新品类驱动增长，内外销持续向好。伴随行业格局优化，市占率有望进一步提升。我们预计顾家家居 2020-2021 年收入 123.66、150.28 亿元，同比增长 11.47%、21.53%；归母净利润 13.38、16.41 亿元，同比增长 15.21%、22.69%，对应 PE 为 36.5x、29.8x。

梦百合：记忆棉龙头，全球产能释放有望驱动外销高速成长；内销线下快速发展，在现有 646 家门店基础上，公司 3 年千店计划稳步推进。我们预计梦百合 2020-2021 年营业收入分别为 62.67、81.61 亿元，同比增长 63.56%、30.23%；归母净利润分别为 5.05、7.39 亿元，同比增长 35.12%、46.27%，对应 PE 分别为 24.7x、16.9x。

（五）软体个股推荐：敏华控股、顾家家居、梦百合等

敏华控股：公司作为功能沙发行业翘楚及软体家居龙头，基本面扎实，高分红持续回馈股东，且公司内销维持成长、外销保持回升，我们持续看好公司的长期投资价值潜力，坚定推荐！我们预计公司 FY2022-FY2023 净利润为 25.01、31.85 亿港元，同比增长 29.95%、27.34%，对应 PE 为 30.54x、23.9x。

顾家家居：软体龙头管理团队优秀，区域零售中心改革成效渐显，床垫等新品类驱动增长，大家居融合店、电商渠道向上趋势明显。伴随行业格局优化，市占率有望进一步提升。我们预计顾家家居 2021-2022 年归母净利润为 15.53、18.55 亿元，同比增长 83.65%、19.46%，对应 PE 为 33.1x、27.7x。

梦百合：记忆棉床垫龙头，内销渠道拓展推进自主品牌转型，全球产能爬坡有望驱动海外代工持续成长，原材料价格趋势回落助力盈利触底回升。我们预计梦百合 2021-2022 年归母净利润分别为 6.15、9.52 亿元，同比增长 62.18%、55.05%，对应 PE 分别为 19.5x、12.6x。

（六）定制个股推荐：欧派家居、志邦家居、索菲亚、尚品宅配、金牌厨柜等

欧派家居：公司多品类协同发展，衣柜、卫浴、木门快速增长；全渠道建设加速，工程业务、整装大家居

不断推进。零售家居保持回升态势，行业龙头有望持续受益。我们预计欧派家居 2021-2022 年归母净利润为 24.93、28.59、32.69 亿元，同比增长 20.88%、14.67%、14.35%；对应最新 PE 分别为 36.7x、32.0x。

志邦家居：公司橱柜业务经销回升，大宗业务持续扩展，衣柜、木门新品类成长提供未来增长新驱动。我们预计志邦家居 2021-2022 年归母净利润分别为 5.26、6.75 亿元，同比增长 33.15%、28.43%，对应 PE 为 21.1x、16.5x。

索菲亚：定位柜类定制专家，2021 年公司将深化“全渠道+多品牌+全品类”的集团战略，产品、品牌、渠道再起航，整装渠道加速推进。我们预计索菲亚 2021-2022 年归母净利润分别为 14.18、16.71 亿元，同比增长 18.91%、17.87%，对应 PE 为 15.4x、13.1x。

尚品宅配：公司全面转型整装布局，强化直营渠道的加盟布局，持续深耕自营城市，中长期有望实现稳步增长。我们预计尚品宅配 2021-2022 年归母净利润为 5.94、7.04 亿元，同比增长 485.33%、18.65%；对应最新 PE 分别为 24.7x、20.8x。

金牌厨柜：多品类多渠道发展，零售高增、大宗发力，新品类衣柜、木门持续开拓，智能家居领先布局。我们预计金牌厨柜 2021-2022 年归母净利润为 3.87、4.86 亿元，同比增长 32.08%、25.58%，对应当前 PE 为 17.9x、14.3x。

（七）B 端龙头&出口家居个股推荐：坚朗五金、江山欧派、蒙娜丽莎、海鸥住工、永艺股份等

坚朗五金：公司定位于建筑五金集成供应商，多品类发展、渠道积极拓展，同时研发投入和实力领先行业，公司模式优势明显。我们预计坚朗五金 2021-2022 年归母净利润为 12.43、17.58 亿元，同比增长 52.14%、41.43%；对应 PE 分别为 48.0x、33.9x。

江山欧派：公司专注于木门制造，工程业务持续放量。伴随行业持续整合，公司产能有序投放，防火门、入户门、柜类等新产品逐步延伸，发展空间广阔。我们预计江山欧派 2021-2022 年归母净利润分别为 5.78、7.47 亿元，同比增长 35.75%、29.32%，对应 PE 为 17.5x、13.5x。

蒙娜丽莎：工程零售齐发力，品牌产品渠道优势明显，产能扩张推动业绩高增以及成本下降，市场份额将持续提升。我们预计蒙娜丽莎 2021-2022 年归母净利润为 7.61、10.06 亿元，同比增长 34.28%、32.23%，对应 PE 为 17.0x、12.8x。

海鸥住工：整装卫浴渗透率即将快速提升，扩品类与提品牌并驱新成长。我们预计海鸥住工 2021-2022 年归母净利润为 2.57、3.92 亿元，同比增 69.08%、52.52%，对应最新 PE 分别为 12.6x、8.2x。

永艺股份：公司系国内办公椅龙头，从办公椅到沙发、协同发展品类，持续推进大客户战略，强化成本优势、不断提升份额。我们预计永艺股份 2021-2022 年归母净利润分别为 2.91、3.88 亿元，同比增长 25.43%、33.34%，对应 PE 为 10.8x、9.1x。

（七）家居卖场个股推荐：居然之家、美凯龙等

居然之家：国内泛家居行业龙头，“直营+加盟”轻资产模式高效发展，携手阿里引领家居新零售，同时拓

展自营 IP 业务提供家装家居一体化服务。我们预计居然之家 2021-2022 年归母净利润为 24.63、27.96 亿元，同比分别增长 80.74%、13.52%，对应 PE 分别为 16.3x、14.3x。

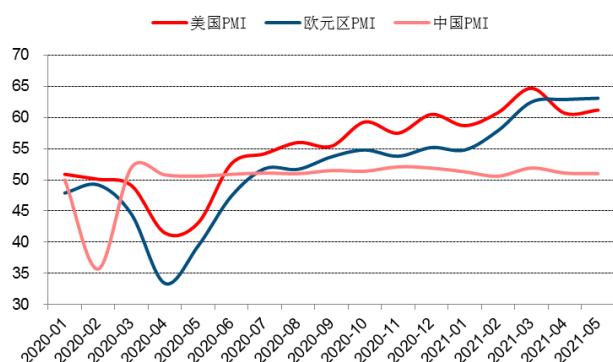
美凯龙：国内家居卖场龙头，自营+委管共同驱动，家装、设计云、新零售等数字化模式相互协同，打造第二增长曲线。同时，加大降杠杆力度，优化资本结构。我们预计美凯龙 2021-2022 年归母净利润为 32.05、35.47 亿元，同比分别增长 85.15%、10.67%，对应 PE 分别为 13.4x、12.2x。

二、造纸格局优化，盈利兑现可期

（一）浆价或维持高位震荡，浆纸系需求预计下半年延续

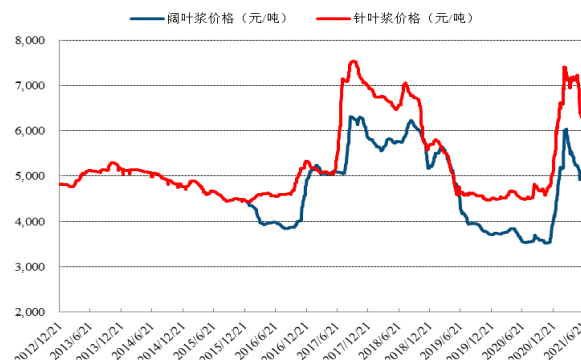
PMI 上行支撑需求，浆价下半年或维持高位震荡。从 PMI 来看，中国、美国、欧元区呈现上行态势，木浆价格预计仍处于景气周期。同时 2021 年新增产能集中在 21Q4 陆续投产，全球针叶浆、阔叶浆新增产能有限，叠加短期南美等区域疫情反复导致大量木浆产线计划外停机。我们预计，下半年木浆需求仍将处于较好水平，浆价或维持高位震荡。截至 2021 年 6 月 22 日，针叶浆最新价格为 6227.68 元/吨，同比上升 38.48%；阔叶浆最新价格为 4856.82 元/吨，同比上升 36.34%。

图表 26：美国、欧元区及中国 PMI（%）



资料来源:Wind 中信建投

图表 27：国内针叶浆、阔叶浆价格走势（元/吨）

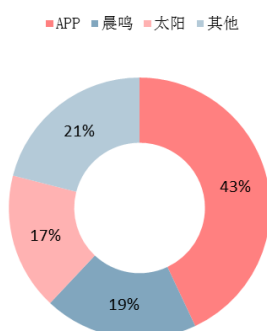


资料来源:卓创资讯 中信建投

竞争格局优化，浆纸系景气仍可期。其中白卡纸、文化纸行业集中度较高：双铜纸 CR4 产能集中度近年超过 80%，龙头规模效应、市场反馈、价格引导等多方面领先，中小企业加速出清；白卡纸 CR4 产能集中度达到 85%，APP 收购博汇纸业后两者合计市占率达到 55%，行业格局优化提升。伴随龙头纸企开始进入产能密集投放期，行业集中度有望持续提升。

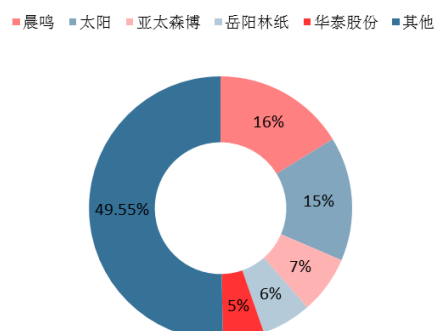
截至 2021 年 6 月 21 日，铜版纸最新价格为 5890.00 元/吨，同比增长 13.93%；双胶纸最新价格为 5687.50 元/吨，同比增长 5.57%；白卡纸最新价格为 7217.86 元/吨，同比上升 36.19%。文化纸需求淡季，党建书籍需求释放叠加纸厂停机限产，头部纸企有望凭借显著资源优势实现稳定较好盈利；白卡纸企停机检修、行业开工率环比下滑，纸价和盈利预计将维持较高水平。

