



轻工制造

优于大市（维持）

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

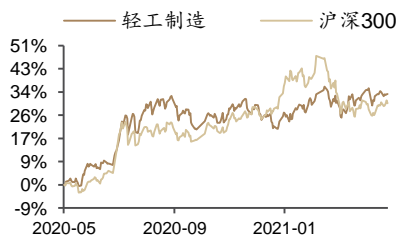
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

毕先磊

邮箱：bixl@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《财报之后挖掘真成长，家居看品类家护看渠道》，2021.4.25
- 2.《家居 Q1 靓丽，个护消费亦成长》，2021.4.18
- 3.《造纸 Q1 业绩靓丽，家居保持高景气》，2021.4.11
- 4.《继续推荐大家居产业链，关注一季报业绩超预期标的》，2021.4.5
- 5.《家居终端靓丽维持推荐，电子烟政策靴子落地》，2021.3.28

轻工 20&21Q1 总结：家居强者恒强，必选高确定，造纸新周期

投资要点：

轻工板块 2020 年报与 2021 年一季报已披露完毕，总体表现为：**家居强者恒强，必选高确定，造纸新周期。**

- 大家居：家居板块全面复苏，龙头强者恒强。**家居板块受疫情影响逐步减弱，板块全面复苏，国内需求方面，受益于全年竣工预期回暖、房企集中度提高、精装房大势所趋、一二线城市二手房销售火热等因素，国内需求保持良好态势；海外需求，受全球地产火热催化，家居出口订单自 20 年下半年开始持续保持高增长，20 年 7 月以来连续 9 个月出口增速保持在 23% 以上；同时成本端，年初至今大宗商品价格持续上涨，定制、瓷砖、五金成本影响较小，软体龙头已提价 10% 左右，有效消化，各自赛道龙头恒强优势明显。如**欧派家居** 21Q1 业绩大幅超预期，实现营收 33.00 亿元，同比增长 131%，较 19Q1 增长 50%，21Q1 橱柜、衣柜、卫浴、木门同比增速分别为 96%、173%、96%、155%，扩品类能力者突出；如**坚朗五金**，上游原料大涨下，品牌力强者，毛利率不降反增；如**顾家家居**虽计提商誉减值准备 4.84 亿元，但 21Q1 利润持续恢复，21Q1 营收同比增长 65%，归母净利润同比增长 26%，21Q1 毛利率 33%，在上游原材料 TDI、MDI 涨价的影响下，同比仍有所提升，体现了公司良好的品牌力和管理能力；如**公牛集团** 2021Q1 净利超预期，归母净利润 6.07 亿元，同比增长 256%，较 19Q1 增长 51%。家居板块看好定制系、软体系、瓷砖系、五金系、电工照明系龙头市占率持续提升，强者恒强。
- 必选消费：在消费升级的大背景下，细分赛道成长依旧。**如**中顺洁柔** 2021Q1 净利润超预期，在 20Q1 净利润同比增长 49% 的高基数情况下，21Q1 净利润同比增长 48%，与 19Q1 相比增长 120%，是增速最快的公司之一；**晨光文具**继续体现了公司非常优秀的消费成长的质地，21Q1 总收入增长 83%，其中，21Q1 晨光科力普同比增长 161%，晨光生活馆（含九木）同比增长 154%，晨光科技营收同比增长 15%；**百亚股份** 21Q1 归母净利润增长 47%，21Q1 毛利率、净利率分别为 45%、20% 均有大幅提升，体现了公司高端产品占比提升带来的盈利能力提升。
- 金银珠宝：线下门店提质增效，线上渠道高速增长。**周大生 20Q1/20Q2/20Q3/20Q4/21Q1 归母净利润同比增速分别为 -48%/-18%/+51%/+14%/+134%。短期看，受疫情影响延后的婚庆需求，将在 21 年逐步释放，长期看，金银珠宝应用场景扩张，日常佩戴需求提升。推荐线上渠道亮眼、开店加速的国内珠宝龙头**周大生**等。
- 新型烟草：政策扰动减小，长期趋势势不可挡。**思摩尔国际 Q1 溢利及全面收益总额为 11.79 亿元（+403%），政策扰动影响较小，长期空间广阔；推荐陶瓷雾化技术领先、全球份额上升、估值回调充分的**思摩尔国际**，国内烟草香精龙头**华宝股份**，以及布局新型烟草、低估值的**劲嘉股份**等。
- 造纸包装：浆纸高景气，新周期延续，21Q1 业绩普遍超预期。**海外疫苗接种时间差异催生供需缺口，全球浆纸供需紧平衡，全球流动性充裕背景下，浆纸价格持续上涨，并维持高位运行，造纸板块盈利增长明显。**太阳纸业/博汇纸业/晨鸣纸业** 21Q1 净利润同比增速分别为 107%/337%/481%，较 19Q1 分别增长 191%/562%/2985%，公司木浆自给率高，成本无虞，且能充分性享受浆价上涨带来的利润增长。



