

轻工制造

轻工行业 2020 年&2021Q1 业绩总结

——2020 复苏上行，2021 高景气延续

评级：增持（维持）

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
顾家家居	79.90	1.34	2.56	3.03	3.52	59.8	31.2	26.4	22.7	0.3	买入
欧派家居	163.73	3.42	4.16	4.84	5.57	47.8	39.4	33.8	29.4	1.8	买入
志邦家居	47.20	1.77	2.32	2.85	3.31	26.7	20.3	16.6	14.3	0.7	买入
喜临门	28.00	0.81	1.19	1.46	1.74	34.6	23.5	19.2	16.1	0.5	买入
中顺洁柔	30.20	0.69	0.94	1.11	1.29	43.7	32.1	27.2	23.4	0.9	买入
晨光文具	86.97	1.35	1.68	2.06	2.49	64.2	51.8	42.2	34.9	2.1	买入
太阳纸业	16.45	0.74	1.52	1.68	1.79	22.1	10.8	9.8	9.2	0.1	买入
思摩尔国际	42.71	0.40	0.87	1.21	1.52	106.2	48.9	35.4	28.1	0.4	买入

备注：股价取自 2021 年 5 月 7 日收盘价，思摩尔国际股价单位为人民币元

基本状况

上市公司数	150
行业总市值(亿元)	13534
行业流通市值(亿元)	4957

相关报告

《聚焦后疫情时代的“复苏”、“转型”与“升级”--轻工行业 2021 年投资策略报告》2020.12.19

投资要点

- **轻工行业：1) 2020 年轻工行业上市公司业绩稳步修复，21Q1 高增。**依据申万分类，2020 年轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 5298 亿元，同比增长 3.3%，家用轻工/造纸/包装印刷板块分别同比增长 1.8%/3.9%/5.8%。2021Q1 轻工制造板块营收 1645 亿元，同比增长 54.8%，家用轻工/造纸/包装印刷板块分别同比增长 58.5%/55.3%/44.4%。**2) 受益于家居及造纸景气上行，2021 年初至今轻工板块相对收益明显。**2020 年年初至 2021 年 4 月 30 日，申万一级行业轻工制造累计上涨 22.72%（其中 2021 年年初至 4 月 30 日累计上涨 8.26%），同期沪深 300 指数累计上涨 23.39%（其中 2021 年年初至 4 月 30 日累计下跌 1.68%）。
- **家居：复苏上行，内外销皆优**
- **定制：复苏、蜕变、集中。1) 总览：**业绩复苏幅度超预期，二线品牌增速亮眼。整体盈利能力平稳，应收款项随大宗高增，客户结构差异导致营收质量出现差异。**2) 品类：**2020 年橱柜板块平均增速 8.5%，零售格局稳定，增量基本来自大宗渠道，衣柜板块平均增速 3.6%，橱衣协同引流下，二线品牌增速高于原一线品牌。从单品到大家居，品类拓展带来的收入贡献明显。**3) 渠道：**大宗渠道放量，收入贡献提升，零售渠道下半年企稳复苏，渠道碎片化下，整装渠道开拓趋势确立。
- **软体：**上半年软体内销表现优于家居板块，体现终端需求韧性，外销从 Q2 起快速修复，至 2021Q1 板块内外销景气皆优。展望 2021 年，软体板块盈利有望逐步修复，看好细分领域格局优化，渠道、品类扩张助力龙头企业增长。
- **成品：**受头部房企精装改毛坯影响，精装链个股表现分化，短期精装渗透率增速调整，建议精选客户结构优质、渠道拓展能力强的个股。
- **造纸包装：周期景气，业绩兑现**
- **造纸：关注文化纸景气上行。**2020 年造纸板块合计实现营业收入 1606 亿元，同比增长 3.9%；实现归母净利润 110 亿元，同比增长 14.6%。受益于 2021 年初造纸行业进入主动加库存周期，浆纸价格联动上涨，纸企盈利能力提升，2021Q1，造纸板块营收合计 487 亿元，同比增加 55.3%；归母净利润 56 亿元，同比增长 161.1%，一季度业绩兑现。
- **包装：**2020 年包装印刷板块合计实现营业收入 1109 亿元，同比增长 5.8%，高端包装龙头裕同科技、烟标龙头劲嘉股份和箱板瓦楞包装龙头合兴包装引领收入增长，看好集中度提升趋势下龙头受益。
- **必选消费&新型烟草：万亿市场，稳健成长**
- **必选消费：疫情影响业绩分化，赛道优质稳健成长。**1) 文娱产品：晨光文具业绩稳步前行，盈利能力优秀，具有较高确定性。2) 快速消费品：由于疫情导致对于衣物护理产品的需求减少，2020 年蓝月亮主营业务收入下滑 0.8%，下半年需求恢复。生活用纸需求受疫情影响较小，2020 年中顺洁柔实现营业收入 78.24 亿元，同比增长 17.9%；归母净利润 9.06 亿元，同比增长 50.0%。卫生护理用品总体需求稳健，防疫类产品疫情受益。我们认为，我国快速消费品行业市场空间广阔，竞争格局未定，本土品牌逐渐

崭露头角，有望后来居上。

- **新型烟草：龙头业绩高增，关注政策变化。** 1) 收入高增：2020 年雾芯科技实现营收 38.2 亿元，同比增长 146.6%；思摩尔国际实现营收 100.1 亿元，同比增长 31.5%；盈趣科技实现营收 53.1 亿元，同比增长 37.8%。2) 利润增速低于收入增速：受上市费用和股权激励影响，雾芯科技 2020 年净亏损，思摩尔国际利润增速较低，盈趣科技电子烟产品占比下降拉低利润率水平。
- **建议关注标的：顾家家居、欧派家居、志邦家居、喜临门、中顺洁柔、晨光文具、太阳纸业、思摩尔国际**
- **风险提示：** 原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、行业政策变动风险

内容目录

年报&一季报回顾：业绩修复明显，估值探底回升	- 9 -
轻工行业年报业绩回顾	- 9 -
轻工行业市场表现	- 10 -
家居板块：复苏上行，内外销皆优	- 14 -
家居业绩总结：复苏上行，格局改善	- 14 -
定制家居：复苏、蜕变、集中	- 15 -
软体：内外销需求上行，龙头份额提升.....	- 26 -
成品：精装链个股表现分化.....	- 31 -
造纸包装板块：周期景气，业绩兑现	- 34 -
造纸：行业格局改善，文化纸进入景气周期	- 34 -
包装印刷：板块收入增速高于利润增速，关注细分龙头业务延伸	- 40 -
必选消费&新型烟草板块：万亿市场，稳健成长	- 44 -
必选消费：国货崛起进行时，长期稳健成长	- 44 -
新型烟草：赛道高增长，替烟趋势不变.....	- 52 -
重点覆盖公司年报&一季报业绩一览	- 63 -
风险提示	- 63 -
原材料价格大幅上涨风险	- 63 -
宏观经济波动风险	- 63 -
行业政策变动风险	- 63 -
文中数据测算说明	- 63 -

图表目录

图表 1：2020 年轻工及二级子板块主营业务收入	- 9 -
图表 2：2020 年轻工及二级子板块归母净利润	- 9 -
图表 3：轻工及二级子板块分季度收入增速	- 10 -
图表 4：轻工及二级子板块分季度归母净利润增速	- 10 -
图表 5：轻工制造（SW 分类）2020 年初至今涨跌幅（%）	- 10 -
图表 6：轻工及二级子板块 PE（ttm）变动趋势	- 11 -
图表 7：家具板块（SW 分类）指数表现	- 11 -
图表 8：家具板块（SW 分类）2020 年初至今涨跌幅	- 11 -
图表 9：27 家家居企业股价年初至今涨跌幅	- 12 -
图表 10：造纸板块（SW 分类）指数表现	- 12 -
图表 11：造纸板块（SW 分类）2020 年初至今涨跌幅	- 12 -
图表 12：20 家造纸企业股价 2018 年初至今涨跌幅（截止 4 月 30 日）	- 12 -

图表 13: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现	- 13 -
图表 14: 包装印刷板块 (SW 分类) 2020 年初至今涨跌幅	- 13 -
图表 15: 34 家包装印刷企业股价 2020 年初至今涨跌幅 (截止 4 月 30 日) ..	- 13 -
图表 16: 家居板块营收规模 (亿元)	- 14 -
图表 17: 家居板块归母净利润情况 (亿元)	- 14 -
图表 18: 单季度家居板块营收规模 (亿元)	- 15 -
图表 19: 单季度家居板块归母净利润情况 (亿元)	- 15 -
图表 20: 家居板块整体毛利率和净利率	- 15 -
图表 21: 家居板块费用率情况	- 15 -
图表 22: 2020 年定制家居企业营收规模&增速	- 16 -
图表 23: 2017-2020 营收增速对比	- 16 -
图表 24: 8 家定制家居企业单季度营收及利润增速对比	- 16 -
图表 25: 2020 年前五大客户销售额及占比	- 17 -
图表 26: 2017-2020 年 TOP5 销售额占比	- 17 -
图表 27: 定制家居板块整体毛利率和净利率	- 17 -
图表 28: 定制家居板块费用率情况	- 17 -
图表 29: 8 家定制家居企业单季度毛利率及净利率对比	- 17 -
图表 30: 8 家定制家居企业应收款项 (亿元) 及增速对比	- 18 -
图表 31: 8 家定制家居企业应收款项周转天数对比	- 18 -
图表 32: 8 家定制家居企业预收款项 (亿元) 对比	- 19 -
图表 33: 2020 年橱柜业务收入及增速	- 19 -
图表 34: 2017-2020 年橱柜业务增速对比	- 19 -
图表 35: 5 家定制家居橱柜出厂价 (元/单 (套))	- 20 -
图表 36: 2020 年衣柜业务收入及增速	- 20 -
图表 37: 2017-2020 年衣柜业务增速对比	- 20 -
图表 38: 拓品类对营收增长贡献拆分 (亿元)	- 21 -
图表 39: 大宗业务增速 20H1vs 20H2	- 22 -
图表 40: 大宗渠道对总收入增长贡献拆分	- 22 -
图表 41: 2017-2020 年大宗渠道营收占比	- 23 -
图表 42: 2020 年零售业务收入及增速	- 23 -
图表 43: 8 家定制企业零售业务增速出现放缓	- 23 -
图表 44: 零售业务增速 20H1vs 20H2	- 24 -
图表 45: 定制家居橱柜经销门店数	- 24 -
图表 46: 橱柜商均开店量	- 24 -
图表 47: 定制家居衣柜经销门店数	- 25 -

图表 48: 衣柜商均开店量.....	- 25 -
图表 49: 定制家居第一梯队企业净开店.....	- 25 -
图表 50: 第二梯队企业仍持续开店.....	- 25 -
图表 51: 橱柜零售单店提货额 (万元/家)	- 26 -
图表 52: 衣柜零售单店提货额 (万元/家)	- 26 -
图表 53: 整装渠道收入占比持续提升.....	- 26 -
图表 54: 2020 年软体收入表现优于家居板块 (亿元)	- 27 -
图表 55: 2017-2021Q1 软体板块公司收入 (亿元)	- 27 -
图表 56: A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 27 -
图表 57: 2017-2021Q1A 股软体家居公司净利率.....	- 28 -
图表 58: 2017-2021Q1A 股软体家居公司毛利率.....	- 28 -
图表 59: 2017-2021Q1A 股软体家居公司销售费用率.....	- 28 -
图表 60: 2017-2021Q1A 股软体家居公司管理费用率.....	- 28 -
图表 61: 2017-2020 年软体板块内销表现 (亿元)	- 29 -
图表 62: 2019-2020 年软体板块内销净开店数量	- 29 -
图表 63: 2020 年软体板块终端门店数量对比.....	- 29 -
图表 64: 2017-2021Q1 软体板块外销表现 (亿元)	- 30 -
图表 65: 2020 年以来中国家居制品出口情况.....	- 30 -
图表 66: 2020 年以来中国家居制品出口美国情况.....	- 30 -
图表 67: 2021 年 3 月床垫反倾销终裁结果	- 31 -
图表 68: 国内功能沙发市场品牌市占率 (2019 年)	- 31 -
图表 69: 美国住房销售上行.....	- 31 -
图表 70: 美国家居制品渠道库存处于历史低位.....	- 31 -
图表 71: A 股成品家居公司单季度营收及归母净利润增速对比	- 31 -
图表 72: A 股成品家居公司 2017-2020Q1 营收及归母净利润增速对比	- 32 -
图表 73: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象净利率.....	- 32 -
图表 74: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象毛利率.....	- 32 -
图表 75: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象销售费用率.....	- 33 -
图表 76: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象管理费用率.....	- 33 -
图表 77: 2015-2020 年精装房开盘规模及增速.....	- 33 -
图表 78: 2020 年以来月精装房开盘数 (千套) 及增速	- 33 -
图表 79: 2020 年精装新开盘规模地域结构	- 34 -
图表 80: 2020 年精装新开盘项目区域 TOP3 房企	- 34 -
图表 81: 造纸板块营收规模.....	- 34 -
图表 82: 造纸板块归母净利润情况.....	- 34 -

图表 83: 单季度造纸板块营收规模.....	- 35 -
图表 84: 单季度造纸板块归母净利润情况.....	- 35 -
图表 85: 造纸板块整体毛利率和净利率.....	- 35 -
图表 86: 造纸板块费用率情况.....	- 35 -
图表 87: 造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势.....	- 36 -
图表 88: 太阳纸业产销存情况及销量增速 (万吨).....	- 36 -
图表 89: 某白卡纸龙头产销存情况及销量增速 (万吨).....	- 36 -
图表 90: 晨鸣纸业产销存情况及销量增速 (万吨).....	- 37 -
图表 91: 山鹰国际产销存情况及销量增速 (万吨).....	- 37 -
图表 92: 太阳纸业/晨鸣纸业铜版纸毛利率 (%).....	- 37 -
图表 93: 太阳纸业/晨鸣纸业双胶纸毛利率 (%).....	- 37 -
图表 94: 某白卡纸龙头/晨鸣纸业白卡纸毛利率 (%).....	- 38 -
图表 95: 太阳纸业/山鹰国际箱板纸毛利率 (%).....	- 38 -
图表 96: 瓦楞/箱板/白卡/双胶/双铜版纸种吨毛利变化情况 (元/吨).....	- 38 -
图表 97: 分纸种行业 CR4 情况(2020).....	- 39 -
图表 98: 各类纸种开工率情况.....	- 39 -
图表 99: 库存周期不同阶段原材料价格走势.....	- 39 -
图表 100: 库存周期不同阶段纸价走势.....	- 39 -
图表 101: 库存周期不同阶段吨盈走势.....	- 40 -
图表 102: 造纸行业原材料及产成品同比增速情况.....	- 40 -
图表 103: 各纸种库存情况 (天).....	- 40 -
图表 104: 包装印刷板块营收规模.....	- 41 -
图表 105: 包装印刷板块归母净利润情况.....	- 41 -
图表 106: 单季度包装印刷板块营收规模.....	- 41 -
图表 107: 单季度包装印刷板块归母净利润情况.....	- 41 -
图表 108: 包装印刷板块整体毛利率和净利率.....	- 42 -
图表 109: 包装印刷板块费用率情况.....	- 42 -
图表 110: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势.....	- 42 -
图表 111: 我国纸包装行业“大而散”.....	- 43 -
图表 112: 裕同科技前五大客户营收情况.....	- 43 -
图表 113: 裕同科技按 2020 年末口径调整后的产品毛利率.....	- 43 -
图表 114: 裕同科技分产品营收情况 (亿元).....	- 44 -
图表 115: 2020 年裕同科技产品营收占比 (%).....	- 44 -
图表 116: 裕同科技产能扩张促资本投入加大 (亿元).....	- 44 -
图表 117: 裕同科技营运能力有所改善.....	- 44 -

图表 118: 晨光文具营收及增速.....	- 45 -
图表 119: 晨光文具归母净利润及增速.....	- 45 -
图表 120: 晨光文具毛利率与净利率.....	- 45 -
图表 121: 晨光文具三项费用率.....	- 45 -
图表 122: 中国书写工具零售额(亿元)以及增速.....	- 46 -
图表 123: 美国书写工具零售额(亿美元)以及增速.....	- 46 -
图表 124: 2019 年美国书写工具市场份额.....	- 46 -
图表 125: 2019 年中国书写工具市场份额.....	- 46 -
图表 126: 办公市场企业以及亏损家数.....	- 47 -
图表 127: 4 家快速消费品上市公司营收及增速.....	- 47 -
图表 128: 4 家快速消费品上市公司归母净利润及增速.....	- 47 -
图表 129: 4 家快速消费品上市公司单季度业绩增速.....	- 48 -
图表 130: 4 家快速消费品上市公司毛利率对比.....	- 48 -
图表 131: 4 家快速消费品上市公司净利率对比.....	- 48 -
图表 132: 快速消费品细分行业市场规模(十亿元).....	- 49 -
图表 133: 典型产品市场渗透率上行.....	- 49 -
图表 134: 百亚股份产品量价拆分.....	- 49 -
图表 135: 中国生活用纸消费量变化.....	- 49 -
图表 136: 快速消费品各赛道市场集中度(CR5).....	- 50 -
图表 137: 2020 年我国家庭护理行业竞争格局.....	- 50 -
图表 138: 2020 我国生活用纸行业竞争格局.....	- 50 -
图表 139: 我国卫生巾市场行业竞争格局.....	- 51 -
图表 140: 我国纸尿裤行业竞争格局.....	- 51 -
图表 141: 产品营销方式日趋灵活多样.....	- 51 -
图表 142: 蓝月亮营业收入按渠道拆分.....	- 52 -
图表 143: 百亚股份营业收入(百万元)按渠道拆分.....	- 52 -
图表 144: 雾芯科技营收及增速.....	- 52 -
图表 145: 雾芯科技单季度营收及增速.....	- 52 -
图表 146: 雾芯科技调整后净利润及增速.....	- 53 -
图表 147: 雾芯科技单季度调整后净利润及增速.....	- 53 -
图表 148: 雾芯科技毛利率与调整后净利率.....	- 53 -
图表 149: 雾芯科技费用率.....	- 53 -
图表 150: 中国烟草用户数量最大.....	- 54 -
图表 151: 中国电子烟渗透率较低.....	- 54 -
图表 152: 思摩尔国际营收及增速.....	- 55 -

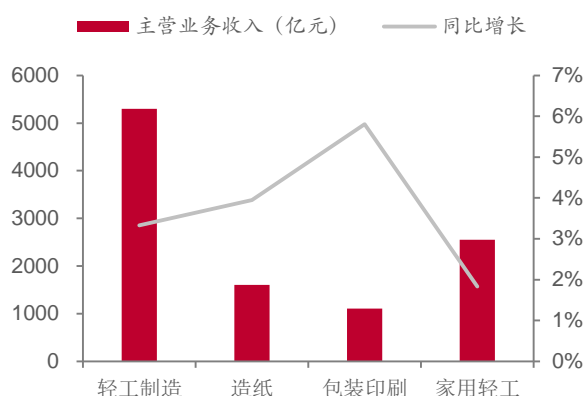
图表 153: 思摩尔国际调整后净利润及增速	- 55 -
图表 154: 思摩尔国际毛利率与调整后净利率	- 55 -
图表 155: 思摩尔国际费用率	- 55 -
图表 156: 全球电子雾化设备市场规模 (百万美元, 出厂口径) 及增速	- 56 -
图表 157: 思摩尔国际 Feelm 雾化技术	- 56 -
图表 158: 思摩尔国际市场份额	- 56 -
图表 159: 盈趣科技营收与增速	- 57 -
图表 160: 盈趣科技归母净利润与增速	- 57 -
图表 161: 盈趣科技毛利率与净利率	- 57 -
图表 162: 盈趣科技三项费用率	- 57 -
图表 163: IQOS 市场份额	- 58 -
图表 164: IQOS 历年用户变化	- 59 -
图表 165: 劲嘉股份营收与增速	- 60 -
图表 166: 劲嘉股份归母净利润与增速	- 60 -
图表 167: 集友股份营收与增速	- 60 -
图表 168: 集友股份归母净利润与增速	- 60 -
图表 169: 中烟关于新型烟草工作的论述	- 61 -
图表 170: 重点覆盖公司年报&一季报业绩一览表	- 63 -

年报&一季报回顾：业绩修复明显，估值探底回升

轻工行业年报业绩回顾

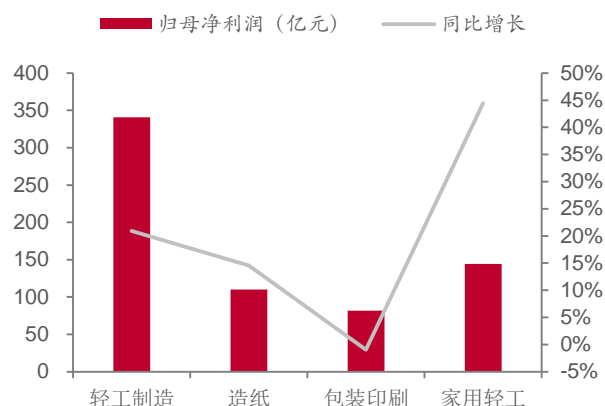
- 业绩总览：业绩稳步修复，21Q1 高增。**依据申万分类，1) 板块收入：2020 年轻工制造行业上市公司实现主营业务收入 5298 亿元，同比增长 3.3%。其中家用轻工、造纸和包装印刷板块营收占比分别为 48.2%、30.3% 和 20.9%。从子板块表现看，家用轻工板块 2020 年营收同比增长 1.8%，造纸板块增长 3.9%，包装印刷板块营收增长 5.8%。2021Q1 轻工制造板块营收 1645 亿元，同比增长 54.8%，家用轻工、造纸和包装印刷板块分别同比增长 58.5%、55.3%、44.4%。
- 2) 板块利润：**2020 年轻工制造行业上市公司合计实现归母净利润 341 亿元，同比增长 20.9%，其中家用轻工板块同比增长 44.4%，包装印刷归母净利润同比下降 0.9%，造纸板块同比增长 14.6%。2021Q1 轻工制造板块净利润 127 亿元，同比增长 164%，其中家用轻工、造纸、包装印刷板块分别同比增长 274.1%、161.1%和 69.3%。家用轻工板块 2020 利润增速较高主要系 2019 年*ST 金洲巨额亏损 62.8 亿元而在 2020 年扭亏为盈所致，若剔除该公司，则家用轻工板块和轻工制造板块 2020 年归母净利润增速分别为-11.5%和-1.2%。

图表 1：2020 年轻工及二级子板块主营业务收入



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2020 年轻工及二级子板块归母净利润

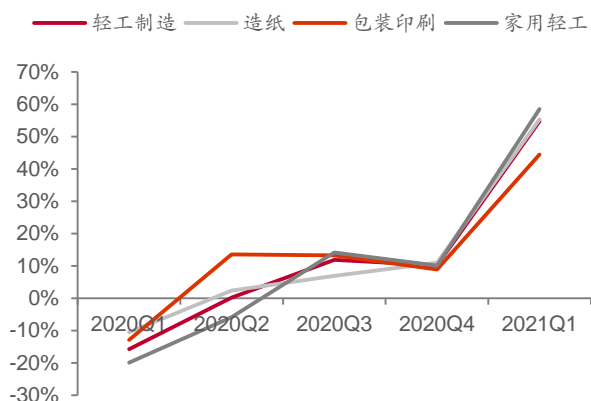


来源：wind、中泰证券研究所

- 季度趋势分析：1) 收入增速迅速回升，一季度盈利同比显著改善。**20Q1-21Q1 轻工制造行业营收增速分别为 -15.8%/0.2%/11.8%/10.2%/54.8%，疫情下板块收入端增速显著好转，20Q2 恢复增长，21Q1 大幅上行。从子板块表现看，家用轻工板块 20Q1-21Q1 营收增速分别为 -19.9%/-5.8%/14.2%/10.1%/58.5%，下半年恢复增长；造纸板块 20Q1-21Q1 营收逐季改善，增速分别为 -10.5%/2.3%/7.0%/11.0%/55.3%；包装印刷板块 20Q1-21Q1 营收增速分别为 13.0%/13.6%/13.3%/8.9%/44.4%，21Q1 修复明显。
- 2) 利润端，20Q1-21Q1 轻工制造行业归母净利润增速分别为 -35.4%/-11.7%/11.2%/288.1%/164.1% (剔除 *ST 金洲后为 -38.4%/-4.7%/13.6%/-3.5%/149.6%)。**其中家用轻工板块 20Q1-21Q1

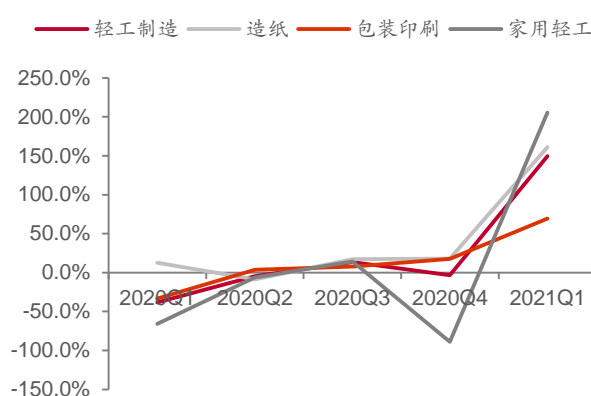
归母净利润增速则分别为-67.5%/-19.6%/9.4%/229.5%/274.1%（剔除*ST金洲后为-65.9%/-6.2%/14.1%/-88.9%/205.5%），21年一季度同比明显改善；造纸板块归母净利润增速分别为12.5%/-8.9%/17.2%/18.0%/161.1%；包装印刷板块归母净利润增速分别为-33.3%/3.6%/7.8%/17.7%/69.3%。

图表 3: 轻工及二级子板块分季度收入增速



来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 轻工及二级子板块分季度归母净利润增速



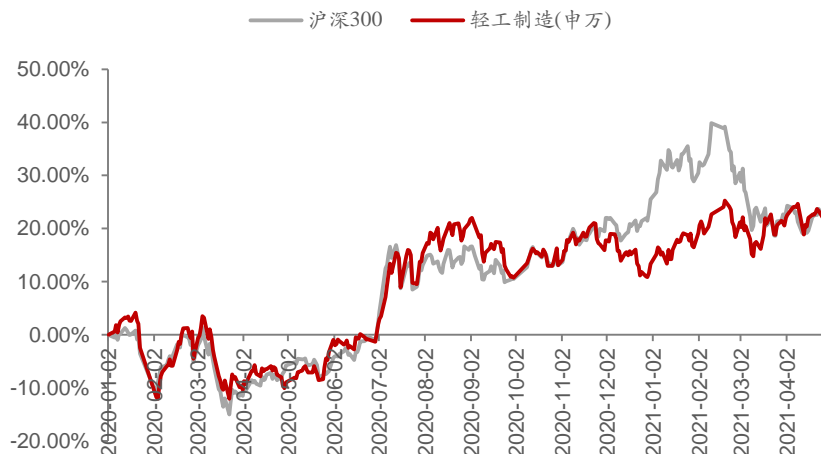
来源: wind、中泰证券研究所

注: 剔除*ST金洲

轻工行业市场表现

- **轻工相对于沪深 300: 2021 年初至今相对收益明显。**2020 年年初至 2021 年 4 月 30 日, 申万一级行业轻工制造累计上涨 22.72% (其中 2021 年年初至 4 月 30 日累计上涨 8.26%), 同期沪深 300 指数累计上涨 23.39% (其中 2021 年年初至 4 月 30 日累计下跌 1.68%)。总体看, 2020 年轻工制造较沪深 300 指数震荡较小, 与沪深指数波动趋同。但 2021 年起, 受益于家居及造纸景气上行, 轻工板块相对收益明显。

图表 5: 轻工制造 (SW 分类) 2020 年初至今涨跌幅 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

- **板块估值探底回升。**轻工各板块整体估值向好：2020年初受疫情影响，大盘整体低迷，板块估值延续下滑态势。自2020年第二季度逐渐走出疫情阴霾，开始呈现回升状态。轻工行业PE(ttm)从2020年初的24.8X升值2020年底的25.7X后，进一步升至当前的29.2X（截至2021年4月30日）。从子板块看，2020年初至今，家用轻工板块PE(ttm)由28.0X→35.0X，造纸板块由18.6X→22.1X，包装印刷板块由29.4X→28.4X。

图表6：轻工及二级子板块PE(ttm)变动趋势



来源：wind、中泰证券研究所

- **家具板块：**2020年初至2021年4月30日，申万三级子板块家具板块累计上涨41.17%，其中2021年年初至4月30日累计上涨11.42%。2021年年初至4月30日家具板块跑赢轻工制造（8.26%）和沪深300（-1.68%）。行业端：2020年下半年家居消费释放，竣工恢复，板块明显上涨，至今年初增速放缓。公司端：一季度订单同比向好，助力市场进一步复苏。

图表7：家具板块（SW分类）指数表现



来源：wind、中泰证券研究所

图表8：家具板块（SW分类）2020年初至今涨跌幅



来源：wind、中泰证券研究所

- 对比 27 家家居公司 2020 年初至今涨跌幅，β 端直接受益疫情恢复及地产竣工修复形成的需求改善，α 端来看，涨幅居前公司包括：1) 定制：多品类多渠道发力、稳健成长的白马龙头欧派家居；渠道品类红利释放的志邦家居、金牌厨柜；经营拐点确立的索菲亚。2) 软体：渠道及产品下沉市占率持续提升的软体龙头顾家家居；全球化运营的出口龙头梦百合；规模效应凸显、自主品牌零售爆发的喜临门。3) 工装：新客户持续放量，品类拓展打开成长空间的江山欧派。此外，跨境电商表现优异的乐歌股份位居涨幅前列。