图表 28：铜版纸产能集中度（2020）



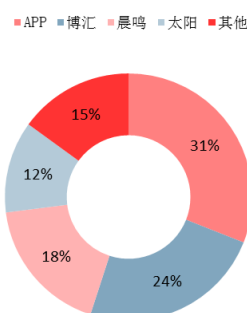
资料来源:卓创资讯 中信建投

图表 29：双胶纸产能集中度（2020）



资料来源:卓创资讯 中信建投

图表 30：白卡纸产能集中度（2020）



资料来源:卓创资讯 中信建投

图表 31：铜版纸价格走势（元/吨）



资料来源:卓创资讯 中信建投

图表 32：双胶纸价格走势（元/吨）



资料来源:卓创资讯 中信建投

图表 33：白卡纸价格走势（元/吨）



资料来源:卓创资讯 中信建投

（二）废纸系需求向上，关注箱板瓦楞纸格局优化

外废 21 年零进口，优质原材料供应趋紧推动国废价格上行。外废进口获批额度自 2017 年开始持续大幅减少，其中 2020 年玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业的进口废纸获批额度占比达到 58.62%，龙头企业原材料优势明显。基于 2021 年外废进口降为零，高端箱板纸（须使用长纤维原料）原料供给稀缺，我们预计后市国废价格将有望提涨。

图表 34：2017-2020 年废纸进口额度获批情况

序号	企业	2020 年获批 额度（万吨）	占比	2019 年获批 额度（万吨）	占比	2018 年获批 额度（万吨）	占比	2017 年获批 额度（万吨）	占比
1	玖龙纸业	206.86	30.99%	339	31.53%	631.39	34.78%	847	30.13%
2	理文造纸	99.28	14.87%	147.38	13.71%	269.83	14.86%	398	14.16%
3	山鹰纸业（含 福建联盛）	85.21	12.76%	143.29	13.33%	231.57	12.75%	256	9.11%
4	华泰纸业	57.00	8.54%	84	7.81%	98.4	5.42%	93	3.31%
5	广州造纸	55.00	8.24%	73	6.79%	75	4.13%	62	2.21%
6	东莞建晖	26.03	3.90%	41.31	3.84%	70.81	3.90%	100	3.56%
7	联盛纸业	20.49	3.07%	34.29	3.19%	78.7	4.33%	166	5.91%
8	东莞金洲	15.92	2.38%	23.03	2.14%	39.64	2.18%	55	1.96%
9	荣成环保	12.01	1.80%	22.24	2.07%	33.06	1.82%	57	2.03%
10	其他企业	89.78	13.45%	167.6	15.59%	287.17	15.82%	777	27.64%
	合计	667.58	100.00%	1075.14	100.00%	1815.57	100.00%	2811	100.00%

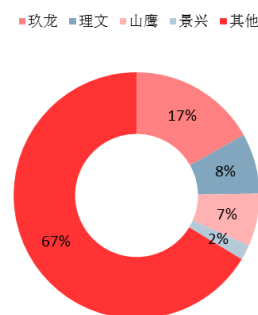
资料来源：环保部 中信建投

图表 35：废纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯 中信建投

图表 36：箱板瓦楞纸产能集中度（2020）



资料来源：卓创资讯 中信建投

箱板纸淡季提价超预期，龙头持续整合行业、格局有望优化。由于海外进口纸供应量下降，中小厂成本压力增加导致低开工率，下游包装厂库存降至低位，箱板瓦楞纸提价早于往年传统旺季（6 月中旬）。自 5 月 10 日开始，玖龙连续发布 7 轮提价、箱板瓦楞纸累计提价 400-800 元/吨，多家纸厂跟涨。从行业格局看，2020 年箱板瓦楞纸 CR3 市占率仅为 32%，但 2020 年疫情背景下中小产能已开始出现明显散点式退出。未来废纸系龙头凭借提前布局海外废纸浆产能、持续完善国废回收渠道以及自身的生产规模获得较大的成本优势，有望持

续推动集中度的上升。

图表 37：箱板纸价格走势（元/吨）



资料来源:卓创资讯 中信建投

图表 38：瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源:卓创资讯 中信建投

（三）重点个股推荐：太阳纸业、博汇纸业、山鹰国际、仙鹤股份等

太阳纸业：管理优秀、林浆纸一体化持续推进，伴随公司产能布局完善、成本优势扩大以及文化纸景气延续，盈利能力将持续增强。我们预计太阳纸业 2021-2022 年归母净利润分别为 41.55、46.62 亿元，同比增长 112.72%、12.20%；对应 P/E 为 8.7x、7.7x。

博汇纸业：白卡纸景气延续，APP 成为控股股东、行业格局优化，产能有序投建保障长期成长。我们预计博汇纸业 2021-2022 年归母净利润为 28.21、30.73 亿元，同比增长 238.21%、8.95%，对应 PE 分别为 6.5x、6.0x。

山鹰国际：包装纸淡季提价超预期，公司产业链一体化能力领先，海外废纸浆布局完善，新产能投放保障长期发展。我们预计山鹰纸业 2021-2022 年归母净利润分别为 20.45、25.27 亿元，同比分别为 48.07%、23.57%；对应 P/E 为 7.9x、6.4x。

仙鹤股份：特种纸行业龙头，品类多元应用广泛，产能持续扩张。我们预计 2021-2022 年仙鹤股份归母净利润 10.25、11.51 亿元，同比分别增长 42.95%、12.29%，对应最新 PE 分别为 22.5x、20.1x。

三、笔纸消费稳健成长，民用电工国货崛起

（一）从小文具到大办公，价值成长双重精选

1、传统文具市场超千亿，办公直销万亿新蓝海，龙头份额持续提升

传统文具行业成长稳健，能够有效穿越房地产周期、贸易战、通货膨胀等宏观风险。从传统文具行业狭义规模来看，我国工信部和国家统计局数据显示，2012-2019 年我国文教办公用品行业规模以上企业整体收入从 604.55 亿增长到 1522.36 亿元，年均复合增长 14.10%；利润由 36.11 亿增长到 97.73 亿元，年均复合增长 15.28%。2019 年我国文教办公用品行业实现收入 1522.36 亿元，同比增长 6.78%；实现利润 97.73 亿元，同比增长 9.87%。受疫情冲击，2020 年 1-12 月，全国文教办公用品行业营业收入 1108.10 亿元，同比增长 4.90%；利润总额 75.80

亿元，同比增长 3.20%。

从广义口径来看，大办公文具行业包括电脑、打印机、复印机等办公器械，墨盒、硒鼓等办公耗材，照相机、摄像机、录音笔等办公数码产品，以及办公家具、书写工具、办公用纸等。其主要消费群体为政府机关和企事业单位，2020 年国内大办公文具（包括办公家具、器材等）的市场规模超过万亿。尽管疫情短暂影响，但未来随着我国经济的持续稳定发展，办公消费能力有望进一步提升，办公文具市场前景良好。

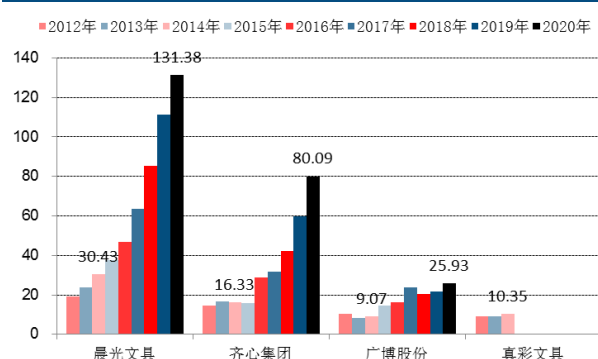
图表 39：文教办公用品行业主营业务收入和利润（亿元）

	文教办公用品收入	同比	文教办公用品利润	同比
2012 年	604.55	13.72%	36.11	25.04%
2013 年	740.51	15.13%	44.94	18.30%
2014 年	868.81	10.50%	51.31	9.90%
2015 年	970.80	11.00%	57.40	11.00%
2016 年	1095.30	12.40%	69.10	22.10%
2017 年	1086.00	9.10%	66.70	6.50%
2018 年	1464.22	5.00%	107.11	15.02%
2019 年	1522.36	6.78%	97.73	9.87%
2020 年	1108.10	4.90%	75.80	3.20%

资料来源：工信部 中信建投

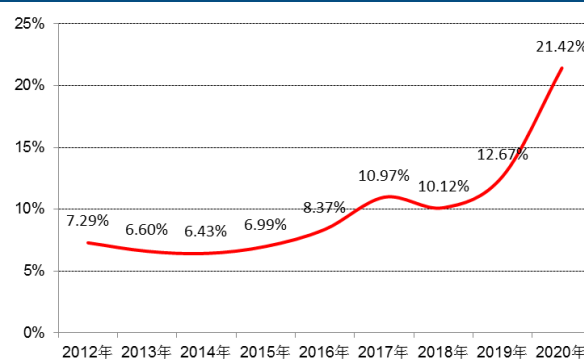
从行业格局看，文教办公用品行业的集中度仍然偏低，但龙头企业市场份额正稳步提升，未来发展可期。目前我国从事文教办公用品生产的企业约有 8000 余家，但大多数企业小、弱、散，列入统计口径的规模以上（主营业务收入 2000 万元及以上）企业约 1100 家，存在大量小微企业，文教办公用品行业年销售额能达到 10 亿量级的上市企业目前仅晨光文具、齐心集团、广博股份和真彩文具（之前拟 IPO）4 家。按照 2020 年 1108.10 亿元的狭义文具行业市场规模计算（不包括办公设备和家具），2020 年晨光文具、齐心集团、广博股份的营收市占率分别为 11.86%、7.23%、2.34%，龙头市场份额持续提升。

图表 40：2012-2020 年文教办公用品四大龙头营收（亿元）



资料来源：公司公告 中信建投

图表 41：晨光文具、齐心集团、广博股份合计市占率

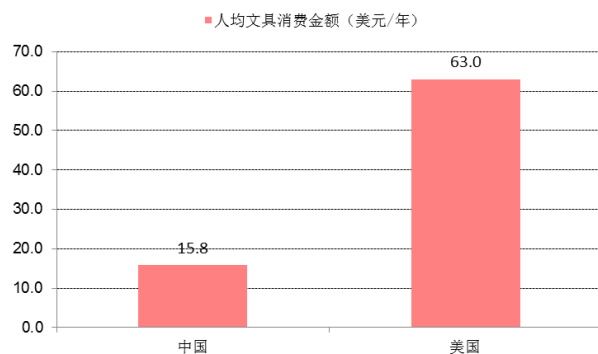


资料来源：公司公告 中信建投

产品结构升级，积极拥抱新零售，龙头企业稳健成长。我国人均文具消费金额仅 16 美元，仅是美国人均消费金额的四分之一，未来在消费升级趋势下，预计龙头企业将加速推进产品结构升级。如晨光文具，公司从早期专注制笔业务到逐步成为国内唯一攻克笔头制造技术的文具企业，再到近年加速新品如抄本、学习辅类（修正带、直尺、圆规）、儿美辅货等推出，并在 2019 年收购木质铅笔龙头上海安硕以丰富儿童美术品类。同时，疫情影响下，传统渠道加速拥抱新渠道，晨光文具快速提升线上销售，新零售发展初显成效。我们认为，伴随