- **包装：后疫情时代，下游需求恢复良好，龙头业绩优于行业。**包装下游需求以 3C 消费电子包装、烟酒、食品饮料等为主，后疫情时代，随着疫苗接种不断推进，叠加 5G 换机潮，下游需求恢复良好，龙头业务结构多元，业绩表现优于行业。推荐受益 5G 换机潮、消费电子高增长，业绩释放的裕同科技等。
- **风险提示：**地产调控收紧；原材料价格波动；国内外疫情反复。

内容目录

1.轻工板块重点公司财务数据一览	5
2.风险提示.....	10

图表目录

表 1: 轻工制造板块总营收、利润增速情况	5
表 2: 轻工制造板块当季收入及利润增速情况	5
表 3: 轻工板块累计利润率变化趋势	6
表 4: 轻工板块当季利润率变化趋势	7
表 5: 轻工板块期间费用率变化趋势	8
表 6: 轻工板块存货周转率、应收账款周转率及现金净利比情况	9
表 7: 定制家居板块上市公司渠道及门店数据一览	10

1. 轻工板块重点公司财务数据一览

表 1: 轻工制造板块总营收、利润增速情况

细分板块	股票简称	营业总收入同比增速					归母净利润同比增速				
		2018	2019	2020	2021Q1	21Q1 较 19Q1	2018	2019	2020	2021Q1	21Q1 较 19Q1
定制	欧派家居	18.53%	17.59%	8.91%	130.74%	49.77%	20.90%	17.02%	12.13%	340.02%	164.73%
	索菲亚	18.66%	5.13%	8.67%	130.59%	48.56%	5.77%	12.34%	10.66%	812.35%	10.27%
	尚品宅配	24.83%	9.26%	-10.29%	110.28%	10.48%	25.53%	10.76%	-80.81%	105.09%	-135.06%
	志邦家居	12.80%	21.75%	29.65%	109.09%	64.79%	16.51%	20.72%	20.04%	213.23%	59.96%
	金牌厨柜	18.01%	24.90%	24.20%	81.55%	74.41%	26.05%	15.37%	20.68%	587.82%	130.47%
	好莱客	14.46%	4.34%	-1.88%	203.00%	56.65%	9.84%	-4.63%	-24.25%	328.81%	2.53%
	皮阿诺	34.34%	32.53%	1.51%	92.29%	62.45%	37.95%	23.33%	12.40%	795.14%	131.56%
	我乐家居	18.26%	23.10%	18.93%	44.34%	52.18%	21.57%	51.24%	42.56%	458.40%	1745.44%
软体	曲美家居	37.88%	47.99%	-0.01%	36.89%	14.33%	-124.04%	239.09%	26.41%	281.33%	420.60%
	顾家家居	37.61%	20.95%	14.17%	65.32%	53.75%	20.29%	17.37%	-27.19%	25.58%	30.36%
	梦百合	30.39%	25.65%	70.43%	78.52%	139.99%	19.39%	100.82%	1.31%	-31.16%	-26.65%
家居连锁	喜临门	32.11%	15.68%	15.43%	72.51%	49.08%	-254.54%	186.80%	-17.61%	255.55%	259.90%
	美凯龙	29.93%	15.66%	-13.56%	30.70%	-5.48%	9.80%	0.05%	-61.37%	83.79%	-45.02%
电工照明	居然之家	1.18%	7.94%	-2.56%	39.05%	206.00%	-81.44%	60.08%	-56.81%	144.58%	1227.03%
	公牛集团	25.21%	10.76%	0.11%	86.57%	15.74%	30.45%	37.38%	0.42%	256.17%	50.72%
五金瓷砖	欧普照明	15.05%	4.39%	-4.61%	70.44%	5.59%	32.03%	-0.99%	-10.15%	1995.93%	56.58%
	坚朗五金	21.22%	36.37%	28.20%	55.42%	55.18%	-9.93%	155.23%	86.01%	415.69%	533.16%
	东鹏控股	-0.19%	2.00%	6.02%	135.28%	-	-19.82%	0.09%	7.24%	147.55%	-
必选消费	蒙娜丽莎	11.02%	18.57%	27.86%	105.62%	65.01%	20.11%	19.42%	30.89%	18.93%	-11.56%
	晨光文具	34.26%	30.53%	17.92%	82.96%	61.83%	27.25%	31.39%	18.43%	42.50%	26.89%
	齐心集团	33.30%	41.03%	33.91%	35.32%	91.56%	36.91%	20.06%	-12.77%	5.83%	39.07%
	中顺洁柔	22.43%	16.84%	17.91%	25.81%	36.46%	16.60%	48.36%	50.02%	47.81%	119.75%
	稳健医疗	9.76%	19.16%	173.99%	52.97%	-	-0.59%	28.64%	597.50%	50.74%	-
金银珠宝	百亚股份	18.63%	19.59%	8.82%	34.74%	-	36.25%	43.43%	42.41%	46.68%	-
	豪悦护理	90.48%	34.76%	32.64%	7.78%	-	176.19%	70.35%	90.90%	-7.49%	-
	周大生	27.97%	11.69%	-6.53%	70.68%	5.39%	36.15%	22.99%	2.21%	133.85%	21.25%
新型烟草	老凤祥	9.98%	13.35%	4.22%	18.70%	14.61%	6.02%	16.89%	12.64%	74.46%	73.48%
	飞亚达	1.63%	8.93%	14.56%	134.26%	54.28%	31.11%	17.45%	36.22%	1011.17%	83.69%
	华宝股份	-1.30%	0.75%	-4.16%	4.92%	5.27%	2.41%	5.09%	-4.45%	1.91%	-6.64%
造纸	劲嘉股份	14.56%	18.22%	5.08%	31.71%	18.38%	26.27%	20.88%	-6.07%	17.19%	-2.83%
	太阳纸业	15.21%	4.57%	-5.16%	37.66%	40.22%	10.54%	-2.66%	-10.33%	106.71%	191.39%
	博汇纸业	-6.87%	16.79%	43.56%	55.49%	86.72%	-70.11%	-47.73%	523.50%	337.24%	562.04%
	晨鸣纸业	-2.02%	5.26%	1.12%	67.71%	65.68%	-33.41%	-34.00%	3.35%	481.42%	2984.72%
包装	山鹰国际	39.48%	-4.62%	7.44%	78.02%	30.91%	59.04%	-57.48%	1.39%	105.55%	3.40%
	奥瑞金	11.35%	14.60%	12.72%	64.00%	49.80%	-67.98%	203.15%	3.54%	572.51%	24.97%
	裕同科技	23.47%	14.77%	19.75%	45.83%	48.95%	1.47%	10.51%	7.20%	17.10%	7.89%
	劲嘉股份	14.56%	18.22%	5.08%	31.71%	18.38%	26.27%	20.88%	-6.07%	17.19%	-2.83%