图表 9：27 家家居企业股价年初至今涨跌幅

排名	简称	20 年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	20 年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	20 年初至今涨跌幅 (%)
1	江山欧派	182.55	10	金牌厨柜	34.73	19	永艺股份	-2.22
2	乐歌股份	137.44	11	恒林股份	31.58	20	好太太	-9.91
3	志邦家居	110.30	12	美克家居	21.22	21	浙江永强	-13.82
4	欧派家居	101.23	13	永安林业	16.25	22	中源家居	-19.62
5	喜临门	94.25	14	曲美家居	14.71	23	帝欧家居	-24.34
6	顾家家居	79.98	15	好莱客	11.42	24	亚振家居	-27.40
7	索菲亚	43.09	16	尚品宅配	1.85	25	德尔未来	-27.87
8	皮阿诺	38.78	17	我乐家居	0.65	26	顶固集创	-33.79
9	梦百合	36.71	18	大亚圣象	0.37	27	菲林格尔	-35.84

来源：wind、中泰证券研究所

- 造纸板块：2020 年年初至 2021 年 4 月 30 日，申万二级子板块造纸板块累计上涨 43.26%（其中 2021 年年初至今累计上涨 17.33%）。对比 20 家造纸公司 2020 年年初至今涨跌幅来看，成本下行、产品结构持续优化的生活用纸龙头中顺洁柔及文化纸行业龙头太阳纸业等涨幅居前。

图表 10：造纸板块（SW 分类）指数表现



来源：wind、中泰证券研究所

图表 11：造纸板块（SW 分类）2020 年初至今涨跌幅



来源：wind、中泰证券研究所

图表 12：20 家造纸企业股价 2018 年初至今涨跌幅（截止 4 月 30 日）

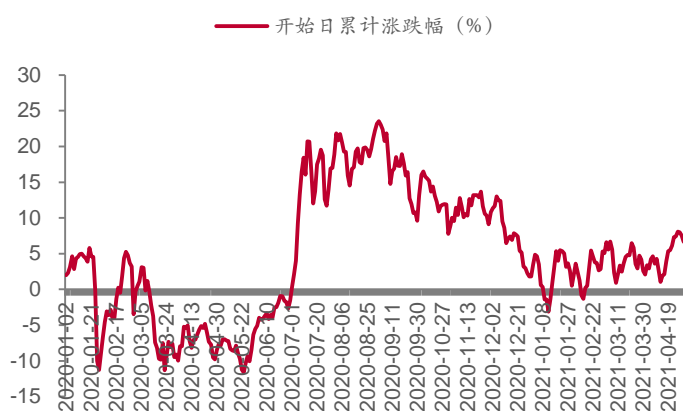
排名	简称	20年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	20年初至今涨跌幅 (%)
1	莱白卡龙头	231.89	11	荣晟环保	14.04
2	中顺洁柔	144.45	12	景兴纸业	12.19
3	晨鸣纸业	116.81	13	青山纸业	8.21
4	仙鹤股份	99.05	14	宜宾纸业	3.87
5	太阳纸业	64.37	15	凯恩股份	3.34
6	岳阳林纸	48.70	16	恒丰纸业	-0.21
7	集友股份	41.52	17	山鹰国际	-8.75
8	冠豪高新	39.13	18	民丰特纸	-10.00
9	华泰股份	27.68	19	美利云	-29.99
10	齐峰新材	15.62	20	安妮股份	-49.01

来源:wind、中泰证券研究所

- 包装印刷板块:** 2020年年初至4月30日,申万二级子板块包装印刷板块累计上涨6.43%(其中2021年年初至今累计上涨2.86%),在经历了2020年6-8月的高位回升波动后,板块指数自9月起回落。对比34家包装印刷公司年初至今涨跌幅来看,双星新材、王子新材、吉宏股份等综合表现优于大市。

图表 13: 包装印刷板块 (SW 分类) 指数表现


来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 包装印刷板块 (SW 分类) 2020 年初至今涨跌幅


来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 34 家包装印刷企业股价 2020 年初至今涨跌幅 (截止 4 月 30 日)

排名	简称	20年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	20年初至今涨跌幅 (%)	排名	简称	20年初至今涨跌幅 (%)
1	双星新材	221.91	13	永新股份	2.28	25	康欣新材	-20.73
2	王子新材	89.70	14	鸿博股份	-1.65	26	万顺新材	-22.70
3	吉宏股份	75.45	15	永吉股份	-2.27	27	新宏泽	-25.41
4	宝钢包装	68.06	16	东风股份	-3.43	28	MYS	-27.12
5	珠海中富	40.81	17	合兴包装	-5.04	29	英联股份	-27.76
6	环球印务	40.70	18	京华激光	-6.58	30	翔港科技	-30.58

7	海顺新材	39.77	19	浙江众成	-6.94	31	东港股份	-32.48
8	紫江企业	31.37	20	劲嘉股份	-7.24	32	顺灏股份	-36.25
9	奥瑞金	31.36	21	昇兴股份	-10.59	33	金时科技	-36.46
10	裕同科技	18.81	22	盛通股份	-13.59	34	力合科创	-38.23
11	陕西金叶	12.77	23	华源控股	-18.73			
12	*ST界龙	8.85	24	新通联	-19.40			

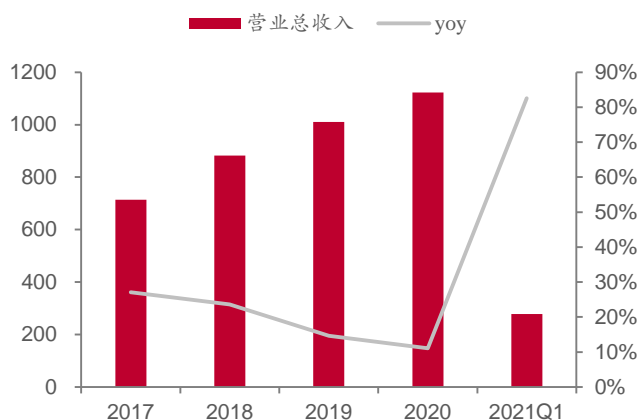
来源:wind、中泰证券研究所

家居板块：复苏上行，内外销皆优

家居业绩总结：复苏上行，格局改善

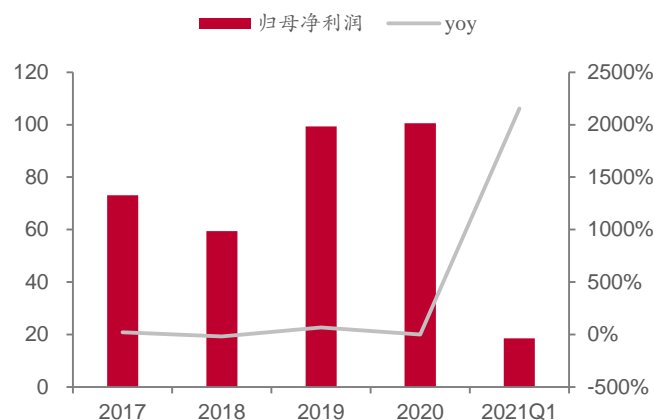
- 需求先抑后扬，实现高速修复。**我们在申万分类三级子板块家具的基础上统计了27家A股家居公司业绩。2020年和2021Q1，27家家居公司合计实现营业收入1122.6亿元/278.6亿元，同比增长11.0%/82.5%；实现归母净利润100.6亿元/18.5亿元，同比增长1.3%/2153.1%。2020年受疫情影响，家居零售需求和竣工节奏被推迟，家居需求先抑后扬，经过下半年修复，全年同比略有增长。伴随竣工修复趋势，家居板块2021Q1实现高速增长。

图表 16：家居板块营收规模（亿元）



来源: wind、中泰证券研究所

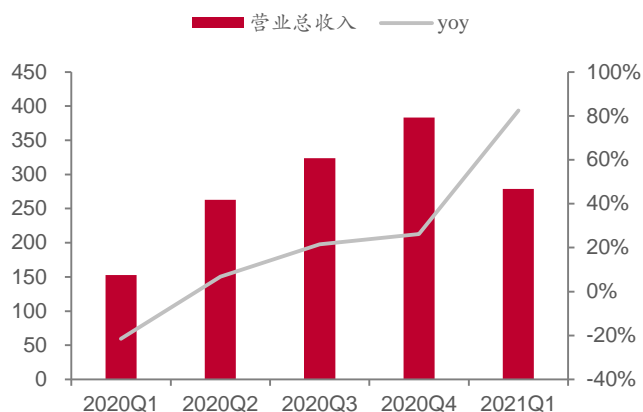
图表 17：家居板块归母净利润情况（亿元）



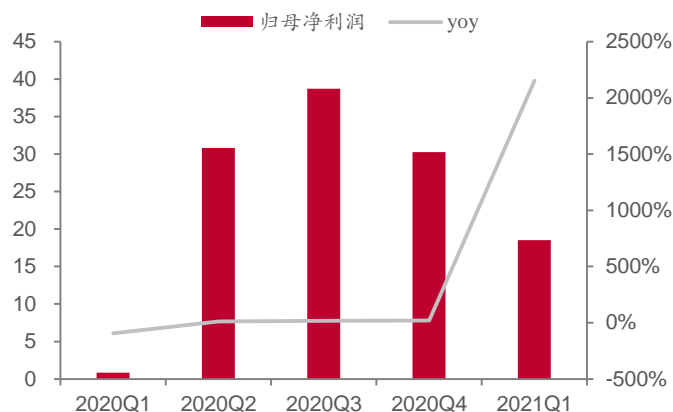
来源: wind、中泰证券研究所

备注：利润在2018年的异常下滑是由于喜临门和永安林业分别计提商誉减值2.89和9.24亿元。

- 业绩增速逐季恢复，2021Q1实现高增。**分季度来看，20Q1/20Q2/20Q3/20Q4/21Q1家居板块营收增速分别为-21.5%/6.8%/21.5%/26.1%/82.5%，归母净利润增速分别为-93.7%/10.3%/18.2%/18.5%/2153.1%。总体来看，业绩自Q2恢复同比增长，竣工亦于Q4逐步回暖，带动板块需求边际改善。

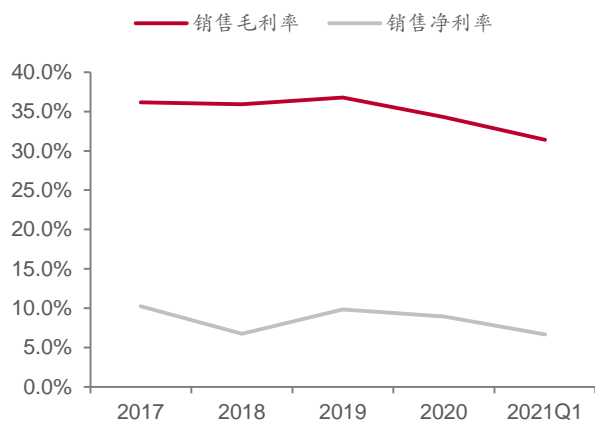
图表 18: 单季度家居板块营收规模 (亿元)


来源: wind、中泰证券研究所

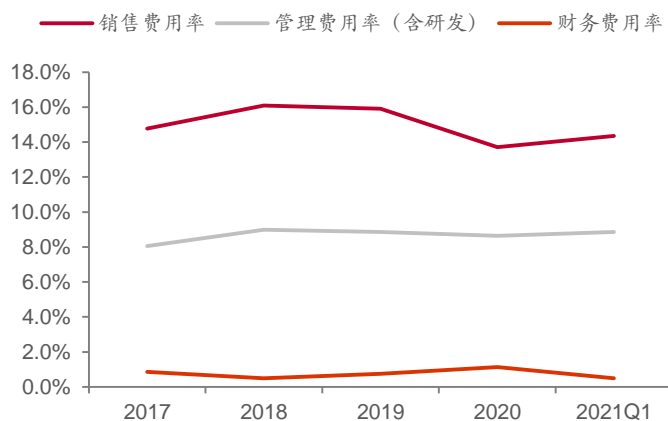
图表 19: 单季度家居板块归母净利润情况 (亿元)


来源: wind、中泰证券研究所

- 利润率略有下滑。1) 净利率微降。**2020 年, 家居板块综合毛利率 34.3%, 净利率 9.0%。相较 2019 年, 净利率微降 0.9pct., 毛利率下滑明显, 主要系部分原材料价格上涨及会计准则变动影响 (产品控制权转移前物流和安装费用从销售费用划分至营业成本)。**2) 费用率基本稳定。**2020 年全年销售费用率同比下降 2.2pct., 管理费用率 (含研发) 基本持平 (-0.3pct.), 财务费用率略有上升 (+0.4pct.)。伴随 2021Q1 行业回暖, 销售费用率提升至 14.4% (+0.7pct.)。

图表 20: 家居板块整体毛利率和净利率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 21: 家居板块费用率情况


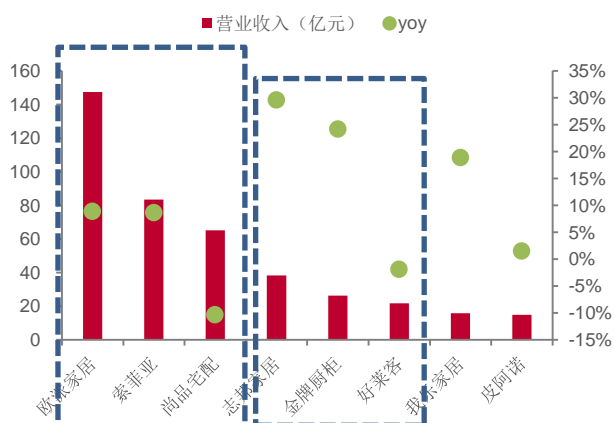
来源: wind、中泰证券研究所

定制家居: 复苏、蜕变、集中

一、总览: 预期内的复苏趋势, 超预期的复苏幅度

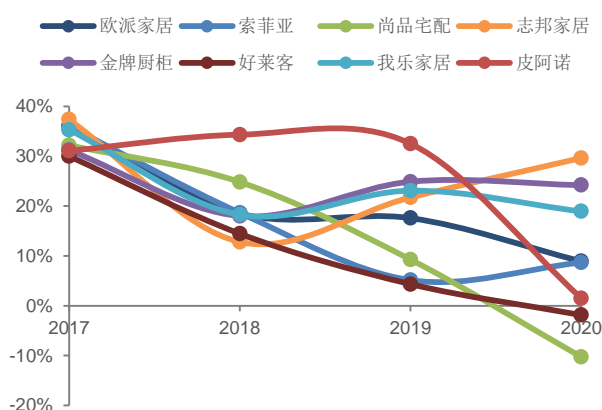
- 全年: 出现分化, 二线增速优于一线。**2020 年, 欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺 8 家定制家居企业收入增速分别为 8.9%、8.7%、-10.3%、29.7%、24.2%、-1.9%、18.9%、1.5%, 出现分化。全年视角看, 二线梯队中志邦家居、金牌厨柜增速亮眼, 核心受益于橱衣协同及大宗渠道放量。

图表 22: 2020 年定制家居企业营收规模&增速



来源: wind、中泰证券研究所

图表 23: 2017-2020 营收增速对比



来源: wind、中泰证券研究所

- 单季度: 需求推迟至下半年释放, 复苏幅度超预期。**2020 年疫情下家居消费需求推迟, 受益需求集中释放, 预期 2020H2 需求存在复苏趋势。而从实际表现来看, 销售增长的幅度超出市场预期。分季度来看, 2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 定制家居板块营收同比增速分别为 -34.3%/-0.1%/18.0%/24.3%, 归母净利润 2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为 -214.9%/-1.6%/19.3%/23.2%。二季度起需求逐渐复苏, 业绩逐季改善上行, 至 2021 年一季度, 定制板块平均营收增长 119.7%, 同比 2019 年 Q1 增长 44.4%, 复苏幅度超预期。原因在于: 1) 竣工修复形成需求改善。2) B 端分流趋缓。3) 疫情加速出清, 行业格局优化。

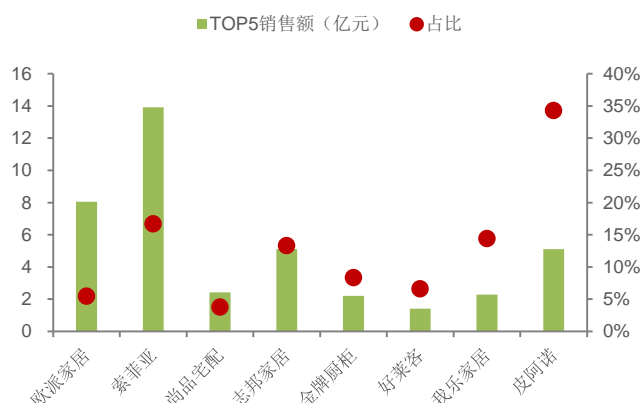
图表 24: 8 家定制家居企业单季度营收及利润增速对比

	营业收入同比增速 (%)						归母净利润同比增速 (%)					21Q1 相对 19Q1 增速
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q1 相对 19Q1 增速	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	
欧派家居	-35.1	6.9	18.4	25.3	130.7	49.8	-210.3	9.2	28.9	32.8	扭亏	164.7
索菲亚	-35.6	-8.5	17.1	37.2	130.6	48.6	-115.5	26.5	7.7	38.5	扭亏	10.3
尚品宅配	-47.5	-14.3	10.2	-3.2	110.3	10.5	-589.3	-82.3	5.1	-77.4	扭亏	扭亏
志邦家居	-21.2	22.2	41.9	46.2	109.1	64.8	-241.3	21.4	19.8	104.9	扭亏	60.0
金牌厨柜	-3.9	10.7	30.7	38.7	81.5	74.4	-66.5	8.6	40.1	30.4	587.8	130.5
好莱客	-48.3	-3.8	7.5	16.2	203.0	56.6	-144.8	-14.9	-8.2	-6.8	扭亏	2.5
我乐家居	5.4	0.6	15.5	43.8	44.3	52.2	230.5	0.6	41.8	75.1	458.4	1745.4
皮阿诺	-15.5	-2.3	9.6	4.3	92.3	62.4	-74.1	3.7	14.1	43.1	795.1	131.6
定制板块	-34.3	-0.1	18.0	24.3	119.7	44.4	-214.9	-1.6	19.3	23.2	扭亏	95.6

来源: wind、中泰证券研究所

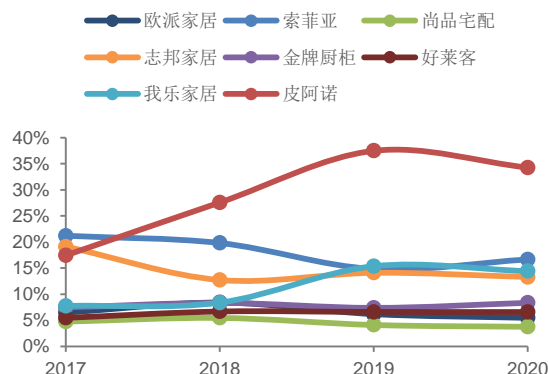
- 前五大客户销售额: 流量碎片化下, 2020 年 TOP5 占比趋于稳定。**不同企业之间头部客户/大商差距依然存在, 2020 年, 欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺 8 家定制家居企业的前五大客户销售额占比分别为 5.5%、16.7%、3.7%、13.3%、8.3%、6.6%、14.4%、34.3%, 较 2019 年基本保持稳定。

图表 25: 2020 年前五大客户销售额及占比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 26: 2017-2020 年 TOP5 销售额占比



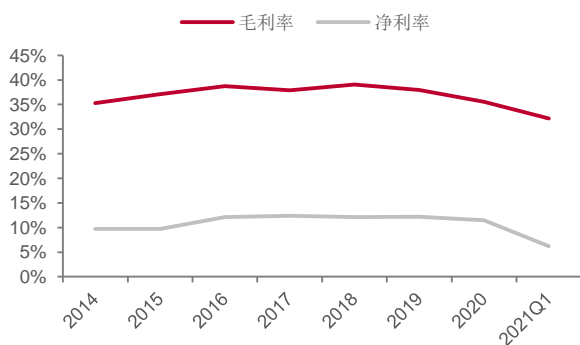
来源: wind、中泰证券研究所

二、盈利能力&收益质量: 盈利平稳, 应收款高增

■ 盈利能力: 拆分毛利&费用情况, 定制板块呈现如下变化:

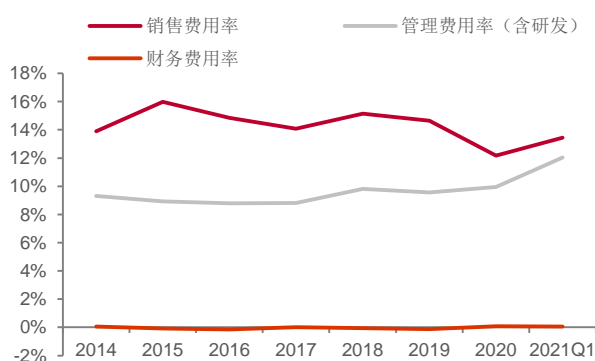
- 1) 业务结构变化及会计准则调整致板块毛利率下行。2020 年上市公司毛利率有不同程度下滑, 对应定制板块整体毛利率 35.5%, 同比下滑 2.4pct, 主要受大宗业务占比提升及会计准则变动影响 (产品控制权转移前物流和安装费用从销售费用划分至营业成本)。
- 2) 费用率改善。2020 年定制家居板块销售费用率 12.2%, 同比下降 2.4pct。加回研发费用后管理费用率微升 0.4pct.至 10.0%。
- 3) 盈利整体平稳, 个股分化。2020 年家居板块净利率 11.5% (-0.7pct.), 个股分化。欧派、索菲亚、我乐、皮阿诺全年净利率同比略有提升, 志邦、金牌微降, 尚品宅配及好莱客盈利下行。降本增效下, 头部定制家居企业供应链和运营优势逐步凸显。

图表 27: 定制家居板块整体毛利率和净利率



来源: wind、中泰证券研究所

图表 28: 定制家居板块费用率情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 29: 8 家定制家居企业单季度毛利率及净利率对比

	单季度毛利率 (%)					单季度净利率 (%)				
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1

欧派家居	23.9	37.3	38.8	33.0	30.2	-7.1	16.7	20.2	12.2	7.4
索菲亚	30.9	40.3	38.7	34.2	31.2	-3.5	20.9	14.5	15.6	6.5
尚品宅配	34.2	35.4	39.1	25.5	35.5	-23.3	2.1	8.5	2.1	0.5
志邦家居	37.7	36.8	38.8	38.4	36.5	-13.7	10.6	12.8	13.5	7.4
金牌厨柜	32.0	34.1	32.1	32.7	28.0	2.3	9.8	11.0	14.0	8.9
好莱客	35.1	38.5	38.4	34.3	32.7	-10.6	16.4	15.2	12.6	10.2
我乐家居	31.7	43.5	44.6	43.7	40.1	1.1	13.2	16.2	16.6	4.1
皮阿诺	35.7	39.4	40.3	23.4	31.6	2.4	15.3	16.1	16.6	10.6

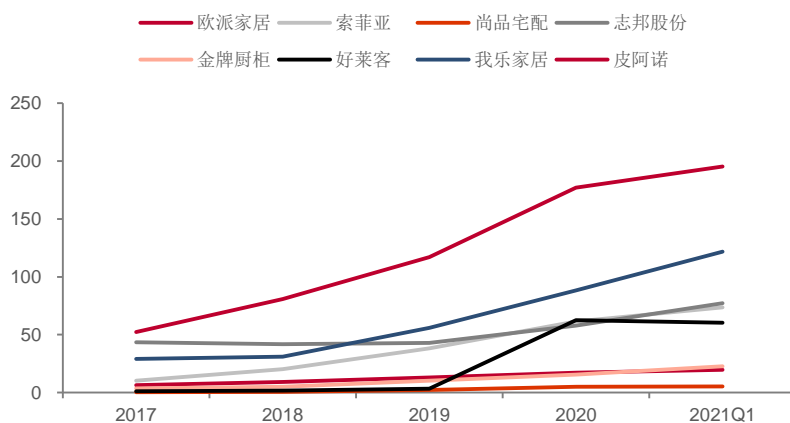
来源: wind、中泰证券研究所

- 应收款角度: 大宗渠道高增下, 营收质量出现差异。**2020 年末欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺 8 家定制家居企业的合同资产、应收账款及应收票据总额增幅分别为 30.5%、73.4%、92.6%、69.5%、43.5%、2408.2%、61.5%、39.5%，对应周转天数分别为 17.2、61.3、5.1、57.8、15.5、62.5、88.1、177.1 天，整体应收款项随大宗业务高增，各公司应收款项与大宗收入增幅并不完全一致，客户结构差异导致营收质量出现差异。

图表 30: 8 家定制家居企业应收款项 (亿元) 及增速对比

	合同资产+应收票据+应收账款 (亿元)				yoy				2020 年大宗业务	
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	同比增速	营收占比
欧派家居	2.15	3.69	6.11	7.97	57.2%	71.5%	65.7%	30.5%	24.1%	18.2%
索菲亚	2.24	5.96	10.41	18.05	78.8%	166.4%	74.6%	73.4%	99.1%	18.0%
尚品宅配	0.03	0.23	0.63	1.22	28.5%	616.2%	174.8%	92.6%	-	-
志邦家居	3.17	2.49	4.58	7.76	56.6%	-21.5%	83.9%	69.5%	83.7%	30.6%
金牌厨柜	0.21	0.27	0.93	1.34	154.4%	31.9%	244.5%	43.5%	76.8%	33.8%
好莱客	0.08	0.14	0.29	7.29	98.2%	78.0%	110.9%	2408.2%	962.5%	5.8%
我乐家居	0.69	1.18	2.97	4.79	-13.3%	71.5%	152.1%	61.5%	61.8%	24.6%
皮阿诺	1.56	3.43	6.14	8.56	83.0%	120.5%	78.8%	39.5%	10.7%	47.7%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 31: 8 家定制家居企业应收款项周转天数对比


来源: wind、中泰证券研究所

- **合同负债角度：**2021Q1，欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺 8 家定制家居企业的预收款项及合同负债增幅分别为 56.7%、45.0%、-15.0%、29.9%、34.1%、294.7%、-0.8%、90.5%。

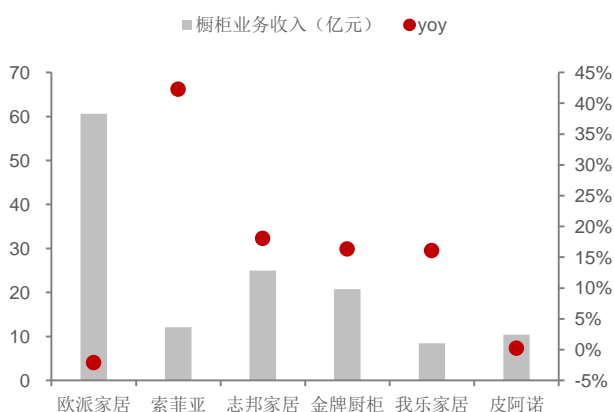
图表 32：8 家定制家居企业预收款项（亿元）对比

	预收账款+合同负债（亿元）					yoy				
	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2017	2018	2019	2020	2021Q1
欧派家居	13.81	12.77	11.60	15.31	14.23	27.9%	-7.5%	-9.2%	32.0%	56.7%
索菲亚	4.86	5.35	5.44	7.93	6.07	18.4%	10.1%	1.7%	45.8%	45.0%
尚品宅配	10.61	12.70	13.19	13.08	9.16	37.9%	19.7%	3.8%	-0.8%	-15.0%
志邦家居	4.74	3.77	3.70	4.66	3.35	45.4%	-20.5%	-1.8%	26.0%	29.9%
金牌厨柜	1.92	2.37	3.03	3.46	2.59	29.5%	23.4%	27.9%	14.2%	34.1%
好莱客	0.94	1.08	1.32	3.87	4.06	-15.6%	15.5%	22.2%	192.6%	294.7%
我乐家居	1.14	1.41	2.22	2.10	1.80	108.7%	23.8%	57.5%	-5.6%	-0.8%
皮阿诺	0.69	0.76	0.86	1.48	1.49	20.6%	10.2%	14.0%	71.2%	90.5%

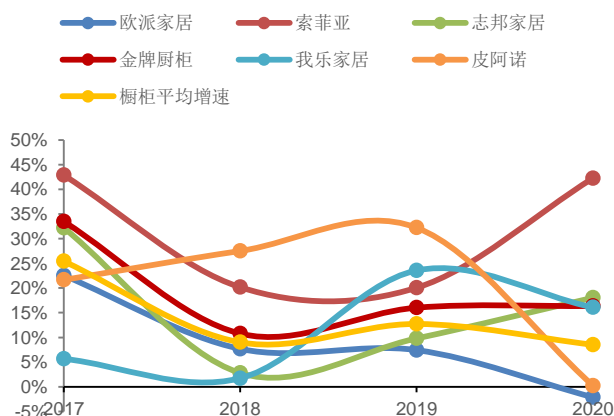
来源：wind、中泰证券研究所

三、品类：从单品到大家居，成长路径持续演绎

- **橱柜：板块平均增速 8.5%，零售格局稳定，增量基本来自大宗渠道。1）收入：**2020 年，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居、皮阿诺的橱柜业务收入增速分别为-2.1%、42.3%、18.0%、16.4%、16.1%、0.2%，差异核心来自低基数下大宗渠道放量。