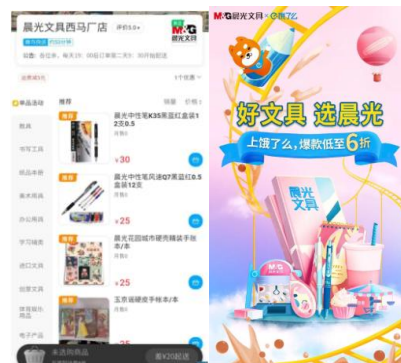
龙头产品、渠道逐步升级与拓展，行业整合提速，龙头企业市场集中度将继续提升。

图表 42：我国人均文具消费金额远低于美国（2018 年）



资料来源：欧睿国际 中信建投

图表 43：晨光文具积极拥抱新零售（美团、饿了么）



资料来源：公司公告 中信建投

2、政府采购规模持续增长，阳光化、规范化趋势明显

根据财政部数据，我国政府采购规模持续快速增长，2002 年为 1009.6 亿元，2009 年则突破 7000 亿元，2015 年、2016 年全国政府采购规模连续突破 2 万亿和 3 万亿；2018 年全国政府采购规模持续增长至 35861.4 亿元，占财政支出和 GDP 的比重分别达 10.5% 和 4%。2019 年全国政府采购规模为 33067.0 亿元，占财政支出和 GDP 的比重分别达 10.0% 和 3.3%。

近年我国政府采购制度保障机制逐渐完善，政府采购阳光化、规范化趋势明显。首先以 2003 年颁发的《中华人民共和国政府采购法》为基础，2015 年 3 月我国再颁发《中华人民共和国政府采购法实施条例》，在政府采购的回避、公开、追责等方面做出了明确规定。之后，我国对政府阳光采购的规范政策频出，根据统计，2015 年以来国务院层面颁发的关于约束政府采购的政策文件共 8 个，财政部层面颁布的包括规章和规范性文件超过 60 个。2018 年 2 月，财政部颁发《国有金融企业集中采购管理暂行规定》，提高国有金融企业集中采购效率，规范国有金融企业集中采购行为。

图表 44：政府阳光采购相关重大政策

时间	部门	政策	核心内容
2019-05	发改委	关于深化公共资源交易平台整合共享的指导意见	健全平台电子系统，中央管理企业电子招标采购交易系统应当通过国家电子招标投标公共服务系统有序纳入公共资源交易平台，依法接受监督管理
2018-02-05	财政部	国有金融企业集中采购管理暂行规定	提高国有金融企业集中采购效率，规范国有金融企业集中采购行为
2018-01-03	财政部	中华人民共和国财政部令第 94 号--政府采购质疑和投诉办法	规范政府采购质疑和投诉行为
2018-01	财政部	政府采购代理机构管理暂行办法	加强政府采购代理机构监督管理,促进政府采购代理机构规范发展
2017-07-18	财政部	政府采购货物和服务招标投标管理办法	采购人应当按照行政事业单位内部控制规范要求，建立健全本单位政府采购内部控制制度，在编制政府采购预算和实施计划、确定采购需求、组织采购活动、履约验收、答复询问质疑、配合投诉处理及监督检查等重点环节加强内部控制管理
2017-12-19	国务院办公厅	关于推进公共资源配置领域政府信息公开的意见	明确主要任务：（一）突出公开重点。（二）明确公开主体。（三）拓宽公开渠道。（四）强化公开时效
2016-12-27	国务院	关于印发中央预算单位 2017—2018 年政	政府采购货物或服务项目，单项采购金额达到 200 万元以上的，必须

	办公厅	府集中采购目录及标准的通知	采用公开招标方式。政府采购工程公开招标数额标准按照国务院有关规定执行
2016-06-21	国务院 办公厅	关于成立政府购买服务改革工作领导小组的通知	统筹协调政府购买服务改革，组织拟订政府购买服务改革重要政策措施，指导各地区、各部门制定改革方案、明确改革目标任务、推进改革工作，研究解决跨部门、跨领域的改革重点难点问题，督促检查重要改革事项落实情况
2015-03-01	国务院 办公厅	中华人民共和国政府采购法实施条例	明确提出国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动；列入集中采购目录的项目、适合实行批量集中采购的，应当实行批量集中采购，但紧急的小额零星货物项目和有特殊要求的服务、工程项目除外等相关条例

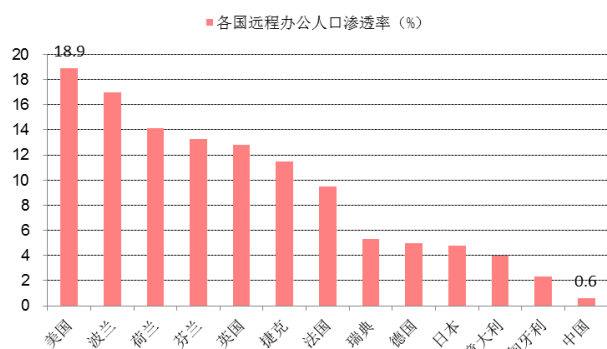
资料来源：政府官网 中信建投

3、云视频办公逐步兴起，疫情催化行业加速发展

我国远程办公人口渗透率仍然较低，云视频会议逐步兴起。根据亿欧智库数据，2018 年我国远程办公人口渗透率仅约 0.6%，与美国的 18.9% 相差仍然较多。伴随国内远程办公市场高速发展，云视频会议应用逐步扩大。云视频会议优势明显，无需大规模投入硬件设备，无需专人维护，接入方式简单快捷，成本费用有效降低，替代硬件视频会议是大势所趋。根据 Frost&Sullivan 统计，2019 年我国云视频会议市场规模约为 2.18 亿美元，2019-2023 年将有望保持 25% 的年复合增速，预计 2023 年整体规模将达到 5.37 亿美元。疫情之下，远程办公需求爆发，同时云视频会议厂商纷纷推出免费产品进一步培育用户使用习惯、提升使用粘性，云视频会议市场正处于加速发展中。

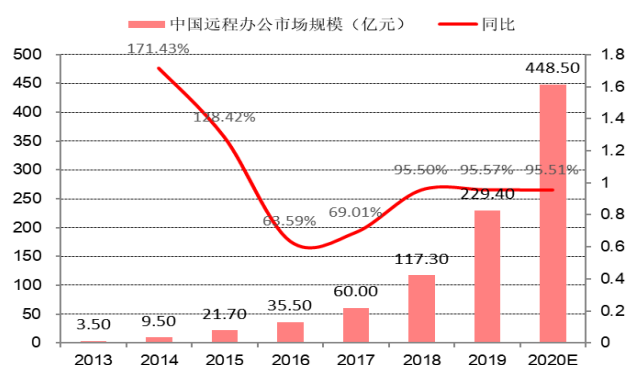
行业格局方面，云视频会议市场格局仍然相对分散，龙头品牌逐步占据领先地位。IDC 数据显示，2018 年我国云视频会议市场 CR5 不到 50%，相对于传统视频会议 CR4 份额已达到 70% 以上而言，集中度仍然偏低。其中齐心集团下属好视通品牌的市场份额约为 13%，排名行业第一，逐步确立市场领先地位。

图表 45：2018 年全球部分国家远程办公人口渗透率



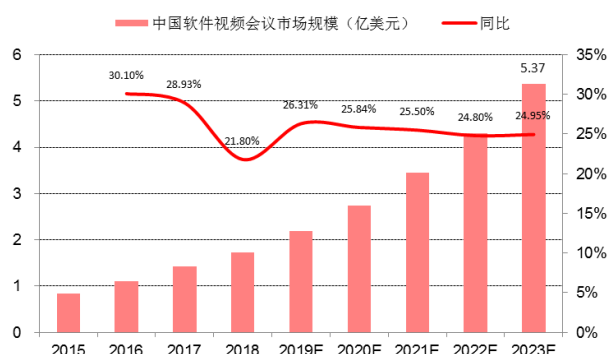
资料来源：亿欧智库 中信建投

图表 46：中国远程办公行业市场规模（亿元 RMB）及增速



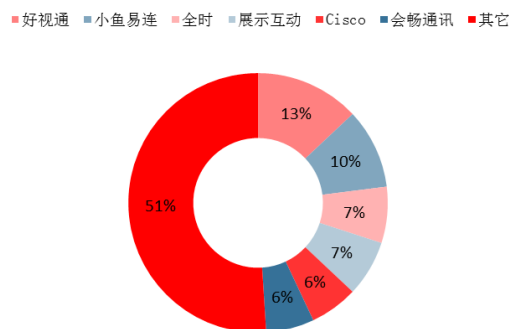
资料来源：前瞻产业研究院 中信建投

图表 47：中国软件视频会议市场规模（亿美元）及增速



资料来源: Frost & Sullivan 中信建投

图表 48：中国视频会议厂商市场份额



资料来源: IDC 中信建投

（二）重点个股推荐——晨光文具、齐心集团等

晨光文具：国内文创巨头，传统业务保持回升，新业务高增，一体两翼稳步推进，持续坚定推荐。我们预计晨光文具 2021-2022 年归母净利润 15.36、18.95 亿元，同比增长 22.31%、23.44%，对应 PE 为 50.2x、40.6x。

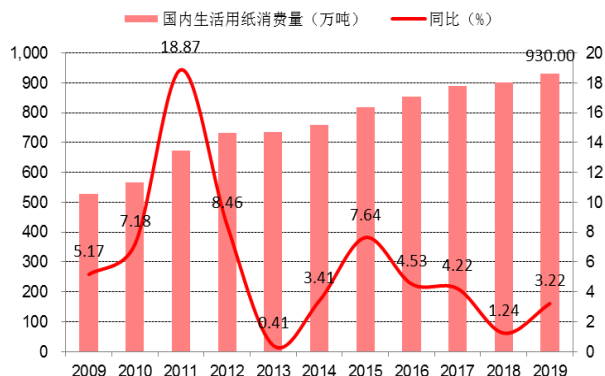
齐心集团：B2B 有望保持高速增长，云视频短暂承压不改长期发展态势，看好公司业务协同发展能力。我们预计齐心集团 2021-2022 年归母净利润分别为 3.75、4.93 亿元，同比增长 86.72%、31.47%，对应 PE 为 20.6x、15.7x。