资料来源: Wind, 德邦研究所

表 2: 轻工制造板块当季收入及利润增速情况

细分板块	股票简称	营业总收入同比增速					归母净利润同比增速						
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	21Q1 较 19Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	21Q1 较 19Q1
定制	欧派家居	-35.09%	6.91%	18.40%	25.26%	130.74%	49.77%	-210.30%	9.23%	28.93%	32.76%	340.02%	164.73%
	索菲亚	-35.58%	-8.48%	17.07%	37.23%	130.59%	48.56%	-115.48%	26.46%	7.74%	38.49%	812.35%	10.27%

	尚品宅配	-47.46%	-14.31%	10.17%	-3.24%	110.28%	10.48%	-589.26%	-82.35%	5.09%	-77.39%	105.09%	-135.06%
	志邦家居	-21.19%	22.22%	41.87%	46.21%	109.09%	64.79%	-241.27%	21.44%	19.76%	104.93%	213.23%	59.96%
	金牌厨柜	-3.93%	10.69%	30.75%	38.75%	81.55%	74.41%	-66.49%	8.60%	40.11%	30.35%	587.82%	130.47%
	好莱客	-48.30%	-3.81%	7.53%	16.23%	203.00%	56.65%	-144.81%	-14.88%	-8.24%	-6.83%	328.81%	2.53%
	皮阿诺	-15.52%	-2.26%	9.55%	4.25%	92.29%	62.45%	-74.13%	3.73%	14.10%	43.13%	795.14%	131.56%
	我乐家居	5.43%	0.59%	15.46%	43.85%	44.34%	52.18%	230.49%	0.62%	41.75%	75.10%	458.40%	1745.44%
	曲美家居	-16.48%	-8.71%	14.56%	8.46%	36.89%	14.33%	-387.10%	-112.46%	758.97%	3468.04%	281.33%	420.60%
软体	顾家家居	-6.99%	0.91%	33.23%	24.18%	65.32%	53.75%	3.81%	2.23%	21.08%	-167.33%	25.58%	30.36%
	梦百合	34.43%	71.22%	99.36%	67.99%	78.52%	139.99%	6.54%	-0.77%	73.36%	-70.82%	-31.16%	-26.65%
	喜临门	-13.58%	3.98%	12.78%	42.80%	72.51%	49.08%	-331.38%	-25.32%	2.47%	43.34%	255.55%	259.90%
家居连锁	美凯龙	-27.69%	-17.86%	-13.87%	1.37%	30.70%	-5.48%	-70.08%	-49.11%	-41.67%	-99.93%	83.79%	-45.02%
	居然之家	15.32%	-30.26%	4.16%	0.87%	39.05%	206.00%	-43.75%	-68.97%	-62.02%	-48.70%	144.58%	1227.03%
电工照明	公牛集团	-37.96%	-0.67%	18.68%	15.75%	86.57%	15.74%	-57.68%	-4.55%	15.85%	29.65%	256.17%	50.72%
	欧普照明	-38.05%	-6.44%	11.53%	5.97%	70.44%	5.59%	-108.26%	-19.40%	31.38%	0.95%	1995.93%	56.58%
五金瓷砖	坚朗五金	-0.15%	39.62%	29.31%	31.98%	55.42%	55.18%	22.78%	95.68%	81.96%	85.59%	415.69%	533.16%
	东鹏控股	-	-	19.86%	23.74%	135.28%	-	-	-	32.52%	41.48%	147.55%	-
	蒙娜丽莎	-19.75%	30.24%	44.48%	35.44%	105.62%	65.01%	-25.64%	58.20%	17.02%	45.48%	18.93%	-11.56%
必选消费	晨光文具	-11.55%	7.85%	21.48%	44.03%	82.96%	61.83%	-10.95%	10.15%	35.63%	32.65%	42.50%	26.89%
	齐心集团	41.56%	40.73%	38.68%	17.29%	35.32%	91.56%	31.41%	31.12%	28.89%	-182.82%	5.83%	39.07%
	中顺洁柔	8.46%	19.21%	17.70%	24.97%	25.81%	36.46%	48.67%	77.74%	34.41%	41.06%	47.81%	119.75%
	稳健医疗	-	-	427.36%	106.79%	52.97%	-	-	-	1112.76%	365.90%	50.74%	-
	百亚股份	-	25.91%	21.59%	4.67%	34.74%	-	-	25.99%	136.84%	25.30%	46.68%	-
	豪悦护理	-	-	18.93%	-2.00%	7.78%	-	-	-	54.74%	-0.45%	-7.49%	-
金银珠宝	周大生	-38.25%	-22.94%	17.94%	6.52%	70.68%	5.39%	-48.15%	-18.21%	51.33%	14.00%	133.85%	21.25%
	老凤祥	-3.44%	-8.41%	23.93%	4.73%	18.70%	14.61%	-0.56%	1.05%	15.26%	45.89%	74.46%	73.48%
	飞亚达	-34.14%	11.42%	42.73%	34.68%	134.26%	54.28%	-120.16%	53.40%	148.12%	113.37%	1011.17%	83.69%
新型烟草	华宝股份	0.34%	-7.87%	-2.74%	-5.26%	4.92%	5.27%	-8.28%	0.61%	3.52%	-10.37%	1.91%	-6.64%
	劲嘉股份	-10.12%	18.13%	7.23%	6.89%	31.71%	18.38%	-17.09%	-2.53%	18.27%	-20.56%	17.19%	-2.83%
造纸	太阳纸业	1.86%	-8.43%	-7.37%	-6.47%	37.66%	40.22%	40.97%	-20.93%	-25.52%	-17.62%	106.71%	191.39%
	博汇纸业	20.09%	66.92%	46.13%	43.82%	55.49%	86.72%	51.41%	781.84%	4722.60%	9293.98%	337.24%	562.04%
	晨鸣纸业	-1.21%	4.53%	-2.22%	3.37%	67.71%	65.68%	430.55%	-33.51%	0.41%	7.93%	481.42%	2984.72%
	山鹰国际	-26.47%	0.62%	20.90%	29.89%	78.02%	30.91%	-49.69%	-42.05%	20.67%	960.13%	105.55%	3.40%
包装	奥瑞金	-8.66%	32.32%	40.00%	-7.95%	64.00%	49.80%	-81.42%	-44.79%	49.76%	6115.77%	572.51%	24.97%
	裕同科技	2.14%	30.97%	15.27%	26.05%	45.83%	48.95%	-7.86%	30.71%	5.31%	6.23%	17.10%	7.89%
	劲嘉股份	-10.12%	18.13%	7.23%	6.89%	31.71%	18.38%	-17.09%	-2.53%	18.27%	-20.56%	17.19%	-2.83%