图表 33：2020 年橱柜业务收入及增速


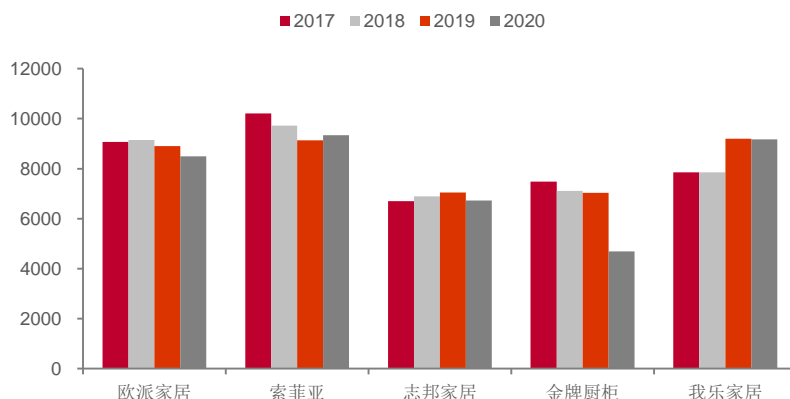
来源：wind、中泰证券研究所

图表 34：2017-2020 年橱柜业务增速对比


来源：wind、中泰证券研究所

- **2) 单值：整体波动不大，受大宗渠道占比提升影响 2020 年小幅下行。**2020 年，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居的橱柜出厂单价分别为 8498、9333、6731、4686、9173 元。与 2019 年相比，除索菲亚的橱柜外，主要品牌受到大宗渠道占比提升影响，整体出厂口径单价格略有下行。

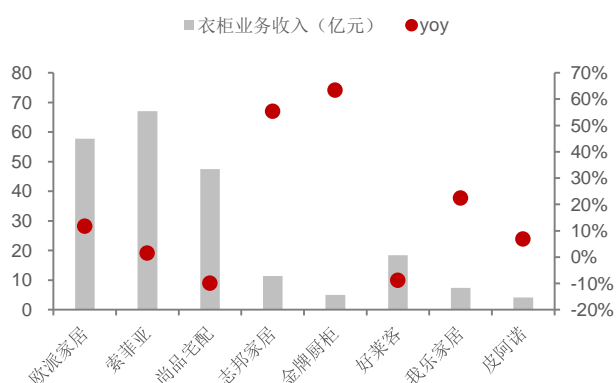
图表 35: 5 家定制家居橱柜出厂价 (元/单 (套))



来源: wind、中泰证券研究所

- **衣柜: 板块平均增速 3.6%, 橱衣协同引流下, 零售市场头部参与者增加。1) 收入: 增速分化。**2020 年, 欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、金牌厨柜、好莱客、我乐家居、皮阿诺的衣柜业务收入增速分别为 11.7%、1.5%、-9.9%、55.4%、63.4%、-8.9%、22.4%、6.8%, 在拓品类带动下, 零售新进的头部参与者数量增多, 收入增速高于原一线品牌。
- **2) 单值: 客单值提升驱动同店增长。**以索菲亚为例, 2018-2020 年索菲亚工厂端分别实现客单价 10945、11592、13095 元/单 (不含索菲亚橱柜、木门), 分别同比提升 9.9%、5.8%、13.0%, 客单值的提升主要来源于柜体数量增加、产品/板材升级 (从 E0 到无醛)。

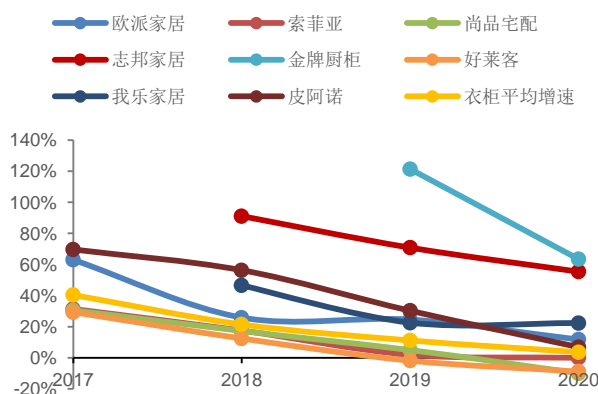
图表 36: 2020 年衣柜业务收入及增速



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 索菲亚 2020 年衣柜与配套品收入合并披露, 增速已追溯处理; 其他企业不含配套品。

图表 37: 2017-2020 年衣柜业务增速对比



来源: wind、中泰证券研究所

备注: 索菲亚 2020 年衣柜与配套品收入合并披露, 增速已追溯处理; 其他企业不含配套品。

- **增长贡献度拆分: 从单品到大家居, 成长路径持续演绎。**传统品类增长出现乏力, 主要表现在同店无明显提升且新开店放缓, 同期品类拓展带来的收入贡献明显。欧派衣柜/索菲亚橱柜/志邦衣柜/金牌衣柜/我乐衣柜

皮阿诺衣柜对2020年总营收增量的贡献分别为50%、54%、46%、38%、54%和119%，对比2019年来看，索菲亚橱柜、我乐衣柜、皮阿诺衣柜带来的业绩增长贡献均有提升，定制家居行业品类拓展推动公司增长的成长路径得到持续验证。

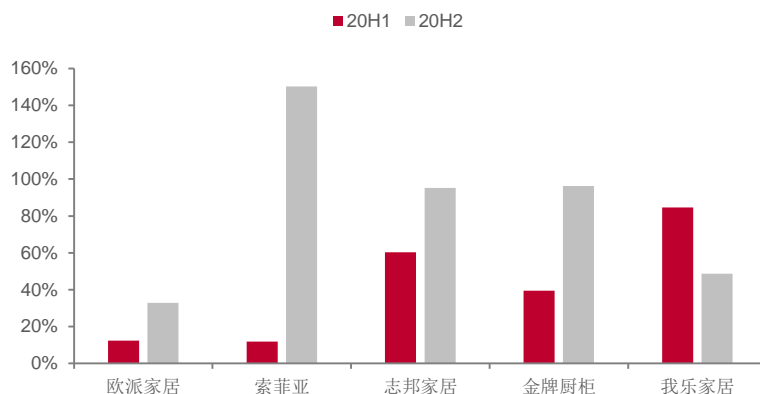
图表 38: 拓品类对营收增长贡献拆分 (亿元)

品类	2017	2018	2019	2020	品类	2017	2018	2019	2020
欧派家居	总收入 97.1	115.1	135.3	147.4	总收入	14.4	17.0	21.3	26.4
	yoy 36%	19%	18%	9%	yoy	31%	18%	25%	24%
	衣柜 33.0	41.5	51.7	57.7	金牌厨柜	衣柜	0.2	1.4	3.1
	YOY 63%	26%	25%	12%		YOY	480%	121%	63%
	增长贡献 49%	47%	50%	50%	增长贡献	7%	44%	40%	38%
索菲亚	总收入 61.6	73.1	76.9	83.5	总收入	18.6	21.3	22.3	21.8
	yoy 36%	19%	5%	9%	yoy	30%	14%	4%	-2%
	橱柜 5.9	7.1	8.5	12.1	好莱客	橱柜	0.25	0.70	1.38
	YOY 43%	20%	20%	42%		YOY	182%	97%	
	增长贡献 11%	10%	38%	54%	增长贡献	0%	9%	49%	-
尚品宅配	总收入 53.2	66.5	72.6	65.1	总收入	9.2	10.8	13.3	15.8
	yoy 32%	25%	9%	-10%	yoy	35%	18%	23%	19%
	配套产品 7.9	11.2	12.0	9.2	我乐家居	衣柜	3.4	4.9	6.1
	YOY 33%	43%	7%	-23%		YOY	161%	47%	23%
	增长贡献 15%	25%	13%	37%	增长贡献	87%	94%	45%	54%
志邦家居	总收入 21.6	24.3	29.6	38.4	总收入	8.3	11.1	14.7	14.9
	yoy 37%	13%	22%	30%	yoy	31%	34%	33%	2%
	衣柜 2.3	4.3	7.3	11.4	皮阿诺	衣柜	1.9	3.0	3.9
	YOY 147%	91%	71%	55%		YOY	70%	56%	30%
	增长贡献 23%	74%	58%	46%	增长贡献	40%	38%	25%	119%

来源: wind、中泰证券研究所

四、渠道：大宗放量，零售蜕变，拥抱渠道碎片化

- 1) 收入：放量大年，大宗贡献度持续提升。拆分渠道数据来看，2020年欧派、索菲亚、志邦、金牌、我乐、皮阿诺大宗收入增速分别为24%、99%、84%、77%、62%、11%，大宗收入延续高增态势。2020年上半年受疫情影响，下半年恢复，除我乐家居外，大宗收入下半年均增长提速。**增长贡献度**：2020年欧派、索菲亚、志邦、金牌、皮阿诺大宗渠道对总营收增长贡献分别为43%、112%、61%、75%和311%，均较2019年全年水平显著提升。其中除欧派外，各定制企业大宗渠道对收入增长的贡献度均超过50%。

图表 39: 大宗业务增速 20H1vs 20H2


来源: wind、中泰证券研究所

注: 皮阿诺半年报未披露大宗收入数据

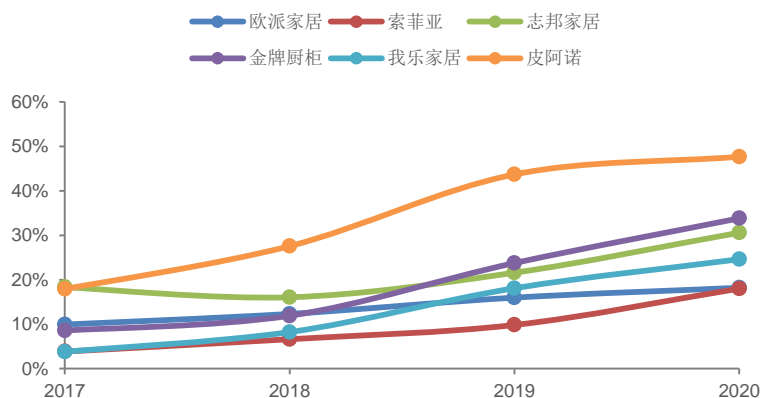
图表 40: 大宗渠道对总收入增长贡献拆分

渠道	2017	2018	2019	2020	渠道	2017	2018	2019	2020		
欧派	总收入	97	115	135	147	金牌	总收入	14	17	21	26
	yoy	36%	19%	18%	9%		yoy	31%	18%	25%	24%
	大宗业务	10	14	22	27		大宗业务	1	2	5	9
	yoy	68%	47%	53%	24%		yoy	70%	64%	149%	77%
	大宗业务贡献度	15%	25%	37%	43%		大宗业务贡献度	15%	30%	71%	75%
索菲亚	总收入	62	73	77	84	我乐	总收入	9	11	13	16
	yoy	36%	19%	5%	9%		yoy	35%	18%	23%	19%
	大宗业务	2	5	8	15		大宗业务	0	1	2	4
	yoy	117%	105%	56%	99%		yoy		154%	171%	62%
	大宗业务贡献度	8%	22%	72%	112%		大宗业务贡献度	15%	32%	61%	59%
志邦	总收入	22	24	30	38	皮阿诺	总收入	8	11	15	15
	yoy	37%	13%	22%	30%		yoy	31%	34%	33%	2%
	大宗业务	4	4	6	12		大宗业务	1	3	6	7
	yoy	60%	-1%	64%	84%		yoy		107%	110%	11%
	大宗业务贡献度	25%	-2%	47%	61%		大宗业务贡献度	56%	93%	311%	

来源: wind、中泰证券研究所

- 2) 占比: 过去 3 年, 定制家居板块大宗业务收入占比从 11.5% 提升至 22.5%。渠道分流下, 2018 年起头部定制家居企业开始主动开拓 to B 业务, 大宗渠道销售收入快速增加, 大宗渠道营收占比不断提升: 欧派 12.3% → 18.2%, 索菲亚 6.6% → 18.0%, 志邦 16.1% → 30.6%、金牌 11.9% → 33.8%, 我乐 8.2% → 24.6%, 皮阿诺 27.6% → 47.7%。

图表 41: 2017-2020 年大宗渠道营收占比

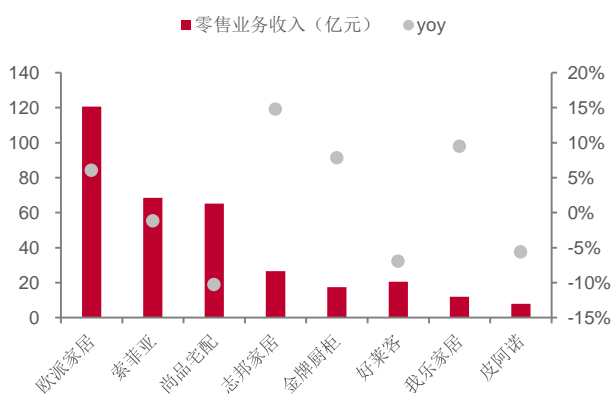


来源: wind、中泰证券研究所

零售业务: 企稳复苏, 拥抱整装

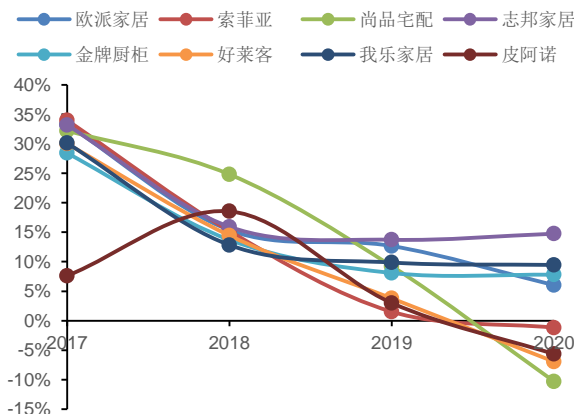
- 1) 收入: 增速下跌企稳, 20H2 复苏。2017 年起, 板块零售增速出现不同程度放缓后, 2020 年下半年零售恢复正增长, 增速企稳。究其原因在于 1) 消费推迟+竣工修复形成行业需求改善; 2) 疫情加速行业出清; 3) 公司端拓品类策略成功实施。数据看, 2020 年欧派零售增速 6.0% (-6.6pct.)、索菲亚-1.2% (-2.7pct.)、尚品宅配-10.3% (-19.6pct.)、志邦 14.8% (+1.0pct.)、金牌 7.8% (-0.3pct.)、好莱客-6.9% (-10.7pct.)、我乐 9.5% (-0.4pct.)、皮阿诺-5.7% (-8.7pct.)。2020 年上半年受疫情影响零售收入同比下降, 下半年恢复正增长。

图表 42: 2020 年零售业务收入及增速



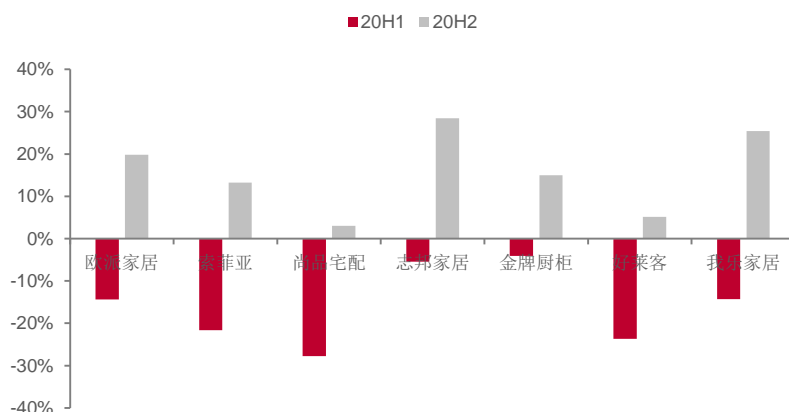
来源: wind、中泰证券研究所

图表 43: 8 家定制企业零售业务增速出现放缓



来源: wind、中泰证券研究所

图表 44: 零售业务增速 20H1vs 20H2

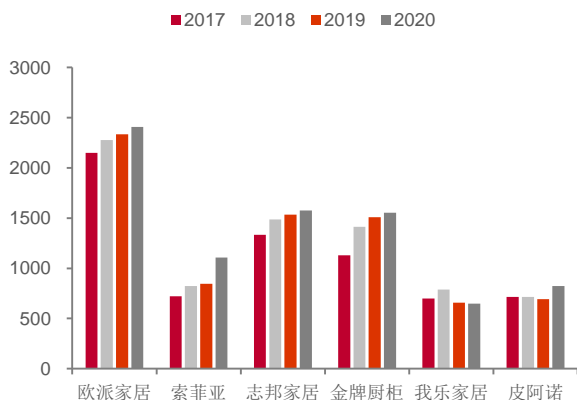


来源: wind、中泰证券研究所

注: 皮阿诺半年报未披露渠道收入数据

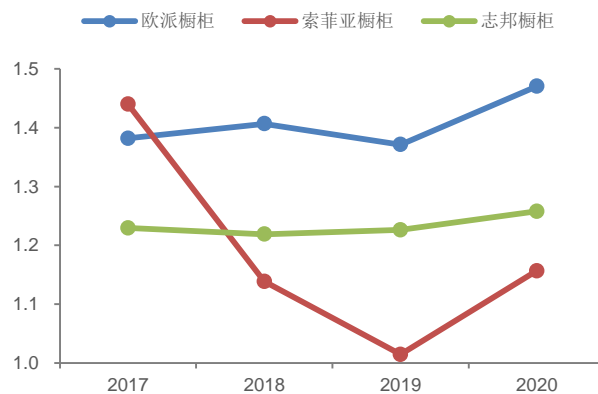
- 2) 门店: 橱柜零售网络体量差异仍存, 衣柜处开店趋势中。
- 存量门店: 截至 2020 年末, 橱柜门店: 欧派、索菲亚、志邦、金牌、我乐、皮阿诺经销门店数分别为 2407、1108、1576、1554、649、822 家, 欧派橱柜门店数量领先, 志邦、金牌门店数量相近, 索菲亚橱柜数量快速追赶。

图表 45: 定制家居橱柜经销门店数



来源: wind、中泰证券研究所

图表 46: 橱柜商均开店量

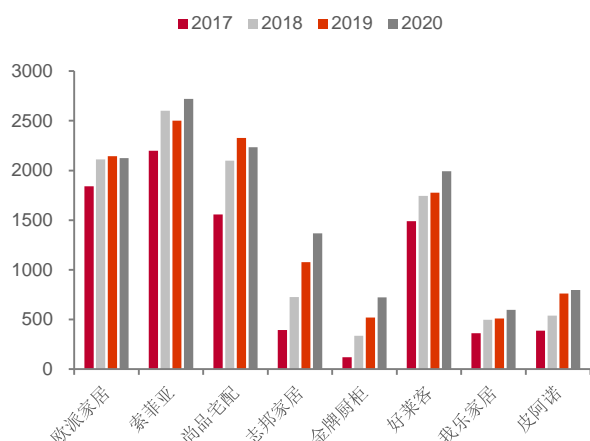


来源: wind、中泰证券研究所

注: 金牌、我乐、皮阿诺均不披露经销商数量

- 衣柜门店: 欧派、索菲亚、尚品宅配、志邦、金牌、好莱客、我乐、皮阿诺经销门店数分别为 2124、2719、2235、1366、722、1992、599、798 家, 索菲亚、欧派、尚品宅配衣柜门店数量领先, 志邦、金牌、好莱客均加速衣柜开店节奏, 零售网络差距逐渐缩减。

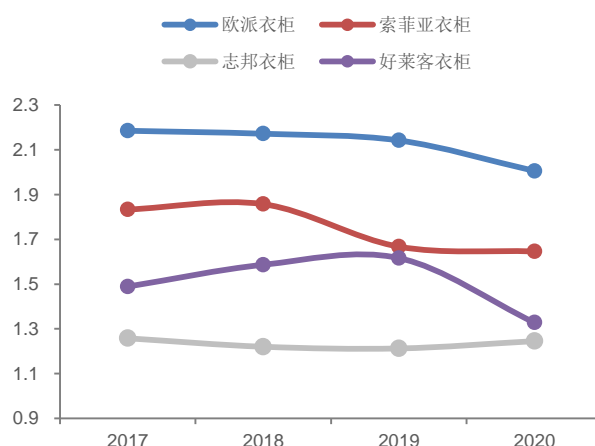
图表 47: 定制家居衣柜经销门店数



来源: wind、中泰证券研究所

注: 尚品宅配和好莱客均计入衣柜门店

图表 48: 衣柜商均开店量

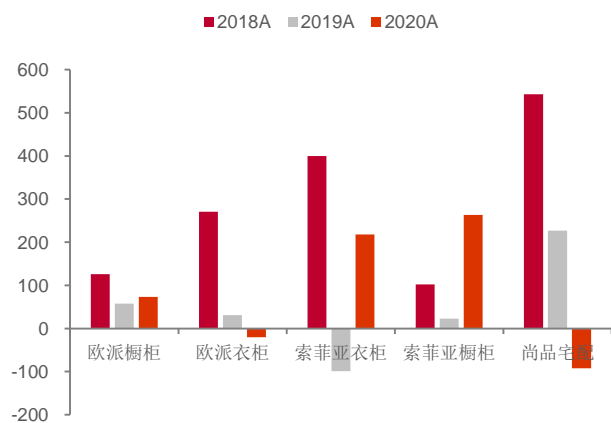


来源: wind、中泰证券研究所

注: 尚品宅配、金牌、我乐、皮阿诺未披露经销商数量

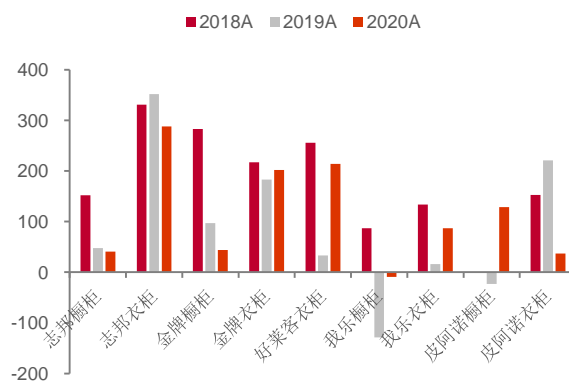
- **展店: 第一梯队品牌开店分化, 经销门店调整和渠道延伸是主要方向。**定制家居营收体量第一梯队公司(欧派、索菲亚、尚品宅配)2020年开店出现分化, 其中欧派衣柜、尚品宅配出现净关店, 索菲亚衣柜和橱柜保持净开店节奏, 大家居融合门店是渠道延伸方向。
- **第二梯队衣柜仍处开店趋势中。**基于相对较小的存量基数, 2020年志邦橱柜/衣柜分别净开 41/288 家; 金牌橱柜/衣柜净开店 44/202 家; 好莱客衣柜净开店 214 家; 我乐橱柜/衣柜净开店 -9/87 家; 皮阿诺橱柜/衣柜净开店 129/37 家。

图表 49: 定制家居第一梯队企业净开店



来源: wind、中泰证券研究所

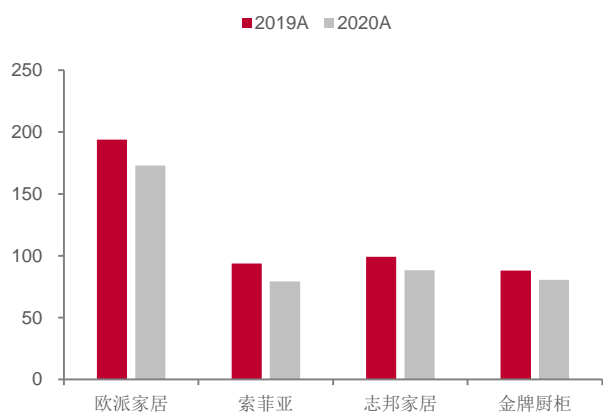
图表 50: 第二梯队企业仍持续开店



来源: wind、中泰证券研究所

- **3) 零售单店提货额: 橱柜单店提货额下降, 衣柜单店提货额分化。**1) 剔除大宗业务影响, 橱柜零售单店提货额出现下滑。2) 衣柜单店提货额出现分化, 欧派、志邦、金牌衣柜单店提货额上升; 索菲亚、尚品宅配、好莱客单店提货额下降; 3) **龙头绝对额领先。**欧派橱柜及衣柜、索菲亚衣柜、尚品宅配等头部企业领先身位不变。

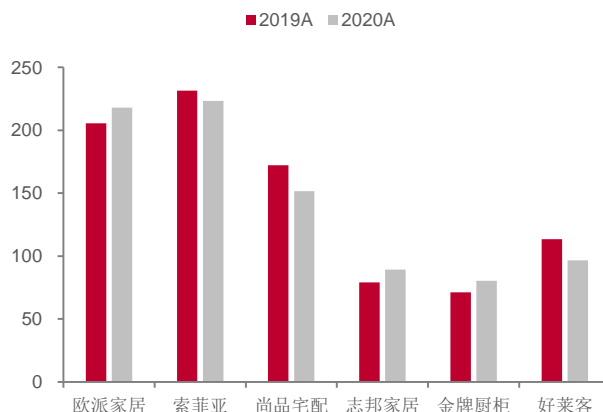
图表 51: 橱柜零售单店提货额 (万元/家)



来源: wind、中泰证券研究所测算

备注: 门店取本年和前一年门店数平均值。欧派不含欧铂丽数据

图表 52: 衣柜零售单店提货额 (万元/家)

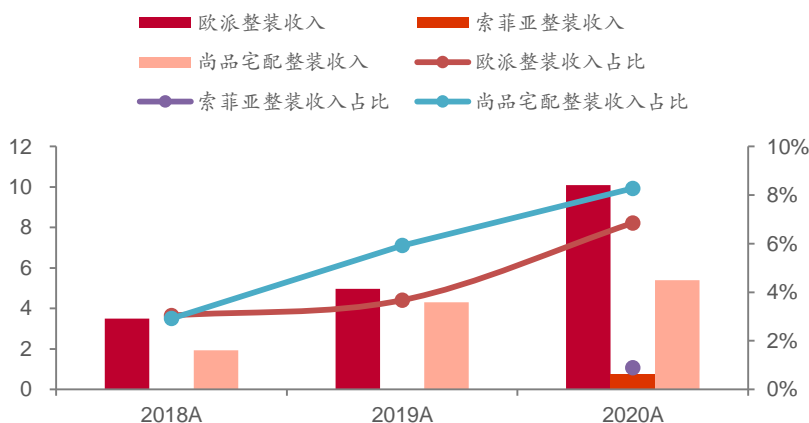


来源: wind、中泰证券研究所测算

备注: 门店取本年和前一年度门店数平均值, 尚品宅配为加盟店口径。

- **4) 整装渠道: 拥抱渠道碎片化, 整装趋势确立。**定制龙头于 18 年开始布局整装渠道, 整装业务对收入的贡献度逐年提升。由于传统零售渠道客流冲击较为明显, 其中家装公司作为前置入口, 尚品和欧派在行业内率先开展渠道变革, 于 2018 年开始试点推进整装业务。2020 年索菲亚与圣都建立合资公司, 家装渠道推进提速。
- 截至 2020 年末, 欧派整装大家居门店 426 家 (+138 家), 全年整装业务收入 10.1 亿, 同比增长 103.2%。2020 年, 尚品宅配整装业务收入 5.4 亿, 同比增长 25%, 若包含家居家配产品则整装渠道营收 8.1 亿, 同比增长 31%。索菲亚 2020 年整装渠道推进提速, 全年签约整装企业 500 家, 并实现销售额 0.74 亿元。

图表 53: 整装渠道收入占比持续提升

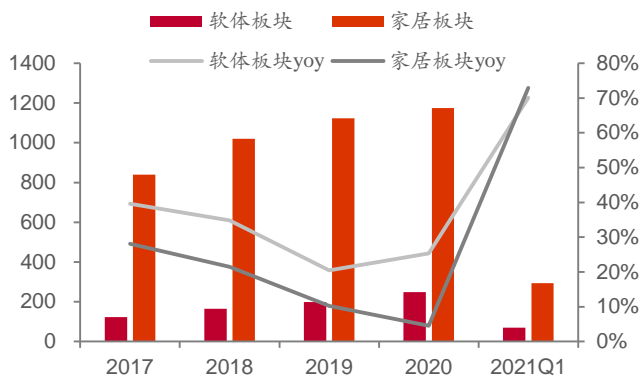


来源: wind、中泰证券研究所

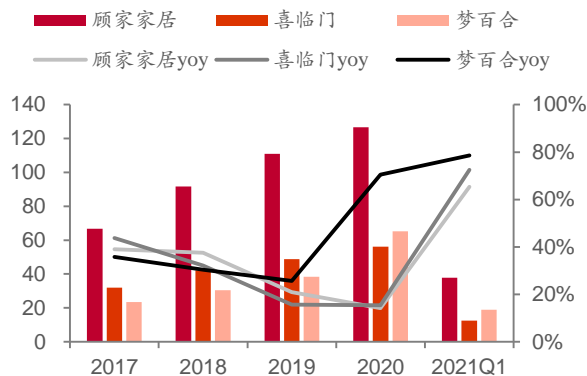
软体: 内外销需求上行, 龙头份额提升

- **收入: 2020 年软体家居收入表现优于整体家居板块。**受益于需求回暖且免受 B 端分流影响, 软体板块内外销两条主线形成业绩、估值双修复,

整体盈利水平逐季回升。2020年软体板块合计实现营业收入248.2亿元，同比增长25.4%，高于整体家居板块4.5%的增速；实现归母净利润15.4亿元，同比减少19.7%。2021Q1，软体板块营收合计69.2亿元，同比增长70.0%；归母净利润5.3亿元，同比增长57.8%。

图表 54: 2020 年软体收入表现优于家居板块 (亿元)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 55: 2017-2021Q1 软体板块公司收入 (亿元)


来源: wind、中泰证券研究所

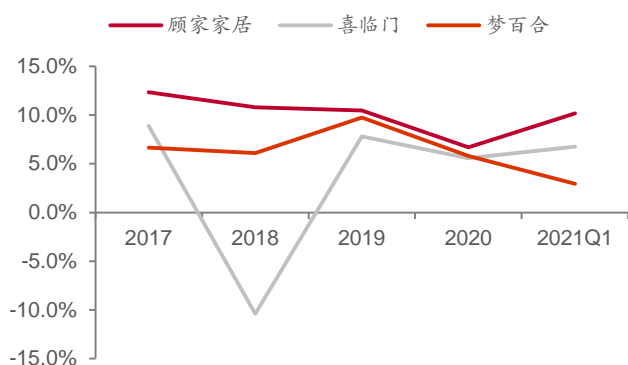
图表 56: A 股软体家居公司单季度营收及归母净利润增速对比

	营业收入同比增速 (%)						归母净利润同比增速 (%)					
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q1 相对 19Q1 增速	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q1 相对 19Q1 增速
顾家家居	-7	0.9	33.2	24.2	65.3	53.8	3.8	2.2	21.1	-167.3	25.6	30.4
喜临门	-13.6	4	12.8	42.8	72.5	49.1	-331.4	-25.3	2.5	43.3	255.5	259.9
梦百合	34.4	71.2	99.4	68	78.5	140	6.5	-0.8	73.4	-70.8	-31.2	-26.7