（三）生活用纸需求韧性，产品渠道持续升级

1、生活纸超千亿市场持续升级，龙头份额仍有较大提升空间

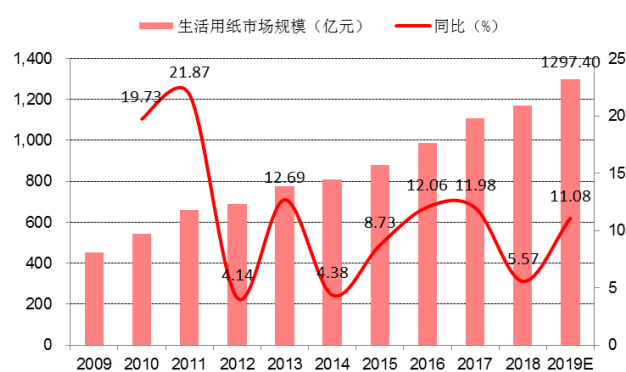
受益于国内经济增长、二胎开放、消费升级等多重利好因素叠加的影响，我国生活用纸市场依然保持中速增长。2009-2020 年国内生活用纸消费量从 529 万吨上升至 996 万吨，年复合增速为 5.92%；国内生活用纸市场规模从 2009 年 453.70 亿元上升至 2019 年 1198.9 亿元，年复合增速为 10.21%。

图表 49：我国生活用纸消费量保持中速增长（万吨，%）



资料来源: 中国造纸年鉴 中信建投

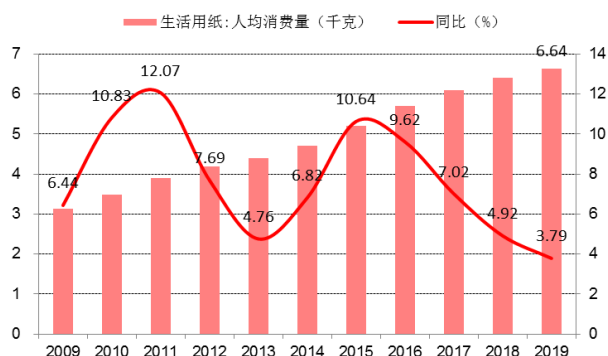
图表 50：我国生活用纸市场规模不断扩大（亿元，%）



资料来源: 中国造纸年鉴 中信建投

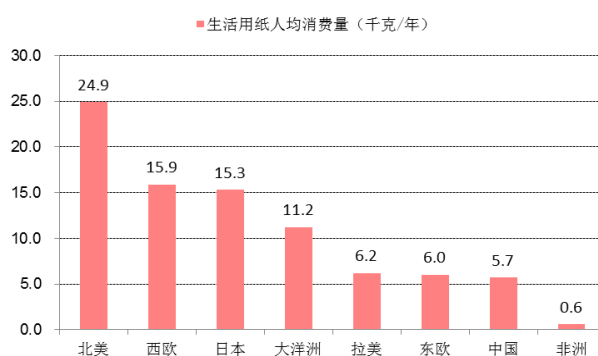
从人均消费量来看，尽管我国生活用纸人均消费量稳步增长，但与发达国家相比尚存在较大差距。2019 年我国生活用纸人均消费量为 6.64 千克/年，而 2016 年北美、西欧、日本、大洋洲四个地区分别为 24.9、15.9、15.3、11.2 千克/年，2017 年瑞典、美国、韩国、日本的生活用纸人均消费量分别为 24.0、21.9、19.7、14.6 千克/年；2009-2019 年我国人均生活用纸消费量年均复合增长率为 7.78%。对照发达国家的人均消费量，预计我国生活用纸人均消费量还将继续稳步增长。

图表 51：我国人均生活用纸消费量及增速（千克，%）



资料来源：中国造纸年鉴 中信建投

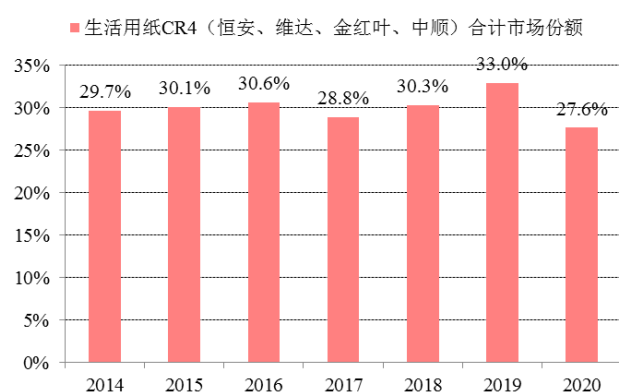
图表 52：世界各地生活用纸人均消费量（2016 年）



资料来源：Wind 中信建投

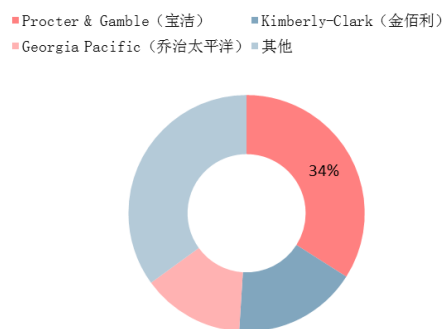
环保趋严叠加疫情冲击，龙头份额仍有较大提升空间。2016 年以来，我国环保政策日趋严格，严重挤压中小企业生存空间，同时技术落后、污染严重的中小型造纸企业是供给侧改革重点的产能出清对象。随着环保督查趋严，生活用纸新建产能须达到 10 万吨以上规模才批准建厂，行业准入门槛也在抬高。我国生活用纸集中度提升为大势所趋，头部企业份额有待进一步扩大。美国 2011 年生活用纸 CR4 即达到 75%、2016 年则为 70%；日本前三大企业金佰利、王子制纸、王子妮飘合计约为 60%。根据中国生活用纸年鉴数据，恒安国际、金红叶、维达国际、中顺洁柔是我国生活用纸行业的第一梯队企业，2020 年合计市场份额为 27.6%，对比美国和日本仍有进一步提升空间。

图表 53：我国生活用纸 CR4 合计市场份额变化



资料来源：RISI 中信建投

图表 54：美国生活用纸市场份额（2020 年）



资料来源：欧睿国际 中信建投

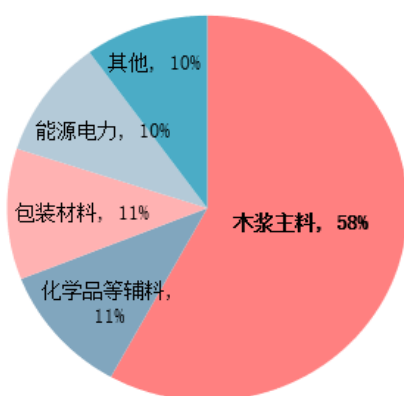
2、渠道产品齐发力，龙头低位囤浆，浆价高位利于份额快速提升

新兴渠道如电商等销售占比快速提升，龙头企业产品结构不断优化。其中维达国际为业内电商先行者，在 2012 年起就已成立电商团队，2013-2020 年公司电商渠道收入从 1.77 亿港元增长至 59.44 亿元，年复合增速

65.24%，电商占比已达到 36.0%；洁柔电商则是继续保持高速增长，2020 年同比增长 50%+至 28.0 亿元左右，收入占比达到 35.8%。此外，龙头企业产品结构持续优化，如中顺洁柔：2020 年公司 FACE、LOTION、自然木等高毛利产品收入占比提升至 65%+，其余高端产品如金尊、湿巾等均维持 20%—40% 的高速增长，公司产品研发及迭代能力领先市场，溢价空间进一步打开。

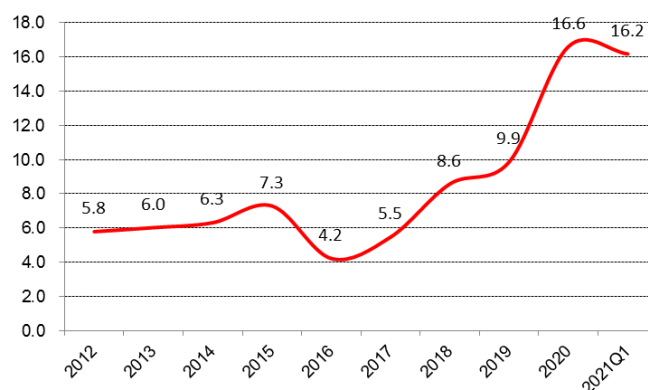
同时，生活用纸原材料木浆的价格下半年或维持高位震荡。正常而言，木浆是生活用纸企业的主要成本，约占 55%-60%，木浆价格波动对企业盈利能力影响较大。截至 2021 年 6 月 22 日，针叶浆最新价格为 6227.68 元/吨，同比上升 38.48%；阔叶浆最新价格为 4856.82 元/吨，同比上升 36.34%。中国、美国、欧元区 PMI 上行支撑需求，同时 2021 年新增产能短期有限，叠加短期南美等区域疫情反复导致大量木浆产线计划外停机。我们预计，下半年木浆需求仍将处于较好水平，浆价或维持高位震荡。此前生活纸龙头在价格低位主动囤浆，而小厂不具备囤浆能力，浆价高位震荡背景下龙头有望凭借相对优势实现份额的快速提升。

图表 55：生活用纸成本结构中木浆占比最大（2016）



资料来源：Wind 中信建投

图表 56：中顺洁柔低位囤浆，原材料充足（存货：亿元）



资料来源：Wind 中信建投

（四）重点个股推荐——中顺洁柔、维达国际等

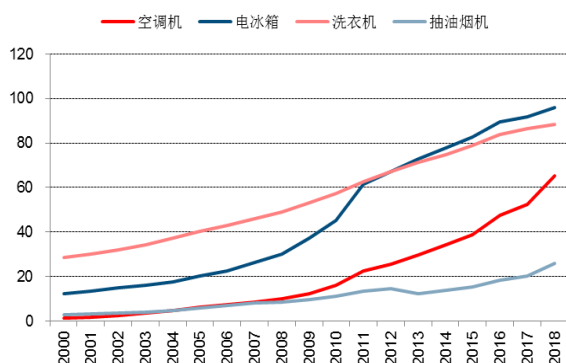
中顺洁柔：成长路径明确，扩品类，优结构卓见成效，渠道红利驱动持续，受益于成本端控制仍具有较好的业绩确定性。我们预计中顺洁柔 2021-2022 年归母净利润分别为 13.04、15.72 亿元，同比增长 43.93%、20.56%，对应 PE 为 27.3x、22.6x。