资料来源: Wind, 德邦研究所

表 3: 轻工板块累计利润率变化趋势

细分板块	股票简称	销售毛利率				销售净利率			
		2018	2019	2020	2021Q1	2018	2019	2020	2021Q1
定制	欧派家居	38.38%	35.84%	35.01%	30.19%	13.66%	13.59%	13.99%	7.39%
	索菲亚	37.57%	37.33%	36.56%	31.23%	13.19%	14.24%	14.65%	6.55%
	尚品宅配	43.68%	41.57%	33.23%	35.48%	7.18%	7.28%	1.55%	0.49%
	志邦家居	35.96%	38.53%	38.07%	36.48%	11.22%	11.12%	10.30%	7.41%
	金牌厨柜	39.00%	35.84%	32.73%	28.04%	12.35%	11.39%	11.04%	8.94%
	好莱客	39.56%	40.06%	36.70%	32.68%	17.92%	15.97%	12.35%	10.18%
	皮阿诺	35.95%	35.78%	34.08%	31.60%	12.58%	11.74%	14.43%	10.59%
	我乐家居	37.40%	43.83%	42.44%	40.09%	9.41%	11.56%	13.86%	4.14%
	曲美家居	42.41%	43.59%	43.41%	43.66%	-1.96%	2.28%	2.80%	6.05%
软体	顾家家居	36.37%	34.86%	35.21%	33.02%	10.97%	11.00%	6.84%	10.16%