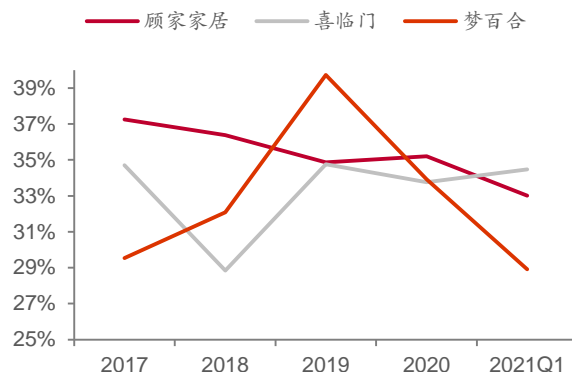
来源: wind、中泰证券研究所

备注: 顾家家居 2020Q4 归母净利润下滑主要由计提商誉减值影响; 21Q1 利润增速低于收入增速主要系 20Q1 收到财务性投资分红致利润高基数。

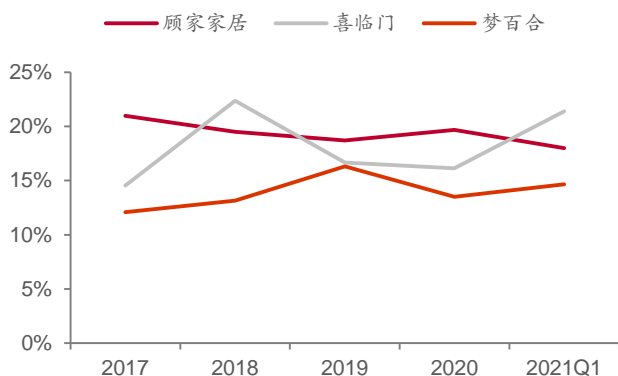
- 受原材料价格上涨及商誉减值影响，整体盈利能力有所下滑。**
 - 利润端:** 2020 年，顾家家居、喜临门、梦百合净利率分别为 6.7% (-3.8pct.)、5.6% (-2.2pct.)、5.8% (-4.0pct.)；其中顾家家居与喜临门在 2021Q1 回暖。毛利率分别为 35.2% (+0.3pct.)、33.8% (-1.0pct.)、33.9% (-5.8pct.)。原材料成本上行及收入准则变动影响板块盈利 (梦百合根据新收入准则将运费和报关费等与履约义务相关的直接费用调整至主营业务成本)，顾家 2020 年净利率下滑主要系商誉减值影响。
 - 费用端:** 2020 年，顾家家居、喜临门、梦百合销售费用率分别为 19.7% (+1.0pct.)、16.1% (-0.5pct.)、13.5% (-2.8pct.)，管理费用率 (含研发) 分别为 4.0% (-0.4pct.)、7.0% (+0.2pct.)、8.7% (+0.2pct.)。

图表 57: 2017-2021Q1A 股软体家居公司净利率


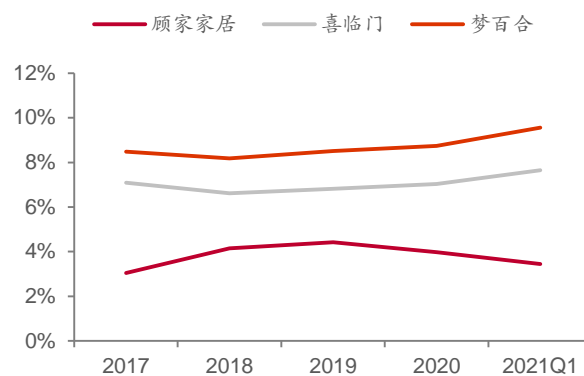
来源: wind、中泰证券研究所

图表 58: 2017-2021Q1A 股软体家居公司毛利率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 59: 2017-2021Q1A 股软体家居公司销售费用率


来源: wind、中泰证券研究所

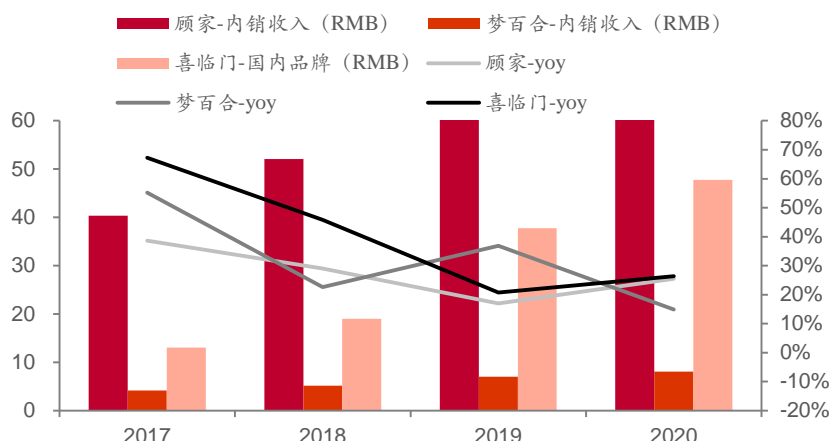
图表 60: 2017-2021Q1A 股软体家居公司管理费用率


来源: wind、中泰证券研究所

一、内销: 需求修复格局优化, 龙头步入竞争红利期

- 1) 内销收入: 终端需求保持韧性, 2020 下半年恢复景气。**2020 年, 顾家内销收入增长 25.5%至 76.5 亿元, 毛利率 40.11% (+0.24pct.), 其中下半年内销收入 45.8 亿元 (+38.5%)。喜临门内销收入增长 26.3%至 47.7 亿元, 毛利率 35.9% (-3.77pct.)。梦百合内销收入增长 14.9%至 8.1 亿元, 毛利率 31.96% (-11.74pct.), 下半年内销收入 5.1 亿元 (+11.4%)。零售需求韧性足, 内销高景气度延续。

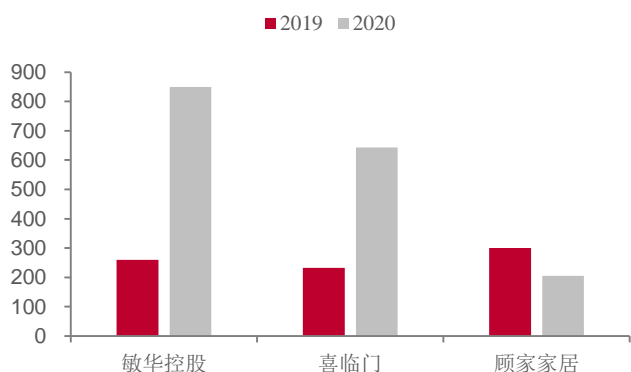
图表 61: 2017-2020 年软体板块内销表现 (亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

- 2) 渠道: 龙头渠道逆势扩张, 广度深度双向拓展。** 广度上, 龙头企业净开店量大幅提速。截至 2020 年底, 喜临门共有门店 3643 家 (+643 家), 梦百合共有门店 948 家 (+302 家), 顾家家居共有门店 6691 家 (+205 家)。而敏华 FY21H1 有门店 3532 家 (+658 家)。深度上, 大店+信息化系统铺设带来渠道效率提升。其中, 喜临门线上线下渠道同步推进, 打造以线下专卖店和线上平台为核心, 分销店社区店为补充的“1+N”全渠道销售网络; 顾家家居建立“1+N+X”的渠道发展模式, 打造多品类组合的大家居融合店, 加强对终端的把控。
- 3) 品类: 注重品类延伸, 价格带下沉。**顾家家居坚持单品-空间-全屋-生活方式为基本的发展路径, 打造囊括皮沙发、功能沙发、布艺沙发、软床、全屋定制的丰富品类矩阵, 并推出天禧、惠尚系列实现价格带下沉。敏华产业链一体化带动成本下行, 有利于价格带的向下拓展。

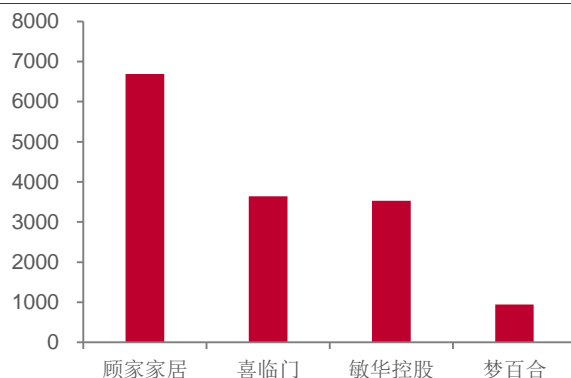
图表 62: 2019-2020 年软体板块内销净开店数量



来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 敏华数据对应 FY2019-FY2020

图表 63: 2020 年软体板块终端门店数量对比



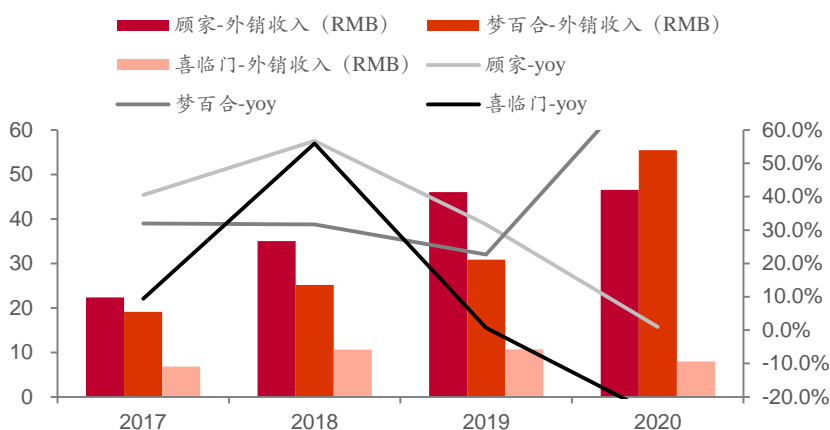
来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 敏华数据对应 FY2021H1

二、外销: 需求复苏+供应链优势, 龙头企业持续受益订单集中

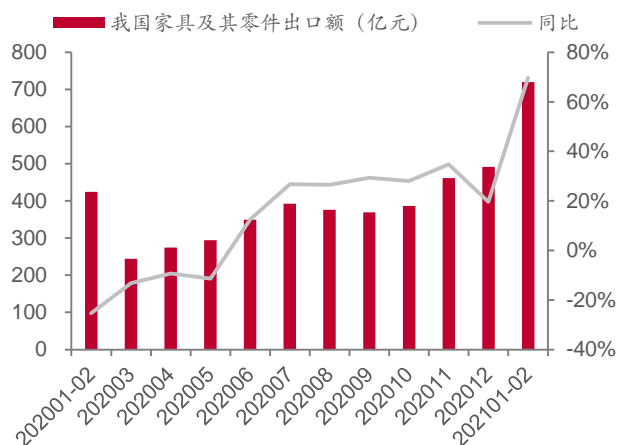
- 1) 外销收入: 疫情下供给出清, 订单头部集中。**顾家家居外销 Q2 下滑加剧后 Q3 恢复双位数增长, 共实现营收 46.53 亿元 (+0.98%), 毛利

率 24.20% (-0.62pct.)。梦百合 2020 年共实现外销收入 55.4 亿元 (+79.6%)，毛利率 34.50% (-4.09pct.)，海外销售收入占总营收的 84.91%。梦百合外销猛增主要系并表影响，其于 2020 年 2 月收购美国 MOR，未来将通过自有品牌 MLILY 在其零售终端的覆盖发挥协同效应。敏华控股 FY21H1 外销下滑 5.7%。

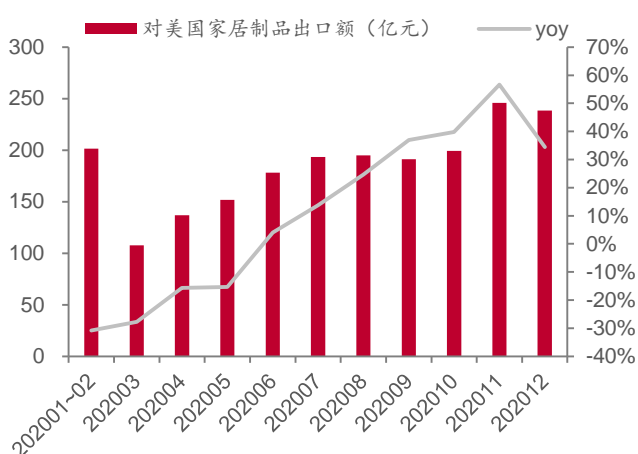
图表 64: 2017-2021Q1 软体板块外销表现 (亿元)


来源: wind、中泰证券研究所

- 2) 行业: 疫情下供给替代和订单转移带动中国家居出口持续提升。** 根据海关总署数据, 外需 Q2 探底, 自 6 月起恢复同比增长, 并连续 9 个月保持 2 位数同比增速, 2021 年 1-2 月增速达到 69.7%。其中对美家居出口表现大幅优于其它地区。

图表 65: 2020 年以来中国家居制品出口情况


来源: 海关总署、中泰证券研究所

图表 66: 2020 年以来中国家居制品出口美国情况


来源: 海关总署、中泰证券研究所

- 投资展望: 内外销景气皆优, 盈利有望修复。看好细分领域格局优化, 渠道、品类扩张助力龙头企业增长。** 1) 内销: 沙发行业目前呈现顾家、敏华双龙头的格局, 基于渠道下沉及品类延伸, 有望持续提升市场份额、稳健增长, 步入一段竞争红利期。床垫行业本身具备消费频次偏高、规

模效应、品牌壁垒突出的特点，有望诞生高市占率企业。2) 外销：需求端美国地产上行支撑消费需求，渠道补库存提升订单弹性；供给端基于国际比较优势，我们认为后疫情时代下供给替代趋势有望延续。头部企业海外运营及产能优势进一步凸显，龙头企业中长期受益。

图表 67: 2021 年 3 月床垫反倾销终裁结果

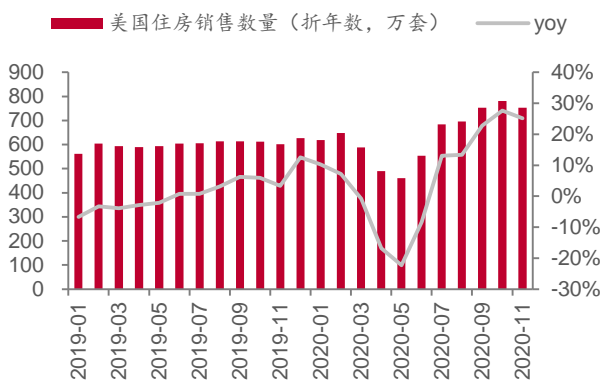
反倾销对象(国家)	裁定生产商/出口商倾销率
柬埔寨	45.34%
印度尼西亚	2.61%~2.22%
马来西亚	42.92%
塞尔维亚	112.11%
泰国	37.48%~763.28%
土耳其	20.03%
越南	114.92%~668.38%

来源：美国商务部、中泰证券研究所

图表 68: 国内功能沙发市场品牌市占率(2019 年)

生产商市占率		品牌市占率	
敏华控股有限公司	50.10%	Cheers (敏华)	50.10%
顾家家居	11.40%	Natuzzi (顾家)	5.80%
喜临门家具	8.10%	La-Z-Boy (顾家)	5.60%
左右家私	3.30%	M&D (喜临门)	5.20%
富丽法雷尔家私	2.60%	Farrell (富丽法雷尔家私)	2.60%
总计	75.50%	总计	69.30%

来源：敏华控股公司公告、中泰证券研究所

图表 69: 美国住房销售上行


来源：wind、中泰证券研究所

图表 70: 美国家居制品渠道库存处于历史低位

渠道	产品	存货量占比	yoy	库存历史分位数
零售商	家具、家居制品、电子产品和电器店	4.20%	-7.00%	6.00%
批发商	家具	1.80%	-16.30%	1.80%
制造商	家具及相关产品	1.00%	-4.80%	13.20%

来源：彭博、中泰证券研究所

成品：精装链个股表现分化

- 收入：受头部房企精装改毛坯影响，客户结构差异致业绩分化。赛道红利减退背景下，客户结构及拓展力强的企业取得中高速增长。2020 年江山欧派全年收入增长 48.6%，帝欧家居收入增长 1.2%、大亚圣象收入下滑 0.5%。

图表 71: A 股成品家居公司单季度营收及归母净利润增速对比

	营业收入同比增速 (%)						归母净利润同比增速 (%)					
	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	21Q1 相对 19Q1 增速	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	21Q1 相对 19Q1 增速
帝欧家居	-23.8	31.2	-21.3	13.8	46.2	11.4	-23.1	20.1	-20.5	15.3	49.8	15.2
江山欧派	24.3	55.8	58.7	43.1	57.7	96.0	259.4	37.3	80.4	39.1	-11.7	217.5

曲美家居	-16.5	-8.7	14.6	8.5	36.9	14.3	-387.1	-112.5	759.0	3468.0	281.3	420.6
美克家居	-59.0	-24.1	-6.9	8.2	168.7	10.2	-499.0	1.5	1.7	157.3	128.1	12.2
大亚圣象	-46.6	6.9	4.2	19.4	86.8	-0.2	-188.0	59.9	-0.5	-21.5	227.9	12.6
德尔未来	-46.1	-17.2	-4.4	5.2	101.3	8.5	-198.6	-23.4	2.6	-492.6	117.3	-83.0
菲林格尔	-71.3	-22.1	-17.5	-4.8	209.6	-11.2	-216.0	-23.5	-35.9	-9.6	142.0	-51.3

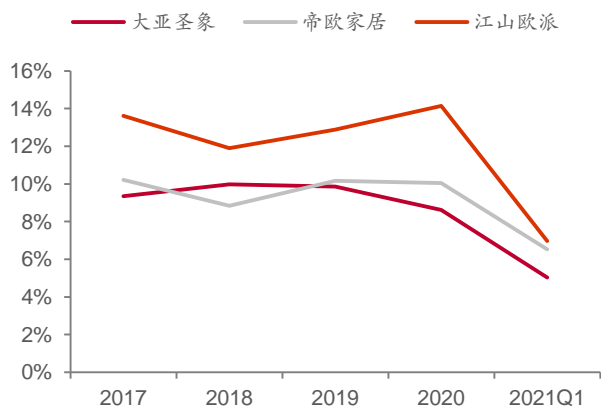
来源: wind、中泰证券研究所

图表 72: A 股成品家居公司 2017-2020Q1 营收及归母净利润增速对比

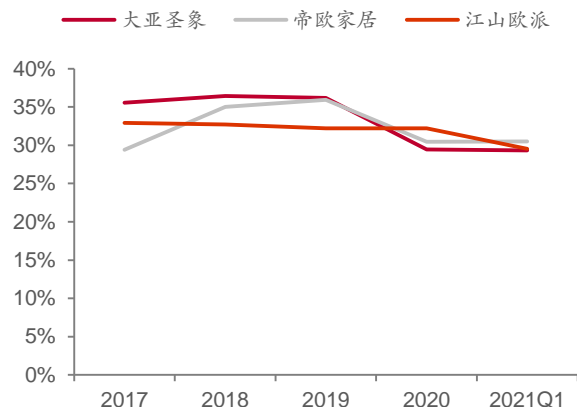
	营业收入同比增速 (%)					归母净利润同比增速 (%)				
	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2017	2018	2019	2020	2021Q1
曲美家居	26.0%	37.9%	48.0%	0.0%	36.9%	32.8%	-124.0%	-239.1%	26.4%	281.3%
美克家居	20.6%	25.9%	6.2%	-18.2%	168.7%	10.4%	23.5%	2.8%	-33.9%	128.1%
大亚圣象	7.9%	3.0%	0.5%	-0.5%	86.8%	21.8%	10.0%	-0.7%	-13.1%	227.9%
德尔未来	41.4%	10.5%	1.7%	-12.8%	101.3%	-55.2%	21.2%	-23.2%	-133.9%	117.3%
菲林格尔	14.6%	4.8%	-4.6%	-24.5%	209.6%	14.1%	23.4%	14.1%	-46.0%	142.0%
帝欧家居	24.8%	707.3%	29.3%	1.2%	46.2%	7.7%	598.1%	48.7%	0.1%	49.8%
江山欧派	31.7%	27.1%	58.0%	48.6%	57.7%	25.8%	11.0%	71.1%	63.0%	-11.7%

来源: wind、中泰证券研究所

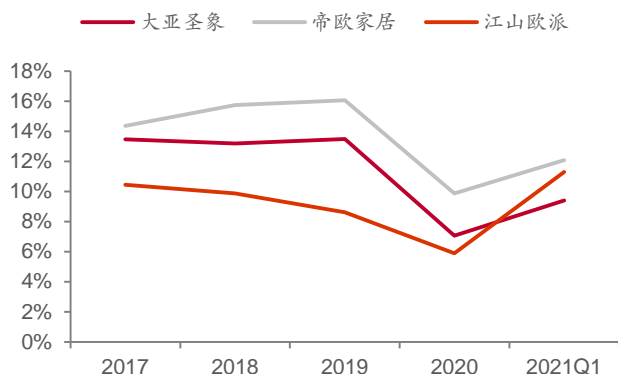
- 受会计准则变动影响, 报表利润下滑, 盈利相对平稳。1) 利润端: 2020 年, 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象净利率分别为 14.1% (+1.2pct.)、10.1% (-0.1pct.)、8.6% (-1.2pct.), 毛利率分别为 32.2% (+0.0pct.)、30.5% (-5.5pct.)、29.4% (-6.7pct.)。其中, 毛利率下滑系会计准则变动所致, 帝欧家居将运输费用、大亚圣象将运费与安装费从销售费用改计入营业成本。2) 费用端: 2020 年, 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象销售费用率分别为 5.9% (-2.7pct.)、9.9% (-6.2pct.)、7.1% (-6.4pct.), 管理费用率(含研发)分别为 6.0% (-1.5pct.)、7.3% (-0.3pct.)、10.4% (-0.0pct.)。

图表 73: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象净利率


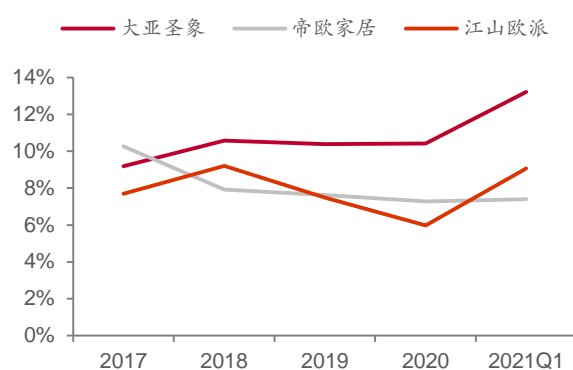
来源: wind、中泰证券研究所

图表 74: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象毛利率


来源: wind、中泰证券研究所

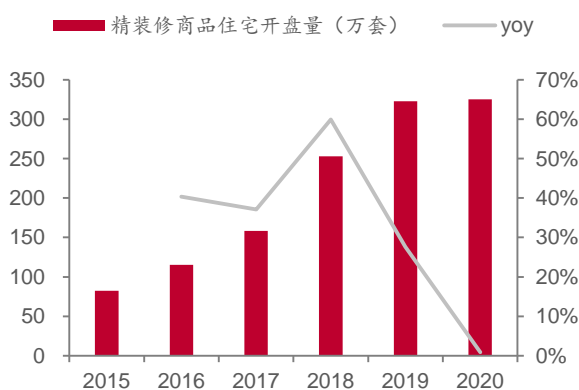
图表 75: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象销售费用率


来源: wind、中泰证券研究所

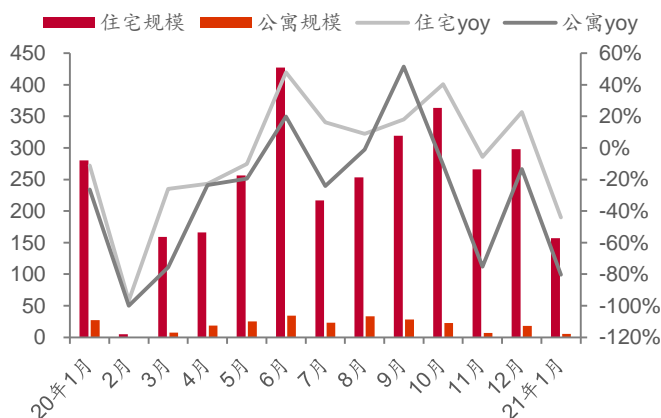
图表 76: 2017-2021Q1 江山欧派、帝欧家居、大亚圣象管理费用率


来源: wind、中泰证券研究所

- 精装链: 短期趋势修正, 长期渗透提升趋势不变。** 房住不炒背景下, 房企面临前期高成本的拿地跟限价、利润空间收窄。奥维云网数据显示, 精装房开盘情况从 Q3 开始边际修复, 2020 年全年新开盘项目 3742 个 (+2.3%), 开盘房间 325.5 万套 (-0.1%)。2021 年 1-2 月, 国内精装房开盘 27.7 万套 (-11.2%)。2020 年部分头部房企 3/4 线项目楼盘精装改毛坯及部分品类选配率下降, 影响精装链配套部品需求, 精装房渗透提升的长期趋势不变但增速趋缓。

图表 77: 2015-2020 年精装房开盘规模及增速


来源: 奥维云网 (AVC)、中泰证券研究所

图表 78: 2020 年以来月精装房开盘数 (千套) 及增速


来源: 奥维云网 (AVC)、中泰证券研究所

图表 79: 2020 年精装新开盘规模地域结构

	一线城市	二线城市	三线城市	其他级别	总计
东北	0.0%	4.2%	0.1%	0.5%	4.9%
华北	1.8%	3.4%	2.5%	1.6%	9.3%
华东	1.9%	30.3%	5.1%	2.3%	39.7%
华南	5.5%	8.2%	4.0%	3.4%	21.0%
华中	0.0%	6.1%	1.4%	1.2%	8.7%
西北	0.0%	2.5%	2.4%	0.9%	5.9%
西南	0.0%	8.2%	0.3%	2.1%	10.7%
总计	9.2%	62.9%	15.8%	12.0%	100.0%

来源: 奥维云网 (AVC)、中泰证券研究所

图表 80: 2020 年精装新开盘项目区域 TOP3 房企

	TOP1	份额	TOP2	份额	TOP3	份额
华北	中国恒大	16.0%	万科	11.0%	碧桂园	6.4%
华东	万科	5.4%	中国恒大	5.4%	碧桂园	4.9%
华中	中国恒大	17.8%	碧桂园	7.9%	保利地产	4.6%
华南	碧桂园	12.6%	保利地产	6.7%	中国恒大	5.6%
西北	中国恒大	16.5%	万科	10.4%	碧桂园	9.5%
西南	中国恒大	11.1%	万科	6.4%	碧桂园	3.7%
东北	中国恒大	24.9%	万科	10.5%	中海地产	5.0%

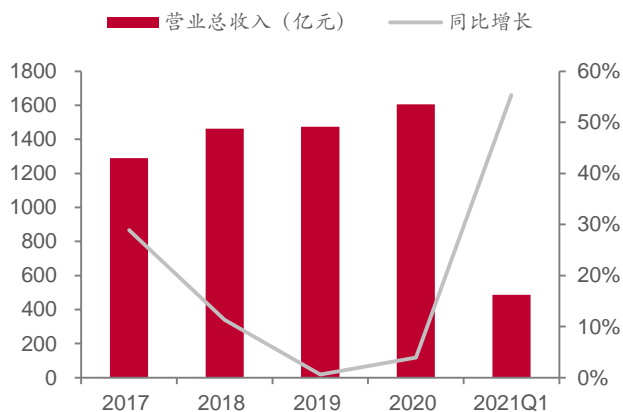
来源: 奥维云网 (AVC)、中泰证券研究所

- **投资展望: 短期渗透率增速调整, 超额收益来源从投资 β 逐步转为精选个股 α 。**从国内政策驱动力到海外住宅市场发展路径对比, 精装化率未及天花板, 渗透率提升的长期趋势不变而速率趋缓, 竣工修复有助于行业需求边际提升。未来精装链订单增量核心来自腰部房企, 而客户结构优质、渠道拓展能力强的企业 α 将逐步凸显。

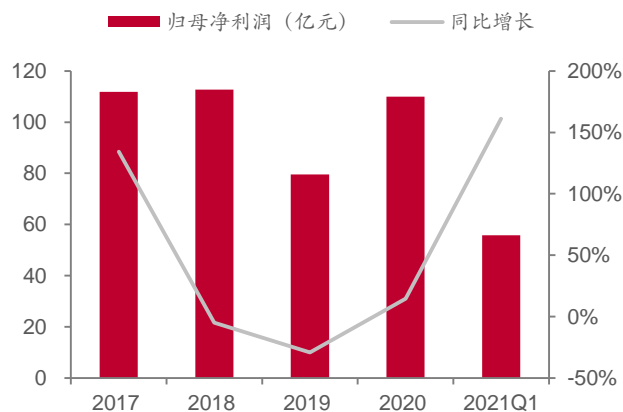
造纸包装板块: 周期景气, 业绩兑现

造纸: 行业格局改善, 文化纸进入景气周期

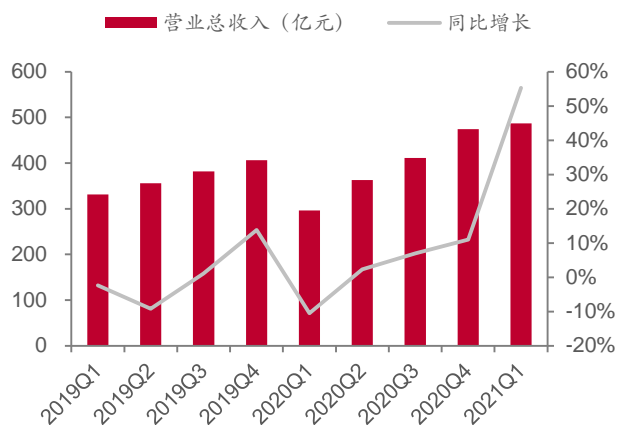
- **营收平稳增长, 21Q1 景气兑现。**2020 年造纸板块合计实现营业收入 1606 亿元, 同比增长 3.9%; 实现归母净利润 110 亿元, 同比增长 15%。其中下半年营收与净利润均实现平稳增长。2021Q1, 造纸板块营收合计 487 亿元, 同比增加 55.3%; 归母净利润 56 亿元, 同比增长 161.1%。