维达国际：立足于成为亚洲个护用品龙头，产品结构优化，同时公司业内最早发展电商、线上维持快增。我们预计维达国际 2021-2022 年营归母净利润分别为 21.38、25.56 亿港元，同比增长 14.04%、19.58%，对应 PE 分别为 13.0x、10.9x。

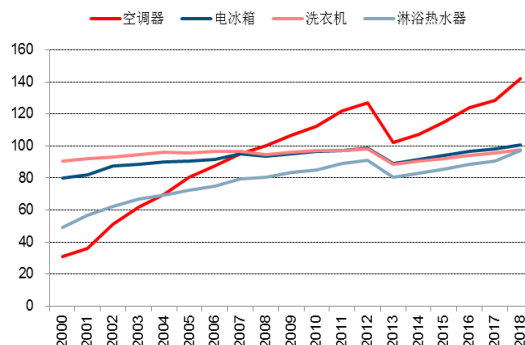
（五）民用电工前景广阔，照明市场持续整合

1、民用电工前景广阔，新应用需求层出不穷

家用电器保有量提升，3C 电子产品普及并创新，持续推动转换器、墙开需求增长。以家电、消费电子为代表的电器保有量的快速提升，为转换器、墙壁开关插座等基础配套供电连接产品提供不断增长的市场需求，目前城市居民冰箱、洗衣机每百户保有量都已接近 100 台，空调、电视保有量超过 100 台/每百户；目前我国每百人手机持有量超过 110 部，此外 iPad、智能手环、VR 眼镜等新兴消费电子产品不断涌现。

图表 57：农村居民传统家电保有量大幅提升


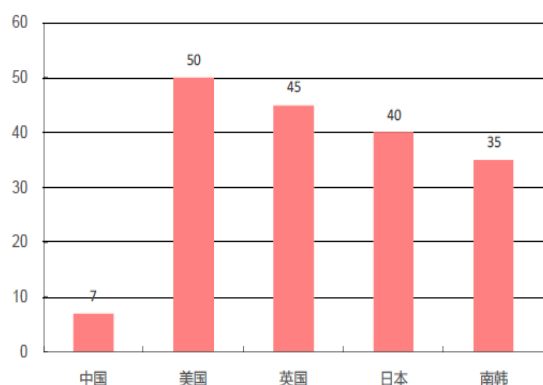
资料来源：国家统计局 中信建投

图表 58：城市居民传统家电保有量稳步提升


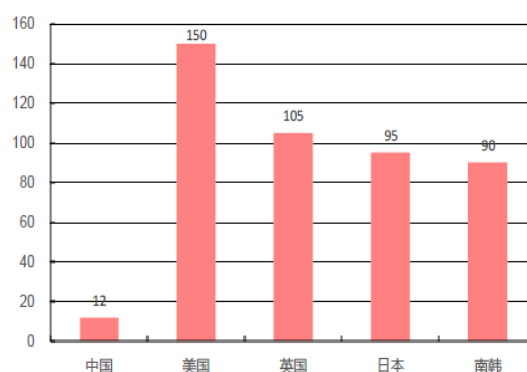
资料来源：国家统计局 中信建投

小家电品类多、数量大、更换周期短，产品持续热销，民用电工新应用需求层出不穷。小家电涵盖厨房、生活、环境、个人护理等各方面，产品品种多、数量大、更换周期短的特点大幅提升家庭对转换器和墙壁开关插座的需求。根据中怡康数据，2019 年我国小家电市场规模达 1520 亿元，近 5 年 CAGR 超 11%。2020 年疫情提振居家隔离类需求，具备清洁、居家、健康属性的小家电产品催化显著。

对比发达国家，我国小家电市场渗透率仍有较大空间。我国小家电行业起步晚，品类数与渗透率与发达国家存在差距，市场发展仍未触及天花板。Euromonitor 数据显示，中国家庭小家电保有量每户在 10 种以下，远不及欧美等发达国家每户 30 种的保有量水平。以典型的厨房、清洁类产品为例，2018 年国内破壁机每百户拥有量仅为 7 台，吸尘器的每百户拥有量为 12 台，与欧美日韩等发达国家仍有明显差距。

图表 59：2018 年主要国家每百户家庭破壁机数量对比


资料来源：Euromonitor 中信建投

图表 60：2018 年主要国家每百户家庭吸尘器数量对比


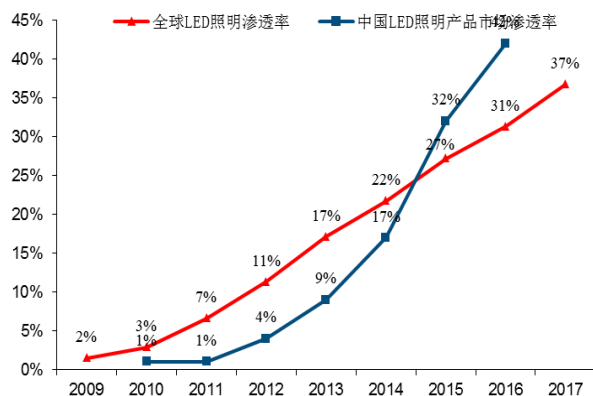
资料来源：Euromonitor 中信建投

2、LED 照明渗透率持续提升，龙头有望受益行业整合

LED 渗透率持续提升，2019 年我国 LED 通用照明市场规模已达 2707 亿元。相比传统照明灯，LED 照明灯有节能、寿命长、电能转化效率高等优势。受益于 LED 照明对传统照明的替换需求释放，LED 照明渗透率由 2010 年 1% 快速提升至 2016 年 42%，渗透率提升推动行业高速增长。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟 CSA 发布的《中国半导体照明产业发展蓝皮书（2019）》，2019 年我国 LED 产业链总产值 7548 亿元，上游

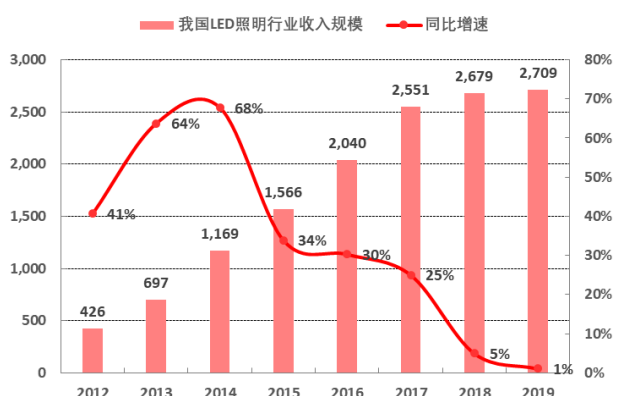
外延芯片、中游封装和下游应用产值规模分别为 201、959、6388 亿元，下游应用产值占比 84%。其中 LED 通用照明占下游应用比例最高、达 42%，2019 年我国 LED 通用照明规模为 2707 亿元。

图表 61：全球、国内 LED 照明渗透率快速提升



资料来源：Digitimes CSA 中信建投

图表 62：我国 LED 照明行业收入规模及同比增速（亿元）



资料来源：Digitimes CSA 中信建投

海外照明品牌相继退出，国内照明龙头集中度有望进一步提升。由于海外厂家成本端不具优势，且在渠道拓展中难以适应中国市场，2016 年以来传统照明三巨头飞利浦、欧司朗、通用照明相继退出中国市场，本土龙头迎来发展良机。以 2019 年我国 LED 通用照明市场规模 2707 亿元测算，2019 年欧普、阳光、雷士的照明业务分别实现收入 82.98、52.42、49.04 亿元，行业 CR3 不到 7%，竞争格局极为分散。随着国际品牌的退出，以及国内龙头在渠道拓展、品牌建设上的发力，国内 LED 照明市场集中度有望持续提升。

图表 63：海外照明品牌相继退出中国市场

时间	公司	事件
2016 年 12 月	飞利浦	协议出售 Lumileds 和机动车照明业务
2017 年 3 月	欧司朗	将传统照明业务子公司 Ledvance 出售给木林森联合竞购体
2018 年 2 月	通用照明	协议出售 GE Lighting
2019 年 4 月	通用照明	出售 Current 业务

资料来源：Wind 中信建投

图表 64：国内龙头品牌集中度仍较低

公司简称	总部	设立时间	2019 年照明业务收入 (亿元人民币)	2019 年市占率
木林森	广东中山	1997	137.5	2.43%
欧普照明	上海市	1997	82.98	1.46%
阳光照明	浙江绍兴	1997	52.42	0.92%
佛山照明	广东佛山	1992	32.17	0.57%
雷士国际	广东惠州	1998	49.04 (18 财年)	0.39%
三雄极光	广东广州	2010	24.9	0.44%

资料来源：Wind 中信建投

图表 65：照明行业可比公司营业收入规模，同比增速对比

	营业收入规模 (亿元人民币)						营业收入同比增速 (%)					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
木林森	38.82	55.20	81.69	179.52	189.73	173.81	-3.00	42.22	47.97	119.76	5.69	-8.39
欧普照明	44.69	54.77	69.57	80.04	83.55	79.70	16.28	22.55	27.03	15.05	4.39	-4.61
阳光照明	42.58	43.93	50.38	56.16	53.16	48.21	30.97	3.18	14.68	11.47	-5.34	-9.32
佛山照明	28.77	33.66	38.00	38.02	33.38	37.45	-6.26	17.03	12.88	0.05	-12.21	12.20

三雄极光 18.47 18.97 22.66 24.33 25.04 23.42 -2.76 2.70 19.44 7.37 2.94 -6.47

资料来源: Wind 中信建投

(六) 重点个股推荐: 公牛集团、欧普照明等

公牛集团: 民用电工细分冠军, 积极践行“走远路”战略, 持续推进多元化业务布局, 成长可期。我们预计公牛集团 2021-2022 年归母净利润为 27.83、32.80 亿元, 同比增长 20.31%、17.84%, 对应 PE41.0x、34.8x。