	梦百合	32.08%	39.72%	33.92%	28.91%	6.45%	10.24%	6.38%	3.47%
	喜临门	28.84%	34.75%	33.76%	34.47%	-10.06%	8.47%	6.24%	7.79%
家居连锁	美凯龙	66.20%	65.17%	61.51%	62.51%	33.04%	28.45%	14.50%	21.68%
	居然之家	22.10%	46.76%	40.37%	46.17%	2.72%	34.68%	15.76%	18.85%
电工照明	公牛集团	36.63%	41.41%	40.12%	37.77%	18.50%	22.94%	23.02%	23.58%
	欧普照明	36.46%	36.55%	37.74%	37.31%	11.24%	10.66%	10.04%	7.69%
五金瓷砖	坚朗五金	38.01%	39.82%	39.25%	36.23%	4.39%	8.36%	12.90%	4.05%
	东鹏控股	34.73%	35.69%	32.42%	26.45%	11.97%	11.74%	11.85%	4.44%
	蒙娜丽莎	36.77%	38.51%	34.29%	29.95%	11.29%	11.38%	11.65%	4.58%
必选消费	晨光文具	25.83%	26.13%	25.36%	24.63%	9.47%	9.66%	9.43%	8.66%
	齐心集团	18.21%	15.65%	14.66%	9.51%	4.56%	3.85%	2.50%	2.62%
	中顺洁柔	34.07%	39.63%	41.32%	40.46%	7.17%	9.10%	11.58%	12.90%
	稳健医疗	49.16%	51.65%	59.55%	54.68%	11.08%	11.96%	30.50%	21.19%
	百亚股份	42.13%	45.91%	42.66%	45.26%	9.30%	11.13%	14.56%	20.03%
	豪悦护理	26.57%	30.36%	36.93%	30.55%	12.77%	16.14%	23.23%	16.67%
金银珠宝	周大生	34.00%	35.98%	41.03%	40.42%	16.55%	18.23%	19.93%	20.32%
	老凤祥	8.24%	8.47%	8.18%	7.64%	3.57%	3.69%	4.01%	4.64%
	飞亚达	41.37%	40.14%	37.80%	37.32%	5.41%	5.83%	6.93%	8.58%
新型烟草	华宝股份	77.64%	76.75%	76.44%	73.81%	55.03%	57.38%	57.30%	60.24%
	劲嘉股份	43.66%	41.95%	34.80%	34.66%	24.17%	24.23%	20.61%	21.62%
造纸	太阳纸业	23.45%	22.54%	19.44%	23.44%	10.30%	9.65%	9.12%	14.54%
	博汇纸业	16.04%	14.58%	17.06%	33.42%	3.07%	1.37%	5.97%	20.00%
	晨鸣纸业	31.27%	28.36%	23.07%	29.08%	8.88%	5.77%	6.20%	12.21%
	山鹰国际	23.05%	19.06%	16.74%	14.91%	14.10%	5.82%	5.56%	7.13%
包装	奥瑞金	25.79%	24.29%	20.87%	20.08%	2.74%	7.40%	6.72%	9.75%
	裕同科技	28.50%	30.03%	26.83%	23.88%	11.41%	10.84%	9.73%	6.54%
	劲嘉股份	43.66%	41.95%	34.80%	34.66%	24.17%	24.23%	20.61%	21.62%

资料来源: Wind, 德邦研究所

表 4: 轻工板块当季利润率变化趋势

细分板块	股票简称	单季度毛利率					单季度净利率				
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
定制	欧派家居	23.87%	37.30%	38.75%	33.02%	30.19%	-7.10%	16.71%	20.17%	12.23%	7.39%
	索菲亚	30.87%	40.30%	38.65%	34.21%	31.23%	-3.52%	20.86%	14.51%	15.62%	6.55%
	尚品宅配	34.25%	35.42%	39.10%	25.46%	35.48%	-23.33%	2.06%	8.52%	2.05%	0.49%
	志邦家居	37.66%	36.80%	38.79%	38.38%	36.48%	-13.69%	10.62%	12.81%	13.47%	7.41%
	金牌厨柜	32.00%	34.10%	32.06%	32.67%	28.04%	2.32%	9.77%	11.05%	14.01%	8.94%
	好莱客	35.09%	38.53%	38.42%	34.30%	32.68%	-10.59%	16.44%	15.16%	12.56%	10.18%
	皮阿诺	35.65%	39.39%	40.35%	23.40%	31.60%	2.38%	15.32%	16.06%	16.63%	10.59%
	我乐家居	31.66%	43.53%	44.64%	43.66%	40.09%	1.07%	13.19%	16.23%	16.65%	4.14%
软体	曲美家居	44.67%	41.90%	46.95%	40.72%	43.66%	-3.99%	-0.63%	6.74%	5.95%	6.05%
	顾家家居	32.83%	37.82%	34.37%	35.65%	33.02%	13.77%	11.18%	12.37%	-4.65%	10.16%
	梦百合	37.68%	40.88%	43.06%	17.57%	28.91%	8.47%	5.63%	9.88%	2.10%	3.47%
家居连锁	喜临门	21.61%	34.69%	38.17%	34.28%	34.47%	-7.51%	8.38%	10.21%	6.90%	7.79%
	美凯龙	62.99%	69.77%	64.08%	52.70%	62.51%	15.68%	21.73%	19.82%	4.58%	21.68%
	居然之家	30.32%	43.51%	45.98%	42.13%	46.17%	10.49%	11.54%	22.38%	17.08%	18.85%
电工照明	公牛集团	36.95%	37.99%	42.08%	41.58%	37.77%	12.35%	23.21%	26.17%	24.60%	23.58%
	欧普照明	34.24%	37.70%	38.94%	38.13%	37.31%	-0.72%	12.97%	11.63%	10.67%	7.69%
五金瓷砖	坚朗五金	39.33%	44.04%	42.37%	32.64%	36.23%	1.16%	13.66%	14.19%	15.40%	4.05%
	东鹏控股	28.90%	33.23%	38.68%	26.74%	26.45%	-23.08%	15.22%	14.19%	13.78%	4.44%