图表 81: 造纸板块营收规模


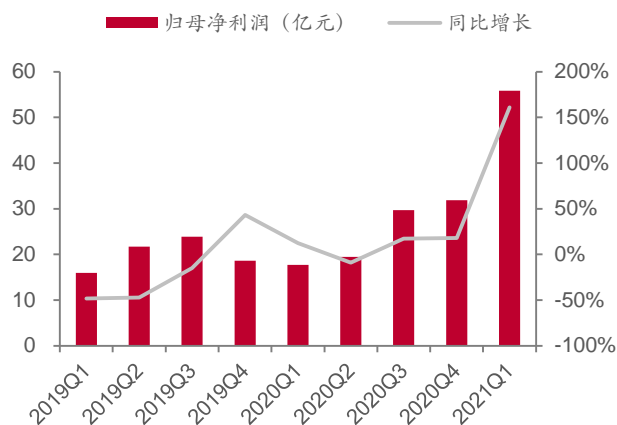
来源: wind、中泰证券研究所

图表 82: 造纸板块归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

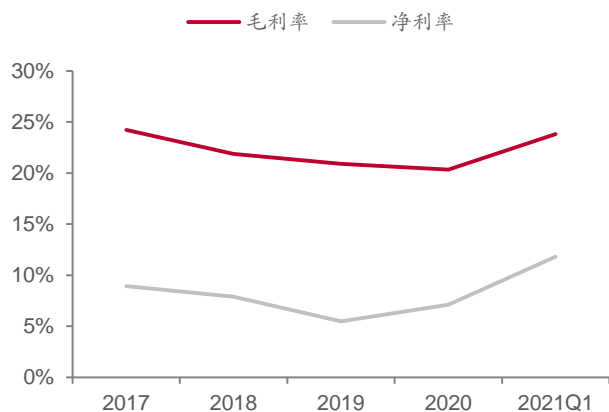
图表 83: 单季度造纸板块营收规模


来源: wind、中泰证券研究所

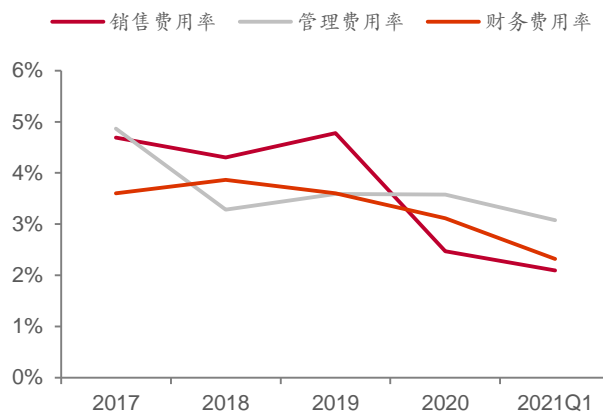
图表 84: 单季度造纸板块归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 整体费用率下降, 一季度盈利能力提升。**2020 年, 造纸板块综合毛利率为 20.3%(-0.6pct.), 毛利率变动部分系运输费用调整至营业成本所致, 净利率为 7.1% (+1.6pct.); 2021Q1 毛利率为 23.8% (-0.3pct.), 净利率为 11.8% (+5.7pct.)。期间费用方面, 2020 年造纸板块三费合计占比 9.2% (-2.8pct.), 其中销售费用率为 2.5% (-2.3pct.); 管理费用率为 3.6%, 与 2019 年持平; 财务费用率为 3.1% (-0.5pct.)。2021Q1 三费合计占比 7.5%, 较 2020 年下降 6.8 个百分点。

图表 85: 造纸板块整体毛利率和净利率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 86: 造纸板块费用率情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 标的表现回顾: 21Q1 高速增长, 文化纸企表现优异。**从营业收入看, 2020 年太阳纸业/晨鸣纸业/山鹰纸业营收分别为 215.89/ 307.37/ 249.69 亿元, 同比增减-5.2%/1.1%/7.4%, 造纸板块整体营收增速为 3.95%, 文化纸龙头高速增长, 包装纸龙头山鹰纸业营收实现平稳增长; 从归母净利润看, 2020 年太阳纸业/晨鸣纸业/山鹰纸业归母净利润分别为 19.53/ 17.12/ 13.81 亿元, 同比增减-10.3%/ 3.4%/ 1.4%, 造纸板块整体归母净利润增速为 14.6%, 太阳纸业归母净利润有所下滑, 白卡纸龙头企业实现爆发性增长。分季度来看, 2020 下半年包装纸有所恢复。

2021 年一季度，太阳纸业/晨鸣纸业/山鹰纸业营收分别同比增长 37.7%/67.7%/78.0%，归母净利润分别同比增长 106.7%/481.4%/105.6%。

图表 87: 造纸行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势

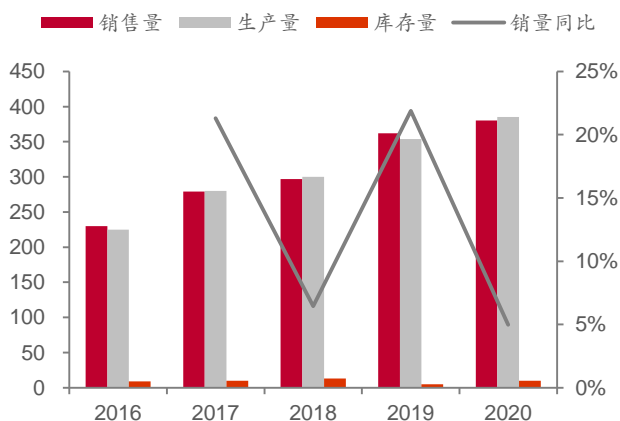
公司	主营业务增长率 (%)								
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
太阳纸业	8.13	-1.97	-0.20	12.43	1.86	-8.43	-7.37	-6.47	37.66
某白卡龙头	26.42	-29.23	20.05	67.96	20.09	66.92	46.13	43.82	55.49
晨鸣纸业	-14.94	-13.49	9.12	55.70	-1.21	4.53	-2.22	3.37	67.71
山鹰国际	-3.74	-8.90	-0.33	-5.00	-26.47	0.62	20.90	29.89	78.02
造纸	-2.33	-9.15	1.12	13.80	-10.53	2.33	6.96	10.98	55.33

公司	归母净利润增长率 (%)								
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
太阳纸业	-38.34	-17.18	4.37	58.93	40.97	-20.93	-25.52	-17.62	106.71
某白卡龙头	-40.30	-95.50	-94.49	98.68	51.41	781.84	4,722.60	9,293.98	337.24
晨鸣纸业	-95.12	-52.94	-19.89	1,953.67	430.55	-33.51	0.41	7.93	481.42
山鹰国际	-24.33	-57.56	-34.63	-95.77	-49.69	-42.05	20.67	960.13	105.55
造纸	-48.10	-47.12	-15.08	43.18	12.51	-8.95	17.18	17.96	161.13

来源:wind、中泰证券研究所

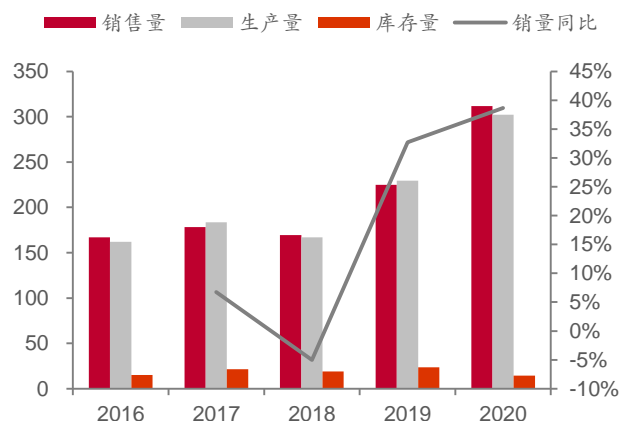
- 产能分析: 纸企龙头继续扩大产能。**近年行业龙头均加大产能投入。太阳纸业自 2020 年 Q3 以来山东基地、老挝基地的六台纸机相继投产,新增产能近 140 万吨。晨鸣纸业近年来先后投建寿光本部 50 万吨文化纸改造项目和寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目。2020 年,山鹰国际有序推进国内造纸基地布局,其中华中、广东、浙江、吉林等基地造纸项目将在明后年陆续释放产能。

图表 88: 太阳纸业产销存情况及销量增速 (万吨)

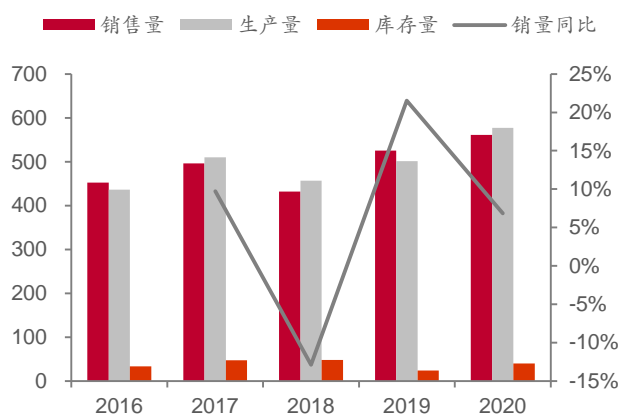


来源:公司公告、中泰证券研究所

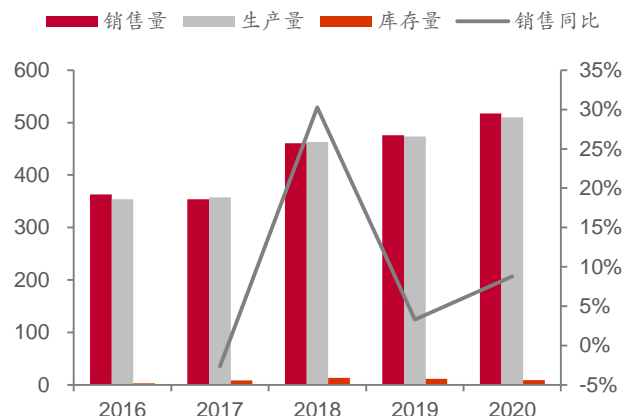
图表 89: 某白卡纸龙头产销存情况及销量增速 (万吨)



来源:公司公告、中泰证券研究所

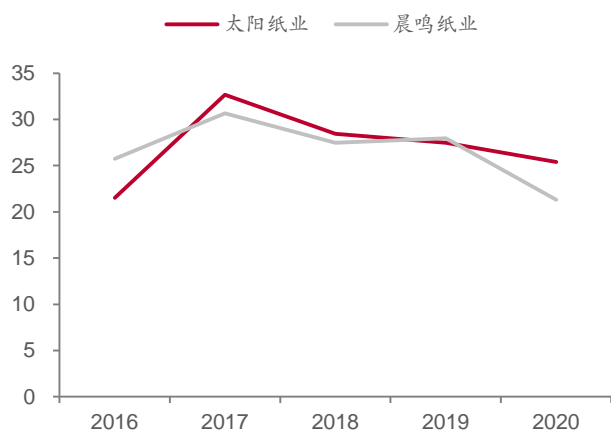
图表 90: 晨鸣纸业产销存情况及销量增速 (万吨)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

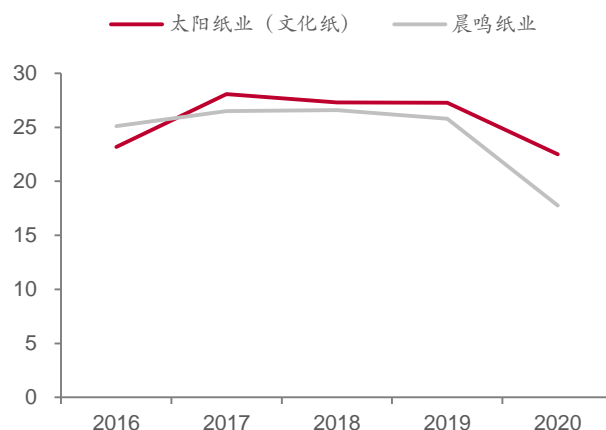
图表 91: 山鹰国际产销存情况及销量增速 (万吨)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 2020 年双胶、铜板纸价格下降, 白卡纸、包装纸价格上升, 包装纸盈利空间大幅提升。**
 - 文化纸方面:** 2020 年双胶纸市场均价 5710 元/吨, 同比下跌 8.2%; 铜版纸市场均价 5502 元/吨, 同比下跌 2.4%; 白卡纸市场均价 6008 元/吨, 同比上涨 13.5%; 2020H1 双胶纸/铜版纸/白卡纸均价分别为 5984/5598/5731 元/吨, 下半年白卡纸价格保持增长, 铜版纸、双胶纸价格有所下降。成本端: 2020 年阔叶浆/针叶浆均价 3682/4636 元/吨, 同比下跌 18.8%/7.1%, 2020H1 阔叶浆/针叶浆均价 3739/4554 元/吨, 下半年原材料价格依旧维持下跌趋势。
 - 包装纸方面:** 2020 年箱板纸/瓦楞纸均价 4331/3551 元/吨, 同比上涨 3.6%/2.1%, 2020H1 箱板纸/瓦楞纸均价 4087/3408 元/吨, 下半年纸价开始上涨。成本端: 2020 年国废黄板纸价格 2100 元/吨, 同比下跌 4.2%, 2020H1 价格 2049 元/吨, 下半年废纸价格继续下探, 提升包装纸盈利空间, 受会计准则影响, 吨盈提升并未体现在毛利率端。

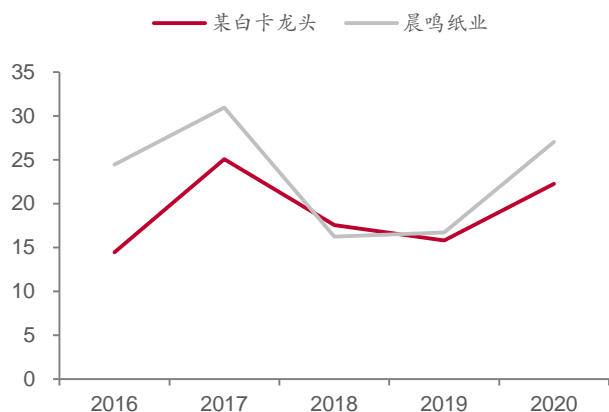
图表 92: 太阳纸业/晨鸣纸业铜版纸毛利率 (%)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 93: 太阳纸业/晨鸣纸业双胶纸毛利率 (%)


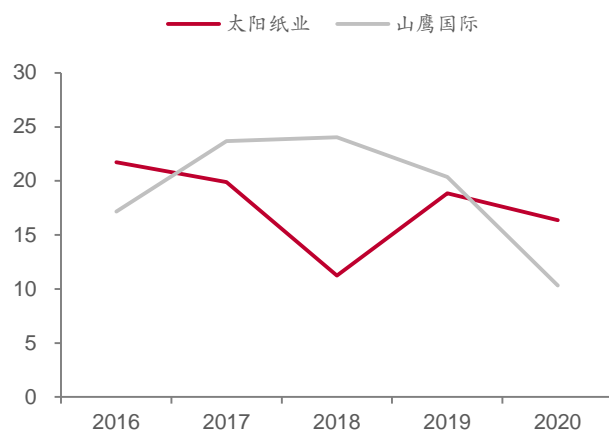
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 94: 某白卡纸龙头/晨鸣纸业白卡纸毛利率 (%)



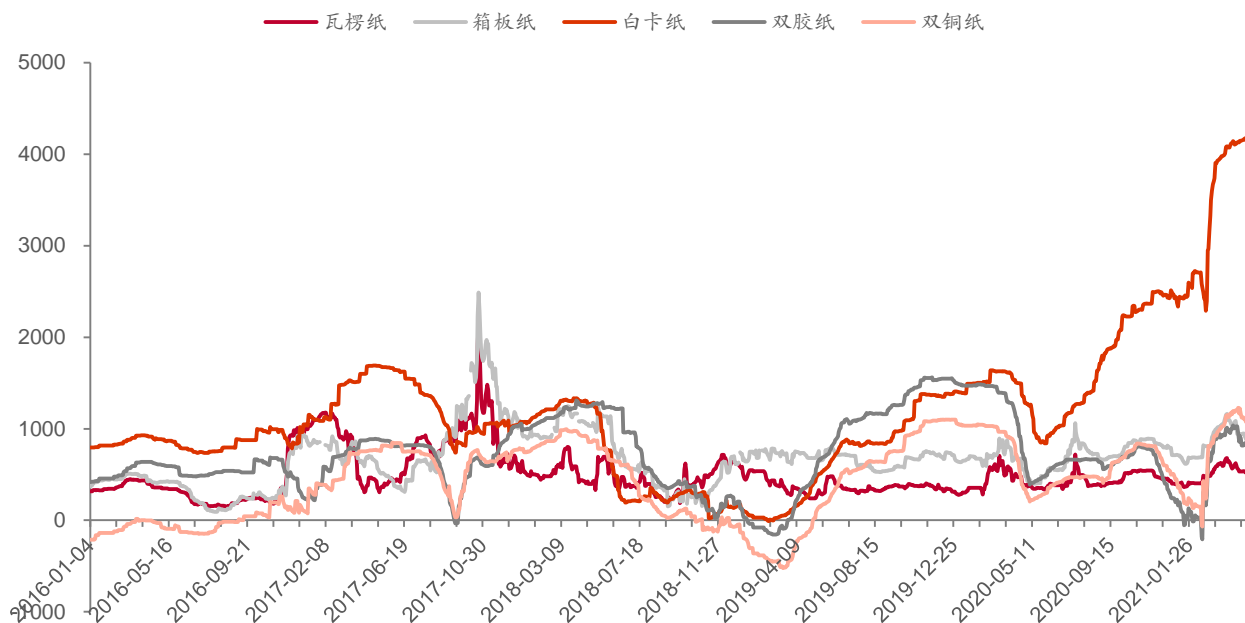
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 95: 太阳纸业/山鹰国际箱板纸毛利率 (%)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

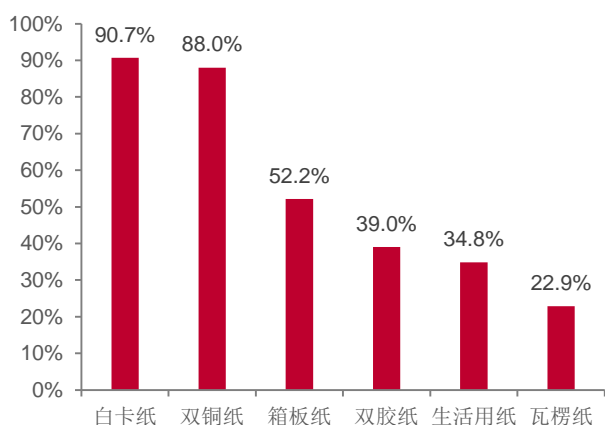
图表 96: 瓦楞/箱板/白卡/双胶/双铜版纸种吨毛利变化情况 (元/吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

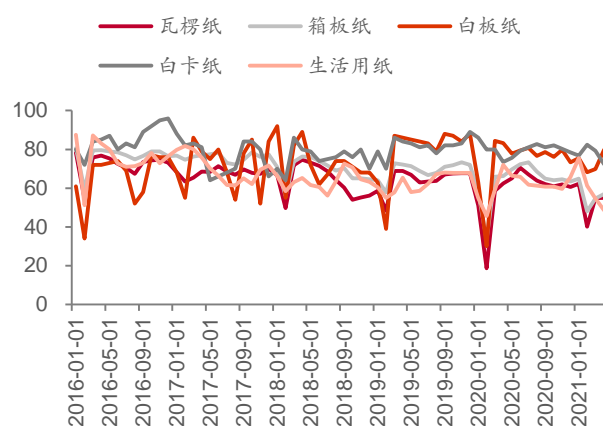
- 文化纸 CR4 提升, 开工情况好于包装纸。**白卡纸、铜版纸 CR4 分别为 90.7%、88.0%, 其中铜版纸 CR4 与 2019 年持平; 白卡纸 CR4 相较于去年提升了 7.7pct., 主要原因是 APP 收购白卡纸龙头, 合并后产能占到白卡纸总产能的 55%, 对应行业格局进一步集中, 协同效应得到显现。开工情况方面, 文化纸由于下游行业需求偏刚性且主要以内销为主, 消费量相对较为稳健。在疫情背景下, 2020 年白卡纸开工率始终维持 70% 以上, 下游需求依然强劲。

图表 97: 分纸种行业 CR4 情况(2020)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

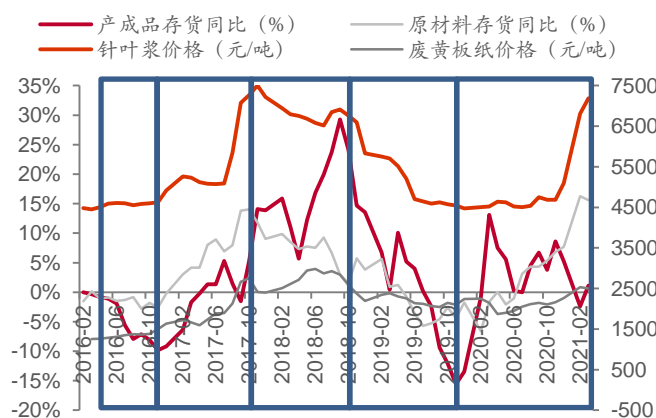
图表 98: 各类纸种开工率情况



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

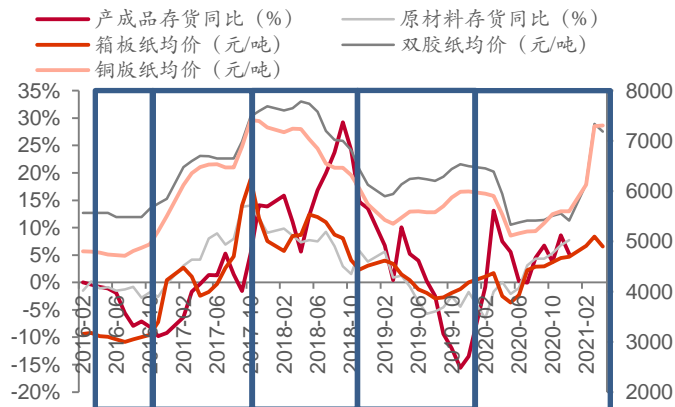
- **库存周期复盘:** 我们把库存周期分成 4 个阶段, 分别是**被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存**。2016 年上轮纸周期以来五个阶段情况如下:
 - 1) 被动去库存: 2016.5-2016.11 和 2019.11-2021.1。原材料库存持平或者上涨, 产成品库存下降; 原材料价格下降, 原纸价格持平或者略微提升, 纸企吨盈利呈现复苏迹象;
 - 2) 主动补库存: 2016.11-2017.10 和 **2021.1 至今**。原材料库存和产成品库存同比都出现上升; 原材料价格和原纸价格均出现上涨, 背后反应需好, 吨盈利首先上行, 后随原材料与产成品价格浮动而变动。
 - 3) 被动补库存: 2017.10-2018.10。原材料库存下行, 产成品库存上涨; 原材料价格上涨, 纸价持平或者略有下降, 吨盈利下降。
 - 4) 主动去库存: 2018.10-2019.11。原材料和产成品库存均同比下行。原材料和纸价均出现下降, 吨盈利下行后逐步企稳。
- 按照库存周期的演绎逻辑, 我们认为上一阶段的被动去库存已经结束, 造纸行业进入主动加库存阶段, 反映在原材料与产成品库存同步抬升, 并预期将迎来价格成本齐涨。参考 2017 年纸周期行情, 我们预期 2021 年由限费令带来的废纸浆缺口和建党 100 周年事件亦将显著推升周期高度。

图表 99: 库存周期不同阶段原材料价格走势



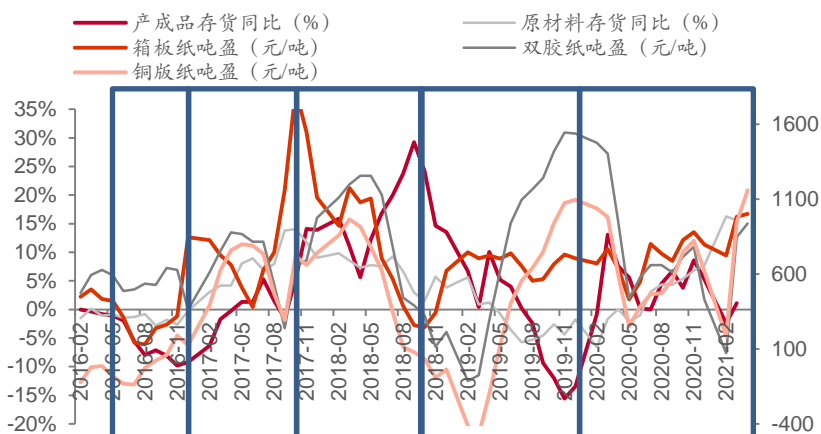
来源: 卓创资讯、wind、中泰证券研究所测算

图表 100: 库存周期不同阶段纸价走势



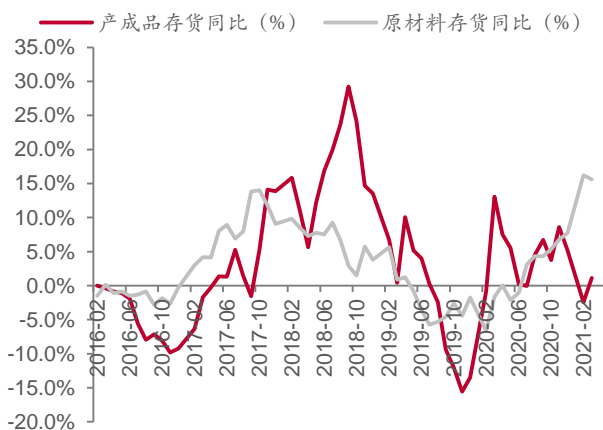
来源: 卓创资讯、wind、中泰证券研究所

图表 101: 库存周期不同阶段吨盈走势



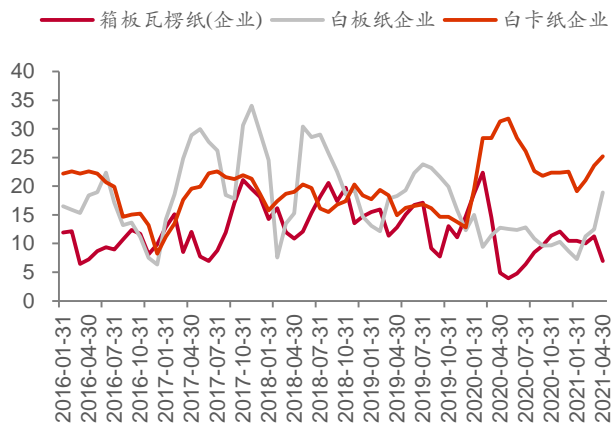
来源: 卓创资讯、wind、中泰证券研究所测算

图表 102: 造纸行业原材料及产成品同比增速情况



来源: wind、中泰证券研究所

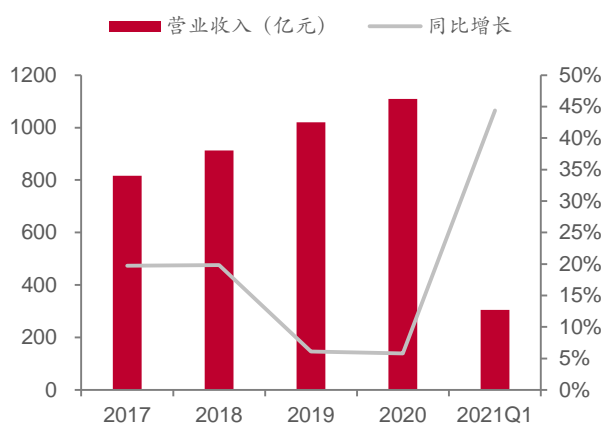
图表 103: 各纸种库存情况(天)



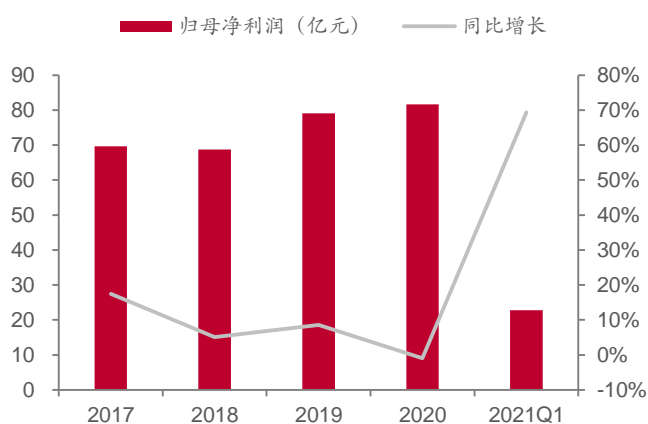
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