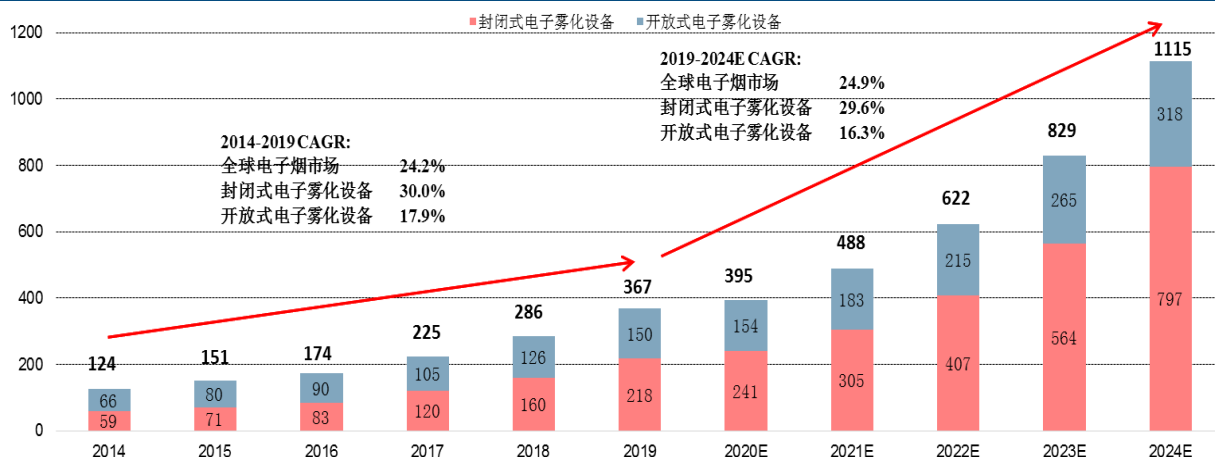
欧普照明: 家居照明细分龙头, 多品类全渠道布局, 组织架构调整、渠道变革深化助力公司新的成长。我们预计欧普照明 2021-2022 年归母净利润为 10.06、11.95 亿元, 同比增长 25.75%、18.78%, 对应 PE 为 19.1x、16.1x。

四、新型烟草方兴未艾, 静待政策落地

(一) 雾化电子烟渗透率持续提升, 严监管加速格局优化

渗透率不断提升, 电子烟市场快速成长。根据 Frost&Sullivan 数据, 2019 年全球雾化电子烟终端市场规模约 367 亿美元, 其中封闭式、开放式电子烟雾化设备市场规模分别为 218、150 亿美元, 分别同比增长 36%、19%, 分别占比 59.30%、40.70%。根据 Frost&Sullivan 预计, 2019-2024 年全球雾化电子烟终端市场规模将从 367 亿美元增长至 1115 亿美元, 年复合增速达 24.9%。

图表 66: 2014-2024E 按收益(零售价格)划分的全球电子烟市场规模变化(亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文 中信建投

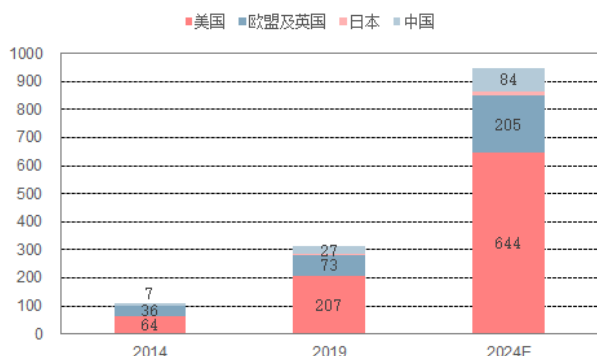
随着新型烟草产品对传统卷烟的持续替代, 同时受益于尼古丁盐等技术的革新, 便捷、安全的封闭式电子烟雾化设备受到市场欢迎。2019-2024 年全球封闭式电子烟雾化设备市场规模将从 218 亿增长至 797 亿美元, 年复合增长率达 29.6%。2019 年电子烟和加热不燃烧设备占有烟草制品销售额的 4.2%、0.7%, 2024 年分别有望提升至 9.3%、2.7%, 渗透率有望不断提升。

图表 67：电子烟和加热不燃烧设备市场份额持续提升

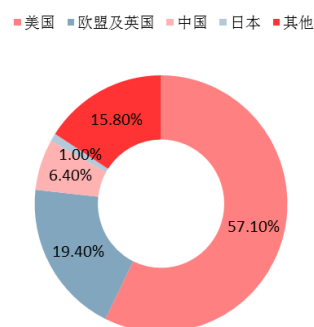
	2014	2019	2024E
卷烟	91.20%	88.20%	82.00%
电子烟	1.70%	4.20%	9.30%
加热不燃烧设备	0.002%	0.70%	2.70%
其他	7.10%	6.90%	6.00%

数据来源：弗若斯特沙利文 中信建投

欧美为电子烟主要消费市场，中国为电子烟主要生产基地。分区域看，2019 年美国、欧盟及英国、中国、日本的电子烟市场分别为 207、73、27、5 亿美元，全球市场份额分别为 57.1%、19.4 %、6.7 %、1.0 %。美国作为最大消费市场，市场规模从 2014 年的 64 亿美元增长至 2019 年的 207 亿美元，预期于将在 2024 年达 644 亿美元。

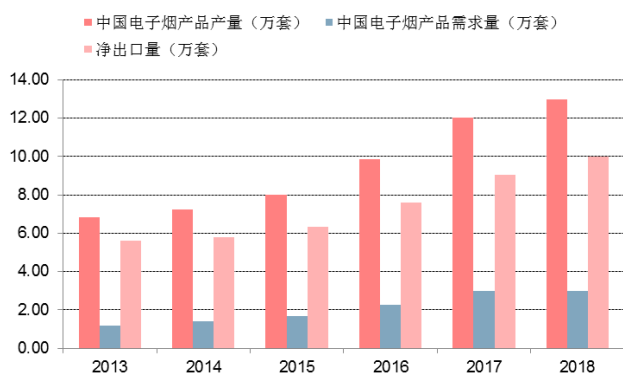
图表 68：按零售价及货运地点划分电子烟市场规模（亿美元）


资料来源：弗若斯特沙利文 中信建投

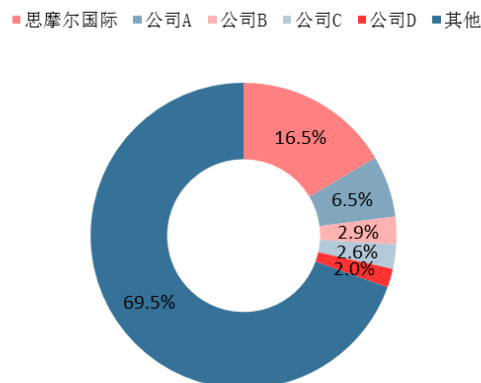
图表 69：各地区电子雾化设备市场份额


资料来源：弗若斯特沙利文 中信建投

我国是全球电子烟最大生产基地，思摩尔国际为全球雾化设备龙头。深圳是中国电子烟制造行业的基地，聚集了超过 600 家相关公司，出口的电子烟占世界电子烟总产量的 90% 以上。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年思摩尔国际在电子雾化设备制造全球市场份额为 16.5%，行业前五大企业 CR5 份额为 30.5%；2020 年继续保持全球最大电子雾化设备制造商的地位、市场份额为 18.9%，较 2018 年占比 10.1% 提升 8.8pct。

图表 70：中国电子烟行业供需情况


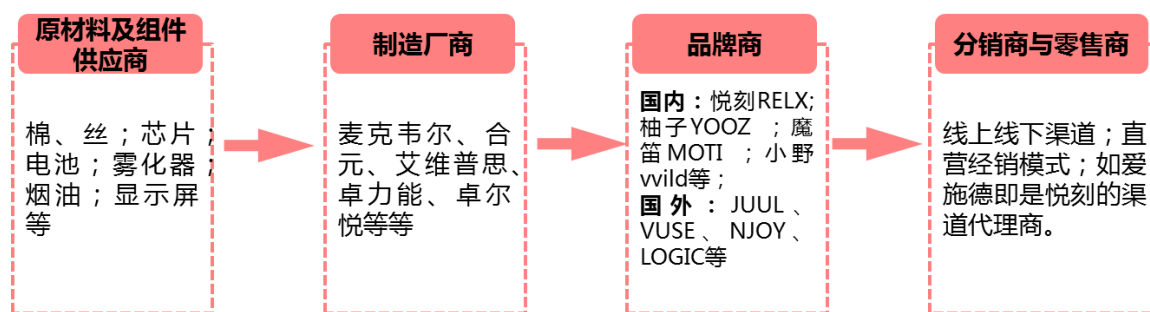
资料来源：博思 中信建投

图表 71：2019 年思摩尔占全球电子雾化设备市场份额 16.5%


资料来源：弗若斯特沙利文 中信建投

产业链分工明确，核心仍在于制造商、品牌商。雾化电子烟产业链主要分为上游原材料供应商与制造商、品牌商以及下游渠道商等多个环节。其中产业链上游为原材料供应商与制造商主要技术集中于电池、雾化器和烟油，核心在于雾化器。中游品牌商通过下游经销网络或者直营渠道对接终端消费者。一方面，具有技术研发壁垒的 ODM 制造工厂掌握主导权；另一方面，品牌商既需要与制造商合作研发和迭代产品，又需要构建庞大经销网络将产品推向消费者，产业链地位显著。

图表 72：雾化电子烟产业链分布



资料来源：中信建投

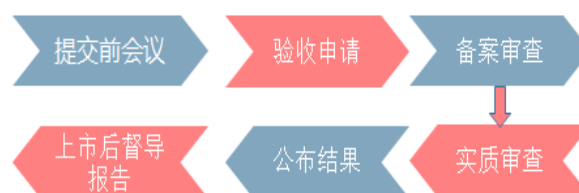
电子烟监管政策逐步趋于规范，行业集中度有望进一步提升，代工环节龙头企业受影响有限。2021 年 3 月 22 日，工信部、国家烟草专卖局起草《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，此次修改是在附则中增加一条，“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”。国内电子烟监管主体与方向明确，但后续细则仍需落地。从美国 FDA 的 PMTA 烟草预上市申请来看，头部品牌预计率先通过，有助于行业格局显著优化。PMTA 审核流程包括提交前会议、验收审查、备案审查、实质审查、公布结果、上市后督导报告等环节。2021 年 4 月 5 日 FDA 公布了进入实质审查环节的白名单，其中封闭式小烟品类仅有约 20 家品牌商、约 501 个烟弹 SKU 进入；同时 FDA 披露已将市占率高、消费者广泛使用的几项产品纳入单独审核队列，优先分配审核资源。我们认为美国 PMTA 申请将加速美国电子烟市场格局优化。全球新型烟草发展趋势已至，长期看监管趋于规范将提升行业门槛、集中度有望上升，具备核心技术研发和生产竞争力的电子烟代工企业预计受影响有限。