	蒙娜丽莎	38.11%	33.40%	35.94%	32.17%	29.95%	8.17%	13.55%	10.49%	12.30%	4.58%
必选消费	晨光文具	27.92%	26.41%	27.09%	22.16%	24.63%	10.35%	8.71%	11.79%	7.48%	8.66%
	齐心集团	13.67%	13.02%	9.63%	23.48%	9.51%	3.44%	5.98%	2.31%	-2.10%	2.62%
	中顺洁柔	45.12%	47.85%	46.70%	28.32%	40.46%	10.98%	13.84%	11.29%	10.33%	12.90%
	稳健医疗	55.67%	58.83%	66.60%	49.58%	54.68%	21.58%	26.50%	39.83%	21.90%	21.19%
	百亚股份	45.26%	41.20%	43.55%	40.92%	45.26%	18.29%	11.27%	13.53%	15.10%	20.03%
	豪悦护理	35.11%	45.49%	32.67%	29.72%	30.55%	19.43%	31.33%	17.92%	19.82%	16.67%
金银珠宝	周大生	43.35%	47.35%	42.91%	34.70%	40.42%	14.81%	23.06%	22.76%	17.41%	20.32%
	老凤祥	8.17%	8.63%	7.18%	9.75%	7.64%	3.36%	3.97%	3.73%	5.88%	4.64%
	飞亚达	39.75%	37.30%	38.12%	36.99%	37.32%	-2.21%	9.13%	10.06%	6.11%	8.58%
新型烟草	华宝股份	77.74%	75.87%	74.56%	77.45%	73.81%	61.09%	57.58%	55.30%	56.06%	60.24%
	劲嘉股份	41.83%	36.74%	37.53%	25.20%	34.66%	24.22%	20.69%	23.35%	15.22%	21.62%
造纸	太阳纸业	24.59%	22.72%	22.56%	9.20%	23.44%	9.69%	8.27%	8.68%	9.65%	14.54%
	博汇纸业	21.66%	14.11%	19.40%	14.66%	33.42%	7.11%	2.62%	7.24%	6.59%	20.00%
	晨鸣纸业	28.24%	22.57%	24.16%	18.81%	29.08%	3.47%	6.00%	6.63%	7.88%	12.21%
	山鹰国际	23.12%	13.24%	16.60%	16.41%	14.91%	5.98%	4.57%	6.63%	5.14%	7.13%
包装	奥瑞金	22.05%	21.49%	25.59%	13.71%	20.08%	2.81%	5.01%	9.34%	8.07%	9.75%
	裕同科技	25.31%	26.25%	30.55%	25.20%	23.88%	7.82%	7.67%	11.16%	10.69%	6.54%
	劲嘉股份	41.83%	36.74%	37.53%	25.20%	34.66%	24.22%	20.69%	23.35%	15.22%	21.62%

资料来源：Wind，德邦研究所

表 5：轻工板块期间费用率变化趋势

细分板块	股票简称	销售费用率			管理费用率			财务费用率		
		2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
定制	欧派家居	9.68%	7.78%	9.68%	11.68%	11.26%	12.50%	-0.51%	-0.24%	-0.26%
	索菲亚	9.96%	9.17%	10.75%	10.10%	9.80%	12.53%	0.33%	0.42%	0.53%
	尚品宅配	27.16%	24.28%	25.12%	6.49%	7.49%	10.25%	-0.03%	0.04%	-0.25%
	志邦家居	15.62%	14.93%	14.49%	10.21%	11.24%	15.74%	-0.28%	0.08%	-0.56%
	金牌厨柜	15.91%	11.78%	12.94%	8.77%	10.18%	12.59%	-0.12%	-0.30%	0.00%
	好莱客	13.52%	10.89%	9.58%	8.46%	10.93%	10.41%	0.24%	1.08%	1.65%
	皮阿诺	14.16%	8.59%	9.88%	6.01%	6.80%	6.57%	0.15%	0.50%	0.26%
	我乐家居	22.22%	18.07%	26.77%	7.38%	6.85%	12.29%	0.04%	0.25%	0.35%
软体	曲美家居	24.77%	23.09%	24.32%	10.89%	10.47%	8.47%	5.40%	6.06%	4.69%
	顾家家居	18.69%	19.69%	18.00%	4.42%	3.98%	3.45%	0.94%	1.04%	-0.15%
	梦百合	16.30%	13.50%	14.66%	8.51%	8.74%	9.56%	0.77%	3.83%	2.53%
家居连锁	喜临门	16.67%	16.13%	21.39%	6.82%	7.03%	7.65%	1.43%	1.27%	0.86%
	美凯龙	13.91%	11.90%	10.90%	10.87%	12.06%	11.95%	13.72%	17.31%	17.06%
电工照明	居然之家	8.00%	11.89%	6.00%	5.05%	4.70%	3.04%	0.63%	1.62%	9.22%
	公牛集团	7.23%	5.15%	4.63%	7.69%	8.28%	6.62%	-0.17%	-0.36%	-0.61%
五金瓷砖	欧普照明	19.56%	19.91%	21.51%	6.86%	7.30%	8.67%	0.08%	0.43%	-0.03%
	坚朗五金	18.74%	13.81%	17.87%	9.91%	8.42%	11.17%	0.00%	0.15%	0.13%
	东鹏控股	13.83%	10.54%	14.05%	7.34%	7.98%	10.84%	-0.12%	-0.06%	-1.31%
必选消费	蒙娜丽莎	15.42%	9.99%	10.19%	9.87%	9.93%	12.81%	0.01%	0.10%	0.38%
	晨光文具	8.80%	8.40%	8.76%	5.65%	5.81%	6.12%	-0.08%	0.07%	0.01%
	齐心集团	6.65%	5.24%	4.55%	3.75%	3.37%	2.73%	0.52%	1.11%	-0.90%
	中顺洁柔	20.64%	19.74%	18.59%	7.10%	7.10%	6.05%	0.32%	-0.23%	-0.16%
	稳健医疗	29.64%	12.57%	17.29%	7.71%	6.77%	11.14%	0.14%	1.74%	-0.15%
	百亚股份	26.89%	17.74%	15.18%	5.25%	7.17%	7.04%	-0.12%	-0.25%	-0.21%
金银珠宝	豪悦护理	5.22%	4.91%	6.05%	5.26%	5.26%	6.45%	0.64%	-0.04%	-1.50%
	周大生	10.79%	13.14%	11.60%	2.47%	2.19%	2.10%	0.14%	-0.46%	-0.40%