包装印刷: 板块收入增速高于利润增速, 关注细分龙头业务延伸

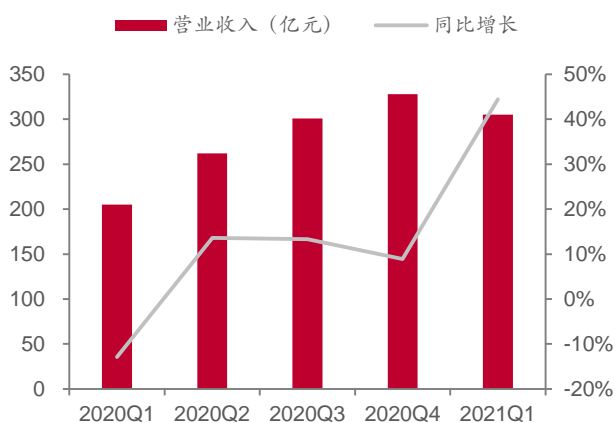
- **包装板块收入增速高于利润增速。**2020 年, 包装印刷板块合计实现营业收入 1109.48 亿元, 同比增长 5.8%; 实现归母净利润 81.67 亿元, 同比下滑 0.9%。分季度看, 2020Q1 业绩受疫情冲击承压严重, 营收同比下滑 12.9%; Q2 至 Q4 反弹势头强劲, 营收分别同比增长 13.6%/13.3%/8.9%, 业绩修复向好。单季度利润呈现同样变化趋势, Q1 至 Q4 同比增速分别为-33.3%/3.6%/7.8%/17.7%。2021Q1 板块营收合计 305.09 亿元, 同比增长 44.4%; 归母净利润合计 22.80 亿元, 同比增长 69.3%。

图表 104: 包装印刷板块营收规模


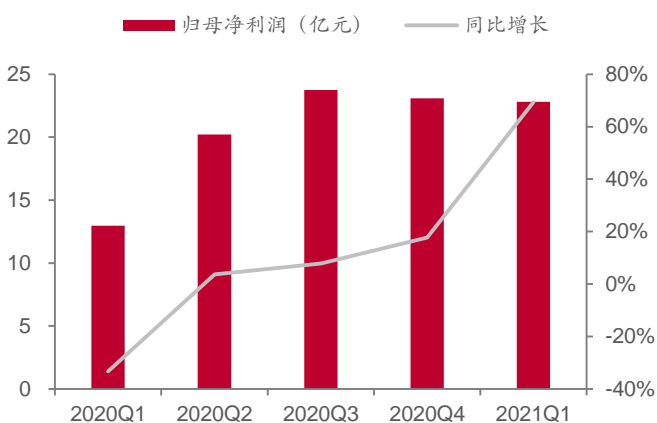
来源: wind、中泰证券研究所

图表 105: 包装印刷板块归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

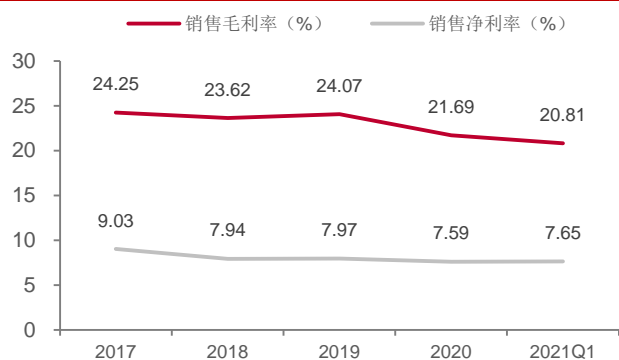
图表 106: 单季度包装印刷板块营收规模


来源: wind、中泰证券研究所

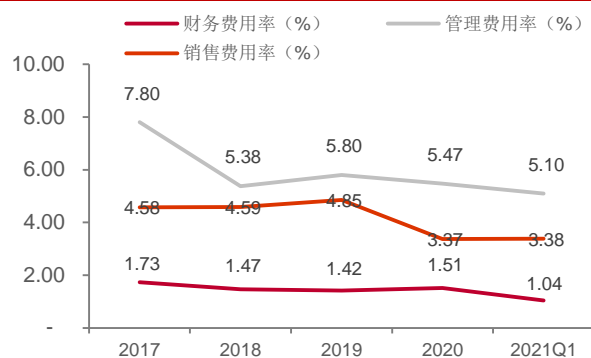
图表 107: 单季度包装印刷板块归母净利润情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 盈利平稳，费用控制改善。**2020 年板块财务费用率/管理费用率/销售费用率分别为 1.51%/5.47%/3.37% 三费合计 10.35% 同比下降 1.72pct，降本增效成果初现；2021 年 Q1 板块三费率为 9.52%。利润率方面，2020 年包装印刷板块综合毛利率 21.69%，同比下降 2.38pct；净利率 7.59%，微跌 0.38pct；2021Q1 板块毛利率 20.81%，净利率 7.65%，利润率水平较 2019 年有所下滑。

图表 108: 包装印刷板块整体毛利率和净利率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 109: 包装印刷板块费用率情况


来源: wind、中泰证券研究所

- 龙头收入引领增长。** 营收方面，包装行业龙头劲嘉股份、合兴包装和裕同科技 2020 年在疫情冲击下迅速反弹，后三季度增速表现亮眼。利润方面龙头表现分化，劲嘉股份、合兴包装 2020 年同比增速出现波动，裕同科技则在 2020Q2 大幅回弹后保持相对平稳增速。

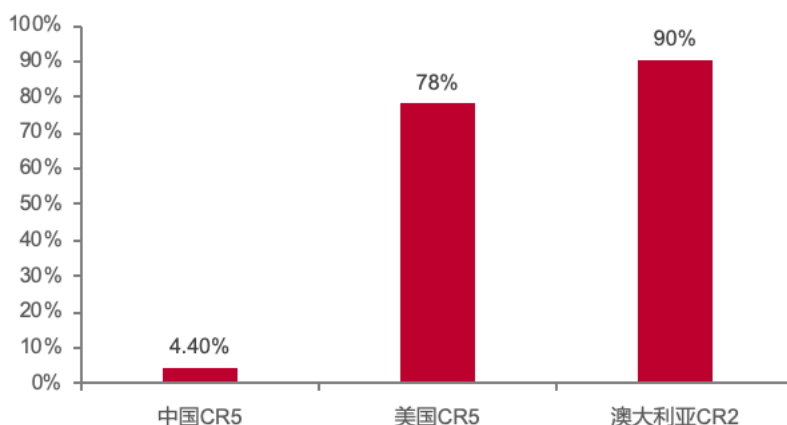
图表 110: 包装印刷行业龙头企业收入与归母净利润单季度增长趋势

简称	营收同比增长率 (%)									
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	
劲嘉股份	24.08	7.53	32.76	10.76	-10.12	18.13	7.23	6.89	31.71	
合兴包装	8.24	-18.15	-15.96	-6.09	-32.87	8.62	19.53	38.31	94.13	
裕同科技	10.54	13.59	22.79	12.01	2.14	30.97	15.27	26.05	45.83	
简称	归母净利润同比增长率 (%)									
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	
劲嘉股份	21.81	23.71	24.76	13.14	-17.09	-2.53	18.27	-20.56	17.19	
合兴包装	17.47	4.95	-1.98	42.92	-46.17	55.02	31.11	-0.06	66.17	
裕同科技	10.69	11.81	13	8.33	-7.86	30.71	5.31	6.23	17.1	

来源:wind、中泰证券研究所

- 行业向龙头集中的格局可期。** 前瞻产业研究院报告显示，包装行业是万亿级市场，其中容量最大的纸包装细分行业市场规模已超过 3600 亿元。环保政策、供给侧改革及新冠疫情三重影响叠加，推动包装行业进入洗牌期，行业格局重塑趋势加快，中小企业淘汰，大企业发展资源优势显著，龙头企业份额有望持续提高。但对标发达国家，我国包装行业仍呈现“大而散”的整体格局，集中度提升空间广阔。

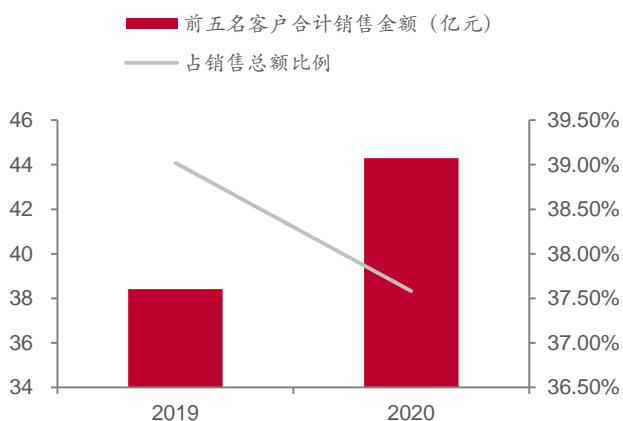
图表 111: 我国纸包装行业“大而散”



来源：产业信息网、中泰证券研究所

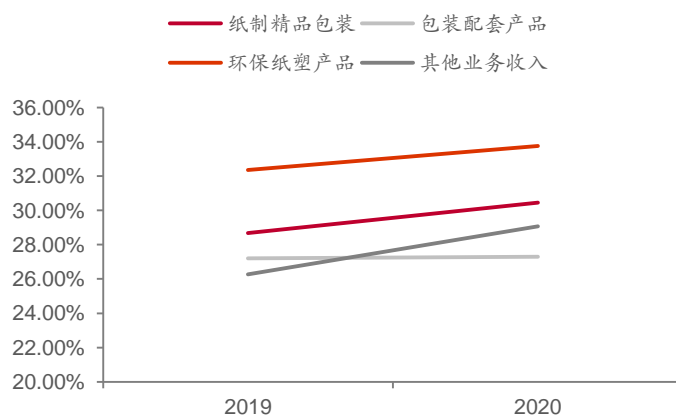
- **投资展望: 龙头 1+N 多元扩张之路下, 关注裕同科技细分业务放量优势。** 公司对于新业务的前期探索铺设阶段基本完成, 产能配置完善, 业务增长蓄势待发, 预计公司未来将在烟标、酒包、环保、日化、云印刷等细分赛道实现规模放量, 发挥 1+N 的业务协同优势, 未来业绩成长可期。
- **3C 业务保持高增, 新业态多元布局完善。** 公司 2020 年前五大客户销售总额 44.3 亿元, 同比增长 15.33%, 表明消费电子核心业务仍在持续稳定增长。从产品端看, 2020 年纸质精品包装/包装配套产品/环保纸塑产品/其他业务产品分别实现营收 91.1/20/4.3/2.5 亿元, 同比增长 17.3%/26.4%/38.6%/33.7%; 根据调整口径后的财务数据, 各产品毛利率分别为 30.46%/27.29%/33.77%/29.07%, 呈现集体上升态势。其中环保包装业务受益于“限塑令”政策和公司前瞻布局, 毛利率高企, 增厚公司利润空间; 2020 年宜宾裕同环保包装生产基地落地投产, 海南环保包装项目进入试生产阶段, 环保包装业务完成产业链全面布局, 进入产能扩张放量期, 为公司带来新的业绩增长点。从主营构成看, 公司已形成以 3C 业务为核心, 在智能物联、环保包装、酒包、商务印刷以及化妆品等重要领域深入发掘业务协同效应的多元布局, 为整体营收增长带来全新动能。

图表 112: 裕同科技前五大客户营收情况



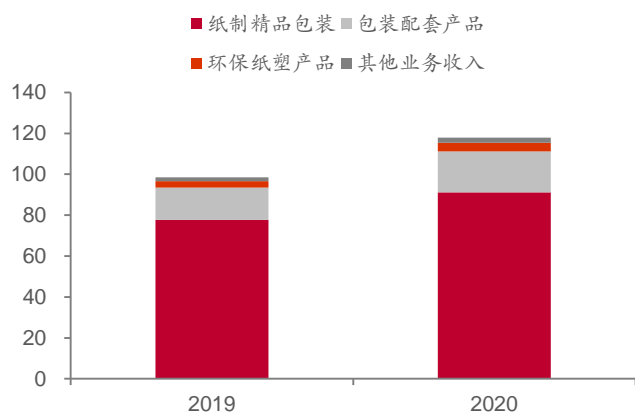
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 113: 裕同科技按 2020 年末口径调整后的产品毛利率



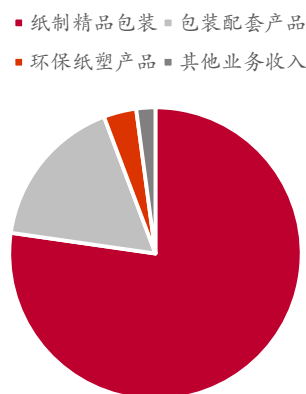
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 114: 裕同科技分产品营收情况 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

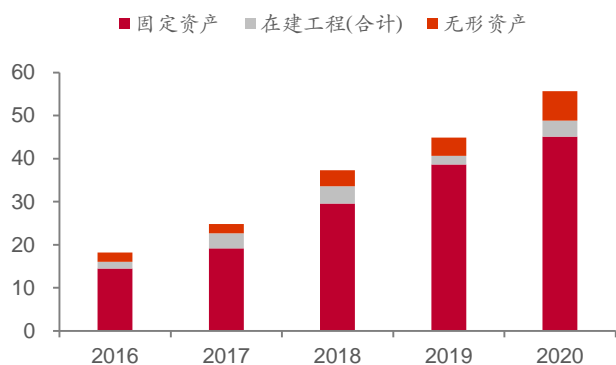
图表 115: 2020 年裕同科技产品营收占比 (%)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

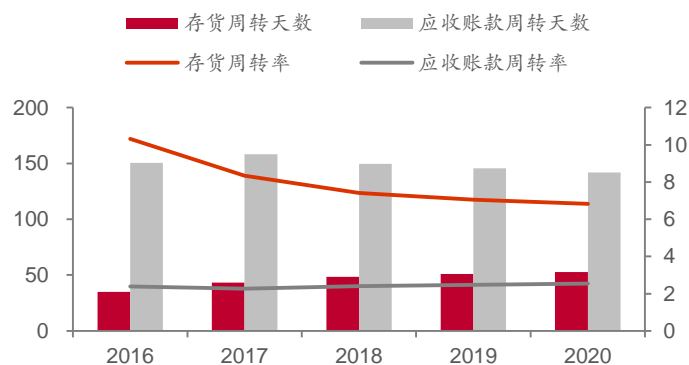
- **面向未来, 智能制造+数字印刷事业启航。**公司于 2020 年启动首个智能工厂建设, 在可转债募投 2.5 亿元资金基础上拟再以自有资金 10 亿元投入许昌智能制造项目, 预计 2021 年初投产, 2025 年前全面投产, 实现生产物料自动搬运, 扩大公司制造成本优势; 公司于 2020 年底成立数字印刷事业部, 以先进数字印刷技术、数字媒体技术以及创意数字营销流程为品牌商交付优质数字资产内容, 预计将打开印前媒体市场的全新增量空间。

图表 116: 裕同科技产能扩张促资本投入加大 (亿元)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 117: 裕同科技营运能力有所改善



来源: wind、中泰证券研究所

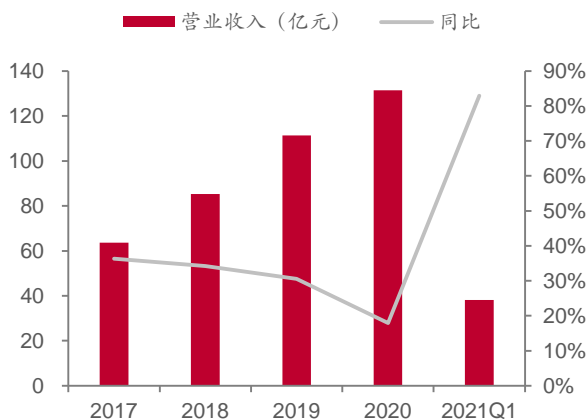
必选消费&新型烟草板块: 万亿市场, 稳健成长

必选消费: 国货崛起进行时, 长期稳健成长

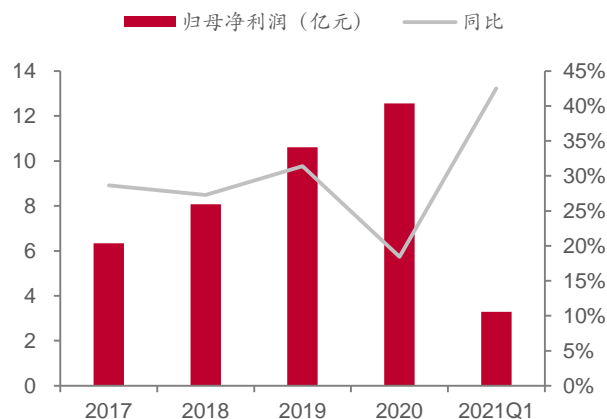
一、文娱用品: 龙头成长确定性较强, 看好行业集中度上升

- **晨光文具: 疫情后恢复业绩高增长, 文创巨头稳步前行。**2020 年公司实现营收 131.4 亿元, 同比增长 17.9%; 实现归母净利润 12.6 亿元, 同比增长 18.4%; 实现扣非归母净利润 11.0 亿元, 同比增长 9.7%。2021Q1 公司实现营收 38.12 亿元, 同比增长 83.0%, 较 19Q1 增长 61.8%; 实现归母净利润 3.28 亿元, 同比增长 42.5%, 较 19Q1 增长 26.6%; 实

现扣非归母净利润 2.95 亿元，同比增长 69.5%。从历史表现看，公司业绩增长兼具高速性和可持续性。

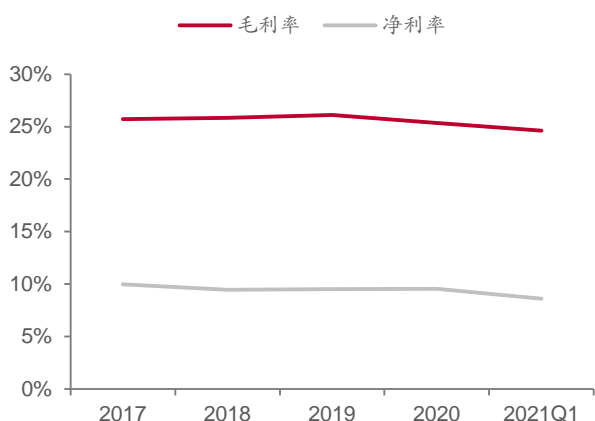
图表 118: 晨光文具营收及增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

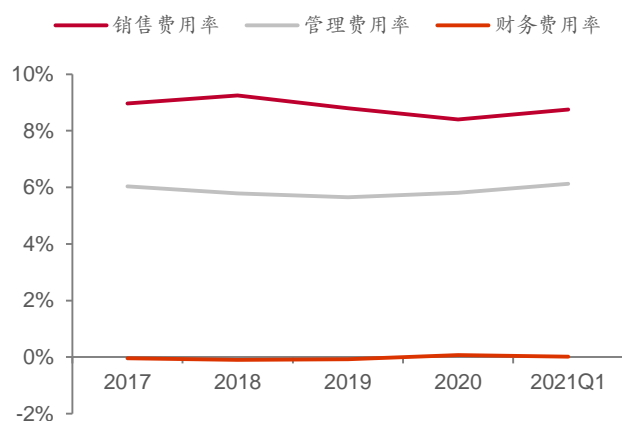
图表 119: 晨光文具归母净利润及增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 业务结构变化致毛利率波动，运营效率提升。**2020 年公司综合毛利率 25.4%，同比下滑 0.7pct；2020 年公司销售费用率 8.4%，同比下降 0.4pct；管理费用率 5.8%，同比上升 0.2pct；财务费用率 0.1%，同比上升 0.2pct；研发费用率 1.2%，同比下降 0.2pct。公司净利率为 9.6%，同比上升 0.1pct。公司 2021Q1 毛利率水平 24.6%，同比-3.3pct，净利率 8.7%，同比下滑 1.7pct，主要系毛利率相对较低的晨光科力普增长较大，占比提升所致。21Q1 销售费用率 8.76% (-1.97pct.)，主要系人员投入和市场推广费用的增长所致；财务费用率 0.01% (+0.05pct.)；管理费用率（含管理+研发费用）6.12% (-1.59pct.)，其中研发费用率 1.24% (-0.90pct.)。

图表 120: 晨光文具毛利率与净利率


来源：公司公告、中泰证券研究所

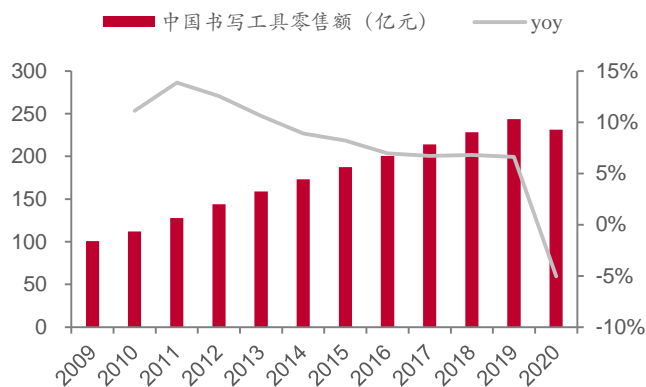
图表 121: 晨光文具三项费用率


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 文具市场稳健增长，国内人均消费量较低，潜在市场空间大。**根据 Euromonitor 数据，2020 年中国书写工具零售市场规模达 231 亿人民币，人均消费额约仅为 16.5 元/年，而 2020 年美国书写工具零售市场规模约 35 亿美元，人均消费额约为 10.7 美元/年，我国人均文具消费额仅为美

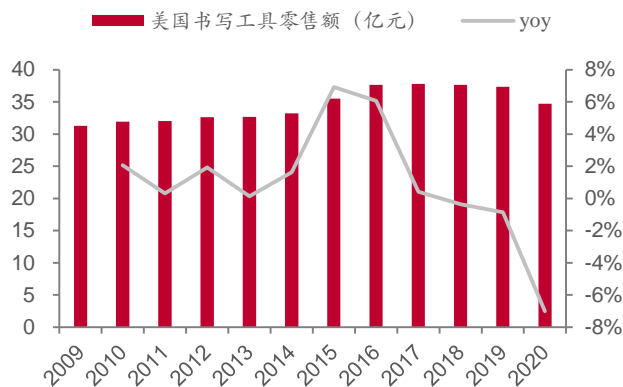
国平均人均消费水平的 23%，仍有较大潜在市场空间，且除 2020 年受疫情影响外，其余各年份均保持 5% 以上增速，市场稳健增长。

图表 122: 中国书写工具零售额 (亿元) 以及增速



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

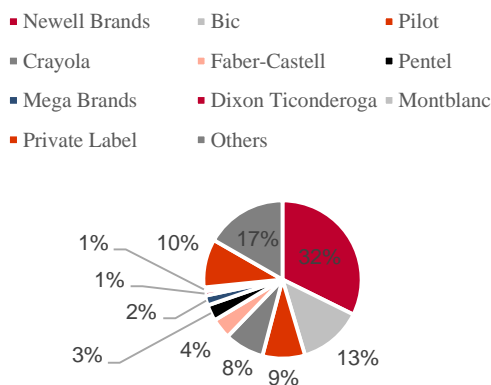
图表 123: 美国书写工具零售额 (亿美元) 以及增速



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

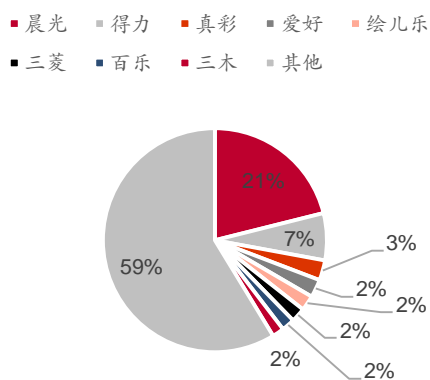
- **市场集中度有望持续提升。**从市场格局看，我国书写工具市场 CR5 为 35.6%，其中规模最大的晨光文具市场份额为 21.1%，是第二大品牌真彩文具的三倍。相比之下，美国书写工具市场 CR5 达到 66.4%，与发达市场相比，我国书写工具的市场集中度仍有较大的提升空间，品牌龙头在未来享有更大的优势。

图表 124: 2019 年美国书写工具市场份额



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

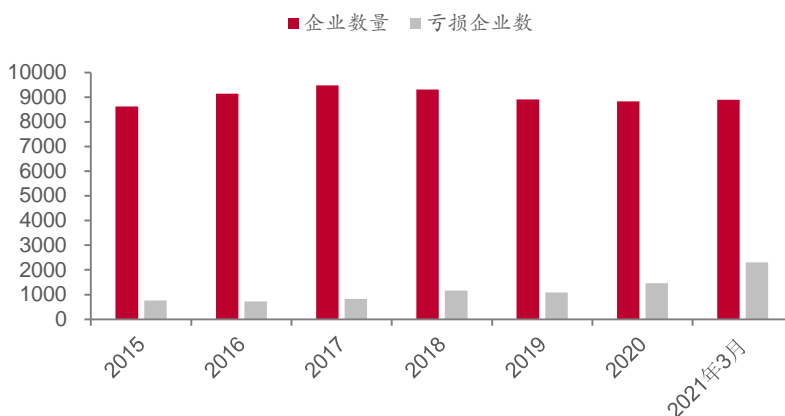
图表 125: 2019 年中国书写工具市场份额



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

- **疫情加快行业洗牌，利好行业龙头。**截至 2021 年 3 月，我国共有文教、工美、体育和娱乐用品制造业企业 8897 家，亏损企业 2302 家，亏损面为 25.9%，亏损企业相比 2019 年底增加了 111.8%。自 2017 年开始，行业内亏损企业数量不断增加，同时企业数量持续减少。2020 年以来受疫情影响，行业整体业绩不佳，疫情加速催化行业洗牌，行业市场集中度有望加速提升。

图表 126: 办公市场企业以及亏损家数

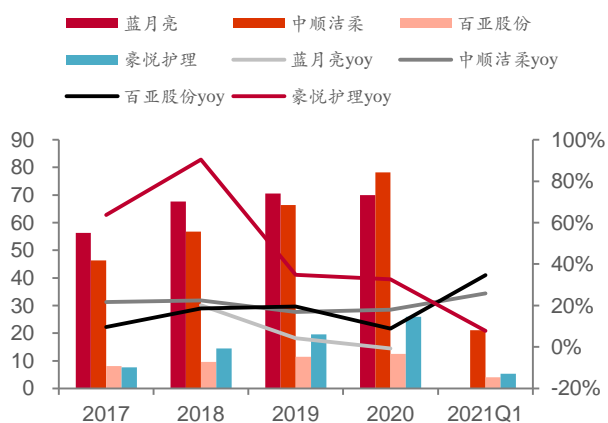


来源: wind、中泰证券研究所

二、快速消费品: 疫情短期影响不一, 赛道优质、国货崛起

- 疫情影响方向不同, 业绩分化。1) 家清产品: 由于疫情导致对于衣物护理产品的需求减少, 2020 年蓝月亮主营业务收入下滑 0.8%, 尤其是上半年主营业务收入下滑-10.5%, 下半年需求恢复, 同比增长 5.3%; 从净利润来看, 由于削减线下销售网络、运营提效及高毛利产品比例提升, 2020 年蓝月亮净利润同比增长 21.3%。2) 生活用纸: 生活用纸需求受疫情影响较小, 2020 年中顺洁柔实现营业收入 78.24 亿元, 同比增长 17.9%; 归母净利润 9.06 亿元, 同比增长 50.0%, 分季度来看, 20Q1-21Q1 营收增速分别为 8.4%/19.2%/17.7%/25.0%/25.8%, 业绩同比增速逐季提升。3) 卫生护理用品: 总体需求稳健, 防疫类产品疫情受益。2020 年百亚股份实现营收 12.51 亿元, 同比增长 8.8%; 归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 42.4%, 21Q1 公司实现营收 4.1 亿元, 同比增长 34.7%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比增长 46.7%。2020 年豪悦护理实现营业收入 25.91 亿元, 同比增长 32.6%; 实现归属母公司所有者的净利润为 6.0 亿元, 同比增长 90.9%, 主要系疫情下公司卫生防疫产品放量所致, 21Q1 公司实现营收 5.3 亿元, 同比增长 7.9%, 实现归母净利润 0.9 亿元, 同比下滑 7.4%。

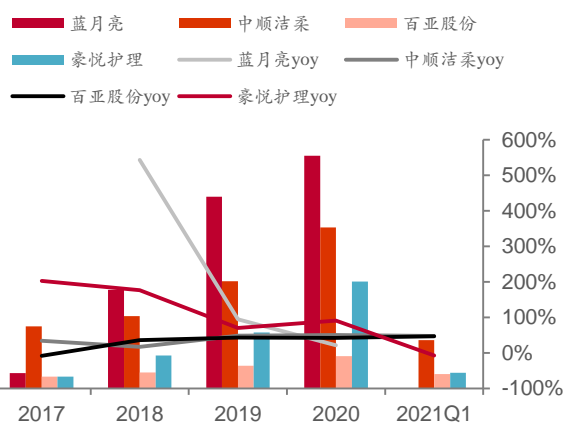
图表 127: 4 家快速消费品上市公司营收及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

注: 蓝月亮单位为亿港元, 其余单位为亿元人民币

图表 128: 4 家快速消费品上市公司归母净利润及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

注: 蓝月亮单位为亿港元, 其余单位为亿元人民币

图表 129: 4 家快速消费品上市公司单季度业绩增速

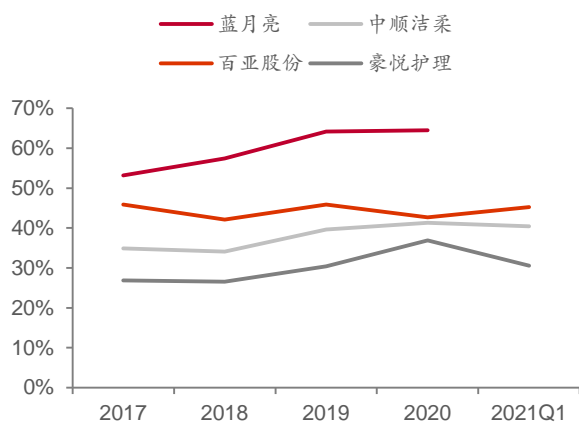
	营业收入同比增速 (%)						归母净利润同比增速 (%)					
	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	21Q1 相对 19Q1 增速	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	21Q1 相对 19Q1 增速
蓝月亮	-10.5%		6.7%		-	-	38.6%		16.9%		-	-
中顺洁柔	8.4%	19.2%	17.7%	25.0%	25.8%	36.4%	48.8%	78.1%	34.4%	41.0%	48.1%	120.3%
百亚股份	-	25.9%	21.5%	4.6%	34.6%	-	-	25.9%	141.2%	23.8%	45.5%	-
豪悦护理	-	-	18.8%	-2.0%	7.9%	-	-	-	53.9%	0.0%	-7.4%	-