图表 73：3 月 22 日烟草专卖法实施条例征求意见稿



资料来源：工信部 中信建投

图表 74：美国 PMTA 审核流程



资料来源：FDA 中信建投

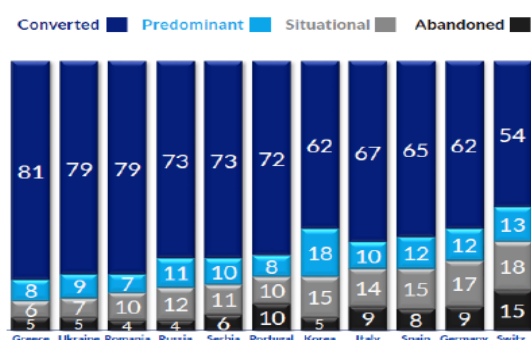
（二）IQOS 加速全球市场拓展，国内 HNB 市场逐步放开可期

IQOS 成为行业内首个通过 FDA 减害产品认证的电子型烟草制品，HNB 迎来发展新起点。2019 年 4 月 30 日，IQOS 通过美国 FDA 的 PMTA 审核，意味着有 IQOS 烟草产品的标签可以在美国进行销售，加热不燃烧式电子烟的美国市场打开。2020 年 7 月 8 日，IQOS 2.4 代产品正式通过了 FDA 的 MRTP 改良风险烟草产品审核，

将正式作为减害产品在美国上市销售，成为行业内最早且是唯一通过 MRTTP 减害产品认证的电子型烟草制品。

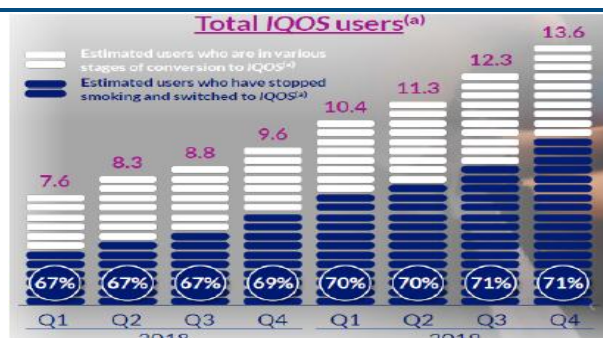
全球透率持续提升，PMI 将加速 IQOS 业务发展。伴随 IQOS 全球渗透率提升，公司减害类产品实现快速增长：其中 2020 年菲莫国际 IQOS 烟弹出货共 761.11 亿支，同比增长 27.6%，已占公司总出货量（包含传统卷烟）的 10.8%（同比增长 3pct）；减害产品板块全年贡献收入 68 亿美元，营收占比达 23.8%、同比上升 5.1pct，继续创历史最高水平；其中 IQOS 设备全年收入约 4.76 亿美元，占减害产品板块收入的 7%。截至 2020 年底，全球 IQOS 用户数已达 1760 万人，环比增加 7.3%，其中完全转化为 IQOS 消费（即停止使用传统卷烟）的用户数量达到 1270 万人、留存率为 72%；2020 年 IQOS 烟弹在全球的综合市占率达到 3.0%，同比增长 0.8pct，目前 IQOS 已在全球 64 个国家和地区上市销售。

图表 75：IQOS 在全球各地区的消费留存情况（%）



资料来源: FDA 中信建投

图表 76：IQOS 用户数量变化



资料来源: PMI 年报 中信建投

国内 HNB 明确纳入《烟草专卖法》监管，中烟积极布局，HNB 市场逐步放开可期。不同于蒸汽式电子烟，HNB 明确属于国家烟草专卖体系、由中烟进行专卖管理并向国家上缴工商利税，同时仍需生产和消耗烟草烟叶、对国内烟农利益损害较小，也符合烟草行业“降焦减害”发展趋势，我们预计 HNB 布局或将在国内加速。

各地中烟公司积极布局 HNB 产品。目前已有 HNB 产品的中烟工业公司数量继续增加，目前已有四川中烟（KUNGFU）、云南中烟（MC）、广东中烟（MU+&ING）、黑龙江中烟（KOKEN&LOPATO）、湖北中烟（MOK&COO）、安徽中烟（磁粒均热技术加热不燃烧产品）等。其中四川中烟的功夫加热不燃烧品牌产品，此前主要在国外销售，2020 年 6 月、10 月分别在成都、南京开设了线下体验店，积极布局和卡位 HNB 市场。

图表 77：四川中烟在成都开设全球第一家线下体验店



资料来源: 蓝洞网 中信建投

图表 78：四川中烟在南京的首家“功夫”体验店



资料来源: 烟草在线 中信建投

（三）重点个股推荐：思摩尔国际、华宝国际、盈趣科技等

思摩尔国际：伴随新型烟草及全球雾化设备持续渗透，以及行业监管逐渐趋于规范，公司作为全球最大的电子雾化设备制造商，技术研发优势明显，客户资源丰富，同时有望受益于行业集中度加速提升。我们看好全球新型烟草市场空间与思摩尔国际的成长潜力。我们预计思摩尔国际 2021-2022 年经调整后净利润为 55.14、74.31 亿元人民币，同比增长 41.65%、34.76%；对应最新 PE 分别为 41.8x、31.0x。

华宝国际：国内香精香料龙头，伴随国内 HNB 政策逐步落地，香精与薄片业务有望受益。我们预计华宝国际 2021-2022 年净利润分别为 12.16、14.38 亿元人民币，同比增长 190.91%、18.26%，对应 PE 为 40.9x、34.6x。

盈趣科技：UDM 模式智能制造模式领先，核心产品景气向好的同时持续拓展新品，IQOS 加速全球扩张助力业绩稳定成长。我们预计盈趣科技 2021-2022 年归母净利润分别为 14.02、17.53 亿元，同比增长 36.78%、25.04%，对应 PE 为 21.5x、17.2x。

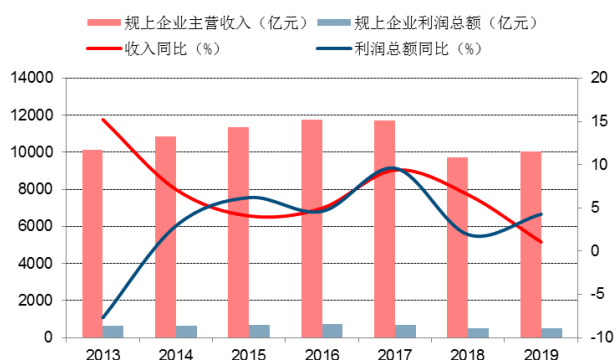
五、空间广阔需求修复，包装龙头价值底部

（一）包装空间超万亿，集中度有望上升，5G 升级推动需求

1、我国包装行业空间广阔，纸包装行业集中度仍然偏低

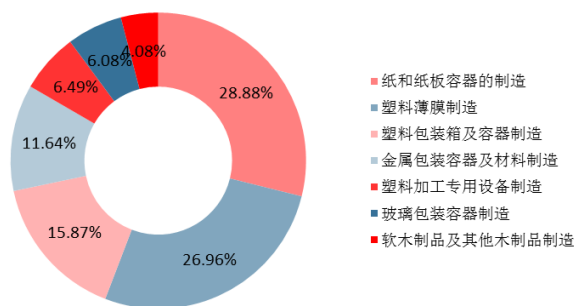
2019 年我国包装行业规上企业主营业务收入总额为 10032.53 亿元，同比增长 1.06%；利润总额 515.65 亿元，同比减少 25.62%。其中纸包装规上企业营收 2897.39 亿元，占包装全行业的比例为 28.88%，相比 2016 年全球市场的 37.57%，我国纸包装市场占比仍有提升空间。

图表 79：我国包装行业营业收入、利润及同比



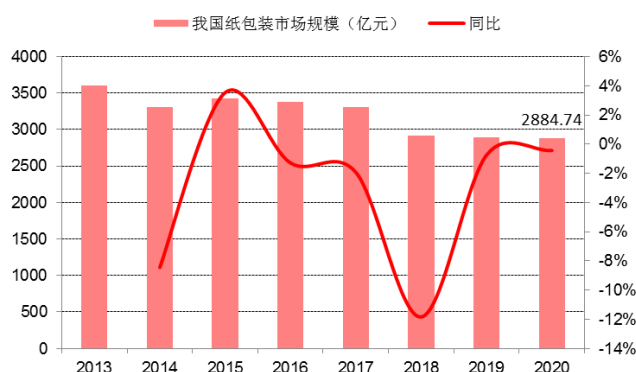
资料来源：中国包装联合会 中信建投

图表 80：2019 年我国包装细分领域占比

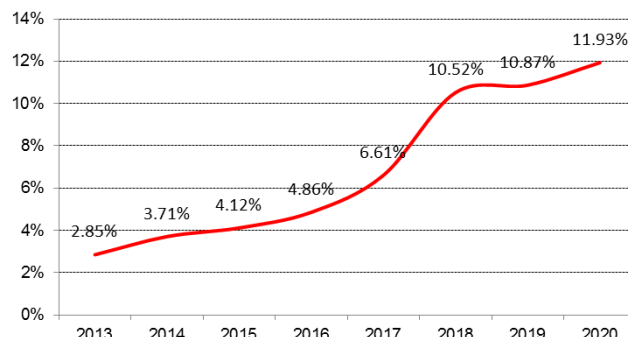


资料来源：中国包装联合会 中信建投

我国纸包装龙头企业市占率逐步提升，但行业格局仍然十分分散。根据国际瓦楞纸箱协会 ICCA 数据测算，2016 年北美纸包装市场规模约 546 亿美元，前五大龙头企业 International Paper、WestRock、Graphic Packaging、Packaging Corp of America、Cascades 市占率合计 71.71%。2013-2020 年国内前五大纸包装企业的市占率由 2.85% 提升至 11.93%，趋势上虽逐步提升，但相比北美市场，集中度仍有提升空间。