	老凤祥	1.50%	1.33%	1.60%	1.03%	0.86%	0.69%	0.51%	0.56%	0.49%
	飞亚达	23.37%	20.52%	20.37%	7.71%	7.26%	5.09%	0.89%	0.79%	0.74%
新型烟草	华宝股份	7.70%	7.44%	6.37%	15.01%	14.48%	12.86%	-6.92%	-6.35%	-6.41%
	劲嘉股份	3.64%	1.73%	1.57%	10.96%	11.12%	9.09%	-0.08%	-0.12%	-0.03%
造纸	太阳纸业	4.14%	0.48%	0.39%	4.29%	4.93%	3.02%	2.52%	2.47%	2.09%
	博汇纸业	4.11%	0.26%	0.36%	2.89%	4.64%	5.10%	5.25%	4.08%	0.84%
	晨鸣纸业	4.27%	0.97%	0.68%	7.00%	7.48%	6.02%	9.59%	8.34%	6.85%
	山鹰国际	4.63%	1.36%	1.17%	6.95%	6.62%	6.70%	1.90%	3.12%	1.72%
包装	奥瑞金	4.03%	1.77%	0.98%	6.86%	5.92%	4.03%	3.14%	3.75%	3.21%
	裕同科技	4.80%	2.74%	3.36%	11.11%	10.69%	12.35%	1.46%	2.15%	0.95%
	劲嘉股份	3.64%	1.73%	1.57%	10.96%	11.12%	9.09%	-0.08%	-0.12%	-0.03%

资料来源: Wind, 德邦研究所 (注: 管理费用率包含研发费用)

表 6: 轻工板块存货周转率、应收账款周转率及现金净利比情况

细分板块	股票简称	存货周转率 (年化)			应收账款周转率 (年化)			经营性现金流/净利润		
		2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
定制	欧派家居	11.65	11.58	10.93	35.12	26.93	21.83	1.17	1.89	-0.92
	索菲亚	15.01	12.74	9.31	13.97	10.89	8.47	1.21	0.96	-5.61
	尚品宅配	6.15	4.95	3.85	184.82	84.28	54.80	1.17	1.30	-102.00
	志邦家居	9.85	8.74	4.67	12.42	16.89	27.48	1.05	1.64	-3.91
	金牌厨柜	6.64	6.55	4.44	66.64	58.51	31.90	1.66	2.30	-6.81
	好莱客	12.85	3.62	2.27	105.08	23.87	14.98	1.10	2.01	-3.93
	皮阿诺	4.84	3.85	3.54	7.32	6.78	9.28	0.57	1.11	-10.71
	我乐家居	8.08	9.20	7.09	9.02	8.01	6.32	0.56	1.00	-23.17
	曲美家居	3.73	3.20	2.91	10.65	10.88	11.00	8.53	5.96	-0.86
软体	顾家家居	5.95	5.23	5.70	11.41	11.95	14.02	1.83	2.58	0.34
	梦百合	4.16	4.09	3.65	5.64	7.30	6.98	0.35	1.54	-2.09
	喜临门	3.06	3.82	3.91	4.18	5.93	7.01	1.31	2.36	-2.48
家居连锁	美凯龙	19.70	16.62	15.03	9.43	7.61	6.49	0.91	2.40	1.02
	居然之家	21.06	27.94	31.08	36.10	17.83	16.50	0.82	1.51	1.93
电工照明	公牛集团	6.57	6.81	8.14	49.16	52.74	55.21	1.00	1.49	0.59
	欧普照明	6.28	6.25	5.14	15.38	17.48	16.02	1.25	1.29	-6.27
五金瓷砖	坚朗五金	3.42	4.14	2.88	4.76	4.52	2.65	1.41	0.61	-15.91
	东鹏控股	3.25	3.49	2.27	7.34	6.72	4.29	1.18	1.57	0.71
	蒙娜丽莎	2.37	2.46	1.71	6.53	6.83	4.87	2.13	1.02	-4.88
必选消费	晨光文具	6.80	7.26	8.73	12.14	10.16	9.14	1.02	1.01	0.50
	齐心集团	18.70	26.34	27.26	4.13	3.00	2.52	2.50	2.92	1.19
	中顺洁柔	4.34	3.47	3.05	8.58	8.42	8.79	2.25	0.91	1.24
	稳健医疗	2.41	4.59	3.23	10.92	19.88	10.48	1.10	1.25	0.39
	百亚股份	5.00	5.11	6.17	17.10	14.90	14.82	1.03	1.37	0.62
	豪悦护理	7.04	7.66	6.22	23.58	35.25	21.14	1.36	1.37	1.53
金银珠宝	周大生	1.34	1.20	1.08	69.14	48.40	33.74	0.80	1.34	-1.69
	老凤祥	4.47	4.08	6.01	121.78	198.27	142.72	-0.89	1.48	4.52
	飞亚达	1.23	1.41	1.76	9.65	9.72	11.61	2.06	1.29	0.24
新型烟草	华宝股份	1.26	1.18	1.15	3.81	3.67	3.03	1.05	0.92	0.70
	劲嘉股份	2.75	3.55	4.31	5.88	6.93	6.64	1.36	1.27	0.34
造纸	太阳纸业	7.63	6.50	8.10	14.82	13.42	13.70	2.15	3.39	1.75
	博汇纸业	5.49	8.20	5.65	9.84	17.10	28.55	8.50	4.31	2.32
	晨鸣纸业	3.77	4.77	5.83	10.25	13.63	19.83	7.38	6.58	2.87
	山鹰国际	8.09	9.12	7.99	7.75	7.53	7.60	0.98	0.85	-0.69

包装	奥瑞金	7.93	6.93	7.43	4.34	4.14	4.62	2.19	1.02	1.36
	裕同科技	7.05	6.82	4.81	2.47	2.54	2.17	1.31	0.90	0.08
	劲嘉股份	2.75	3.55	4.31	5.88	6.93	6.64	1.36	1.27	0.34

资料来源：Wind，德邦研究所

表 7：定制家居板块上市公司渠道及门店数据一览

公司	单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
欧派家居	营业总收入	56.07	71.34	97.10	115.09	135.33	147.40
	直营收入	1.92	2.38	2.58	3.03	3.48	3.99
	经销收入	46.97	60.02	80.40	92.51	105.56	111.84
	大宗业务收入	4.66	5.72	9.64	14.18	21.62	26.82
	门店数(家)		5357	6311	6738	7095	7154
索菲亚	营业总收入	31.96	45.30	61.61	73.11	76.86	83.53
	经销收入	28.09	36.28	47.05	53.48	64.45	65.60
	直营收入	1.12	1.68	1.86	1.95	2.64	2.51
	大宗业务收入	0.92	1.09	2.37	4.84	9.40	15.10
	其他渠道	0.18	0.21	0.30	0.34	0.36	0.31
门店数(家)	1861	2500	2940	3332	3483	3627	
尚品宅配	营业总收入	30.88	40.26	53.23	66.45	72.61	65.13
	加盟店收入	15.74	19.68	27.00	35.50	38.09	-
	直营店收入	13.91	19.02	23.00	26.00	30.16	-
门店数(家)	-	1157	1642	2201	2421	2326	
志邦家居	营业总收入	11.88	15.70	21.57	24.33	29.62	38.40
	经销收入	8.77	10.81	14.84	17.04	19.18	21.25
	直营收入	0.96	1.28	2.21	1.57	1.82	2.32
	大宗业务收入	1.51	2.48	3.95	3.91	6.39	11.75
	门店数(家)	1007	1265	1730	2213	2613	2942
金牌厨柜	营业总收入	7.84	10.99	14.42	17.02	21.25	26.40
	经销+直营收入	7.19	9.77	12.74	14.21	15.35	16.00
	大宗业务收入	0.44	0.73	1.24	2.03	5.05	8.93
门店数(家)	741	806	1250	1750	2144	2493	
好莱客	营业总收入	10.82	14.33	18.63	21.33	22.25	21.83
	经销收入	9.94	13.08	17.26	19.92	20.28	19.43
	直营收入	0.70	0.98	1.06	0.96	0.88	0.66
	大宗业务收入	0.01	0.11	0.00	0.01	0.12	1.23
	门店数(家)	1190	1300	1511	1766	1795	2017
皮阿诺	营业总收入	5.79	6.76	9.15	10.82	13.32	14.94
	经销收入	4.1	5.06	-	7.1	7.85	7.53
	直营收入	0.51	0.32	-	0.94	-	-
	大宗业务收入	0.42	0.83	-	3.06	6.43	7.12
门店数(家)	864	954	1103	1256	965	940	

资料来源：Wind，德邦研究所

2. 风险提示

地产调控收紧；原材料价格波动；国内外疫情反复。

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。