来源: wind、中泰证券研究所

注: 蓝月亮仅披露半年报, 百亚股份和豪悦护理 2020 年上市, 历史季度数据有限。

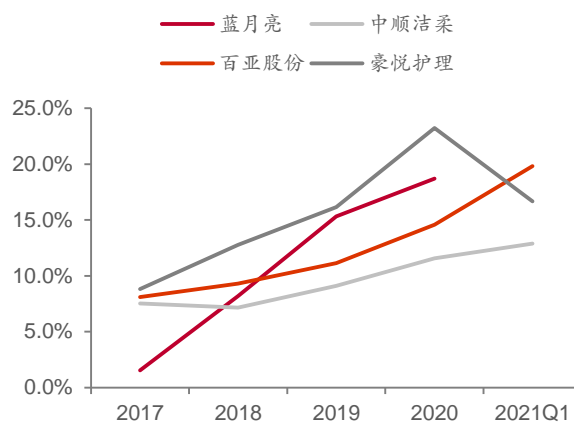
- 盈利能力持续提升。** 受益于产品结构变化+生产运营提效, 快速消费品龙头毛利率、净利率水平均呈上升态势。2020 年蓝月亮毛利率 64.5% (+0.3pct.), 高于快速消费品行业平均水平, 净利率 18.7% (+2.6pct.); 2020 年中顺洁柔综合毛利率 41.3% (+1.7pct.), 其中生活用纸毛利率达到 42.1% (+2.2pct.), 位居国内生活用纸行业第一, 净利率 11.6% (+2.5pct.); 2020 年百亚股份毛利率为 42.7% (-3.3pct.), 部分系会计准则变动所致, 净利率 14.6% (+3.4pct.); 2020 年豪悦护理毛利率为 36.9% (+5.5pct.), 净利率 23.2% (+7.1pct.), 主要系防疫用品毛利率较高所致。

图表 130: 4 家快速消费品上市公司毛利率对比



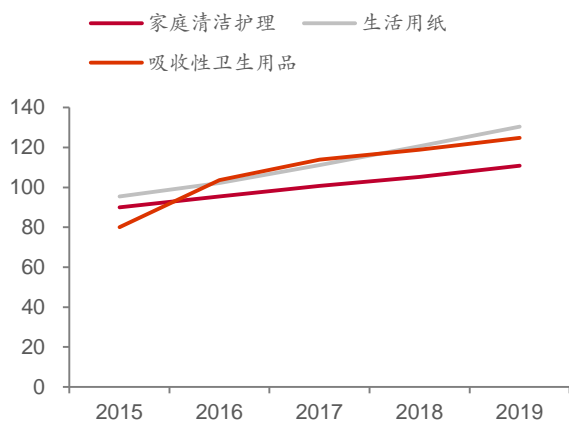
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 131: 4 家快速消费品上市公司净利率对比

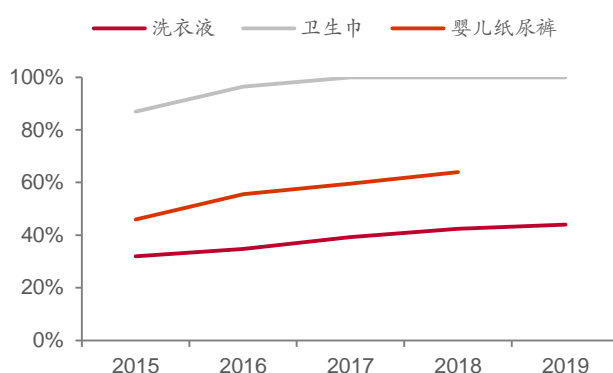


来源: 公司公告、中泰证券研究所

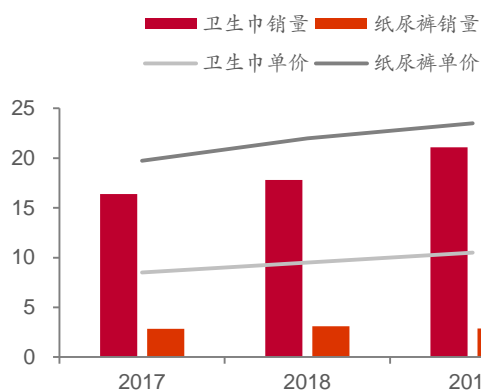
- 居民收入提升和消费升级驱动行业容量逐步扩张。** 整体上看, 快消品各细分赛道市场规模呈现逐年递增趋势。2015-2019 年, 家庭清洁护理、生活用纸和吸收性卫生用品市场规模的复合平均增速依次为 5.3%、8.1% 和 11.7%。从量价角度拆分, 我们认为市场渗透率抬升叠加购买频次增多提升了消费者对快消产品“量”上的需求, 消费升级浪潮同步催化了产品单价的上涨。随着消费者可支配收入的不断提高以及消费升级的持续推进, 市场成长空间值得进一步期待。

图表 132: 快速消费品细分行业市场规模(十亿元)


来源: Euromonitor、中泰证券研究所

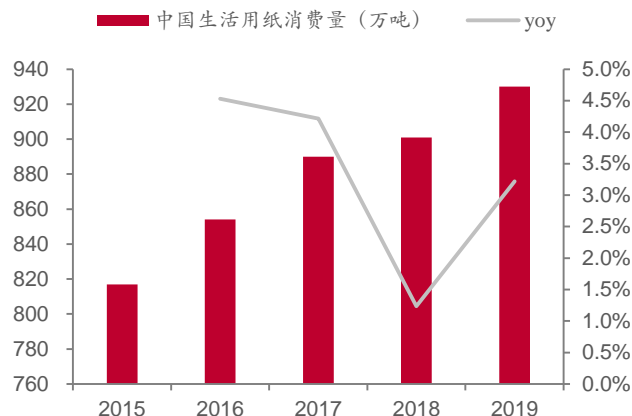
图表 133: 典型产品市场渗透率上行


来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 134: 百亚股份产品量价拆分


来源: 公司公告、中泰证券研究所

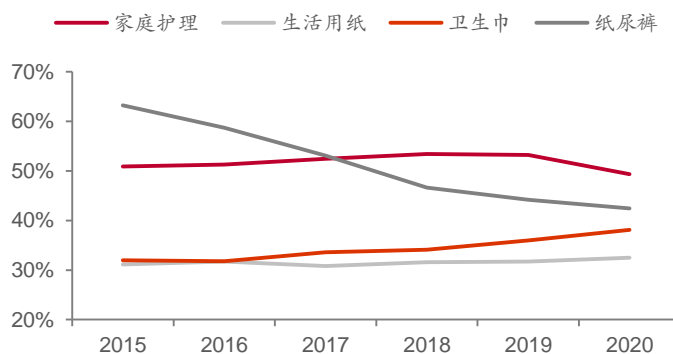
注: 单位分别为亿片和元/片

图表 135: 中国生活用纸消费量变化


来源: 中国造纸业协会、中泰证券研究所

- 竞争格局未定, 本土品牌崭露头角。** 上世纪 80 年代开始, 宝洁、联合利华等国际快消品巨头逐步开拓中国市场, 因产品属性上较为先进, 营销能力远远领先于国内企业, 这些公司旗下的品牌一度风靡国内市场。因此时至今日国际快消巨头在国内市场依然拥有很高的市占率。由于进入壁垒相对较低, 新的竞争者不断涌入, 快速消费品行业市场格局仍处在快速变化过程中, 为国产品牌崛起提供了机遇。

图表 136: 快速消费品各赛道市场集中度 (CR5)

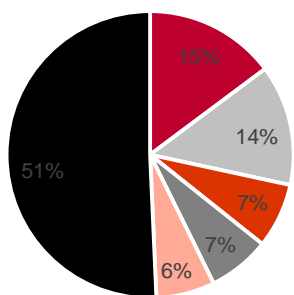


来源: Euromonitor、中泰证券研究所

- 从细分领域看，家庭护理和生活用纸市场国产品牌领先，卫生巾和纸尿裤市场国际品牌占据优势地位。1) 家庭护理行业国产品牌占据领先地位，以洗衣液市场为例，蓝月亮抓住洗衣液细分市场，发力线上渠道，超越宝洁等国际日化巨头，后来居上成为洗衣液市场份额第一。2) 生活用纸在快消行业中竞争格局较优，前四家企业恒安、维达、洁柔均来自国内，国际巨头涉足较少使得国内生活用纸龙头拥有更好的市场扩张机遇。3) 卫生巾和纸尿裤市场主要由国际品牌领跑，国际龙头较早进驻国内市场，凭借先进技术和品牌知名度抢占了大量份额，但从近几年表现来看，本土品牌在竞争中逐渐发力。

图表 137: 2020 年我国家庭护理行业竞争格局

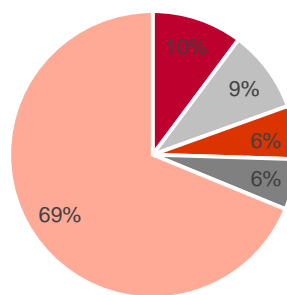
■ 立白 ■ 纳爱斯 ■ 联合利华 ■ 宝洁 ■ 蓝月亮 ■ 其他



来源: 蓝月亮公司公告、中泰证券研究所

图表 138: 2020 我国生活用纸行业竞争格局

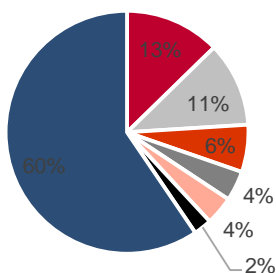
■ 恒安 ■ 维达 ■ 洁柔 ■ APP ■ 其他



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 139: 我国卫生巾市场行业竞争格局

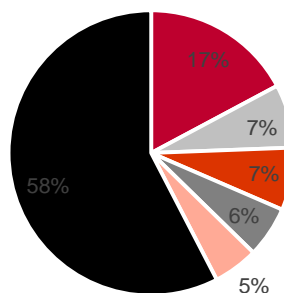
■ 尤妮佳 ■ 恒安 ■ 宝洁 ■ 景兴健护 ■ 金佰利 ■ 花王 ■ 其他



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 140: 我国纸尿裤行业竞争格局

■ 宝洁 ■ 金佰利 ■ 花王 ■ 爱璐儿 ■ 尤妮佳 ■ 其他



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

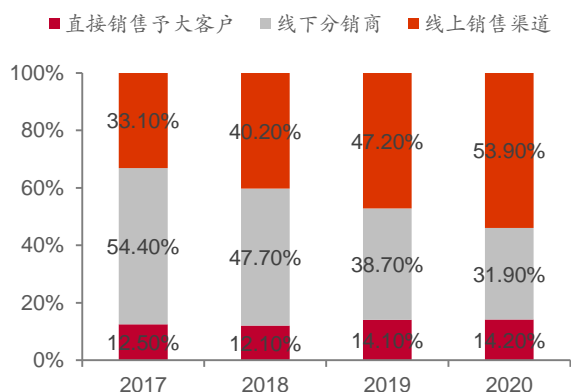
- 渠道变革，线上红利催生众多品牌百花齐放。**快速消费品的传统销售渠道主要包括百货商场、大型超市、专营店、便利店及其他各种零售网络，大型电商平台的构建叠加内容电商和社交电商的爆发对传统线下渠道一度造成冲击，推动快消品营销渠道升级变革的同时也在一定程度上改变了消费者的购物习惯。受益于线上渠道的迅速铺开和向下渗透叠加高效的数字化营销，众多品牌获得了更多触及潜在消费者的机会，下线城市电商人口红利促进各品牌营收的迅速增长。我们认为，通过抓住新兴渠道和线上品类快速渗透的红利，本土厂商预计能够实现销售范围的不断扩张并增强消费者对品牌的认知度，从而提升自身在市场中的竞争优势，行业未来将有望朝向众多品牌百花齐放的格局发展。

图表 141: 产品营销方式日趋灵活多样



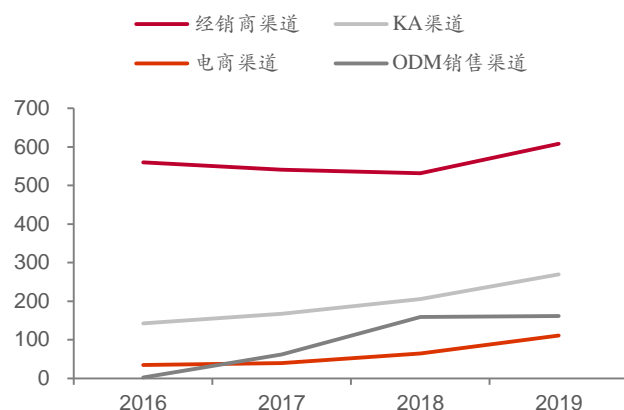
来源: 贝泰妮公司公告、中泰证券研究所

图表 142: 蓝月亮营业收入按渠道拆分



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 143: 百亚股份营业收入(百万元)按渠道拆分



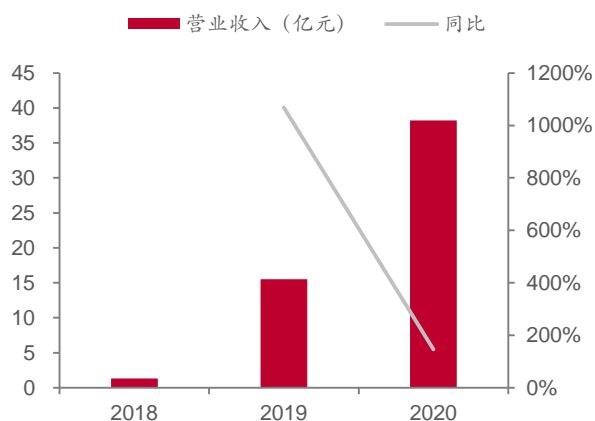
来源: 公司公告、中泰证券研究所

新型烟草: 赛道高增长, 替烟趋势不变

一、国内电子雾化烟: 市场广阔, 政策趋严

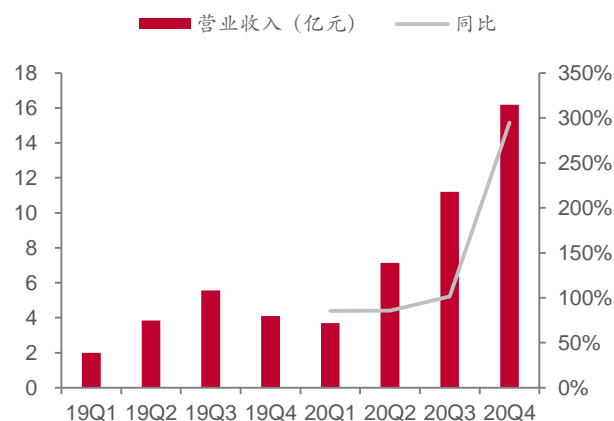
- **雾芯科技: 营收大幅增长, 利润高速释放。**2020 年雾芯科技实现营收 38.2 亿元, 同比增长 146.6%; 实现净亏损 1.3 亿元(2019 年为净利润为 4770 万元); 实现调整后净利润 8.0 亿元, 同比增长 697.3%。公司业绩在 2019 年四季度受到电子烟线上销售禁令影响后, 2020 年 Q1 起恢复增长, 环比高增。

图表 144: 雾芯科技营收及增速



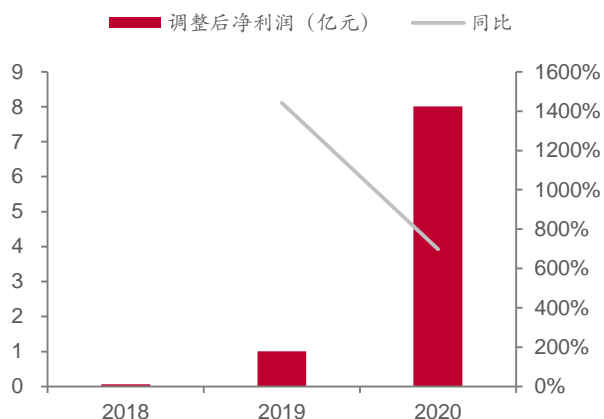
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 145: 雾芯科技单季度营收及增速



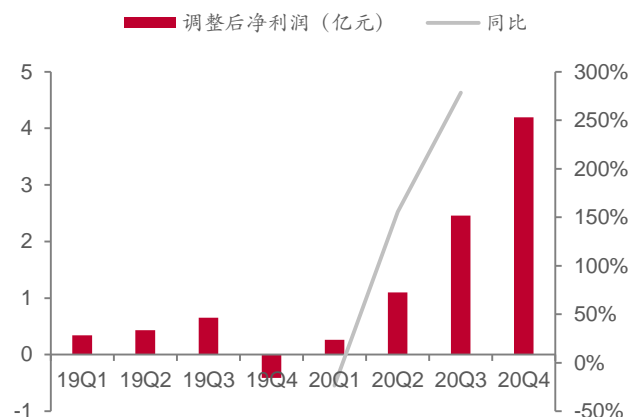
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 146: 雾芯科技调整后净利润及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

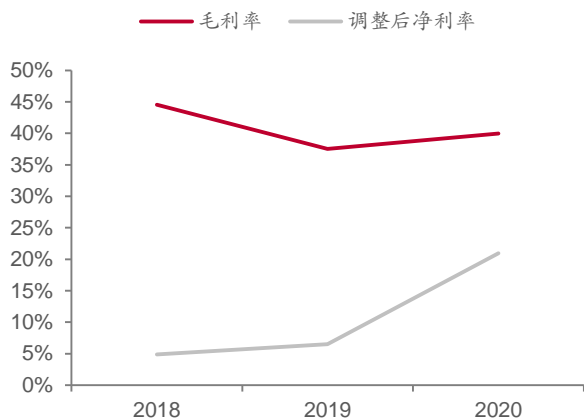
图表 147: 雾芯科技单季度调整后净利润及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

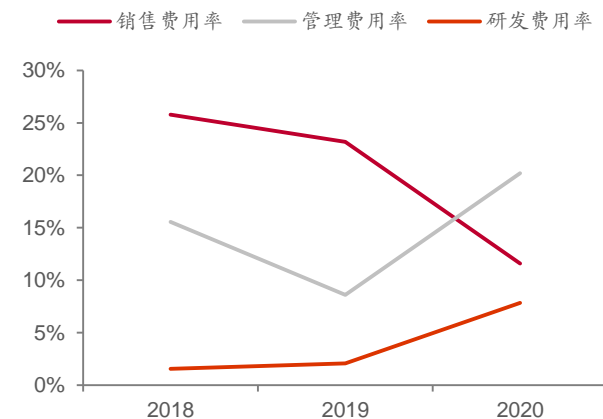
- 盈利能力出众, 销售费用率大幅下降。**2020 年公司毛利率为 40.0% (+2.5pct.), 调整后净利率为 21.0% (+14.5pct.), 均较 2019 年大幅提升。从费用端来看, 受 2019 年政策禁令对线上渠道限制影响, 公司降低了对线上平台的营销支出, 2020 年销售费用率为 11.6% (-11.6pct.), 销售费用率大幅下行释放盈利空间, 受上市影响, 2020 年管理费用有所增加, 管理费用率为 20.2% (+11.6pct.), 研发费用投入亦大幅提升, 研发费用率为 7.8% (+5.7pct.)。随着公司发展趋于成熟, 我们预计费用率有下行空间。

图表 148: 雾芯科技毛利率与调整后净利率



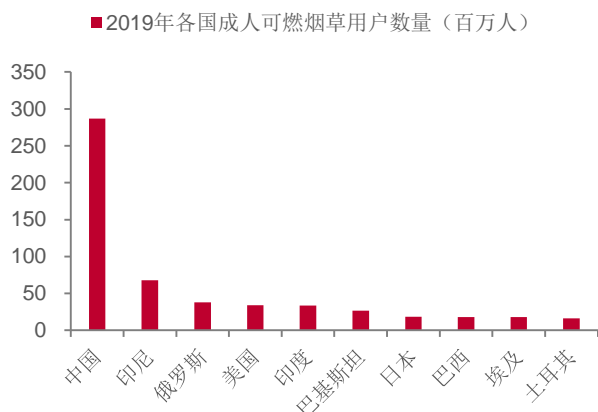
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 149: 雾芯科技费用率

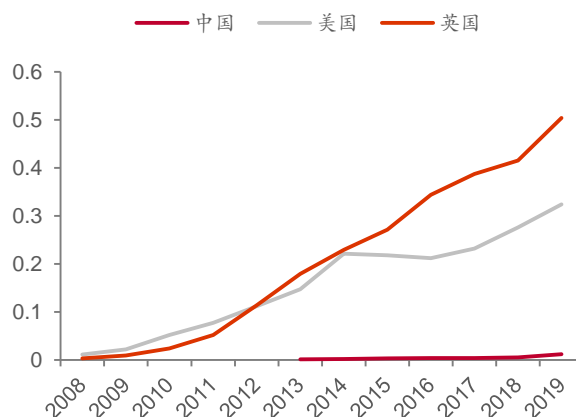


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 需求端: 国内电子烟渗透率较低, 市场空间广阔。**根据灼识咨询数据, 2019 年中国约有 2.87 亿烟民, 是烟草用户数量最大的市场, 但是中国仅有 340 万电子烟用户, 按人数计算, 中国电子烟用户渗透率仅为 1.2%, 相比其他烟草消费大国仍然相对较低, 发展空间广阔。

图表 150: 中国烟草用户数量最大


来源：灼识咨询、中泰证券研究所

图表 151: 中国电子烟渗透率较低


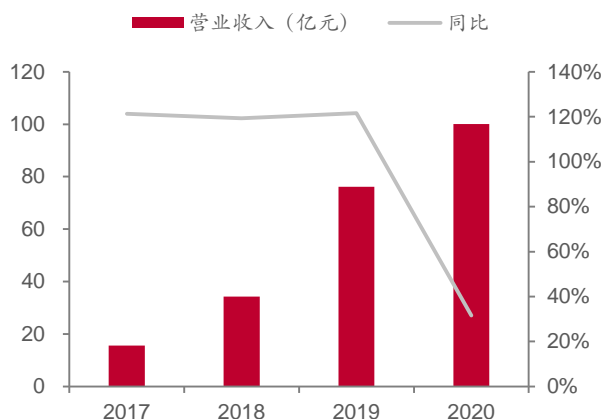
来源：灼识咨询、中泰证券研究所

- **政策端：国内电子烟政策趋严监管。**
- 1) 2021年3月22日，工信部、烟草专卖局联合发布《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）》，拟在《实施条例》中增加一条附则“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”。目前我国对卷烟等烟草制品实行烟草专卖制度，传统卷烟监管要点如下：①生产环节须取得烟草相关部门颁发的生产企业许可证；②批发环节须取得省级以上烟草主管部门颁发的批发企业许可证，零售环节须取得县级以上烟草主管部门颁发的零售许可证；③物流环节，托运或自运需取得准运证，邮寄、异地携带有总量限制；④烟草制品年度总产量计划由国务院计划部门下达，售价受物价部门指导；⑤烟草制品禁止刊登广告。
- 2) 我们认为，该监管政策的变化将对国内电子烟行业产生重大影响。对电子烟品牌商而言，若参考卷烟监管情况，由于物流、批零等环节均存在许可证管制，渠道扩张或将受限，同时各环节存在加税可能，或将影响品牌商利润水平，未来发展具有不确定性。从长期来看，电子烟纳入监管有利于引导行业规范化发展。

二、海外电子烟：替烟趋势已成，雾化龙头地位稳固

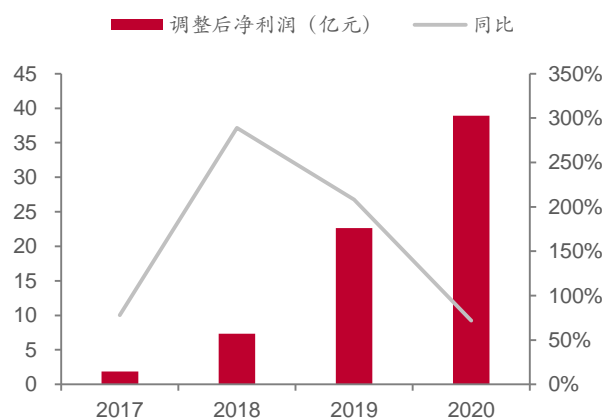
- **思摩尔国际：业绩高增，龙头地位稳固。**2020年思摩尔国际实现营收100.1亿元，同比增长31.5%；实现净利润24.0亿元，同比增长10.4%；实现调整后净利润38.9亿元，同比增长71.9%。公司业绩高速增长，龙头地位稳固。

图表 152: 思摩尔国际营收及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

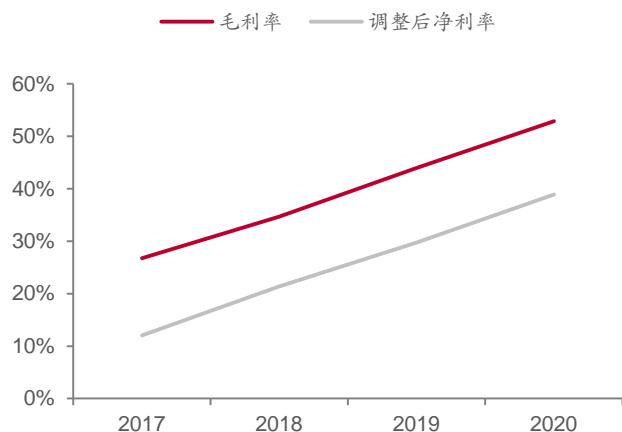
图表 153: 思摩尔国际调整后净利润及增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

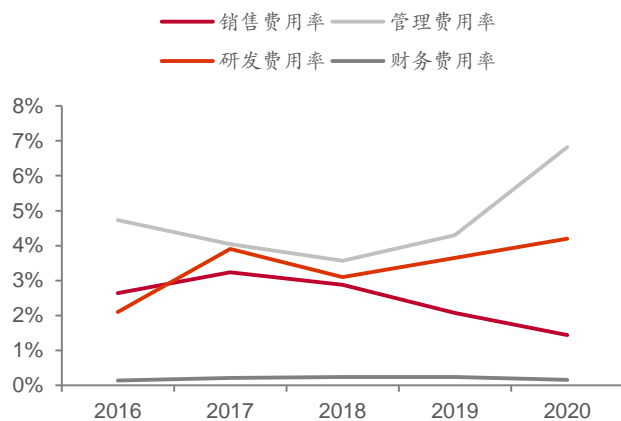
- 利润率大幅提升, 持续加大研发投入。**2020 年思摩尔国际毛利率 52.9% (+8.9pct.), 净利率 24.0% (-4.6pct.), 调整后净利率 38.9% (+9.1pct.)。从费用情况看, 思摩尔国际销售费用率 1.4% (-0.6pct.), 管理费用率 6.8% (+2.5pct.), 主要系上市和股权激励影响, 研发费用率 4.2% (+0.6pct.) 研发投入持续提升。

图表 154: 思摩尔国际毛利率与调整后净利率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

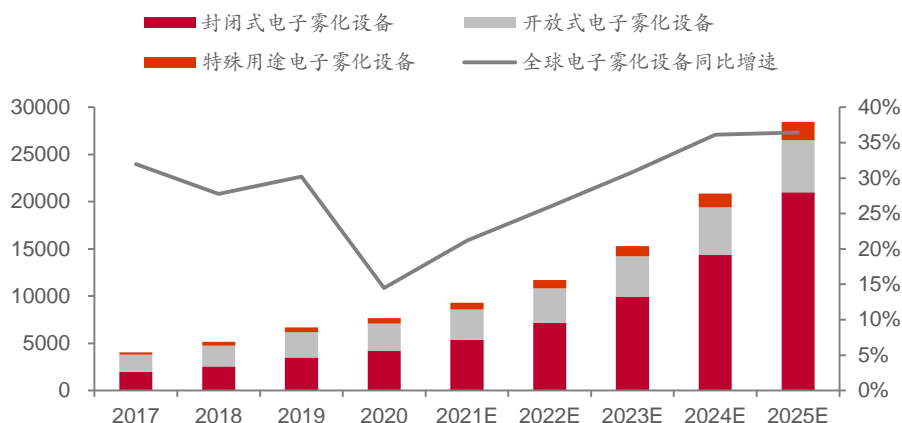
图表 155: 思摩尔国际费用率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 电子烟市场高增, 思摩尔龙头地位稳固。**对于烟民而言, 健康诉求与戒烟痛点之间的矛盾促使烟民转向寻求中间替代品。对于烟草公司而言, 新型烟草革命本质是一种突围方式, 新型烟草产品的高价值和低税负特征使得烟草巨头有动力向电子烟转型以寻求突围。根据弗若斯特沙利文, 以出厂口径计算, 对应全球电子雾化设备市场规模将从 2020 年的 76.7 亿美元增至 2025 年的 284.5 亿美元, CAGR 为 30.0%。思摩尔国际旗下 Feelm 雾化核心技术具有升温迅速、高温恒定、更低的漏液率、无炸油等特点, 雾化芯的烟雾量以及口感饱满度相比于平常陶瓷芯来说更好, 形成思摩尔国际的产品壁垒, 助力公司深度绑定客户并获取更高的产业链价值, 市场份额不断提升, 2020 年达 18.9%。

图表 156: 全球电子雾化设备市场规模 (百万美元, 出厂口径) 及增速



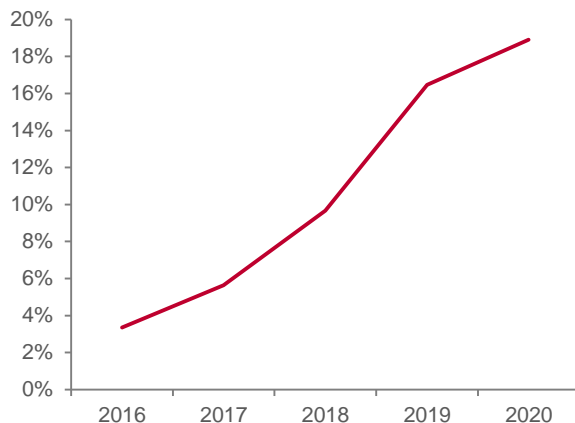
来源: PMI、中泰证券研究所

图表 157: 思摩尔国际 Feelm 雾化技术



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 158: 思摩尔国际市场份额

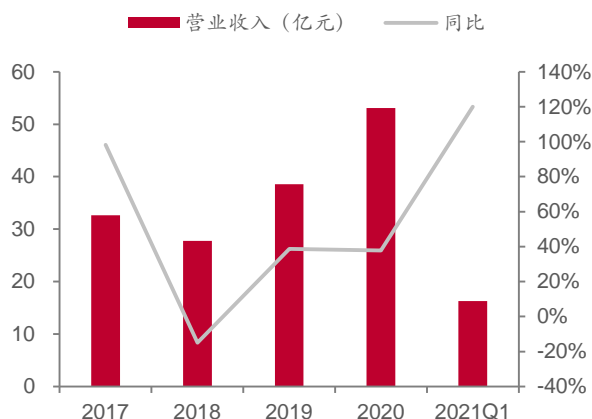


来源: 公司公告、中泰证券研究所

三、海外 HNB: 关注 IQOS 新产品和美国市场拓展

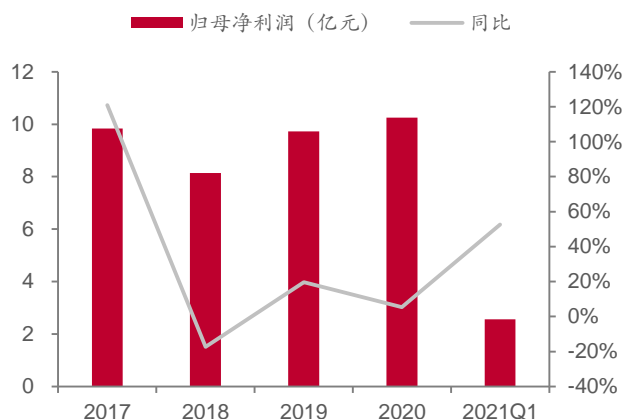
- 盈趣科技: 业绩高增, 电子烟占比下降。**公司 2020 年实现营收 53.1 亿元, 同比增长 37.8%; 实现归母净利润 10.2 亿元, 同比增长 5.3%; 实现扣非归母净利润 9.0 亿元, 同比增长 1.5%。公司 2021 年一季度实现营收 16.26 亿元, 同比增长 120.0%, 较 2019 年一季度增长 134.6%; 实现归母净利润 2.56 亿元, 同比增长 52.6%, 较 2019 年一季度增长 66.2%; 实现扣非归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 52.4%, 较 2019 年一季度增长 78.5%。

图表 159: 盈趣科技营收与增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

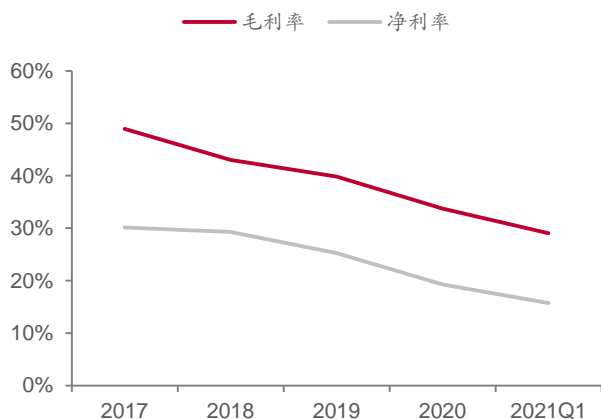
图表 160: 盈趣科技归母净利润与增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

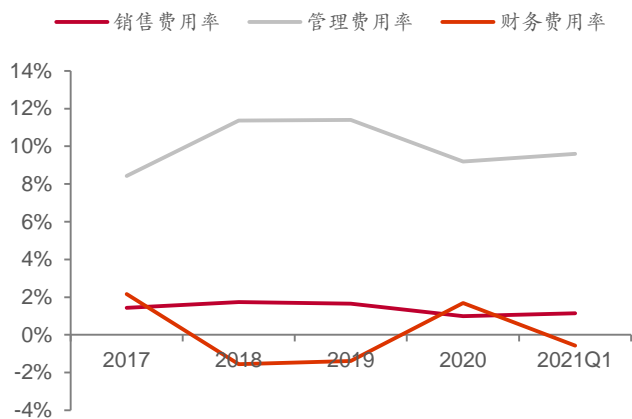
- 产品结构变化拉低利润率,整体费用率稳定。**1)2020年公司毛利率33.7%,较去年同期下降6.1pct.;归母净利率19.3%,较去年同期下降5.9pct。21Q1公司毛利率29.0%(-9.9pct.),较20Q4环比下降1.1pct.;归母净利率16.0%(-6.8pct.),较20Q4环比下降1.2pct。公司短期利润率下降主要是产品收入结构调整,同时叠加原材料价格上涨和美元贬值因素的共同作用。2020年来自电子烟客户的营收合计8.3亿元,同比下降14.1%(向第二/四大客户提供电子烟部件产品),占营收比重为15.6%(-9.4pct。).2)费用端看,2020年公司销售费用率为1.0%(-0.6pct。),管理费用率(含研发费用)为9.2%(-2.2pct。);财务费用率为1.7%(+3.1pct。).21Q1公司销售费用率为1.14%(-0.5pct。),管理费用率(含研发费用)为9.59%(-4.10pct。);财务费用率为-0.58%(+2.29pct。).财务费用率的提升主要系汇率变动及利息支出影响。

图表 161: 盈趣科技毛利率与净利率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 162: 盈趣科技三项费用率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

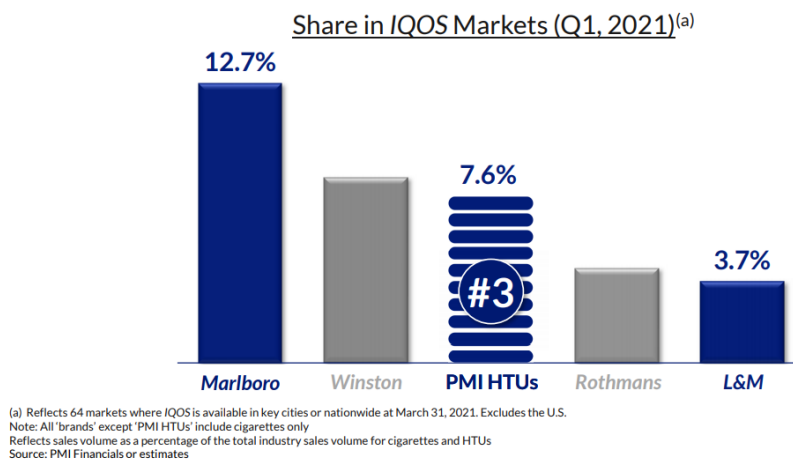
- 电子烟之外:创新消费电子孵化器,竞争壁垒强化平台优势。**我们认为,盈趣科技的长期成长逻辑在于其创新消费电子和物联网应用场景下产品孵化器的独特业务模式。1)随着经济发展和消费者对于产品功能属性

的要求提升,跨界发展和产品电子化大势所趋,赛道扩容边界极为宽广。
 2) 公司深度参与客户的前端产品研发,产品定制化程度高,拥有柔性化的制造能力和快速的客户响应,在保障公司盈利能力的同时有望打造行业的核心进入壁垒。3) 公司管理团队质地优异,拼搏进取,股权激励到位,属于好赛道中的优质企业。

- **海外 HNB 行业端: IQOS 市场份额持续提升,再度验证其高成长属性。**截至 2021Q1,除美国市场外, IQOS 在其所分销的市场中市占率达到 7.6%。按照品牌口径,目前 IQOS 已经成为全球销量第三的烟草产品。2021 年一季度, IQOS 烟弹出货量 217 亿支,同比增长 29.9%,占公司总出货量的 13%。一季度菲莫国际新型烟草收入合计 21 亿美元,同比增长 31%,占公司总营收比重达到 28%。

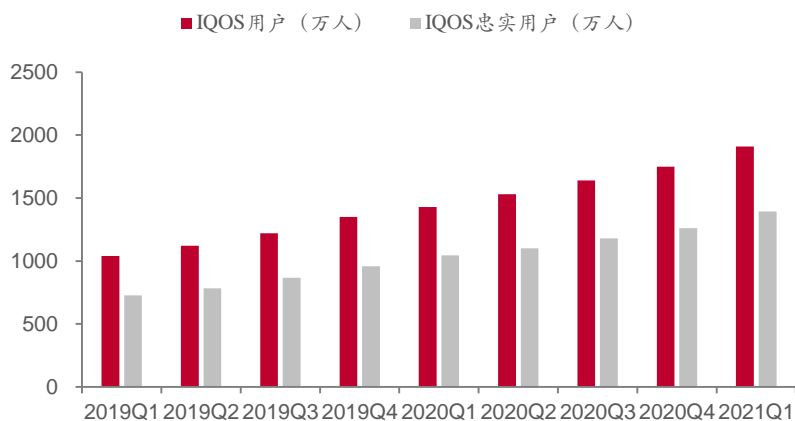
图表 163: IQOS 市场份额

Third-Largest 'Brand' in IQOS Markets



来源: PMI、中泰证券研究所

- **烟民延续高转化率, PMI 无烟目标预示高成长。**2020 年全球 IQOS 用户数达到 1750 万人,较去年同期增加 400 万人,2021Q1 全球 IQOS 用户数达到 1910 万人,环比增加 160 万人。以菲莫国际对 IQOS 的长期规划为例,2025 年预计全球 IQOS 忠实用户目标数 4000 万人,根据该指引测算, IQOS 忠实用户数在 2020-2025 年的复合增速将达到 26.0%。

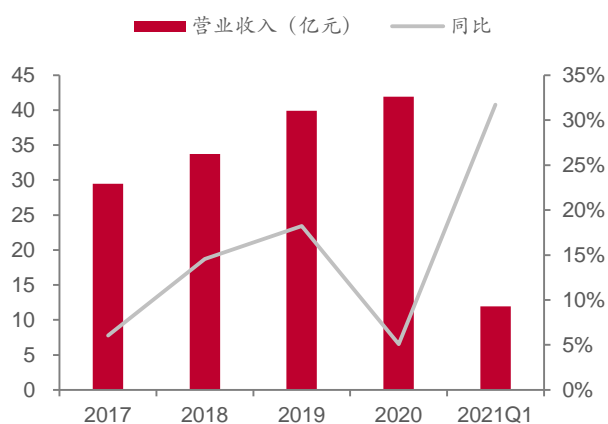
图表 164: IQOS 历年用户变化


来源: PMI、中泰证券研究所

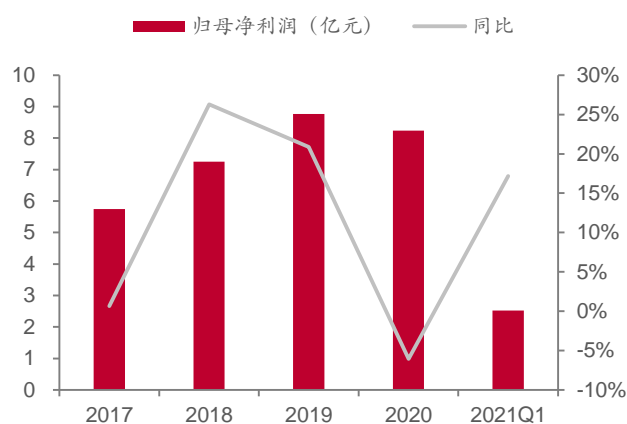
- 2021 年海外 HNB 核心催化: 美国市场开拓和新产品上市。** 1) 美国市场: 2019 年 5 月 1 日, FDA 批准 IQOS 以预售烟草许可 (PMTA) 形式在美销售。2020 年 7 月 FDA 已授予 IQOS 产品减害烟草制品认证 (MRTP) 认证, 预期将对 HNB 产品普及起关键助推作用。美国是全球电子烟最成熟的市场, 约占全球电子烟销售量的 43%, 是良好的新型烟草推广土壤。因此我们认为, 一旦 IQOS 在美推广加速, 产品增速有望再上新台阶。2) 菲莫国际将在 21 年下半年推出基于 Smartcore 中心加热技术的新一代加热不燃烧产品 IQOS ILUMA, 在不改变优秀的抽吸口感的前提下更加易于使用和保养。

四、国内 HNB: 关注政策催化

- 劲嘉股份: 烟标阶段性调整, 彩盒包装放量。** 2020 年公司实现营收 41.91 亿元, 同比增长 5.1%; 实现归母净利润 8.24 亿元, 同比减少 6.1%; 实现扣非后归母净利润 7.79 亿元, 同比减少 9.3%。单四季度公司实现营收 11.81 亿元, 同比增长 6.9%; 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比减少 20.6%; 实现扣非后归母净利润 1.39 亿元, 同比减少 30.2%。2021 年 Q1 公司实现营收 11.95 亿元, 同比增长 31.7%, 较 2019Q1 增长 18.4%; 实现归母净利润 2.52 亿元, 同比增长 17.2%, 较 2019Q1 减少 2.8%; 实现扣非后归母净利润 2.42 亿元, 同比增长 13.3%, 较 2019Q1 减少 4.5%。
- 布局新型烟草, 静候政策落地东风: 公司 2020 年实现新型烟草销售收入同比增长 118.36%, 2021Q1 实现新型烟草销售收入 0.13 亿元, 同比增长 231.84%。** 子公司劲嘉科技定位行业内具有综合竞争实力的电子雾化设备及加热不燃烧器具等新型烟草制品的制造商和服务商。其为云南中烟、上海烟草、贵州中烟、河南中烟、广西中烟等中烟公司提供烟具研发服务的同时, 为 FOOGO(福狗)、WEBACCO(微拜)、GIPPRO(龙舞)、LUMIA 等品牌提供研发、代工服务。公司目前拥有加热不燃烧烟具、电子雾化设备(换弹式、一次性)等产品, 新型烟草政策进一步明确后, 有望催化公司在高成长赛道打造新的业绩增长极。

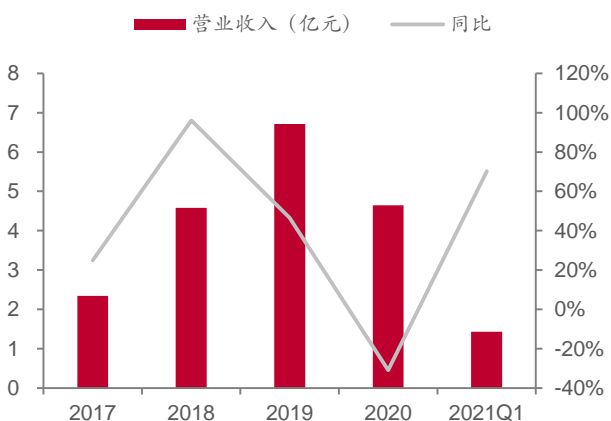
图表 165: 劲嘉股份营收与增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

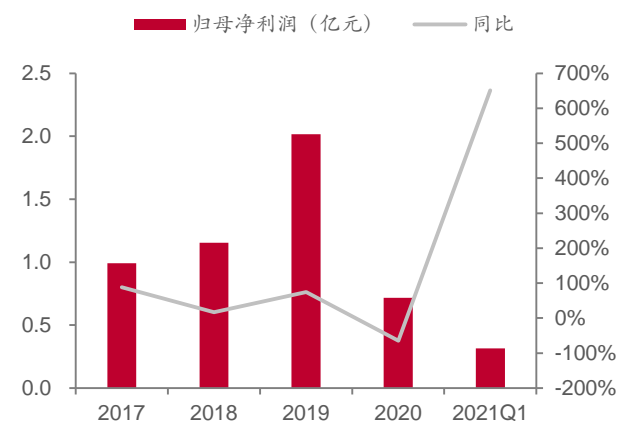
图表 166: 劲嘉股份归母净利润与增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 集友股份：烟标阶段性调整，21年有望修复。**公司2020全年实现营业收入4.64亿元，同比下滑30.9%；归母净利润0.72亿元，同比下滑64.4%；扣非后净利润0.59亿元，同比下滑63.0%。2020Q1公司实现营业收入1.43亿元，同比增长70.2%，较2019Q1下滑6.9%；归母净利0.31亿元，同比增长650.8%，较2019Q1下滑25.1%；扣非归母净利0.29亿元，同比增长753%，较2019Q1下滑23.4%。
- 布局HNB核心技术，取得阶段性成果。**新型烟草方面，公司17年与安徽中烟成立联合工程中心，18年与昆明旭光设立合资公司集友广誉主营新型烟草开发设计服务，19年和20年多次增资合资公司集友广誉，20年8月集友广誉投资设立太湖广誉，在烟草制品设备、再造植物薄片、低温加热不燃烧制品等方面加大研发力度。公司的新型烟草业务通过引入薄片方面相关的专业人才和技术合作，目前在均质化薄片技术方面取得了阶段性成果。公司将以控股子公司集友广誉为平台，一方面积极配合各中烟公司开展均质化薄片联合研发或技术交流；另一方面将推出自主品牌“加热植物芯产品”。均质化薄片属于新型烟草产业链中技术壁垒最高，产业附加值最高的环节，未来发展可期。若相关政策落地，公司有望显著受益。

图表 167: 集友股份营收与增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 168: 集友股份归母净利润与增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **中烟对新型烟草的重视程度决定政策落地可期。**从 2014 年开始，每年中烟工作会议均有内容涉及新型烟草发展战略，云南中烟等中烟集团子公司也相继推出新型烟草试点产品。2018 年下半年开始，中烟历次会议中频频提到推进新型烟草制品相关政策法规研究相关事宜。2020 年 1 月 13 日，中烟提出要在新型烟草重点领域展开研究，随后四川中烟会议中首次提到“新型烟草制品标准制定”这个论述，我们判断随着新型烟草产品在世界范围影响力不断增强，关于新型的烟草的新论述或标志着新型烟草标准起草正在紧锣密鼓的准备中。
- **新型烟草对企业业绩的影响在于产业集群附加值提升。**基于行业高速扩容逻辑，新型烟草短期应较传统烟草被赋予更高的估值。而中长期看烟用耗材企业切入新型烟草的业绩兑现模式在于产业集群附加值提升。主要表现在：1) 在中烟供应链体系中份额的提升。我国烟用耗材领域格局分散，以烟标为例，60%-70%的市场份额掌握在地方性中小企业和三产公司手中。由于新型烟草生产技术壁垒远高于传统烟草（例如 IQOS 正在申请和已授权专利已近万项），行业有望逐步呈现向龙头集中的趋势。2) 供应链份额提升。中国烟草总公司数据显示，我国卷烟行业年收入约 1.5 万亿元，烟草行业上市公司毛利率在 70%左右，据此计算卷烟生产成本约 4000-5000 亿元。现存 A 股标的主要为中烟提供烟标与接装纸，占卷烟成本不足 10%。其他烟丝等环节则因烟草专售制度难以触及。新型烟草的出现可以为企业提供拓展附加值的机会。若未来国内新型烟草行业能够实现 10%的市占率，意味着行业规模将达到约 1500 亿元。

图表 169：中烟关于新型烟草工作的论述

时间	内容
2020/4/25	【四川中烟】重点突破“提升香精香料自主保障能力、雪茄标准制定、 新型烟草制品标准制定 ”等三个核心课题，以点带面实现公司技术研发水平全面提升。
2020/1/13	聚焦 建设现代化烟草经济体系 、推动行业高质量发展、提升行业软实力、世界烟草、控烟履约、 新型烟草产品等重点领域开展研究 ，凝心聚力做好全年工作，努力为推动烟草行业高质量发展作出更大贡献。
2019/5/13	【云南中烟】加速产业进程，引领中式新型烟草
2019/3/26	面向新型烟草制品新领域，突出产业化、品牌化。在行业统筹上下功夫，在提升创新能力上下功夫，在国际市场开拓上下功夫。
2018/11/28	【湖北中烟】努力打造“四个领先”优势：一是针式加热技术领先，成为行业 HNB 产品发展标杆；二是产品质量领先，对标国际一流；三是产品标准领先，积极推进自主专利技术体系向标准体系的跨越，力争构建“中国标准”；四是速度和效率领先，用“做手机的思维”做新型烟草产品，快速推进更新迭代、推层出新。
2018/10/16	1.将加热不燃烧卷烟、电子烟及其他新型烟草制品按照烟草制品进行管理。2.将新型烟草制品产业国际化发展纳入国家战略性新兴产业国际化发展战略。3.云南建设成为国家新型烟草制品产业国际化发展基地。
2018/8/1	以“中华”品牌为核心的高端集群、中端转型和打造新型烟草制品的新“1+3”品牌发展战略成为上烟集团的“品牌布局图”，在新旧动能的转换中追求品牌发展水平和竞争能力
2018/7/17	1.推进新型烟草制品监管的政策法规研究。2.推进新型烟草制品全产业链创新发展。3.推进新型烟草制品产品国际拓展。开拓国际市场投放渠道，推进新型烟草制品产品国际市场投放试销，并开展配套政策研究。
2018/7/6	抓好“一个市场拓展”，即抓好国际市场的拓展。对新型烟草制品的目标市场、品牌培育、营销体系、分工协作等进行统筹规划，有序指引产品市场投放工作。“三个扎实推进”：一是扎实推进产品研发创新。二是扎实推进政策措施配套。三是扎实推进法律法规保障。

2018/6/26	【河南中烟】一是加强组织领导，强化顶层设计。二是加快产品定型，推动关键技术创新。三是抓实产能布局，形成产业链全覆盖。四是加强市场研究，推动国外市场布局。五是加快工作节奏，迎头赶上全国步伐。
2017/12/18	解决“两烟”和新型烟草制品等供给侧结构性矛盾，提升供给体系质量，是当前和今后一个时期烟草行业质量管理的重要任务。
2017/10/19	新型烟草制品是烟草新兴战略产业。要抢占世界新型烟草制品技术最前沿，掌控新兴战略产业发展主动权，超前研发储备一批战略性产品，稳步提升新型烟草制品产业化、品牌化发展能力。
2016/4/18	进一步深化新型烟草制品创新改革。继续推进新型烟草制品监管法律法规体系建设；继续推进新型烟草制品研发创新改革
2016/3/28	在新型烟草制品研发方面，要在技术研发上下功夫，在平台建设上下功夫
2016/1/16	不断强化卷烟包装标识警示，持续推进降焦减害，推动电子烟等新型烟草制品监管，继续严厉打击烟草制品非法贸易
2015/5/20	高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，将其作为关系行业可持续发展的战略性、全局性、长远性重大课题，超前谋划、系统设计、突出重点、有序推进。
2015/5/4	新型卷烟研制重大专项要继续深入开展新型烟草制品专利分析、市场及政策研究，做好产品标准研究，着力强化基础研究和共性技术研究，促进成果的转化应用。
2014/3/18	加强新型烟草制品发展趋势的研究，促进行业可持续发展

来源：烟草专卖网、中泰证券研究所

重点覆盖公司年报&一季报业绩一览

图表 170: 重点覆盖公司年报&一季报业绩一览表

	代码	简称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					毛利率 (%)		净利率 (%)	
			2020	同比	21Q1	同比	相对19Q1	2020	同比	21Q1	同比	相对19Q1	2020	21Q1	2020	21Q1
定制	603833	欧派家居	147.4	8.9%	33.0	130.7%	49.8%	20.6	12.1%	2.4	-	164.7%	35.0	30.2	14.0	7.4
	2572	索菲亚	83.5	8.7%	17.6	130.6%	48.6%	11.9	10.7%	1.2	-	10.3%	36.6	31.2	14.3	6.7
	603801	志邦家居	38.4	29.7%	6.8	109.1%	64.8%	4.0	20.0%	0.5	-	60.0%	38.1	36.5	10.3	7.4
	300616	尚品宅配	65.1	-10.3%	14.1	110.3%	10.5%	1.0	-80.8%	0.1	-	-	33.2	35.5	1.6	0.6
软体	603816	顾家家居	126.7	14.2%	37.8	65.3%	53.8%	8.5	-27.2%	3.9	25.6%	30.4%	35.2	33.0	6.7	10.2
	603008	喜临门	56.2	15.4%	12.5	72.5%	49.1%	3.1	-17.6%	0.8	-	259.9%	33.8	34.5	5.6	6.8
	603313	梦百合	65.3	70.4%	18.9	78.5%	140.0%	3.8	1.3%	0.6	-31.2%	-26.7%	33.9	28.9	5.8	2.9
成品	603818	曲美家居	42.8	0.0%	11.5	36.9%	14.3%	1.0	26.4%	0.6	-	420.6%	43.4	43.7	2.4	5.3
	910	大亚圣象	72.6	-0.5%	14.1	86.8%	-0.2%	6.3	-13.1%	0.7	-	12.6%	29.4	29.3	8.6	5.0
工装	2798	帝欧家居	56.4	1.2%	11.6	46.2%	11.4%	5.7	0.1%	0.8	49.8%	15.2%	30.5	30.5	10.1	6.5
	603208	江山欧派	30.1	48.6%	4.7	57.7%	96.0%	4.3	63.0%	0.3	-11.7%	217.5%	32.2	29.5	14.1	7.0
其他轻工	300729	乐歌股份	19.4	98.4%	6.6	182.0%	190.7%	2.2	244.7%	0.3	128.2%	210.7%	46.7	41.9	11.2	4.8
	603848	好太太	11.6	-8.0%	2.1	72.0%	-20.2%	2.7	-4.9%	0.4	125.2%	-12.8%	48.4	43.1	22.9	21.0
	603661	恒林股份	47.4	63.3%	10.3	64.7%	77.0%	3.6	49.3%	0.7	122.2%	43.5%	29.5	27.4	7.7	6.5
	601828	美凯龙	142.4	-13.6%	33.4	30.7%	-5.5%	17.3	-61.4%	7.2	83.8%	-45.0%	61.5	62.5	12.2	21.6
造纸	2078	太阳纸业	215.9	-5.2%	76.4	37.7%	40.2%	19.5	-10.3%	11.1	106.7%	191.4%	19.4	23.4	9.0	14.5
	488	晨鸣纸业	307.4	1.1%	102.1	67.7%	65.7%	17.1	3.3%	11.8	481.4%	2984.7%	23.1	29.1	5.6	11.6
	600567	山鹰国际	249.7	7.4%	68.3	78.0%	30.9%	13.8	1.4%	4.7	105.5%	3.4%	16.7	14.9	5.5	6.9
包装	2191	劲嘉股份	41.9	5.1%	12.0	31.7%	18.4%	8.2	-6.1%	2.5	17.2%	-2.8%	34.8	34.7	19.6	21.1
	603429	集友股份	4.6	-30.9%	1.4	70.2%	-6.9%	0.7	-64.4%	0.3	650.8%	-25.1%	37.5	40.2	15.5	22.0
	2228	合兴包装	120.1	8.2%	37.5	94.1%	30.3%	2.9	8.7%	0.6	66.2%	-10.6%	11.4	9.7	2.4	1.6
	2831	裕同科技	117.9	19.7%	26.6	45.8%	48.9%	11.2	7.2%	1.7	17.1%	7.9%	26.8	23.9	9.5	6.3
必选消费	603899	晨光文具	131.4	17.9%	38.1	83.0%	61.8%	12.6	18.4%	3.3	42.5%	26.9%	25.4	24.6	9.6	8.6
	2511	中顺洁柔	78.2	17.9%	21.0	25.8%	36.5%	9.1	50.0%	2.7	47.8%	119.7%	41.3	40.5	11.6	12.9
	3006	百亚股份	12.5	8.8%	4.1	34.7%	-	1.8	42.4%	0.8	46.7%	-	42.7	45.3	14.6	19.8
	605009	豪悦护理	25.9	32.6%	5.3	7.8%	-	6.0	90.9%	0.9	-7.5%	-	36.9	30.5	23.2	16.7
	6993.hk	蓝月亮集团	69.96	-0.8%	-	-	-	13.1	21.3%	-	-	-	64.5	-	18.7	-
新型烟草	2925	盈趣科技	53.1	37.8%	16.3	120.0%	134.6%	10.2	5.3%	2.6	52.6%	66.4%	33.7	29.0	19.3	15.8
	6969.hk	思摩尔国际	100.10	31.5%	-	-	-	24.0	10.4%	-	-	-	52.9	-	24.0	-
	RLX.N	雾芯科技	38.20	146.5%	-	-	-	-1.3	-368.3%	-	-	-	40.0	-	-3.4	-

来源:wind、中泰证券研究所

注: 蓝月亮单位为港币

风险提示

原材料价格大幅上涨风险

- 轻工板块企业盈利能力与上游原材料价格关联较为密切, 若原材料价格出现大幅上涨, 可能导致企业成本承压并对业绩造成影响。

宏观经济波动风险

- 宏观经济与板块子行业需求联动性较高, 若宏观经济出现波动, 可能影响行业需求。同时, 地产景气度与家居板块密切相关, 建议积极关注。

行业政策变动风险

- 轻工部分子板块, 如造纸、新型烟草等与行业政策关联较为紧密。若未来政策出现积极或消极变化, 可能影响行业基本面和企业盈利/估值水平。

文中数据测算说明

- 文中各种测算基于一定前提假设, 存在前提假设不达预期导致测算结果偏离真实情况的风险, 测算结果仅供参考。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。