图表 81：我国纸包装市场规模（亿元）及同比增速


资料来源：中国包装联合会 中信建投

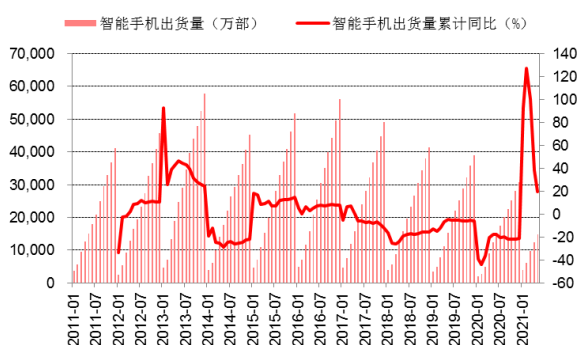
图表 82：我国前五大纸包装企业合计市占率保持提升


资料来源：Wind 中信建投

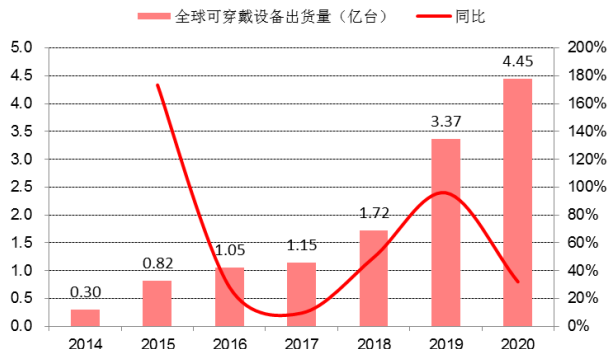
2、5G 升级带动需求，烟酒包装潜力巨大，新客户新领域持续开拓

包装下游产业较为广阔，除包装产业链下游传统的 3C 产品、家用电器、食品饮料、日常消费品等之外，近年来包装行业龙头企业积极开展多元化布局，目前已新增进入智能穿戴、烟酒、大健康、化妆品等多个行业，新客户新领域的持续开拓驱动需求稳增。

5G 升级推动消费电子需求稳增，3C 包装行业有望受益。从 3G 到 4G 的发展历史看，通信技术升级往往带来换机热潮。2019 年以来国内外手机品牌纷纷推出 5G 手机新机型，未来伴随 5G 换机需求持续兑现，同时 5G 升级带来的物联网应用场景创新延展也会提升消费者购机热情；同时，5G 商用也推动包括智能穿戴等其他智能电子设备的需求爆发，国内纸包装行业景气度有望向好。

图表 83：我国智能手机出货量及累计同比


资料来源：国家统计局 中信建投

图表 84：全球智能穿戴设备出货量及同比


资料来源：IDC 中信建投

酒包市场发展空间广阔，白酒结构化升级大势所趋，未来酒包市场有望实现高附加值转型。酒包装主要以纸包装为主，另外加以少量的木材材料和铁盒包装。2018 年我国白酒产量约为 871.20 万千升。按照每瓶酒 0.5 升测算，酒包装市场规模约 818 亿元，其中中高端酒包装市场规模约为 314 亿元。伴随白酒行业产品结构化升级，中高端的白酒产品必然会在纸包的设计创意、原料质量、防伪等方面提出更高要求，客观上促进了酒包行业的结构化升级。目前酒包装行业未有龙头企业，市场竞争格局开放，企业可以通过深耕产品、工艺、科技提高产品附加值，打造品牌竞争力与壁垒，进一步攫取市场份额。

卷烟行业结构调整，烟标龙头市占率有望提升。在卷烟产销维持高位稳定背景下，中高档卷烟占比不断提

升，卷烟单价上升，我国烟草消费结构持续升级。2020 年我国卷烟行业销售量为 4785 万箱，其中 2020 年劲嘉股份烟标平均售价 727.08 元/箱，对应的烟标行业市场规模约为 348 亿元。烟标市场行业集中度低，伴随当前烟草行业结构化升级，烟标产品由传统包装向精品包装转型升级，龙头企业优势明显。

图表 85：全国烟标市场规模测算

行业	测算时间	单箱包装价格 (以劲嘉股份烟标平均售价测算：元)	全国卷烟销量（万箱）	市场规模（亿元）
烟标	2017 年	726.30	4738	344.12
烟标	2018 年	726.86	4744	344.79
烟标	2019 年	748.05	4735	354.22
烟标	2020 年	727.08	4785	347.91

资料来源：国家烟草专卖局 Wind 中信建投

（二）个股推荐：裕同科技、劲嘉股份等

裕同科技：精品包装龙头，一体化服务绑定优质客户，3C 包装受益 5G 升级，烟酒、环保、化妆品包装等新业务打开成长空间，自动化与智能化工厂推动降本增效。我们预计裕同科技 2021-2022 年归母净利润分别为 14.15、18.06 亿元，同比增长 26.34%、27.63%，对应 P/E 分别为 20.0x、15.7x。

劲嘉股份：烟标回暖，彩盒等新业务布局成效显著，HNB 携手中烟布局优势领先。作为烟标和大包装龙头企业，持续分红回馈股东。我们预计劲嘉股份 2021-2022 年归母净利润分别为 10.87、13.06 亿元，同比增长 31.98%、20.15%，对应 PE 为 14.0x、11.7x。

六、重点公司盈利预测

图表 86：重点公司盈利预测

细分板块	证券代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS（元）			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
定制综合	603833.SH	欧派家居	914.37	3.41	4.13	4.73	44.33	36.67	31.98
定制综合	002572.SZ	索菲亚	218.60	1.31	1.55	1.83	18.34	15.42	13.08
定制综合	300616.SZ	尚品宅配	146.72	0.51	2.99	3.54	144.69	24.72	20.83
定制橱柜	603801.SH	志邦家居	111.21	1.27	1.69	2.16	28.12	21.12	16.45
定制橱柜	603180.SH	金牌厨柜	69.30	2.02	2.67	3.36	23.68	17.93	14.28
定制橱柜	002853.SZ	皮阿诺	41.28	1.06	1.25	1.57	20.96	17.73	14.06
定制衣柜	603898.SH	好莱客	44.73	1.17	1.09	1.36	12.27	13.14	10.58
定制综合	603818.SH	曲美家居	57.24	0.18	0.23	0.54	55.12	43.12	18.18
软体家居	603816.SH	顾家家居	513.42	1.34	2.46	2.93	60.73	33.07	27.68
软体家居	1999.HK	敏华控股	761.89	0.43	0.66	0.84	46.51	30.46	23.92
软体家居	603313.SH	梦百合	119.51	1.01	1.64	2.54	31.57	19.46	12.55
软体家居	603008.SH	喜临门	126.26	0.81	1.16	1.45	40.29	28.15	22.43
办公家居	603600.SH	永艺股份	31.46	0.77	0.96	1.29	13.53	10.79	8.09
办公家居	603661.SH	恒林股份	51.15	3.63	4.77	6.13	14.08	10.72	8.35
办公家居	300729.SZ	乐歌股份	45.00	1.20	1.66	2.25	20.73	14.99	11.09
智能家居	603848.SH	好太太	52.25	0.66	0.77	0.85	19.66	16.97	15.38
家居连锁	000785.SZ	居然之家	400.88	0.21	0.38	0.43	29.42	16.28	14.34
家居连锁	601828.SH	美凯龙	430.72	0.44	0.82	0.91	24.89	13.44	12.15
民用电工	603195.SH	公牛集团	1141.51	3.85	4.63	5.46	49.34	41.01	34.80
家居照明	603515.SH	欧普照明	192.45	1.06	1.33	1.58	24.06	19.13	16.11
家居辅材	002791.SZ	坚朗五金	596.49	2.54	3.87	5.47	72.99	47.98	33.92
家居辅材	603208.SH	江山欧派	100.92	4.05	5.50	7.11	23.70	17.46	13.50
家居辅材	002798.SZ	帝欧家居	62.57	1.46	2.00	2.53	11.04	8.07	6.39
家居辅材	002918.SZ	蒙娜丽莎	128.98	1.38	1.86	2.45	22.77	16.96	12.83
家居辅材	002084.SZ	海鸥住工	32.28	0.25	0.42	0.65	21.21	12.55	8.23
家居板材	601996.SH	丰林集团	38.03	0.15	0.18	0.22	22.06	18.63	14.82
文具	603899.SH	晨光文具	770.40	1.35	1.66	2.04	61.37	50.17	40.64
文具	002301.SZ	齐心集团	77.29	0.27	0.51	0.67	38.48	20.61	15.68
黄金珠宝	002867.SZ	周大生	188.55	0.92	1.15	1.40	18.61	14.97	12.29
黄金珠宝	600916.SH	中国黄金	267.29	0.30	0.37	0.51	53.44	42.44	30.94
文化纸	002078.SZ	太阳纸业	360.37	0.74	1.58	1.78	18.45	8.67	7.73
白卡纸	600966.SH	博汇纸业	184.08	0.62	2.11	2.30	22.07	6.53	5.99
包装纸	600567.SH	山鹰国际	161.56	0.30	0.44	0.55	11.70	7.90	6.39
特种纸	603733.SH	仙鹤股份	230.78	1.02	1.45	1.63	32.18	22.51	20.05
生活纸	002511.SZ	中顺洁柔	355.67	0.69	0.99	1.20	39.26	27.28	22.63

行业深度报告

生活纸	3331.HK	维达国际	277.28	1.56	1.78	2.13	14.80	12.97	10.85
新型烟草	6969.HK	思摩尔国际	2303.79	0.65	0.92	1.25	59.18	41.78	31.00
新型烟草	0336.HK	华宝国际	497.97	0.13	0.39	0.46	119.13	40.95	34.63
精益制造	002925.SZ	盈趣科技	302.03	1.31	1.79	2.24	29.47	21.54	17.23
纸包装	002831.SZ	裕同科技	283.04	1.20	1.51	1.93	25.27	20.00	15.67
纸包装	002191.SZ	劲嘉股份	152.49	0.56	0.74	0.89	18.52	14.03	11.68
纸包装	601515.SH	东风股份	88.60	0.41	0.46	0.51	16.18	14.29	13.12

资料来源: Wind 中信建投

七、风险提示

疫情波动影响超出预期；经济波动影响下游需求；地产持续下行；细分消费领域竞争大幅加剧；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；国际海运运力紧张超出预期等。

分析师介绍

罗乾生：轻工消费资深分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，专注于大家居、新型烟草、轻工消费、造纸包装等产业链研究，4 年证券从业经验。

2018 年《新财富》轻工制造行业第三名、《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名；2019 年《新财富》轻工制造行业入围奖、《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第四名、新浪金麒麟最佳分析师第四名、《财经》最佳分析师第二名；2020 年《新财富》轻工制造行业入围奖、《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第四名、新浪金麒麟最佳分析师第四名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第二名团队核心成员。

叶乐：中信建投轻工纺服&教育行业首席分析师，硕士毕业于复旦大学金融专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2017 年“新财富”中小市值最佳分析师第 3 名团队核心成员，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师团队第 5 名，目前专注于医美个护、轻工纺服、教育人力资源等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk